



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

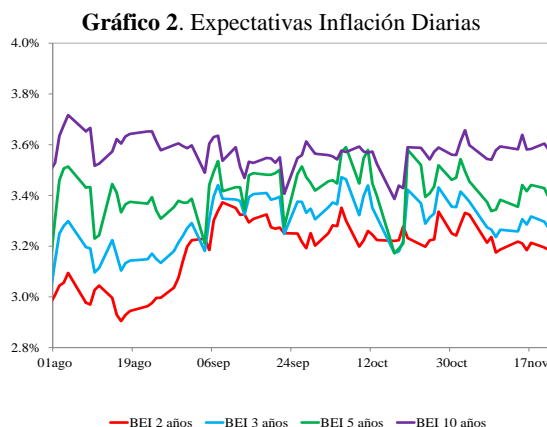
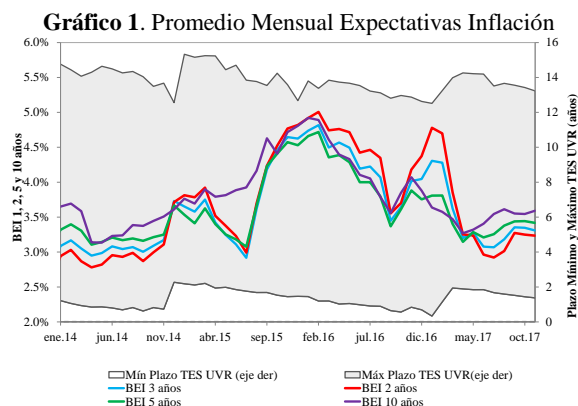
Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

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

Al comparar el comportamiento en lo corrido de noviembre¹ (hasta el 22) respecto a octubre, se observa que la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR en promedio varió -2 p.b, -4 p.b, -3 p.b y 5 p.b para la estimación a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta forma, el BEI promedio en lo corrido de noviembre se ubica en 3,23%, 3,31%, 3,42% y 3,59% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (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 2,84% (octubre: 2,84%) y para los próximos 5 años sea 3,05% (septiembre: 3,07%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años disminuyó 5 p.b. y se situó en 0,02% en noviembre, al tiempo que la de 5 años disminuyó 6 p.b. y se situó en 0,07%.

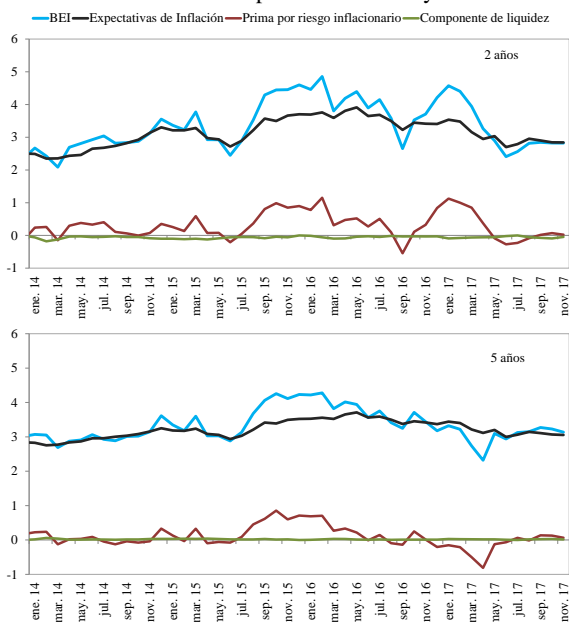
El Gráfico 4 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2018, 2019 y 2020, utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), los cuales corresponden a 3,40%, 3,51% y 3,58%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en noviembre para 2018, 2019 y 2020 fue inferior al de octubre. Adicionalmente, en el mismo gráfico se presenta el dato de inflación implícito estimado para 2017, calculado utilizando la inflación año corrido observada y el BEI para lo restante de 2017. Dado que la inflación acumulada a octubre se ubicó en 3,50% y el BEI para lo restante del año es 3,25%, la estimación de la inflación para 2017 es de 4,05%, inferior al 4,33% estimado en octubre.

¹ Desde la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -15 p.b, -16 p.b, -13 p.b. y -1 p.b. respectivamente. El 22 de noviembre se ubicaron en 3,19%, 3,27%, 3,38% y 3,60%, respectivamente.

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

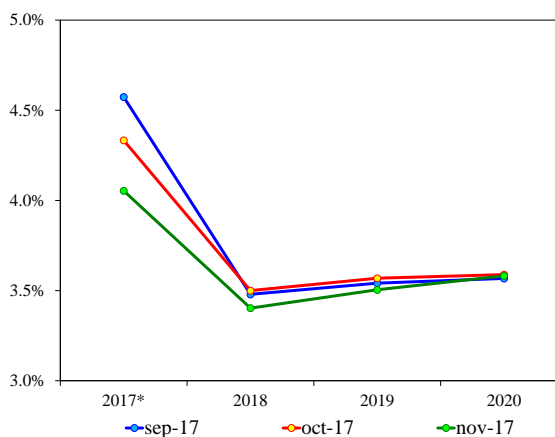
³ Utilizando la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. *Borradores de Economía*. 903. Banco de la República.

Gráfico 3. Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 4. Inflación esperada (FBEI)

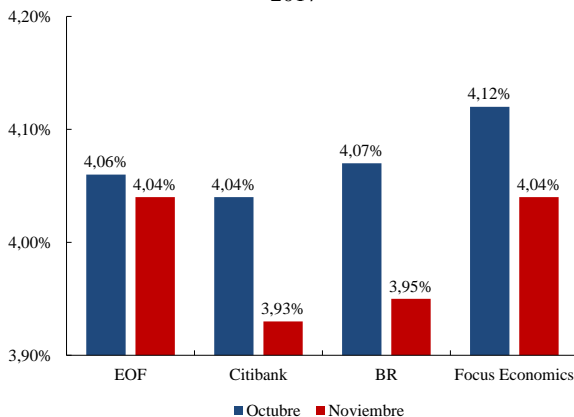


* Promedio datos mensuales. El dato de inflación implícito estimado para 2017 se construye aplicando el BEI calculado para lo restante de 2017 y la inflación año corrido observada hasta la respectiva estimación.

Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

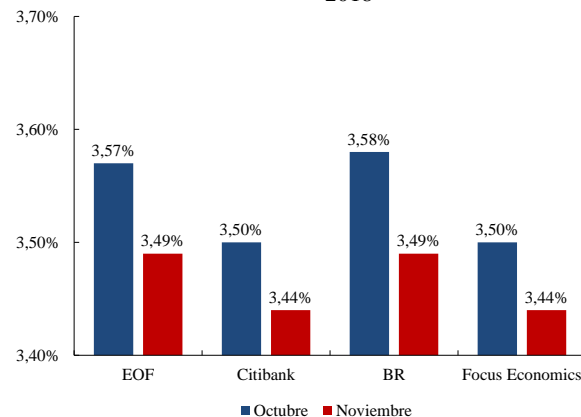
En cuanto a las encuestas de expectativas de inflación de noviembre, frente a octubre, todas las encuestas reflejan una menor inflación esperada para el cierre de 2017 y 2018. De acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR), la inflación esperada a dos años (noviembre de 2019) se ubica en 3,18%, mientras que el mes anterior la inflación esperada para octubre de 2019 era 3,37%.

Gráfico 5. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2017



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 20 de noviembre con encuestas recolectadas entre el 7 y el 15 de este mismo mes, los del Citibank el 22 de noviembre. La encuesta del BR se realizó entre el 8 y el 10 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 7 de noviembre, con encuestas entre el 31 de octubre y el 6 de noviembre.

Gráfico 6. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018

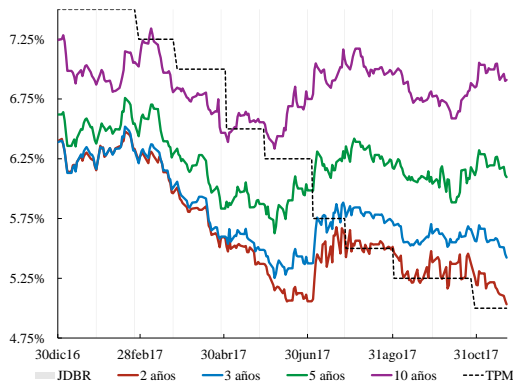


En resumen, frente al mes anterior el promedio de las encuestas de expectativas de inflación se redujo para el 2017 y 2018 de 4,07% a 3,99% y de 3,53% a 3,46%, respectivamente. Por su parte, durante el mes el BEI en promedio presentó ligeras disminuciones en los tramos corto y medio y un incremento en el largo. En noviembre, tanto encuestas como curvas de rendimiento anticipan una inflación en 2018 inferior a la de 2017.

Análisis del Breakeven Inflation⁴

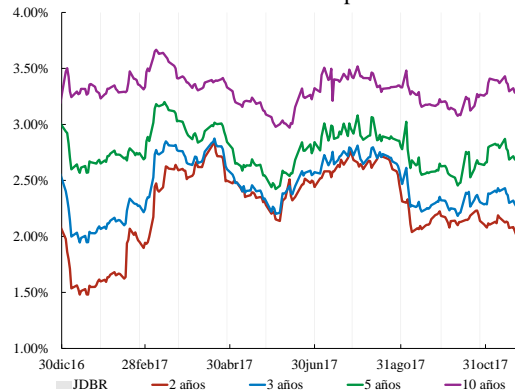
En lo corrido de noviembre, el BEI presentó ligeras reducciones respecto al mes anterior en los tramos corto y medio mientras que se incrementó en el largo plazo. Lo anterior se explicó, en el tramo corto, ante las valorizaciones de la curva en pesos mayores a las de los UVR, en el tramo medio ante las valorizaciones de la curva en pesos y las desvalorizaciones de la curva en UVR, y en el tramo largo, ante las desvalorizaciones en la curva UVR que superaron a las desvalorizaciones de la curva en pesos (Gráficos 7, 8, 9 y 10).

Gráfico 7. Tasas Cero Cupón en Pesos



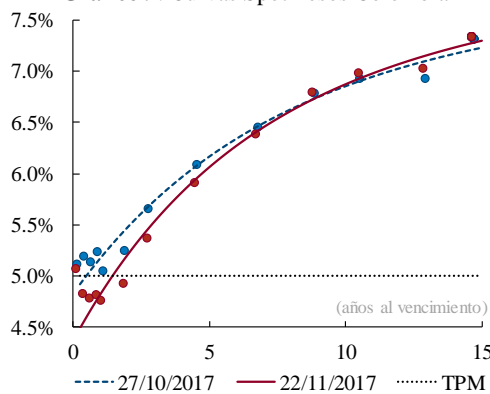
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 8. Tasas Cero Cupón en UVR



El comportamiento de los TES en pesos en la parte corta y media estuvo relacionado con el recorte de la tasa de política monetaria por parte del BR y con el dato favorable de inflación de octubre en Colombia (Anexo 2). La parte larga presentó desvalorizaciones, en línea con el comportamiento de la deuda pública de la mayoría de países en la región (Anexo 4), ocasionadas por la expectativa de aprobación por parte del Congreso de la reforma tributaria en EE.UU. y una política monetaria más contractiva por parte de la Fed durante el 2018. Con la nominación de Jerome Powell a la presidencia de la Fed se redujo la incertidumbre que se había generado en meses anteriores respecto a la continuidad en la postura de la política monetaria. En los últimos días se observaron valorizaciones ante una menor percepción de riesgo a nivel internacional. En este contexto la curva de TES en pesos se empinó.

Gráfico 9. Curvas Spot Pesos Colombia



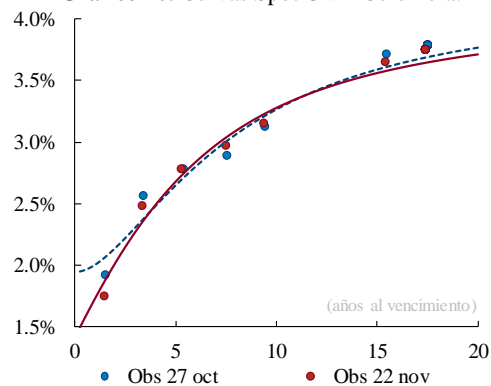
Cambios Promedio en la Curva por Plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-27	-20	-10	2

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 10. Curvas Spot UVR Colombia.



