

Mercados financieros y economía en tiempos del COVID-19

- Las medidas de política para mitigar la contingencia económica y sanitaria ocasionada por el COVID-19 han tenido una significativa afectación sobre la economía real y los mercados financieros alrededor del mundo, llevando a una revisión bajista generalizada en las estimaciones de crecimiento para las economías desarrolladas y emergentes.
- El progresivo deterioro de la actividad productiva en los Estados Unidos y el mundo, al cual se suma la prolongación de diferendos comerciales y nuevas tensiones sociales, no ha estado alineado con el comportamiento de los mercados financieros, que han mostrado resultados mixtos desde que comenzaron las medidas de confinamiento.
- Aunque los mercados financieros se deterioraron significativamente en el primer trimestre, desde finales de marzo este débil desempeño se ha revertido parcialmente, registrando importantes correcciones gracias a las rápidas respuestas de las autoridades monetarias alrededor del mundo, encaminadas a proveer mayor liquidez a la economía, proteger los sistemas de pago y facilitar el acceso al crédito.
- Aunque el mercado de capitales de los países emergentes se vio afectado de forma generalizada durante los primeros meses del año, los efectos fueron mucho más pronunciados en los mercados de renta variable que en los de renta fija.
- En el caso colombiano, el alto grado de incertidumbre en la economía llevó a que los fondos extranjeros liquidaran posiciones tanto en el mercado de renta fija como variable y se registraran salidas de capitales de gran magnitud. Sin embargo, en los meses posteriores el exceso de liquidez global incidió en la valorización de los títulos de deuda soberana.
- Para lo que resta del año se espera que (i) la continuidad de las políticas acomodaticias en el mundo desarrollado, (ii) el retorno a las actividades productivas en el país y (iii) la recuperación de los precios internacionales del petróleo, generen un ambiente propicio para atraer inversión extranjera al país. Sin embargo, es importante permanecer atentos ante riesgos como (i) un posible rebrote del virus, (ii) una eventual ruptura de los acuerdos de la OPEP+ y (iii) la profundización de la desaceleración económica en el país.
- Es fundamental que el Gobierno Nacional, los gobiernos locales y el Banco de la República continúen promoviendo políticas económicas coordinadas y dirigidas a reactivar prontamente la dinámica de la economía, en aras de mejorar las perspectivas de crecimiento, fortalecer la confianza inversionista y, por ende, el mercado de capitales local.

16 de junio de 2020

Director:

Santiago Castro Gómez

ASOBANCARIA:

Santiago Castro Gómez
Presidente

Alejandro Vera Sandoval
Vicepresidente Técnico

Germán Montoya Moreno
Director Económico

Para suscribirse a nuestra publicación semanal Banca & Economía, por favor envíe un correo electrónico a bancayeconomia@asobancaria.com

Visite nuestros portales:

www.asobancaria.com
www.yodeclidomibanco.com
www.sabermassermas.com

Mercados financieros y economía en tiempos del COVID-19

A lo largo de 2019 diversos analistas mencionaban que, aun cuando los mercados de renta variable en los Estados Unidos continuaban mostrando un buen desempeño y el ciclo económico se había convertido en el más largo de la historia¹, el aplanamiento e inversión de la curva de rendimientos de los tesoros federales hacia agosto de 2019 permitía predecir un aumento en la probabilidad de recesión en 2020.

Estas preocupaciones, que parecieron diluirse a comienzos del presente año, se acrecentaron ante la aparición y propagación del COVID-19 alrededor del mundo. La evolución de la pandemia y las medidas de confinamiento que se adoptaron en la mayoría de los países generaron un deterioro de las perspectivas de crecimiento global y gran incertidumbre entre los inversionistas, la cual se tradujo en cuantiosas pérdidas en el mercado accionario, en el fortalecimiento del dólar y en la caída de los rendimientos de los bonos soberanos de los Estados Unidos.

Ante este panorama, la Reserva Federal (FED), con el fin de proveer liquidez a la economía e impulsar la demanda optó, entre otras medidas, por realizar sucesivos recortes en la tasa de interés de intervención, hasta llevarla al rango 0,0%-0,25%, y acelerar el ritmo de compra de activos, llevando a que actualmente la hoja de balance supere ampliamente los niveles observados en la última década².

Otros bancos centrales de gran importancia como el Banco Central Europeo (BCE), el Banco Central de Inglaterra (BoE por sus siglas en inglés) y el Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés), han actuado de manera similar al implementar medidas para atenuar los efectos de la desaceleración económica, proteger el sistema de pagos y estabilizar los sistemas financieros. En efecto, el BCE anunció un programa de compra de activos por EUR 750 mil millones, al que recientemente adicionó EUR 600 mil millones, mientras que en sentido similar el BoJ anunció que haría compras de títulos por un valor de USD 112 mil millones y el BoE por USD 817 mil millones.

¹ Luego de haber iniciado en el tercer trimestre de 2009, este ciclo completó 42 trimestres a cierre de 2019.

² Esta década se vio marcada por la implementación de tres diferentes fases de suavizamiento cuantitativo implementadas en noviembre de 2008, noviembre de 2010 y septiembre de 2012, respectivamente.

Editor

Germán Montoya
Director Económico

Participaron en esta edición:

Carlos Velásquez Vega
Paola Gutiérrez Domínguez
Alejandra Martínez Botero
Camilo Sánchez Reyes



Esta política monetaria acomodaticia puesta en marcha por las economías de mayor tamaño, aunada a la aprobación de paquetes fiscales y al gradual retorno de los sectores económicos, ha permitido mitigar la incertidumbre en los mercados financieros de los países desarrollados desde la segunda mitad del mes de marzo, a pesar del escalamiento de los diferendos comerciales y las tensiones sociales.

Entretanto, la implementación de dichas medidas en las economías desarrolladas, en conjunto con intervenciones monetarias y cambiarias por parte de los bancos centrales en los países emergentes, contribuyó a frenar la abrupta salida de capitales de las economías en desarrollo que se dio en marzo y que resultó más pronunciada en el mercado accionario que en el de bonos.

Así las cosas, durante los meses de abril, mayo y principios de junio, los mercados financieros en los países emergentes tuvieron un mejor desempeño que en marzo, resultado que atenuó las presiones que enfrentan en relación con sus finanzas públicas y en la estabilidad de precios.

No obstante, la incertidumbre sobre la forma en que evolucionará la pandemia y su impacto sobre las ya deterioradas perspectivas económicas globales, así como el cumplimiento de los acuerdos de la OPEP+, podrían ser factores que generen volatilidad en los mercados emergentes en lo que resta del año.

Esta edición de Banca & Economía analiza, en este escenario, el comportamiento reciente de los mercados financieros internacionales, los efectos de las medidas de política monetaria adoptadas por los países desarrollados sobre la dinámica de los flujos de capitales, así como los mercados de renta fija y variable en Colombia. Finaliza con algunas reflexiones en materia de riesgos.

Economía mundial y medidas de política ante el COVID-19

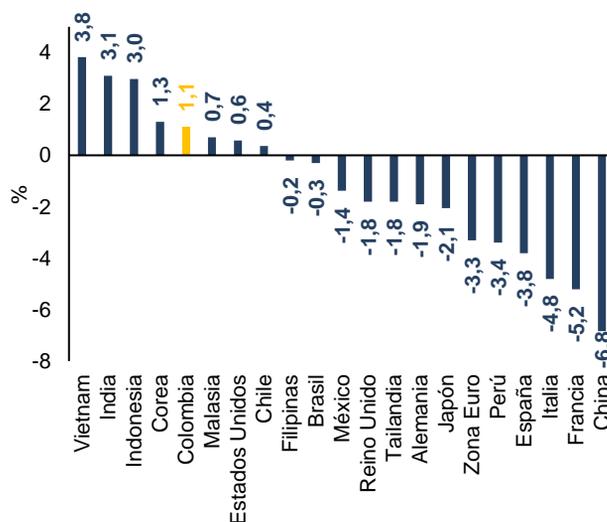
Las medidas de política para hacerle frente a la contingencia económica y sanitaria han tenido una significativa afectación sobre la economía real y los mercados financieros alrededor del mundo, aunque con

magnitud y tendencias heterogéneas entre países. Por un lado, la actividad productiva de las economías desarrolladas y emergentes en el primer trimestre se desaceleró a ritmos distintos, un resultado en buena parte atribuible a que las medidas de aislamiento social no se instauraron de manera homogénea.

