

# RMF

## Reporte de Mercados Financieros

IV 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

# Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>6</b>
2.1	Entorno Internacional . . . . .	6
2.2	Percepción de Riesgo a Nivel Local . . . . .	6
2.3	Mercado cambiario . . . . .	6
2.4	Política Monetaria y Mercado Monetario Local . . . . .	7
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	7
2.6	Mercado accionario . . . . .	7
<b>3</b>	<b>Entorno Internacional</b>	<b>8</b>
<b>4</b>	<b>Percepción de Riesgo a Nivel Local</b>	<b>16</b>
<b>5</b>	<b>Mercado Cambiario</b>	<b>19</b>
5.1	Mercado Cambiario Global . . . . .	19
5.2	Mercado Cambiario Colombiano . . . . .	22
<b>6</b>	<b>Mercado Monetario y Renta Fija</b>	<b>25</b>
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica . . . . .	25
6.2	Mercado Monetario Colombiano . . . . .	27
6.3	Mercado de Deuda Pública . . . . .	28
6.3.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región . . . . .	28
6.3.2	Deuda Pública Interna de Colombia . . . . .	31
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región . . . . .	34
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia . . . . .	35
<b>7</b>	<b>Mercado de Deuda Privada</b>	<b>37</b>
<b>8</b>	<b>Mercado Accionario</b>	<b>39</b>
8.1	Estados Unidos . . . . .	39
8.2	Europa . . . . .	41
8.3	Asia . . . . .	42
8.4	Latinoamérica y Colombia . . . . .	43

## Índice de Gráficos

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

44	Spreads Deuda Soberana LATAM . . . . .	35
45	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia . . . . .	36
46	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia . . . . .	36
47	Globales USD vs TES locales . . . . .	37
48	TES Globales vs TES locales . . . . .	37
49	Monto Total Colocado . . . . .	37
50	Monto Colocado por Sector . . . . .	38
51	Colocaciones por Tasa de Interés . . . . .	38
52	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación . . . . .	38
53	Monto Colocado vs Monto Demandado . . . . .	39
54	Evolución de los Índices Accionarios de la Región . . . . .	40
55	Evolución de los Índices Accionarios de la Región . . . . .	44
56	COLCAP y Volumen Transado Diario . . . . .	44
57	Volatilidad Condicional Índices Accionarios . . . . .	45
58	Capitalización Bursátil Ajustada/PIB* . . . . .	45
59	Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente . . . . .	46

## Índice de Tablas

1	Crecimiento 3T17 y Expectativas para 2017 . . . . .	11
2	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo . . . . .	13
3	Precio de Productos Básicos (en dólares) . . . . .	16
4	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense . . . . .	20
5	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas) . . . . .	22
6	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones . . . . .	22
7	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria . . . . .	22
8	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) a septiembre de 2017 para Latam . . . . .	26
9	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017 . . . . .	26
10	Emisiones Deuda Privada 4T17 . . . . .	38

## 1 Introducción

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

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

Durante el 2017, el comportamiento de los mercados financieros internacionales estuvo determinado por los favorables niveles de crecimiento económico en la mayoría de economías desarrolladas, los cuales generaron expectativas de una política monetaria más contractiva en el corto y mediano plazo, y por varios elementos de incertidumbre política. Al cierre del año, la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo influenciada por las proyecciones del mercado sobre la aprobación y el alcance de la reforma tributaria en EE.UU, un entorno macroeconómico favorable en la mayoría de economías desarrolladas, las expectativas sobre una política monetaria más contractiva en EE.UU. en el mediano plazo, incertidumbre política en Europa, Asia y América Latina y el incremento en los precios de los *commodities* energéticos e industriales. En esta coyuntura, el dólar estadounidense presentó un debilitamiento, el mercado de deuda pública de EE.UU. se desvalorizó en la parte corta de la curva mientras que sus mercados accionarios continuaron registrando una dinámica positiva. 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 valorizaciones en los mercados de renta fija (puntualmente en la parte corta de la curva de TES en pesos) mientras que el mercado accionario recobró el dinamismo que se había perdido en el trimestre anterior.

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

## 2 Resumen Ejecutivo

### 2.1 Entorno Internacional

Durante el 2017, el comportamiento de los mercados financieros internacionales estuvo determinado por los favorables niveles de crecimiento económico en la mayoría de economías desarrolladas, los cuales fomentaron incrementos en las tasas de los bancos centrales y expectativas de política monetaria más contractiva en el corto y mediano plazo. Junto al contexto económico, los mercados financieros también estuvieron influenciados por diversos eventos políticos tales como la entrada de Trump a la presidencia de EE.UU, y procesos electorales y políticos en Europa, tales como las elecciones en Francia, Reino Unido y Alemania, y las negociaciones del *Brexit* entre el Reino Unido y la Unión Europea.

En el 4T17 los mercados financieros respondieron principalmente a las noticias sobre la aprobación y alcance de la reforma tributaria en EE.UU, la cual se da en un contexto macroeconómico favorable en economías desarrolladas que contribuyó al fortalecimiento de las proyecciones sobre futuros incrementos en las tasas de política monetaria de los principales bancos centrales del mundo. Adicionalmente se presentaron, a nivel nacional y regional, dinámicas temporales que estuvieron explicadas por eventos políticos y el incremento en los precios de los *commodities* energéticos e industriales.

### 2.2 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el 2017, la percepción de riesgo a nivel local tuvo un comportamiento mixto con reducciones en las proyecciones de crecimiento e inflación para 2017 y 2018, y con reducciones a máximos históricos en el índice de confianza de los consumidores. En el 4T17 se observó un panorama positivo en los indicadores de riesgo a nivel local ante los incrementos en las expectativas de crecimiento y menores niveles de inflación proyectada en el corto y mediano plazo.

### 2.3 Mercado cambiario

En el 2017 el dólar continuó debilitándose frente a la mayoría de sus principales pares, lo cual estuvo explicado principalmente por el aumento en la probabilidad de normalización de las tasas de política monetaria y los diferenciales de crecimiento económico con economías desarrolladas. En América Latina las monedas se apreciaron, influenciadas principalmente por el aumento en el precio de las materias primas, no obstante este comportamiento estuvo limitado por eventos idiosincráticos locales.

En el 4T17 el precio del dólar no presentó una tendencia definida frente a la mayoría de sus pares y cerró el trimestre en los mismos niveles observados al final del 3T17. El comportamiento del dólar estuvo influenciado principalmente por las discusiones sobre la reforma tributaria aprobada a finales de 2017 en EE.UU. En América Latina el comportamiento fue mixto, lo cual estuvo explicado principalmente por la dinámica del precio de las materias primas y factores políticos locales.



## 2.4 Política Monetaria y Mercado Monetario Local

Durante el 2017, las principales economías de la región, con excepción de México, presentaron reducciones en sus tasas de interés de referencia. A lo largo del cuarto trimestre los bancos centrales de Colombia, Perú y Brasil recortaron sus tasas de intervención, Chile las mantuvo inalteradas y México las incrementó. En Brasil se presentó la reducción más pronunciada de la región, recortando 125 puntos básicos (p.b.) en el trimestre. 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.

## 2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

Tanto en el 4T17 como a lo largo de 2017, la deuda pública en moneda local presentó valorizaciones relacionadas con los recortes de la tasa de política monetaria y la reducción de la inflación esperada y observada. A lo largo del 2017 los rendimientos de los *Treasuries* aumentaron, particularmente en el tramo corto, en línea con la normalización de la política monetaria en ese país. Por su parte, los títulos de deuda de Brasil y Perú presentaron valorizaciones, particularmente en el tramo corto, reflejando los recortes de sus tasas de referencia, mientras que los de México se desvalorizaron, particularmente en los tramos corto y medio, en línea con los aumentos de su tasa de política, el comportamiento de los *Treasuries* y el debilitamiento de su entorno macroeconómico. Por su parte, los bonos de Chile no presentaron variaciones significativas.

Durante el trimestre, los bonos del tesoro de los EE.UU. se desvalorizaron, principalmente en el tramo corto, como consecuencia del incremento en el rango objetivo de la tasa de los fondos federales y las expectativas de una normalización más acelerada de la política monetaria en este país. 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. En particular, se observaron valorizaciones en los bonos de Perú y el tramo corto de Brasil, reflejando los recortes de sus tasas de política monetaria, y desvalorizaciones en los casos de Chile, México y los tramos medio y largo de Brasil, ante la debilidad percibida sobre su desempeño macroeconómico. Por su parte, los títulos de deuda externa de la región se desvalorizaron en el corto plazo, en línea con el comportamiento de los *Treasuries*.

## 2.6 Mercado accionario

En el 2017 el índice agregado de renta variable de los países emergentes mostró el mejor desempeño a nivel mundial al valorizarse 37,3%. En segundo lugar se ubicaron los índices bursátiles de Estados Unidos (EE.UU.), los cuales crecieron, en promedio, a un ritmo de 24,3%. Fueron seguidos por las bolsas asiáticas y de Oceanía que durante el año se expandieron a un ritmo de 23,1% y por las de los países latinoamericanos, cuya valorización promedio fue 19,2%. En el último trimestre del 2017, el mercado bursátil de EE.UU. presentó la valorización más alta a nivel mundial (7,6%, en promedio<sup>1</sup>). Le siguieron las bolsas de los países emergentes (7,4%), Asia y Oceanía (6,9%), América Latina (1,2%) y Europa (-2,5%). Por su parte, para Colombia, el desempeño trimestral del COLCAP continuó ubicándose en el cuarto lugar en la región al cierre del 4T17.

<sup>1</sup>En el trimestre el *Dow Jones* se valorizó en 10,3%, el *S&P 500* lo hizo en 6,1% y el *Nasdaq Composite* en 6,3%.

### 3 Entorno Internacional

Durante el 2017, la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo influenciada por factores económicos y políticos. En primer lugar, las economías desarrolladas presentaron datos positivos de crecimiento los cuales favorecieron la consolidación y la formación de expectativas sobre una política monetaria más contractiva en estas economías, cuya consolidación estuvo moderada por los niveles bajos de inflación que se observaron. En segundo lugar, la llegada del presidente Trump a la presidencia de EE.UU. y su propuesta de reforma tributaria, la apertura de las negociaciones del *Brexit* y diversos procesos electorales en Europa, principalmente en Francia, Países Bajos, Reino Unido y Alemania, entre otros, mantuvieron la incertidumbre política en niveles elevados en lo corrido del año.

En el 4T17, los principales determinantes de la dinámica de los mercados financieros internacionales fueron: i) las proyecciones del mercado sobre la aprobación y el alcance de la reforma tributaria en EE.UU.; ii) un entorno macroeconómico en la mayoría de economías desarrolladas caracterizado por elevados niveles de crecimiento y bajos niveles de inflación; iii) las expectativas sobre una política monetaria más contractiva en EE.UU. en el mediano plazo; iv) eventos generadores de incertidumbre política en Europa, Asia y América Latina; y v) el incremento en los precios de los *commodities* energéticos e industriales.

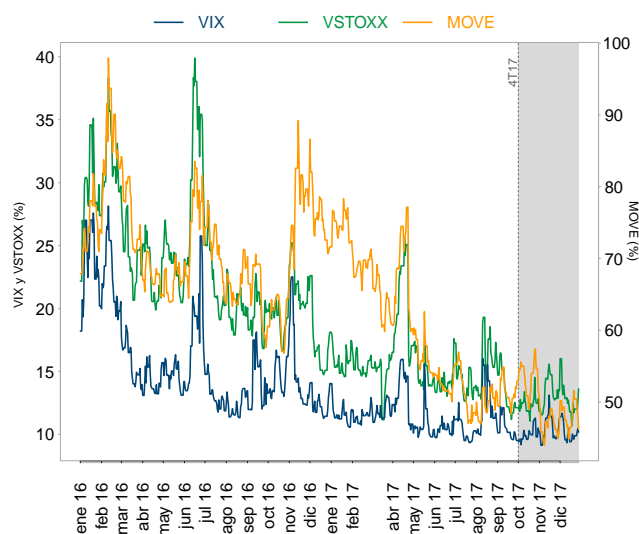
#### **Reforma tributaria en EE.UU.**

Durante el 2017, la reforma tributaria fue uno de los principales objetivos del Gobierno Trump, y durante el año impulsó los mercados financieros al generar optimismo frente a posibles recortes en las tasas de tributación. El proyecto de reforma legislativa se presentó en noviembre al Congreso, en donde tuvo una aprobación expedita en ambas cámaras aunque con incertidumbre frente a los alcances del texto final<sup>2</sup>. Durante noviem-

<sup>2</sup>Los textos inicialmente aprobados por la Cámara de Representantes y el Senado el 16 de noviembre y el 2 de diciembre, respec-

bre y diciembre, en los días en que se llevaron a cabo los debates en ambas cámaras se observó un incremento en la volatilidad esperada de los mercados accionarios, medida a través del *Vix* y el *Vstox* (Gráfico 1).

Gráfico 1: Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa



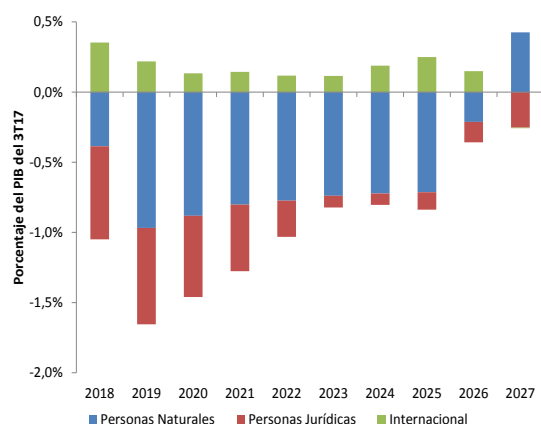
Fuente: Bloomberg.

El principal efecto de la reforma tributaria sería una reducción de los ingresos fiscales que para los próximos diez años se estima en un total de \$1,45 billones de dólares. Durante este periodo, la reducción en los ingresos fiscales será anualmente en promedio de 0,75 % del PIB, con un recorte máximo en 2019 que se estima en un 1,44 % del PIB. Los menores ingresos fiscales están explicados por la reducción en la tasa de tributación a personas naturales y jurídicas, cuyo efecto durante el mismo periodo se estima respectivamente en \$1,12 y \$0,65 billones de dólares, es decir, en promedio una reducción de 0,58 %, 0,53 % del PIB. Por su parte en el frente internacional se espera un recaudo adicional en los mismos años de \$0,32 billones de dólares, es decir, en promedio un incremento en el

tivamente, resultaron distintos, por lo cual fue necesario someter a conciliación en un comité conjunto el contenido de la reforma. El texto conciliado fue aprobado por la Cámara de Representantes y el Senado el 15 y 20 de diciembre, respectivamente, y sancionado por el Presidente Trump el 22 de diciembre

recaudo de 0,18 % del PIB, el cual está explicado por un cambio en la forma en que se tributa el diferencial en impuestos frente a otros países de las multinacionales y múltiples medidas dirigidas a desincentivar la reducción de la base gravable mediante prácticas que redistribuyan los ingresos en otros países (Gráfico 2). De acuerdo al *Joint Committee on Taxation* del Congreso de EE.UU. estas medidas tendrán un impacto promedio positivo en el PIB de largo plazo de 0,7% durante los próximos diez años.

Gráfico 2: Reducción en los Ingresos Fiscales de EE.UU. como consecuencia de la reforma tributaria



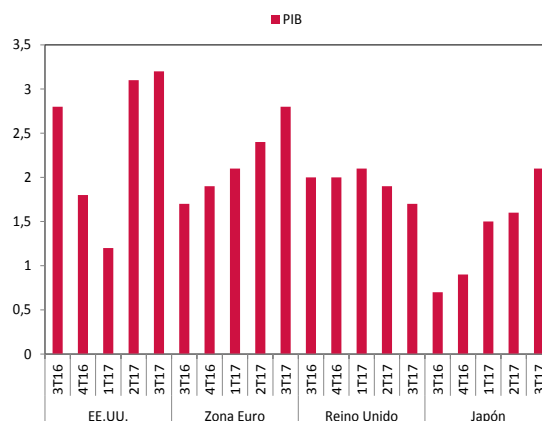
Fuente: *Joint Committee on Taxation of the United States Congress*. Los porcentajes se calculan tomando como base el PIB de EE.UU. del 3T17.

### Contexto macroeconómico

En línea con lo observado durante el 2017, la mayoría de economías desarrolladas presentaron resultados favorables en el crecimiento de sus productos (Gráfico 3), acordes con el desempeño de sus mercados laborales que presentan bajos niveles de desempleo y altos niveles de contratación (Gráfico 4). En particular, en EE.UU. se presentó un crecimiento en el producto durante el 3T17 de 3,1% que estuvo impulsado por un incremento en 7,3% en la inversión privada. Por su parte, el desempleo se redujo a 4,1%, niveles no observados desde el año 2000. En la Zona Euro y

en Japón se presentó un crecimiento en el producto de 2,6% y 2,1%, respectivamente, y una reducción en la tasa de desempleo a 8,7% y 2,7%, respectivamente. La inflación subyacente de estos países aumentó, a excepción de la Zona Euro, dejando de esta forma a Fed y al Banco de Japón (*BoJ*) más cerca de su objetivo inflacionario del 2% (Gráfico 5). A diferencia de otras economías desarrolladas, los datos de crecimiento en el Reino Unido han presentado una reducción, principalmente ante menores niveles de crecimiento en la inversión<sup>3</sup>, y la depreciación de la libra esterlina observada durante el último año continúa generando incrementos en la inflación superiores al objetivo del 2% del Banco de Inglaterra (*BoE*).

Gráfico 3: Crecimiento en principales economías desarrolladas

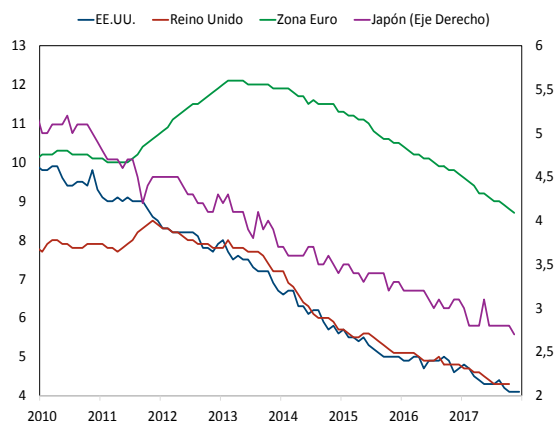


Fuente: *Bloomberg*.

Por su parte, en la economías emergentes resaltan las perspectivas sobre un debilitamiento económico en China, y el fortalecimiento de las economías en India y de la mayoría de países latinoamericanos. En China, a pesar de que el producto presentó durante el 3T17 un crecimiento anual de 6,8%, en línea con las expectativas del mercado, sus autoridades monetarias y financieras se encuentran preocupadas por los elevados

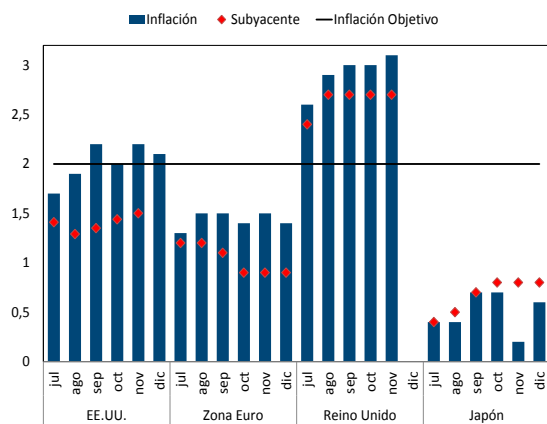
<sup>3</sup>En el 3T17 la inversión privada presentó incremento de 0,2% que resultó inferior a los datos observados en el 1T17 y 2T17 de 0,8% y 0,5%, respectivamente

Gráfico 4: Desempleo en principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5: Inflación observada, subyacente y objetivo de inflación en principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

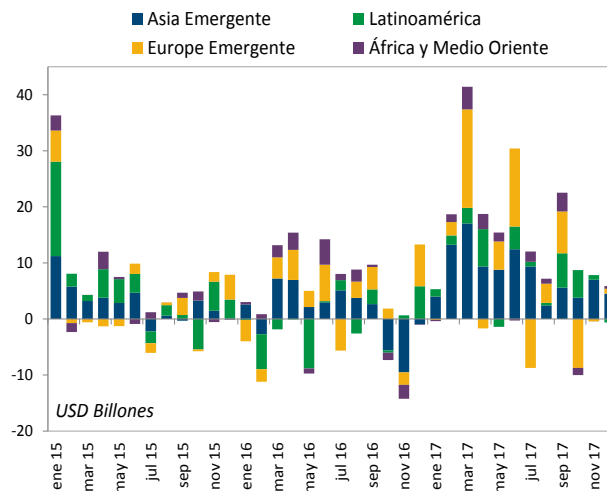
niveles de endeudamiento corporativo y el acelerado crecimiento de la deuda en los hogares<sup>4</sup>. Por su par-

<sup>4</sup>En particular, las preocupaciones dieron lugar a la creación del Comité de Estabilidad Financiera y Desarrollo que se reunió por

te en India, en el 3T17 se observó una aceleración del crecimiento en el producto después de cinco trimestres consecutivos de reducciones en los niveles de este indicador.

