

Aportes sobre COVID-19 \*

**Reporte sobre los mercados financieros en el actual  
contexto de la pandemia derivada de la  
enfermedad por COVID-19**

**Andrés Sosa\*\***

**28 de abril de 2020**

\* El objetivo de esta serie de notas, creada a partir de abril de 2020, es contribuir a la reflexión sobre distintos aspectos de la situación de pandemia generada por el coronavirus SARS-CoV-2, con especial énfasis en Uruguay. Los documentos son elaborados por investigadores e investigadoras del Instituto de Estadística, desde las diversas perspectivas que forman parte de sus áreas de investigación, y en algunos casos en coautoría con invitados externos.

\*\* Universidad de la República. Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Instituto de Estadística. Montevideo, Uruguay.  
Contacto: [asosa@iesta.edu.uy](mailto:asosa@iesta.edu.uy)

# Reporte sobre los mercados financieros en el actual contexto de la pandemia derivada de la enfermedad por COVID-19

ANDRÉS SOSA

*Instituto de Estadística  
Departamento de Métodos Cuantitativos  
Facultad De Ciencias Económicas y de Administración  
Universidad de la República*

## Introducción

La pandemia global de Covid 19 es un fenómeno extraordinario que genera una crisis a todo nivel. Sin lugar a duda, la economía en todos sus niveles se encuentra muy afectada y presenta grandes incertidumbres sobre su futuro. En su interior, los distintos mercados financieros sufrieron fuertes turbulencias que se expresaron (y se expresan) mediante pérdidas generalizadas.

Desde la seguridad sanitaria (riesgo de vida humana) hasta aspectos económicos y financieros esta crisis quedará en la historia al impactar con un dinamismo sin precedentes. Ante la alta volatilidad e incertidumbre reinante en los mercados financieros es importante analizar varios escenarios posibles. Si bien aún las predicciones sobre crecimiento económico en el año 2020 son muy prematuras, todo parece indicar que nos encontramos frente a una fuerte disminución del Producto Bruto Interno en la mayoría de los países.

Este trabajo presenta como objetivo analizar de manera descriptiva ciertas puntos claves que sucedieron en los mercados financieros internacionales con el fin de analizar su incidencia en Uruguay. Se observa la evolución de las variables locales más destacadas en el mercado de cambio, el mercado de dinero y el mercado de valores en Uruguay.

A la teoría económica y financiera es posible adicionarle el análisis profundo de los datos originados durante la crisis. La perspectiva que brinda el análisis mediante la utilización de modelos estocásticos, técnicas estadísticas y la aplicación de complejos algoritmos computacionales es muy importante para generar una visión integral de los riesgos asociados al negocio de los mercados financieros.

Todos los datos expuestos en el trabajo son de carácter público y se encuentran disponibles en las páginas web de las siguientes instituciones: Banco Central del Uruguay (BCU), Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA), Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y República Afap. Este reporte se elaboró en la semana del lunes 20 de abril, por lo cual el análisis incluye los valores hasta el viernes 17 de abril de 2020.

## Coyuntura en los mercados internacionales

Durante la evolución de la pandemia se pueden observar algunos momentos claves en el comportamiento de las principales variables en el mercado financiero internacional. Cuando aparecieron los primeros casos del virus en la ciudad de Wuhan (China) los mercados no sufrieron pérdidas aunque se observó cierta desaceleración en algunos sectores industriales. Es posible establecer que los mercados financieros reaccionan cuando se conocen los primeros casos en Italia y en Europa en general. En la semana correspondiente al lunes 24 de febrero, se detectó que varios agentes financieros comenzaron a deshacer sus posiciones (en principio de mayores riesgos) de manera masiva, reclutándose en activos “seguros”. Los principales índices bursátiles (valores que permiten representar el comportamiento del mercado o un área específica, por ejemplo asociada a una Bolsa de Valores) mostraron caídas en el entorno del 10 % en dicha semana. Posteriormente, en los primeros días de marzo se recuperaron las pérdidas anteriores. Sin embargo, el jueves 5 de marzo se observaron pérdidas en cadena que fueron generalizadas al comienzo de la semana del lunes 9 de marzo (denominado “Lunes Negro”). En esta semana los mercados financieros reaccionaron de manera muy severa frente a la crisis sanitaria. Se detalla brevemente variaciones que sucedieron en los principales mercados financieros internacionales, aunque cada valor depende del momento específico que se considere (el cual no se detalla en profundidad).

