



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

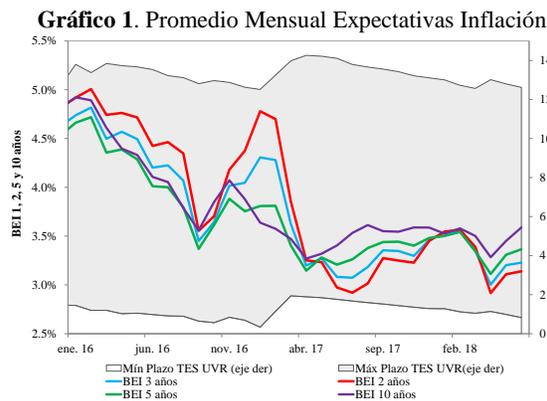
Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales
Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

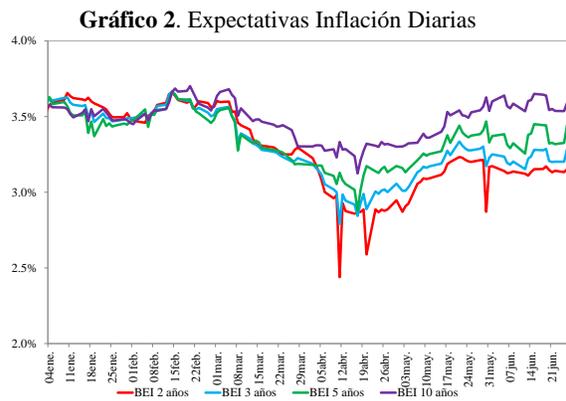
DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde la última reunión de la JDBR en la que se tomó decisión de la tasa de política monetaria (27 de abril), y con información hasta el 27 de junio, se observa que la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 24 p.b, 26 p.b, 30 p.b. y 30 p.b. para la estimación a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente, de tal manera que el 27 de junio el BEI a estos mismos plazos se ubicó en 3,13%, 3,26%, 3,46% y 3,62%. Por su parte, el BEI promedio en lo corrido de junio se ubica en 2,97%, 3,08%, 3,21% y 3,40% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente¹ (Gráfico 1).



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.



El Gráfico 3 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez² relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR³. De esta manera se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,91% (abril: 2,59%) y para los próximos 5 años sea 3,21% (abril: 2,97%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años aumentó 20 p.b. y se situó en -0,45% en junio, al tiempo que la de 5 años aumentó 18 p.b. y se situó en -0,37%.

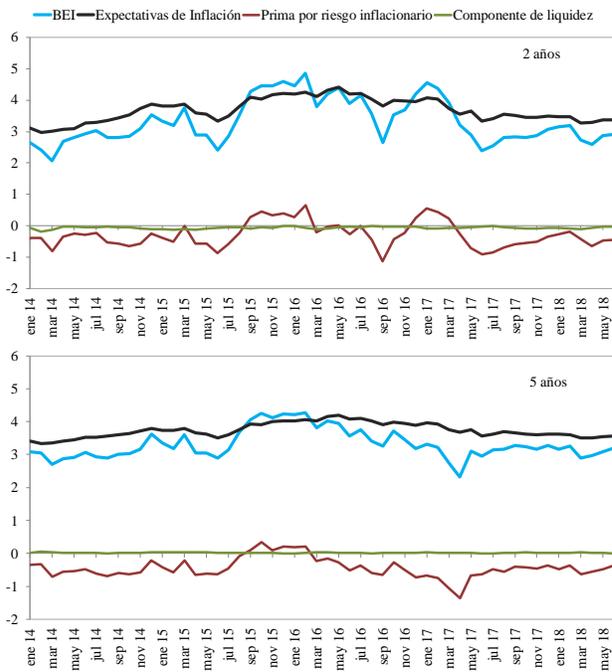
El Gráfico 4 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2019, 2020 y 2021, utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), los cuales corresponden a 3,33%, 3,47% y 3,57%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en junio es superior al estimado en abril. Adicionalmente, en el mismo gráfico se presenta el dato de inflación implícito estimado para 2018, calculado utilizando la inflación año corrido observada y el BEI para lo restante del 2018. Dado que la inflación acumulada a mayo se ubicó en 2,31% y el BEI para lo restante del año anualizado es 1,83%, la estimación de la inflación para 2018 es de 4,18%, superior al 3,82% estimado en abril.

¹ De manera que la variación respecto al promedio de abril fue de -28 p.b, -12 p.b, 6 p.b. y 13 p.b. para los plazos 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. La variación del BEI promedio de lo corrido de junio respecto al de mayo es de -29 p.b, -19 p.b, -7 p.b y 8 p.b. para los mismos plazos.

² El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

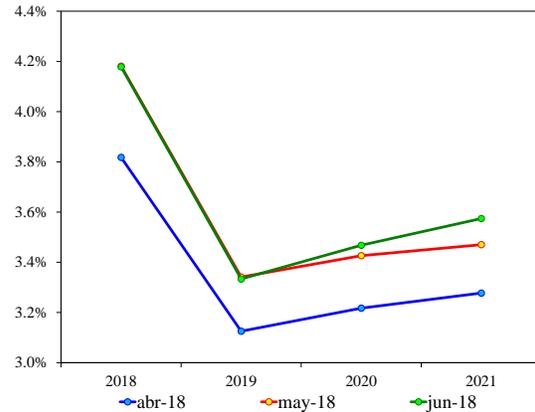
³ Utilizando la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. *Borradores de Economía*. 903. Banco de la República.

Gráfico 3. Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 4. Inflación esperada (FBEI)

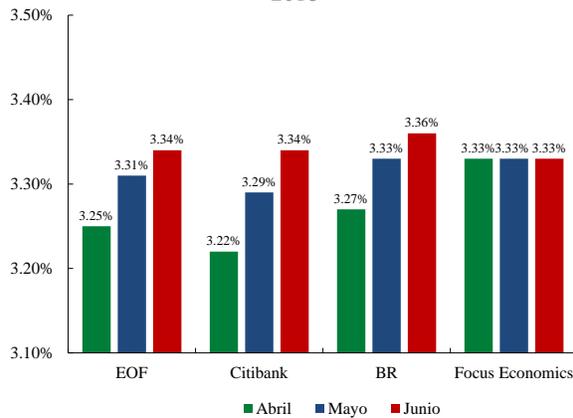


* Promedio datos mensuales. El dato de inflación implícito estimado para 2018 se construye aplicando el BEI calculado para lo restante de 2018 y la inflación año corrido observada hasta la respectiva estimación.

Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

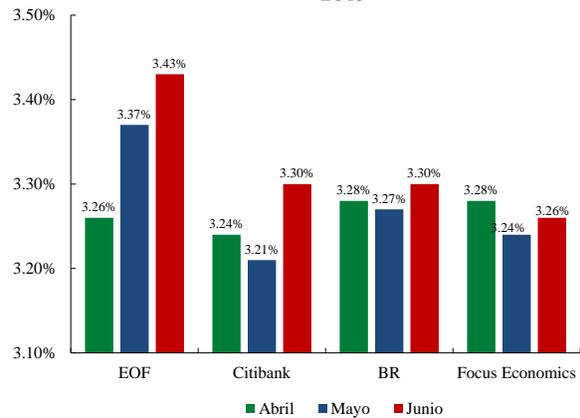
En cuanto a las expectativas de inflación de junio frente a abril y mayo, los pronósticos para 2018 en general aumentaron (Gráfico 5), mientras que para 2019 en su mayoría disminuyeron en mayo y aumentaron en junio (Gráfico 6). De acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR) la inflación esperada a dos años (junio de 2020) se redujo a 3,21% frente a lo proyectado el mes anterior para mayo de 2020 (3,23%).

Gráfico 5. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 25 de junio con encuestas recolectadas entre el 12 y el 25 del mismo mes, los del Citibank el 27 de junio. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 12 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 12 de junio, con encuestas entre el 5 y el 11 de este mismo mes.

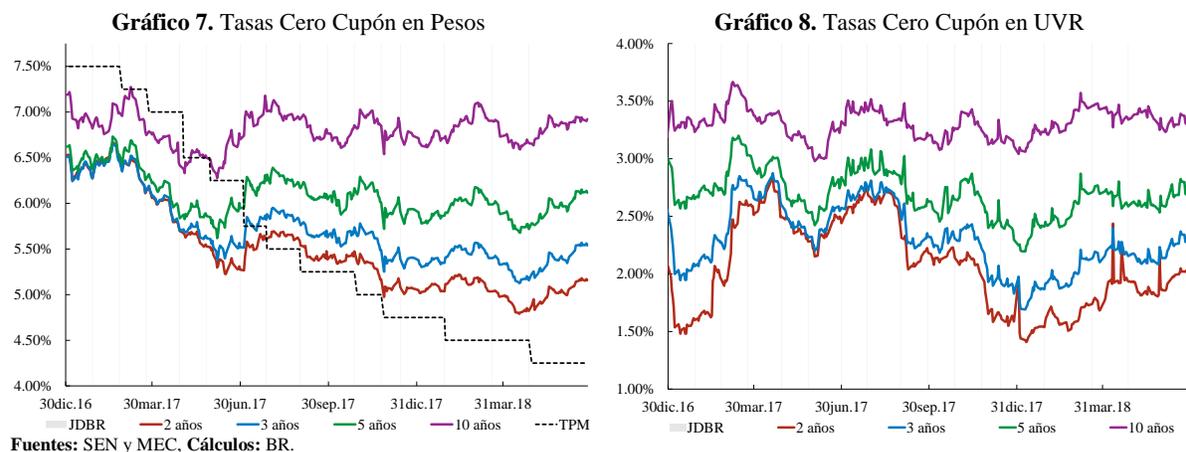
Gráfico 6. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2019



En resumen, frente a abril y mayo, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de junio aumentó para 2018 y 2019 a 3,34% y 3,32%, respectivamente, desde los niveles de 3,27% y 3,27% observados en abril y 3,32% y 3,27% observados en mayo. Por su parte, durante el periodo el BEI aumentó en todos los tramos.

Análisis del Breakeven Inflation⁴

Desde el 27 de abril, el BEI presentó incrementos en todos los segmentos. Esto en un contexto de desvalorizaciones generalizadas de los títulos denominados en pesos y UVR, siendo los TES en pesos los que registraron las mayores desvalorizaciones (Gráficos 7, 8, 9 y 10).



Las desvalorizaciones de los TES estuvieron en línea con el comportamiento de la deuda pública de la región (Anexo 4)⁵, y pudieron estar relacionadas, en el plano externo, con un mayor ritmo esperado de incrementos en el rango de las tasas de los fondos federales en los EE.UU, las tensiones por las decisiones de política comercial en ese país y por la mayor percepción de riesgo hacia economías emergentes. Por otra parte, en el plano local, las desvalorizaciones de los TES estuvieron relacionadas con expectativas de algunos analistas sobre el final del ciclo de recortes de la tasa de política monetaria e incluso con incrementos esperados de ésta hacia finales del año y, en el caso de los TES en pesos, por una menor demanda de inversionistas extranjeros en el mercado de contado⁶ y una oferta importante de estos agentes en el mercado a futuro⁷ que los llevó por primera vez a tener una posición vendedora neta (desde que se dispone de información: 2013). En el caso de los TES UVR, las desvalorizaciones estuvieron contrarrestadas parcialmente por expectativas de mayor inflación por parte de algunos agentes del mercado (Anexo 3)⁸.

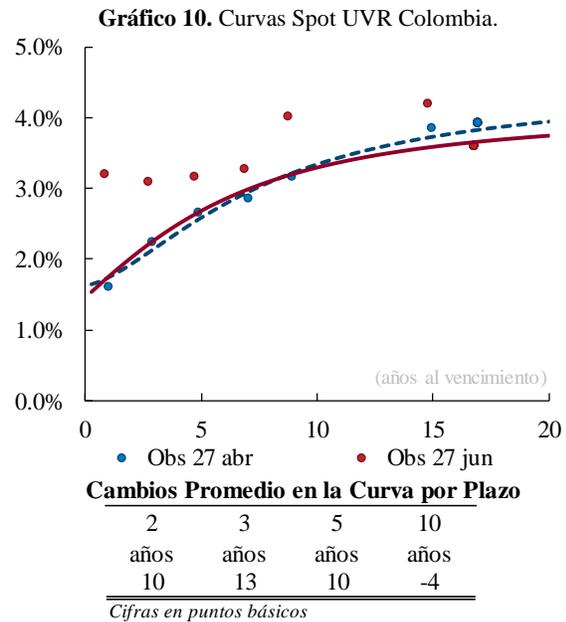
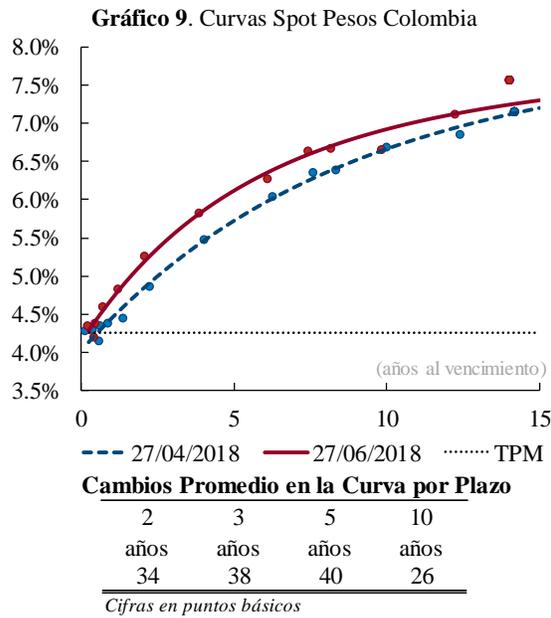
⁴ El Anexo 2 resume los elementos relevantes en el mercado local durante el periodo posterior a la última reunión de la JDBR.

⁵ Las curvas de la región presentaron desvalorizaciones, particularmente la de Brasil. El comportamiento de dicha curva se explicó por: i) la incertidumbre frente a las elecciones presidenciales de octubre de este año; ii) la incertidumbre política y económica asociada con la huelga de camioneros; y iii) la disminución de las expectativas de crecimiento económico, publicadas por el Banco Central de Brasil.

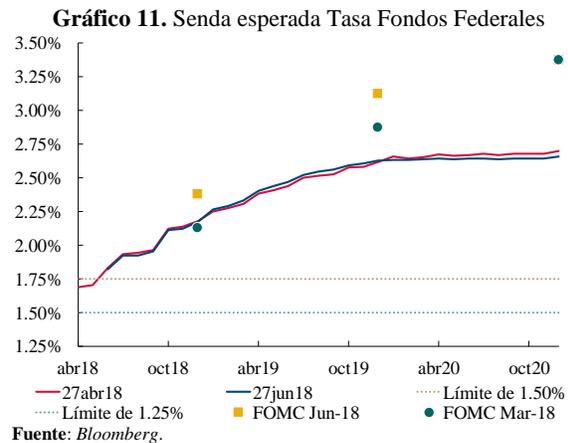
⁶ Desde el 27 de abril, los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES pesos por \$83 mm; sin embargo, al comparar los acumulados mensuales se observa que estas pasaron de \$1026 mm en abril a \$493 mm en mayo, y en lo corrido de junio (hasta el 26) han realizado ventas netas por \$363 mm. No se observaban ventas netas mensuales de TES pesos por parte de estos agentes desde junio del 2017 (\$1229 mm).