En particular, la economía china y de la zona europea fueron las que registraron mayores contracciones en la primera parte del año (del orden de 6,8% y 3,3%, respectivamente), mientras que la demanda agregada de los Estados Unidos evidenció una contracción del 4,8%³, cifra que refleja el potencial impacto que tendría la crisis económica sobre el consumo, la inversión y el sector externo de ese país (véase la edición de Banca & Economía No. 1226).

A nivel regional, la actividad económica de Colombia registró una expansión de 1,1% durante el mismo periodo, cifra que contrasta positivamente con lo observado en México, Perú y Brasil, países que exhibieron contracciones del orden de 1,4%, 3,4% y 1,5%, respectivamente (Gráfico 1).

Gráfico 1. Crecimiento del PIB durante el primer trimestre de 2020*



*Incluye series constantes originales.

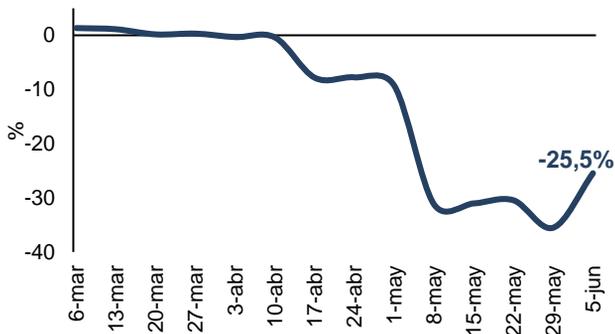
Fuente: Eurostat y CEIC; elaboración de Asobancaria.

³ El dato reportado para los Estados Unidos de 4,8% es el de la variación anualizada. En términos de variación anual, esta cifra bordeó el 0,58%.

Entretanto, en las economías emergentes de mayor tamaño del continente asiático se apreciaron resultados mixtos. Países como Vietnam e Indonesia presentaron ritmos de crecimiento de 3,8% y 3,0%, respectivamente, mientras que en Filipinas se apreció una caída de la actividad económica de 0,2% y en Tailandia de 1,8%.

Asimismo, la prórroga de las medidas de confinamiento en abril y mayo en varios países ha llevado a una revisión generalizada a la baja de las estimaciones de crecimiento, en especial en las del segundo trimestre. En este sentido, para el caso de los Estados Unidos, si bien la reapertura de algunos sectores ha mitigado la desaceleración, los pronósticos se han revisado a la baja hasta alcanzar cifras negativas de dos dígitos. En efecto, es ilustrativo que los estimativos en tiempo real producidos por la Reserva Federal de Nueva York a corte del 5 de junio apuntaran a que la economía se contraería en 25,5% en el segundo trimestre (Gráfico 2), cifra que resulta ser incluso menos negativa a las estimaciones de algunos analistas, que señalan un rango entre el -37% y el -45%⁴.

Gráfico 2. Pronóstico del PIB de los Estados Unidos para el segundo trimestre de 2020



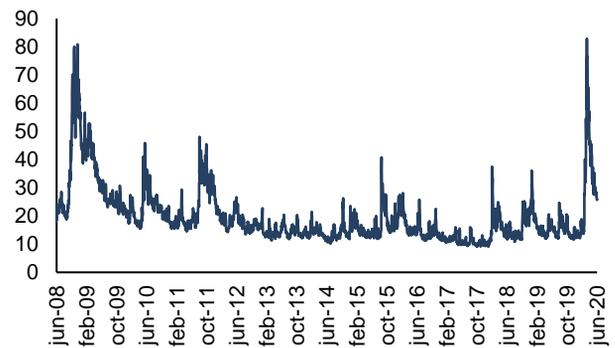
Fuente: Reserva Federal de Nueva York; elaboración de Asobancaria.

No obstante, el progresivo deterioro de la actividad productiva en los Estados Unidos y el mundo, al cual se suma la prolongación de diferendos comerciales y nuevas tensiones sociales, no ha estado alineado con el comportamiento de los mercados financieros, que han exhibido resultados mixtos desde que comenzaron las medidas de cuarentena.

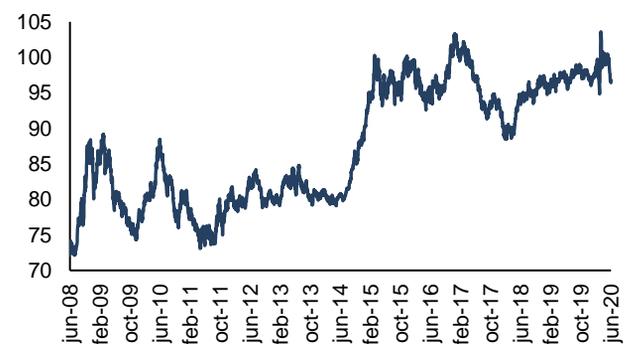
En efecto, hacia el mes de marzo la incertidumbre en los mercados de acciones, medida a partir del índice VIX, aumentó de manera considerable hasta alcanzar niveles similares a los observados durante la gran recesión de 2008 (Gráfico 3.a). A su vez, se registró un alza significativa en la cotización del dólar, como lo evidencia el índice DXY (Gráfico 3.b).

Gráfico 3. Índice de volatilidad VIX e Índice del dólar DXY

a. Índice de volatilidad VIX



b. Índice del dólar DXY



Nota: cifras actualizadas al 9 de junio de 2020.

Fuente: Reserva Federal de St. Louis (FRED); elaboración de Asobancaria.

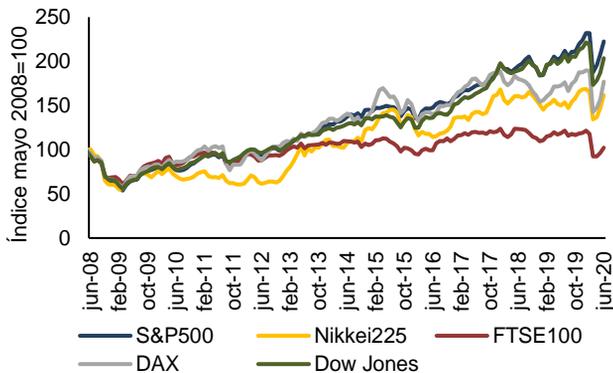
Como consecuencia del aumento de la aversión al riesgo de los inversionistas y la búsqueda de activos de refugio, los principales indicadores bursátiles llegaron a registrar caídas de entre -30% y -35% entre comienzos de año y la

⁴ Estimaciones de JP Morgan, IHS Markit, Deutsche Bank, Morgan Stanley y The Conference Board.

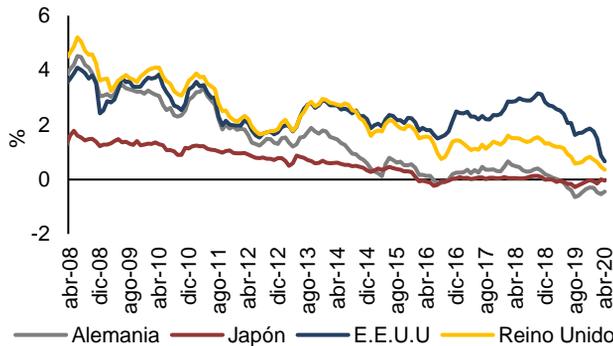
tercera semana de marzo⁵, mientras que en el mercado de bonos los rendimientos se ubicaron en mínimos históricos (Gráfico 4).

Gráfico 4. Mercados de renta fija y renta variable en economías desarrolladas

a. Principales índices bursátiles*



b. Rendimiento de bonos a 10 años



*Cifras actualizadas al 9 de junio de 2020.

Fuente: Bolsa de valores de cada país y FRED; elaboración de Asobancaria.

Sin embargo, desde finales de marzo las tendencias en los mercados financieros han cambiado de manera drástica, llevando así a registrar importantes correcciones. En particular, la volatilidad y la percepción de riesgo medida a partir del VIX se ha reducido en

aproximadamente un 66% desde mediados de marzo, a la vez que los índices accionarios han recuperado parte de las pérdidas registradas en la primera parte del año⁶ y el dólar ha dejado de fortalecerse (Gráficos 3 y 4).