Los principales índices bursátiles de Asia (Nikkei 225 y Hang Seng Index), Europa (Dax Index, Ibex-35 Index) y Estados Unidos (Dow Jones Industrial Average, Nasdaq Composite y S&P 500 Index) presentaron caídas en el entorno del 30 % en las tres semanas posteriores al brote del virus en Europa. En particular, los índices bursátiles asociados a las Bolsas de Valores de América Latina presentaron caídas en el entorno de 20 % a 40 %. Entre ellos se destacan Ibovespa (Bolsa de Sao Paulo), IPC (Bolsa Mexicana de Valores), Merval (Mercado de Valores de Buenos Aires), Colcap (Bolsa de Valores de Colombia), BVL (Bolsa de Valores de Lima) y IPSA (Bolsa de Santiago). En el Cuadro 1 y en el Cuadro 2 se observan las evoluciones de los índices los días viernes cada dos semanas durante el período analizado.

|               | <b>Nikkei</b> | <b>H. S.</b> | <b>DAX</b> | <b>IBEX</b> | <b>D. J.</b> | <b>Nasdaq</b> | <b>S&amp;P</b> |
|---------------|---------------|--------------|------------|-------------|--------------|---------------|----------------|
| <b>07 Feb</b> | 23827.98      | 27404.27     | 13518.81   | 9811.00     | 29102.51     | 9520.51       | 3327.71        |
| <b>21 Feb</b> | 23386.74      | 27308.81     | 13579.33   | 9886.20     | 28992.41     | 9576.59       | 3337.75        |
| <b>06 Mar</b> | 20749.75      | 26146.67     | 11541.87   | 8375.60     | 25864.78     | 8575.62       | 2972.37        |
| <b>20 Mar</b> | 16552.83      | 22805.07     | 8928.98    | 6443.30     | 19173.98     | 6879,52       | 2304.92        |
| <b>03 Abr</b> | 17820.19      | 23236.11     | 9525.77    | 6581.60     | 21052.53     | 7373.08       | 2488.65        |
| <b>17 Abr</b> | 19897.26      | 24380.00     | 10625.78   | 6875.80     | 24242.49     | 8650.14       | 2874.56        |

Cuadro 1: Evolución de algunos índices bursátiles del mercado internacional

En la cotización del mercado accionario se observa que las empresas disminuyeron su valor de acuerdo al nivel de afectación al nuevo panorama general de aislamiento social que presente su rama de negocio. Los problemas financieros que enfrentan las empresas son diversos, entre ellos se destaca la caída repentina en la demanda de sus productos o servicios. Las empresas de productos y servicios más grandes de acuerdo a su capitalización bursátil cotizaron en promedio por debajo del 20 % de su valor de precrisis (entre ellas se destacan Apple, Amazon y Alphabet). Un dato interesante a destacar es que la cotización de las aerolíneas se desplomaron en más del 50 % de su valor (Deutsche Lufthansa, American Airlines Group, Latam Airlines Group).