⁷ El saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$1961 mm el 27 de abril a -\$635 mm el 25 de junio.

⁸ Particularmente fondos de pensiones y cesantías.



Frente a lo observado el 27 de abril y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el ritmo esperado de incrementos del rango objetivo se mantuvo relativamente estable, y la tasa esperada para diciembre de 2018 pasó de 2,180% el 27 de abril a 2,175% el 27 de junio (Gráfico 11). En este mismo periodo, la probabilidad de que en lo corrido del año ocurra un incremento adicional del rango de los fondos federales, de tal manera que en diciembre este se ubique entre 2% y 2,25%, aumentó de 37% a 39%. Por su parte, la probabilidad de que ocurran 2 incrementos adicionales y a final del año este se ubique entre 2,25% y 2,50% aumentó de 36% a 41% (Cuadro 2 y Anexo 5).

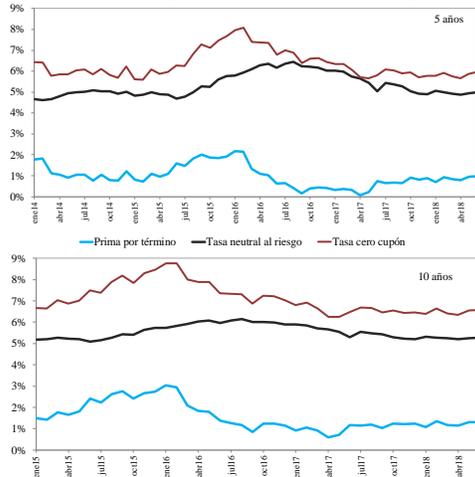


Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2018

	1,5%-1,75%	1,75%-2%	2%-2,25%	2,25%-2,5%	2,5%-2,75%	2,75%-3,00%
27jun18	0.0%	10.3%	39.4%	40.5%	9.6%	0.2%
27abr18	1.0%	12.6%	36.9%	35.8%	12.5%	1.2%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12. Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años



Fuente y Cálculos: BR

Respecto a la última reunión de la JDBR, la prima a término de los TES en pesos aumentó 19 p.b. a 5 años y 17 p.b. a 10 años (Gráfico 12). Por su parte, la tasa neutral al riesgo aumentó 10 p.b. para 5 años y 6 p.b. para 10 años.

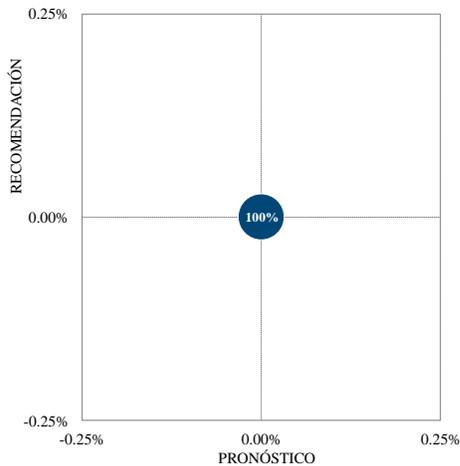
En síntesis, el BEI promedio aumentó durante el periodo analizado. Lo anterior se dio en un escenario en el cual se desvalorizaron tanto los TES en pesos como en UVR, principalmente por factores externos, y en el caso de los TES en pesos por un menor dinamismo de los inversionistas externos.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

A continuación se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraída de encuestas y de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*).

a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM)

Gráfico 13. Encuesta sobre TPM de Anif y Citibank



Fuente: Encuestas Anif y Citibank.

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes del mercado esperan que la JDBR mantenga la tasa de interés de referencia en 4,25% en su reunión de junio.

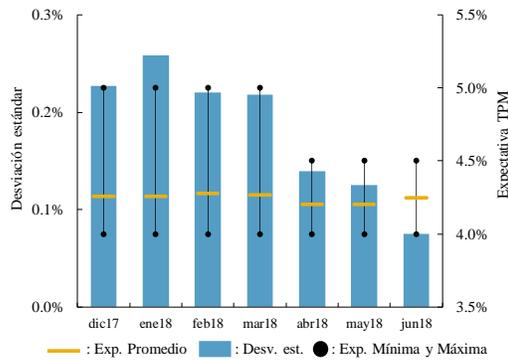
Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia publicada el 25 de junio⁹, un 97% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada y el 3% restante que será reducida en 25 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg*¹⁰, el 95% de los analistas espera que la JDBR mantenga la TPM en 4,25% mientras que el 5% restante espera que la recorte 25 p.b. Por último, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y *Citibank*¹¹ se encuentra que, de las 31 entidades encuestadas, 100% no espera ni recomienda cambios en la TPM (Gráfico 13 y Anexo 1).

⁹ Realizada entre el 12 y el 25 de junio.

¹⁰ Actualizada el 25 de abril. Datos recolectados entre el 15 y 25 de junio.

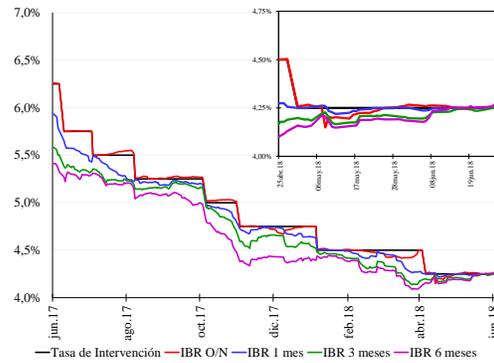
¹¹ Encuestas publicadas el 25 y el 27 de marzo, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato de la encuesta de *Citibank*. En particular, en esta ocasión Fidubogotá indicó en la encuesta de Anif que esperaba y recomendaba un recorte de 25 p.b. de la TPM, mientras que en la encuesta de *Citibank* pronosticó y recomendó que permaneciera inalterada.

Gráfico 14. Expectativas TPM para Finales de 2018



Fuente: Encuesta Citibank.

Gráfico 15. Tasa de Intervención y Tasas IBR

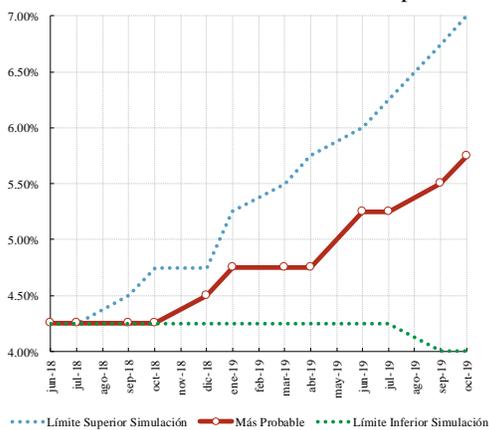


Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

En el Gráfico 14 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2018 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*. En abril y mayo la tasa esperada se mantuvo en 4,20%, y en junio esta expectativa aumentó a 4,25%. En el Gráfico 15 se muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. Desde la reunión de la JDBR de abril de 2018, las tasas IBR a 3 y 6 meses presentaron aumentos de 6 p.b. y 13 p.b, respectivamente, mientras que la tasa IBR a 1 mes no presentó cambios. El día posterior a dicha reunión, las tasas del IBR aumentaron 1 pb y 3 p.b. a 3 y 6 meses, mientras que la tasa a 1 mes no presentó cambios. Desde el día posterior a la última reunión de la JDBR, y hasta el 25 de junio, las tasas del IBR a 3 y 6 meses han aumentado 5 p.b. y 10 p.b, respectivamente, mientras que la tasa IBR a 1 mes ha permanecido estable. Desde los días anteriores a la reunión de abril de la JDBR, las tasas IBR para todos los plazos han ido convergiendo al nivel actual de la tasa de política monetaria debido a menores expectativas de una postura monetaria más expansiva por parte del BR. Así, el 27 de junio las tasas IBR a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 4,25%, 4,25% y 4,27%, respectivamente.

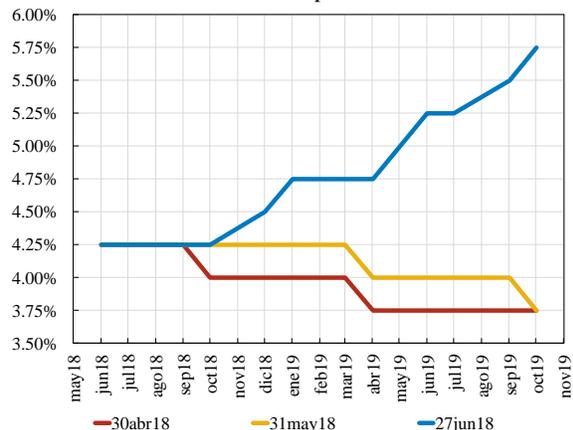
De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia permanezca inalterada en 4,25% y que aumente en diciembre 25 p.b, mientras que en abril y mayo se descontaba una tasa de 4% y 4,25% para el final del presente año, respectivamente. Adicionalmente, el pronóstico para octubre de 2019 pasó de 3,75% en mayo y abril a 5,75% en junio (Gráficos 16, 17 y Anexo 6). Además, a diferencia de las estimaciones de abril y mayo, la senda proyectada muestra un comportamiento ascendente de tal manera que se descuentan varios incrementos de la tasa de interés de referencia en el 2019. Lo anterior refleja el incremento de las tasas de los OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses en el periodo de 5 p.b, 16 p.b, 26 p.b, 43 p.b. y 48 p.b, ubicándose el 27 de junio en 4,24%, 4,29%, 4,38%, 4,54% y 4,73%, respectivamente.

Gráfico 16. Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

Gráfico 17. Evolución Expectativas TPM - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

En los Gráficos 18 y 19 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a junio y diciembre de 2018. En estas se observa que: i) en junio, el promedio de las encuestas refleja expectativas de que la JDBR mantenga la tasa de intervención en 4,25%, y ii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2018 entre abril y junio ha aumentado desde 4,18% a 4,23%.

Gráfico 18. Expectativas TPM para la reunión de junio

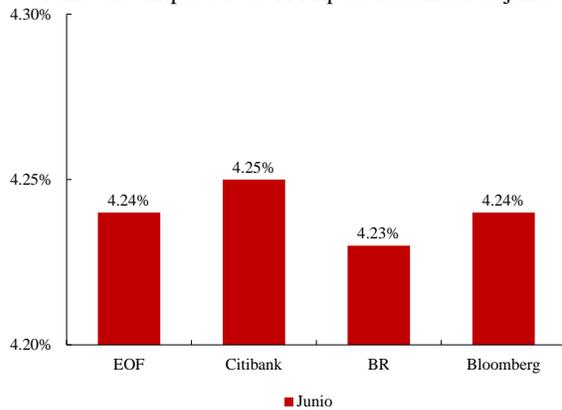
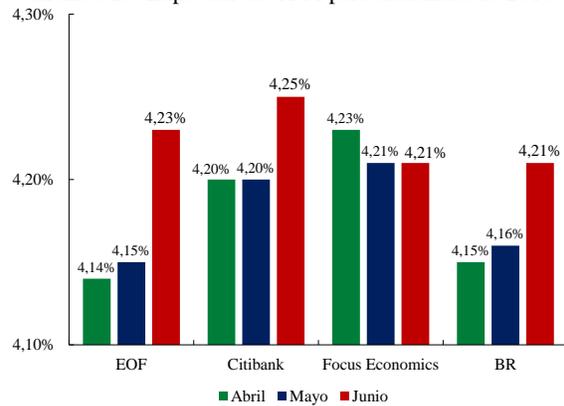


Gráfico 19. Expectativas TPM para diciembre de 2018

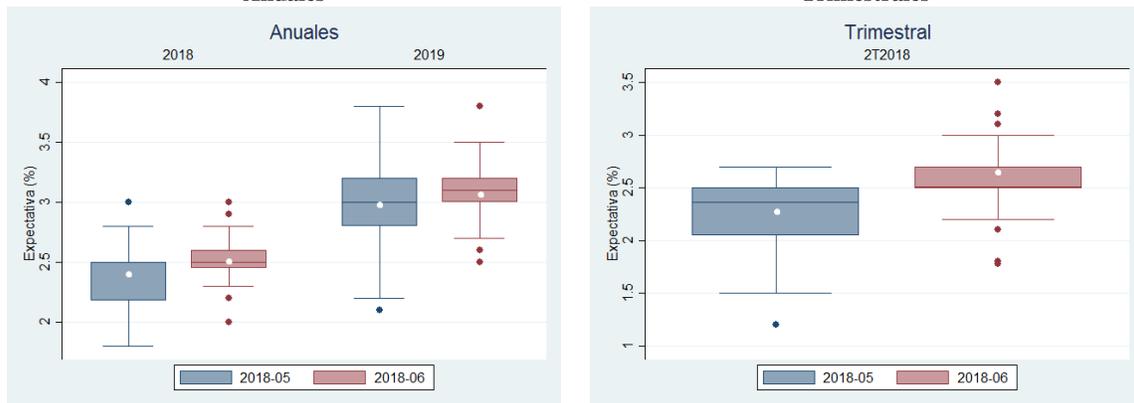


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 25 de junio con encuestas recolectadas entre el 12 y el 25 del mismo mes, los del *Citibank* el 27 de junio. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 12 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 12 de junio, con encuestas entre el 5 y el 11 de este mismo mes. Los datos de *Bloomberg* se actualizaron el 25 de junio.

b) Expectativas de Crecimiento Económico

En el Gráfico 20 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 2T18, 2018 y 2019 a 2,58% (ant: 2,24%), 2,50% (ant: 2,39%) y 3,09% (ant: 2,96%), respectivamente.

Gráfico 20. Expectativas de Crecimiento Encuesta de Opinión Financiera Anuales Trimestrales



Fuente: Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** BR. 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.

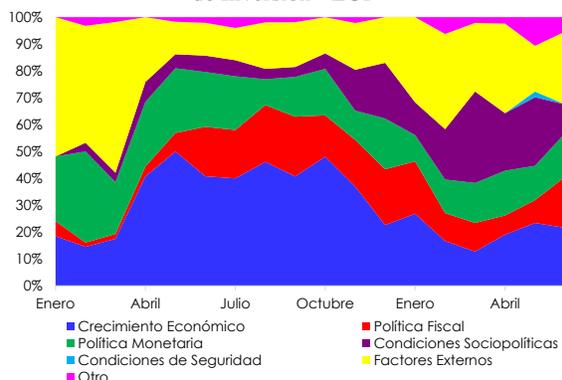
c) Información Adicional Extraída de la EOF

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 9 p.b. (ant: desvalorizaciones de 3 p.b.)¹². Con respecto al COLCAP,

¹² El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una valorización cercana al 1,04% (anterior: valorizaciones de 2,25%)¹³.