Aún sin ignorar el panorama de incertidumbre que todavía persiste sobre el estado de la economía y la evolución de la pandemia, lo cierto es que gran parte de esta recuperación ha obedecido principalmente a una rápida respuesta de las autoridades monetarias alrededor del mundo.

Al respecto, cabe anotar que los bancos centrales han venido anunciando medidas para proveer mayor liquidez al sistema financiero, proteger los sistemas de pago y facilitar el acceso al crédito. En efecto, en los Estados Unidos la FED ha optado por (i) hacer sucesivos recortes a la tasa de interés, hasta ubicarla en el rango entre 0,0% y 0,25%, (ii) realizar compras ilimitadas de bonos del tesoro y valores respaldados por hipotecas, así como de deuda corporativa, (iii) lanzar nuevas líneas de crédito para los hogares y las empresas y (iv) hacer operaciones de venta de *swaps* y de recompra a bancos extranjeros, con el fin de estabilizar el mercado cambiario.

De forma similar, el BCE implementó el Programa de Compra de Emergencia Pandémica (PEPP, por sus siglas en inglés), el cual inicialmente contemplaba un monto de EUR 750.000 millones para la compra de activos tanto públicos como privados y que, recientemente, decidió ampliarse en EUR 600.000 millones tras una revisión a la baja de los pronósticos de inflación. Asimismo, anunció nuevas operaciones de financiación a mayores plazos (LTRO, por sus siglas en inglés) y la creación del Programa de Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo No Condicionadas (PELTRO, por sus siglas en inglés)⁷. Entretanto, dispuso de condiciones más laxas para las operaciones del programa TLTRO III, al incrementar el límite máximo de los préstamos, reducir a 0% el umbral de concesión de préstamos y recortar la tasa de interés en 50 puntos básicos (pb) por debajo de la tasa promedio de las principales operaciones de refinanciación del Eurosistema.

⁵ Para el Nikkei 225 y el DAX los registros más bajos se observaron hacia el 19 de marzo, mientras que para el S&P500, el Dow Jones y el FTSE 100, estos se dieron hacia el 23 de marzo.

⁶ Desde los mínimos mencionados, a corte del 9 de junio, los índices se han valorizado entre el 26,9% y el 46,7%.

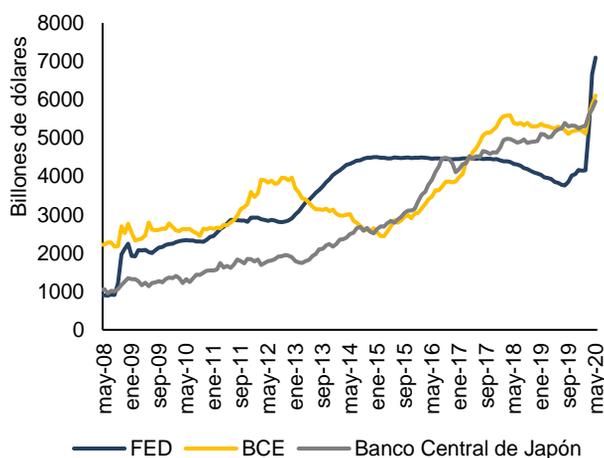
⁷ A diferencia del programa LTRO, el PELTRO no exige que los recursos desembolsados se presten a las empresas, de manera que las entidades bancarias pueden utilizar los recursos de manera discrecional.

Con el mismo fin, el BoE ha implementado un conjunto de medidas de política monetaria dentro de las cuales se destaca (i) la reducción de la tasa de interés de política monetaria en 65 pb, hasta ubicarla en 0,1%, (ii) el aumento de compra de bonos hasta por USD 817.000 millones y (iii) la creación de una línea de crédito para Pymes.

Frente a la celeridad en la implementación de las medidas, así como su alcance, es posible afirmar que dichas políticas no tienen precedentes y que obedecieron a las preocupaciones de las autoridades sobre la materialización de un riesgo de depresión económica.

En efecto, en un contexto en donde el margen de la política monetaria convencional se encuentra acotado por las bajas tasas de interés, los principales bancos centrales han acelerado el ritmo de compras netas de activos de deuda pública y privada⁸, lo que ha llevado a que las hojas de balance superen ampliamente los niveles observados en la última década y que la liquidez a nivel global se haya incrementado significativamente (Gráfico 5).

Gráfico 5. Hoja de Balance de los principales bancos centrales



Fuente: FRED y BCE; elaboración de Asobancaria.

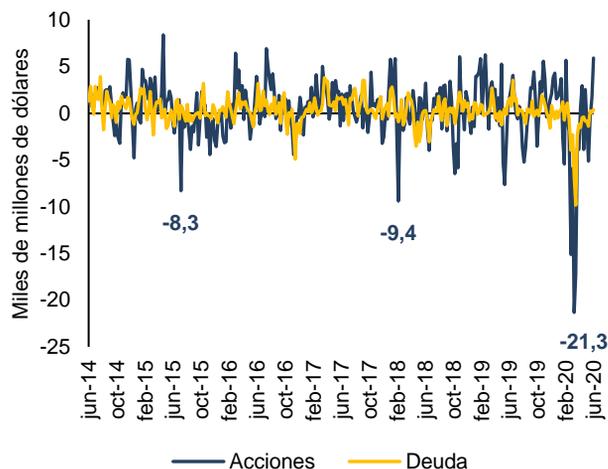
El COVID-19 y los flujos de capitales a países emergentes: la importancia de los factores externos

Hacia el mes de marzo, en línea con el incremento de la aversión al riesgo y las pérdidas registradas en los mercados accionarios de los países desarrollados, se observó una salida de capitales de los países emergentes en una magnitud que superó a la registrada en la Gran Recesión (2008-2009) y a la asociada a la incertidumbre en China de los años 2015 y 2018⁹.

En particular, aunque los mercados financieros de los países emergentes exhibieron un deterioro de forma generalizada, los efectos fueron mucho más pronunciados sobre la renta variable. En efecto, la salida de capitales asociada a los mercados accionarios duplicó a la registrada en los mercados de renta fija (Gráfico 6).

Gráfico 6. Flujos de portafolio en economías emergentes

a. Flujos por acciones y deuda semanales*

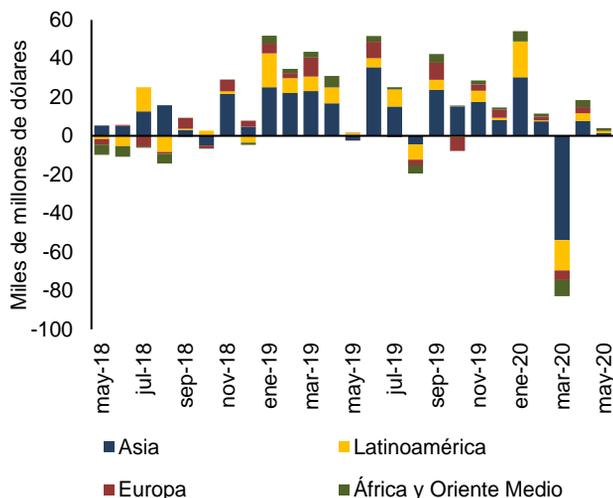


*Cifra actualizada al 5 de junio de 2020.

⁸ Entre febrero y mayo, se apreció una expansión del 70,7%, 19,3% y 12,0% en las hojas de balance de la Fed, el BCE y el BoJ, respectivamente.

⁹ En ambos periodos la salida de capitales estuvo asociada a expectativas de desaceleración económica en China y las intervenciones del Banco Popular de China en el mercado cambiario. Al respecto, véase: Chan, S. (2017). Assessing China's recent capital outflows: policy challenges and implications. China Finance and Economic Review, 5(1), 3.

b. Totales por región mensuales



Fuente: IIF; elaboración de Asobancaria.

Esta caída súbita en los flujos de capital se dio principalmente en los mercados asiáticos, en donde se destacan los casos de Taiwán (USD 12,1 mil millones), Corea del Sur (USD 8,9 mil millones) y China (USD 9,6 mil millones), mientras que en Latinoamérica las salidas de capitales más significativas se observaron en Brasil (USD 19,8 mil millones) y México (USD 7,8 mil millones).