|               | Ibovespa  | IPC      | Merval   | Colcap  | BVL      | IPSA    |
|---------------|-----------|----------|----------|---------|----------|---------|
| <b>07 Feb</b> | 113770.29 | 44214.53 | 41213.89 | 1651.73 | 19883.88 | 4686.83 |
| <b>21 Feb</b> | 113681.42 | 44802.54 | 38602.48 | 1630.59 | 19600.88 | 4533.56 |
| <b>06 Mar</b> | 97996.77  | 34586.82 | 35222.43 | 1503.95 | 18285.94 | 4229.46 |
| <b>20 Mar</b> | 67069.36  | 34269.51 | 23890.35 | 919.59  | 14389.90 | 3077.18 |
| <b>03 Abr</b> | 69537.56  | 33073.30 | 26505.41 | 1127.55 | 13538.79 | 3674.43 |
| <b>17 Abr</b> | 78990.29  | 34681.15 | 29883.27 | 1192.08 | 14493.95 | 3819.61 |

Cuadro 2: Evolución de los principales índices bursátiles de América Latina

Otro dato relevante para analizar el mercado financiero internacional es el precio de los commodities, los cuales presenta una gran volatilidad en este tiempo. Es posible establecer que la mayoría de los commodities han registrado pérdidas entre febrero y abril. Algunos pocos casos de commodities que no sufrieron pérdidas (han aumentado su valor en este período) son productos de primera necesidad como lo son el café, el trigo y las naranjas. Sin embargo, es posible asegurar que el commodities más perjudicado en esta crisis ha sido el petróleo con pérdidas que superan el 60% (mientras se escribe este trabajo se arribó a valores negativos en el barril de petróleo estadounidense West Texas Intermediate). Los motivos son varios, se destacan la caída en la demanda en el transporte y la baja de producción en fábricas a nivel mundial. A su vez, otra importante causa es el conflicto entre Rusia y Arabia Saudita (dos grandes productores de petróleo) por motivos de precios durante la pandemia.

Los mercados de derivados financieros (instrumento financiero cuyo valor depende del precio de otro activo denominado subyacente) también se afectaron debido a la pandemia. Un indicador que permite observar la volatilidad en el mercado Chicago Board Options Exchange (CBOE) es el índice VIX. El cual es el principal mercado de opciones en Estados Unidos. El índice VIX proporciona la volatilidad implícita en una serie de opciones financieras cuyo activo subyacente es el índice bursátil S&P 500. Es posible establecer que este índice representa la confianza que tienen los inversores en el mercado. Valores cercanos a 0 reflejan confianza (poca volatilidad en el mercado) y valores que superan 30 reflejan desconfianza debido a la alta volatilidad existente. Desde finales de 2019 hasta el 21 de febrero de 2020 no superó la barrera de 20, sin embargo desde ese día aumentó de gran manera hasta alcanzar el valor 82.69 el día 16 de marzo (valores comparables a la crisis económica de 2008). Posteriormente, presentó cierta tendencia negativa, ubicándose en el mes de abril entre valores que oscilan en 40 y 50.

Para Uruguay, es importante también conocer los desafíos que están enfrentando las economías emergentes. Prioritariamente se destacan los aspectos sanitarios aunque sus economías se encuentran debilitadas. Estos países sufrieron las grandes salidas de capitales con destino a los países desarrollados en busca de activos de refugio. Según datos de Institute of Finance International (IIF) en marzo se retiraron 83.300 millones de dólares de estas economías y sus ingresos no superaron los 200 millones de dólares. Estos valores superan todos los registros posteriores a la crisis financiera mundial de 2008. En algunos países la salida de capitales, la caída en el precio de los commodities más exportados por estas economías y los gastos realizados para enfrentar la pandemia generaron muchas presiones sobre el valor de sus monedas (existió devaluación en gran parte de ellos) y cierta disminución en las reservas en los Bancos Centrales. Estas causas generan preocupación por posibles riesgo de default en la deuda soberana de las economías más vulnerables.