Gráfico 21. Factores Relevantes para Tomar Decisiones de Inversión - EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 10% resaltó las condiciones sociopolíticas (ant: 26%), un 27% los factores externos (ant: 17%), un 16% la política monetaria (ant: 13%), un 22% el crecimiento económico (ant: 13%) y el 5% restante indicó otro factor (Gráfico 21).

d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

Las expectativas de crecimiento económico para 2018 disminuyeron en Brasil, Argentina, India, Sudáfrica y Alemania, y aumentaron en Chile, México, Perú, Ecuador, EE.UU, China y Noruega. Los datos de inflación de mayo resultaron superiores a las expectativas del mercado en México, Brasil y Alemania, iguales en Chile, EE.UU. y China, e inferiores en los demás países. La inflación se ubicó por encima del límite superior del rango meta en México (2% - 4%), por debajo del rango meta en Brasil (3% - 6%) y Perú (1% - 3%), y por encima de la meta en Argentina (15%). Las expectativas de inflación para diciembre de 2018 disminuyeron en México, Ecuador, Perú y Sudáfrica, y aumentaron en los demás países. En Colombia disminuyeron las proyecciones de crecimiento para 2018, la inflación observada para mayo resultó inferior a las expectativas del mercado y aumentaron las proyecciones de inflación para 2018 (Cuadro 3).

Cuadro 3. Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Mayo 2018**		Esperada a Diciembre 2018		Vigente	Esperada a Diciembre 2018		Últimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2018	
	Esp*	Obs	Abr. 2018	Jun. 2018		Abr. 2018	Jun. 2018	Esp*	Obs	Abr. 2018	Jun. 2018
Colombia	3.18%	3.16%	3.22%	3.34%	4.25%	4.20%	4.25%	2.30%	2.20%	2.49%	2.48%
Chile	2.00%	2.00%	2.50%	2.80%	2.50%	2.50%	2.50%	4.00%	4.20%	3.60%	3.80%
México	4.46%	4.51%	4.07%	3.92%	7.75%	7.42%	7.46%	1.70%	1.30%	2.21%	2.26%
Perú	1.01%	0.93%	2.28%	2.20%	2.75%	2.86%	2.79%	3.20%	3.20%	3.55%	3.57%
Brasil	2.74%	2.86%	3.49%	4.00%	6.50%	6.25%	6.50%	1.30%	1.20%	2.75%	1.55%
Ecuador	n.d.	-1.01%	1.36%	1.28%	4.99%	5.00%	5.00%	n.d.	3.00%	1.70%	1.73%
Argentina	n.d.	26.30%	20.59%	27.41%	40.00%	22.70%	31.38%	3.50%	3.60%	2.62%	1.71%
EE.UU.	2.80%	2.80%	2.50%	2.60%	1,75% - 2,00%	2.40%	2.40%	2.00%	2.30%	2.80%	2.90%
India	4.90%	4.87%	4.83%	4.90%	6.25%	6.11%	6.20%	7.40%	7.70%	7.29%	6.60%
Sudáfrica	4.60%	4.40%	5.00%	4.90%	6.50%	6.45%	6.50%	1.90%	0.80%	1.90%	1.60%
China	1.80%	1.80%	2.27%	2.30%	4.35%	4.35%	4.36%	6.80%	6.80%	6.49%	6.50%
Alemania	1.90%	2.20%	1.60%	1.80%	-	-	-	1.70%	1.60%	2.40%	2.10%
Noruega	2.50%	2.30%	1.90%	2.10%	0.50%	0.70%	0.75%	n.d.	0.60%	2.20%	2.30%

Colombia: La inflación esperada, la exp. de crecimiento y de TPM se tomaron de la encuesta de Citibank publicada el 27 de junio.

Chile: Encuesta enviada el 5 de junio con plazo máximo de recepción el 11 de este mismo mes.

México: Encuesta publicada por el BCM el 1 de junio con respuestas recibidas entre el 23 y 30 de mayo. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics de junio.

Perú: Las expectativas de Inflación, TPM y PIB son tomadas de la encuesta del Focus Economics de mayo.

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 22 de junio.

Ecuador: Exp extraídas del Consensus Forecast del FocusEconomics (junio). Se incluyen exp. de tasa de depósitos entre 91 y 120 días. Se toma la Tasa Pasiva Ef. Ref. como TPM.

Argentina: La inf. obs. corresponde a la ciudad de B.A. y se extrae de Bloomberg. Las exp. de crecimiento, TPM e inflación provienen de Focus Economics de mayo.

EE.UU: Expectativas extraídas de Bloomberg.

India: Las expectativas de inflación (IPC Promedio 2018), TPM y crecimiento son obtenidos del consensus forecast del FocusEconomics (junio).

Sudáfrica: Expectativas extraídas de Bloomberg.

China: Las expectativas de crecimiento, TPM e inflación son obtenidas de la encuesta del FocusEconomics (junio). Se toma como TPM la tasa activa a un año.

Alemania: Datos obtenidos de Bloomberg.

Noruega: Expectativas obtenidas de Bloomberg.

* Dato sujeto a actualizaciones constante en Bloomberg hasta momentos previos a la publicación del dato.

** Todos los datos corresponden al mes de mayo.

*** Todos los datos corresponden al 1T18, excepto Ecuador cuyo dato corresponde al 4T17. Todos los datos corresponden al año, excepto EE.UU, el cual es anualizado respecto al trimestre, y Noruega, el cual corresponde al trimestre.

¹³ El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos preliminares de junio (EOF¹⁴, volatilidades¹⁵ y márgenes crediticios¹⁶), el índice de percepción de riesgo IDODM disminuyó entre abril y mayo, y aumentó ligeramente en junio (Gráfico 22 y Anexo 7). Su disminución en mayo se explicó por la reducción en los márgenes de las tasas de las carteras preferencial y de consumo frente a las de los TES, el buen comportamiento de los índices de confianza del consumidor y comercial, menor volatilidad en el mercado accionario, expectativas de mayor crecimiento, de menor inflación¹⁷ y de menor prima de riesgo país. Por su parte, el incremento del indicador en junio se explicó por el aumento en los márgenes de las tasas de las carteras preferencial y de consumo frente a las de los TES, el mayor EMBI esperado y un aumento de la inflación esperada¹⁸.

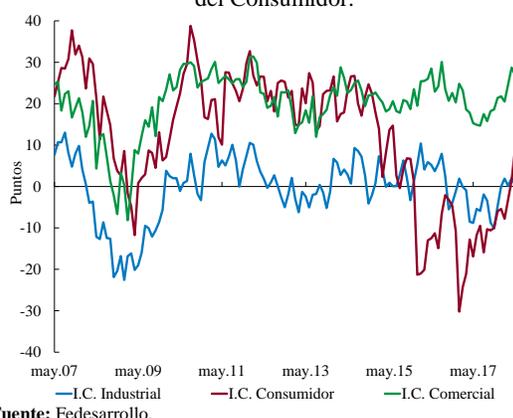
Durante el periodo se conocieron los datos de crecimiento en la producción industrial y ventas al por menor para marzo y abril, y el indicador de seguimiento a la economía para marzo. El crecimiento en la producción industrial disminuyó en marzo (obs: -1,4%; esp: -2,5%; ant: 1,5%) y aumento en abril (obs: 10,5%; esp: 5,6%; ant: -1,4%), mientras que el crecimiento de las ventas al por menor aumentó en marzo (obs: 5,5%; esp: 2,8%; ant: 5,0%) y en abril (obs: 6,3%; esp: 6,7%; ant: 5,5%). Por su parte, el crecimiento en el índice de actividad económica se mantuvo constante en marzo, pero inferior a lo esperado por el mercado (obs: 1,2%; esp: 2,4%; ant: 1,2%).

Gráfico 22. Índice de Percepción de Riesgo (IDODM).



Fuentes: BR, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

Gráfico 23. Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.



Fuente: Fedesarrollo.

En mayo la confianza de los consumidores presentó un incremento (obs: 8,9%; esp: 3,2%; ant: 1,5%) que resultó superior a lo esperado por el mercado. Este aumento estuvo explicado por incrementos en los índices de expectativas del consumidor (obs: 13,5%; ant: 6,1%), principalmente en lo referente a las proyecciones de la situación económica de los hogares dentro de un año, y de condiciones económicas (obs: 1,9%; ant: -5,4%). Por su parte, en mayo los índices de confianza industrial (obs: 0,5%; ant: 2,0%) y comercial (obs: 27%; ant: 28,7%) disminuyeron. (Gráfico 23).

El Gráfico 24 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de sus medias históricas se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre abril y mayo desmejoró el índice de Brasil y mejoraron los de los demás países. Los indicadores de Brasil, Colombia y México se ubican por debajo de sus medias históricas, mientras que los de Perú y Chile se ubican por encima.

¹⁴ Encuesta publicada el 25 de junio.

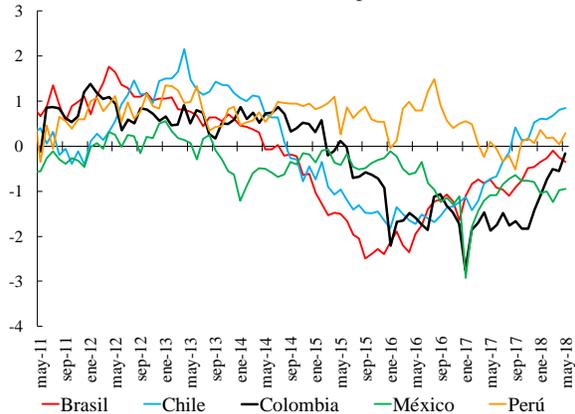
¹⁵ Datos al 25 de junio.

¹⁶ Datos al 8 de junio.

¹⁷ Para final del año, según la EOF.

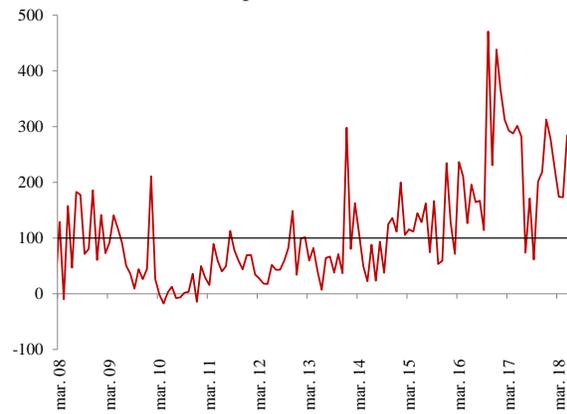
¹⁸ Ídem.

Gráfico 24. Índices Confianza de Latinoamérica*
(desviaciones estándar con respecto a la media)



Fuentes: INEGI, BIE, FGV IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO. Cálculos: BR. *Series desestacionalizadas. Información mensual.

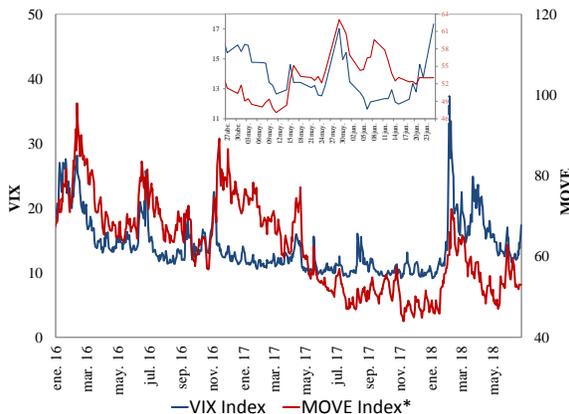
Gráfico 25. Indicador de Incertidumbre en Política Económica para Colombia (IPEC)



Fuentes: Artículos de Revista Semana, Dinero y periódicos El Tiempo y El Espectador. Cálculos: BR. La línea horizontal en 100 representa la media.

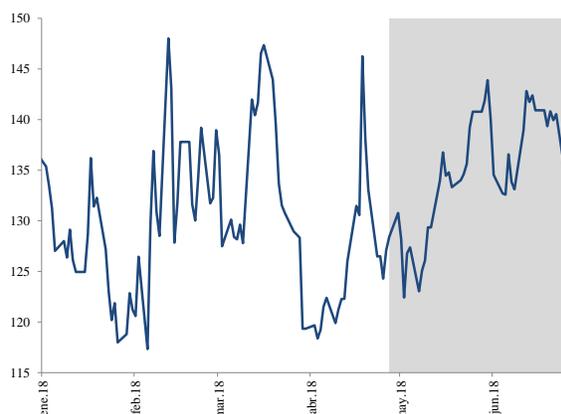
El Indicador de Incertidumbre en Política Económica para Colombia (IPEC) aumentó desde 173 en abril a 296 en mayo (Gráfico 25). Este resultado se dio en un contexto en donde los principales temas en las noticias que activaron el indicador estuvieron relacionados con la incertidumbre frente a las elecciones presidenciales, la salida de capitales de varias economías emergentes de la región, las preocupaciones frente al déficit fiscal para 2019, y el futuro del acuerdo de paz entre el Gobierno colombiano y las Farc.

Gráfico 26. VIX - MOVE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 27. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg. El área sombreada corresponde a los días posteriores a la última reunión de la JDBR.

Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*¹⁹, el *Vstox*²⁰, el *Move*²¹ y el *Skew*²² aumentó aunque con un comportamiento volátil. En el caso de los mercados accionarios esto estuvo explicado por la alta volatilidad a nivel global ante la incertidumbre que han generado las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y Corea del Norte, y las tensiones comerciales entre EE.UU. y el resto del mundo, especialmente China y la Unión Europea. El incremento del *Move* se explica por la incertidumbre frente al comportamiento futuro de los *Treasuries*. En la región los CDS a 5 años y los EMBI aumentaron (Gráficos 26, 27 y Anexo 8).

¹⁹ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

²⁰ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²¹ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

²² Este último es una medida de riesgo dada por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* —una asimetría más negativa—, se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad percibida de eventos negativos en el mercado accionario.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo I. Encuestas de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros.