Cambios Promedio en la Curva por Plazo

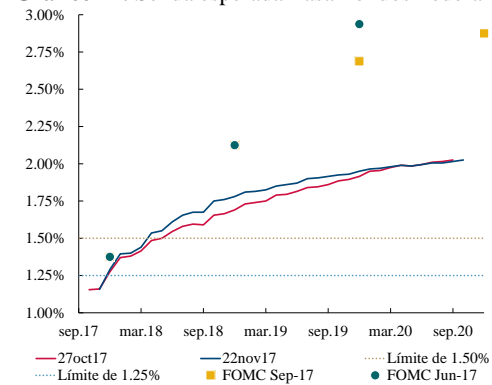
2 años	3 años	5 años	10 años
-12	-4	3	1

Cifras en puntos básicos

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

En línea con lo anterior, frente a lo observado en la última reunión de la JDBR y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre los fondos federales, se espera una senda de incrementos más empinada a la estimada en octubre. La tasa esperada para diciembre de 2017 pasó de 1,275% a 1,285% (Gráfico 11). Adicionalmente, la probabilidad de que la tasa de fondos federales de la Fed se encuentre en el nivel actual (entre 1,0%-1,25%) a final de año disminuyó de 15% a 0%, mientras que la probabilidad de que se ubique en un rango entre 1,25%-1,5% aumentó de 85% a 98,2% (Cuadro 1 y Anexo 5).

Gráfico 11. Senda esperada Tasa Fondos Federales



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 1. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed en diciembre 2017

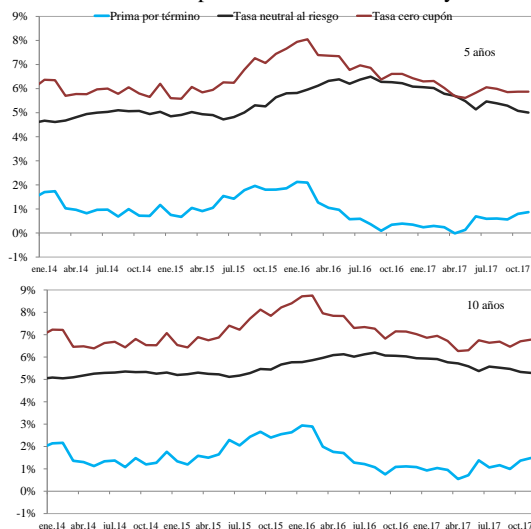
	1,00%-1,25%	1,25%-1,50%	1,50%-1,75%
23nov17	0%	92%	8%
27oct17	14,7%	85,1%	0,2%

Fuente: Bloomberg.

Durante el mes se presentó demanda de títulos denominados en pesos por parte de los bancos comerciales (\$1.655 mm), los inversionistas extranjeros (\$871 mm) y las sociedades comisionistas en posición de terceros (\$257 mm) (Anexo 3).

En cuanto a los títulos denominados en UVR, estos presentaron valorizaciones en la parte corta relacionadas con las expectativas de política monetaria y con estrategias estacionales de cobertura frente a la inflación. Los demás tramos presentaron desvalorizaciones ante la sorpresa favorable en el dato de inflación de octubre. Los principales demandantes fueron las sociedades fiduciarias en posición de terceros (\$175 mm), bancos comerciales (\$123 mm) y compañías de seguros (\$79 mm) (Anexo 3)⁵. Así, durante el periodo analizado la curva UVR registró un empinamiento, aunque inferior al de la curva en pesos.

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



Fuente y Cálculos: BR

En noviembre, la prima a término de los TES en pesos aumentó 7 p.b. a 5 años y 12 p.b. a 10 años (Gráfico 12). Por su parte, la tasa neutral al riesgo se redujo 7 p.b. para 5 años y 4 p.b. para 10 años.

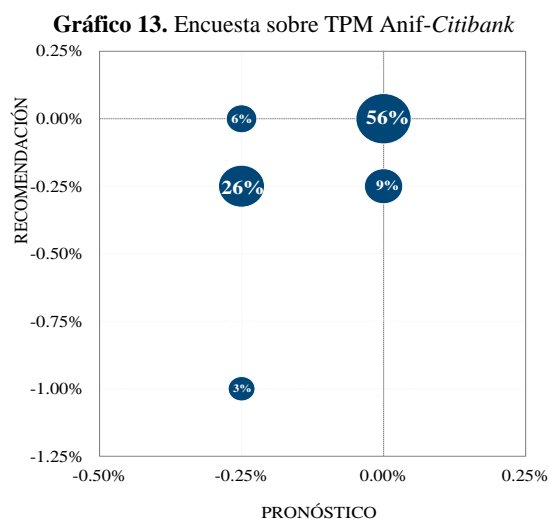
Así, en promedio, en el tramo corto y medio, el BEI se redujo levemente frente al mes anterior. Este comportamiento se explicó por el mayor empinamiento de la curva en pesos frente al de la curva en UVR ante la reducción en la TPM y un dato de inflación para el mes de octubre inferior a las expectativas del mercado. Por su parte, el BEI a largo plazo aumentó de manera marginal ante las desvalorizaciones de la parte larga de la curva de TES en pesos en respuesta a factores externos que generaron incertidumbre sobre los flujos del *offshore*, quienes participan principalmente en este mercado.

⁵ Una vez se conoció el dato de inflación, las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 3 p.b., 2 p.b. y -1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

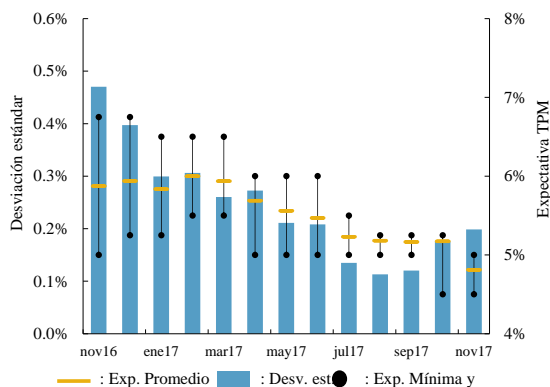
a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM)



Fuente: Encuestas de Anif y Citibank.

Anif y Citibank⁸ se encuentra que, de las 34 entidades encuestadas⁹, el 56% espera y recomienda que la tasa permanezca inalterada, el 9% espera que se mantenga inalterada pero recomienda un recorte de 25 p.b, el 6% espera un recorte de 25 p.b y recomienda que la tasa permanezca inalterada, el 26% espera y recomienda un recorte de 25 p.b y el 3% espera un recorte de 25 p.b y recomienda un recorte de 100 p.b. (Gráfico 13 y Anexo 1).

Gráfico 14. Expectativas TPM para Finales de 2017

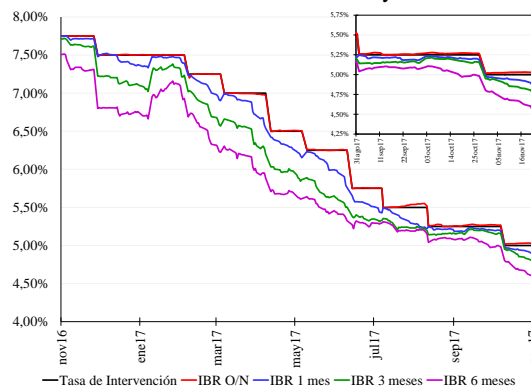


Fuente: Encuesta Citibank.

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes del mercado espera que la JDBR mantenga la tasa de interés de referencia inalterada en su reunión de noviembre.

Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia publicada el 20 de noviembre⁶, un 85,1% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada y el 14,9% restante que será reducida en 25 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg⁷, el 62% de los analistas espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de referencia y el 38% restante que la reduzca en 25 p.b. Por último, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por

Gráfico 15. Tasa de Intervención y Tasas IBR



Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

⁶ Realizada entre el 7 y el 15 de noviembre.

⁷ Actualizada el 22 de noviembre. Datos recolectados entre el 10 y el 22 de este mismo mes.

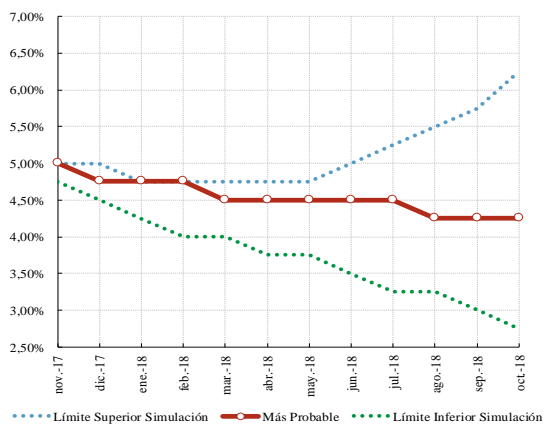
⁸ Encuestas publicadas el 20 y el 22 de noviembre, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de Citibank. En particular, en esta ocasión Banco Agrario indicó en la encuesta de Anif que recomendaba mantener las tasas inalteradas, mientras que en la encuesta de Citibank recomendó un recorte de 25 p.b; Banco de Bogotá no recomendó ninguna modificación de la tasa de referencia en la encuesta de Anif, pero en la de Citibank predijo y recomendó un recorte de 25 p.b; Por último, Casa de Bolsa predijo, en la encuesta de Anif, que la tasa se reduciría 25 p.b y recomendó mantenerla inalterada, mientras que en la del Citibank mantuvo su predicción, pero recomendó un recorte de 100 p.b.

⁹ Solo se incluyen las entidades que registraron tanto pronóstico como recomendación.

En el Gráfico 14 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2017 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*. Entre octubre y noviembre la tasa esperada se redujo desde 5,17% hasta 4,81%. 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. El día posterior a la reunión de la JDBR, las tasas del IBR a 1, 3 y 6 meses se redujeron 21 p.b, 21 p.b. y 18 p.b. El 23 de noviembre estas tasas se ubicaron en 4,82%, 4,72% y 4,49%, respectivamente. Así, frente al día posterior a la última reunión de la JDBR se presentaron reducciones de 15 p.b, 22 p.b y 30 p.b.

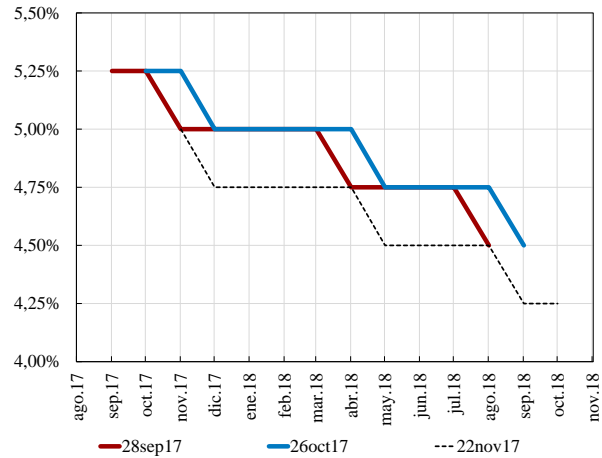
De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia permanezca inalterada en 5,0%, que se ubique en 4,75% a finales de 2017 y en 4,5% a mediados de 2018 (Gráficos 16, 17 y Anexo 6). De esta manera la senda proyectada muestra que, frente a las sendas estimadas previas a las reuniones de septiembre y octubre del 2017, en noviembre el mercado anticipa un recorte adicional de 25 p.b. de la TPM.

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 noviembre y diciembre de 2017. En estas se observa que: i) en noviembre, el promedio de las encuestas refleja expectativas de recortes de 6 p.b; ii) para el cierre de 2017, todas las encuestas son inferiores a las expectativas de octubre; y iii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2017 disminuyó desde 5,15% en octubre a 4,89% en noviembre.