En contraposición a lo anterior, factores determinantes en la dinámica de los flujos de capitales, asociados a la política monetaria acomodaticia en los países desarrollados y la disminución de la aversión al riesgo¹⁰, han propiciado el regreso de capitales a los países emergentes y mitigado las presiones sobre sus mercados financieros desde el mes de abril. Asimismo, las

expectativas sobre la gradual reapertura de las economías, los programas fiscales contracíclicos y las medidas de política monetaria adoptadas de manera extraordinaria¹¹, han favorecido la recuperación de los diferentes indicadores financieros.

La evolución de los mercados de renta variable y fija, así como el cambiario, es ilustrativo sobre el comportamiento de los flujos de capitales a países emergentes y la incidencia de los factores externos.

En primer lugar, cabe mencionar que las primas de riesgo, medidas a través del Emerging Markets Bond Index (EMBI, por sus siglas en inglés), y que dan cuenta de la dinámica de los mercados de bonos soberanos, presentaron un ostensible deterioro entre enero y marzo. En particular, el EMBI global y Latinoamericano alcanzaron en marzo niveles cercanos a los 661,8 puntos y 774,6 puntos, respectivamente¹², para luego reducirse significativamente y bordear, a corte del 9 de junio de 2020, los 415,3 puntos y 498,5 puntos respectivamente. Para el caso colombiano se observó, en línea con los comportamientos mencionados, que la prima de riesgo pasó de 165 a 493 puntos entre enero y mediados de marzo¹³, mientras que en los meses posteriores cayó sustancialmente, de manera que a corte del 9 de junio alcanzó un nivel cercano a los 267,8 puntos (Gráfico 7).

Similar a la dinámica del mercado de renta fija, durante marzo se observó una caída de los índices accionarios de las economías emergentes. En efecto, en Colombia y Brasil se pudieron evidenciar contracciones cercanas al 45% año corrido, mientras que en Perú y México estas se ubicaron en 38% y 24%, respectivamente. Entretanto, en economías del sudeste asiático como Indonesia y Filipinas, en donde la desaceleración económica en el

¹⁰ Se menciona que en el periodo posterior a la Gran Recesión los factores externos (*push factors*) como la política monetaria de los países desarrollados y la aversión al riesgo, además del grado de integración de los mercados, tienen mayor incidencia sobre los flujos de capitales a países emergentes que algunos de sus fundamentales (*pull factors*). Al respecto véase: Pagliari, M. S., & Hannan, S. A. (2017). The volatility of capital flows in emerging markets: Measures and determinants. International Monetary Fund.

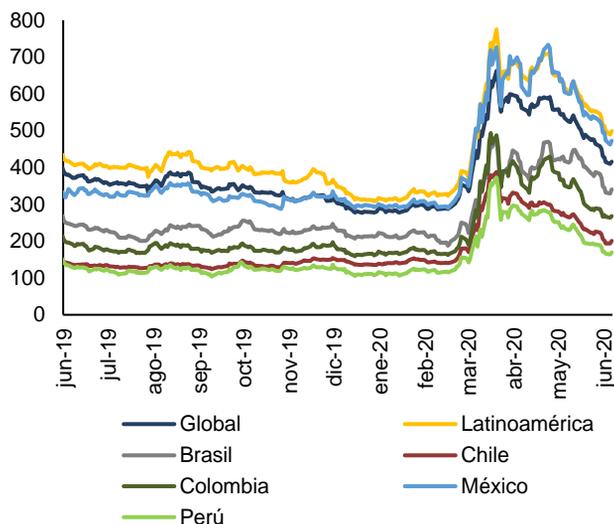
¹¹ Según The Economist, en países emergentes como Colombia, Indonesia, Chile y Sudáfrica, se han realizado compras de títulos de deuda de varios tipos. Polonia, por ejemplo, habla de un programa de compra de bonos equivalente al 8,7% del PIB, lo cual estaría por encima del promedio del 5% del PIB de los países anteriormente mencionados. De manera similar, en Corea, se inició un programa de operaciones de recompra de bonos a instituciones financieras y se han realizado compras de diferentes activos. Información disponible en <https://www.economist.com/finance-and-economics/2020/05/07/emerging-markets-launch-qe-too>.

¹² Esto llevó a que entre el 2 de enero y el 23 de marzo, esos indicadores registraran un crecimiento del 136% y 149%, respectivamente.

¹³ El 19 de marzo de 2020 este indicador alcanzó los 493 puntos, cifra que superó en 328,4 puntos a la registrada el 2 de enero de 2020.

primer trimestre no fue tan pronunciada, también se contabilizaron pérdidas de 38% y 41% en sus índices accionarios, respectivamente.

Gráfico 7. EMBI a nivel global y en Latinoamérica



Nota: cifras actualizadas al 9 de junio de 2020.

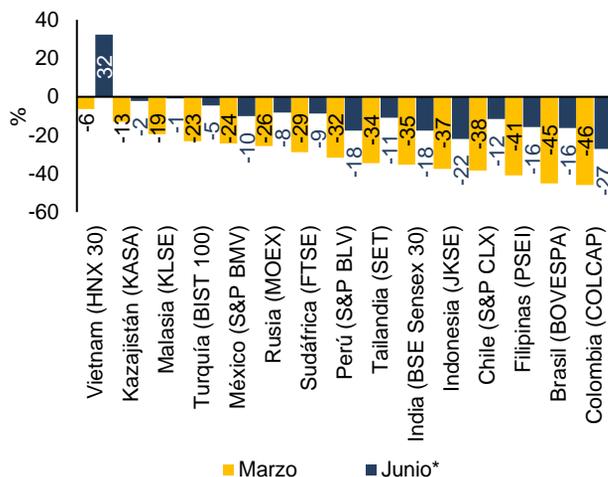
Fuente: JP Morgan; elaboración de Asobancaria.

En los meses de abril y mayo, así como en lo corrido de junio, se ha comenzado a observar una moderada recuperación que, si bien ha atenuado las pérdidas registradas en marzo, ha sido insuficiente para que los índices accionarios, con excepción del de Vietnam, regresen a terreno positivo (Gráfico 8).

En lo que respecta al mercado cambiario, en marzo se registraron fuertes depreciaciones de las monedas de los países emergentes, asociadas a las presiones ya señaladas. En particular, el retroceso de las divisas frente al dólar fue más pronunciado en economías como la brasilera, sudafricana, rusa y colombiana, que son más dependientes de las exportaciones primarias¹⁴, así como en aquellas economías donde la calificación soberana se encuentra por debajo del grado de inversión (Gráfico 9).

¹⁴ De acuerdo con la Solución Comercial Integrada Mundial (WITS, por sus siglas en inglés) del Banco Mundial, el 42% de los productos exportados por Brasil están conformados por bienes agrícolas, combustibles y minerales. Por su parte, alrededor del 42% de las exportaciones sudafricanas dependen de minerales, combustibles, y piedras preciosas, mientras que, en el caso de Rusia, las exportaciones de combustibles representan alrededor del 52% del total de las exportaciones. Por su parte, en Colombia, este mismo rubro representa el 58% de las exportaciones.

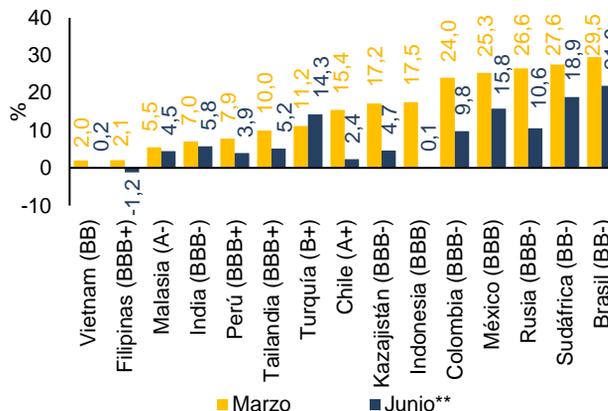
Gráfico 8. Comportamiento año corrido de los índices accionarios en economías emergentes



*Cifras correspondientes al 9 de junio de 2020.