Cuadro A1.1. Encuesta de Expectativas de Bloomberg sobre Tasa de Política Monetaria para la Próxima Reunión de la JDBR

Actualizada el 26 de junio		
Empresa	Estimación	Fecha
1 Corporacion Financiera Colombiana S.	4.25%	6/22/2018
2 Alianza Valores	4.25%	6/22/2018
3 BTG Pactual	4.25%	6/22/2018
4 4cast Ltd	4.25%	6/22/2018
5 Acciones Y Valores	4.25%	6/22/2018
6 AdCap Colombia SA	4.25%	6/21/2018
7 Banco BNP Paribas Brasil S/A	4.25%	6/22/2018
8 Banco Mizuho DO Brasil SA	4.25%	6/25/2018
9 Barclays Capital Inc	4.25%	6/22/2018
10 Casa de Bolsa SA	4.25%	6/15/2018
11 Credicorp Capital Colombia SA	4.25%	6/25/2018
12 Deutsche Bank Securities Inc	4.25%	6/26/2018
13 Fiduciaria Central SA	4.25%	6/26/2018
14 Fiduciaria de Occidente S.A.	4.25%	6/22/2018
15 Goldman Sachs	4.25%	6/25/2018
16 HSBC Bank Argentina SA	4.25%	6/25/2018
17 Itau Corpbanca	4.25%	6/25/2018
18 Pantheon Macroeconomics Ltd	4.25%	6/25/2018
19 Positiva Compania de Seguros	4.25%	6/18/2018
20 Societe Generale Gsc Pvt Ltd	4.25%	6/21/2018
21 UBS Securities LLC	4.25%	6/22/2018
22 University Jorge Tadeo Lozano	4.00%	6/21/2018
Tasa	Obs.	Prob.
4.00%	1	5%
4.25%	21	95%
Tasa Esperada Ponderada		4.24%

Cuadro A1.2. Resultados Encuesta de Expectativas de Citibank de Junio del 2018

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
AdCap	4.25%	4.25%
Alianza Valores	4.25%	4.25%
Anif	4.25%	4.25%
Asobancaria	4.25%	4.25%
Axa Colpatria	4.25%	4.25%
Banco Agrario	4.25%	4.25%
Banco Davivienda	4.25%	4.25%
Banco de Bogotá	4.25%	4.25%
Banco de Occidente	4.25%	4.25%
Banco Popular	4.25%	4.25%
Bancoldex	4.25%	4.25%
BBVA	4.25%	4.25%
BTG Pactual	4.25%	4.25%
Camacol	4.25%	4.25%
Casa de Bolsa	4.25%	4.25%
Cede	4.25%	4.25%
Citibank	4.25%	4.25%
Colfondos	4.25%	4.25%
Continuum Economics	4.25%	4.25%
Corficolombiana	4.25%	4.25%
Credicorp Capital	4.25%	4.25%
Deutsche Bank	4.25%	4.25%
Fedesarrollo	4.25%	4.25%
Fidubogotá	4.25%	4.25%
Fiduprevisora	4.25%	4.25%
Grupo Bancolombia	4.25%	4.25%
Grupo Bolívar	4.25%	4.25%
JP Morgan	4.25%	4.25%
Positiva	4.25%	4.25%
Protección	4.25%	4.25%
Ultraserfinco	4.25%	4.25%
Promedio	4.25%	4.25%
Mediana	4.25%	4.25%
STDV	0.00%	0.00%
Máximo	4.25%	4.25%
Mínimo	4.25%	4.25%

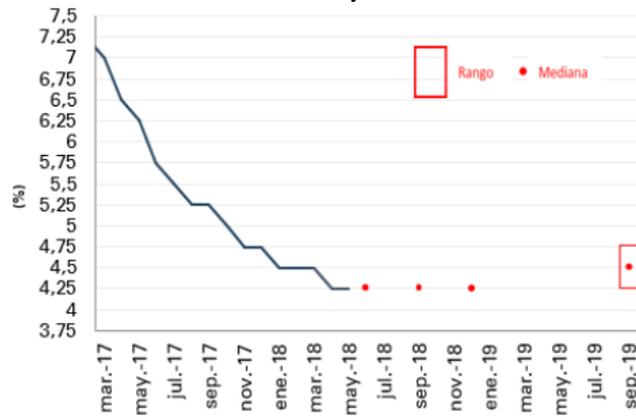
RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.00%	0%	0
4.25%	100%	31
4.50%	0%	0
Total	100%	31

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.00%	0%	0
4.25%	100%	31
4.50%	0%	0
Total	100%	31

Cuadro A1.3. Encuesta de Expectativas del Citibank Sobre Inflación

Participantes	2018	2019
Alianza Valores	3.54%	3.10%
Anif	3.34%	3.47%
Asobancaria	3.10%	3.00%
Axa Colpatría	3.34%	3.00%
Banco Agrario	3.25%	3.04%
Banco Davivienda	3.38%	
Banco de Bogotá	3.30%	3.01%
Banco de Occidente	3.42%	3.76%
BBVA	3.14%	2.78%
BTG Pactual	3.28%	3.28%
Casa de Bolsa	3.50%	3.70%
Citibank	3.10%	3.00%
Colfondos	3.54%	3.12%
Continuum Economics	3.30%	3.20%
Corficolombiana	3.30%	3.50%
Credicorp Capital	2.90%	3.30%
Fidubogotá	3.10%	3.29%
Fiduprevisora	3.35%	3.55%
Grupo Bancolombia	3.30%	3.10%
Itaú	3.20%	2.81%
Moodys Economy	3.20%	3.30%
Positiva	3.40%	3.00%
XP Securities	3.49%	3.40%
Promedio	3.29%	3.21%
Mediana	3.30%	3.16%
STDV	0.16%	0.27%
Máximo	3.54%	3.76%
Mínimo	2.90%	2.78%

Gráfico A1.1: Resultados Encuesta de Expectativas de TPM de Fedesarrollo y la BVC



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera.

Cuadro A1.4. Encuesta de Expectativas de Focus Economics Sobre Tasa de Política Monetaria para 2018 y 2019

Encuestas realizadas entre el 5 y el 11 de junio

Empresa		Estimación 2018		Estimación 2019	
1	ANIF	4,00%		4,50%	
2	Banco Davivienda	4,25%		-	
3	Banco de Bogotá	4,25%		4,25%	
4	Bancolombia	4,25%		4,75%	
5	Barclays Capital	4,25%		4,75%	
6	BBVA Research	4,00%		4,00%	
7	BMI Research	4,25%		5,00%	
8	BTG Pactual	4,00%		5,00%	
9	CABI	4,50%		5,25%	
10	Capital Economics	4,25%		5,00%	
11	Citigroup Global Mkts	4,25%		4,75%	
12	Corficolombiana	4,25%		4,75%	
13	Credicorp Capital	4,25%		5,00%	
14	Credit Suisse	4,25%		5,00%	
15	Fedesarrollo	4,00%		4,50%	
16	Goldman Sachs	4,00%		4,50%	
17	HSBC	4,25%		5,00%	
18	Itaú BBA	4,00%		4,50%	
19	JPMorgan	4,50%		-	
20	Nomura	4,00%		5,00%	
21	Positiva Compañía de Seguros	4,25%		4,00%	
22	Scotiabank	4,50%		5,25%	
23	UBS	4,25%		4,25%	
24	Ultraserfinco	4,25%		4,50%	
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.	
4,00%	7	29,17%	2	9,09%	
4,25%	14	58,33%	2	9,09%	
4,50%	3	12,50%	5	22,73%	
4,75%	0	0,00%	4	18,18%	
5,00%	0	0,00%	7	31,82%	
5,25%	0	0,00%	2	9,09%	
Media		4,21%		4,70%	
Mediana		4,25%		4,75%	

Cuadro A1.5. Encuesta de Expectativas del Focus Economico Sobre la Inflación para 2018 y 2019

Encuestas realizadas entre el 5 y el 11 de junio

Empresa		Estimación 2018	Estimación 2019
1	ANIF	3,30%	3,50%
2	Banco Davivienda	3,38%	-
3	Banco de Bogotá	3,30%	3,01%
4	Bancolombia	3,30%	3,09%
5	Barclays Capital	3,18%	3,34%
6	BBVA Research	3,14%	2,78%
7	BMI Research	3,80%	3,30%
8	BTG Pactual	3,27%	3,28%
9	CABI	4,00%	4,50%
10	Capital Economics	3,10%	3,60%
11	Citigroup Global Mkts	3,10%	3,00%
12	Corficolombiana	3,30%	3,50%
13	Credicorp Capital	2,90%	3,30%
14	Credit Agricole	3,20%	3,20%
15	Credit Suisse	3,26%	3,39%
16	Ecoanalítica	3,55%	3,07%
17	EIU	3,40%	3,20%
18	Fedesarrollo	3,50%	3,00%
19	Goldman Sachs	3,10%	3,00%
20	HSBC	3,35%	3,00%
21	Itaú BBA	3,20%	3,00%
22	JPMorgan	3,60%	3,50%
23	Kiel Institute	3,00%	3,00%
24	Moody's Analytics	3,28%	3,49%
25	Nomura	3,00%	3,00%
26	Polinomics	3,30%	3,30%
27	Positiva Compañía de Seguros	3,40%	3,00%
28	Scotiabank	3,30%	3,40%
29	Société Générale	3,74%	3,62%
30	UBS	3,60%	3,20%
31	Ultraserfinco	3,48%	3,23%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,75%-3,00%	1	3,23%	1	3,33%
3,00%-3,25%	9	29,03%	15	50,00%
3,25%-3,50%	14	45,16%	8	26,67%
3,50%-3,75%	5	16,13%	5	16,67%
3,75%-4,00%	1	3,23%	0	0,00%
4,00%-4,25%	1	3,23%	0	0,00%
4,25%-4,50%	0	0,00%	0	0,00%
4,50%-4,75%	0	0,00%	1	3,33%
4,75%-5,00%	0	0,00%	0	0,00%
Media		3,33%		3,26%
Mediana		3,30%		3,22%

Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de abril, en la cual la tasa de referencia fue recortada 25 p.b. a 4,25%, en línea con lo esperado por el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 6 p.b, 7 p.b. y -1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones de 0 p.b, 2 p.b. y 1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente. Estas desvalorizaciones reflejaron que este recorte era descontado por la mayoría de agentes del mercado.

El Dane publicó el 5 de mayo la variación del índice de precios al consumidor de abril, ubicándose en 0,46% mes a mes. Dicho resultado fue superior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,28%) y al dato extraído de la encuesta del BR (0,29%), pero inferior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2017 (0,47%). La variación anual fue 3,13%²³ (esp: 2,94%). Entre el 4 y el 7 de mayo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 4 p.b, 3 p.b. y 1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -9 p.b, -2 p.b. y 0 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 8 de mayo se publicaron las minutas de la reunión de la JDBR celebrada el 27 de abril, donde se señaló que tanto la inflación total como la básica habían evolucionado favorablemente y su reducción fue más rápida que lo anticipado, lo cual se relacionó con la reciente apreciación del peso colombiano. No obstante, se advirtió que este efecto podía revertirse en caso de evidenciar condiciones menos favorables en los precios de los *commodities* y mayor volatilidad en los mercados financieros a nivel global. En cuanto a la actividad económica los miembros indicaron que, si bien sectores como exportaciones, turismo y comercio mostraban mejoras, otros sectores como el de la construcción aún registraban una recuperación rezagada.

Ese mismo día, en línea con la recomendación del *Comité Consultivo para la Regla Fiscal* se ampliaron las metas del déficit fiscal ante un crecimiento de la economía por debajo de su potencial, que a su vez implica ingresos gubernamentales menores a los estructurales. Se amplió la estimación de la brecha del PIB frente a su potencial de -3% a -3,8% para 2018 y de -2,7% a -4% para 2019. Por su parte, el comité mantuvo la meta del déficit total para 2018 en 3,1% del PIB, mientras que para 2019 aumentó de 2,2% a 2,4% y para 2020 de 1,6% a 2,2%. Entre el 8 y el 9 de mayo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 2 p.b, 2 p.b. y 4 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -1 p.b, -1 p.b. y 1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 27 de mayo se celebró la primera vuelta de elecciones presidenciales en la que, si bien no resultó electo ningún candidato, se destacaron los resultados obtenidos por el candidato de derecha Iván Duque (39%), lo cual fue visto como positivo por varios agentes del mercado. Entre el 25 y el 28 de mayo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 0 p.b, -1 p.b. y -2 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -1 p.b, -2 p.b. y -3 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El Dane publicó el 5 de junio la variación del índice de precios al consumidor de mayo, ubicándose en 0,25% mes a mes. Dicho resultado fue inferior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,26%) y al dato extraído de la encuesta del BR (0,26%), pero por encima de la inflación registrada en el mismo mes del año 2017 (0,23%). La variación anual fue 3,16%²⁴ (esp: 3,17%). Entre el 5 y el 6 de junio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 0 p.b, -6 p.b. y -6 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años.

²³ Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2017 (4,66%).

²⁴ Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2017 (4,37%).

El 15 de junio el Ministerio de Hacienda y Crédito Público presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo para 2018 (MFMP 2018), señalando que la actividad económica muestra señales importantes de recuperación y que el Gobierno continúa el proceso de consolidación fiscal con el fin de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y, por esa vía, la estabilidad macroeconómica. Se actualizaron los supuestos macroeconómicos de la siguiente manera:

	2017	2018		2019	
		MFMP 2017	MFMP 2018	MFMP 2017	MFMP 2018
PIB (crecimiento real, %)	1,8	3,5	2,7	4,0	3,4
Inflación (fin de periodo, %)	4,1	3,0	3,3	3,0	3,0
PIB Nominal (\$ billones)	928	977	995	1047	1059
PIB Nominal (variación anual, %)	7,4	6,6	7,2	7,2	6,5
TRM (promedio anual)	2.951	2.930	2.874	2.878	3.001
Exportaciones de bienes (variación anual, %)	15,9	10,3	14,0	6,4	2,8
No tradicionales (variación anual, %)	1,9	5,2	14,3	9,4	9,4
Importaciones de bienes (variación anual, %)	2,3	5,2	5,1	6,7	3,2
Balance Cuenta Corriente (% PIB)	-3,3	-2,9	-2,8	-2,8	-2,7
Brent (Precio promedio, USD/barril)	55,0	60,0	67,0	65,0	65,0

Junto con lo anterior, la entidad pronostica un déficit fiscal consolidado de 2,2% del PIB para 2018 y de 2,1% del PIB para 2019; un déficit de cuenta corriente de 2,8% del PIB para 2018 y de 2,7% del PIB para 2019; y un recaudo tributario de \$135,2 billones en 2018 y de \$143 billones en 2019.