En este contexto, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Institute of International Finance (IIF), durante el 4T17 continuaron las entradas de flujos de capital. En el trimestre se presentaron entradas netas de capital de portafolio hacia países emergentes por USD30,2 miles de millones (en el 3T17 se reportaron entradas por USD37,4 miles de millones), de las cuales USD11,3 miles de millones fueron hacia mercados de renta fija y USD18,4 miles de millones hacia el mercado de renta variable (Gráficos 6 y 7). Los flujos de capitales estuvieron dirigidos principalmente al mercado de deuda y accionario de Asia emergente (USD15,3 miles de millones y USD6,6 miles de millones respectivamente).

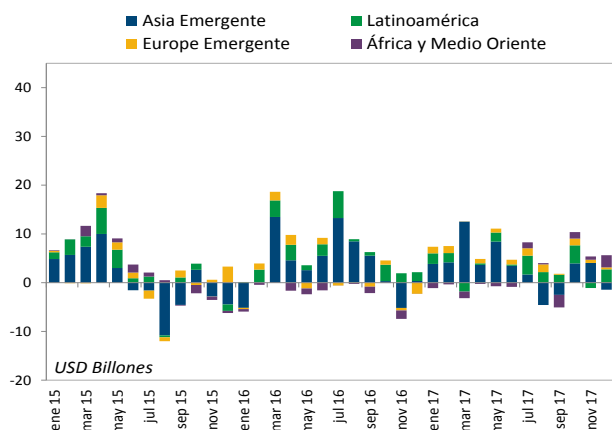
Gráfico 6: Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta fija de Economías Emergentes



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

primera vez durante el trimestre, y a comentarios por parte del presidente del Banco Popular de China, Zhou Xiaochuan, en donde hizo referencia a la posibilidad de una corrección en los precios de los activos ante los elevados niveles de endeudamiento en el sector no corporativo.

Gráfico 7: Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta variable de Economías Emergentes



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

En línea con el aumento en los indicadores de crecimiento en la mayoría de economías emergentes, en Latinoamérica se presentaron incrementos en estos indicadores con respecto al trimestre anterior. No obstante para la mayoría de países este crecimiento fue igual o inferior al esperado por el mercado. En particular, el dato observado del 3T17 fue superior frente al esperado por el mercado para Brasil, mientras que fue inferior para México y Colombia; y no cambió para Perú y Chile. Entre septiembre y diciembre de 2017, la expectativa de crecimiento para el año en curso aumentó para Chile y Brasil, cayó para Colombia y se mantuvo estable para Perú y Chile (Cuadro 1).

Estos incrementos se encuentran asociados a una mayor estabilidad macroeconómica asociada a menores niveles de inflación y un incremento en el precio de los *commodities* industriales y energéticos. A pesar de esto, en países como México, la incertidumbre en política económica, a la que haremos referencia más adelante, ha afectado el desempeño económico.

De igual forma, este aumento en los niveles de crecimiento, los indicadores económicos positivos en los países de la región y el aumento en los precios de las materias primas, incidieron en la reducción del riesgo

de los países de la región, medido a través de los CDS.

Cuadro 1: Crecimiento 3T17 y Expectativas para 2017

País	Esp. 3T17	Obs. 3T17	Esp. 2017 (Sep. 17)	Esp. 2017 (Dic. 17)
COL	2,00 %	2,10 %	1,70 %	1,60 %
BRA	1,42 %	1,25 %	0,40 %	1,00 %
CHL	2,20 %	2,20 %	1,40 %	1,50 %
MEX	1,49 %	1,60 %	2,10 %	2,10 %
PER	2,50 %	2,50 %	2,60 %	2,60 %

Fuente: Bancos Centrales y Bloomberg

En línea con la reducción de los indicadores de riesgo en la región, al igual que en la mayoría de países emergentes, en el periodo se presentaron entradas de capital hacia América Latina (entradas netas al mercado accionario por USD5,3 miles de millones y entradas netas al mercado de renta fija por USD5,1 miles de millones).

### Política monetaria

Frente a las proyecciones de política monetaria, durante el trimestre se observó que a corto plazo se concretaron algunos eventos que ya estaban descontados por el mercado, mientras que a mediano plazo, tomaron mayor relevancia las perspectivas sobre una política monetaria más contractiva en economías desarrolladas, principalmente en EE.UU.

Frente a las proyecciones de corto plazo, el *BoE* y la Fed llevaron a cabo en sus reuniones de noviembre y diciembre, respectivamente, los incrementos de 25 p.b. en la tasa de política monetaria que ya estaban parcialmente descontados por el mercado al inicio del trimestre. De esta forma, la tasa de política monetaria del *BoE* ascendió a 50 p.b. y la tasa de fondos federales de la Fed se incrementó a un rango entre 1,25 % y 1,50 %.

Por su parte, en su reunión de octubre, el Banco Central Europeo (*BCE*) decidió expandir su compra de activos hasta septiembre de 2018, pero reduciendo el flujo de compras a partir de enero desde 60€ miles de millones (mm) hasta 30€ mm. De esta forma, el *BCE* adquirirá un total de 270€ mm hasta septiem-

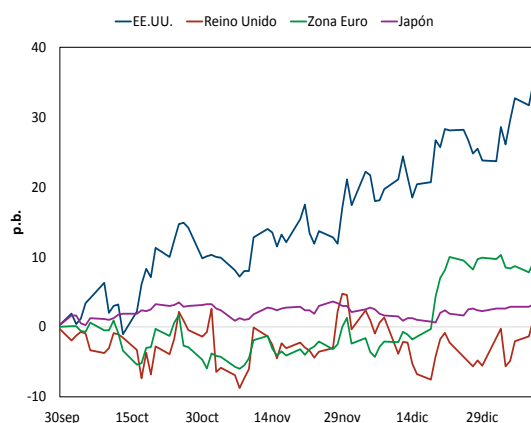
bre de 2018, suma que resulta inferior a lo esperado por el mercado<sup>5</sup>. Esta decisión fue interpretada como una salida cautelosa del programa de compra de activos en tanto indicó que si fuera necesario, el *BCE* estaría dispuesto a adquirir activos más allá de septiembre de 2018, y adicionalmente señaló que cualquier incremento en la tasa de política monetaria ocurriría una vez se diera por terminado su programa de compra de activos.

Por último, en su reunión de diciembre, el Banco de Japón (*BoJ*) dejó su tasa de política monetaria en -0,10%, mantuvo la compra de activos en ¥80 billones al año y se conservó la política de una tasa de retornos en la curva de rendimientos a 10 años cercana a 0%. Ahora bien, los comentarios de algunos miembros del *BoJ*, incluyendo a su presidente, Haruhiko Kuroda, sobre los riesgos para el sistema financiero de tener una curva de rendimientos plana durante un prolongado periodo de tiempo han generado expectativas sobre una posible tendencia contractiva en su política monetaria durante el 2018, frente a lo cual, en la rueda de prensa de diciembre, Kuroda intentó apaciguar estas perspectivas al señalar que *las instituciones financieras domésticas están cumpliendo con su función de intermediación sin ningún problema, por lo cual no existe ninguna necesidad de modificar la política actual*.

En el mediano plazo, las expectativas sobre política monetaria en economías desarrolladas estuvieron principalmente influenciadas por los avances en la reforma tributaria en EE.UU. Como se mencionó anteriormente, esta reforma implica una reducción en los ingresos fiscales que se generaría un incremento en el ingreso disponible de consumidores y de las empresas y por lo tanto un choque positivo en la demanda agregada. En este contexto, la curva *Overnight Index Swap* (OIS) a 5 años presentó incrementos en EE.UU. superiores a los observados en la Zona Euro y el Reino Unido; en los días previos a la aprobación de la reforma tributaria, la curva OIS de la Zona Euro pre-

sentó un incremento ante la expectativa de que el choque de demanda agregada originado en EE.UU. genere efectos positivos en la economía europea (Gráfico 8).

Gráfico 8: Cambio en la curva OIS a cinco años en las principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Mientras que las economías desarrolladas están en un proceso de normalización de sus políticas monetarias y las expectativas de incrementos de sus tasas en el mediano plazo se han fortalecido, los movimientos de tasas en economías emergentes no presentan una dirección común *Cuadro 2*.

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

Durante el trimestre se presentaron diversos eventos de incertidumbre a nivel político que se vieron principalmente reflejados en la dinámica de los mercados accionarios y de divisas.

En el continente europeo se presentaron eventos de incertidumbre política en España, el Reino Unido, Alemania e Italia. En primer lugar, en España estuvieron activas las tensiones políticas una vez los resultados de un referendo en Cataluña abrieron la puerta a un proceso político regional cuyo objetivo fue lograr la independencia de esta región autónoma. Una vez el par-

<sup>5</sup>En los días previos a la decisión dos eran las opciones que describían los medios, 40€ mm durante seis meses o 20€ mm durante nueve meses.

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

	Sep 2017	Dic 2017	Δ 4T17 (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.*

lamiento catalán anunció su independencia, el Senado español disolvió el gobierno regional y llamó a nuevas elecciones en diciembre, en las cuales, los partidos independentistas obtuvieron la mayor parte de los votos. Ante estas noticias, el mercado bursátil español presentó desvalorizaciones, ante la incertidumbre frente a la continuidad de los principales bancos catalanes en la Unión Europea. En segundo lugar, durante octubre y noviembre no se hicieron públicos grandes avances en las negociaciones de la separación del Reino Unido de la Unión Europea. A principios de diciembre se dio un avance significativo en estas negociaciones una vez se establecieron puntos respecto a los costos financieros del Reino Unido, el compromiso de no crear una frontera aduanera entre Irlanda e Irlanda del Norte y los derechos de los ciudadanos de la Unión Europea que habitan en el Reino Unido. Este anuncio fortaleció a la libre esterlina frente a sus pares. En tercer lugar, en Alemania, el partido de la canciller Angela Merkel no logró consolidar una coalición con mayoría absoluta en el Parlamento. Esta mayoría es necesaria para el nombramiento del canciller por parte del Parlamento. Algunos medios han señalado que la ausencia de una coalición ha inclinado la balanza de poder en Europa a favor del presidente de Francia, Emmanuel Macron, en su objetivo de reformar la estructura ins-

titucional de la Unión Europea. Por último, en Italia, el presidente Sergio Mattarella clausuró el parlamento con el objetivo de llamar a las elecciones parlamentarias que se celebrarán en marzo del 2018. El principal riesgo de estas elecciones sería una mayoría parlamentaria en manos de partidos políticos escépticos frente al uso por parte de Italia del Euro y la continuidad de este país en la Unión Europea.

Por su parte, en Asia se mantuvo activa la incertidumbre en política en China y Japón. En primer lugar, en China ante la celebración del congreso quinquenal del partido comunista en donde se reeligió a Xi Jinping como Secretario General del Partido. En Japón ante las elecciones del primer ministro en donde el Shinzo Abe resultó reelegido.

De otro lado en Latinoamérica, se incrementó la incertidumbre política durante el trimestre en la mayoría de los países. En México, la incertidumbre estuvo principalmente asociada a las renegociaciones del TLCAN (Tratado de Libre Comercio de América del Norte), en este sentido en la cuarta ronda de negociaciones, EE.UU. planteó condiciones sobre el tratado al equipo de negociación de México y Canadá, las cuales fueron imposibles de aceptar por parte de estos países. De esta forma no se logró llegar a un acuerdo definitivo, lo que incrementó la probabilidad de que EE.UU. abandone el tratado. Adicionalmente las elecciones políticas del próximo año aumentaron el riesgo político en el país, teniendo en cuenta que a finales del trimestre surgieron noticias que vinculan al gobierno actual con un caso de desvío de recursos públicos.

En Chile, la incertidumbre estuvo centrada en las elecciones presidenciales de diciembre. Aunque inicialmente el mercado daba por descontada la victoria de Piñera, posterior a las elecciones de primera vuelta en la que Piñera (el candidato favorito del mercado) no obtuvo el porcentaje de votación anticipado por las encuestas, se incrementó la incertidumbre de que el candidato oficialista Guillier se convirtiera en el próximo presidente de Chile. Este hecho fue respaldado con el incremento en el porcentaje de votación de Guillier en las encuestas en los días próximos a las elecciones. El

17 de diciembre una vez se conoce que Piñera sería el presidente de Chile con un margen mejor al anticipado, la incertidumbre en el país se vuelve a reducir, debido a que este candidato estaba asociado a políticas más pro-mercado.

En Perú la incertidumbre política giró en torno a la posible destitución del presidente Kuczinsky de su cargo ante presuntos hechos de corrupción. El presidente de Perú fue sometido a una votación en el congreso en donde se decidiría si continuaría o no en el cargo. El 21 de diciembre Kuczinsky se mantuvo en su cargo, ya que únicamente obtuvo 79 votos en contra, frente a los 87 necesarios.

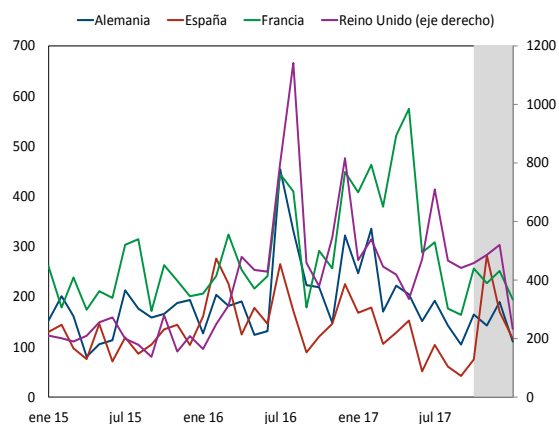
Así mismo, en Brasil la incertidumbre giró en torno a la aprobación de la reforma pensional, que reduciría los niveles de deuda del país. En este punto el gobierno decidió aplazar la votación de esta reforma para 2018, lo cual no fue muy bien visto por el mercado. Finalmente al igual que en México, tanto en Brasil como en Colombia, influyeron en la incertidumbre, los movimientos políticos de las elecciones del próximo año.

Por otro lado, se destaca que *Standard & Poor's* reafirmó la calificación de México de largo y corto plazo en moneda extranjera, y mantuvo su perspectiva estable, lo cual, de acuerdo a la calificadora refleja la continuidad en las políticas económicas de los próximos dos años, así como la contención de la deuda en consecuencia a la política fiscal. Adicionalmente, rebajó la calificación de México de largo y corto plazo en moneda local como un ajuste a su metodología, sin que esto indique un deterioro en la calificación crediticia del país. De igual manera *Standard & Poor's* rebajó la calificación de Colombia de BBB a BBB-, como consecuencia de un crecimiento más débil de lo esperado en 2017 y la dificultad del gobierno de reducir los déficits y cumplir con la regla fiscal.

En este sentido se observaron incrementos en la incertidumbre sobre la política económica en España, Alemania y el Reino Unido frente a lo observado en el 3T17<sup>6</sup> (Gráfico 9).. Por su parte, en EE.UU. el in-

<sup>6</sup> El indicador de incertidumbre política económica de *Baker*,

Gráfico 9: Incertidumbre en política económica en Alemania, España, Francia y Reino Unido



Fuente: Bloomberg.

dicador agregado y el indicador específico a política monetaria se mantuvieron constantes, mientras que el indicador específico a política fiscal aumentó ante el trámite legislativo de la reforma tributaria<sup>7</sup> (Gráfico 10).

### Comportamiento del precio de los Commodities

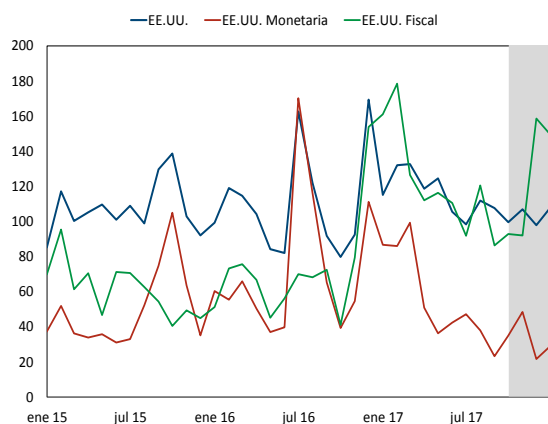
En el 2017, y particularmente en el segundo semestre del año se presentó un aumento en el precio del petróleo, lo cual estuvo explicado principalmente por la extensión en el acuerdo de producción de la OPEP y otros miembros productores, y aumentos en la proyección de demanda de crudo a nivel mundial. Los me-

*Bloom y Davis* (2016) aumentó en promedio entre el 3T17 y el 2T17 en España desde 59,44 hasta 189,61, en Alemania desde 137 hasta 147, y en el Reino Unido se incrementó desde 457 en septiembre hasta 520 en noviembre para después descender a 233 en diciembre.

<sup>7</sup>En EE.UU. el promedio del indicador agregado de *Baker, Bloom y Davis* (2016) se mantuvo relativamente constante al pasar de 106 en el 3T17 a 104 en el 4T17, al igual que el indicador específico a política monetaria que ascendió ligeramente de 32 a 33, mientras que el indicador específico a política fiscal presentó un marcado ascenso al pasar desde 99 a 133.



Gráfico 10: Incertidumbre en política económica, en política monetaria y en política fiscal en EE.UU.



Fuente: Bloomberg.

tales industriales, presentaron incrementos en sus precios, desde abril, ante aumentos en las proyecciones de crecimiento global y datos favorables de infraestructura de la economía China. Por su parte los metales preciosos presentaron alta volatilidad en el año y cerraron en niveles similares a los observados a finales de 2016, mientras que los productos agrícolas se desvalorizaron como consecuencia de niveles de producción superiores a los esperados a inicios de año.

En particular, durante el 4T17 los precios del petróleo continuaron aumentando y alcanzaron máximos que no se veían desde mediados de 2015 (en el caso del Brent, entre el 29 de septiembre y el 12 de diciembre los precios crecieron en 16,2%<sup>8</sup>). Esta evolución estuvo explicada principalmente por: i) las expectativas y acuerdo posterior entre los miembros de la OPEP y otros grandes productores no miembros de extender el recorte en la producción de crudo hasta finales de 2018, ii) la disminución en los inventarios y en el número de plataformas de extracción de petróleo ac-

<sup>8</sup> El Brent pasó de USD57,5 por barril a USD66,9 por barril, y el WTI de USD51,7 por barril a USD60,4 por barril (aumento de 16,9%).

tivas en EE.UU, iii) aumento en las importaciones de crudo por parte de China, así como el aumento en los pronósticos de crecimiento de China del Banco mundial, iv) un refuerzo de las expectativas de un incremento en la demanda mundial de crudo a lo largo de 2018. Adicionalmente, en algunos momentos del trimestre las tensiones políticas en el Medio Oriente (principalmente en Irak y el conflicto entre Arabia Saudita y sus vecinos), el ataque a un oleoducto en Libia y el cierre de un oleoducto en el Mar del Norte, presionaron al alza los precios del crudo.