Gráfico 18. Expectativas TPM para la reunión de noviembre

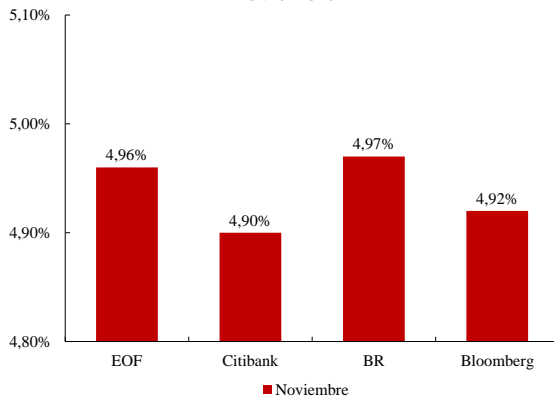
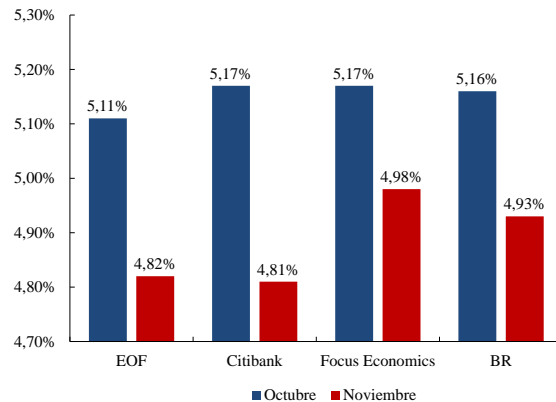


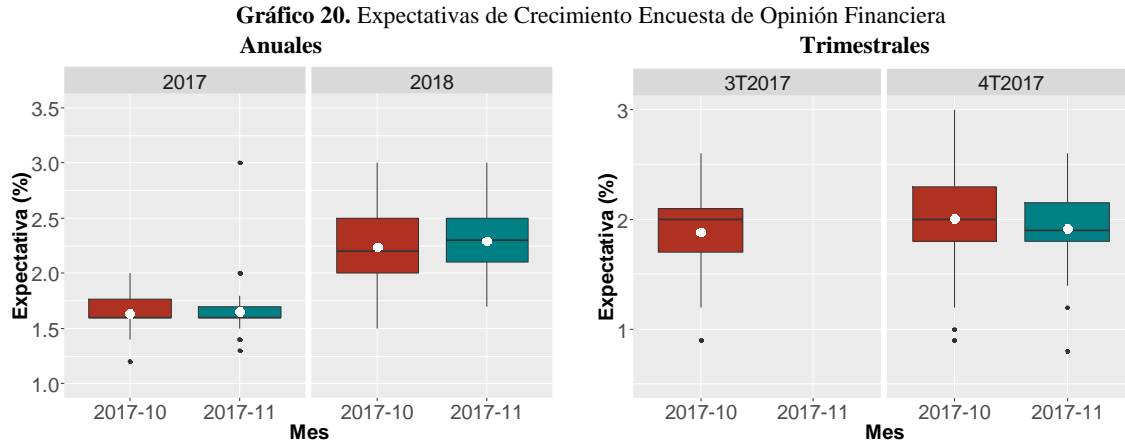
Gráfico 19. Expectativas TPM para diciembre de 2017



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 20 de noviembre con encuestas recolectadas entre el 7 y el 15 de este mismo mes, los del *Citibank* el 22 de noviembre. La encuesta del BR se realizó entre el 8 y el 10 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 7 de noviembre, con encuestas entre el 31 de octubre y el 6 de noviembre. Los datos de *Bloomberg* se actualizaron el 20 de noviembre.

b) Expectativas de Crecimiento Económico

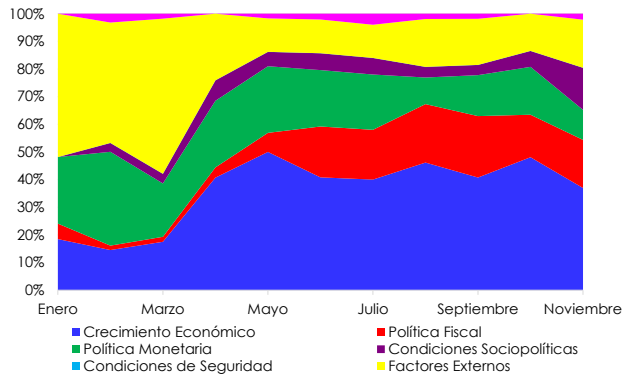
En el Gráfico 20 se observa que de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para el 4T17 a 1,91% (ant: 2,00%), mientras que aumentaron sus proyecciones para el 2017 a 1,65% (ant: 1,63%) y para el 2018 a 2,29% (ant: 2,23%).



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

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 37% resaltó el crecimiento económico (ant: 48%), un 17% la política fiscal (ant: 15%), un 11% señaló la política monetaria (ant: 17%), un 17% los factores externos (ant: 17%), un 15% las condiciones sociopolíticas (ant: 6%) y el 2% restante indicó otras razones (ant: 0%) (Gráfico 21).

Adicionalmente, los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 1 p.b. (ant: desvalorización de 6 p.b.)¹⁰.

Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una valorización cercana al 2,78% (ant: valorizaciones 1,37%)¹¹.

¹⁰ 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.

¹¹ 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.

d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

Las expectativas de crecimiento económico para 2017 aumentaron en Perú, Ecuador, Argentina, China y Alemania, descendieron en India y Sudáfrica, y se mantuvieron iguales en los demás países. Los datos de inflación de octubre resultaron inferiores a las expectativas del mercado en Perú, Brasil y Noruega, iguales en China, y superiores en los demás países. La inflación se ubica por encima del límite superior del rango meta en México (2%-4%) y Colombia (2%-4%). Las expectativas de inflación para diciembre de 2018 aumentaron en México, Brasil y Argentina, se redujeron en Perú, Ecuador e India, y se mantuvieron constantes en los demás países. En Colombia, disminuyeron las expectativas de crecimiento para 2017, el dato de inflación de octubre resultó inferior a las expectativas del mercado y la inflación proyectada para 2018 se redujo (Cuadro 2).

Cuadro 2. Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Oct. 2017**		Esperada a Diciembre 2018		Vigente	Esperada a Diciembre 2017		Últimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2017	
	Esp*	Obs	Oct. 2017	Nov. 2017		Oct. 2017	Nov. 2017	Esp*	Obs	Oct. 2017	Nov. 2017
Colombia	4,13%	4,05%	3,50%	3,45%	5,00%	5,17%	4,82%	2,10%	2,00%	1,70%	1,66%
Chile	1,60%	1,90%	2,80%	2,80%	2,50%	2,50%	2,50%	2,20%	2,20%	1,50%	1,50%
México	6,34%	6,37%	3,84%	3,85%	7,00%	7,03%	7,03%	1,60%	1,60%	2,10%	2,10%
Perú	2,51%	2,04%	2,66%	2,60%	3,25%	3,43%	3,41%	2,50%	2,50%	2,66%	2,67%
Brasil	2,76%	2,70%	4,02%	4,03%	7,50%	7,00%	7,00%	0,00%	0,30%	0,73%	0,73%
Ecuador	n.d.	-0,09%	1,98%	1,81%	5,96%	5,50%	5,35%	n.d.	3,30%	1,10%	1,88%
Argentina	n.d.	22,90%	15,52%	16,30%	28,75%	20,45%	21,25%	2,70%	2,70%	2,74%	2,85%
EE.UU.	2,00%	2,00%	2,10%	2,10%	1%-1,25%	1,48%	1,48%	2,60%	3,00%	2,20%	2,20%
India	3,43%	3,58%	4,51%	4,50%	6,00%	5,96%	5,92%	6,50%	5,70%	6,74%	6,65%
Sudáfrica	4,80%	4,80%	5,10%	5,10%	6,75%	6,60%	6,70%	0,50%	1,10%	0,80%	0,70%
China	1,80%	1,90%	2,15%	2,18%	4,35%	4,36%	4,35%	6,80%	6,80%	6,70%	6,73%
Alemania	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%	-	-	-	2,00%	2,30%	2,10%	2,20%
Noruega	1,40%	1,20%	1,90%	1,90%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,60%	1,90%	1,90%

Colombia: La inflación esperada, las exp. de crecimiento y de TPM se tomaron de la encuesta de Citibank publicada el 22 de noviembre.

Chile: Encuesta enviada el 3 de noviembre con plazo máximo de recepción el 9 de este mismo mes.

México: Encuesta publicada por el BCM el 1 de noviembre con respuestas recibidas entre el 20 y 30 de octubre. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics de noviembre.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 17 de noviembre.

Ecuador: Exp extraídas del Consensus Forecast del FocusEconomics (noviembre). 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 -Tasa de dep. entre 30 y 59 días- e inflación provienen de Focus Economics de noviembre.

EE.UU: Expectativas extraídas de *Bloomberg*.

India: Las expectativas de inflación (IPC -Promedio 2016), TPM y crecimiento son obtenidos del consensus forecast del FocusEconomics (diciembre).

Sudáfrica: Expectativas extraídas de *Bloomberg*.

China: Las expectativas de crecimiento, TPM e inflación son obtenidas de la encuesta del FocusEconomics (diciembre).

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 octubre.

***Todos los datos corresponden al 3T17, excepto Brasil, Ecuador, Argentina, India y Sudáfrica cuyo dato correspondiente al 2T17. Todos los datos corresponden al año, excepto EE.UU, el cual es anualizado respecto al trimestre, y Noruega, el cual corresponde al trimestre.

3. SENTIMIENTO Y PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

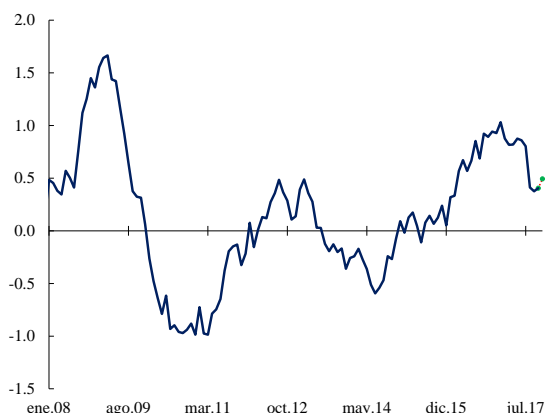
Con datos preliminares de noviembre (EOF¹², volatilidades¹³ y márgenes crediticios¹⁴), el índice de percepción de riesgo IDODM presentó un leve incremento frente al de octubre (Gráfico 22 y Anexo 7), lo cual se explica por el incremento en los márgenes de las tasas preferenciales y tesorería frente a las de los TES, el incremento en la volatilidad en el mercado accionario y el aumento esperado en el EMBI Colombia. Estos factores fueron parcialmente compensados por la menor volatilidad en los mercados de deuda pública y la menor inflación para 2017.

¹² Encuesta publicada el 20 de noviembre.

¹³ Datos al 17 de noviembre.

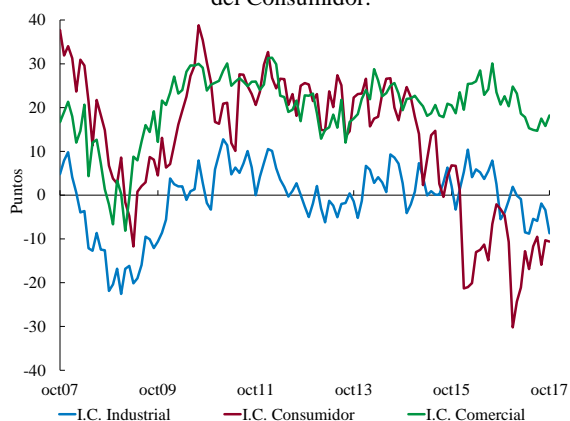
¹⁴ Datos al 10 de noviembre

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.

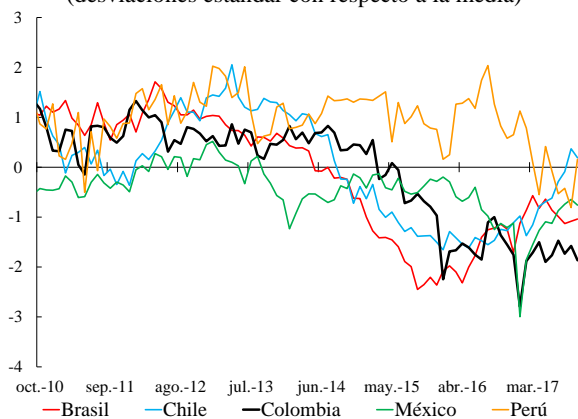


Fuente: Fedesarrollo.

Durante el mes se conoció que en septiembre: i) el crecimiento en las ventas al por menor aumentó y resultó superior a las expectativas del mercado (obs: 1,4%; esp: 1,0%; ant: 1,2%); ii) la producción industrial cayó (obs: -1,9%; esp: -1,0%; ant: -3,1%) y fue inferior a lo previsto por los agentes; iii) el crecimiento en el índice de actividad económica se redujo y estuvo por debajo de las proyecciones del mercado (obs: 1,2%; esp: 1,3%; ant: 3,1%); y iv) el crecimiento económico para el 3T17 aumentó frente al 2T17 y resultó ligeramente inferior a lo esperado por el mercado (obs: 2,0%; esp: 2,12%¹⁵; ant: 1,3%).

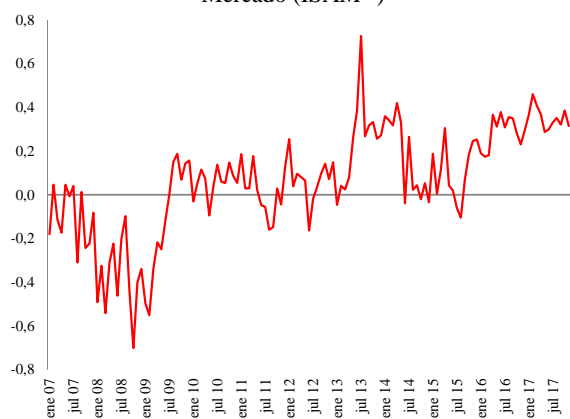
Por su parte, en octubre: i) el índice de confianza de los consumidores se redujo (obs: -10,6%; ant: -10,3%; esp: -8,5%) ante una reducción en el índice de condiciones económicas actuales (obs: -17,5%; ant: -14,1%) que no alcanzó a ser compensada por una mejora en el índice de expectativas del consumidor (obs: -6,0%; ant: -7,7%); ii) el índice de confianza industrial se redujo (obs: -8,7%; ant: -3,4%) ante menores expectativas de producción durante el próximo trimestre (obs: 7,1%; ant: 28,3%); y iii) el índice de confianza comercial aumentó (obs: 18,2%; ant: 15,8%) por una mejor percepción sobre la situación económica actual de las empresas y negocios (obs: 26,5%; ant: 28,9%) (Gráfico 23).