En cuanto a las necesidades de financiación proyectadas del Gobierno Nacional Central para 2018, la entidad indicó que estas se ubican en \$72.031 mm distribuidas en un déficit de \$30.354 mm, amortizaciones de \$16.382 mm²⁵, el pago de deuda flotante por \$3.690 mm y el reconocimiento de obligaciones por \$3.086 mm²⁶. Estas necesidades serán cubiertas en un 84% con fuentes internas y un 16% con fuentes externas. Los desembolsos totalizan \$51.507 mm, de los cuales \$43.120 mm corresponden a deuda interna y \$8.387 mm (US\$2.918 millones) provienen de créditos con la banca multilateral y otros gobiernos. Por su parte, el endeudamiento interno se compone de: i) subastas por \$31.013 mm²⁷, ii) operaciones con entidades públicas por \$9.000 mm y iii) emisiones de TES por \$3.086 mm destinados al pago de otras obligaciones, sentencias y Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). Las fuentes incluyen ajustes por causación de \$1.661 mm correspondientes a: i) la indexación causada por TES emitidos en UVR y ii) el interés causado por los bonos al momento de su colocación. Adicionalmente, el Banco de la República registró para el año 2017 utilidades por \$761 mm, que se adicionan a las fuentes de financiamiento del 2018. Entre el 15 y el 18 de junio las tasas de los TES en pesos y UVR presentaron variaciones de 1 p.b, 0 p.b. y 0 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 12 de junio se venció un TES en pesos a un año por \$2,6 billones. En el mes de mayo se pagó un cupón por \$2 billones del TES en pesos que vence en 2022, en junio se pagó un cupón por \$94 mm del TES en UVR que vence el 16 de junio del 2049 y se estima un pago de cupón por \$900 mm del TES en pesos que vence el 30 de junio del 2032. En lo corrido de junio, el monto promedio diario negociado ha sido \$8,1 billones, superior al observado el mes anterior (\$7,05 billones) y al registrado en junio de 2017 (\$5,4 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 18% a 17.6%,

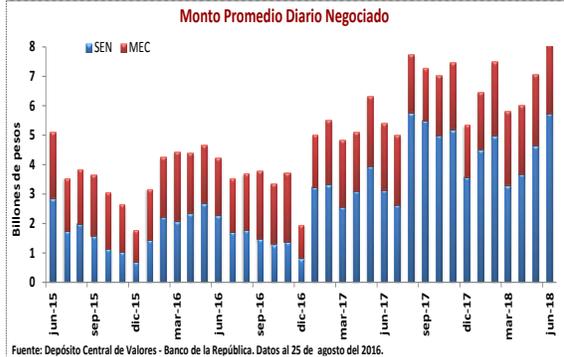
²⁵ De las cuales, \$2.885 mm (US\$1.004 millones) corresponden a deuda externa y \$13.496 mm a deuda interna.

²⁶ Correspondientes a \$300 mm de sentencias, \$500 de Caprecom y \$2.286 mm del FEPC.

²⁷ De los cuales \$3.514 mm corresponden a subastas de TES UVR de largo plazo.

seguidos por los que vencen en julio de 2020 cuya participación pasó de 11% a 13% (Gráfico A2.2).

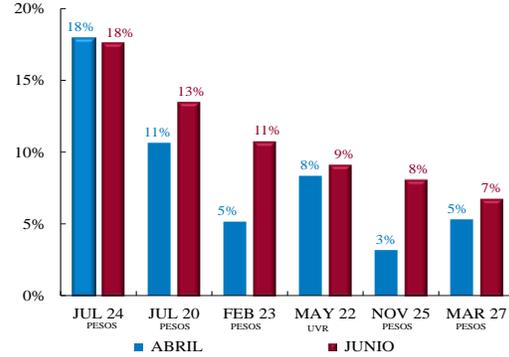
Gráfico A2.1. Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 25 de agosto del 2018.

Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 25 de junio del 2018.

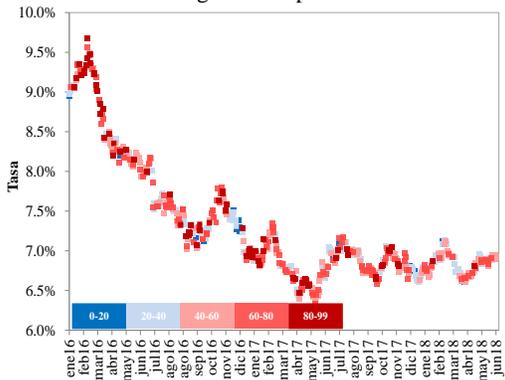
Gráfico A2.2. TES más transados*



Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

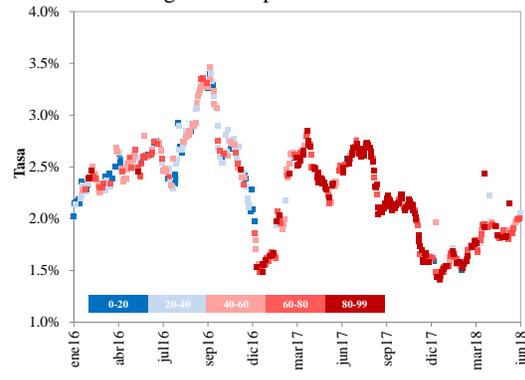
En los Gráficos 18 y 19 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 2 años). Desde el 27 de abril, los montos de negociación del título del 2024 disminuyeron y se situaron entre los percentiles 40 y 80 para la mayoría de los días. En el caso del título UVR del 2021 la mayoría de los días las negociaciones se situaron en los percentiles 60 y 99, niveles similares a los registrados en abril.

Gráfico A2.3. Tasa Cero Cupón Pesos TFIT 2024 y Volumen Negociación por Percentiles



Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.

Gráfico A2.4. Tasa Cero Cupón TUVT 2021 y Volumen Negociación por Percentiles



Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.

El *bid-ask spread* promedio en junio disminuyó frente a lo observado en abril para los TES en pesos y se ubicó en 2,99 p.b. (abril: 3,26 p.b, Gráfico A2.5), mientras que en el caso de TES denominados en UVR disminuyó pasando de 2,56 p.b. en abril a 2,2 p.b. en junio (Gráfico A2.6). La profundidad de estos mercados (Gráficos A.7 y A2.8) aumentó en \$4,8 mm para los títulos en pesos situándose en \$137,5 mm en junio (abril: \$132,2 mm). Para los TES UVR la profundidad disminuyó \$1,68 mm respecto a abril anterior y se ubicó en \$80,89 mm en junio (abril \$82,57 millones).

Gráfico A2.5. Bid-Ask spread de los TES en pesos* (p.b.)

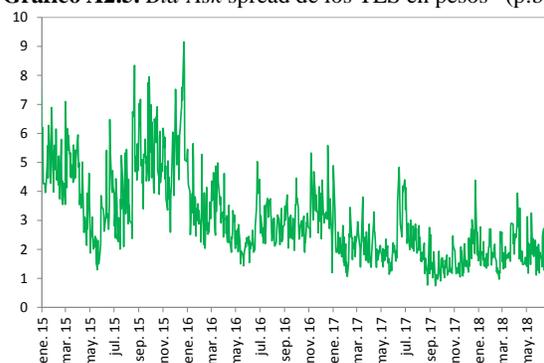
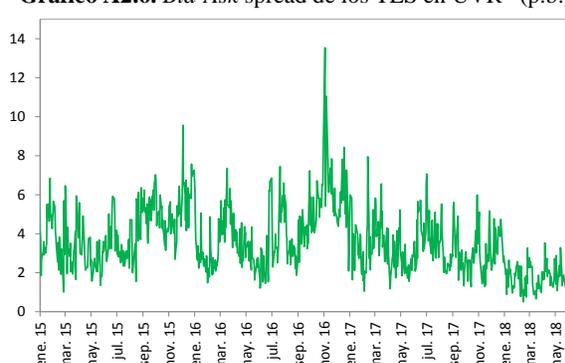


Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



Fuente y Cálculos: Banco de la República. *El bid-ask spread se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para los títulos. Total: todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. Cotización obligatoria: Títulos de cotización obligatoria. A los títulos sin posturas se le asigna el máximo bid-ask del día para los títulos que presentaron posturas.

Gráfico A2.7. Profundidad promedio TES en pesos*

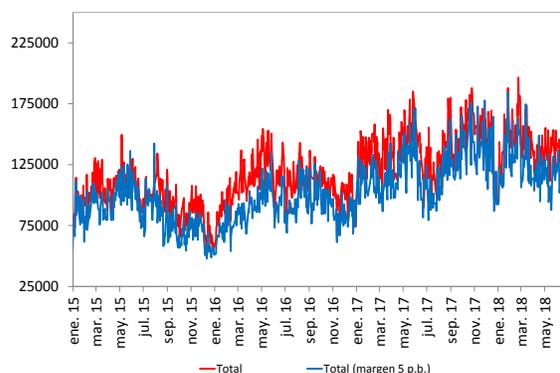
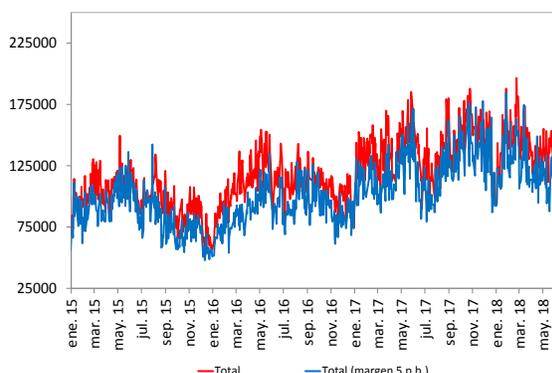


Gráfico A2.8. Profundidad promedio TES en UVR*



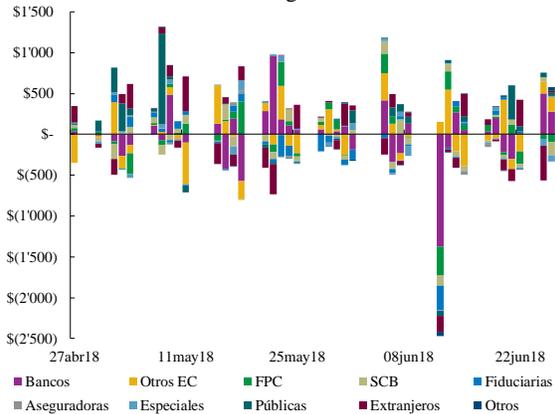
Fuente y Cálculos: Banco de la República. * Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total del mercado y las mejores posturas (en tasa) dentro de un rango de +/- 5 p.b. Total: promedio de todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. Cotización obligatoria: promedio de los títulos de cotización obligatoria. Los títulos sin posturas tienen una profundidad de 0.

Anexo 3. Inversionistas en el Mercado de Deuda Local

Desde el 27 de abril los principales agentes compradores de TES en pesos fueron las entidades públicas (\$2965 mm, principalmente en el tramo largo), los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$866 mm, tramo largo) y las corporaciones financieras (\$940 mm, tramo medio), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las sociedades fiduciarias en posición de terceros (\$419mm, tramo medio) y las sociedades comisionistas de bolsa en posición propia (\$277 mm, tramo largo).

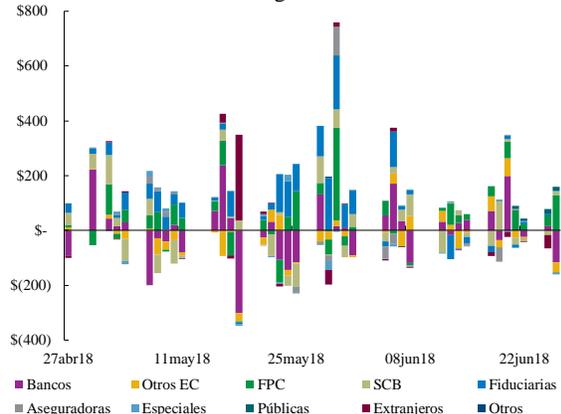
Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR han sido las sociedades fiduciarias en posición de terceros (\$1978 mm, tramo largo) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$1156 mm, tramos medio y largo), mientras que los principales vendedores fueron las corporaciones financieras (\$286 mm, tramo medio) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

Gráfico A3.1. Compras Netas de TES en Pesos por Tipo de Agente



Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

Gráfico A3.2. Compras Netas de TES en UVR por Tipo de Agente



Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

En lo corrido del 2018 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas por \$4831 mm. Adicionalmente, desde el 27 de abril realizaron compras netas por \$103 mm y \$1183 mm en los tramos corto y largo, respectivamente, al tiempo que vendieron en neto \$1022 mm en el tramo medio.

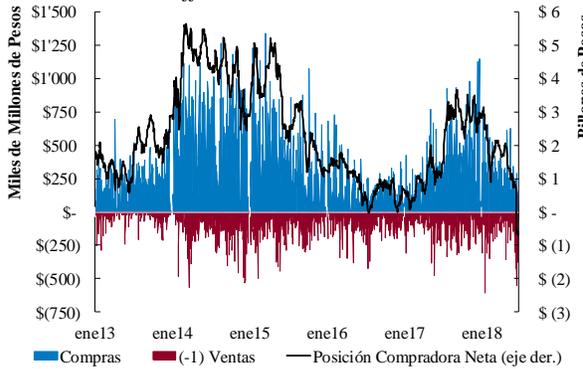
Cuadro A3.1. Compras Netas de TES en Pesos (Azul) y TES UVR (Gris)*
(Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

	Corrido 2018	Corrido 2018	Tramos Corto (0-2 años)	Tramos Medio (2-5 años)	Tramos Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramos Corto (0-2 años)	Tramos Medio (2-5 años)	Tramos Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	214	2'417	(181)	(89)	400	130	82	97	(104)	76
Compañía de Financiamiento Comercial	(2)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(138)	281	27	539	374	940	112	(393)	(5)	(286)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	74	2'698	(154)	450	774	1'069	194	(295)	(109)	(210)
Fondos de Pensiones y Cesantías	(58)	(5)	-	(34)	21	(13)	-	(4)	(1)	(5)
Propia										
Terceros	1'511	3'967	(380)	(402)	1'648	866	(272)	674	754	1'156
Pasivos Pensionales	879	3'274	(290)	(414)	1'452	748	(260)	583	819	1'142
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	1'453	3'961	(380)	(436)	1'669	853	(272)	670	753	1'152
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(501)	(122)	95	148	(520)	(277)	56	23	37	116
Propia										
Terceros	553	(14)	(17)	(149)	190	25	(4)	16	(8)	4
Extranjeros	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	52	(136)	79	(1)	(330)	(252)	53	39	29	120
Sociedades Fiduciarias	(147)	60	(24)	3	17	(4)	10	40	1	52
Propia										
Terceros	5'593	2'664	99	(1'126)	608	(419)	58	250	1'670	1'978
Extranjeros***	4'887	(215)	103	(1'076)	990	17	(14)	49	198	233
FIC	(50)	303	(66)	86	(14)	6	122	154	(0)	275
Pasivos Pensionales	1'426	411	(22)	78	83	138	(45)	73	134	162
Total Sociedades Fiduciarias	5'445	2'723	76	(1'124)	625	(423)	68	290	1'672	2'030
Compañías de Seguros y Capitalización	78	540	9	32	(80)	(39)	(13)	41	(62)	(34)
Propia										
Terceros	2	-	-	-	(1)	(1)	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	2	-	-	-	(1)	(1)	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	80	540	9	32	(80)	(39)	(13)	41	(62)	(34)
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia										
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	7'030	7'088	(217)	(1'528)	1'884	140	(164)	1'040	2'392	3'268
Total Entidades Financieras Especiales**	569	(121)	(379)	91	321	34	(33)	39	(1)	4
Total Entidades Públicas****	6'741	(48)	402	933	1'629	2'965	-	34	16	49
Otros*****	(170)	98	(3)	54	21	72	4	-	1	5
Extranjeros	(56)	-	-	53	12	66	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	14'244	9'715	(350)	0	4'630	4'280	(0)	817	2'298	3'116

Fuente: BR. Información actualizada al 26 de junio del 2018. Cabe señalar que las ventas pueden corresponder a vencimientos de TES y, para el caso de entidades públicas, a redenciones anticipadas de TES de corto plazo. * Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

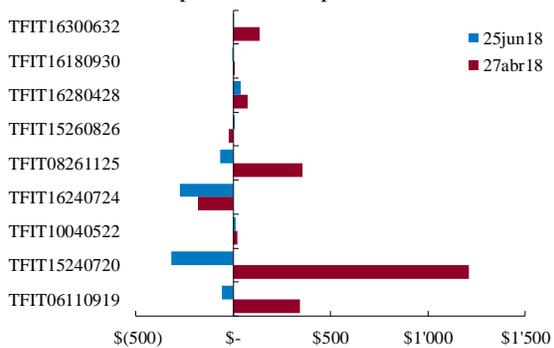
Por otra parte, los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$5917 mm y ventas por \$4572 mm²⁸, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$2596 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$1961 mm el 27 de abril a -\$635 mm el 25 de junio, alcanzando niveles mínimos históricos.