## Contexto Nacional

En esta coyuntura de crisis sanitaria y pérdidas en los mercados financieros internacionales, el 1 de marzo asume un nuevo gobierno en Uruguay con ciertos objetivos en temas económicos. Sin embargo, el nuevo escenario modificó las prioridades en política económica siendo pilares fundamentales la disposición de recursos materiales para el sistema de salud, el otorgamiento de recursos económicos para la población en riesgo y la planificación de medidas que contribuyan a generar efectos positivos en empresas. En este último punto, la autoridad ha desplegado distintos mecanismos en cuanto a la asistencia de liquidez y líneas de crédito al sector real de la economía con el fin de dinamizar la cadena de pagos.

En el trabajo se observa la evolución del sector financiero en Uruguay mediante las fluctuaciones de las principales variables en el mercado de cambios, el mercado de dinero y el mercado de valores. El análisis de los datos es insumo fundamental para la estudio de posibles escenarios mediante proyecciones macroeconómicas. Las variables a considerar en cada escenario deben tener presente la economía local e internacional. Es importante considerar variables como es la extensión y profundidad de los shocks.

### *Mercado de Cambio*

La economía de Uruguay es altamente dolarizada por lo tanto la evolución de su valor es una variable muy importante. Esta evolución presenta incidencia en varios factores, que se contraponen dependiendo el sector de la economía que se analice.

En la Figura 1 se observa la evolución diaria del precio del dolar (Cierre Fondo BCU) desde enero 2019 hasta la actualidad. El año anterior, presentó un aumento de 15 % en su valor (aumento nominal de \$4.95). En el primer mes del año tuvo un mínimo aumento de 15 centésimos (de \$37.40 a \$37.55). Sin embargo, en los últimos días de febrero de 2020 aumentó fuertemente su cotización y cerró el mes a \$39.15 superando el 4 % de aumento en su valor. Debido a la situación de crisis la tendencia alcista continuo hasta el 18 de marzo de 2020 donde se alcanzó su máximo nivel a \$45.94. A partir de ese valor la cotización se ubicó en el entorno de \$42.70 y \$44.70 en los días posteriores.

La evolución de esta variable es posible explicarla mediante varias razones aunque es difícil medir su incidencia relativa. Como se establece en la coyuntura internacional una de las causas en la devaluación inicial fue la salida de capitales extranjeros. También, es posible que los agentes presentaran expectativas sobre políticas que el nuevo gobierno implementara en el corto plazo para aumentar su valor. En momentos de mayor turbulencia (tendencia al alza) el Banco Central del Uruguay realizó fuertes intervenciones para moderar su aumento. Sin embargo, una medida que parece tener impacto en su evolución es el recorte de las tasas de interés por parte de la Fed (Reserva Federal de Estados Unidos) a un rango de 0 % a 0.25 %. Vale destacar, que esta política monetaria expansiva de Estados Unidos conlleva al abaratamiento del costo del dinero.

En cuanto a la venta de dólares a futuro mediante la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA) tanto en febrero (USD 29 millones) como en marzo (USD 28.2 millones) superaron el monto que se negoció en enero (USD 20 millones). Sin embargo en abril no se han registrado operaciones a futuro.



Figura 1: Evolución del valor del dolar desde enero 2019

### *Mercado de Dinero*

En cuanto al mercado de dinero, los instrumentos más utilizados fueron Call Pesos BCU (H) Garantizado y Call Pesos BCU a 1 Día Hábil. El factor más relevante en este mercado es el monto operado en plaza. En los tres primeros meses del año descendió en gran manera. Es decir, en enero se operaron USD 280 millones, en febrero USD 209 millones y en marzo solamente USD 46.2 millones, siendo este mes el de menor volumen desde junio de 2003. En los primeros días de abril parece que tanto la cantidad de transacciones como el monto se incrementarán a mes culminado (hasta el 17 de abril superaron los USD 75 millones).

Las tasas negociadas de rendimiento en cada instrumento se observan en la Figura 2 sujeto a los días que se realizaron transacciones. Se observa que en abril existe una tendencia decreciente en ambas tasas. En la Figura 3 se observa la evolución de ambos instrumentos en los montos negociados en BEVSA desde febrero.