Fuente: Mercados bursátiles de cada país; elaboración de Asobancaria.

Gráfico 9. Depreciación año corrido de las monedas de economías emergentes*



*Calificación soberana de S&P entre paréntesis para cada país.

**Cifras actualizadas al 9 de junio de 2020.

Fuente: Bancos centrales de cada país; elaboración de Asobancaria.

En los meses siguientes, en las economías con grado especulativo como Brasil, Sudáfrica y Turquía, se han observado leves apreciaciones de sus monedas, a diferencia del resto que, en términos generales, exhibieron una mayor valorización de sus divisas gracias a la estabilidad en los mercados y la gradual recuperación en los precios de materias primas como el petróleo¹⁵. En esta línea, cabe mencionar que la Tasa Representativa del Mercado para Colombia, tras haber alcanzado una cotización cercana a los COP 4.153 el 20 de marzo, cayó a niveles de COP 3.654 el 10 de junio.

Dinámica de los flujos de capitales en Colombia

Al igual que en otros países emergentes, los flujos de capitales hacia Colombia también se han visto sometidos a los choques de oferta y demanda generados por la pandemia y la caída en los precios del crudo. La dinámica de los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) y la Inversión Extranjera de Portafolio (IEP) ha sido ilustrativa sobre estos choques.

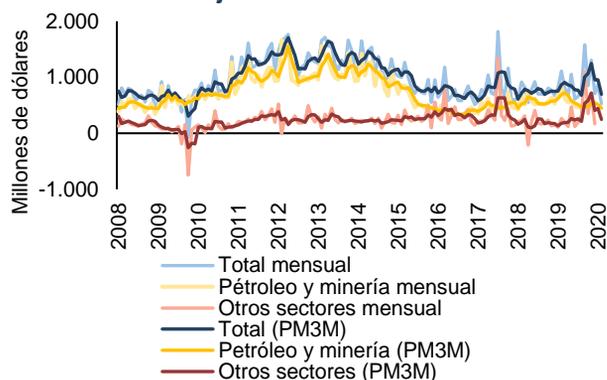
En lo que respecta a la IED, en lo acumulado de enero a abril el país recibió USD 3.390 millones, cifra que representa un incremento del 0,74% frente a lo registrado un año atrás (USD 3.365 millones). Esta dinámica, valga anotar, estuvo explicada principalmente por un aumento del 120% en flujos hacia sectores no minero-energéticos, al pasar de USD 658 millones en el período enero-abril de 2019 a USD 1.448 millones en el mismo periodo de 2020 (Gráfico 10.a). De esta manera, la participación de este rubro sobre el total de los pasivos por concepto de IED pasó de 20% a 43% en el último año.

Por el contrario, en el mismo periodo los flujos de IED hacia el sector de petróleo, hidrocarburos y minería cayeron un 28%, alcanzando USD 1.942 millones, cifra inferior a la registrada un año atrás (USD 2.708). Este desempeño estuvo asociado a la incertidumbre existente sobre el proceso de recuperación de los precios del petróleo, los cuales se vieron afectados por la débil demanda externa que ha traído consigo el COVID-19, así como por la ruptura del acuerdo de la OPEP+ en marzo.

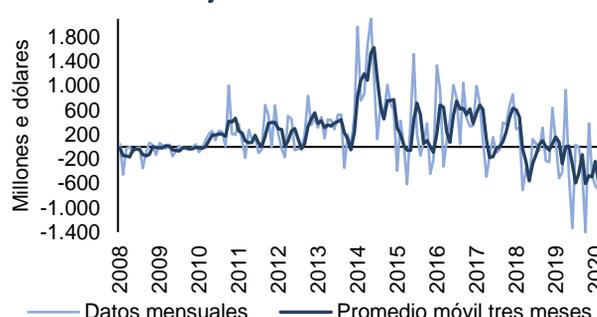
En lo concerniente a la IEP, desde enero hasta abril de 2020 se presentó una significativa salida de capitales por un monto cercano a USD 1.428 millones¹⁶, mientras que para el mismo periodo del año anterior el flujo negativo bordeó tan solo USD 22 millones (Gráfico 10.b). Al respecto, cabe anotar que luego de que en enero se registrara una entrada de capitales por USD 384 millones, la aversión al riesgo por parte de los inversionistas y el deterioro sobre las previsiones del crecimiento global llevaron a que se presentaran salidas de capitales hacia febrero, marzo y abril, por montos cercanos a USD 464 millones, USD 634 millones y USD 715 millones, respectivamente.

Gráfico 10. Flujos de Inversión hacia Colombia (PM3M)

a. Inversión Extranjera Directa



b. Inversión Extranjera en Portafolio



PM3M: Promedio móvil tres meses.

Fuente: Banco de la República; elaboración de Asobancaria.

¹⁵ Con corte al 8 de junio, el precio de referencia Brent fue de USD 39,7, cifra que representa una variación año corrido de -41,5% y contrasta con registrada a corte del 21 de abril (-86,5%). Por su parte, el precio del carbón presentó una variación año corrido de -21,6% al 10 de junio, luego de que a corte del 27 de abril esta alcanzara un -25,3%.

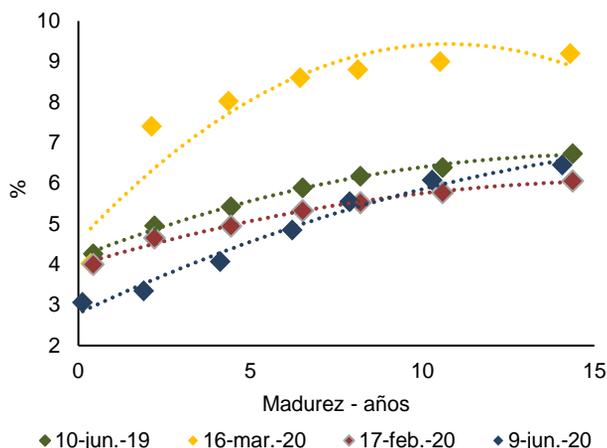
¹⁶ Esta cifra es incluso superior a la registrada hacia diciembre del año anterior (USD 1.397 millones) tras las movilizaciones sociales.

Ya en el mes de mayo, la IEP mostró un cambio de tendencia positivo al contabilizarse una entrada de capitales de USD 259 millones¹⁷, hecho que se encuentra en línea con lo observado en otros países emergentes.

Compradores de TES y acciones colombianas ante el COVID-19

La señalada volatilidad que prevaleció en el mercado durante marzo llevó a que los títulos de deuda pública interna denominados en pesos registraran una significativa desvalorización frente a febrero, mucho más pronunciada en los bonos pertenecientes a los tramos medio y largo de la curva de rendimientos. En particular, la tasa de los TES 2026 y TES 2028 se incrementó, entre los meses de febrero y marzo, cerca de 328 pb (Gráfico 11).

Gráfico 11. Curva de rendimientos de los TES



Fuente: Davivienda y Grupo Aval; elaboración de Asobancaria.

Desde entonces, el acentuado empinamiento de la curva se ha venido atenuando. Al corte al 5 de junio, se empezó a evidenciar un mayor aplanamiento debido a la valorización de los títulos que habían registrado mayores desvalorizaciones. En efecto, las tasas de los títulos de 2024 y 2028 se redujeron, con relación a los niveles de

marzo, en 245 pb y 254 pb, respectivamente, a la vez que las tasas en el tramo corto cayeron como respuesta a los recortes en la TPM, que ya contabilizan 150 pb en lo corrido del año.

De esta manera, debe resaltarse que las medidas de política monetaria y fiscal, tanto en el frente externo como local, permitieron revertir parcialmente la senda de desvalorización en los mercados de deuda pública frente a los niveles observados en el mes de febrero, e incluso, un año atrás¹⁸.

Bien hay que resaltar que la dinámica que ha tenido el mercado de renta fija en los últimos meses ha llevado a cambios en el apetito de los agentes más representativos. Al respecto, el mes de marzo se vio caracterizado por las ventas de los fondos de pensiones y cesantías y los fondos extranjeros, cuyas participaciones en el mercado de deuda pública interna bordearon el 28,5% y el 25,43%, respectivamente.