Gráfico A3.3. Compras y Ventas Pactadas de TES en pesos *Offshore* a Través de NDF



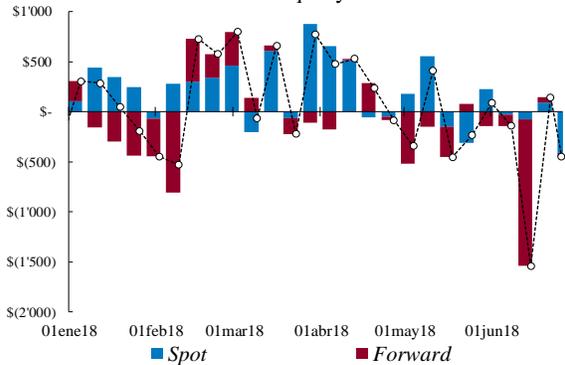
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

Gráfico A3.4. Saldo de Compras Netas *Offshore* de TES en pesos en NDF por Título



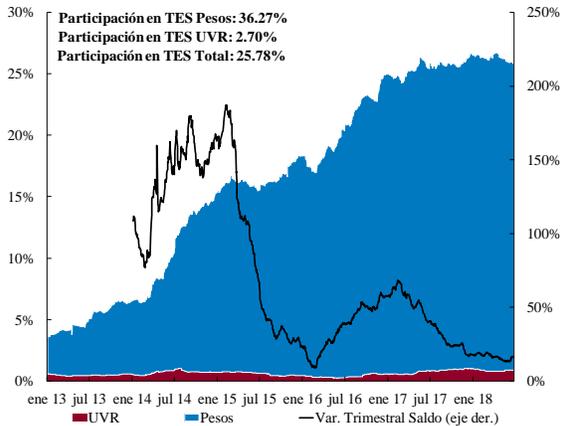
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

Gráfico A3.5. Compras Netas de TES en pesos *Offshore* en los Mercados *Spot* y *Forward*



Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos semanales.

Gráfico A3.6. Saldo de TES *Offshore* Sobre Saldo Total



Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos.

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los TES que vencen en 2026 y se redujo para las demás referencias (Gráfico A3.4). Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5, A3.6 y en el Cuadro A3.2. El Gráfico A3.5 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward*. El Gráfico A3.6 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro A3.2 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*.

Cuadro A3.2. Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

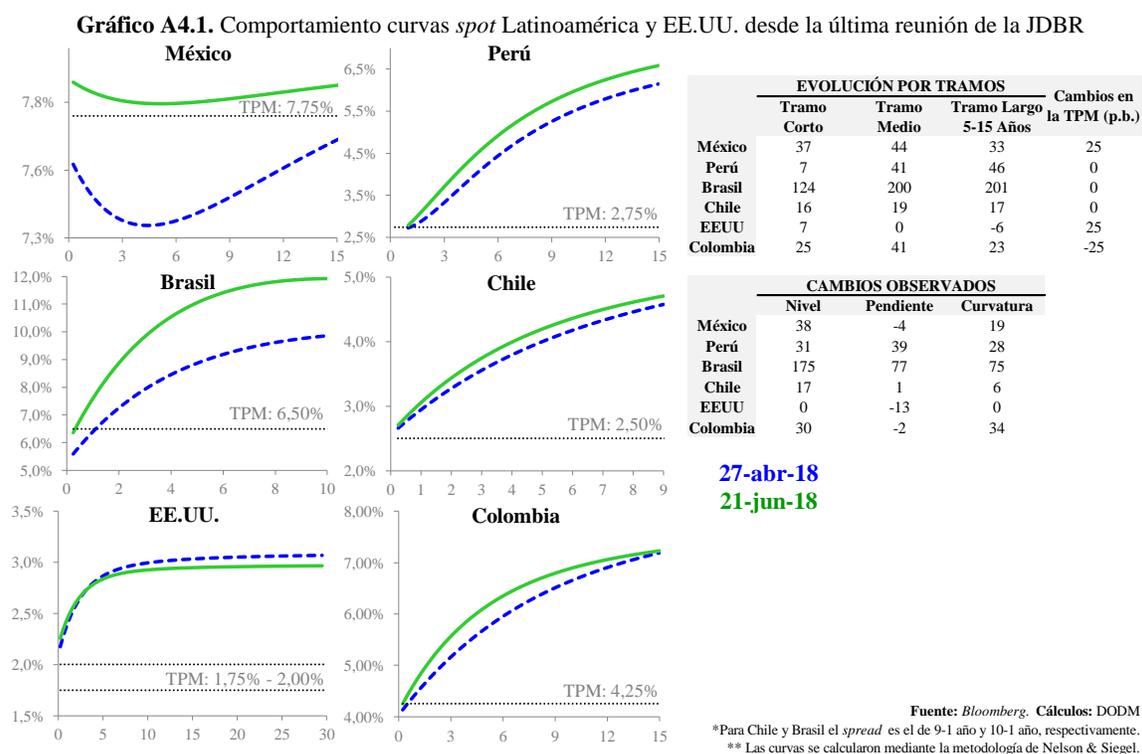
	2017			Corrido de 2018			Mar-18			Abr-18			May-18			Corrido Jun-18		
	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ 7555	\$ (2'192)	\$ 9'363	\$ 74	\$ 3466	\$ 3'541	\$ (1'095)	\$ (78)	\$ (1'173)	\$ (1'050)	\$ 191	\$ (859)	\$ 1265	\$ 944	\$ 2'209	\$ (156)	\$ 1374	\$ 1'219
Offshore	\$ 8969	\$ 2'192	\$ 11'162	\$ 4831	\$ (3'466)	\$ 1'364	\$ 1'117	\$ 78	\$ 1'195	\$ 1026	\$ (191)	\$ 835	\$ 493	\$ (944)	\$ (451)	\$ (363)	\$ (1374)	\$ (1'737)

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 25 y 26 de junio del 2018 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

²⁸ Datos actualizados al 25 de junio del 2018. Al mismo tiempo, se presentaron vencimientos en contratos de compra a futuro de TES por \$7512 y de venta por \$3571.

Anexo 4. Comportamiento de los Bonos Soberanos en Moneda Local de Países de la Región

En este periodo (27 de abril al 21 de junio de 2018), los títulos de deuda pública de la región presentaron desvalorizaciones, con excepción del tramo medio y largo de la curva de EE.UU., la cual continuó con el aplanamiento observado en los últimos meses.



Durante este periodo, el tramo corto de la curva de EE.UU. presentó desvalorizaciones que se explican por tres razones: i) por la expectativa de una política monetaria más contractiva por parte de la Fed que, en su reunión de junio, incrementó la mediana de sus proyecciones en la tasa de fondos federales para 2019 (ver anexo 5); ii) por las proyecciones de esta entidad que apuntan a la convergencia de inflación a su objetivo²⁹; y iii) por la publicación de datos económicos favorables³⁰ que soportaron las expectativas de que en los próximos años la economía estadounidense continúe fortaleciéndose.

La valorización de la parte larga de la curva de los *Treasuries* se explica por dos razones. En primer lugar, la incertidumbre política en Europa indujo a los flujos de capital a salir del mercado de deuda de países como Italia y Grecia, y ubicarse en naciones más seguras como EE.UU. y Alemania. Por último, los anuncios de medidas proteccionistas por parte del Gobierno Trump, las respuestas retaliativas por parte de varios países, las tensiones geopolíticas con Corea del Norte, y las tensiones comerciales con China, incidieron en la sustitución de posiciones en renta variable por renta fija ante las desvalorizaciones y mayor volatilidad en el mercado accionario (ver Anexo 8).

²⁹ Las proyecciones del FOMC sobre la convergencia de la inflación a su objetivo se fortalecieron: i) frente a la inflación PCE la mediana de las expectativas frente a las proyecciones de marzo ascendió para 2018 de 1,9% a 2,1%, para 2019 de 2,0% a 2,1%, y para 2020 y 2021 se mantuvo constante en 2,1% y 2,0% respectivamente; y ii) frente a la inflación PCE núcleo la mediana de estas proyecciones ascendió para 2018 de 1,9% a 2,0% y se mantuvo constante para 2019 y 2020 en 2,1%

³⁰ Durante el periodo, el dato de crecimiento anual de la economía para el 1T18 fue superior a las expectativas (obs: 2,3%; esp: 2,0%) y el dato de desempleo fue inferior a lo que esperaba el mercado (obs: 4,0%; esp: 3,9%).

Por su parte, en Brasil se observó un empinamiento con desvalorizaciones importantes en los tres tramos de la curva. Dicho comportamiento se debe a: i) la incertidumbre frente a las elecciones presidenciales de octubre de este año después de que el expresidente Lula da Silva fuera condenado por corrupción; ii) la incertidumbre política y económica asociada con la huelga de camioneros que duró once días y terminó con la renuncia del presidente de Petrobras, Pedro Parente³¹; y iii) la disminución de las expectativas de crecimiento económico, publicadas por el Banco Central de Brasil³², en línea con la publicación del PMI compuesto para mayo que se ubicó en 50,7 puntos, su menor nivel en diez meses.

En el caso de Perú, las desvalorizaciones se explicaron por la incertidumbre política frente a la capacidad del recién posesionado presidente Martín Vizcarra de consolidar una coalición con el fin de estabilizar el gasto y reducir el déficit fiscal. También fue relevante la renuncia del ministro de Economía tras intentar aumentar el Impuesto Selectivo al Consumo que gravaba las bebidas azucaradas y alcohólicas, los cigarrillos, la venta de automóviles y el combustible, y que fue resistida por un sector importante de la población. Finalmente, también fue fuente de incertidumbre la apertura de una investigación por parte de la Fiscalía del Perú a los expresidentes Toledo, Kuczynski y García por el caso Odebrecht.

La curva de Chile presentó desvalorizaciones en línea con el comportamiento de los mercados emergentes. Esta dinámica, pese a los buenos datos macroeconómicos³³ que se publicaron durante el periodo.

Por último, las desvalorizaciones de la curva en México estuvieron explicadas principalmente por la incertidumbre que generan las próximas elecciones presidenciales, las demoras y ausencia de resultados materiales en las renegociaciones del TLCAN, las repercusiones del fin de exenciones de aranceles para las importaciones de hierro y aluminio por parte de EE.UU. y la respuesta retaliativa de México ante estas medidas. Dado un 92% de probabilidad de que Andrés Manuel López Obrador sea electo presidente el próximo 1 de julio³⁴, hay incertidumbre sobre el futuro de la economía mexicana dadas sus propuestas de campaña como el retiro de México del TLCAN, la renegociación de contratos energéticos con el sector privado y la cancelación de la reforma educativa.

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes³⁵ (incluyendo Colombia) desde el 27 de abril, en lo corrido de 2018 y en los últimos 12 meses. En el periodo, todos los índices regionales disminuyeron, en mayor medida el de Medio Oriente y África (-3,8%). El índice *Total GBI-EM Global* disminuyó 2,5% y el de Colombia 0,5%.

³¹ La renuncia de Parente fue percibida negativamente por el mercado toda vez que es considerado el artífice de la recuperación de Petrobras, por lo que su renuncia provocó una contracción significativa de las acciones de la compañía.

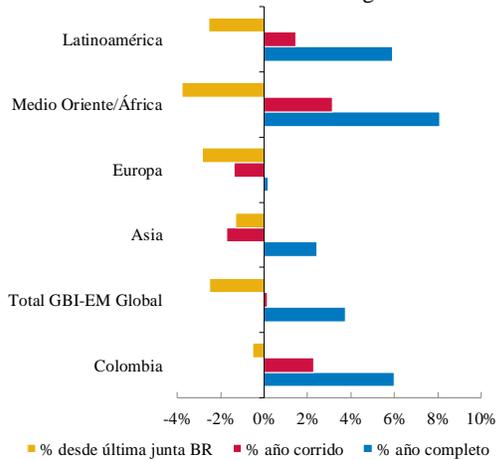
³² El Banco de Central de Brasil publicó el 4 de junio una encuesta de mercado que muestra una disminución de las expectativas de crecimiento económico para 2018, desde 2,7% cuatro semanas antes a 2,18%.

³³ El PIB de Chile para el 1T18 aumentó a 4,2% (esp: 4,0%) desde 3,3%. Además, el Índice Mensual de Actividad Económica (Imaec) – una aproximación del PIB- se ubicó en 5,9% a/a en abril, el mejor dato en cinco años.

³⁴ El 3 de junio el diario El País publicó un modelo electoral según el cual AMLO tiene una probabilidad de 92% de ganar las próximas elecciones dado el 48% de intención de voto.