De igual forma, los precios de los metales industriales incrementaron durante el 4T17. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por los niveles de crecimiento favorables a nivel global y la mayor demanda de China de estos metales. En particular, el incremento en los precios del cobre estuvo asociado a aumentos en las importaciones de este metal por parte de China en noviembre, así como cierres temporales en el mayor productor de cobre de este país. Por su parte el precio del aluminio estuvo influenciado por la “reforma de oferta china”, que pretende reducir la producción de aluminio dentro del país.

Por otro lado los metales preciosos presentaron volatilidad durante el trimestre y cerraron en niveles similares a los observados al final del 3T17. El crecimiento de la demanda de metales durante el trimestre estuvo limitado por un menor riesgo a nivel global, con relación al trimestre anterior.

Finalmente los productos agrícolas continuaron disminuyendo sus precios impulsados principalmente por el crecimiento de la oferta superior al esperado, producto de avances en la tecnología de producción y de resistencia a eventos extremos de ciertas plantas y hortalizas. (Cuadro 3).

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	30 Sep 2017	31 Dic 2017	Variación
Pétroleo WTI	51.7	60.4	16.9%
Pétroleo BRENT	57.5	66.9	16.2%
Níquel	10585	12260	15.8%
Algodón	69.7	79.6	14.2%
Ganado	108.2	122.9	13.6%
Cobre	6485	7157	10.4%
Carbón	54.3	59.9	10.3%
Aluminio	2111	2242	6.2%
Hierro	69.8	71.3	2.2%
Oro	1280.2	1303.1	1.8%
Plata	16.7	16.9	1.7%
Maíz	3.2	3.2	-0.3%
Azúcar	14.4	14.3	-0.6%
Café	1.28	1	-1.4%
Soya	968.3	951.8	-1.7%
Café Arabigo	148.0	145.3	-1.9%
Arroz	12.0	11.7	-2.6%
Trigo	4.3	4.2	-3.0%
Aceite de palma	1400.0	1320.0	-5.7%
Cacao	2050.4	1899.1	-7.4%
<b>CRB INDEX</b>	<b>183,1</b>	<b>193,9</b>	<b>5,9%</b>

Fuente: Bloomberg.

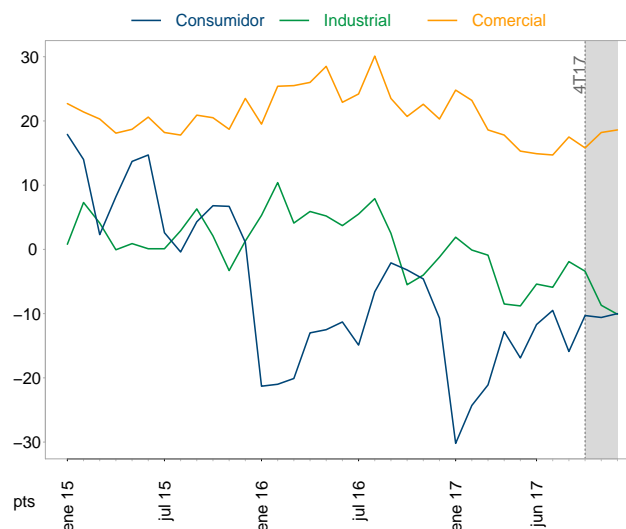
## 4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el 2017, el panorama sobre la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento heterogéneo, por un lado, con reducciones en las expectativas de crecimiento económico para 2017 y 2018, y niveles históricamente bajos en la confianza de los consumidores, por el otro, se observó una reducción en las expectativas de inflación a corto y mediano plazo, de acuerdo con las cuales, la inflación presentará un convergencia a su rango en 2018.

Durante el 4T17, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica principalmente positiva acompañada de incrementos en las expectativas de crecimiento y reducciones en las proyecciones de inflación para 2017 y 2018, expectativas de valorizaciones en el COLCAP, e incrementos en la confianza de los consumidores y el comercio. Ahora bien, en el frente negativo se observaron disminuciones en la confianza industrial, el crecimiento de la producción industrial resultó inferior a las expecta-

tivas del mercado y se presentó una reducción en la calificación de la deuda soberana.

Gráfico 11: Índices de Confianza



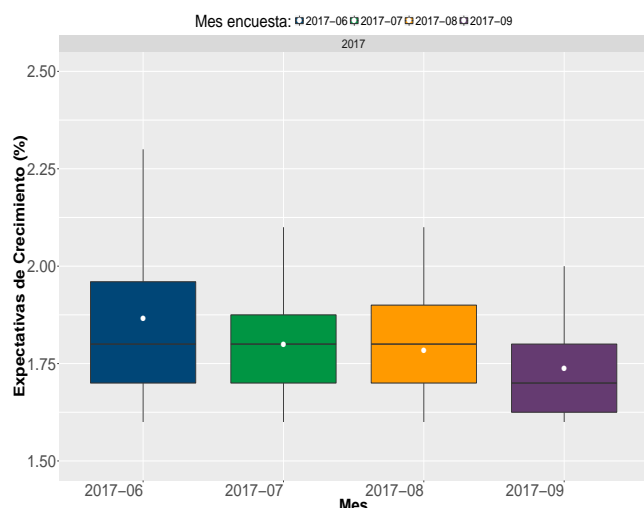
Fuente: Fedesarrollo, con datos de confianza comercial e industrial a noviembre.

En el Gráfico 11 se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que produce Fedesarrollo<sup>9</sup>. Se observa que durante el trimestre los índices de confianza al consumidor y comercial aumentaron, al pasar entre el 3T17 y el 4T17 desde un promedio de -11,9% y 16% a -10,3% y 18,4%, respectivamente. En el caso de la confianza del consumidor este incremento estuvo explicado por una mejor percepción sobre las condiciones económicas, particularmente en la conveniencia de la coyuntura actual para el consumo de mobiliario. En el mismo sentido, el incremento en la confianza comercial fue consecuencia de una mejor percepción sobre la situación económica actual de las empresas y negocios. Por su parte, el índice de confianza industrial se redujo al pasar de un promedio de -3,73% a -9,40% ante peores proyecciones sobre la producción durante el próximo trimestre.

<sup>9</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.

Durante el trimestre se conoció que el crecimiento en la producción industrial presentó resultados inferiores a la expectativa del mercado para los meses de agosto (obs: -3,1%; esp: -1,0%), septiembre (obs: -1,9%; esp: -1,0%) y octubre (obs: -0,3%; esp: 0,8%). Por su parte, el crecimiento de las ventas al por menor resultó inferior a las expectativas del mercado para los meses de agosto (obs: -1,2%; esp: 1,3%) y octubre (obs: -0,6%; esp: 1,5%), mientras que en el mes de septiembre (obs: 1,4%; esp: 1,0%) superó las proyecciones de los agentes. Por último se conoció que el Indicador de Seguimiento de la Economía<sup>10</sup> desestacionalizado presentó incrementos anuales de 1,5% (esp: 1,3%) en agosto, 0,2% (esp: 2,3%) en septiembre y 1,4% (esp: 1,2%) en octubre.

Gráfico 12: Expectativas de Crecimiento para 2017 (EOF)



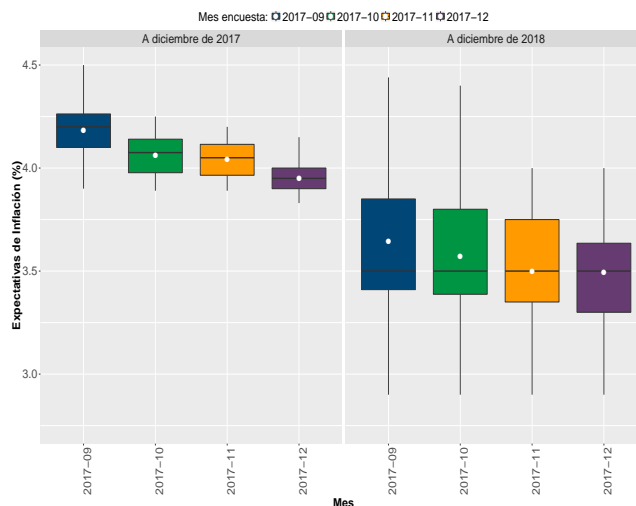
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos.

En la Encuesta de Opinión Financiera<sup>11</sup> se observó que durante el trimestre, las expectativas de crecimiento para 2017 aumentaron desde 1,63% en septiembre a 1,66% en diciembre (Gráfico 12). De igual forma para 2018, las expectativas de crecimiento au-

<sup>10</sup>El Indicador de Seguimiento a la Economía se publica con dos meses de rezago.

<sup>11</sup>Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 13: 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.

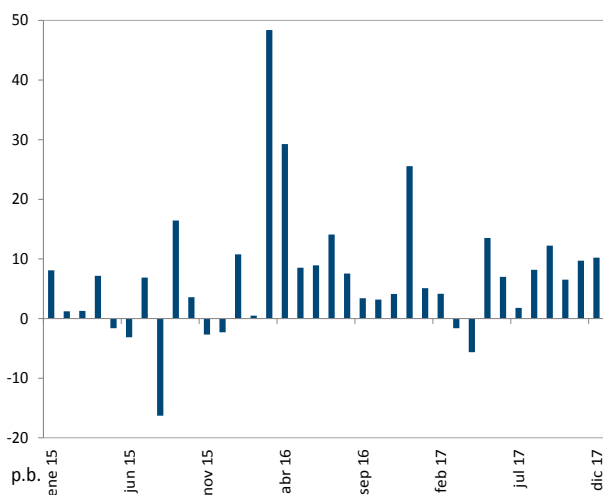
mentaron al pasar de 2,23% en septiembre a 2,27% en diciembre. Respecto a la inflación, las expectativas para 2017 descendieron de 4,18% en septiembre a 3,95% en diciembre. De igual forma, para 2018 descendieron de 3,64% en septiembre a 3,49% en diciembre. De esta forma, la mayoría de los agentes esperaba que la inflación convergiera al rango meta en 2017 (Gráfico 13).

En lo referente al rendimiento esperado en los próximos tres meses del TES que vence en 2024<sup>12</sup> los agentes esperan desvalorizaciones para el próximo trimestre (Gráfico 14). En cuanto al rendimiento del COLCAP (a tres meses vista), los agentes mencionaron expectativas de valorizaciones durante todo el trimestre<sup>13</sup> (Gráfico 15).

<sup>12</sup>El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta. Además, se toma como referente de los cambios esperados la tasa del día en que se lleva a cabo la encuesta.

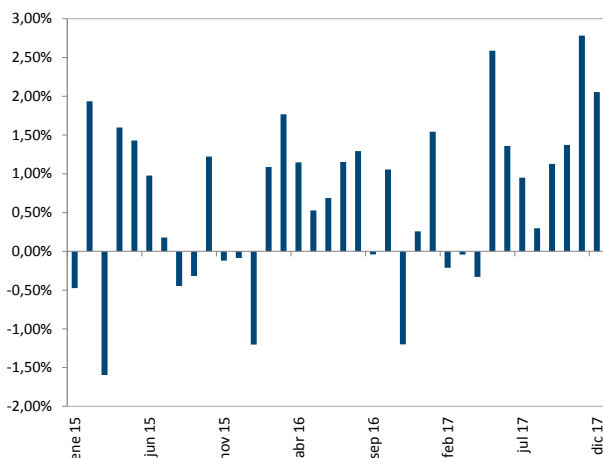
<sup>13</sup>En la encuestas de octubre, noviembre y diciembre, los agentes esperaban en promedio valorizaciones del COLCAP de 1,37%, 2,78% y 2,06%, respectivamente.

Gráfico 14: Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 15: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)

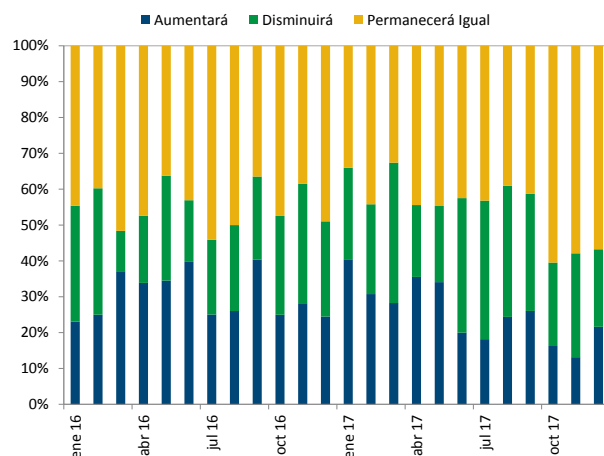


Fuente: Fedesarrollo y BVC.

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 disminuyó, mientras que el porcentaje que

proyectaba que disminuyera o permaneciera igual aumentó<sup>14</sup> (Gráfico 16).

Gráfico 16: Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

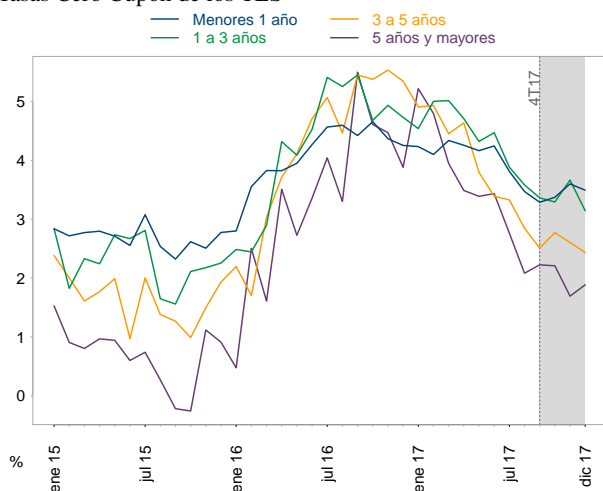
El 11 de diciembre *S&P Global Ratings* recortó la calificación soberana de Colombia de BBB, con perspectiva negativa a BBB- con perspectiva estable. Esta decisión la justificó señalando que *la combinación de un crecimiento más débil de los esperado en 2017 y la dependencia parcial de ingresos extraordinarios para compensar el bajo desempeño de la reforma impositiva de 2016 demuestran la dificultad de reducir gradualmente el déficit general del Gobierno para cumplir la regla fiscal*. Junto a esto, de acuerdo a la entidad, *la economía sigue sufriendo las repercusiones de los efectos de los menores precios de las materias primas, reflejados en el alto nivel de deuda externa y la pronunciada volatilidad en los términos de intercambio del país*.

Finalmente, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES aumentaron a plazos menores a tres años, mientras que disminuyeron pa-

<sup>14</sup>Entre septiembre y diciembre, el porcentaje de agentes que consideró que la duración aumentaría pasó de 26,1 % a 21,6 %, mientras que el porcentaje que consideró que esta medida se reduciría o permanecería igual pasó de 73,9 % a 78,4 %

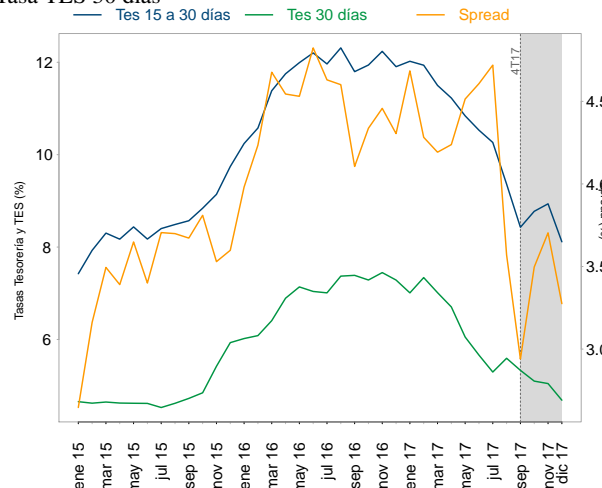
ra plazos superiores<sup>15</sup>. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 4T17, frente al promedio del 3T17, se observó una reducción en todos los plazos (Gráfico 17 y Gráfico 18)<sup>16</sup>.

Gráfico 17: *Spread* Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 18: *Spread* Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

<sup>15</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: 20 p.b, entre 1 y 3 años: 3 p.b, entre 3 y 5 años: -14 p.b. y 5 años o más: -64 p.b.

<sup>16</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -4 p.b, entre 1 y 3 años: -16 p.b, entre 3 y 5 años: -31 p.b. y 5 años o más: -53 p.b.

## 5 Mercado Cambiario

### 5.1 Mercado Cambiario Global

En el 2017 el dólar continuó debilitándose frente a la mayoría de sus pares, este comportamiento estuvo explicado principalmente por el aumento en la probabilidad de normalización de las tasas de política monetaria de la mayoría de Bancos Centrales de economías desarrolladas (lo cual disminuye el margen entre las probabilidades de incremento de tasas de política monetaria de economías desarrolladas y la probabilidad de incremento de las tasas de EE.UU), la incertidumbre política referente a la aprobación y efectos de la reforma tributaria en EE.UU, la disminución en la credibilidad por parte de ciertos analistas de la efectividad de las políticas anunciadas por el presidente de EE.UU durante su campaña, y las perspectivas de la tasa de fondos federales. En América Latina en línea con el fortalecimiento del dólar a nivel global, las monedas se apreciaron, influenciadas por el aumento en el precio de las materias primas; no obstante este comportamiento estuvo limitado por eventos idiosincráticos locales e incertidumbre política en la mayoría de

los países.

En particular, durante el 4T17 el precio del dólar no presentó una tendencia definida frente a la mayoría de sus pares y cerró el trimestre en los mismos niveles observados al final del 3T17. El comportamiento del dólar estuvo influenciado principalmente por eventos idiosincráticos en EE.UU. Al inicio del trimestre el dólar se fortaleció ante las proyecciones de una política monetaria más contractiva y una fiscal más expansiva por los avances del proyecto de la reforma tributaria en el Congreso, no obstante este comportamiento se revirtió ante una mayor incertidumbre sobre la aprobación de la misma. Durante diciembre el dólar nuevamente se fortaleció ante datos positivos de la economía estadounidense y el avance y aprobación de la reforma tributaria en el congreso, comportamiento que fue contrastado al final del trimestre por la publicación del comunicado de la Fed, considerado *dovish* por ciertos analistas, y por dudas de los inversionistas de si el proyecto de la reforma tributaria tendría un impacto sobre el crecimiento de EE.UU. (Cuadro 4 y Gráfico 19)

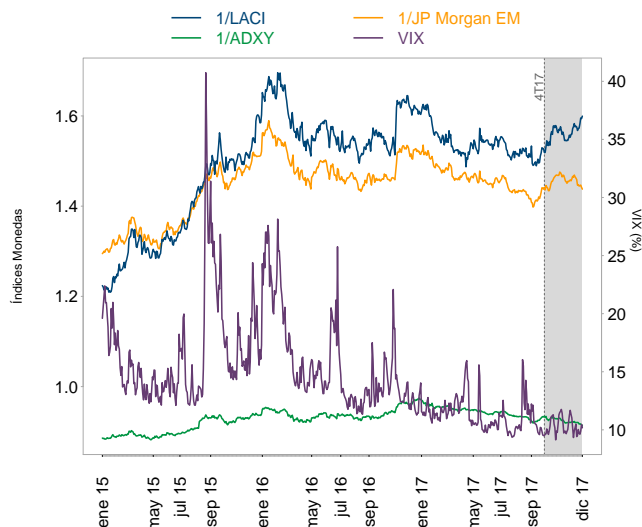
Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el peso mexicano (7,7%), el peso argentino (7,5%), la lira turca (6,6%), y el real brasileño (4,6%), mientras que las que presentaron la mayor apreciación fueron el rand sudafricano (8,7%), el won surcoreano (6,5%), el zloty de Polonia (4,6%), y el ringgit de Malasia (4,1%).