Esta disminución en la tenencia de TES, que para los fondos de pensiones y cesantías alcanzó los COP 3,32 billones, se vio explicada, entre otros factores, por los menores flujos de caja de dichas entidades dada la reducción de los aportes a pago de pensiones que hacen los empleadores del 16% al 3%¹⁹. Entretanto, las ventas hechas por los extranjeros, que alcanzaron los COP 2,73 billones, estuvieron asociadas al refugio en títulos más seguros en activos no emergentes (Gráfico 12).

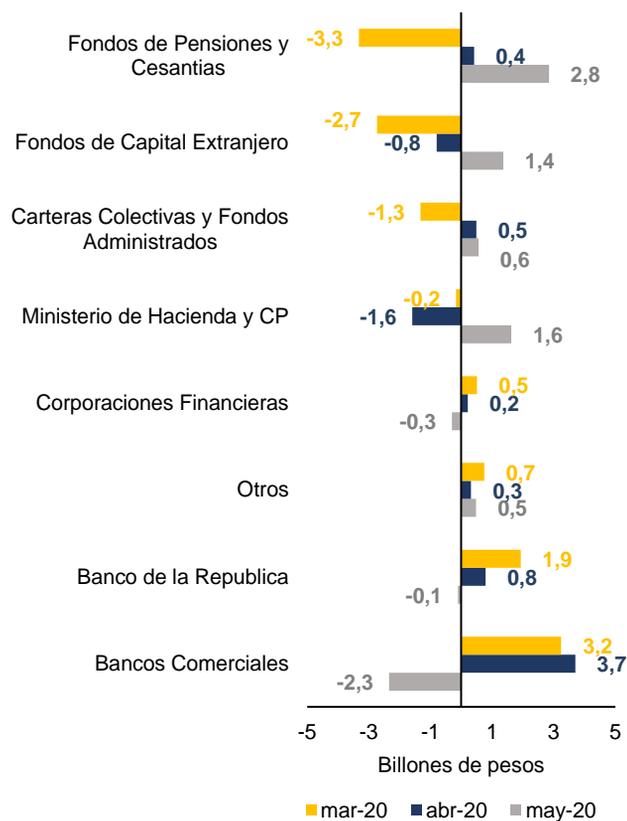
Entretanto, en abril se apreció una valorización de los bonos de renta fija que se tradujo en menores ventas de los fondos extranjeros (COP 0,8 billones), así como en un mayor apetito tanto de fondos de pensiones como de los bancos comerciales por estos activos, que hicieron compras por montos de COP 0,42 billones y COP 3,7 billones, respectivamente. Gracias a la estabilidad en los mercados financieros, los fondos extranjeros realizaron en mayo compras por COP 1,4 billones, un hecho positivo en la medida en que dinamiza la liquidez en los mercados y atenúa las presiones sobre el frente fiscal.

¹⁷ Cifra a corte del 22 de mayo.

¹⁸ Dicha valorización de los bonos permitió que el Ministerio de Hacienda reanudara el programa de subastas de TES hacia el 31 de marzo del año en curso y realizara tres canjes de deuda pública el 27 abril, el 15 de mayo, y el 21 de mayo. Sumado a lo anterior, la estabilidad en el mercado permitió que el Ministerio de Hacienda realizara exitosas emisiones de títulos en UVR 2049 y TES 2051 en dólares a tasas de 3,16% y 4,20%, respectivamente.

¹⁹ Consignada en el Decreto 588 de 2020.

Gráfico 12. Compras / Ventas netas de TES

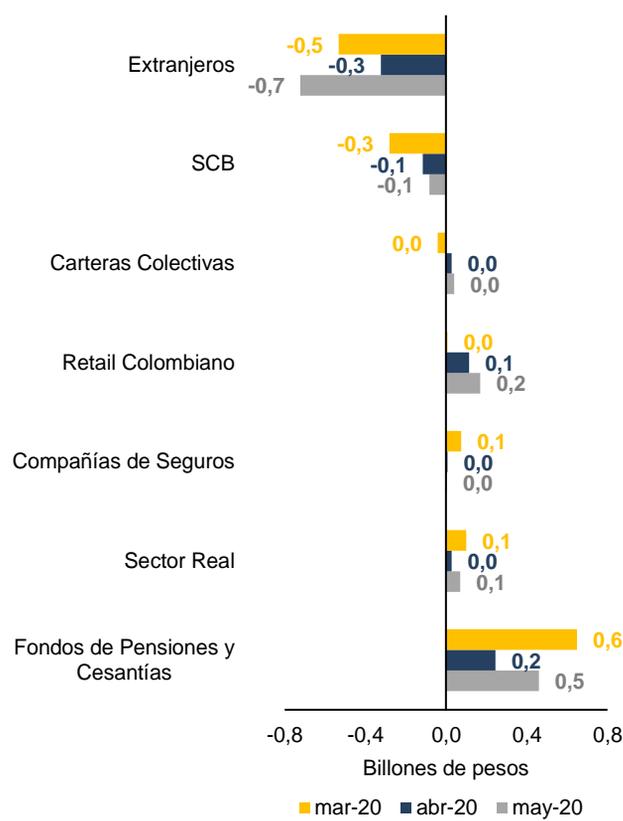


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público; elaboración de Asobancaria.

El mercado de renta variable, sin embargo, aun exhibe una menor certidumbre. Los inversionistas extranjeros liquidaron, en abril, posiciones por un monto de COP 0,32 billones, cifra que superó a los COP 0,12 billones que alcanzaron las ventas hechas por las sociedades comisionistas de bolsa.

Para el mes de mayo, contrario a lo que ocurrió en el mercado de renta fija, los inversionistas extranjeros continuaron aumentando sus ventas. Las posiciones liquidadas bordearon los COP 0,72 billones, situación que se vio compensada por las adquisiciones por cerca de COP 0,46 billones que hicieron los fondos de pensiones y cesantías en ese mes (Gráfico 13).

Gráfico 13. Compras / Ventas de acciones



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC); elaboración de Asobancaria.

Conclusiones y consideraciones finales

La aparición y propagación del COVID-19 alrededor del mundo, así como las consecuentes medidas de confinamiento adoptadas en la mayoría de los países, han trastocado la dinámica de la economía mundial y ocasionado cuantiosas pérdidas en los mercados de capitales, tanto de economías emergentes como desarrolladas.

Para hacerle frente al proceso de desaceleración económica, los bancos centrales de mayor importancia han implementado medidas de política monetaria convencional y no convencional enfocadas en incrementar



la liquidez a niveles sin precedentes. Estas herramientas han logrado mitigar las pérdidas observadas en sus mercados accionarios durante los últimos dos meses y parecen anticipar mayores niveles de certidumbre, confianza y apetito inversionista, niveles aun hoy lejanos en la dinámica económica de los sectores productivos.

Si bien la incertidumbre asociada al COVID-19 generó un ruido importante en la dinámica de los mercados de capitales de los países emergentes, materializado en salida de capitales, fuertes depreciaciones de las divisas frente al dólar y ostensibles pérdidas en los mercados financieros, la dinámica del periodo reciente parece ya descontar una recuperación sostenida en el mediano plazo. En efecto, conforme los bancos centrales de los países desarrollados aceleraron el ritmo de compra de activos y algunos emisores de países emergentes de manera inédita emularon dichas políticas, los flujos de capitales retornaron a las economías en desarrollo.

A nivel local, el alto grado de incertidumbre en los mercados durante los meses de marzo y abril llevó a que los fondos extranjeros liquidaran posiciones tanto en el mercado de renta fija como variable, derivando en salidas de capitales de gran magnitud.

Sin embargo, hacia el mes de mayo y principios de junio se ha observado, al igual que en otros países, que el exceso de liquidez global ha permitido que la aversión al riesgo haya disminuido y que los títulos de deuda soberana hayan revertido el proceso de desvalorización, con niveles de valorización incluso superiores a los registrados a inicios de año.

Este mejor desempeño, sin embargo, no se ha logrado materializar con el mismo impulso en el mercado de renta variable local. En efecto, los inversionistas extranjeros han continuado liquidando posiciones, aspecto que ha llevado a que la recuperación del índice Colcap frente al mes de marzo haya sido mucho menor a la registrada en los otros emergentes.