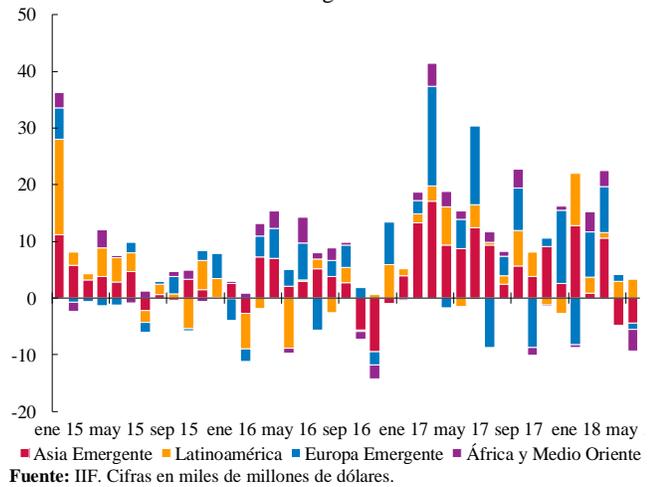
³⁵ El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

Gráfico A4.2. Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

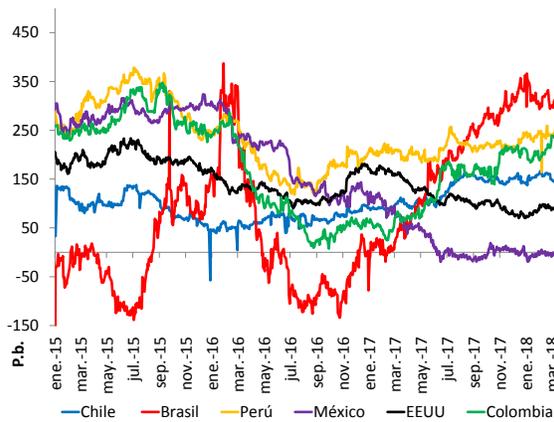
Gráfico A4.3: Flujos de Portafolio hacia Renta Fija Economías Emergentes



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

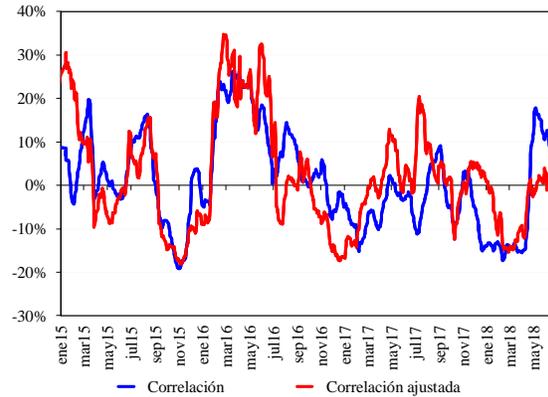
Adicionalmente, el IIF³⁶ estimó salidas de inversión de portafolio de economías emergentes en mayo por US\$12,28 mm. En particular, estimó salidas netas en los mercados de renta variable por US\$6,24 mm, y de US\$6,04 mm de los mercados de renta fija. Particularmente, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$3,34 mm (Gráfico A4.3).

Gráfico A4.4. Pendiente Curva Cero Cupón Latam y EE.UU.*



Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República. *Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es con la diferencia entre las tasas cero cupón entre 10 y 2 años.

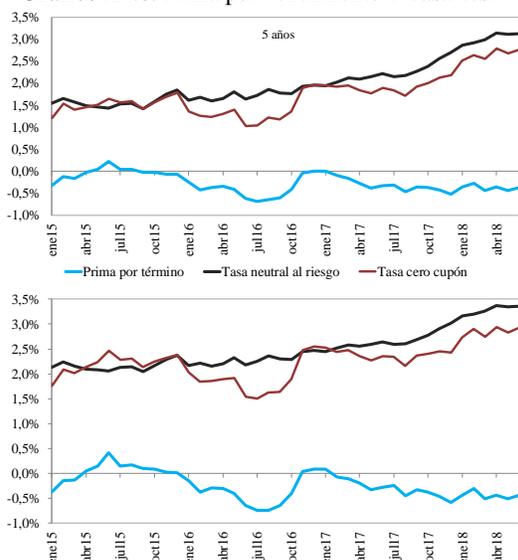
Gráfico A4.5. Correlación Pendientes Región



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

³⁶ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

Gráfico A4.6. Prima por vencimiento *Treasuries*.



Fuente y Cálculos: Fed.

El Gráfico A4.4 ilustra la diferencia entre las tasas de interés a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia aumentó levemente a 224 p.b. (ant: 222 p.b.). Las pendientes de Brasil, Perú, Chile, EE.UU. y México se sitúan en 435 p.b, 325 p.b, 133 p.b, 61 p.b. y -2 p.b, respectivamente. La pendiente de EE.UU. continúa en niveles bajos no observados desde el 2007. En el Gráfico A4.5 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha disminuido y se encuentra actualmente en -3,80%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (*VIX* y pendiente de Estados Unidos -línea roja) se encuentra en 2,64%. Esto refleja que el comportamiento de las pendientes continuó siendo explicado por factores idiosincráticos.

Por su parte, la prima por vencimiento de los *Treasuries* disminuyó 1 p.b. para 5 años y se

Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

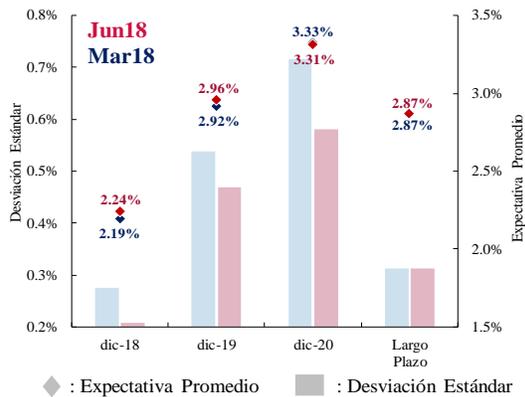
En reuniones ordinarias, los bancos centrales de Australia (1,5%), Noruega (0,5%), Nueva Zelanda (1,75%), Islandia (4,25%), Canadá (1,25%), Reino Unido (0,5%), la Zona Euro (BCE) (0%)³⁷, Suiza (-1,25%, -0,25%), Japón (-0,1%) e Israel (0,1%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. Además, el Banco Central de Inglaterra decidió continuar con sus medidas de estímulo monetario, así seguirá manteniendo un saldo de compras de £10 mm en bonos corporativos con grado de inversión y un saldo objetivo de bonos gubernamentales de £435 mm; y el de Japón mantuvo su política de tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (*Japanese Government Bonds*) a través de la compra de bonos a un ritmo anual de ¥80 trillones. Adicionalmente, la entidad señaló que continuará con las compras de ETFs (*Exchange-Traded Funds*) y J-REITs (*Japan Real Estate Investment Trust*), de tal manera que sus tenencias crezcan a un ritmo anual de ¥6 trillones y ¥90 billones, respectivamente.

Por su parte, el BCE señaló que, con relación a sus medidas no convencionales de política monetaria, continuaría con su programa de compras de activos a un ritmo mensual de €30.000 millones hasta septiembre del presente año, y que después de ese mes, dependiendo de la información futura que confirme las proyecciones de inflación de la entidad en el mediano plazo, estas compras podrían extenderse hasta diciembre del 2018 pero a un ritmo mensual de €15.000 millones, para así dar por terminado el programa de compra de activos.

En otro escenario, el 13 de junio de 2017 la Fed incrementó el rango de la tasa de interés de referencia en 25 p.b. a uno entre 1,75% y 2,00%, tal como lo anticipaba el mercado. En el comunicado que acompañó la decisión se indicó que el mercado laboral de los EE.UU. continúa fortaleciéndose y que el desempleo ha disminuido en los últimos meses, al tiempo que la actividad económica ha venido avanzando a un ritmo sólido.

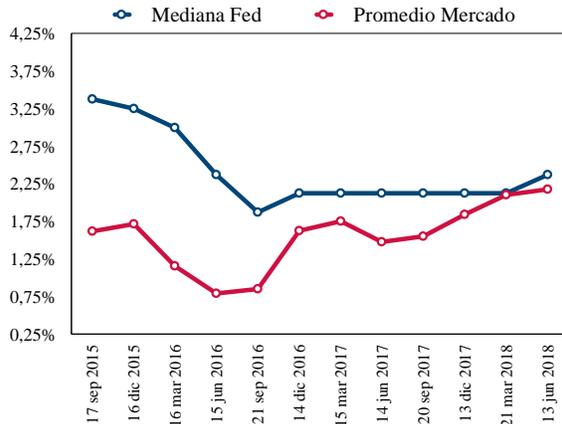
³⁷ Así mismo, mantuvo la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la tasa de depósitos en -0,40%.

Gráfico A5.1. Pronósticos de la Fed de la Tasa de los Fondos Federales (marzo y junio del 2018)



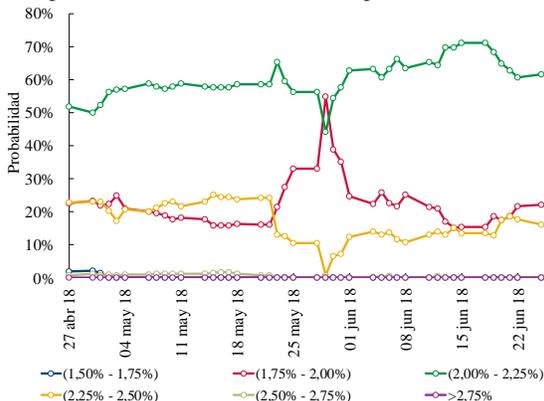
Fuente: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

Gráfico A5.2: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2018



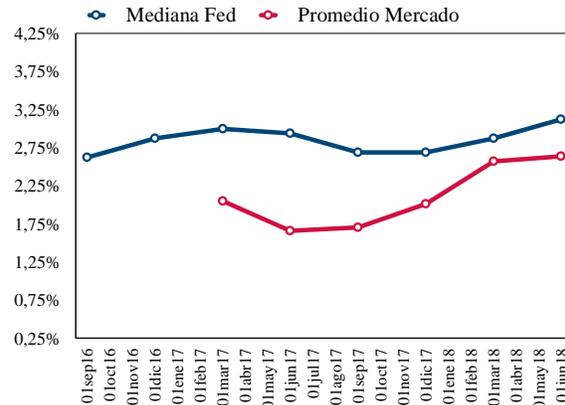
Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

Gráfico A5.4. Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de septiembre de 2018



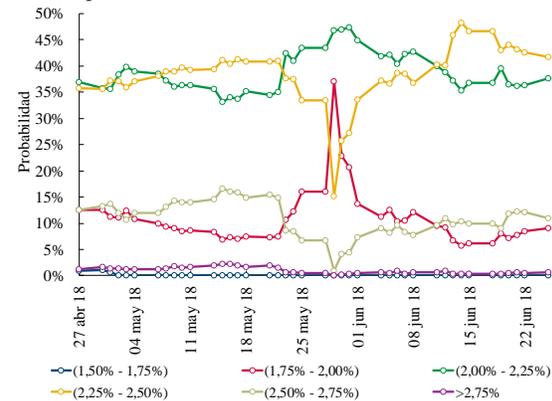
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico A5.3: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2019



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

Gráfico A5.5. Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Diciembre de 2018



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

El organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que, entre otras cifras y comparando con sus proyecciones de marzo del 2018, el punto medio de la proyección de crecimiento económico aumentó de 2,7% a 2,8% para 2018, y se mantuvo estable en 2,4%, 2,0% y 1,8% para 2019, 2020 y el largo plazo (LP), respectivamente; el punto medio de la proyección de desempleo disminuyó de 3,8% a 3,6% para 2018, de 3,6% a 3,5% para 2019 y 2020, y se mantuvo estable en 4,5% para el LP; y el punto medio de la proyección de inflación para 2018 aumentó de 1,9% a 2,1% y de 2,0% a 2,1% para 2019, al tiempo que se mantuvo inalterado en 2,1% para 2020 y 2,0% para el LP.

En cuanto a los pronósticos de diciembre del 2018 sobre la tasa de los fondos federales, en los Gráficos A5.1³⁸, A5.2 y A5.3³⁹ se observa que: i) las estimaciones promedio del FOMC y del

³⁸ En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en marzo y junio de 2018 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2018, 2019, 2020 y para el largo plazo.

mercado aumentaron para los cierres del 2018 y del 2019, y ii) las estimaciones del mercado continúan ubicándose por debajo del pronóstico del FOMC, y esta brecha aumentó entre marzo y junio del 2018. Por su parte, el escenario más probable del rango de los fondos federales para las reuniones de septiembre y diciembre son 2%-2,25% y 2,25%-2,5%, respectivamente, de tal forma que el mercado espera que tengan lugar 2 incrementos adicionales de este rango en lo que resta del año (Gráficos A5.4 y A5.5).

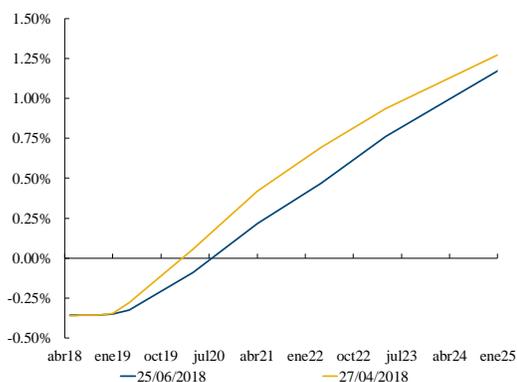
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 4T20 (abril: 1T20; Gráfico A5.6).

Países Emergentes

Los bancos centrales de Rusia (7,25%), Sudáfrica (6,5%), Malasia (3,25%), Egipto (16,75%), Hungría (0,9%), República Checa (0,75%), Polonia (1,5%), Serbia (3%), Tailandia (1,5%) y Corea del Sur (1,5%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. El Banco Central de Indonesia en dos ocasiones aumentó 25 p.b. su tasa de interés de referencia de tal manera que esta se ubica en 4,75%, en línea con lo esperado; mientras que los bancos centrales de Turquía e India las incrementaron sorpresivamente de 8% a 17,5%⁴⁰, y de 6% a 6,25%⁴¹, respectivamente. En Latinoamérica, de acuerdo con lo esperado, los bancos centrales de Perú y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 2,75% y 2,5%, respectivamente, mientras que el de México la aumentó 25 p.b. a 7,75%. El Banco Central de Brasil se reunió en dos ocasiones (16 de mayo y 20 de junio) en las cuales mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 6,5%; el mercado esperaba en mayo un recorte de 25 p.b, mientras que la decisión en junio fue anticipada. Por su parte, el Banco Central de Argentina incrementó sorpresivamente su tasa de interés de referencia en 3 ocasiones de tal manera que esta aumentó de 27,25% a 40%, indicando que lo anterior tenía por objetivo garantizar el proceso de desinflación.

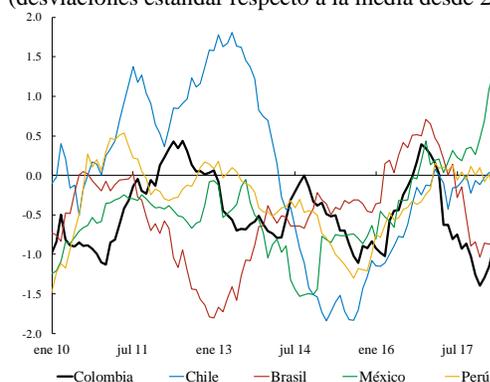
En el Gráfico A5.7 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales⁴² desde el año 2005. Se puede observar que en mayo las tasas reales de Perú, Colombia y Brasil se ubicaron por debajo de su media histórica, mientras que las de Chile y México se ubicaron por encima⁴³.