Cuadro 4: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2017	4T 2017	País	2017	4T 2017
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
Zona Euro	-12.4%	-1.6%	Korea del Sur	-11.36%	-6.5%
Gran Bretaña	-8.7%	-0.8%	India	-6.0%	-2.2%
Australia	-7.7%	0.3%	Hong Kong	0.75%	0.04%
Nueva Zelanda	-2.3%	1.6%	China	-6.3%	-2.2%
Canadá	-6.5%	0.8%	Malasia	-9.8%	-4.1%
Dinamarca	-12.2%	-1.5%	Tailandia	-9.0%	-2.3%
Suiza	4.6%	-0.6%	Indonesia	0.7%	0.7%
Japón	-3.7%	0.2%	índice I/ADXY	-6.2%	-2.3%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	-0.6%	1.6%	Islandia	-8.5%	-2.6%
Brasil	1.8%	4.6%	Rusia	-5.9%	0.2%
México	-5.2%	7.7%	Polonia	-16.8%	-4.6%
Argentina	17.3%	7.5%	Turquía	7.8%	6.6%
Perú	-3.5%	-0.9%	Israel	-9.5%	-1.7%
Chile	-8.2%	-3.7%	Sur África	-9.9%	-8.7%
índice I/LACI	-0.7%	4.3%	USTW	-8.62%	-0.7%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 19: VIX vs. Índices de Monedas

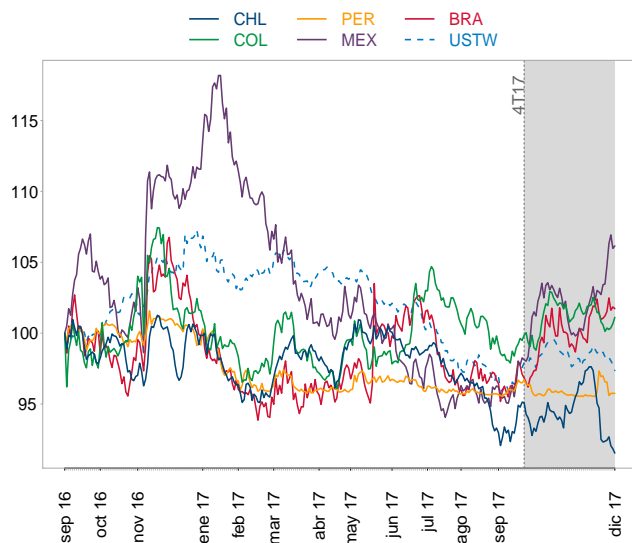


Fuente: Bloomberg.

En América Latina, en contraste a la mayoría de economías emergentes que presentaron un fortalecimiento frente al dólar, el comportamiento fue mixto. Las monedas de México y Brasil se depreciaron (7,7%, 4,6% y 1,6%) y las de Perú y Chile se apreciaron (0,9% y 3,7%) (Gráfico 20). El comportamiento de las monedas de la región estuvo explicado principalmente por la dinámica del precio de las materias primas (principalmente el cobre y el petróleo), la evolución de la divisa norteamericana a nivel global, factores políticos locales de cada uno de los países, así como la incertidumbre referente a las elecciones en cada país.

Para el caso del peso mexicano las depreciaciones estuvieron explicadas principalmente por la incertidumbre referente al futuro del TLCAN y por temores de que EE.UU. abandone el mismo, ante las demandas realizadas en la mesa de negociación que han resultado imposibles de aprobar por México y Canadá; adicionalmente la incertidumbre política relacionada con las elecciones de 2018 han profundizado la depreciación de la moneda.

Gráfico 20: Tasas de Cambio LATAM



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

De otra parte, el comportamiento del real brasileño obedeció a la incertidumbre referente a la aprobación de la reforma pensional en el congreso, la cual el gobierno decidió que no sería sometida a votación este año, y que se considera crucial para reducir la deuda pública del país.

Por su parte la apreciación del sol peruano y del peso chileno estuvieron relacionadas con el incremento en los precios del cobre. Se resalta que durante el trimestre el sol peruano presentó depreciaciones por la posible salida del presidente Kuczinsky del gobierno, por presuntos hechos de corrupción; mientras que el peso chileno presentó desvalorizaciones ante la posibilidad de que Sebastián Piñera, candidato favorito del mercado, no ganara las elecciones. No obstante estas depreciaciones para ambas monedas se corrigieron luego que el parlamento peruano decidiera que Kuczinsky continuaría en el gobierno y de que Sebastián Piñera ganara las elecciones en Chile.

En materia de intervención cambiaria se destaca que el Banco Central de Brasil renovó parcialmente los

*swaps* cambiarios tradicionales<sup>17</sup> con vencimiento en octubre (en noviembre y en diciembre no se presentaban vencimientos de *swaps*), así mismo durante diciembre renovó la totalidad de los *swaps* con vencimiento en enero de 2018.

Por su parte el Banco Central de Perú al igual que en los trimestres anteriores intervino mediante compras en el mercado de contado, no obstante durante el mes de diciembre subastó Certificados de Depósito Reajustables (CDR), operación que no realizaba desde marzo, ante la incertidumbre política.

De igual forma el Banco Central de Chile (BCCH) intervino por primera vez desde 2011, con el fin de facilitar el funcionamiento normal del mercado monetario en moneda extranjera y la liquidez interbancaria de dicha moneda ante la incertidumbre previa a las elecciones en dicho país. El BCCH anunció que ofrecería un programa de compras por un monto de hasta USD500 millones en cada licitación, este programa estaría vigente durante 4 semanas, ofreciendo los USD500 millones 8 veces durante dicho periodo. No obstante, en las 5 subastas de *swaps* realizadas por el BCCH durante finales de diciembre, solamente fueron demandados USD30 millones.

Finalmente el Banco Central de México, realizó entre octubre y diciembre nuevas subastas de contratos de venta *forward non-delivery* (NDF) con el fin de fortalecer el peso. El monto total subastado fue de USD4500 millones, haciendo que el *stock* de NDF de Banxico ascendiera a USD5500 millones. Adicionalmente, el banco central renovó la totalidad de las subastas de contratos de venta NDF con vencimientos entre septiembre y diciembre y realizó ventas al Gobierno Federal.

En el Cuadro 5 se presentan las compras netas de dólares por intervención cambiaria realizadas por los Ban-

<sup>17</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.

cos 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>18</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
Oct.	0	82	0	0	0
Nov.	0	50	0	0	0
Dic.	0	16	0	0	0
<b>4T17</b>	<b>0</b>	<b>148</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

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

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil**	México*
Oct.	0	0	0	3975	-1117
Nov.	0	0	0	0	-2778
Dic.	0	-256	-30	0	-1083
<b>4T17</b>	<b>0</b>	<b>-256</b>	<b>-30</b>	<b>3975</b>	<b>-4978</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.

Con respecto al promedio registrado en el 3T17, en el 4T17 la volatilidad promedio aumentó para todas las monedas de la región, con excepción del peso colombiano. El real brasileño presentó, en promedio, la mayor volatilidad seguida por el peso mexicano, el peso chileno, el peso colombiano y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región

<sup>18</sup>En el caso del Banco Central de Perú se refiere a los CDR y a los swaps cambiarios, en el de Brasil a los swaps cambiarios, en el de México a las operaciones con el Gobierno Federal y a renovaciones de contratos de venta *forward*, y en el de Chile las operaciones *deswaps* cambiarios

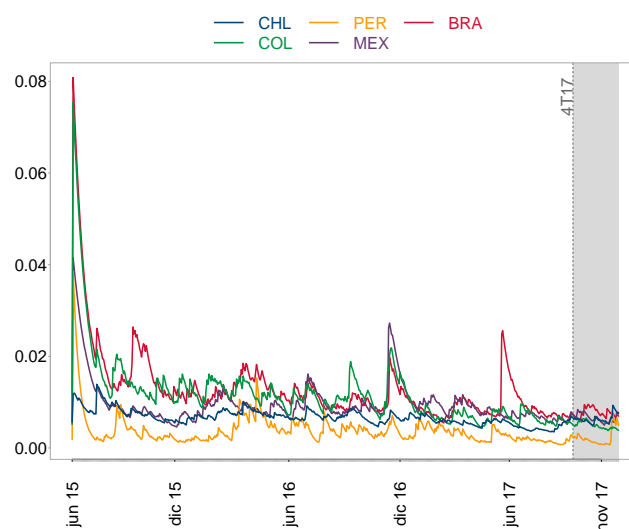
*Cuadro 7:* Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria

	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>
<b>4T17</b>	<b>0</b>	<b>-108</b>	<b>-30</b>	<b>3975</b>	<b>-4978</b>
<b>2017</b>	<b>0</b>	<b>5692</b>	<b>-30</b>	<b>2765</b>	<b>-11494</b>

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

(Gráfico 21).

*Gráfico 21:* Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

## 5.2 Mercado Cambiario Colombiano

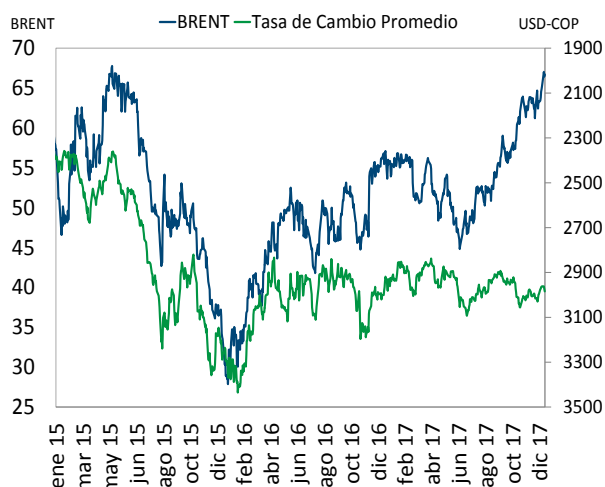
Entre el 29 de septiembre y el 28 de diciembre del 2017 el peso se depreció 1,04%, mientras que en el 2017 el peso acumuló una apreciación de 1,6%<sup>19</sup>. En el año, el comportamiento del peso estuvo influenciado por la evolución del precio del petróleo, por factores internacionales que afectaron el comportamiento

<sup>19</sup>La variación en octubre fue de 2,4%, en noviembre de -0,2% y en diciembre de -1,1%. Cálculos realizados con la tasa promedio de SETFX.



del dólar a nivel mundial y por factores locales. En particular, en el 4T el comportamiento de la moneda estuvo asociado a expectativas de una política fiscal más expansionista en EE.UU y a la consolidación de las perspectivas de un aumento en el rango de los fondos federales, a la evolución del precio del petróleo (Gráfico 22), a los comentarios de dos agencias calificadoras sobre las perspectivas de crecimiento y la situación fiscal del país, y a la rebaja de calificación de la deuda de Colombia por parte de Standard & Poor's desde BBB (perspectiva negativa) a BBB- (perspectiva estable) (Gráfico 23).

Gráfico 22: Precio del petróleo frente al peso colombiano

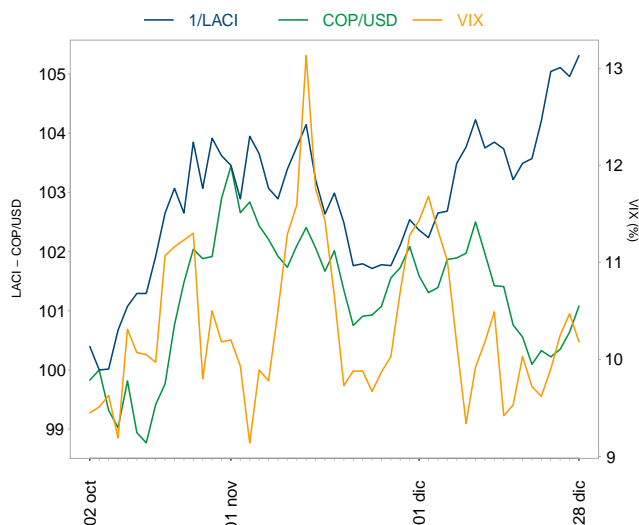


Fuente: Bloomberg y Set-FX.

La Posición Propia de Contado (PPC)<sup>20</sup> de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) se ubicó al cierre del 2017 en USD1219 millones y el promedio diario del 4T17 en USD1586 millones, inferior al promedio diario observado en el 3T17 que fue de USD2041 millones (Gráfico 24). Entre el 29 de sep-

<sup>20</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.

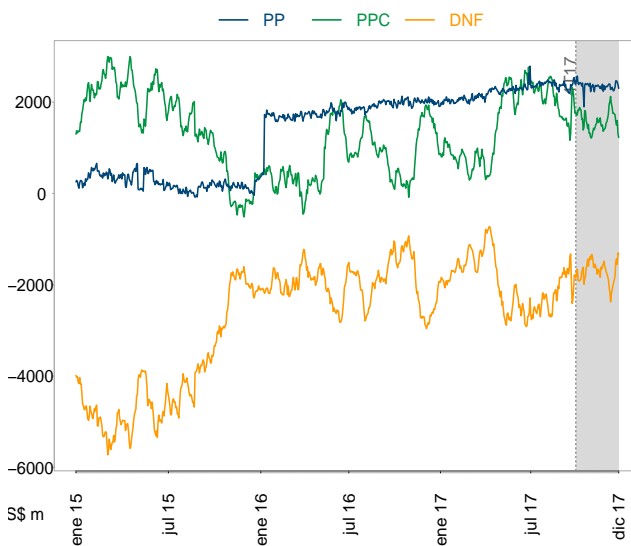
Gráfico 23: COP/USD - LACI - VIX



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

tiembre y el 29 de diciembre, la reducción en la PPC de USD532 millones, cubrió el aumento de USD525 millones en los derechos netos a futuro.

Gráfico 24: Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro



Fuente: Banco de la República.

En el mercado *forward* peso-dólar<sup>21</sup>, el monto promedio diario negociado alcanzó máximos históricos en noviembre (USD1937 millones), y el promedio del cuarto trimestre (USD1726 millones) se ubicó por encima de los niveles observados en el resto del año. No obstante, el monto total negociado en el 4T17 fue inferior al del 3T17 y el 2T17 (USD 102.476 millones vs. USD104.789 millones y USD109.481 millones, respectivamente)<sup>22</sup>.

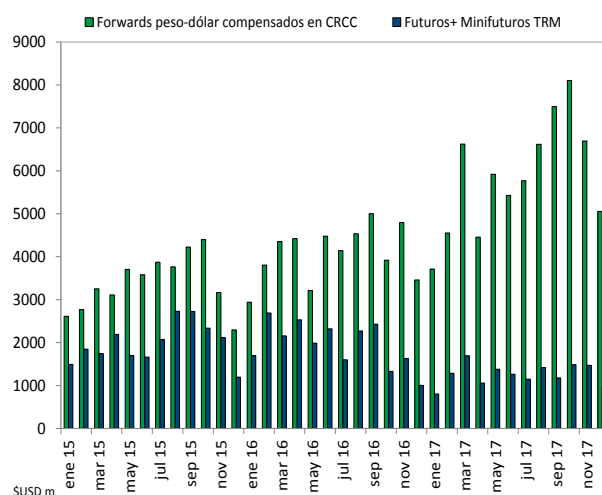
De otra parte, en el mercado *spot* peso-dólar el promedio diario de negociación en el 4T17 se mantuvo relativamente estable frente al del 3T17 (USD1242 millones vs. USD1240 millones), mientras que el monto total negociado se ubicó por debajo de los niveles presentados en los demás trimestres del 2017 y en 2016. En particular, el monto total negociado en el 4T17 ascendió a USD73.242 millones, frente a un promedio en los tres trimestres anteriores de USD75.749 millones y en 2016 de USD80.717 millones<sup>23</sup>.

Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron de USD19,89 miles de millones en el 3T17 a USD19,85 miles de millones en el 4T17 (Gráfico 25), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 31 de diciembre se ubicó en USD4,67 miles de millones.

Durante el 4T17 se negociaron un total de 76.307 futuros de TRM<sup>24</sup>, volumen inferior al negociado durante el 3T17 (72.052 contratos), por un monto total de USD3.815 millones. Al 31 de diciembre de 2017 la posición abierta era de 2.553 contratos, la mayoría con vencimiento en enero de 2018. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>25</sup>, se negociaron un total de 23.788 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (28.266 contratos) por un total de USD119 millones (Gráfico 25). La posición abierta de mini fu-

turos al 31 de diciembre fue de 339 contratos, la mayoría con vencimiento en julio.

Gráfico 25: *Forwards* y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>26</sup>, en el 4T17 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD589 millones, lo que se explica por salidas netas de USD200 millones en la balanza comercial y por reintegros por USD788 millones en la balanza de servicios y transferencias. De otra parte, se presentaron salidas netas de divisas en la cuenta de capital por USD473 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD2379 millones y de reintegros netos de capital oficial por USD620 millones y de otras operaciones especiales por USD1287 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta de USD2637 millones<sup>27</sup>, por inversión extranjera de por-

<sup>21</sup>Incluyendo el flujo a futuro de las operaciones *swap* peso-dólar.

<sup>22</sup>Fuente: Banco de la República.

<sup>23</sup>Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

<sup>24</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

<sup>25</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD5000.

<sup>26</sup>La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/balanza-cambiaria>.

<sup>27</sup>De estos flujos, USD831 millones se presentaron en octubre,

tafolio neta<sup>28</sup> de USD507 millones, y por préstamo neto de USD903 millones, mientras que el rubro de operaciones especiales del sector privado presentó salidas de divisas<sup>29</sup> de USD6426 millones. Frente a los flujos presentados en el 3T17, se destaca un aumento en los ingresos por inversión de portafolio neta (USD110 millones a USD507 millones) y en las salidas de operaciones especiales (USD6064 millones a USD6426 millones), y una disminución en los flujos por inversión extranjera directa neta (USD3.181 millones a USD2.6337 millones).

En el 2017, la cuenta corriente de la balanza cambiaria presentó ingresos netos de USD1318 millones y la cuenta de capital egresos netos de divisas por USD362 millones, mientras que en 2016 se habían presentado ingresos netos por cuenta corriente de USD375 millones y egresos por cuenta de capital de USD433 millones. Frente a 2016 se destaca, en la cuenta corriente la disminución del déficit de balanza comercial (USD-1508 millones en 2016 frente a USD-888 millones en 2017), y en la cuenta de capital la reducción en los flujos por inversión de portafolio neta (USD5331 millones a USD2645 millones) y el aumento en la inversión directa neta (USD8677 millones a USD10041 millones).

## 6 Mercado Monetario y Renta Fija

### 6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 2017, las principales economías de la región, con excepción de México, presentaron reducciones en sus tasas de interés de referencia. A lo largo del cuarto trimestre los bancos centrales de Colombia,

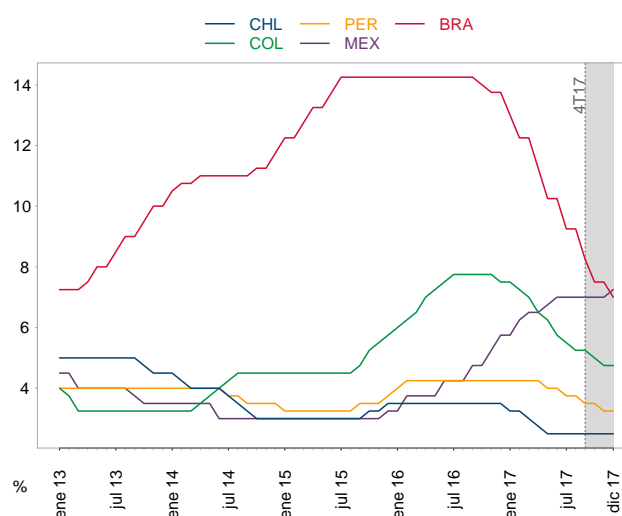
USD656 millones en noviembre y USD1150 millones en diciembre.

<sup>28</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

<sup>29</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.

Perú y Brasil recortaron sus tasas de intervención, Chile las mantuvo inalteradas y México las incrementó. En Brasil se presentó una moderación en la intensidad de los recortes que se habían presentado hasta septiembre. No obstante, durante el trimestre se presentaron recortes de 75 puntos básicos (p.b.) en octubre y 50 p.b. en diciembre, cerrando el año en 7,0%. De acuerdo con el Banco Central de Brasil dicha moderación en la intensidad de los recortes eran apropiados dado el contexto macroeconómico del país y el ciclo actual de la política monetaria. En el caso de Perú, el banco central recortó su tasa de interés en 25 p.b. durante la reunión de noviembre mientras que la mantuvo constante durante la sesión de diciembre. Así, la tasa de interés de política cerró el trimestre en 3,25%. Adicionalmente, el Banco Central de la Reserva del Perú disminuyó los requerimientos de encaje para los depósitos en dólares 100 p.b. hasta 39,0% con el fin de incentivar los préstamos locales. En el caso de México, con el fin de mantener las expectativas ancladas y disminuir las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio, el Banco Central decidió incrementar la tasa 25 p.b. en la reunión de diciembre, cerrando el año en 7,25% (Gráfico 26 y Cuadro 8).