Para lo que resta del año se espera que factores como (i) la previsible continuidad de las políticas acomodaticias en el mundo desarrollado, (ii) el progresivo retorno a las actividades productivas en el país y (iii) la paulatina recuperación de los precios internacionales del petróleo,

generen un ambiente propicio para que se registre una mayor entrada de flujos de capitales al país por concepto de IED e IEP.

No obstante, es necesario tomar en consideración que, aspectos como (i) un posible rebrote del virus en la última parte del año, (ii) una eventual ruptura de los acuerdos de la OPEP+ y (iii) la profundización de la desaceleración económica, podrían generar una mayor aversión al riesgo entre los inversionistas extranjeros y propiciar nuevas salidas de capitales.

De ahí la importancia de que el Gobierno Nacional, los gobiernos locales y el Banco de la República continúen promoviendo políticas económicas coordinadas y dirigidas a reactivar prontamente la dinámica de la economía, en aras de mejorar las perspectivas de crecimiento económico, proporcionar mayor confianza a los inversionistas y fortalecer el mercado de capitales local.

Colombia Principales indicadores macroeconómicos

	2016	2017	2018				2019*	2020*					2019*	2020*
	Total	Total	T1	T2	T3	T4			Total	T1	T2	T3			T4	Total	T1	Total
Producto Interno Bruto**														
PIB Nominal (COP Billones)	863,8	920,2	231,1	234,3	248,8	264,3	978,5	271,8	279,5	286,4	288,9	1126,6	286,5	1205,5
PIB Nominal (USD Billones)	287,0	308,4	83,1	79,9	83,7	81,3	301,1	85,6	87,2	82,7	88,2	343,8	70,5	305,4
PIB Real (COP Billones)	821,5	832,6	197,7	207,8	214,9	233,5	854,0	203,0	214,7	222,1	241,7	881,4	205,2	910,5
PIB Real (% Var. interanual)	2,1	1,4	1,7	2,9	2,8	2,6	2,6	2,9	3,2	3,5	3,5	3,3	1,1	3,3
Precios														
Inflación (IPC, % Var. interanual)	5,7	4,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,4	3,8	3,8	3,8	3,6	3,6
Inflación sin alimentos (% Var. interanual)	5,1	5,0	4,1	3,8	3,7	3,5	3,5	3,3	3,2	3,3	3,3	3,4	3,3	3,4
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	3010	2984	2780	2931	2972	3250	3250	3175	3206	3462	3277	3277	4065	3948
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-4,4	-0,9	-5,5	-3,5	1,2	8,9	8,9	14,2	9,4	16,5	0,8	0,8	28,0	21,5
Sector Externo (% del PIB)														
Cuenta corriente	-4,2	-3,3	-3,5	-3,9	-3,8	-4,4	-3,9	-4,5	-3,5	-5,0	-4,1	-4,2	-3,7	-3,7
Cuenta corriente (USD Billones)	-12,0	-10,2	-2,8	-3,3	-3,2	-3,7	-13,0	-3,5	-2,7	-4,0	-3,5	-13,7	-2,7	-2,7
Balanza comercial	-4,5	-2,8	-1,8	-2,6	-2,7	-3,5	-2,7	-3,5	-3,1	-4,9	-3,7	-3,8	-4,0	-4,0
Exportaciones F.O.B.	14,8	15,4	15,8	16,4	16,2	16,4	16,2	16,4	17,5	15,9	15,5	16,2	16,1	16,1
Importaciones F.O.B.	19,3	18,2	17,7	19,1	18,9	20,0	18,9	19,9	20,6	20,8	19,1	20,0	20,1	20,1
Renta de los factores	-1,8	-2,7	-3,7	-3,5	-3,4	-3,6	-3,5	-3,3	-3,2	-2,9	-3,3	-3,1	-2,7	-2,7
Transferencias corrientes	2,1	2,1	2,0	2,2	2,3	2,7	2,3	2,3	2,8	2,9	2,8	2,7	2,9	2,9
Inversión extranjera directa (pasivo)	4,9	4,4	2,5	4,6	3,3	3,4	3,5	4,3	5,2	4,0	4,5	4,5	4,9	4,9
Sector Público (acumulado, % del PIB)														
Bal. primario del Gobierno Central	-1,1	-0,8	0,0	0,1	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,9	1,4	0,4	0,4	...	...
Bal. del Gobierno Nacional Central	-4,0	-3,6	-0,5	-1,6	-2,4	-3,1	-3,1	-0,6	-0,3	-1,2	-2,5	-2,5	...	...
Bal. estructural del Gobierno Central	-2,2	-1,9	...	...	...	...	-1,9	...	...	...	...	-1,5	...	...
Bal. primario del SPNF	0,9	0,5	0,9	1,2	0,8	0,2	0,2	1,0	3,0	2,3	0,5	0,5	...	...
Bal. del SPNF	-2,4	-2,7	0,3	-0,6	-1,2	-2,9	-2,9	0,4	0,6	-0,5	-2,4	-2,4	...	...
Indicadores de Deuda (% del PIB)														
Deuda externa bruta	42,5	40,0	38,1	38,1	38,4	39,7	39,7	41,6	41,5	42,0	42,7	42,0	44,0	44,0
Pública	25,1	23,1	22,1	21,8	21,8	21,9	21,9	23,1	22,6	22,6	22,7	22,8	23,5	23,5
Privada	17,4	16,9	16,1	16,3	16,5	17,7	17,7	18,5	18,9	19,5	20,0	19,2	20,6	20,6
Deuda bruta del Gobierno Central	44,1	44,9	43,6	45,9	47,7	49,4	46,7	47,4	50,5	51,8	50,2	50,0	...	...

Colombia

Estados financieros del sistema bancario

	mar-20 (a)	feb-20	mar-19 (b)	Variación real anual entre (a) y (b)
Activo	743.089	692.332	636.926	12,3%
Disponible	62.030	46.509	41.435	44,2%
Inversiones y operaciones con derivados	150.918	134.860	119.811	21,3%
Cartera de crédito	504.615	487.044	451.420	7,6%
Consumo	151.328	151.010	129.809	12,3%
Comercial	271.620	254.502	246.173	6,3%
Vivienda	68.978	68.770	63.154	5,2%
Microcrédito	12.689	12.762	12.283	-0,5%
Provisiones	30.538	29.841	27.943	5,2%
Consumo	10.998	10.982	9.941	6,5%
Comercial	16.168	15.524	14.870	4,7%
Vivienda	2.461	2.444	2.235	6,0%
Microcrédito	912	891	897	-2,1%
Pasivo	654.799	600.182	555.455	13,5%
Instrumentos financieros a costo amortizado	542.119	513.776	476.438	9,6%
Cuentas de ahorro	216.213	195.535	179.218	16,2%
CDT	162.966	165.255	158.333	-0,9%
Cuentas Corrientes	77.689	61.959	54.003	38,5%
Otros pasivos	10.403	9.281	8.964	11,8%
Patrimonio	88.290	92.150	81.471	4,4%
Ganancia / Pérdida del ejercicio (Acumulada)	2.387	1.636	2.817	-18,4%
Ingresos financieros de cartera	11.905	7.872	11.236	2,0%
Gastos por intereses	4.182	2.739	3.943	2,2%
Margen neto de Intereses	8.088	5.419	7.652	1,8%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	4,30	4,54	4,79	-0,49
Consumo	4,36	4,87	5,32	-0,96
Comercial	4,36	4,57	4,78	-0,41
Vivienda	3,42	3,30	3,22	0,19
Microcrédito	6,83	6,82	7,37	-0,54
Cubrimiento	140,9	134,9	129,3	-11,54
Consumo	166,5	149,4	143,9	22,64
Comercial	136,4	133,5	126,5	9,95
Vivienda	104,4	107,8	109,8	-5,41
Microcrédito	105,2	102,3	99,1	6,13
ROA	1,29%	1,63%	1,78%	-0,5
ROE	11,26%	11,67%	14,56%	-3,3
Solvencia	13,99%	14,54%	15,24%	-1,2