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



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

Gráfico 25. Indicador de Sentimiento de Analistas del Mercado (ISAM¹⁶)



Fuentes: Distintas entidades financieras que elaboran informes de estudios económicos. **Cálculos:** BR.

¹⁵ Dato extraído de Bloomberg.

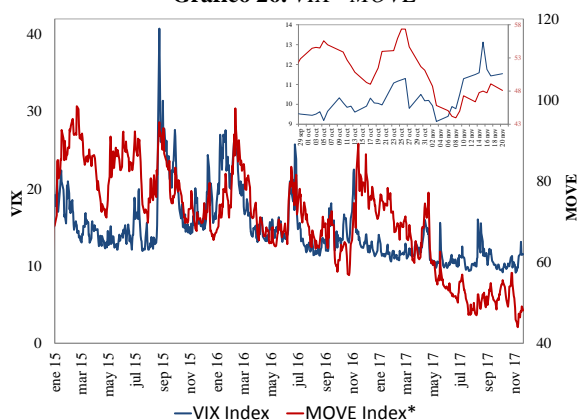
¹⁶ El ISAM es un indicador fundamentado en el análisis del lenguaje contenido en los documentos escritos por los equipos de investigaciones económicas de diferentes entidades del sector financiero. Un incremento en el índice señala una percepción más positiva.

El Gráfico 24 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de su media histórica se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre septiembre y octubre mejoraron los indicadores de Perú y Brasil, al tiempo que desmejoraron los de los demás países. Los indicadores de Brasil, Colombia y México se ubican por debajo de sus medias históricas, mientras que los de Chile y Perú se ubican por encima.

El Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) se redujo desde 0,38 en octubre a 0,31 en noviembre (Gráfico 25). Esta reducción se dio en un contexto donde los principales temas con sentimiento negativo estuvieron relacionados con el comportamiento de la producción industrial doméstica y la decisión sorpresiva de política monetaria en Colombia. Por su parte, en los temas con sentimiento positivo se resaltó la dinámica de la inflación de alimentos y el proyecto de reforma tributaria en EE.UU.

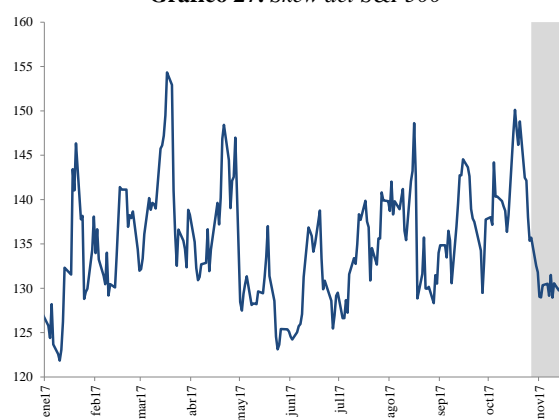
Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*¹⁷, el *Vstox*¹⁸ y el *Move*¹⁹ mantuvo sus niveles de volatilidad bajos observados en los corrido del 2017, y en el caso del *Skew*²⁰ presentó niveles bajos. Esto evidencia que, respecto al mes anterior, la volatilidad esperada continúa siendo baja y se percibe una menor probabilidad frente a la ocurrencia de un evento negativo en los mercados financieros. Los leves incrementos que se presentaron en estos indicadores estuvieron principalmente influenciados por la incertidumbre frente a la aprobación de la reforma tributaria en el Congreso de EE.UU, y en el caso particular de Europa, por el estancamiento en las negociaciones del *Brexit* entre el Reino Unido y la Unión Europea. Por último, frente a la dinámica de la percepción de riesgo en la región se observaron incrementos ligeros en el EMBI de todos los países y en los CDS a 5 años de Colombia, Brasil y México, mientras que los de Argentina y Perú se redujeron (Gráficos 26, 27 y Anexo 8).

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.

¹⁷ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

¹⁸ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

¹⁹ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *treasuries*.

²⁰ 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 22 de noviembre

	Empresa	Estimación	Fecha
1	Casa de Bolsa	4,75%	11/10/2017
2	Positiva Compania de Seguros	5,00%	11/10/2017
3	Banco de Bogota	5,00%	11/10/2017
4	Alianza Valores	5,00%	11/10/2017
5	Fiduciaria Central	5,00%	11/10/2017
6	4Cast-RGE	4,75%	11/17/2017
7	Societe Generale	5,00%	11/16/2017
8	Banco Agrario de Colombia	5,00%	11/16/2017
9	Univ Jorge Tadeo Lozano	5,00%	11/16/2017
10	BofA Merrill Lynch	5,00%	11/17/2017
11	Barclays	5,00%	11/17/2017
12	Itau Unibanco	4,75%	11/17/2017
13	BTG Pactual	5,00%	11/17/2017
14	Pantheon Macroeconomics	4,75%	11/17/2017
15	Goldman Sachs	5,00%	11/17/2017
16	UBS Securities	5,00%	11/17/2017
17	BNP Paribas	4,75%	11/21/2017
18	Acciones Y Valores	4,75%	11/20/2017
19	Adcap Colombia	4,75%	11/20/2017
20	Deutsche Bank Securities	4,75%	11/21/2017
21	Finagro	5,00%	11/21/2017
22	XP Securities	4,75%	11/21/2017
23	Ultraserfinco	5,00%	11/21/2017
24	Banco Mizuho	5,00%	11/21/2017
25	Fiduciaria de Occidente	4,75%	11/21/2017
26	Credicorp Capital	5,00%	11/22/2017

Tasa	Obs.	Prob.
4,75%	10	38%
5,00%	16	62%
Tasa Esperada Ponderada		4,90%

Cuadro A1.2. Resultados Encuestas de Expectativas de Anif y Citibank de Noviembre del 2017

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
AdCap	4.75%	4.75%
Alianza Valores	5.00%	5.00%
Anif	5.00%	5.00%
Asobancaria	5.00%	5.00%
Banco Agrario	5.00%	4.75%
Banco de Bogotá	4.75%	4.75%
Grupo Bancolombia	4.75%	4.75%
BBVA	5.00%	5.00%
BTG Pactual	5.00%	5.00%
Camacol	5.00%	5.00%
Casa de Bolsa	4.75%	4.00%
Cede	4.75%	4.75%
Citibank	5.00%	5.00%
Corficolombiana	5.00%	5.00%
Credicorp Capital	5.00%	4.75%
Credit Suisse	5.00%	5.00%
Deutsche Bank	4.75%	4.75%
Fedesarrollo	5.00%	5.00%
Grupo Bolivar	4.75%	4.75%
Itaú	4.75%	4.75%
Old Mutual	5.00%	5.00%
Protección	5.00%	4.75%
Ultraserfinco	5.00%	5.00%
Banco Davivienda	4.75%	4.75%
Banco de Occidente	5.00%	5.00%
Bancoldex	5.00%	5.00%
Colfondos	5.00%	5.00%
Continuum Economics	4.75%	5.00%
Fidubogotá	4.75%	4.75%
Fiduprevisora	4.75%	5.00%
JPMorgan	5.00%	5.00%
Moodys Economy	5.00%	5.00%
Positiva	5.00%	5.00%
XP Securities	5.00%	5.00%
Promedio	4.91%	4.88%
Mediana	5.00%	5.00%
STDV	0.12%	0.20%
Máximo	5.00%	5.00%
Mínimo	4.75%	4.00%

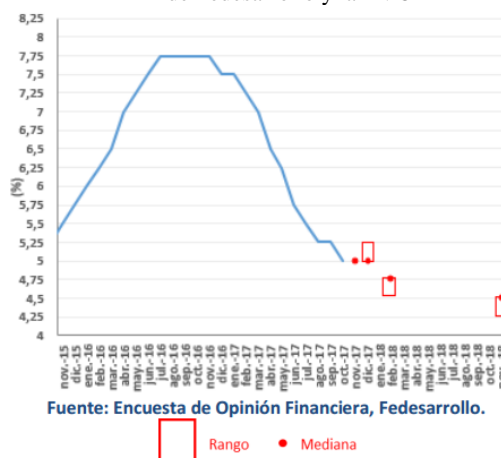
RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.00%	3%	1
4.75%	35%	12
5.00%	62%	21
Total	100%	34

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.00%	0%	0
4.75%	35%	12
5.00%	65%	22
Total	100%	34

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

Participantes	Noviembre 2017	2017	2018
AdCap	4.03%	3.89%	3.46%
Alianza Valores	4.08%	3.80%	3.50%
Anif	4.14%	4.04%	3.34%
Banco Agrario	4.06%	3.87%	3.50%
Banco Davivienda	4.07%	3.83%	4.14%
Banco de Bogotá	3.96%	3.85%	3.44%
Banco de Occidente	4.05%	4.06%	3.69%
Bancoldex	4.04%	3.91%	3.20%
BBVA	4.11%	3.96%	3.13%
BTG Pactual	4.07%	3.87%	3.30%
Casa de Bolsa	4.00%	3.90%	3.70%
Citibank	4.01%	4.00%	3.30%
Colfondos	4.04%	3.93%	3.21%
Continuum Economics	4.03%	3.95%	3.50%
Credicorp Capital	4.00%	3.86%	2.94%
Fidubogotá	4.04%	3.88%	3.28%
Fiduprevisora	4.01%	4.05%	3.63%
Grupo Bancolombia	4.00%	4.00%	3.50%
Itaú	4.07%	3.90%	3.40%
JP Morgan	4.08%	3.92%	3.80%
Moody's Economy	4.00%	3.90%	3.50%
Positiva	4.03%	3.98%	3.50%
Ultraserfinco	4.06%	4.04%	3.35%
XP Securities	3.93%	3.88%	3.30%
Promedio	4.04%	3.93%	3.44%
Mediana	4.04%	3.91%	3.45%
STDV	0.05%	0.07%	0.24%
Máximo	4.14%	4.06%	4.14%
Mínimo	3.93%	3.80%	2.94%

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 2017 y 2018

Encuestas realizadas entre el 31 de octubre y el 6 de noviembre

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,00%	1	4,17%	1	6,67%
4,25%	2	8,33%	0	0,00%
4,50%	13	54,17%	6	40,00%
4,75%	5	20,83%	3	20,00%
5,00%	2	8,33%	3	20,00%
5,25%	1	4,17%	2	13,33%
Media		4,58%		4,72%
Mediana		4,50%		4,75%

Cuadro A1.5. Encuesta de Expectativas del Focus Economico Sobre la Inflación para 2017 y 2018

Encuestas realizadas entre el 31 de octubre y el 6 de noviembre

	Empresa	Estimación 2018	Estimación 2019
1	ANIF	3,30%	3,50%
2	Banco Bradesco	3,50%	-
3	Banco Davivienda	4,15%	-
4	Banco de Bogotá	3,44%	3,01%
5	Bancolombia	3,50%	3,90%
6	Barclays Capital	3,04%	-
7	BBVA Research	3,11%	2,78%
8	BMI Research	3,80%	3,30%
9	BTG Pactual	3,30%	-
10	Capital Economics	3,20%	3,60%
11	Citigroup Global Mkts	3,30%	-
12	Corficolombiana	3,50%	-
13	Credicorp Capital	2,90%	3,30%
14	Credit Agricole	3,30%	-
15	Credit Suisse	3,40%	-
16	Ecoanalítica	3,99%	-
17	EIU	3,40%	3,20%
18	Fedesarrollo	3,50%	3,00%
19	Frontier Strategy Group	3,80%	3,20%
20	Goldman Sachs	3,50%	3,00%
21	HSBC	3,94%	3,70%
22	Itaú BBA	3,40%	3,00%
23	JPMorgan	3,90%	-
24	Kiel Institute	3,00%	-
25	Moody's Analytics	3,55%	3,41%
26	Nomura	3,00%	3,00%
27	Oxford Economics	3,40%	3,30%
28	Positiva Compañía de Seguros	3,44%	3,00%
29	Scotiabank	3,50%	3,00%
30	UBS	3,50%	-
31	Ultraserfinco	3,35%	3,00%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,75%-3,00%	1	3,23%	1	5,26%
3,00%-3,25%	5	16,13%	10	52,63%
3,25%-3,50%	12	38,71%	4	21,05%
3,50%-3,75%	7	22,58%	3	15,79%
3,75%-4,00%	5	16,13%	1	5,26%
4,00%-4,25%	1	3,23%	0	0,00%
4,25%-4,50%	0	0,00%	0	0,00%
Media		3,45%		3,22%
Mediana		3,44%		3,20%

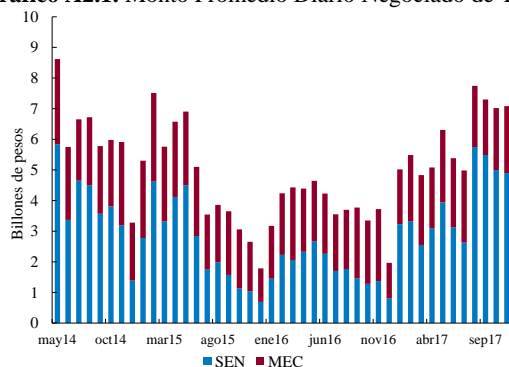
Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de octubre, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -12 p.b., -7 p.b. y -4 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones de -3 p.b. y -1 p.b. y -1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 30 de octubre, el Ministro de Hacienda, Mauricio Cárdenas, citando el Comité de Tesorería, dijo que la disponibilidad de caja en dólares indica que el gobierno «no tendrá que hacer emisiones en los mercados internacionales hasta 2019». El 31 de octubre el ministerio ejecutó una operación de manejo de deuda interna por \$1,5 billones. La operación consistió en redimir anticipadamente TES con vencimiento el 24 de octubre de 2018. Con esta medida, se reduce a \$3,4 billones el valor de la amortización de deuda prevista para octubre de 2018. En el comunicado aclaró que la redención no altera las metas de colocación de títulos TES Clase B, requeridas para las vigencias 2017 y 2018.