Gráfico 26: 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	4,75 %
CHL	-	2,50 %
PER	-25,0	3,25 %
BRA	-125	7,00 %
MEX	+25,0-	7,25 %

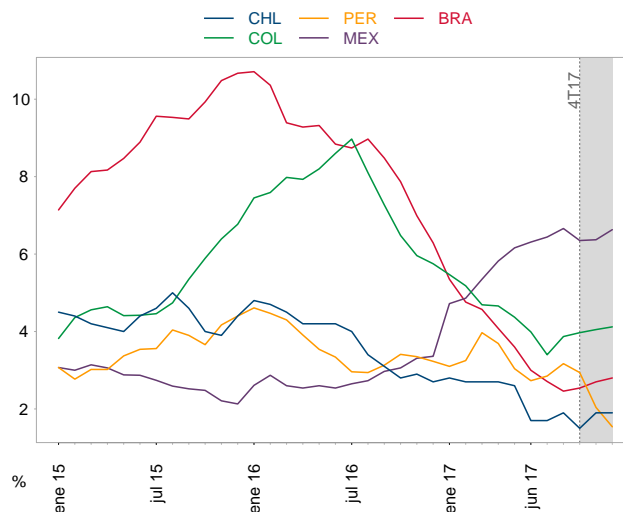
Fuente: Bloomberg.

\* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 31 de diciembre y el del 30 de septiembre de 2017.

\*\* Nivel al 31 de diciembre de 2017.

A nivel local, la JDBR redujo su tasa de política monetaria 25 p.b. en cada una de sus reuniones de octubre y noviembre, mientras que la dejó inalterada en la sesión de diciembre. De esta manera la tasa de referencia se situó al final del cuarto trimestre en 4,75%. 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. En su sesión de diciembre la Junta mencionó que el balance de riesgos es similar al considerado en la reunión anterior y destacó que, con las reducciones realizadas en los meses anteriores, se ha disminuido el espacio para continuar bajando la tasa de intervención.

Gráfico 27: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

En Colombia la inflación se ubicó ligeramente por encima del 4,0% durante el trimestre, cerrando el año en 4,09%. Por su parte, la inflación en Chile subió 40 p.b. en octubre y se ubicó en 1,90%, se mantuvo constante durante noviembre, para luego aumentar 40 p.b. en diciembre, cerrando el año en 2,30%. En México, la inflación continuó por encima del 6% durante todo el trimestre y cerró el 2017 en 6,77%. En Perú, la inflación se desaceleró durante el trimestre y terminó en 1,36%. Por su parte, el indicador en Brasil se incrementó a lo largo del trimestre y finalizó en 2,95% (Cuadro 9).

Cuadro 9: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017

País	Anual Sep 2017	Anual Dic 2017	Rango meta 2017*
COL	3,97 %	4,09 %	2,0 % - 4,0 %
BRA	2,54 %	2,95 %	3,0 % - 6,0 %
CHL	1,50 %	2,30 %	2,0 % - 4,0 %
MEX	6,35 %	6,77 %	2,0 % - 4,0 %
PER	2,94 %	1,36 %	1,0 % - 3,0 %

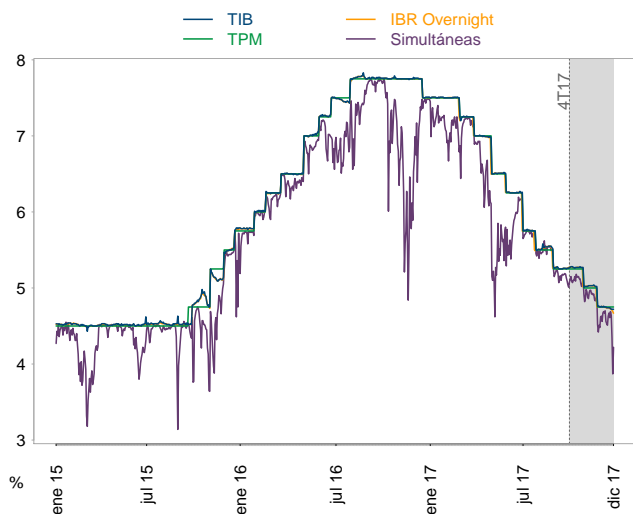
Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

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

### 6.2 Mercado Monetario Colombiano

Durante el 2017 las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR overnight y TIB) presentaron reducciones en línea con la tasa repo. En el 4T17 dicha dinámica se mantuvo, y tanto el IBR overnight como la TIB continuaron 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. Es importante señalar, que en algunos momentos del año la diferencia entre la tasa de las simultáneas y la tasa de referencia fue mayor por el apetito de los agentes de cubrir sus operaciones en corto (Gráfico 28).

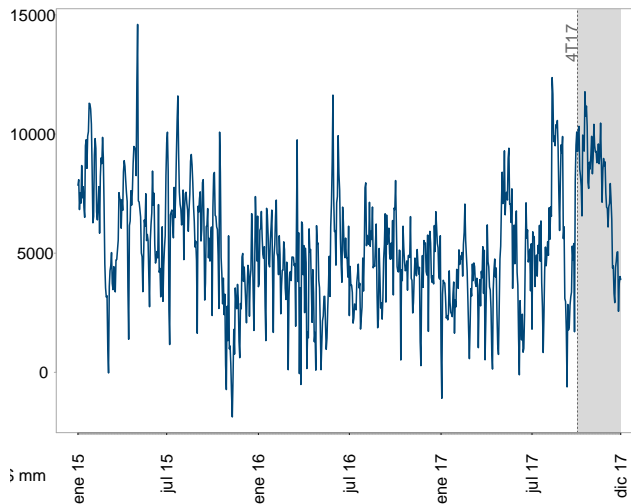
Gráfico 28: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora en todos los días del trimestre. El máximo nivel de la posición se observó el 17 de octubre, registrando un nivel de \$11.772 mm. La posición cerró en \$3.895 mm el 28 de diciembre (Gráfico 29).

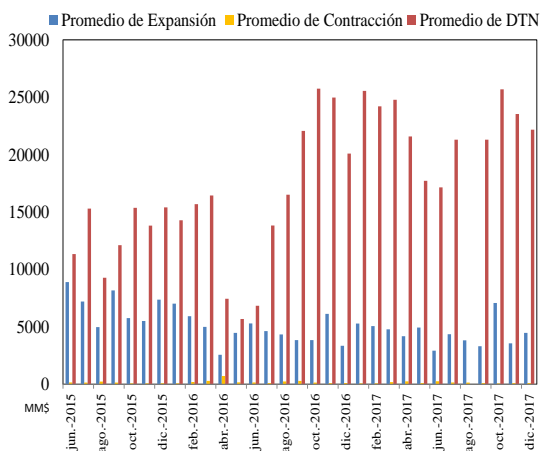
Gráfico 29: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, respecto al promedio diario de los saldos de la Tesorería de la Nación, este pasó de \$24.164 mm en promedio durante el 3T17 a \$25.257 mm al finalizar el 4T17 (Gráfico 30).

Gráfico 30: 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

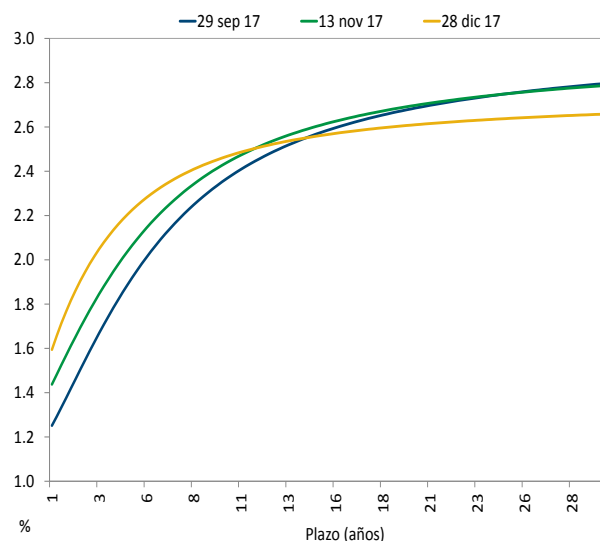
A lo largo del 2017 los rendimientos de los *Treasuries* aumentaron, particularmente en el tramo corto, en línea con el proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. Por su parte, las curvas de rendimiento de Brasil y Perú presentaron valorizaciones a lo largo de toda la curva de rendimientos, particularmente en el tramo corto lo cual incorporó los distintos recortes de sus tasas de referencia<sup>30</sup>. El comportamiento de sus tramos medio y largo reflejó los buenos datos del desempeño de estas economías, principalmente en el segundo semestre del año, y en el caso de Brasil, la menor incertidumbre política. La curva de rendimientos de los bonos de México se aplanó ante desvalorizaciones de los tramos corto y medio, en línea con el incremento de 150 p.b. de su tasa de política, el comportamiento de los *Treasuries* y el debilitamiento de su entorno macroeconómico. Por su parte, los bonos de Chile no presentaron variaciones significativas al comparar el cierre del 2017 con el cierre del 2016, salvo algunas desvalorizaciones en el tramo largo que tuvieron lugar en el último trimestre del año.

En el 4T17 la curva de rendimientos de los bonos del tesoro de los EE.UU. presentó desvalorizaciones, particularmente en el tramo corto. Esto se explicó por el incremento del rango de los fondos federales por parte de la Fed, así como por varias señales positivas de la economía estadounidense que reforzaron las expectativas de un proceso de normalización de la política monetaria más acelerado frente a los pronósticos de septiembre (*Gráfico 31*).

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región, al comparar sus tasas de finales de septiembre con las del cierre de diciembre de 2017, se observaron valorizaciones para Perú y el tramo corto de Brasil, y desvalorizaciones en los casos

<sup>30</sup>Los cuales totalizaron 675 p.b. en el caso de Brasil y 100 p.b. para Perú.

Gráfico 31: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

de Chile, México y los tramos medio y largo de Brasil (*Gráfico 32*).

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 25 p.b. en la tasa de política monetaria por parte del Banco Central en noviembre, la cual no era anticipada por el mercado, y la menor inflación observada<sup>31</sup>, mientras que los tramos medio y largo reflejaron un entorno macroeconómico favorable.

En el caso de Brasil, también se observó un empinamiento de la curva de rendimientos de tal forma que se observaron algunas valorizaciones en el tramo corto y desvalorizaciones en los demás plazos. El comportamiento del tramo corto se explica por los recortes de la tasa de interés de referencia<sup>32</sup>, mientras que

<sup>31</sup>La inflación pasó de 2,94% en septiembre a 1,36% en diciembre.

<sup>32</sup>125 p.b. durante el periodo.

las desvalorizaciones de los bonos de más largo plazo reflejaron un entorno macroeconómico menos favorable que el trimestre anterior. En septiembre se publicaron datos inferiores a lo previsto por el mercado de producción industrial, ventas al por menor y actividad económica para el mes de agosto<sup>33</sup>, mientras que en noviembre se conoció el dato de crecimiento de la economía de este país para el tercer trimestre del año el cual resultó inferior a lo proyectado por el mercado (obs: 0,1 % trimestre a trimestre; esp: 0,3 %). Además, durante el periodo algunos analistas percibieron una pérdida de apoyo político al Gobierno que podría dificultar la aprobación de una reforma pensional antes de las elecciones presidenciales del 2018.

Por otra parte, la curva de rendimientos de México se desvalorizó. Lo anterior estuvo en línea con los *Treasuries*, con el incremento de la tasa de interés de referencia, con la mayor inflación<sup>34</sup>, con datos desfavorables sobre el desempeño de esta economía e incertidumbre en torno a las negociaciones del TLCAN. En particular, en octubre las desvalorizaciones fueron apoyadas por la reducción en la demanda doméstica<sup>35</sup> y el crecimiento menor a lo esperado de la producción industrial<sup>36</sup>.

La curva de Chile registró desvalorizaciones durante el periodo. Lo anterior se vió influenciado por el incremento de la inflación de 1,5 % en septiembre a 2,3 % en diciembre, la incertidumbre en torno al proceso electoral, y por la sustitución por parte de los fondos de pensiones de este país de inversiones en deuda pública por títulos externos.

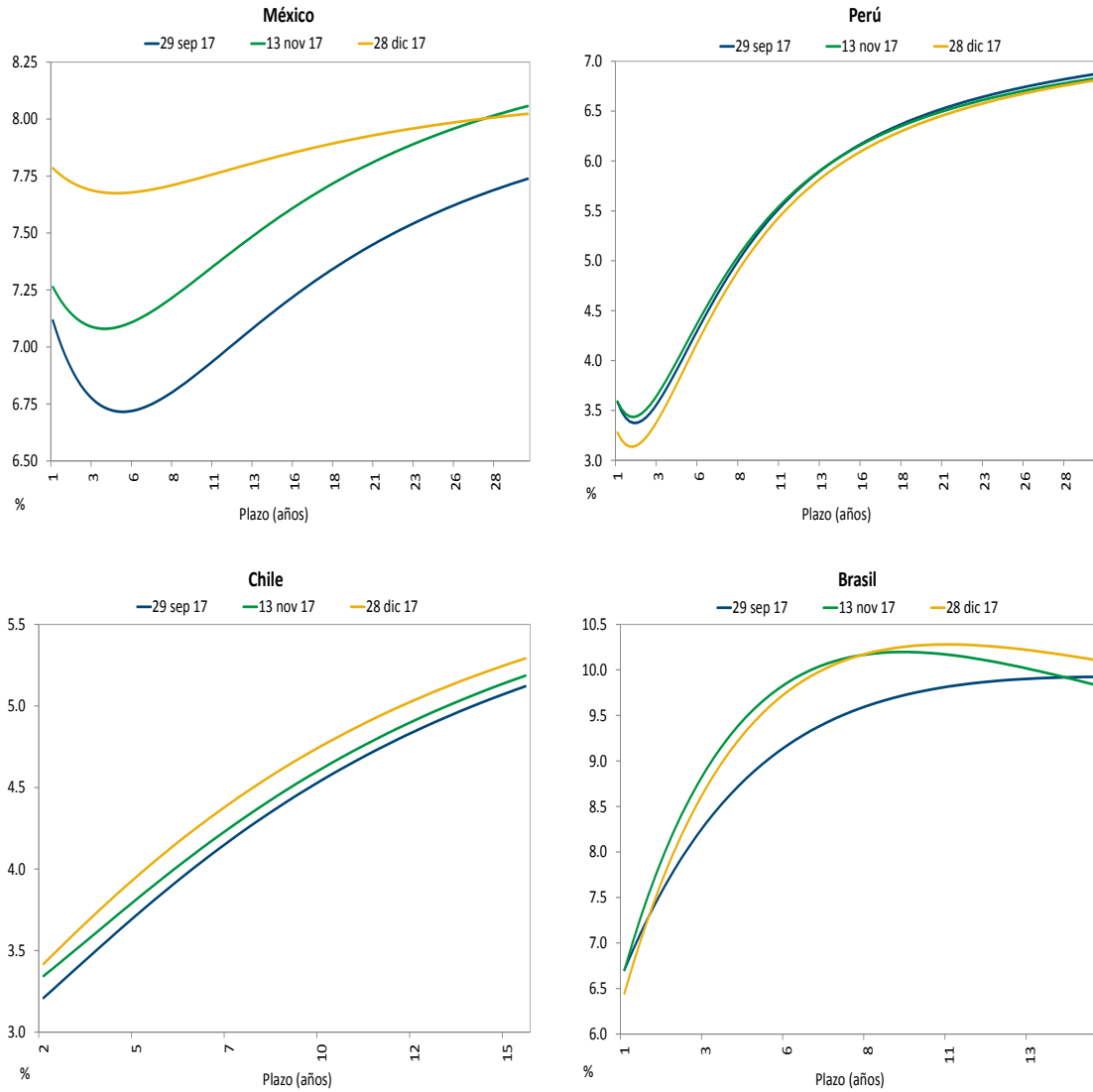
<sup>33</sup>La producción industrial cayó 0,8 %, mientras el mercado esperaba un alza de 0,1 %. La actividad económica se contrajo al disminuir 0,38 % (esp: -0,25 %). La ventas al por menor aumentaron 3,6 %; mientras el mercado anticipaba un incremento de 5,2 %.

<sup>34</sup>La cual subió de 6,35 % en septiembre a 6,77 % en diciembre.

<sup>35</sup>La inversión bruta fija cayó de forma sorpresiva (obs: -2,5 %; esp: -1,4 %; ant: -0,9 %).

<sup>36</sup>La producción industrial creció menos de lo esperado por el mercado (obs: 3,3 %; ant: 2,3 %; ant: 3,4 %).

Gráfico 32: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República



### 6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

En 2017 los bonos denominados en pesos presentaron valorizaciones relacionadas con los recortes de la tasa de política monetaria y la reducción de la inflación. En el caso de los bonos denominados en UVR, al comprar el cierre de 2016 con el cierre de 2017 se observan ligeras desvalorizaciones en los tramos corto y largo con desvalorizaciones en el primer semestre del año y valorizaciones en el segundo semestre siguiendo el comportamiento estacional de la inflación.

Entre el 29 de septiembre y el 28 de diciembre el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$252,5 billones a \$255 billones. En el 4T17 se emitieron \$3,8 billones<sup>37</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 28 de diciembre se expidieron \$10,3 billones.

Entre los eventos relevantes para el mercado de deuda pública local durante el 4T17 se destaca que el 3 de octubre la agencia calificadora Standard and Poor's redujo su proyección de crecimiento para la economía colombiana durante el 2017 de 1,7% a 1,6%, señalando el bajo dinamismo de la economía durante los primeros dos trimestres del año y la reducción en la producción petrolera. El 10 de octubre se conocieron las Perspectivas de la Economía Mundial del Fondo Monetario Internacional. Para Colombia, la entidad modificó su estimación de crecimiento económico para 2017 de 2,0% (informe de julio) a 1,7%, toda vez que la economía continúa adaptándose a la contracción del ingreso fiscal. Sin embargo, el organismo señaló que el aumento del gasto en infraestructura y el estímulo del acuerdo de paz sobre la confianza podrían elevar el crecimiento a un 3,5% aproximadamente en el mediano plazo.

El 18 de octubre el Congreso aprobó el proyecto de ley de presupuesto general de la Nación (PGN) pa-

<sup>37</sup>Valores nominales. \$2,2 billones de TES en pesos y \$1,5 billones de TES UVR.

ra el año 2018 por un valor total de \$235,6 billones, 1% superior al de 2017, con una disminución del déficit fiscal a 3,1% del PIB y una meta de crecimiento económico de 3%. Por su parte, el Ministro de Hacienda indicó que el Gobierno no realizará más emisiones de deuda en mercados internacionales. El 30 de octubre, el Ministro de Hacienda, Mauricio Cárdenas, citando el Comité de Tesorería, dijo que la disponibilidad de caja en dólares indica que el gobierno «no tendrá que hacer emisiones en los mercados internacionales hasta 2019». El 31 de octubre el ministerio ejecutó una operación de manejo de deuda interna por \$1,5 billones. La operación consistió en redimir anticipadamente TES con vencimiento el 24 de octubre de 2018. Con esta medida, se redujo a \$3,4 billones el valor de la amortización de deuda prevista para octubre de 2018. En el comunicado aclaró que la redención no altera las metas de colocación de títulos TES Clase B, requeridas para las vigencias 2017 y 2018.