Colombia

Principales indicadores de inclusión financiera

	2016	2017					2018					2019	2020
	Total	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1
Profundización financiera - Cartera/PIB (%) EC	50,2	50,1	49,7	49,7	49,2	49,8	49,8	49,5	49,6	49,9	49,8	49,8	51,7
Efectivo/M2 (%)	12,59	12,18	12,40	12,07	12,27	13,09	13,09	12,66	12,84	13,20	15,05	15,05	13,35
Cobertura													
Municipios con al menos una oficina o un corresponsal bancario (%)	99,7	100	99,9	100	99,9	99,2	99,2	99,7	99,7	...	...	...	...
Municipios con al menos una oficina (%)	73,9	73,9	74,0	74,1	74,2	74,4	74,4	74,7	74,6	74,4	...	...	...
Municipios con al menos un corresponsal bancario (%)	99,5	100	99,9	100	98,2	98,3	98,3	100	100	...	...	...	...
Acceso													
Productos personas													
Indicador de bancarización (%) SF*	77,30	80,10	80,10	80,8	81,3	81,4	81,4	82,3	82,6	83,3	...	...	...
Indicador de bancarización (%) EC**	76,40	79,20	79,00	79,70	80,4	80,5	80,5	81,3	81,6	82,4	...	...	...
Adultos con: (en millones)													
Cuentas de ahorro EC	23,53	25,16	25,00	25,3	25,6	25,75	25,75	25,79	25,99	26,3	...	...	...
Cuenta corriente EC	1,72	1,73	1,74	1,81	1,8	1,89	1,89	1,95	2,00	2,00	...	...	...
Cuentas CAES EC	2,83	2,97	3,00	3,02	3,02	3,02	3,02	3,03	3,02	3,03	...	...	...
Cuentas CATS EC	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,71	0,71	2,10	2,32	2,54	...	...	...
Otros productos de ahorro EC	0,77	0,78	0,78	0,81	0,82	0,81	0,81	0,83	0,84	0,80	...	...	...
Crédito de consumo EC	8,74	9,17	7,23	7,37	7,47	7,65	7,65	7,82	8,00	8,16	...	...	...
Tarjeta de crédito EC	9,58	10,27	9,55	9,83	9,98	10,05	10,05	10,19	10,37	10,47	...	...	...
Microcrédito EC	3,56	3,68	3,41	3,50	3,49	3,51	3,51	3,49	3,48	3,50	...	...	...
Crédito de vivienda EC	1,39	1,43	1,34	1,37	1,38	1,40	1,40	1,41	1,43	1,45	...	...	...
Crédito comercial EC	1,23	1,02	0,65	0,67	0,66	...	...	...	...	0,69	...	...	...
Al menos un producto EC	25,40	27,1	26,8	27,2	27,5	27,64	27,64	28,03	28,25	28,6	...	...	...
Uso													
Productos personas													
Adultos con: (en porcentaje)													
Algún producto activo SF	66,3	68,6	67,1	68,0	68,4	68,5	68,5	69,2	69,8	70,4	...	...	...
Algún producto activo EC	65,1	66,9	65,7	66,6	67,1	67,2	67,2	67,8	68,4	69,2	...	...	...
Cuentas de ahorro activas EC	72,0	71,8	67,7	68,4	68,4	68,3	68,3	68,9	70,1	70,2	...	...	...
Cuentas corrientes activas EC	84,5	83,7	84,4	85,0	85,1	85,5	85,5	85,8	85,9	85,6	...	...	...
Cuentas CAES activas EC	87,5	89,5	89,7	89,8	89,8	89,7	89,7	89,8	89,9	82,2	...	...	...
Cuentas CATS activas EC	96,5	96,5	96,5	95,2	96,5	67,7	67,7	58,2	58,3	59,0	...	...	...
Otros pdtos. de ahorro activos EC	66,6	62,7	62,0	62,5	62,1	61,2	61,2	61,3	61,8	62,0	...	...	...
Créditos de consumo activos EC	82,0	83,5	82,0	81,5	81,8	82,2	82,2	81,7	81,9	81,8	...	...	...
Tarjetas de crédito activas EC	92,3	90,1	88,9	88,9	88,7	88,7	88,7	88,3	88,6	88,0	...	...	...
Microcrédito activos EC	66,2	71,1	71,2	70,4	69,4	68,9	68,9	68,9	69,2	68,9	...	...	...



Colombia

Principales indicadores de inclusión financiera

	2016	2017	2018				2019				2019	2020	
	Total	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1
Créditos de vivienda activos EC	79,3	78,9	78,2	77,7	77,8	77,8	77,8	77,8	78,0	78,2	...	...	...
Créditos comerciales activos EC	85,3	84,7	59,2	58,7	57,6	...	...	...	...	61,2	...	...	...
Acceso													
Productos empresas													
Empresas con: (en miles)													
Al menos un producto EC	751,0	775,2	944,3	947,8	946,6	946,5	946,5	940,7	940,3	937,7	...	...	...
Cuenta de ahorro EC	500,8	522,7	649,7	647,7	648,9	...	...	...	...	...	...	...	...
Cuenta corriente EC	420,9	430,7	488,9	505,2	502,4	...	...	...	...	...	...	...	...
Otros productos de ahorro EC	15,24	14,12	14,4	14,1	14,0	...	...	...	...	...	...	...	...
Crédito comercial EC	242,5	243,6	265,3	272,2	276,5	...	...	...	...	...	...	...	...
Crédito de consumo EC	98,72	102,5	104,4	106,7	105,3	...	...	...	...	...	...	...	...
Tarjeta de crédito EC	79,96	94,35	102,1	104,4	105,1	...	...	...	...	...	...	...	...
Al menos un producto EC	751,0	775,1	944,3	947,8	946,6	...	...	...	...	...	...	...	...
Uso													
Productos empresas													
Empresas con: (en porcentaje)													
Algún producto activo EC	74,7	73,3	71,6	71,9	71,6	...	...	...	...	...	...	...	...
Algún producto activo SF	74,7	73,3	71,7	71,9	71,6	71,6	71,6	70,0	69,9	70,0	...	...	...
Cuentas de ahorro activas EC	49,1	47,2	48,1	47,7	48,2	...	...	...	...	...	...	...	...
Otros pptos. de ahorro activos EC	57,5	51,2	50,8	49,5	49,5	...	...	...	...	...	...	...	...
Cuentas corrientes activas EC	89,1	88,5	88,5	88,2	88,6	...	...	...	...	...	...	...	...
Microcréditos activos EC	63,2	62,0	58,5	58,5	57,2	...	...	...	...	...	...	...	...
Créditos de consumo activos EC	84,9	85,1	83,7	83,4	83,7	...	...	...	...	...	...	...	...
Tarjetas de crédito activas EC	88,6	89,4	90,6	89,8	90,0	...	...	...	...	...	...	...	...
Créditos comerciales activos EC	91,3	90,8	91,0	91,1	91,4	...	...	...	...	...	...	...	...
Operaciones (semestral)													
Total operaciones (millones)	4.926	5.462	- 2.926	- 3.406	6.332	-	3.952	-	4.239	8.194	-	-	-
No monetarias (Participación)	48,0	50,3	- 52,5	- 55,6	54,2	-	57,9	-	58,1	57,9	-	-	-
Monetarias (Participación)	52,0	49,7	- 47,4	- 44,3	45,8	-	42,1	-	41,9	42,0	-	-	-
No monetarias (Crecimiento anual)	22,22	16,01	- 18,66	- 30,9	25,1	-	48,6	-	29,9	38,3	-	-	-
Monetarias (Crecimiento anual)	6,79	6,14	- 6,30	- 7,0	6,7	-	19,9	-	17,6	18,8	-	-	-
Tarjetas													
Crédito vigentes (millones)	14,93	14,89	14,91	15,03	15,17	15,28	15,28	15,33	15,46	15,65	16,05	16,05	16,33
Débito vigentes (millones)	25,17	27,52	28,17	28,68	29,26	29,57	29,57	30,53	31,39	32,49	33,09	33,09	34,11
Ticket promedio compra crédito (\$miles)	205,8	201,8	194,1	196,1	183,1	194,4	194,4	184,9	193,2	187,5	203,8	203,8	176,2
Ticket promedio compra débito (\$miles)	138,3	133,4	121,2	123,2	120,3	131,4	131,4	118,2	116,3	114,0	126,0	126,0	113,6