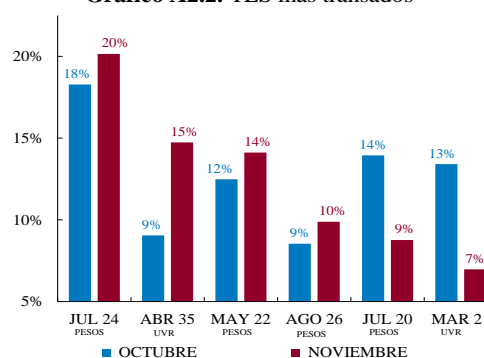
El Dane publicó el 4 de noviembre la variación del índice de precios al consumidor de octubre del 2017, ubicándose en 0,02% mes a mes. Dicho resultado fue inferior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,10%) y al dato extraído de la encuesta del BR (0,09%), pero superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2016 (-0,06%). La variación anual fue 4,05%²¹ (esp: 4,13%). Entre el 3 y el 7 de noviembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -8 p.b., -6 p.b. y -7 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 3 p.b., 2 p.b. y -1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

Gráfico A2.1. Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 23 de octubre del 2017.

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.

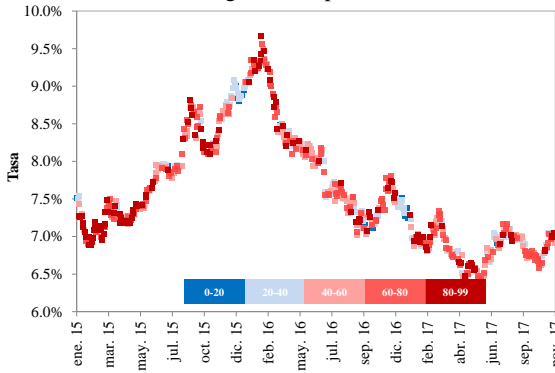
Para el mes de noviembre se pagó un cupón por \$483,4 mm del TES en pesos que vence el 21 de noviembre de 2018. En lo corrido de noviembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$7,08 billones²², superior al observado el mes anterior (\$7,02 billones) y al registrado en noviembre de 2016 (\$3,72 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% al 20%, seguidos por los que vencen en mayo de 2022 cuya participación pasó de 12% al 14% (Gráfico A2.2).

En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más transados (con vencimiento en 2024 en el caso de pesos y en 2021 para UVR). Desde la última reunión de la JDBR, los montos de negociación del título del 2024 se situaron ligeramente por encima de octubre con negociaciones entre los percentiles 60 y 100 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 80 y 99, niveles similares a los registrados el mes anterior.

²¹ Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2016 (6,48%).

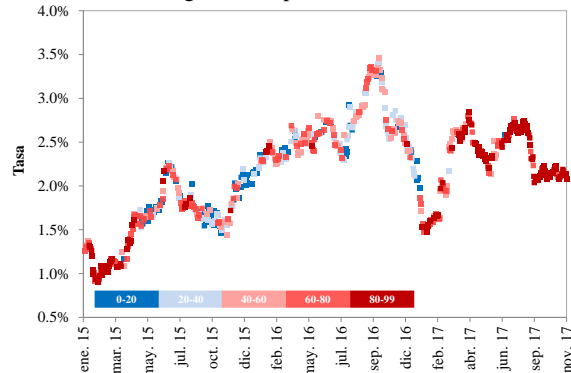
²² Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

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.

En noviembre, el *bid-ask spread* promedio aumentó tanto para TES en pesos como para TES denominados en UVR. Para los títulos de cotización obligatoria denominados en pesos, el promedio se ubicó en 1,86 p.b. (Octubre: 1,36 p.b, Gráfico A2.5), mientras que para los TES denominados en UVR se ubicó en 3,44 p.b. (Octubre: 2,39 p.b, Gráfico A2.6). La profundidad de estos mercados (Gráficos A.7 y A2.8) disminuyó en \$4,8 mm para los títulos en pesos y \$2,8 mm para los TES UVR, respecto al mes anterior. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos pasó de \$172 mm a \$167 mm, mientras que en TES UVR pasó de \$92 mm a \$87 mm.

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

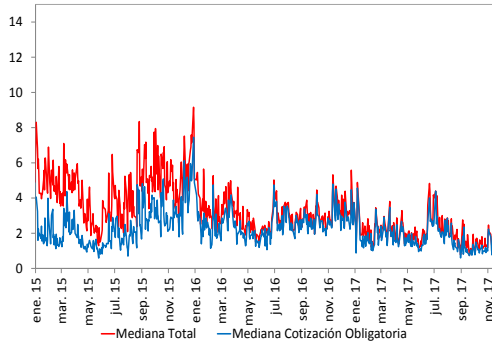
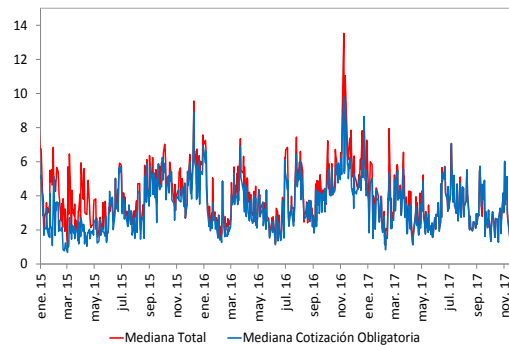


Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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*

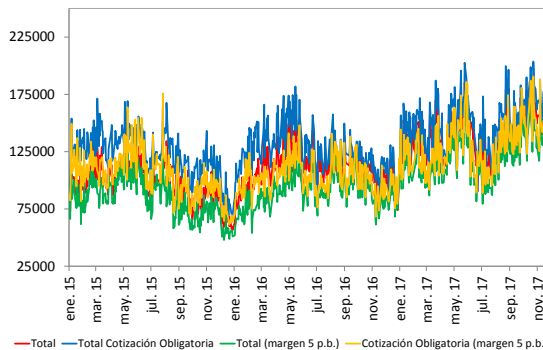
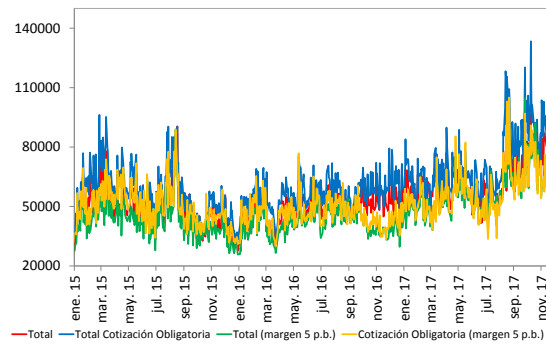


Gráfico A2.8. Profundidad promedio TES en UVR*



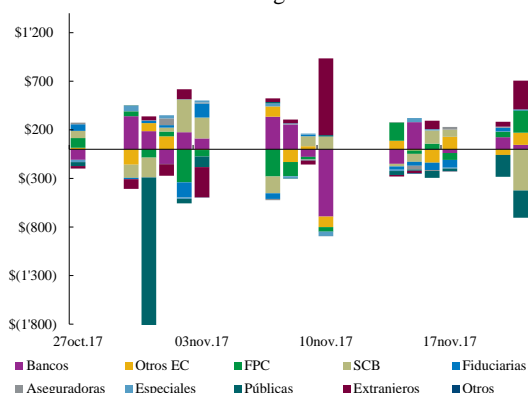
Fuente y Cálculos: Banco de la República.* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total 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 la última reunión de la JDBR los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los bancos comerciales (\$1655 mm, principalmente en los tramos corto y medio), los inversionistas extranjeros (\$871 mm, en el tramo medio) y las sociedades comisionistas de bolsa en posición de terceros (\$257 mm, en el tramo medio). Los principales vendedores netos fueron los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$495 mm, tramo medio) y las sociedades comisionistas de bolsa en posición propia (\$247 mm). Adicionalmente, el Ministerio de Hacienda ejecutó el 31 de octubre una operación de manejo de deuda interna por \$1500 mm.

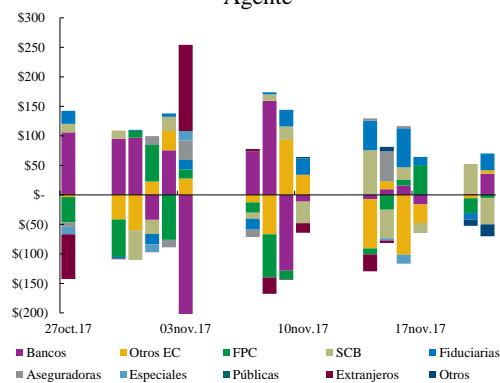
Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido las sociedades fiduciarias en posición de terceros (\$175 mm, tramo medio), los bancos comerciales (\$123 mm, tramos corto y largo) y las compañías de seguros (\$79 mm, tramo medio), mientras que los principales vendedores fueron las corporaciones financieras (\$168 mm, tramo medio) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$151 mm, tramo corto) (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 2017 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$7563 mm. Adicionalmente, desde el 27 de octubre registraron compras netas por \$725 mm en el tramo medio, al tiempo que vendieron en neto \$8 mm y \$7 en los tramos corto y largo, respectivamente.

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

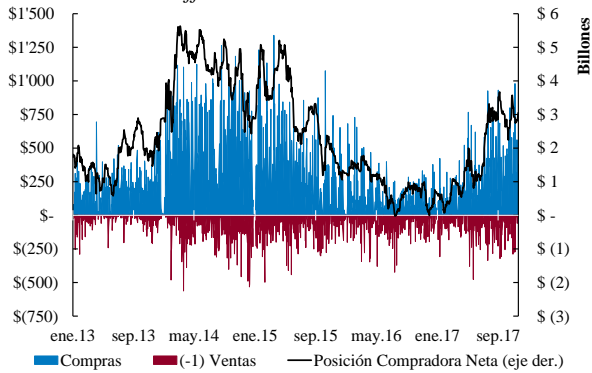
	Corrido	Corrido	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR
	2017	2017	Corto (0-2 años)	Medio (2-5 años)	Largo (>5 años)		Corto (0-2 años)	Medio (2-5 años)	Largo (>5 años)	
Bancos Comerciales	7'970	(1'812)	1'085	243	327	1'655	115	(104)	112	123
Compañía de Financiamiento Comercial	6	(0)	-	2	-	2	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(34)	(55)	281	(454)	29	(145)	(3)	(145)	(20)	(168)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	7'943	(1'867)	1'366	(209)	355	1'512	112	(248)	91	(45)
Fondos de Pensiones y Cesantías	34	7	(2)	22	40	80	-	-	-	-
Propia	1'079	3'446	(26)	(133)	(337)	(495)	(235)	4	80	(151)
Terceros	(580)	2'113	(9)	44	(304)	(268)	(227)	50	64	(112)
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	1'113	3'453	(28)	(111)	(297)	(435)	(235)	4	80	(151)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(780)	98	(27)	(317)	97	(247)	24	29	9	62
Propia	880	9	98	23	136	257	(22)	10	-	(12)
Terceros	(2)	16	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	99	106	70	(294)	234	10	2	39	9	51
Sociedades Fiduciarias	201	35	(9)	162	(5)	149	20	20	(38)	3
Propia	8'995	2'073	(76)	547	61	532	42	193	(61)	175
Terceros	7'606	1'035	(8)	748	130	871	-	88	(17)	71
Extranjeros***	387	174	52	(63)	10	(2)	40	(6)	1	35
FIC	(127)	234	(34)	(74)	27	(80)	-	(14)	(54)	(68)
Pasivos Pensionales	9'196	2'108	(85)	708	57	680	62	213	(98)	177
Total Sociedades Fiduciarias	368	(62)	12	(35)	86	63	50	-	29	79
Compañías de Seguros y Capitalización	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	369	(62)	12	(35)	86	63	50	-	29	79
Total Compañías de Seguros y Capitalización	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	10'777	5'606	(30)	269	79	318	(120)	256	20	156
Total Entidades Financieras Especiales**	(358)	(53)	(6)	93	105	192	(1)	(6)	(8)	(15)
Total Entidades Públicas****	2'045	(1'938)	(2'028)	(67)	(288)	(2'383)	-	-	-	-
Otros*****	(73)	(270)	(2)	(7)	(5)	(14)	9	1	(42)	(32)
Extranjeros	(14)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	20'333	1'477	(700)	78	246	(376)	0	3	62	64

Fuente: BR. Información actualizada al 24 de octubre de 2017. 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, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$5171 mm y ventas por \$1616 mm²³, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$267 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 \$3570 mm el 27 de octubre a \$3051 mm el 20 de noviembre de 2017.