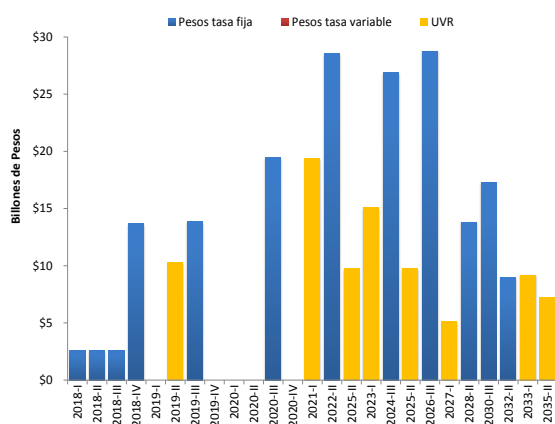
El 11 de diciembre (después de cierre de mercados) S&P Global Ratings recortó la calificación soberana de Colombia de BBB, con perspectiva negativa, a BBB- con perspectiva estable. Junto con lo anterior, la entidad señaló que «la combinación de un crecimiento más débil de lo esperado en 2017 y la dependencia parcial de ingresos extraordinarios para compensar el bajo desempeño de la reforma impositiva de 2016 demuestran la dificultad de reducir gradualmente los déficits generales del Gobierno para cumplir con la regla fiscal»; y que «la economía colombiana sigue sufriendo las repercusiones de los efectos de los menores precios de las materias primas, reflejados en el alto nivel de deuda externa y la pronunciada volatilidad en los términos de intercambio del país». De igual forma, la entidad modificó el *outlook* de la deuda colombiana en moneda local de negativo a estable.

El 21 de diciembre, el Ministerio de Hacienda publicó las cifras de cierre de las cuentas fiscales de 2017 y la actualización del plan financiero para el próximo año. En general, el déficit de 3,6% del PIB establecido por la regla fiscal para 2017 se cumplió, mientras que la meta para 2018, la cual se fijó en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) publicado en jun-17, fue re-

afirmada en 3,1 % del PIB. En cuanto a la composición del endeudamiento, el Ministerio busca volver a una estructura de 70% deuda interna – 30% deuda externa la cual se logró en 2011 (actualmente: 66%-34%). Por lo tanto, la estructura de las emisiones de deuda en 2018 será de 84% en mercados locales y 16% en externos, mientras que el enfoque para los próximos años será de 80%-20

En el 4T17 se presentaron vencimientos de TES en pesos por \$2,6 billones. Con datos al 31 de Diciembre, en el 2017 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$12,8 billones correspondientes al 5,9% del saldo en circulación. En el período analizado hubo pagos por cupones por \$386 mm y \$483 mm en los TES en pesos que vencen en 24 de octubre de 2018 y 21 de noviembre de 2018, respectivamente. Por último, se presentó el vencimiento de un TES de corto plazo el 12 de diciembre por \$2,6 billones. En el Gráfico 33 se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Gráfico 33: Proyección de Vencimientos TES



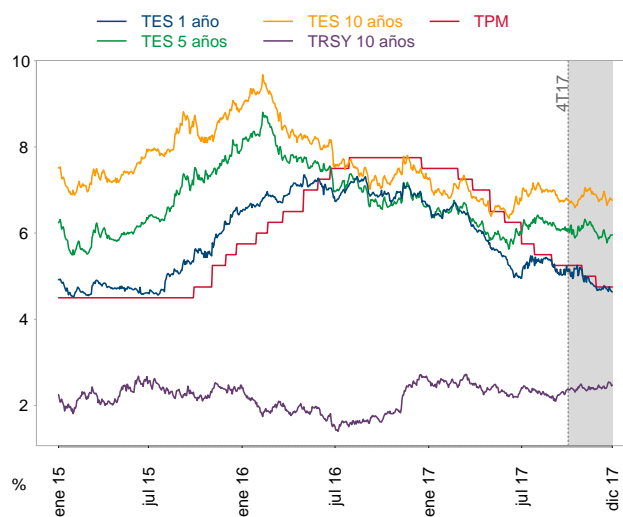
Fuente: Depósito Central de Valores, Banco de la República.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 3T17 con las del cierre del 4T17, se observan variaciones en promedio de -44 p.b. en el tramo corto, de -19 p.b. en el tramo medio y

de -4 p.b. en el tramo largo<sup>38</sup> (Gráficos 34, 35 y 36). Las valorizaciones generalizadas de la curva estuvieron relacionadas con los recortes de la tasa de política monetaria y la reducción de la inflación observada y esperada.

En cuanto a los TES denominados en UVR, al comparar las tasas cero cupón de finales del 3T17 con las de finales del 4T17, se observaron variaciones en promedio de -70 p.b. en el tramo corto, -44 p.b. en el tramo medio y -5 p.b. en el tramo largo<sup>39</sup>. Durante el trimestre se observaron valorizaciones relacionadas con mayor apetito por títulos indexados a UVR ante estrategias estacionales de inflación.

Gráfico 34: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



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

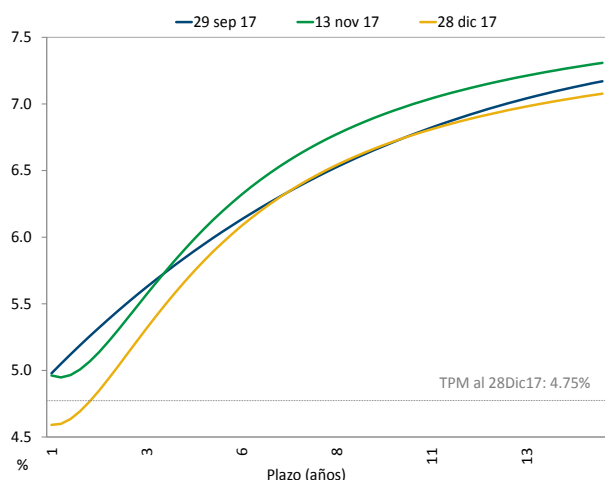
A lo largo del 2017 los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en pesos por \$11.162 miles de millones de pesos<sup>40</sup>. En el 4T17, estos agentes com-

<sup>38</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.

<sup>39</sup>Idem.

<sup>40</sup>Compras netas en el mercado spot por \$8969 miles de millones y en el mercado de forwards por \$2192 miles de millones.

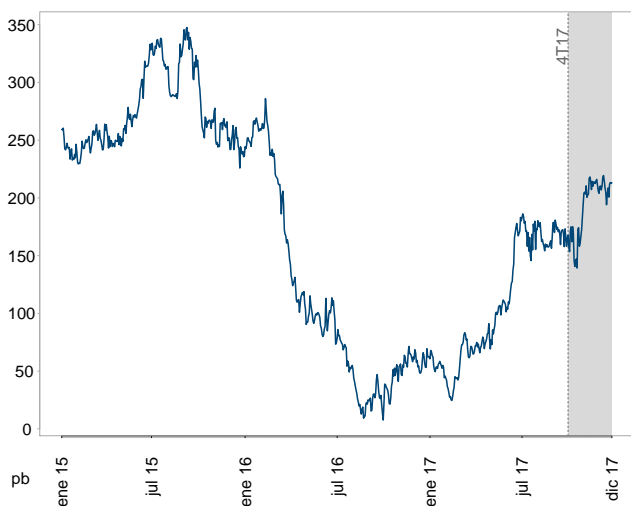
Gráfico 35: Curvas Spot Colombia



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



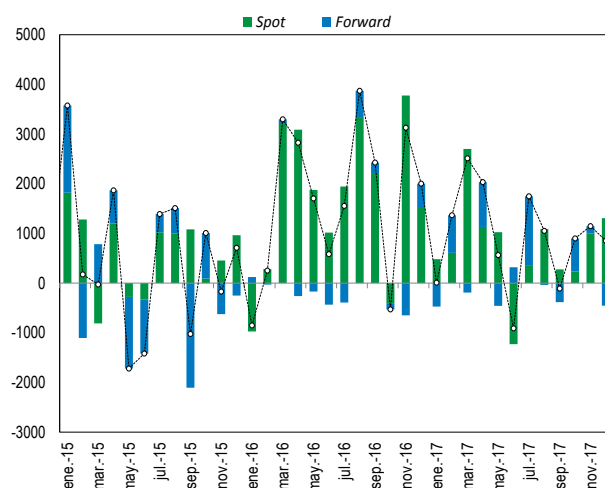
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

praron en neto TES pesos por \$2897 miles de millones<sup>41</sup>. En relación con los saldos en el mercado de

<sup>41</sup>Compras netas en el mercado *spot* por \$2543 miles de millones

contado, la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 35,16% el 29 de septiembre de 2017 a 36,42% el 28 de diciembre, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 3,14% a 3,33% en el mismo periodo (Gráficos 37 y 38).

Gráfico 37: Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros



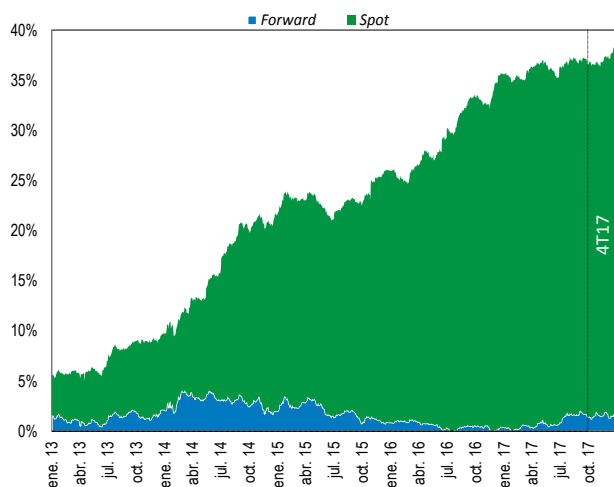
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Miles de millones de pesos.

Durante el 4T17 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 3T17. El promedio diario de negociación fue \$6,68 billones<sup>42</sup>, similar a lo observado en el trimestre anterior (\$6,675 billones) y superior a lo observado en el mismo período de 2016 (\$3,01 billones) (Gráficos 39 y 40). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación se mantuvo alrededor del 18% respecto al trimestre anterior, seguidos de los que vencen en julio del 2022 denominados en pesos, cuya participación pasó de 12% a 13%. Cabe mencionar que el tramo medio de la curva de rendimientos fue el más negociado (Gráfico 39).

y en el mercado de *forwards* por \$354 miles de millones.

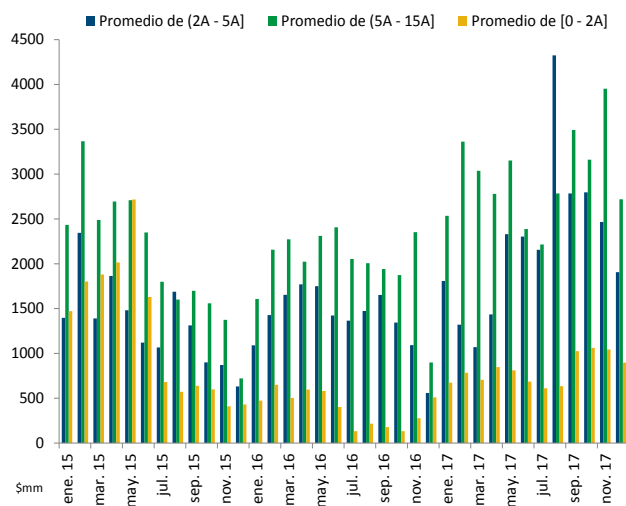
<sup>42</sup>Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 38: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



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

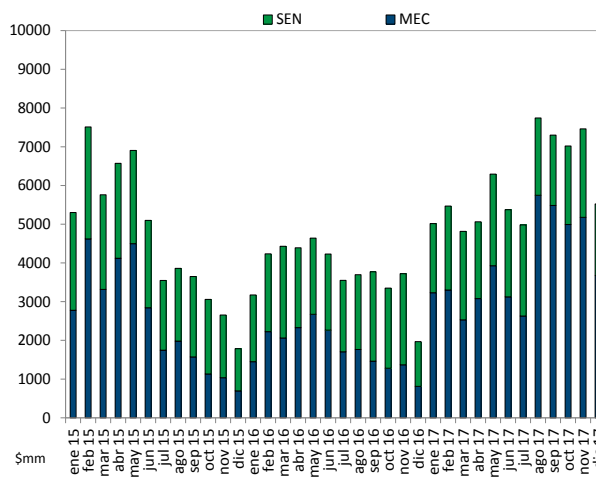
Gráfico 39: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



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

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros de TES aumentó al pasar de 66.992 contratos en el 3T17 a 73.542 contratos en el 4T17 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$18.386 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas aumenta-

Gráfico 40: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



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

ron a 7863 contratos el 31 de diciembre de 2017.

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

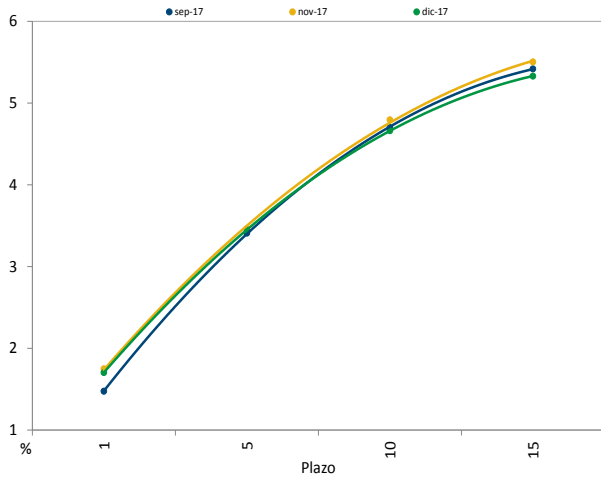
En el 4T17 las curvas de rendimiento de los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región se empinaron registrando desvalorizaciones es sus tramos cortos, en línea con el comportamiento de los *treasuries* (Gráficos 41, 42 y 43).

Las primas de riesgo de los países de la región disminuyeron. En promedio, los EMBI para una muestra de países cayeron 1,6 p.b. (-1,1%)<sup>43</sup>, mientras que el EMBI+ aumentó 11,2 p.b. (3,6%) (Gráfico 44) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron en promedio 15,4 p.b. (-13,2%)<sup>44</sup> (Gráfico ??).

<sup>43</sup>Variaciones EMBI+ países: Colombia: -10 p.b. (-5,4%), Brasil: -5 p.b. (-2,0%), México: 19 p.b. (11,2%), Perú -1 p.b. (-0,9%) y el EMBI Global Chile: -11 p.b. (-8,6%).

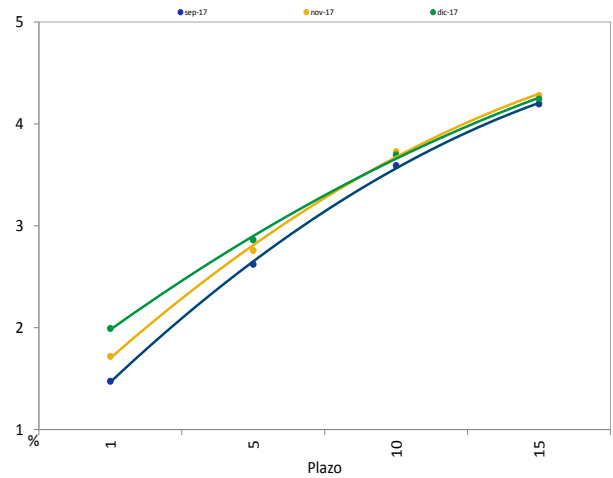
<sup>44</sup>Variaciones: Colombia: -17,5 p.b. (-14,3%), Brasil: -33,9 p.b. (-17,3%), México: -4,2 p.b. (-3,8%), Chile: -9,9 p.b. (-16,8%) y Perú: -11,3 p.b. (-13,5%).

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



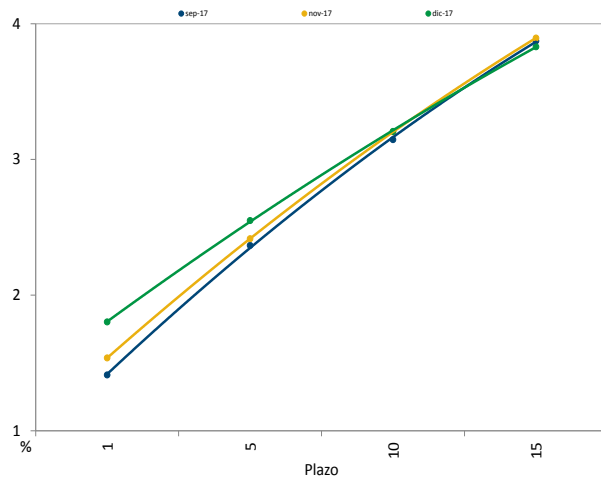
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 43: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México



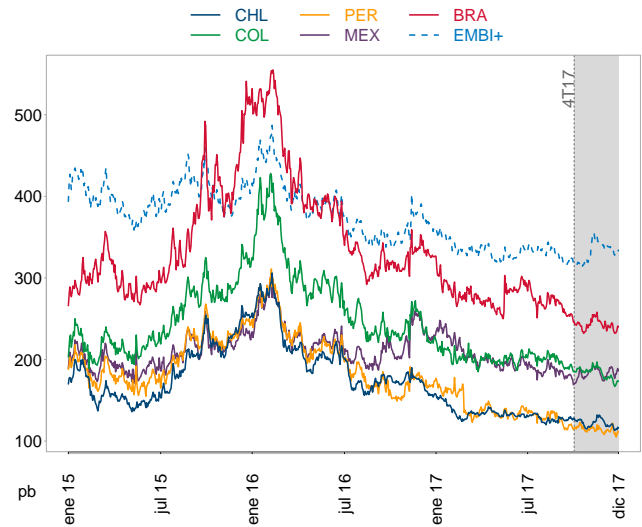
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 42: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 44: Spreads Deuda Soberana LATAM



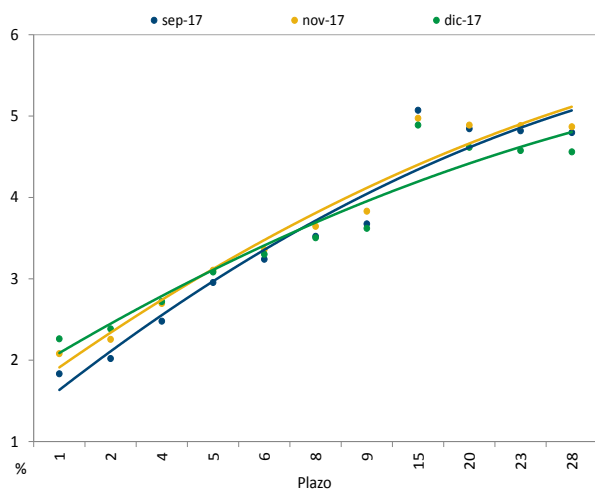
Fuente: Bloomberg.

### 6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

En el 4T17 la deuda externa de Colombia en general se desvalorizó en el corto plazo y se valorizó en el tramo

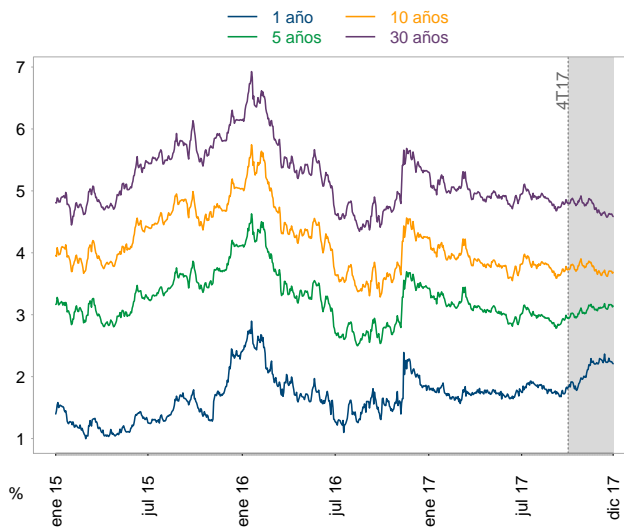
largo (*Gráficos 45 y 46*). El comportamiento del tramo corto, similar a lo ocurrido con la deuda externa de la región, pudo estar relacionado con el comportamiento de los bonos del tesoro de EE.UU.; mientras que las valorizaciones del tramo largo están relacionadas con una menor percepción de riesgo país y el aumento en los precios del petróleo durante el trimestre.