Gráfico A5.6. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A5.7. Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

³⁹ En los Gráficos A5.2 y A5.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2018 y 2019.

⁴⁰ A su vez, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) aumentó de 9,25% a 19,25%, la tasa de depósitos (*Borrowing Rate*) pasó de 7,25% a 16,25% y la tasa de endeudamiento de la ventana tardía de liquidez (4:00 pm a 5:00 pm) aumentó de 13,5% a 20,75%.

⁴¹ Además, el organismo aumentó su tasa de repo reverso de 5,75% a 6%, pero mantuvo el coeficiente de reserva de efectivo en 4%.

⁴² Deflactadas con medidas de inflación básica.

⁴³ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,75%; Chile 0,77%; Brasil 5,49%, México 1,66 y Perú 0,79%.

Anexo 6. Probabilidades de los Escenarios de Tasa de Referencia Para las Próximas Reuniones de la JDBR Estimados a Partir de Información del OIS (Bloomberg)

Cuadro A6.1. Mes Actual

TPM	jun18	jul18	sep18	oct18	dic18	ene19	mar19	abr19	jun19	jul19	sep19	oct19
7.00%												0%
6.75%											0%	1%
6.50%											1%	4%
6.25%										0%	4%	10%
6.00%									0%	4%	12%	15%
5.75%								1%	6%	14%	18%	18%
5.50%							1%	6%	15%	20%	20%	17%
5.25%						1%	9%	19%	24%	22%	18%	13%
5.00%						10%	21%	27%	24%	18%	12%	8%
4.75%			5%	23%	34%	38%	32%	20%	13%	8%	5%	
4.50%		18%	34%	39%	30%	26%	14%	9%	7%	5%	4%	
4.25%	100%	100%	82%	61%	38%	25%	5%	0%	1%	2%	3%	3%
4.00%											0%	1%

Cuadro A6.2. Abril 2018

TPM	jun18	jul18	sep18	oct18	dic18	ene19	mar19	abr19	jun19	jul19	sep19	oct19
6.75%											0%	0%
6.50%											0%	0%
6.25%										0%	0%	0%
6.00%									0%	0%	0%	1%
5.75%									0%	0%	1%	2%
5.50%								0%	1%	1%	2%	2%
5.25%								0%	1%	2%	2%	3%
5.00%								0%	1%	2%	3%	3%
4.75%							2%	3%	3%	3%	3%	3%
4.50%					1%	1%	4%	4%	3%	3%	4%	3%
4.25%	86%	69%	53%	42%	32%	25%	19%	14%	11%	9%	7%	5%
4.00%	14%	31%	45%	51%	49%	44%	37%	32%	27%	22%	17%	13%
3.75%			2%	8%	18%	28%	31%	32%	31%	28%	26%	23%
3.50%						2%	7%	12%	16%	19%	21%	22%
3.25%							0%	2%	4%	7%	10%	13%
3.00%								0%	1%	1%	3%	5%
2.75%									0%	0%	0%	1%
2.50%										0%	0%	0%
2.25%											0%	0%

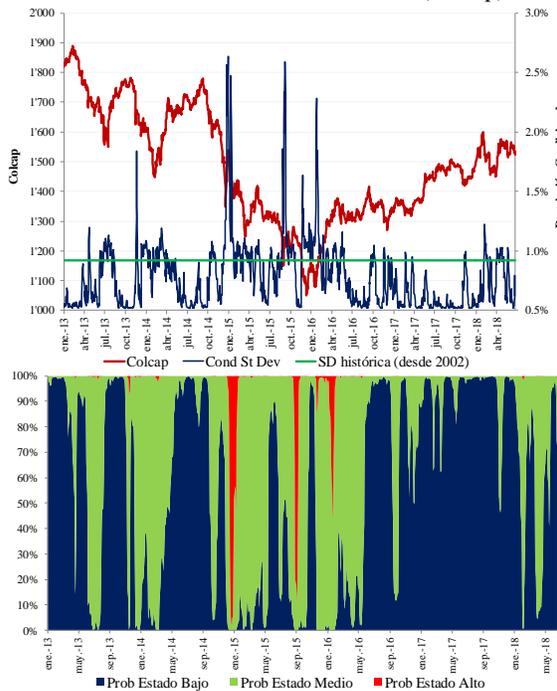
Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 60,5% de agentes espera que aumente (abril: 51,2%), mientras un 31,6% que se mantenga igual (abril: 18,4%) y un 7,9% que disminuya (abril: 28,6%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 36,2% espera que esta se mantenga estable (abril: 42,9%), un 12,8% que aumente (abril: 23,8%) y un 31,9% que disminuya (anterior: 9,5%)⁴⁴.

Entre el 27 de abril y el 26 de junio el COLCAP se desvalorizó 1,45% lo cual se explica por la desvalorización de Concreto (-15,54%), Avianca Holdings (-13,36%) y Ecopetrol (-6%). Este comportamiento estuvo en línea con el aumento de los CDS a 5 años de Colombia, las expectativas de que la OPEP aumente la oferta de petróleo y la devaluación de la tasa de cambio. Para lo corrido de junio, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó respecto al promedio de abril y mayo, y actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.1). Para lo corrido de junio, la volatilidad promedio del mercado de TES disminuyó respecto a lo observado en mayo, pero continúa por encima del promedio de abril, y continúa predominando el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.2).

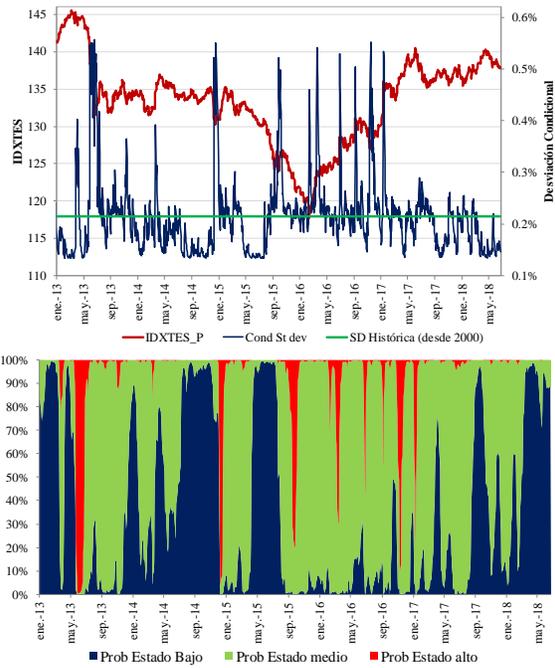
⁴⁴ Al 19,2% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (abril: 23,8%).

Gráfico A7.1. Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)



Fuente: Bloomberg. Cálculos: BR.

Gráfico A7.2. Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)

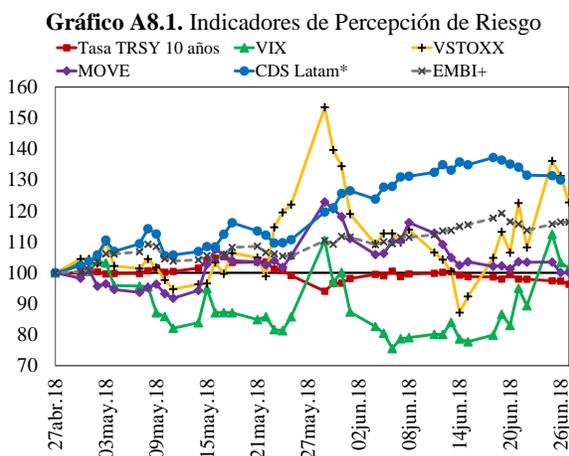


Fuente: Banco de la República. Cálculos: BR.

Los márgenes para el promedio de lo corrido del mes de mayo entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a abril de 39 p.b, -40 p.b. y -46 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento de los márgenes de las carteras preferencial y consumo se explicaron por disminuciones de las tasas activas e incrementos de las de los TES, al tiempo que el incremento en el *spread* de tesorería se explicó por un aumento de las tasas activas más pronunciado que el de las tasas de los TES. Por su parte, con información al 8 de junio los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a mayo de -21 p.b, 30 p.b. y 13 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento de los márgenes de las carteras preferencial y consumo se explica por aumentos de las tasas activas mayores que las de los TES, al tiempo que la caída en el *spread* de tesorería se explicó por una disminución de las tasas activas frente a unas tasas estables de TES.

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*⁴⁵, el *Vstoxx*⁴⁶, el *Move*⁴⁷ y el *Skew*⁴⁸ aumentó pero presentó un comportamiento volátil (Gráficos A8.1 y A8.2).



*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México
Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

Durante las últimas semanas del mes de mayo, se observó un aumento en la volatilidad esperada a corto plazo en los mercados accionarios estadounidenses y europeos debido a la incertidumbre política en Italia y España tras el ingreso al Gobierno italiano de la coalición entre los partidos *La Liga* y *Cinco Estrellas*, ambos euroescépticos, y la destitución del primer ministro español, Mariano Rajoy. La incertidumbre también estuvo asociada a las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y Corea del Norte, y los temores frente a una guerra comercial a escala mundial luego de que aumentaran las tensiones comerciales entre China y EE.UU., y éste último anunciara su decisión de eliminar las exenciones arancelarias sobre el acero y aluminio a la Unión Europea, México y Canadá. Durante las últimas semanas de junio, la volatilidad volvió a aumentar paralela a las mayores tensiones comerciales entre EE.UU. y el resto del mundo, luego de que varios países como India y la Unión Europea anunciaran una serie de medidas retaliativas a las importaciones estadounidenses y denunciaran las medidas tomadas por el Gobierno Trump ante la Organización Mundial del Comercio.

Por otro lado, la volatilidad esperada a corto plazo en el mercado de renta fija estadounidense aumentó durante las últimas semanas de mayo y primeras semanas de junio debido a la incertidumbre política en Europa que provocó una venta masiva de bonos en Italia y Grecia que aumentó la demanda de *Treasuries* en EE.UU. y llevó a que estos se valorizaran de manera significativa. También fue fuente de incertidumbre las minutas de mayo de la Fed que expresaron un lenguaje *dovish*⁴⁹ pese a que las buenas noticias económicas en EE.UU. habían aumentado las expectativas de una política monetaria *hawkish* por parte de la Fed.

⁴⁵ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

⁴⁶ El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

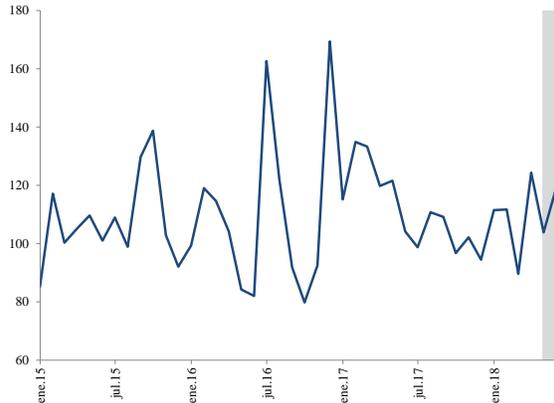
⁴⁷ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

⁴⁸ El *Skew* es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

⁴⁹ La Fed comunicó su intención de permitir temporalmente que la inflación se mantuviera por encima de la meta de 2% a/a con el fin de anclar las expectativas a largo plazo y al mismo tiempo monitorear los riesgos que enfrenta la economía frente a las tensiones entre EE.UU. y China

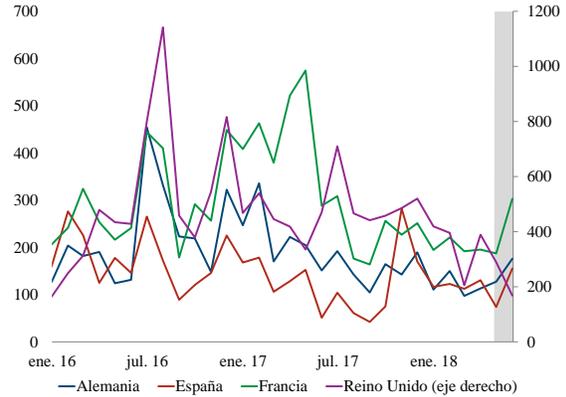
El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global aumentó desde 148 en marzo a 173 en mayo. A nivel regional, entre marzo y mayo aumentó en Europa (obs: 190; ant: 176), Francia (obs: 303; ant: 196), España (obs: 156; ant: 131) y Alemania (obs: 176; ant: 113), mientras que descendió en EE.UU. (obs: 119; ant: 124) y Reino Unido (obs: 168; ant: 389) (Gráficos A8.3 y A8.4).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica de EE.UU.



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

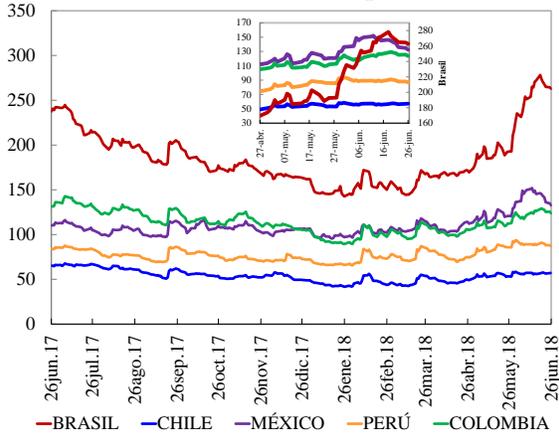
Gráfico A8.4. Incertidumbre política económica en Europa, Francia y el Reino Unido



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

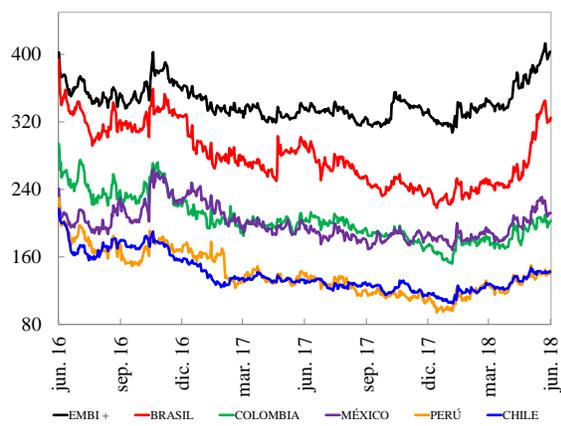
Los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI presentaron incrementos en todos los países. El CDS a 5 años aumentó 130 p.b. en Argentina, 93 p.b. en Brasil, 19 p.b. en Colombia, 20 p.b. en México, 13 p.b. en Perú y 8 p.b. en Chile. En el mismo sentido, el EMBI aumentó 140 p.b. en Argentina, 71 p.b. en Brasil, 20 p.b. en Colombia, 17 p.b. en México, 15 p.b. en Perú y 14 p.b. en Chile (Gráficos A8.5 y A8.6).

Gráfico A8.5. Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.6. EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.