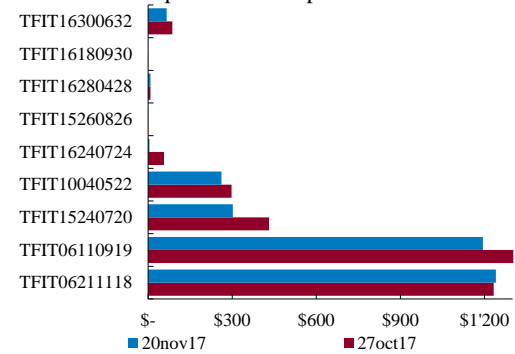
²³ Datos actualizados al 20 de noviembre de 2017.

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



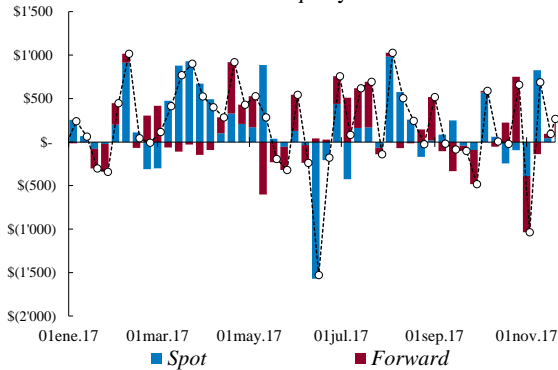
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



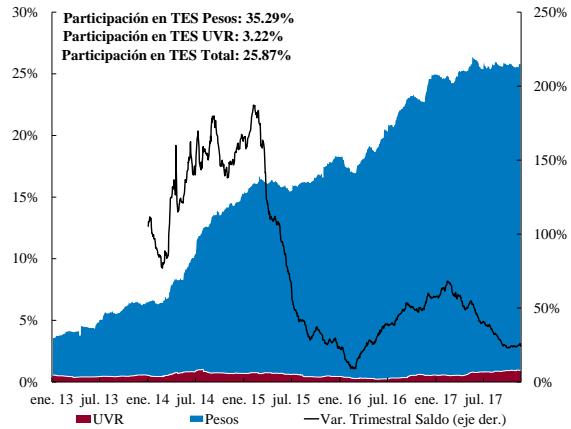
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

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 noviembre de 2018, mientras que se redujo para los demás títulos (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*.

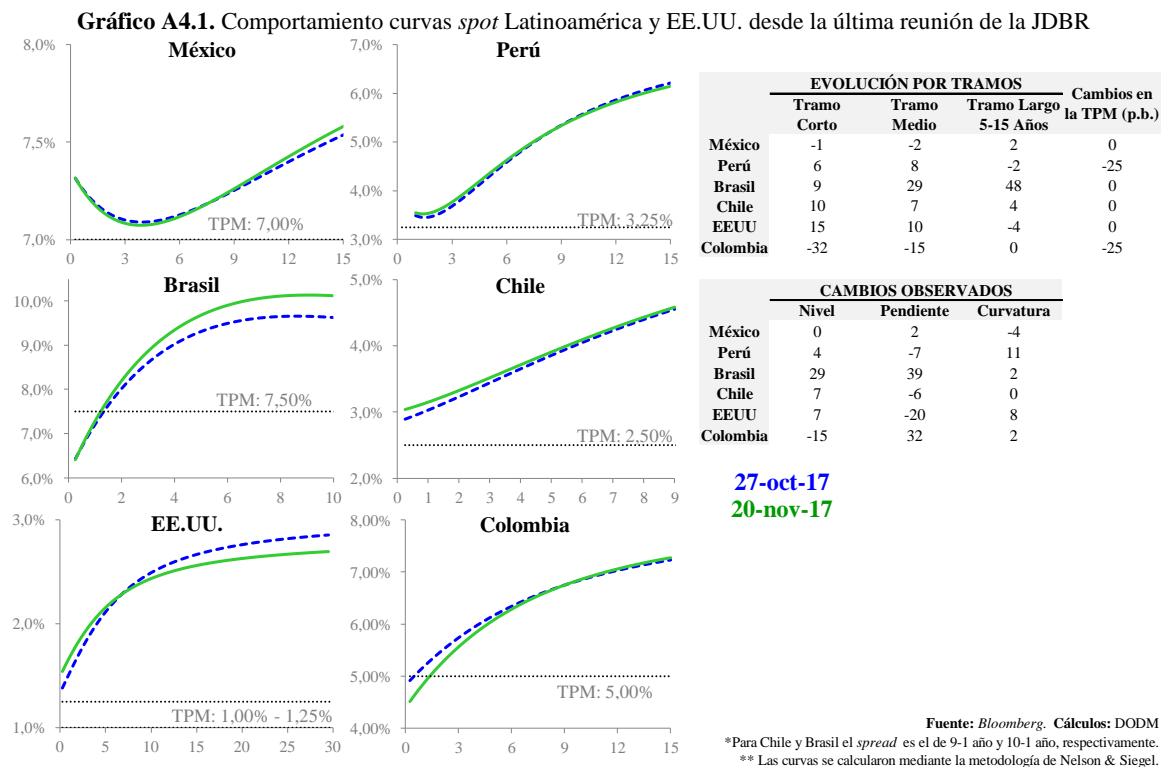
Cuadro A3.2. Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

	2016			Corrido de 2017			Sep-17			Oct-17			Corrido de Nov-17		
	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'293)	\$ 617	\$ (4'676)	\$ 8'025	\$ (2'412)	\$ 5'612	\$ (2'836)	\$ 231	\$ (2'605)	\$ 2'117	\$ (563)	\$ 1'554	\$ 944	\$ 142	\$ 1'085
Offshore	\$ 20'884	\$ (617)	\$ 20'267	\$ 7'548	\$ 2'412	\$ 9'960	\$ 275	\$ (231)	\$ 45	\$ 234	\$ 563	\$ 797	\$ 888	\$ (142)	\$ 746

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 20 y 21 de octubre del 2017 para *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*.

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

En este periodo (27 de octubre al 20 de noviembre de 2017), los títulos de deuda pública de la región presentaron desvalorizaciones, a excepción del tramo corto y medio de México y Colombia, y largo de EE.UU. y Perú. Esta dinámica estuvo explicada principalmente por el cambio en las expectativas sobre la política monetaria y fiscal en EE.UU., y eventos idiosincráticos.



Durante el periodo, la curva de rendimiento de los *treasuries* presentó un aplanamiento ante las desvalorizaciones observadas en el tramo corto y medio, y las valorizaciones del tramo largo.

Este comportamiento estuvo explicado, en primer lugar, por expectativas de una política monetaria más *dovish* en el mediano y largo plazo ante el nombramiento de Jerome Powell como presidente de la Fed; aunque algunos agentes señalan que Powell continuará con la línea de Janet Jellen, su nombramiento disipó las proyecciones de una Fed más *hawkish* ante la posibilidad de que John Taylor fuera elegido como presidente la Fed. En segundo lugar, el Departamento del Tesoro de EE.UU. indicó que no observaba una demanda significativa en el tramo largo, con lo cual las expectativas del mercado sobre emisiones en este tramo se modificaron por proyecciones de emisiones en el tramo corto y medio²⁴. En tercer lugar, el avance del proyecto de reforma fiscal en el Congreso de EE.UU. generó expectativas de una política fiscal más expansiva, que junto a la sorpresa en inflación²⁵, y el comportamiento favorable en los datos del mercado laboral²⁶ y algunos

²⁴ El 30 de octubre, Steven Mnuchin, Secretario del Tesoro, indicó que no veía demanda suficiente para llevar a cabo las emisiones a muy largo plazo que venía anunciando hace un par de meses, y que tendría mucho más sentido llevar a cabo emisiones con una duración menor y un *premium* menor.

²⁵ Para el mes de octubre el dato de inflación de 2% coincidió con las expectativas del mercado, pero la inflación núcleo, con su dato observado de 1,8%, sí resultó sorpresiva para el mercado que esperaba 1,7%.

²⁶ Durante octubre la tasa de desempleo se redujo a 4,1% y los salarios incrementaron 2,4%. Cabe agregar que aunque las nóminas no agrícolas resultaron inferiores a las expectativas del mercado (obs: 261,000; esp: 311,000), el incremento de este indicador para el mes septiembre (ant: -33,000; reest: 18,000) hizo que los agentes lo vieran como positivo.

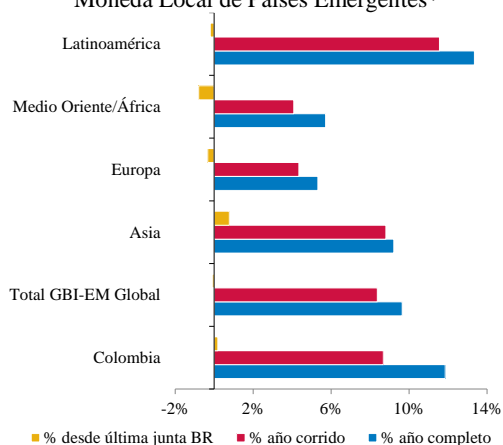
indicadores líderes de la economía estadounidense²⁷ generaron proyecciones sobre una política monetaria más contractiva durante el 2018²⁸.

Las curvas de México, Perú y Chile presentaron pocos cambios y su dinámica resultó coincidente con el comportamiento de la curva de los *treasuries*. Adicionalmente en México se conoció que durante el tercer trimestre el crecimiento del producto se vio afectado por desastres naturales²⁹. En Perú se presentó una reducción inesperada de 25 p.b. en la tasa de política monetaria³⁰ y una caída en la inflación observada³¹. Por su parte, en Chile se observó un incremento sorpresivo en la inflación³² y el crecimiento del 3T17 estuvo en línea con lo previsto por los agentes³³.

En Brasil se observaron desvalorizaciones en el tramo medio y largo ante un incremento en el déficit fiscal durante septiembre (obs: 21,2 mm de reales; ant: 9,5 mm de reales) y el hecho de que algunos agentes³⁴ consideran que la pérdida de apoyo político al Gobierno dificultará la aprobación de la reforma pensional antes de las elecciones presidenciales de 2018.

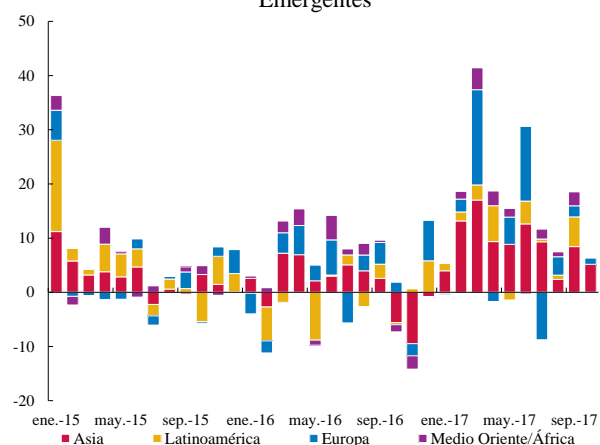
En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes³⁵ (incluyendo Colombia) desde la última reunión de la JDBR, en lo corrido de 2017 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR todos los índices regionales disminuyeron, salvo el de Asia. El índice *Total GBI-EM Global* cayó 0,1% y el de Colombia aumentó 0,2%.

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.

²⁷ La confianza de los consumidores del *Conference Board* se encuentra en sus niveles máximos desde diciembre del 2000 (obs: 125,9; ant: 120,6; esp: 122). El PMI compuesto aumentó y resultó superior a lo previsto por el mercado (obs: 54,6; ant: 54,5; esp: 54,5).

²⁸ Entre el 27 de octubre y el 17 de noviembre, la probabilidad implícita en los futuros sobre la tasa de fondos federales de que la tasa de la Fed se encuentre en junio de 2018 por encima de 1,5% pasó de 64,6% a 73,2% y la probabilidad de que se encuentre por encima de 1,75% pasó de 19,2% a 26%. De igual forma, para la reunión de septiembre de 2018 estas mismas probabilidades ascendieron desde 71,2% a 82,7% y desde el 30% hasta el 43,2%, respectivamente.

²⁹ Durante el tercer trimestre el crecimiento de la producción fue de -0,8%, con lo cual el dato anual se ubicó en 1,6%.

³⁰ En promedio el mercado esperaba que la tasa se redujera de 3,50% a 3,42%.

³¹ La inflación en octubre pasó de 2,94% a 2,04%, con lo cual estuvo por debajo de las expectativas del mercado de 2,51%.

³² La inflación en octubre ascendió desde 1,5% a 1,9%, mientras el mercado esperaba que este dato se ubicara en 1,6%.

³³ Durante el tercer trimestre el crecimiento se ubicó en 2,2%.

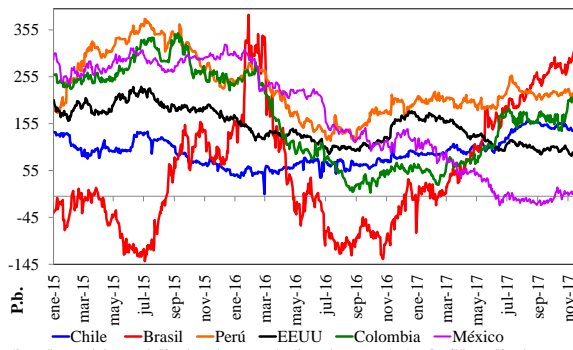
³⁴ *J.P. Morgan* y *Goldman Sachs*.

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.

Adicionalmente, el IIF³⁶ estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en octubre por US\$13,60 mm. En particular, estimó entradas netas de los mercados de renta variable por US\$7,17 mm, y de US\$6,42 mm hacia los mercados de renta fija. Específicamente para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó salidas netas por US\$0,07 mm (Gráfico A4.3).

El Gráfico A4.4 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia aumentó a 207 p.b. (ant: 173 p.b.). Las pendientes de Brasil, Perú, Chile, EE.UU. y México se sitúan en 298 p.b, 213 p.b, 145 p.b, 81 p.b. y 5 p.b, respectivamente. 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 -12,53%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos -línea roja) se encuentra en -4,33% y ha aumentado en los últimos meses aunque persiste en terreno negativo. Esto puede señalar, que el comportamiento de las pendientes continuó siendo explicado por factores idiosincráticos.

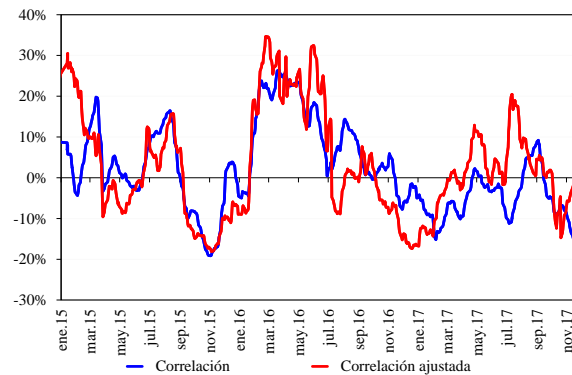
Gráfico A4.4. Pendiente Curva Cero Cupón Latam y EE.UU.*



*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 calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

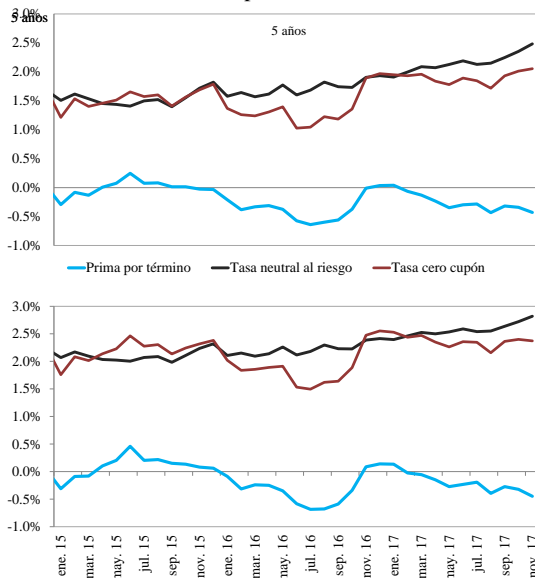
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. *Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

Gráfico A4.5. Correlación Pendientes Región



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

Gráfico A4.6. Prima por vencimiento Treasuries.



Fuente y Cálculos: Fed.

Por su parte, la prima por vencimiento de los *treasuries* se redujo 2 p.b. para 5 años y 5 p.b. a 10 años, y se situó en -0,34% y -0,32%, respectivamente. La tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó cerca de 11 p.b. para 5 y 8 p.b. para 10 años (Gráfico A4.6).

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

Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

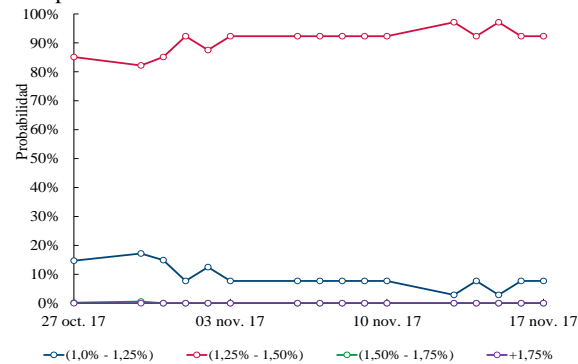
En reuniones ordinarias, los bancos centrales de Australia (1,50%) y Nueva Zelanda (1,75%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, según lo esperado por el mercado.

El 2 de noviembre el Banco Central de Inglaterra aumentó su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 0,50%, siendo el primer cambio en su tasa desde agosto de 2016, cuando la recortó 25 p.b. El resultado de la votación del Comité de Política Monetaria fue de 7-2 en favor de aumentar la tasa. Además, el Comité decidió de manera unánime continuar con sus medidas de estímulo, de manera que mantiene un saldo de compras de £10 mm en bonos corporativos con grado de inversión y un saldo objetivo de bonos gubernamentales de £435 mm.

El 31 de octubre, el BC de Japón mantuvo su tasa de interés de referencia en -0,1%, en línea con las expectativas del mercado. Para el largo plazo, se mantuvo la política de tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (Japanese Government Bonds), dando continuidad a la compra de bonos a 10 años a un ritmo anual de ¥80 trillones. Adicionalmente, el Banco Central comprará, como ya lo ha venido haciendo, ETFs (Exchange-traded funds) y J-REITs (Japan real estate investment trust) de tal manera que el incremento en la cantidad retenida aumente a un ritmo anual de ¥6 trillones y ¥90 billones, respectivamente.

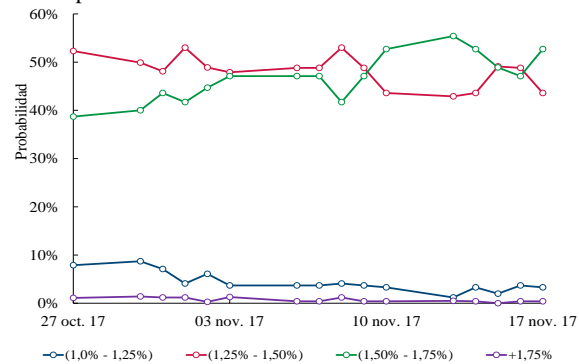
El 1 de noviembre, la Fed decidió mantener el rango objetivo de la tasa de los fondos federales entre 1,00% y 1,25%, reiterando que su postura de política monetaria sigue orientada a fortalecer el mercado laboral y alcanzar una inflación del 2,00% en el mediano plazo. Sin embargo, la inflación permanece por debajo del objetivo.

Gráfico A5.4. Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Diciembre de 2017



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En línea con lo anterior, la probabilidad de que el rango de los fondos federales se ubique entre 1,25% y 1,50% para la reunión de diciembre de 2017 aumentó, y para la reunión de marzo del 2018 (Gráfico A5.4) aumentó la probabilidad de que el rango se ubique entre 1,50% y 1,75%, siendo el escenario más probable para esta última (Gráfico A5.5). Además, según lo publicado por *CME Group Inc.*³⁷, con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de la Fed de diciembre de 2017 la probabilidad de que el rango de tasas se ubique entre 1,0% y 1,25% es 0% (ant.: 6,9%), la de uno entre 1,25% y 1,5% es 91,5% (ant.: 91,3%) y la de uno entre 1,5% y 1,75% es 8,5% (ant.: 1,9%).

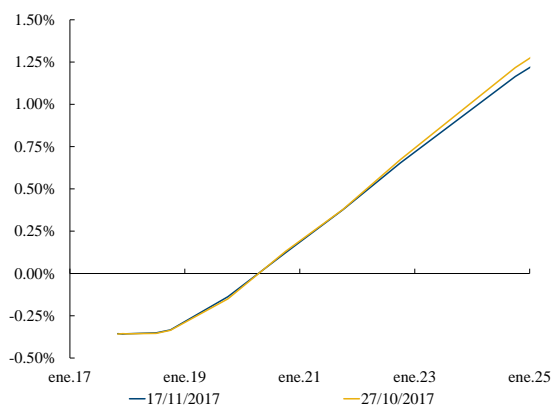
En su reunión del 26 de octubre, el BCE mantuvo su tasa de interés de referencia en 0,00%, en línea con las expectativas del mercado. Así mismo, mantuvo la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la

³⁷ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade*. Consulta actualizada el 20 de noviembre, al tiempo que el valor previo corresponde a las cifras consultadas el 22 de noviembre.

tasa de depósitos en -0,40%. En cuanto a las medidas no convencionales de política monetaria, indicó que continuará con su programa de compra mensual de activos por €60.000 millones hasta diciembre del presente año, y que a partir de enero de 2018 realizará compras mensuales por €30.000 millones hasta septiembre de ese mismo año. No obstante, el organismo indicó que podría modificar las condiciones del programa dependiendo de la perspectiva de crecimiento económico y de la consistencia de las condiciones financieras con sus objetivos inflacionarios.

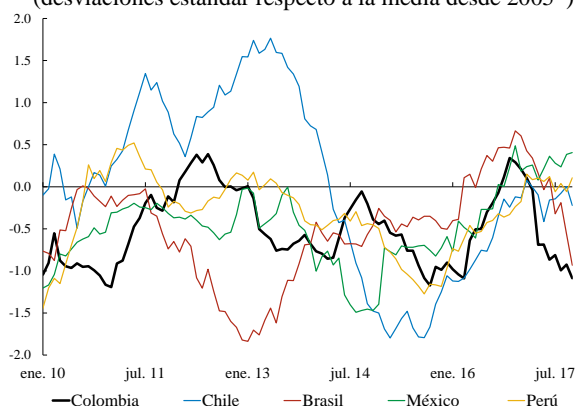
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado continúa anticipando que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 2T20 (Gráfico A5.6).

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.*Media y desviación histórica calculada desde octubre de 2005.

Países Emergentes

Indonesia mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 4,25% mientras que en Rusia, la autoridad monetaria redujo su tasa de interés de referencia 25 p.b. llegando a 8,25%.

En Latinoamérica, el Banco Central de Argentina decidió aumentar su tasa de interés de referencia 100 p.b. dejándola en 28,75%, mientras que en Perú la tasa fue recortada 25 p.b. dejándola en 3,25%. Por su parte, los bancos centrales de Chile y México mantuvieron sus tasas de intervención sin cambios en 2,50% y 7,00% respectivamente. En el caso de México el banco central señaló que su decisión se implementa para mantener las expectativas de inflación en el mediano y largo plazo a pesar del complejo entorno que la economía de ese país atraviesa a raíz de los terremotos ocurridos.

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 reales³⁸ desde el año 2005. Se puede observar que en octubre las tasas reales de México y Perú se ubicaron por encima de su media histórica, al tiempo que las de los demás países se ubicaron por debajo³⁹.

³⁸ Deflactadas con medidas de inflación básica.

³⁹ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,83%; Chile 0,77%; Brasil 5,58%, México 1,60 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	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18	may18	jun18	jul18	ago18	sep18	oct18
6,50%												
6,25%												0%
6,00%												0%
5,75%											0%	0%
5,50%										0%	0%	1%
5,25%									0%	0%	1%	2%
5,00%	54%	22%						0%	0%	1%	2%	2%
4,75%	46%	67%	71%	51%	36%	25%	18%	12%	8%	7%	5%	4%
4,50%		11%	27%	40%	45%	45%	42%	38%	34%	28%	22%	18%
4,25%			2%	8%	17%	24%	29%	32%	33%	32%	30%	27%
4,00%				0%	2%	6%	10%	14%	18%	21%	23%	25%
3,75%						0%	1%	3%	6%	9%	12%	15%
3,50%								0%	1%	2%	4%	6%
3,25%									0%	0%	1%	1%
3,00%											0%	0%
2,75%												0%

Cuadro A6.2. Mes Anterior

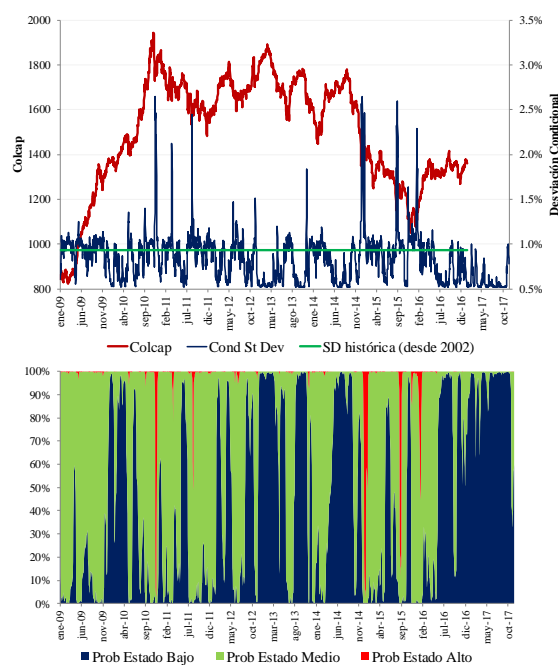
TPM	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18	may18	jun18	jul18	ago18	sep18
6,50%												0%
6,25%											0%	0%
6,00%											0%	1%
5,75%									0%	0%	1%	1%
5,50%								0%	0%	1%	2%	2%
5,25%	78%	56%	39%	27%	17%	11%	6%	3%	1%	2%	3%	3%
5,00%	22%	44%	50%	51%	47%	42%	37%	32%	27%	21%	16%	11%
4,75%			10%	21%	29%	34%	36%	36%	35%	32%	28%	24%
4,50%				2%	6%	12%	17%	21%	25%	26%	27%	27%
4,25%					0%	1%	3%	7%	11%	14%	17%	19%
4,00%							0%	0%	2%	4%	6%	9%
3,75%									0%	0%	1%	2%
3,50%											0%	0%
3,25%												0%

Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 68,1% de agentes espera que aumente (anterior: 52,8%), mientras un 31,9% que se mantenga igual (anterior: 35,9%) y un 0% que disminuya (anterior: 11,3%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 57,9% espera que esta se mantenga estable (anterior: 60,5%), un 13,1% que aumente (anterior: 16,3%) y un 29,0% que disminuya (anterior: 23,3%).

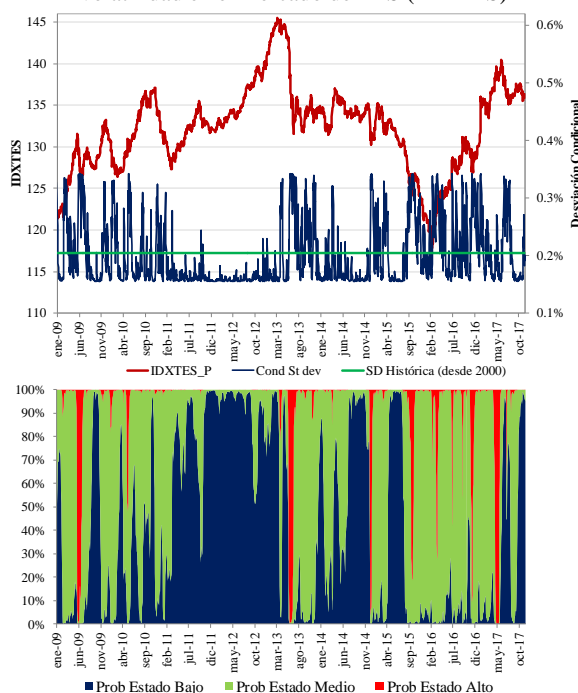
Durante el periodo analizado el mercado accionario estuvo estable. Entre el 27 de octubre y el 20 de noviembre, el Colcap se valorizó 0,08%. Para lo corrido de noviembre, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó ligeramente respecto al promedio de octubre y se ubica alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico A7.1). De igual forma durante el mes, la volatilidad promedio del mercado de TES se redujo respecto a lo observado en octubre, actualmente predomina el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.2).

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)

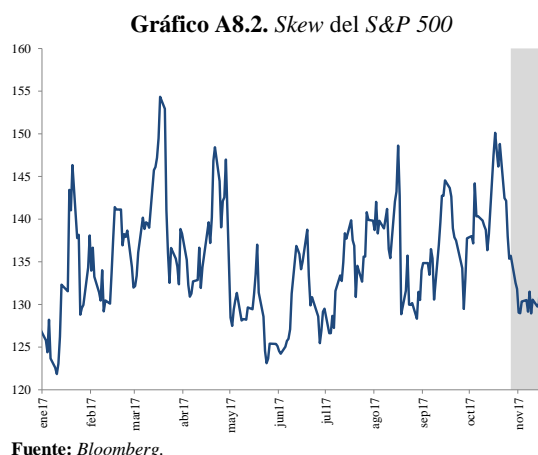
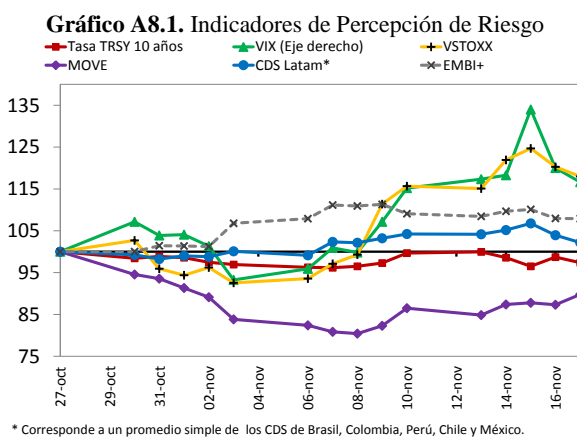


Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

Con información al 10 de noviembre los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a septiembre de 67 p.b, 17 p.b. y -11 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento de los márgenes se explicó por un incremento de las tasas de tesorería y preferencial frente a una disminución de las de los TES. En el caso de consumo la variación de la tasa de consumo fue mayor al de los TES.

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*⁴⁰, el *Vstoxx*⁴¹ y el *Move*⁴² mantuvo sus niveles bajos y estables observados en lo corrido del 2017. En el mismo sentido, el *Skew*⁴³ presentó niveles bajos durante el periodo de estudio. Lo anterior muestra que, respecto al mes anterior, la volatilidad esperada continúa siendo baja y se percibe una menor probabilidad de ocurrencia de un evento negativo en los mercados financieros. El comportamiento de estas variables estuvo influenciado principalmente por la incertidumbre frente a la aprobación de la reforma tributaria en EE.UU. (Gráficos A8.1 y A8.2).



Los mercados de renta variable en EE.UU. se mantuvieron estables, mientras que en Europa presentaron desvalorizaciones ante la incertidumbre alrededor de la aprobación en el Congreso estadounidense de la reforma tributaria propuesta por el Gobierno del presidente Trump⁴⁴. Los leves incrementos que se presentaron en el *Vix* y el *Vstoxx* durante el periodo coincidieron con los debates en el Congreso de EE.UU. de los proyectos de reforma fiscal⁴⁵, y en el caso particular de Europa, ante el estancamiento en las negociaciones del *Brexit* entre el Reino Unido y la Unión Europea.

En el caso de los mercados de renta fija los principales eventos giraron en torno a: i) la nominación de Jerome Powell como presidente de la Fed; ii) la mayor certeza por parte del mercado frente a un ciclo contractivo en la política monetaria durante 2018⁴⁶; y iii) el incremento de las tasas de política monetaria en 25 p.b. por parte del Banco de Inglaterra por primera vez en 10 años. En este contexto se observó el 8 de noviembre el menor valor histórico del índice *Move* con una observación de 43,96%.

⁴⁰ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

⁴¹ El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

⁴² El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *treasuries*.

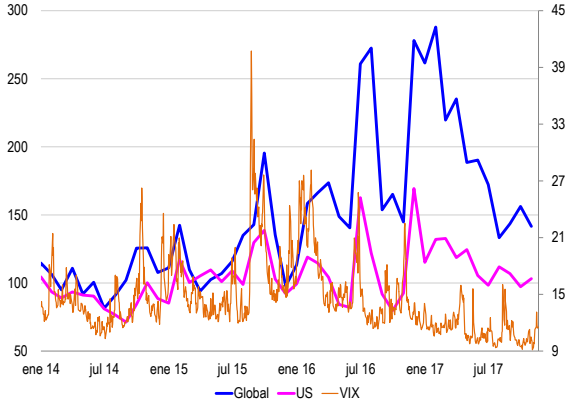
⁴³ Este último es una medida de riesgo dada por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* —una asimetría más negativa—, se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad percibida de eventos negativos en el mercado accionario.

⁴⁴ Entre el 27 de octubre y el 20 de noviembre los índices *Dow Jones*, *S&P500*, *Nasdaq*, *Euro Stoxx 50*, *FTSE 100*, *CAC-40* y *Dax* presentaron cambios porcentuales de -0,01%, 0,04%, 1,33%, -2,46%, -1,54%, -2,79% y -1,20%, respectivamente.

⁴⁵ En particular, el 15 de noviembre, día en que se puso a votación y se aprobó el proyecto en la Cámara de Representantes de EE.UU. La principal incertidumbre frente a este proyecto de ley se generó por el hecho de que la Cámara de Representantes y el Senado están llevando a cabo de forma simultánea la discusión frente a proyectos distintos. Lo cual implica que, en caso de que el Senado apruebe su proyecto, el articulado final será definido por un comité de conciliación bicameral.

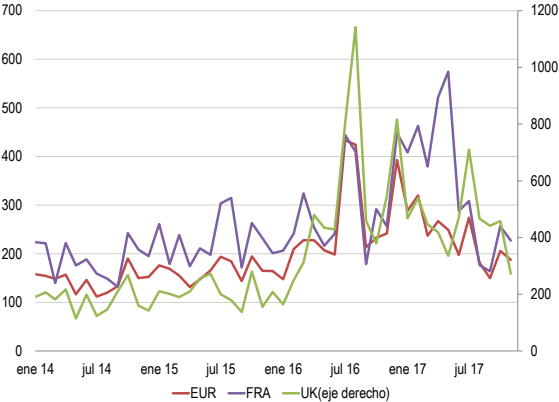
⁴⁶ Entre el 27 de octubre y el 17 de noviembre, la probabilidad implícita en los futuros sobre la tasa de fondos federales de que la tasa de la Fed se encuentre en junio de 2018 por encima de 1,5% pasó de 64,6% a 73,2% y la probabilidad de que se encuentre por encima de 1,75% pasó de 19,2% a 26%. De igual forma, para la reunión de septiembre de 2018 estas mismas probabilidades ascendieron desde 71,2% a 82,7% y desde el 30% hasta el 43,2%, respectivamente.

Gráfico A8.3. Incertidumbre política global, de EE.UU. y el Vix (Baker Bloom & Davis, 2016)



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

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

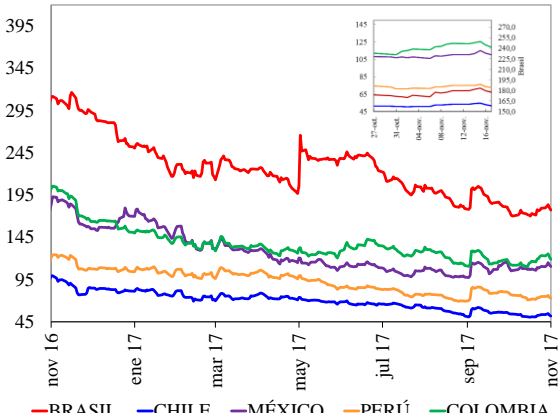


Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

Durante octubre el índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global disminuyó desde 156,21 en septiembre a 141,59 en octubre. A nivel regional descendió en Europa (obs: 187,57; ant: 205,77), Reino Unido (obs: 272,01; ant: 457,88) y Francia (obs: 227,01; ant: 256,48), mientras que aumentó en EE.UU (obs: 103,15; ant: 97,26) (Gráficos A8.3 y A8.4).

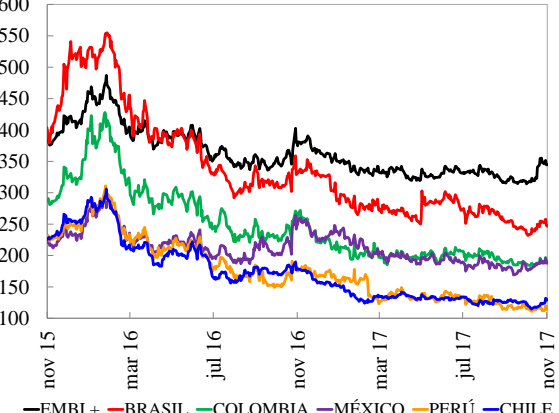
Los *Credit Default Swaps* (CDS) y los EMBI de la región presentaron un incremento. Los EMBI presentaron un incremento en todos los países de la región, mientras que los CDS a 5 años aumentaron en la mayoría de países, a excepción de Argentina y Perú. El EMBI aumentó 13 p.b. en Chile, 11 p.b. en Argentina, 8 p.b. en Brasil, 7 p.b. en México y 6 p.b. en Colombia y Perú. Por su parte, el CDS a 5 años se incrementó 7 p.b. en Colombia, 3 p.b. en Brasil y México, y disminuyó 2 p.b. en Argentina y Perú (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.