*Gráfico 45:* Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

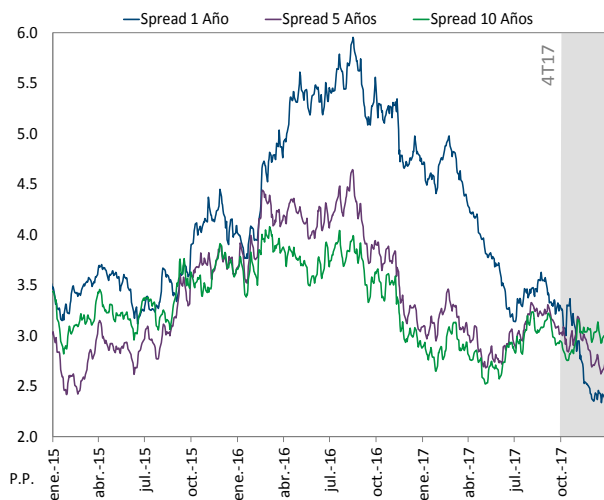
*Gráfico 46:* Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

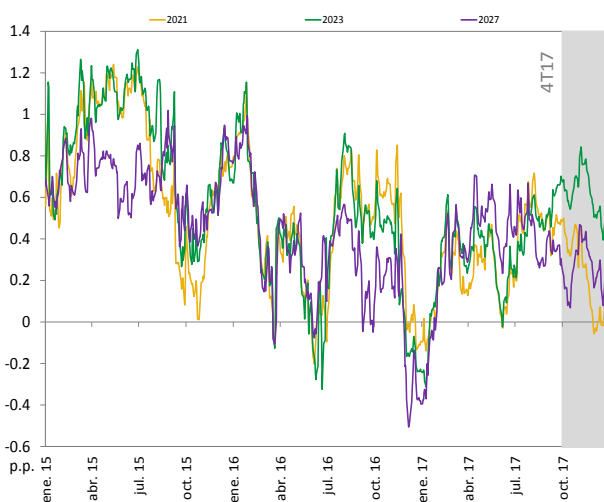
En el *Gráfico 47* se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que estos *spreads* disminuyeron en el 4T17 para los tramos corto y medio debido a desvalorizaciones de los bonos externos y valorizaciones de los bonos locales, mientras que el margen a 10 año aumentó (3 p.b.) por valorizaciones de los bonos externos más pronunciadas que las de los títulos locales. Por su parte, en el *Gráfico 48* se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre estos márgenes disminuyeron para los títulos con vencimiento en 2021 y 2023 por desvalorizaciones de los TES Globales y valorizaciones de los bonos locales, y el *spread* para los bonos con vencimiento en 2027 disminuyó por las mayores valorizaciones de los bonos locales.

Gráfico 47: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

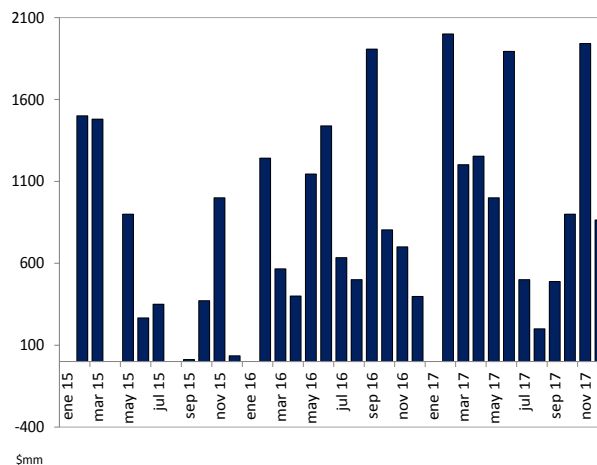
Gráfico 48: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

observó a partir de 2016. Se resalta durante el año un aumento en las colocaciones del sector real con relación al observado el año anterior. En el 4T17, las colocaciones en el mercado primario de deuda privada aumentaron frente a lo observado en el 3T17, aunque fueron menores a las del 2T17; de tal forma que pasaron de \$1,2 billones en el 3T17 a \$3,7 billones en el 4T17 (Gráfico 49).

Gráfico 49: Monto Total Colocado



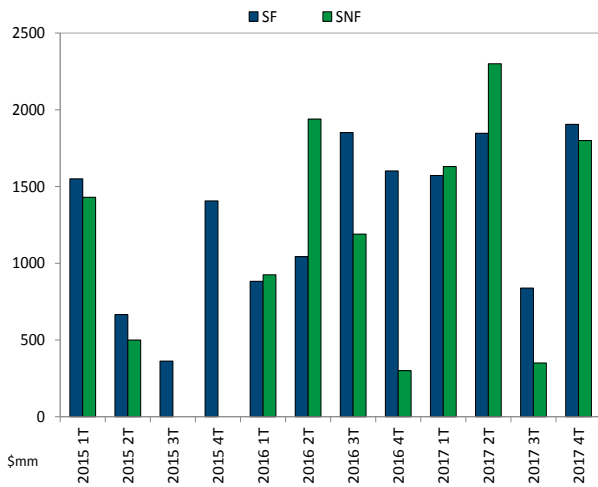
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El sector no financiero realizó el 49% mientras que el sector financiero llevó a cabo el 51% de las colocaciones (Gráfico 50).

## 7 Mercado de Deuda Privada

Durante 2017 las colocaciones en el mercado de deuda privada continuaron con el buen dinamismo que se

Gráfico 50: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

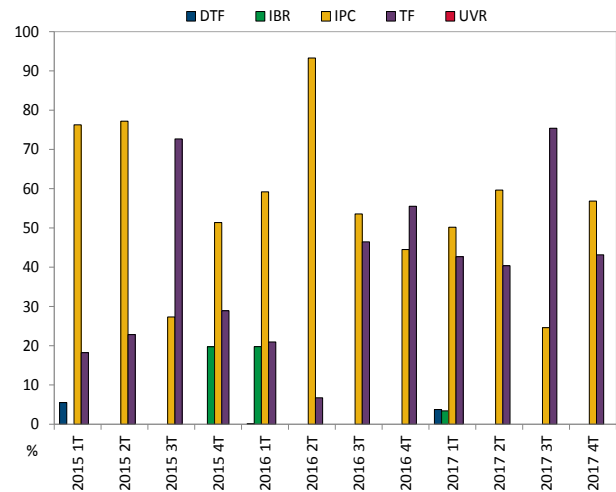
Durante el trimestre, diez entidades realizaron colocaciones (Cuadro 10). Las emisiones se indexaron al IPC (57%) y a tasa fija (43%) (Gráfico 51).

Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 4T17

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Colpatría	125	10	IPC
Banco de Occidente	650	3 a 15	TF, IPC
Banco Finandina	120	3	TF, IPC
Sodimac	250	7	IPC
Titularizadora de Colombia	578,18	10	TF
ISA	500	8 a 30	TF, IPC
Odinsa	400	3	TF
G. Energía de Bogotá	650	7 a 30	IPC
GNB Sudameris	332,41	7 a 9	IPC
Banco W	100	2	TF

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

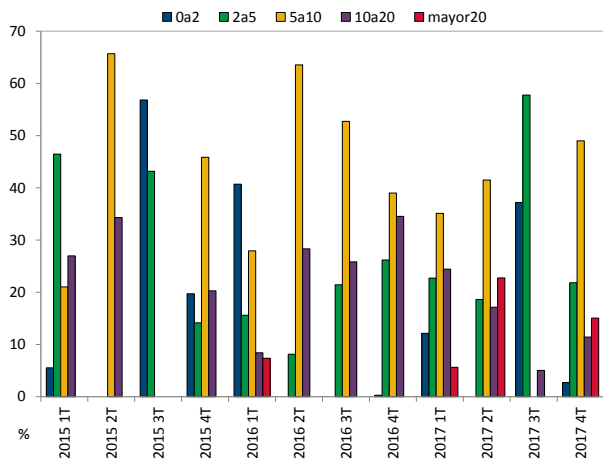
Gráfico 51: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El 2,7% de las colocaciones se realizaron a plazos entre 0 y 2 años, un 21,8% a plazos entre 2 y 5 años, un 49,0% a plazos entre 5 y 10 años, un 11,4% a plazos entre 10 y 20 años, y el 15,1% restante a plazos mayores de 20 años (Gráfico 52).

Gráfico 52: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación

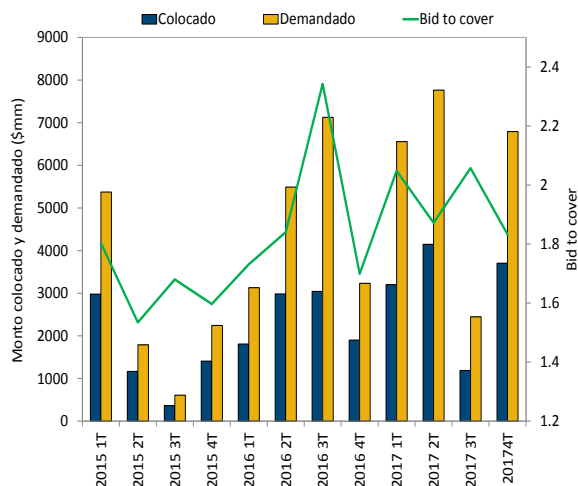


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.



Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de 1,83 (ant: 2,06). La demanda por colocaciones fue de \$6,80 billones (Gráfico 53).

Gráfico 53: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

## 8 Mercado Accionario

En el 2017 el índice agregado de renta variable de los países emergentes mostró el mejor desempeño a nivel mundial al valorizarse 37,3%. En segundo lugar se ubicaron los índices bursátiles de Estados Unidos (EE.UU.), los cuales crecieron, en promedio, a un ritmo de 24,3%. Fueron seguidos por las bolsas asiáticas y de Oceanía que durante el año se expandieron a un ritmo de 23,1% y por las de los países latinoamericanos, cuya valorización promedio fue 19,2%. La región con el menor desempeño fue Europa, pues su índice bursátil global presentó una valorización anual del 6,5%<sup>45</sup>.

<sup>45</sup>Estas cifras se calcularon para los países emergentes mediante el *MSCI Emerging Markets Index* (Al 29 de diciembre de 2017 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,

En el último trimestre del 2017, el mercado bursátil de EE.UU. presentó la valorización más alta a nivel mundial (7,6%, en promedio<sup>46</sup>). Le siguieron las bolsas de los países emergentes (7,4%), Asia y Oceanía (6,9%), América Latina (1,2%) y Europa (-2,5%). Fuera de EE.UU, Asia y Oceanía, las valorizaciones trimestrales de los índices bursátiles agregados de las demás regiones fueron inferiores al cierre del 4T17 frente a las registradas al finalizar el trimestre anterior. Frente al trimestre anterior, se resalta, que los mercados de América Latina presentaron la desaceleración más alta en su ritmo de crecimiento, pues en promedio la valorización de sus índices accionarios se redujo en 10,1 puntos porcentuales (pp) (Gráfico 54).

A continuación se presentan los hechos que más afectaron los mercados bursátiles en el 4T17 para cada una de las regiones anteriores. Adicionalmente, se presenta para cada caso una descripción de los eventos que impactaron el comportamiento de las acciones en el año.

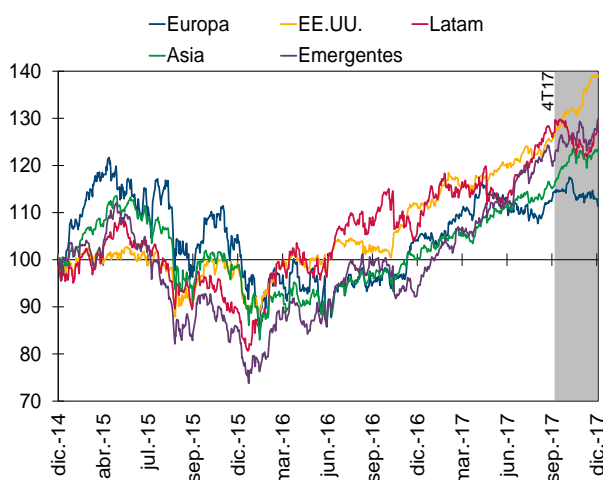
### 8.1 Estados Unidos

Durante el año, los índices registraron en varios días máximos históricos, en muchas veces consecutivos por varias sesiones, en respuesta a un crecimiento económico fuerte, reporte continuo de ganancias contables sólidas, sobre todo en la mayoría de las em-

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 diciembre, los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se promediaron las valorizaciones anuales del *Dow Jones*, *S&P 500* y *Nasdaq Composite*: 25,1%, 19,4% y 28,2%, 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 diciembre, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

<sup>46</sup>En el trimestre el *Dow Jones* se valorizó en 10,3%, el *S&P 500* lo hizo en 6,1% y el *Nasdaq Composite* en 6,3%.

Gráfico 54: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 31 de diciembre de 2014

presas más importantes del mercado accionario, y la expectativa de los recortes de impuestos para las firmas. El mercado bursátil fue resistente a las tensiones políticas entre Washington y Pyongyang y a la inestabilidad política del gobierno. En términos sectoriales, el de mejor desempeño fue el tecnológico y los de menor crecimiento el de telecomunicaciones y petróleo, a pesar de la recuperación sostenida en los precios del crudo durante el segundo semestre del 2017.

En octubre, el mercado de renta variable en EE.UU. mostró un buen dinamismo, lo cual se explicó principalmente porque la mayoría de las empresas listadas publicaron resultados financieros al cierre del 3T17 que fueron mejores a lo esperado, destacándose los bancos. Adicionalmente, soportaron el comportamiento boyante de los índices accionarios durante el mes: 1) un afianzamiento en los agentes del mercado de que el presidente Donald Trump alcanzaría una pronta implementación de su reforma fiscal, específicamente en los recortes de impuestos a las grandes empresas, 2) buenos datos económicos del país <sup>47</sup> y 3) rumores de

<sup>47</sup>Durante el mes, las ventas al por menor en septiembre repuntaron, el índice de confianza al consumidor de *Michigan* llegó a

que el presidente Trump nominaría a Jerome Powell como presidente de la Fed<sup>48</sup>. Los índices bursátiles principales registraron máximos históricos durante el mes<sup>49</sup>.

La dinámica del mercado de renta variable en noviembre estuvo influenciada principalmente por los avances en el trámite legislativo de la reforma tributaria y otros factores. En las primeras dos semanas del mes, los índices bursátiles continuaron con el comportamiento positivo de octubre, registrando máximos históricos en diferentes días debido principalmente a: 1) la confirmación de Jerome Powell como presidente de la Fed, 2) la publicación esperada del borrador de la reforma fiscal por los representantes Republicanos, 3) un crecimiento en las ganancias de la mayoría de las firmas listadas en bolsa al cierre del 3T17 mayor a lo esperado<sup>50</sup> y 4) que el WTI llegara a máximos no vistos en más de dos años, propiciando un crecimiento importante en los precios de las especies del sector energético. Sin embargo, al finalizar la segunda semana del mes, la volatilidad en los mercados aumentó<sup>51</sup>, en consecuencia a caídas importantes en acciones del sector de tecnología y discrepancias entre la propuesta de la reforma fiscal de los ponentes republicanos del Senado y la versión anterior que plantearon sus contrapartes en la Cámara de Representantes<sup>52</sup>. A medida que avanzaba el mes, la volatilidad en las acciones aumentó en algunos días por las críticas de algunos senadores republicanos influyentes sobre puntos críticos

su máximo histórico desde 2004, la inflación mejoró y el dato del crecimiento del producto en el 3T17 fue mayor a lo anticipado.

<sup>48</sup>Lo cual para el mercado fue percibido como positivo pues daba como indicio una continuidad de la postura de política monetaria que ha contribuido el crecimiento sostenido del mercado accionario.

<sup>49</sup>Al viernes 27 de octubre, el *S&P 500* registró ganancias por siete semanas consecutivas y el 18 de octubre, el *Dow Jones* se ubicó por primera vez en un nivel 23.000, registrando en el año, por cuarta vez, un incremento mayor a 1.000 puntos.

<sup>50</sup>Al 3 de noviembre, el mercado anticipaba un ritmo de expansión trimestral de 8%, frente al 5,9% anticipado a inicios de octubre.

<sup>51</sup>El *VIX* pasó de 9,78 a 10,50 entre el 8 y el 9 de noviembre.

<sup>52</sup>En efecto, al cierre del 10 de noviembre, el *S&P 500* y el *Dow Jones* presentaron por primera vez caídas semanales luego de una racha de valorizaciones semanales consecutivas por nueve semanas. Para el *Nasdaq Composite*, se rompió una racha positiva de seis semanas.

de la reforma tributaria<sup>53</sup>. Para la última semana del mes, la postura radical de algunos senadores sobre esta reforma se suavizó, lo cual generó optimismo en el mercado y contribuyó a mejoras en los precios de las acciones.

En el último mes del año, las bolsas estadounidenses estuvieron atentas a la aprobación final por parte del Congreso de la reforma tributaria, lo cual sucedió antes de Navidad. Rumores de que el presidente podría no sancionarla antes de que finalizara el año debido a desacuerdos dentro de los miembros del partido republicano propiciaron en algunos días a incrementos en la volatilidad y caídas en los precios de las acciones. De otro lado, a medida que el mes avanzaba y el volumen transado caía por menor actividad en las fiestas de fin de año, el mercado accionario estuvo afectado, en algunas sesiones, por caídas en especies de los sectores financiero y tecnológico. En el primer caso, si bien ocurrió el aumento anticipado del rango de la tasa de los fondos federales por parte de la Fed, esta decisión no vino acompañada de un cambio en la postura de política monetaria en los próximos meses. En el segundo, específicamente por las caídas en la acción de *Apple*<sup>54</sup> y de firmas que producen procesadores. Lo anterior ocurrió simultáneamente con 1) el buen reporte de indicadores económicos líderes, sobre todo en inflación, empleo y el mercado de vivienda, 2) la dinámica boyante de las especies del sector energético por la recuperación sostenida de los precios del petróleo, y 3) el buen desempeño observado en los mercados de renta variable en otras regiones a nivel mundial.

## 8.2 Europa

Durante el año, el mercado europeo se recuperó y logró una valorización anual no vista desde finales de 2013. Su desempeño positivo se debió en parte a una dinámica robusta de las acciones del sector tecnológi-

co y las firmas minero-energéticas. En el caso de Europa continental, las mejoras en la situación económica propiciaron valorizaciones en los mercados accionarios de la región, pero fueron limitadas por la apreciación del euro y la incertidumbre política en algunas regiones. Por su parte, el desempeño del mercado británico estuvo sujeto al fortalecimiento de la libra esterlina y a la incertidumbre sobre el resultado de las negociaciones del *Brexit*.

La dinámica regular que se observó en los principales mercados de renta variable en Europa a lo largo del 3T17 se acentuó en el último trimestre del 2017. En octubre, el comportamiento de los mercados regionales fue mixta según la región que se analice y respondió más a factores idiosincrásicos que globales. El *DAX* mostró un buen comportamiento durante el mes, superando en el día 12 el nivel de 13.000 por primera vez en un lapso de 30 años. Lo anterior, debido principalmente a la debilidad del euro, que favorece la mayoría de empresas listadas en el mercado alemán por su naturaleza exportadora, y por mejoras en las expectativas de crecimiento económico por parte de los agentes del mercado. Lo anterior contrastó con el desempeño del *IBEX*, la cual fue castigado por los inversionistas debido al recrudecimiento de las tensiones políticas entre Madrid y Cataluña. Por su parte, el mercado británico mostró una dinámica mixta durante el mes. Si bien ha sido visto como un escenario de inversión menos óptimo que sus contrapartes en Europa continental por la incertidumbre persistente sobre las negociaciones de la salida del Reino Unido de zona euro, las mejoras en los precios de los *commodities*, sobre todo metales, propiciaron valorizaciones en las firmas minero-energéticas, las cuales tienen un peso importante en el *FTSE 100*. Lo anterior ocurrió al mismo tiempo que se conocieron los reportes decepcionantes de las ganancias de empresas líderes en el mercado al cierre del 3T17 y a las apreciaciones de la libra que generaron presiones a la baja en especies relevantes. Al finalizar el mes, la decisión del Banco Central Europeo (BCE) de dejar las tasas de interés inalteradas y de reducir el monto mensual de activos de compras pero extenderlo hasta septiembre de 2018, favoreció los índices europeos continentales, pues ge-

<sup>53</sup>El 15 de noviembre, el *VIX* alcanzó un nivel intradía de 14,51.