### *Mercado de Valores*

La evolución del mercado de valores en Uruguay es importante analizar, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario. La operativa en estos meses se mantuvo en niveles similares a finales del año 2019. El mercado primario es el que más operativa concentra en todos

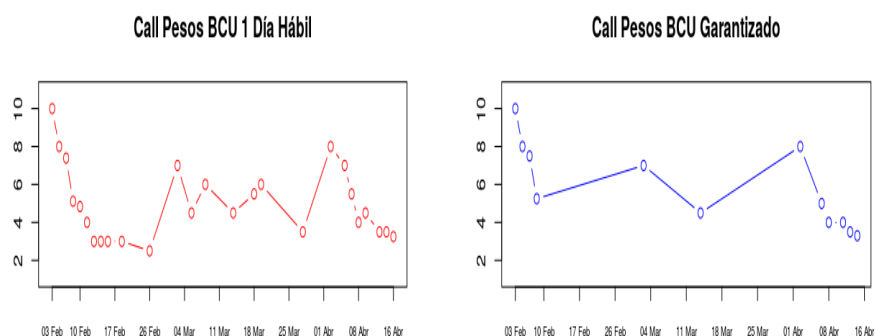


Figura 2: Tasas Call Pesos BCU y Tasas Call Pesos BCU a 1 Día Hábil

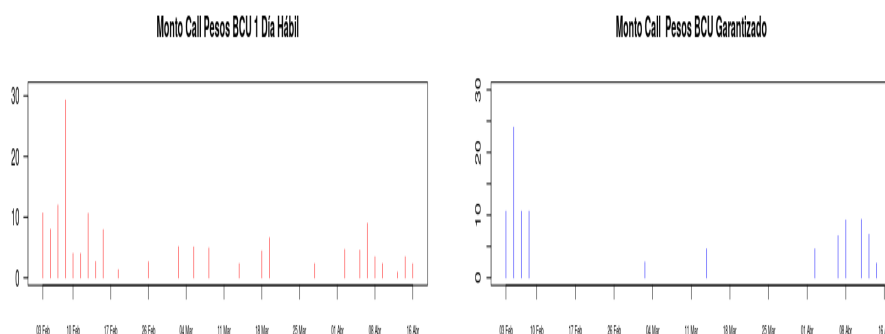


Figura 3: Montos operados en Tasas Call Pesos BCU y Tasas Call Pesos BCU a 1 Día Hábil (en millones de dólares)

los meses de 2020 (promedio 65%). Como dato relevante se destaca que en el mes de marzo existió un cambio de moneda en el instrumento más utilizado en este mercado siendo el CD en moneda nacional el más negociado. En el mercado secundario la operativa en estos meses disminuyó desde USD 979.4 millones en enero a USD 681.5 millones en marzo. En este mercado el instrumento más transado son las Letras de Regulación monetaria en moneda nacional.

Con el fin de analizar la evolución de las tasas de interés en los activos emitidos en Uruguay, en la Figura 4 se observa el comportamiento de las curvas de rendimiento en ciertos días en las tres monedas más importantes en Uruguay: dólares, unidades indexadas y pesos uruguayo. Estos días fueron seleccionados con el fin de analizar diferentes situaciones en el contexto de pandemia. Las estimaciones de las curvas son realizadas por la Bolsa Electrónica de Valores.

La Curva Uruguay en dólares (CUD) presentó en promedio valores similares a las curvas de rendimiento en enero. Sin embargo, en marzo se observa un aumento en todos los puntos de la curva. En primera instancia se observa un aumento al día 16 de marzo y nuevamente un fuerte aumento en el día 20 de marzo. Es importante analizar las razones de los cambios en la curva de rendimiento. La variación mensual de marzo en precios de activos de vencimiento de corto plazo alcanza el 1.5% y más de 10% en el vencimiento de más largo plazo (Bonos Global

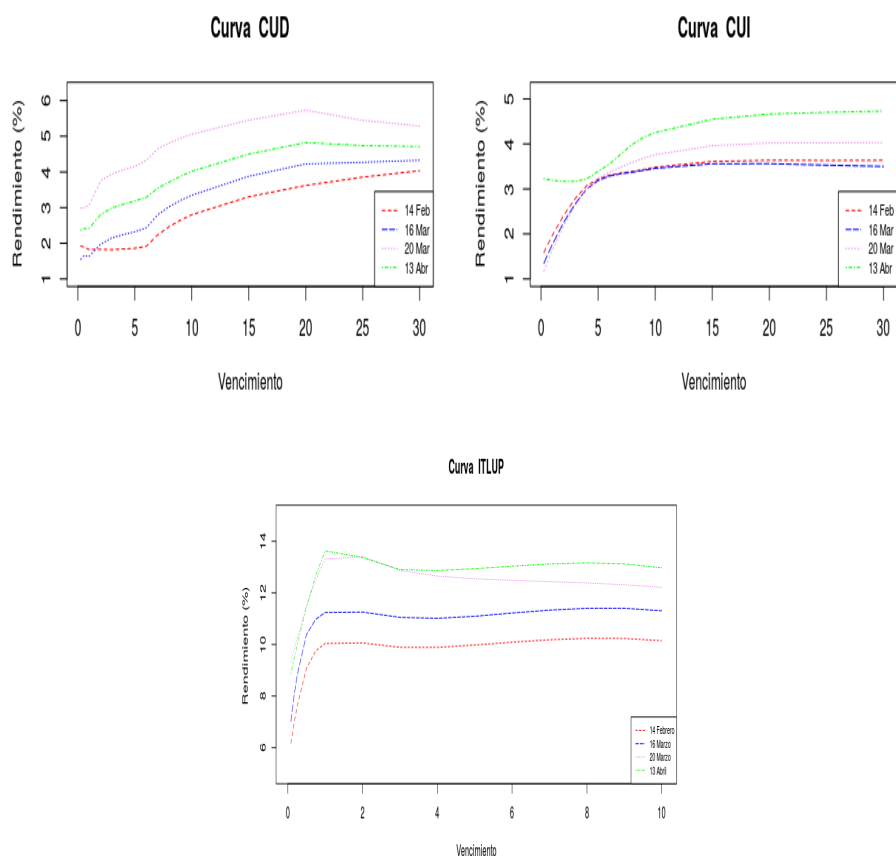


Figura 4: Curvas de rendimientos: CUD, CUI, ITLUP

2055). En abril comenzó lentamente la disminución en todos los nodos de la curva de rendimiento.

La Curva Uruguay en Unidades Indexadas (CUI) en febrero se encontraba por debajo que los valores de enero. En el momento de mayor volatilidad de los mercados la curva de rendimiento se mantuvo en similares niveles pero desde finales de marzo comenzó a ascender. Esto conlleva a que la curva de rendimiento en día de abril analizado sea la más alta en todos sus nodos.

Al analizar la Curva Uruguay en Pesos (ITLUP) se observa que desde enero a febrero existieron cambios en pocos nodos principalmente en el corto plazo (descenso de 1.5 % en los rendimientos al inicio de la curva). Esto se debe a que los retornos a corto plazo (1 mes) alcanzaron mínimos históricos (julio 2013). Sin embargo en marzo cambió completamente la situación al observar aumentos en los rendimientos en todos los vencimientos con respecto a febrero. Es posible establecer que en promedio aumentó más de 2.5 % en todos sus nodos. En abril se mantuvo en los mismos niveles que al cerrar marzo, solamente se observa disminuciones en el largo plazo.

Para complementar el análisis de las curvas de rendimiento, BEVSA elabora índices que demuestran la evolución en conjunto de las tasas de rendimiento en dólares, unidades indexadas y pesos uruguayos. Estos índices representan la tasa de rendimiento promedio anual, ponderado por el valor del capital, del universo de títulos soberanos uruguayos emitidos que se encuentran en circulación. Una de sus utilidades es poder analizar la volatilidad que se registra en el mercado de deuda soberana en Uruguay. La evolución de estos índices se observa en la Figura 5.



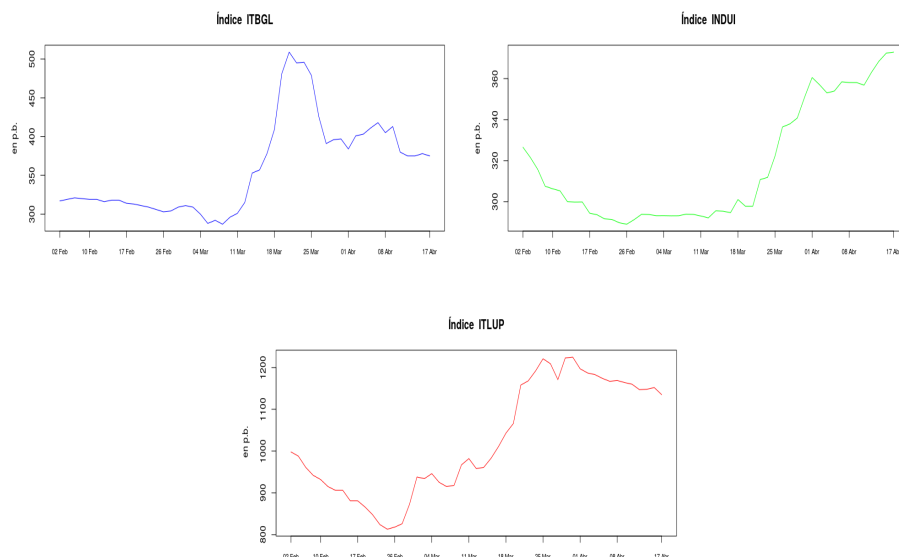


Figura 5: Evolución de los índices: ITBGL, INDUI, ITLUP.

En febrero y al inicio de marzo, el índice de rendimiento de Bonos Globales de Uruguay en USD (ITBGL) presentó una tendencia decreciente en las tasas de rendimiento (alcanzó mínimos históricos desde 2012). En cambio en el momento de mayor volatilidad internacional creció (alcanzó máximos desde 2016). Al finalizar marzo y en abril el índice permaneció relativamente estable en un nivel superior a los valores de febrero.

El índice de la deuda uruguaya emitida en Unidades Indexadas (INDUI) se comportó con tendencia a la baja en febrero la cual se revirtió fuertemente desde el valor 293 p.b el 2 de marzo al valor 373 p.b. el 17 de abril. Este aumento en el valor del índice se debe a la disminución de precios de los bonos Globales en UI y las Notas en UI en todos los casos.

El índice de la deuda uruguaya emitida en pesos corrientes (ITLUP) presentó muy poca volatilidad en enero debido a que sus oscilaciones rondaron los 100 p.b. Al inicio de febrero existió una fuerte baja del índice hasta que el 20 de febrero (inicio del aumento del dólar) comenzó a subir. Esta tendencia continuó hasta los últimos días de marzo alcanzando su máximo en 1225 p.b.. En abril descendió el índice de forma gradual.

Para finalizar los principales indicadores en la deuda soberana en Uruguay, resta analizar la variable denominada riesgo país. Esta variable es una manera muy generalizada de medir el riesgo de crédito soberano. Su valor expresa la sobretasa promedio que existe en las tasas de rendimiento en una canasta de bonos soberanos del país con respecto a una canasta de bonos de similares características de Estados Unidos, que no presenta riesgo de incumplimiento de pago en teoría.

El índice internacional de riesgo país más difundido en la actualidad es el denominado Emerging Markets Bond Index (Embi) desarrollado por J.P. Morgan. A su vez, en el mercado local existen dos índices de referencia que utilizan los mismos fundamentos que el índice Embi. Los dos índices se denominan Índice de Riesgo Uruguay de BEVSA (Irubevsa) y Uruguay Bond Index (Ubi). Son publicados diariamente por BEVSA y República Afap respectivamente.

En la Figura 6 se observa la evolución de esta variable en los tres principales índices en el mercado de Uruguay. Si bien los valores de los índices son diferentes, su evolución temporal es muy similar. Por lo cual se analiza uno en particular. En el mes de enero se observa que los valores se encuentran bajos y se mantienen relativamente constantes. En febrero si bien disminuyeron los rendimientos en los Bonos Globales en Uruguay (es posible observarlo en el Índice ITBGL) también sucedió una disminución en los rendimientos en Estados Unidos. En términos relativos la disminución de Estados Unidos fue mayor lo que provoca un aumento en la variable al final del mes. Esta variable presenta un fuerte aumento en marzo debido al aumento de rendimientos de los Bonos Globales en Uruguay y la política establecida por la Fed que provocó una disminución en sus curvas de rendimiento. En abril, si bien disminuyeron los valores alcanzados en marzo, el riesgo país se encuentra en el entorno de 300 p.b. y 350 p.b..

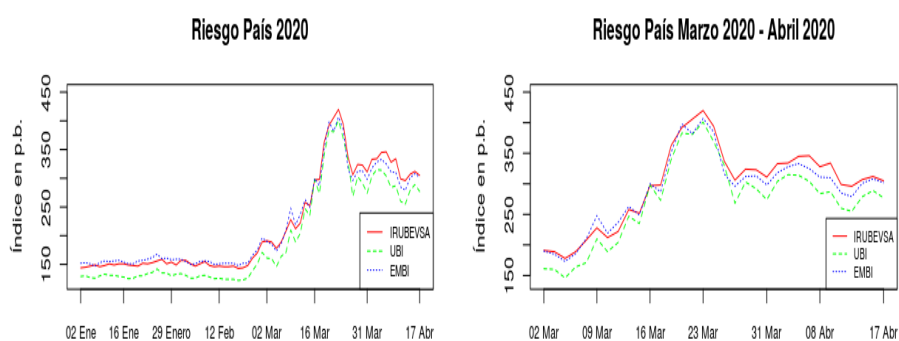


Figura 6: Evolución del Riesgo País en el año 2020

Como resumen de esta reflexión el autor le interesa que los lectores de la misma tengan en cuenta que el brote del virus Covid-19 generó una crisis sanitaria a nivel mundial que desencadenó una profunda crisis económica. Esta crisis se origina mediante la existencia de un doble shock. El shock de oferta determinado por el cierre temporal de empresas como medida de prevención y el shock de demanda por la imposibilidad de consumo y de inversión por parte del sector privado.

Al analizar la evolución de los principales mercados internacionales se observó una gran volatilidad, lo que resalta la incertidumbre que dominó el sistema financiero global. En el caso de Uruguay se reflejó en el mercado de cambio en una devaluación de su moneda, en el mercado de dinero en una baja en el volumen negociado y en el mercado de valores en una disminución general de los precios de activos soberanos.

Durante la evolución de la pandemia mundial del Covid-19, los objetivos centrales de los gobiernos son brindar los recursos económicos necesarios para abordar las necesidades que presentan las distintas áreas afectadas del país. Sin embargo, cuando se logre frenar la propagación, existirán grandes desafíos en la planificación de políticas s ya que la crisis sanitaria puso de manifiesto las vulnerabilidades del sistema financiero lo que supone el riesgo al que se encuentra sometido.