<sup>54</sup>La cual alcanzó una valorización durante el trimestre de US\$900 miles de millones en el trimestre.

neró depreciaciones en el euro.

En noviembre, 1) un menor crecimiento de las ganancias de las firmas listadas, 2) el resurgimiento de las tensiones políticas, teniendo en cuenta las dificultades en Alemania para formar una coalición política sólida, y 3) una inflación en la zona euro menor a la anticipada, lo cual generó expectativas en el mercado de que el BCE retirará su estímulo monetario de forma paulatina, generó presiones a la baja en las acciones europeas. Este último evento no solo afectó las acciones del sector financiero, sino también, por un lado, las dudas en los inversionistas de la región sobre un avance próximo de la reforma tributaria en Estados Unidos y, por otro, el desempeño negativo de la cartera vendida de los bancos en Italia. Por otra parte, las alzas en los precios del petróleo y depreciaciones en la libra esterlina, por la inestabilidad política derivada de las tensiones entre la Primera Ministra Theresa May y los miembros de partido conservador, propiciaron valorizaciones generalizadas en las acciones británicas.

En diciembre, las acciones europeas mostraron un comportamiento estable. El mes inició al alza debido a 1) los avances en la sanción de la reforma tributaria en EE.UU, 2) mejoras en las negociaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido, en materia de la salida de este país de la zona euro y 3) la publicación las últimas normas y disposiciones para bancos por parte de Basilea, las cuales se percibieron como favorables por parte del mercado ya que se había esperado un mayor impacto en los requerimientos de capital y el crédito hipotecario. Este buen comportamiento se disipó a lo largo del mes por la debilidad generalizada en especies del sector tecnológico, el cual tiene un peso importante en los mercados bursátiles de la región, la incertidumbre política en Italia, debilidad en los sectores financieros y de ventas al por menor. Al finalizar el mes, la ganancia de los separatistas en las elecciones regionales en Cataluña, el fortalecimiento del euro y una mayor probabilidad de que el resultado de las elecciones en Italia no permitirá formar un parlamento que facilite una coalición con el Gobierno llevaron a la baja las acciones en Europa continental. Por su parte, los mercados accionarios del Reino Unido mos-

traron un mejor desempeño durante el mes. La debilidad en la libra, mejoras en las perspectivas económicas en Asia, mayor confianza en el desempeño del sector financiero y el alza en las especies minero-energéticas<sup>55</sup> propiciaron valorizaciones generalizadas y que, consecuentemente, el *FTSE 100* alcanzara su máximo histórico en el último día del 2017.

### 8.3 Asia

En el 2017 los mercados accionarios asiáticos mostraron un desempeño sobresaliente. En China, los inversionistas extranjeros aumentaron su exposición al mercado continental, a pesar de las preocupaciones crecientes de una desaceleración de la economía y fallas regulatorias que impiden un buen funcionamiento de los mercados. El *Nikkei* de Japón alcanzó una valorización anual del 20% soportado por una economía global sólida, un entorno interno estable y que la continuidad de las políticas expansivas del Banco de Japón propiciaron un crecimiento importante en las utilidades de las firmas listadas. El sudeste asiático también mostró valorizaciones importantes en sus mercados bursátiles debido principalmente al crecimiento sostenido de las materias primas, mejoras en la situación política interna (principalmente en Filipinas) y de las perspectivas económicas<sup>56</sup>.

Los mercados bursátiles asiáticos presentaron su mejor desempeño durante el cuarto trimestre del 2017. En octubre se registraron valorizaciones generalizadas en bolsas de la región. La bolsa destacada fue la japonesa teniendo en cuenta que al 25 de octubre el *Nikkei* registró valorizaciones por dieciséis sesiones consecutivas y llegó a un máximo histórico no registrado en 21 años por la expectativa del mercado y su materialización de la victoria de la coalición del primer ministro Shinzo Abe. Otro mercado destacado en su desempeño fue el chino, teniendo en cuenta que a fina-

<sup>55</sup>Por máximos históricos en los precios del crudo y cobre.

<sup>56</sup>El 21 de diciembre, la mejora en la calificación crediticia de Indonesia por parte de *Fitch Ratings* el 21 de diciembre propició valorizaciones importantes en las acciones más líquidas del país

les de octubre, el índice de la bolsa de *Shenzen* llegó a un máximo no registrado en 28 meses luego de que el mercado favoreciera los planes futuros del Gobierno, luego de la reunión del partido comunista, y que las utilidades de las firmas reportadas hasta ese momento crecieran a un ritmo de 47% frente a lo reportado el año anterior. No obstante, en las primeras semanas del mes, el mercado chino registró un comportamiento mixto debido a resultados heterogéneos en indicadores económicos<sup>57</sup>, y caídas en los precios de las acciones minero-energéticas por las restricciones del gobierno para limitar la polución durante el invierno. Adicionalmente, la bolsa en Singapur llegó a un máximo de dos años luego de mejoras en la inflación y lo mismo sucedió con el *Kospi* de Corea del Sur a mediados del mes, una vez se conocieron los reportes de las ganancias contables en el 3T17, que fueron mayores a lo anticipado.

El comportamiento de los índices bursátiles asiáticos a lo largo de noviembre fue mixto. En China, a inicios del mes, los mercados presentaron caídas fuertes en varias de las acciones listadas. Lo anterior como una reacción negativa a la venta masiva de los inversionistas de títulos de deuda pública locales por mayores expectativas de que los esfuerzos del gobierno para restringir operaciones de préstamo riesgosas conllevarían a escenarios de baja liquidez. Adicionalmente, un crecimiento bajo del sector de servicios en octubre afianzó las preocupaciones de un debilitamiento de la economía y ocasionó una venta generalizada de acciones en todos los sectores. A medida que avanzaba el mes, las bolsas se recuperaron luego de que Beijing levantara los límites de propiedad extranjera en firmas financieras, pero luego volvieron a desvalorizarse una vez se conocieron los datos débiles del crecimiento de la producción industrial y la formación bruta de capital fijo en octubre. Estos resultados, a su vez, generaron desvalorizaciones en bolsas del sudeste asiático. Sin embargo, al finalizar el mes, los inversionistas favorecieron los mercados bursátiles chinos

<sup>57</sup>A pesar que la expansión de la economía durante el 3T17, 6,8%, estuvo en línea con lo anticipado por el mercado, la producción industrial en septiembre se contrajo y las ventas de vivienda cayeron.

una vez determinaron que las medidas anunciadas por el gobierno para controlar las actividades de *shadow banking* no se percibieron tan severas como se había anticipado anteriormente<sup>58</sup>. Por su parte, el mercado japonés continuó con su dinámica positiva, la cual fue impulsada en el mes por la debilidad del *yen* frente al dólar y por la publicación de cifras de utilidades sólidas al cierre del 3T17 de las firmas listadas tanto en el *Nikkei* como el *Topix*.

En diciembre, el afianzamiento de expectativas de menor crecimiento en China, que el Banco Central aumentara de forma inesperada su tasa de política y el menor crecimiento en los últimos siete meses en noviembre de las ganancias de las firmas industriales propiciaron desvalorizaciones en los mercados bursátiles. Por su parte, las bolsas japonesas continuaron al alza debido a las fuertes alzas en los precios del petróleo y cobre y valorizaciones de las especies del sector financiero. En Turquía también se apreciaron valorizaciones, sobre todo en las acciones de entidades financieras, luego de que el mercado anticipara la pronta terminación del juicio en EE.UU. contra un banco turco.

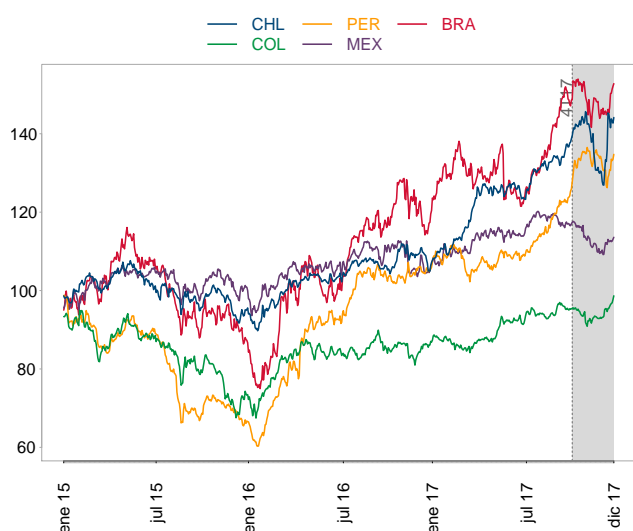
#### 8.4 Latinoamérica y Colombia

Como se mencionó, la tasa de expansión promedio de los índices latinoamericanos pasó de ser de dos dígitos al cierre del 3T17 a un dígito en el 4T17. De los cinco índices bursátiles que se analizan en este *Reporte*, cuatro presentaron valorizaciones en los últimos tres meses del año: Perú (*IGBVL*: 7,0%), Chile (*IPSA*: 3,91%), Brasil (*BOVESPA*: 2,8%) y Colombia (*COLCAP*: 1,8%). Para México, el *MEXBOL* se expandió a una tasa negativa (-2,0%). Se destaca la caída fuerte en las tasas de crecimiento de los índices bursátiles brasileño, chileno y peruano frente a las registradas al cierre del 3T17 (*Gráfico 55*). Adicionalmente, en el 2017, las bolsas de todos los países, salvo México, presentaron tasas de crecimiento anuales a dos dígitos en sus índices

<sup>58</sup>El índice de Hong Kong, el *Hang Seng* superó el nivel de 30.000 el 21 de noviembre, llegando al máximo en una década.

ces accionarios: Chile (33,7%), Perú (27,5%), Brasil (26,9%), Colombia (12%), y México (8,1 %).

Gráfico 55: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



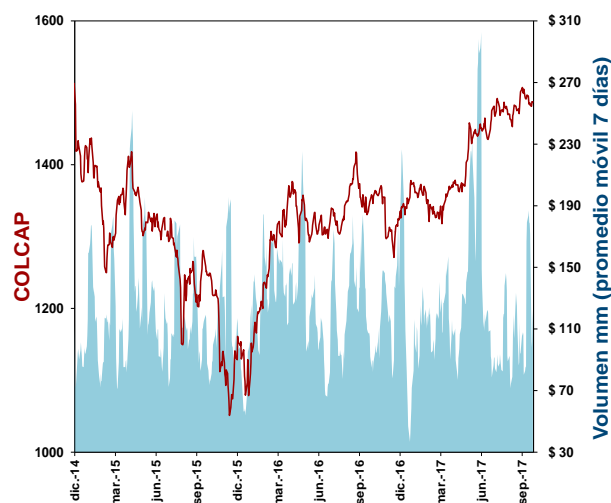
Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

El comportamiento de los activos de renta variable en la región fue mixto y respondió más a eventos idiosincrásicos que globales a lo largo del 4T17. En el caso de México, las acciones estuvieron afectadas por datos económicos débiles y la incertidumbre sobre las próximas negociaciones del TCLAN. Las acciones en Brasil estuvieron castigadas a lo largo del semestre por menores expectativas en el mercado de la aprobación de la reforma pensional antes del 2018, a pesar de los crecimientos registrados en los precios del hierro por una mayor demanda de parte de China a inicios de noviembre. En el caso de Chile y Perú, si bien los índices bursátiles se vieron favorecidos por fuerte valorización de los precios del cobre, la situación política también afectó su comportamiento a lo largo del trimestre. En Chile, que Sebastián Piñera, el candidato favorito del mercado no ganara en primera vuelta, generó desvalorizaciones generalizadas en las acciones del país. De forma similar, en Perú, de que el presidente, Pedro Kuczynski, fuera vinculado con Odebrecht y que el Congreso del país iniciara su proceso de destitución en diciembre, conllevó a desvalorizaciones en

el mercado accionario.

Por su parte, para Colombia, el desempeño trimestral del COLCAP continuó ubicándose en el cuarto lugar en la región al cierre del 4T17. Por sectores de las empresas que componen el índice, el mejor desempeño lo tuvo el energético, cuya valorización trimestral fue 14,1%, mientras que los restantes presentaron desvalorizaciones: no financiero con -0,7% y financiero con -5,5%. En el año, el sector energético fue el de mejor desempeño, al crecer sus precios 31,4%, seguido del financiero (4,3%), mientras que la tasa de expansión de los precios de las especies del sector real fue -0,9%. Adicionalmente, el monto promedio transado diario se ubicó en \$121,8 mm a lo largo del último trimestre del año, recuperándose frente a los niveles del 1T17 y 3T17 (Gráfico 56).

Gráfico 56: COLCAP y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

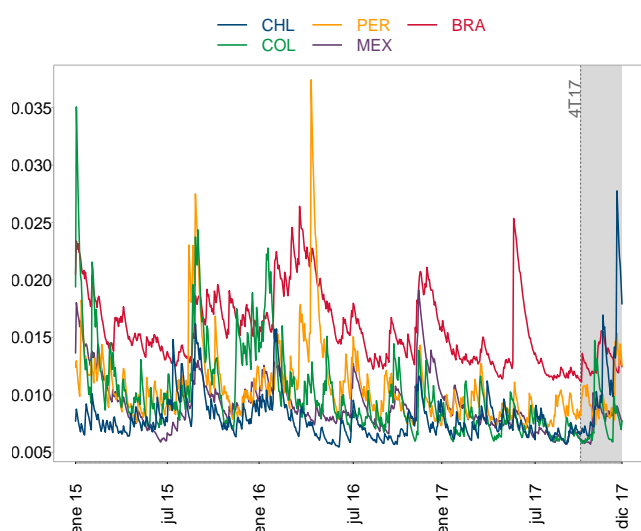
En el año, América Latina tuvo un comportamiento mixto en sus mercados accionarios. A pesar de un comportamiento boyante de los precios de las materias primas claves para la región durante varios meses del 2017 (hierro, soya, petróleo y cobre), la incertidumbre política<sup>59</sup> castigó de manera generalizada y en varias

<sup>59</sup>Latente en Brasil por la no aprobación de la reforma pensional y

sesiones los mercados accionarios de la región.

En materia de volatilidad condicional de los índices bursátiles latinoamericanos<sup>60</sup>, su promedio en el 4T17 aumentó 0,19% frente al dato del trimestre anterior (Gráfico 57). A nivel individual se presentaron incrementos en todos los países de la región. Al ordenar las volatilidades promedio durante el cuarto trimestre del año, se encuentra que la cifra promedio más alta fue para Brasil (BOVESPA: 1,31%), seguida por Chile (IPSA: 1,16%), Perú (IGBVL: 0,98%), México (MEX-BOL: 0,79%) y Colombia (COLCAP: 0,71%).

Gráfico 57: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Al comparar los tamaños de las bolsas de la región, mediante la capitalización bursátil<sup>61</sup> como porcentaje

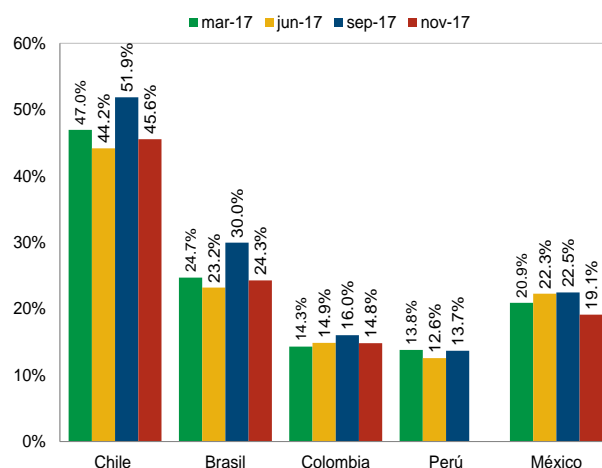
las acusaciones de corrupción en el Gobierno, en Perú, que se manifestó al finalizar el año, por la acusación del Presidente de estar vinculado con Odebrecht, que se evidenció por la inestabilidad de las elecciones presidenciales en Chile, y que se materializó en las perspectivas desfavorables sobre las negociaciones del TLCAN en México.

<sup>60</sup>Medida a través de modelos GARCH(1,1).

<sup>61</sup>Ajustada por flotante disponible.

del PIB<sup>62</sup>, se observa que, a noviembre de 2017<sup>63,64</sup>, la Bolsa de Chile sigue presentando la más alta de la región (45,6%), seguida por la de las bolsas de Brasil (24,3%), México (19,1%), Colombia (14,8%)<sup>65</sup> y Perú (13,0%) (Gráfico 58). El indicador disminuyó en todos los casos respecto a los cálculos para el cierre del 3T17<sup>66</sup>.

Gráfico 58: 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 2017

<sup>62</sup>Estimado y/o calculado a diciembre de 2017, 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>63</sup>Fuente: Bloomberg, Bolsa de Valores de Colombia y *World Federation of Exchanges*. Cálculos: Banco de la República.

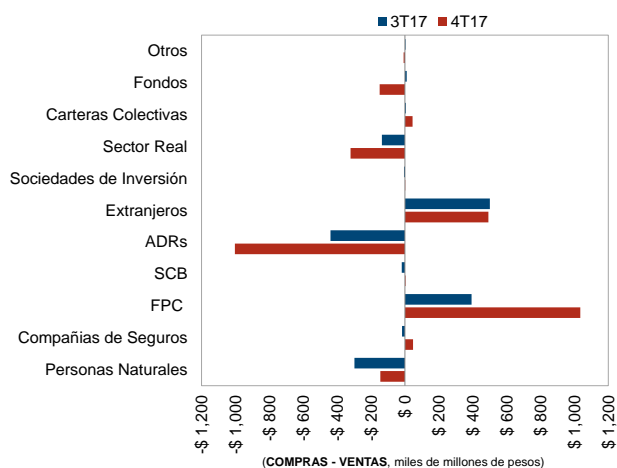
<sup>64</sup>Para Perú no se publicó dato de capitalización bursátil a noviembre de 2017, así que se utiliza la cifra de octubre.

<sup>65</sup>A noviembre de 2017 la capitalización bursátil de la bolsa de Colombia (sin ajustar por flotante) como porcentaje del PIB se ubicó en 37%, de la cual la capitalización bursátil de Ecopetrol como porcentaje del PIB se ubicó en 7,8%.

<sup>66</sup>De otro lado, a noviembre 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 78%, seguido por las bolsas de México con 25%, Chile con 18%, Perú con 15%, y Colombia con 11%.

En el 4T17 continuaron como principales demandantes netos en el mercado accionario local los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) y agentes del exterior, que compraron en neto acciones por \$1035 miles de millones (mm) y \$492 mm, respectivamente. Por su parte, el principal oferente fue los programas de ADR con una oferta neta de \$1003 mm seguidos por el sector real (\$321 mm) y las personas naturales (\$145 mm) (Gráfico 59). En el 2017, los mayores demandantes netos de acciones en el año resultaron ser los FPC y extranjeros con compras netas de \$2536 mm y \$1965 mm, en su orden. Por su parte, el mayor oferente neto de acciones fue el sector real (\$1538 mm), seguido de las personas naturales (\$1412 mm) y los programas de ADR (\$1316 mm).

Gráfico 59: Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), en el 4T17 los inversionistas colombianos vendieron en neto acciones por \$778 millones (compras por \$2853 millones y ventas por \$3631 millones), mientras que las ventas netas en el 3T17 fueron en total de \$3228 millones. Para el caso colombiano, de las operaciones de compra en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), el 17,8% correspondieron a acciones colombianas; mientras que para las ventas de activos locales esta cifra se ubicó en 2,8%. En el 2017, los

inversionistas colombianos compraron en neto acciones por \$3933 millones (compras por \$27.708 mm y ventas de \$23.775 mm). En términos de las compras y ventas de activos locales, como proporción del total, para el primer caso la representatividad anual se ubicó en 76,9% y para el segundo en 73,8%.

Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, en el 4T17 se negociaron 194 contratos frente a 949 contratos negociados en el 3T17<sup>67</sup>.

<sup>67</sup>El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP