

BANCO DE LA REPÚBLICA
SUBGERENCIA MONETARIA Y DE
INVERSIONES INTERNACIONALES
DEPARTAMENTO DE OPERACIONES Y
DESARROLLO DE MERCADOS



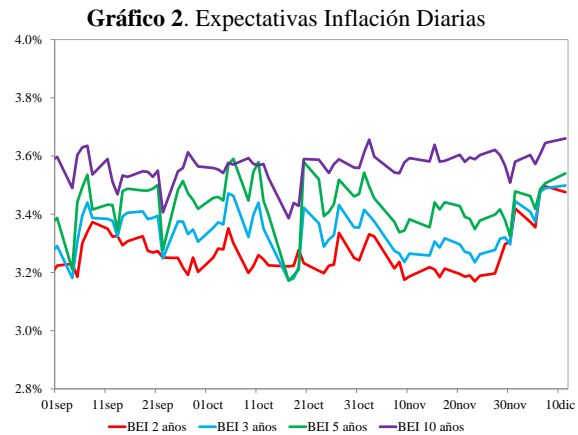
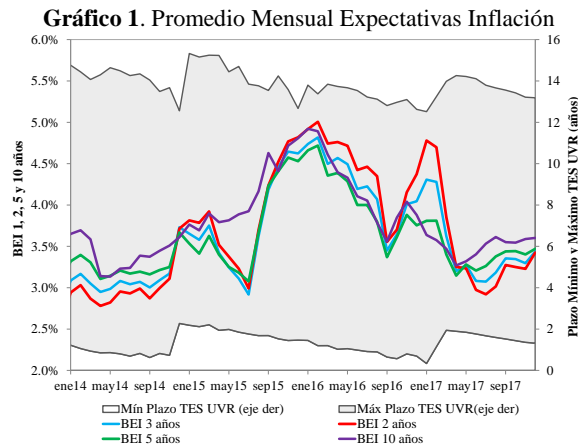
Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales

Bogotá, D.C, 14 de diciembre de 2017

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Al comparar el comportamiento en lo corrido de diciembre¹ (hasta el 12) respecto a noviembre, se observa que la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR en promedio subió 22 p.b, 15 p.b, 7 p.b y 2 p.b para la estimación a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta forma, el BEI promedio en lo corrido de diciembre se ubica en 3,45%, 3,45%, 3,47% y 3,61% 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 2,89% (noviembre: 2,84%) y para los próximos 5 años sea 3,07% (noviembre: 3,04%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años aumentó 14 p.b. y se situó en 0,27% en diciembre, al tiempo que la de 5 años aumentó 6 p.b. y se situó en 0,16%.

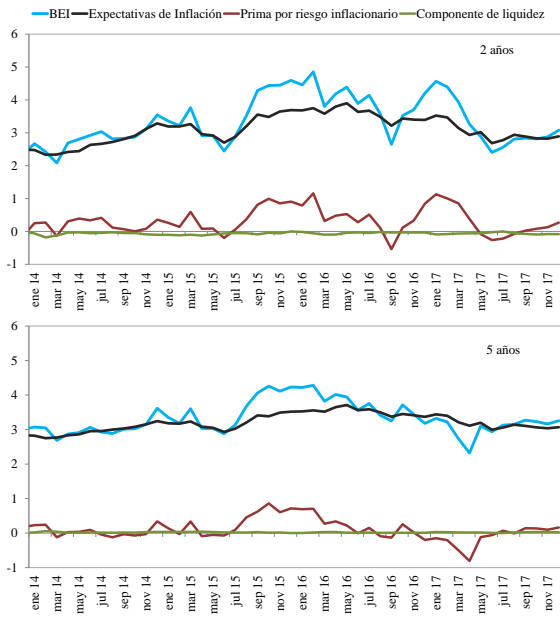
El Gráfico 4 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2018, 2019 y 2020, utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), los cuales corresponden a 3,47%, 3,49% y 3,53%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en diciembre para 2018 es mayor al estimado el mes anterior, mientras que el de 2019 y 2020 fue inferior al de noviembre. 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 noviembre se ubicó en 3,69% y el BEI para lo restante del año es 3,44%, la estimación de la inflación para 2017 es de 3,98%, inferior al 4,05% estimado en noviembre.

¹ Desde la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de 32 p.b, 18 p.b, 5 p.b. y 0 p.b. respectivamente. El 12 de diciembre se ubicaron en 3,51%, 3,45%, 3,43% y 3,60%, respectivamente.

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

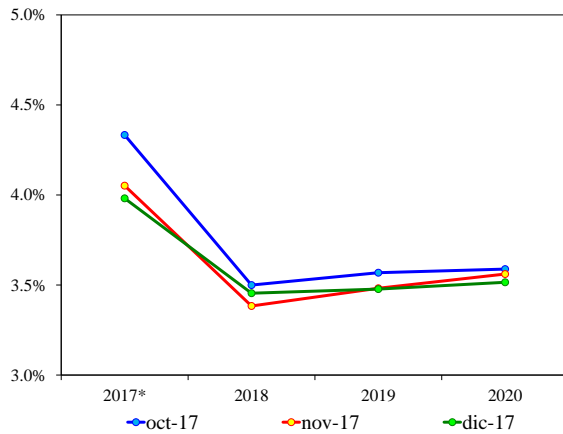
³ Utilizando la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. *Borradores de Economía*. 903. Banco de la República.

Gráfico 3. Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 4. Inflación esperada (FBEI)

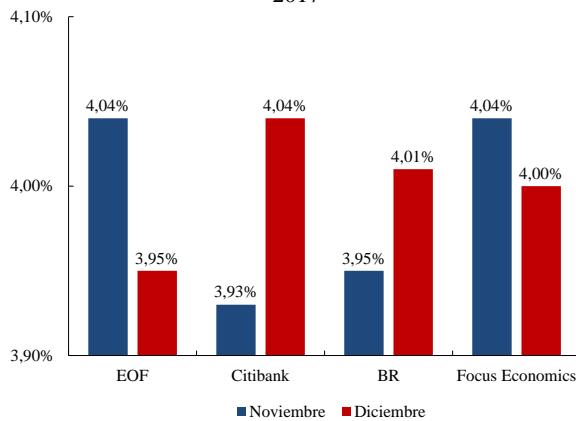


* Promedio datos mensuales. El dato de inflación implícito estimado para 2017 se construye aplicando el BEI calculado para lo restante de 2017 y la inflación año corrido observada hasta la respectiva estimación.

Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

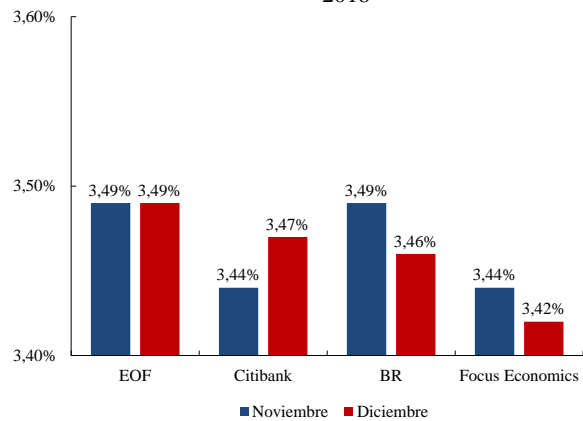
En cuanto a las encuestas de expectativas de inflación de diciembre, frente a noviembre, dos de cuatro reflejan una menor inflación esperada para el cierre de 2017 y 2018⁴. De acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR), la inflación esperada a dos años (diciembre de 2019) se ubica en 3,27%, mientras que el mes anterior la inflación esperada para noviembre de 2019 era 3,18%.

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 11 de diciembre con encuestas recolectadas entre el 27 de noviembre y el 6 de diciembre, los del Citibank el 12 de diciembre. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 7 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 5 de diciembre, con encuestas entre el 28 de noviembre y el 4 de diciembre.

Gráfico 6. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018

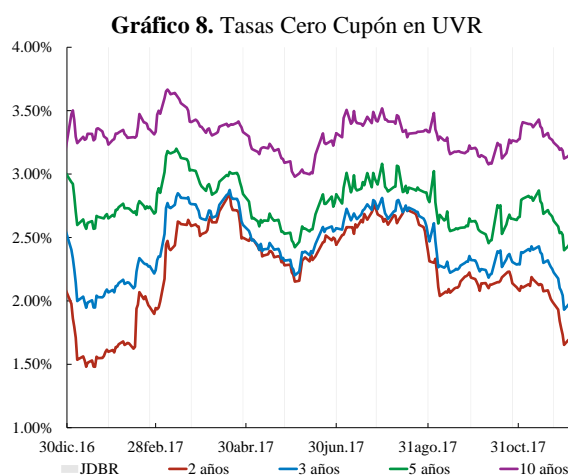
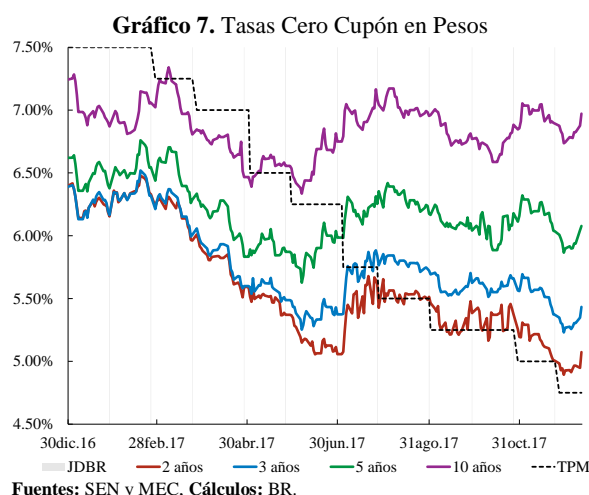


En resumen, frente a noviembre el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de diciembre aumentó marginalmente para el 2017 de 3,99% a 4,00%, y se mantuvo para 2018 en 3,46%. Por su parte, durante el mes el BEI en promedio presentó incrementos generalizados. En diciembre, tanto encuestas como curvas de rendimiento anticipan una inflación en 2018 inferior a la de 2017.

⁴ Para el 2017 descendieron las proyecciones en la EOF y Focus Economics, y para el 2018 en la encuesta del BR y Focus Economics.

Análisis del Breakeven Inflation⁵

En lo corrido de diciembre, el BEI presentó incrementos en todos los tramos respecto al mes anterior ante valorizaciones de los títulos denominados en UVR mayores a las de los títulos en pesos (Gráficos 7, 8, 9 y 10).



El comportamiento de los TES en pesos estuvo relacionado con el recorte de la tasa de política monetaria por parte del BR (Anexo 2) y demanda de inversionistas extranjeros (desde la última reunión de la JDBR y el 11 de diciembre registraron compras netas por \$922 mm, Anexo 3)⁶. En este contexto la curva de TES en pesos presentó una valorización hasta el 11 de diciembre. En esa fecha, después de cierre de mercados, *S&P Global Ratings* redujo la calificación soberana de BBB (perspectiva negativa) a BBB- (perspectiva estable). Ante estas noticias las tasas de los TES en pesos abrieron con un *gap* al alza, principalmente las referencias de largo plazo como se puede ver en el Cuadro 1.

Cuadro 1. Variaciones TES entre el 11 y 12 de diciembre del 2017

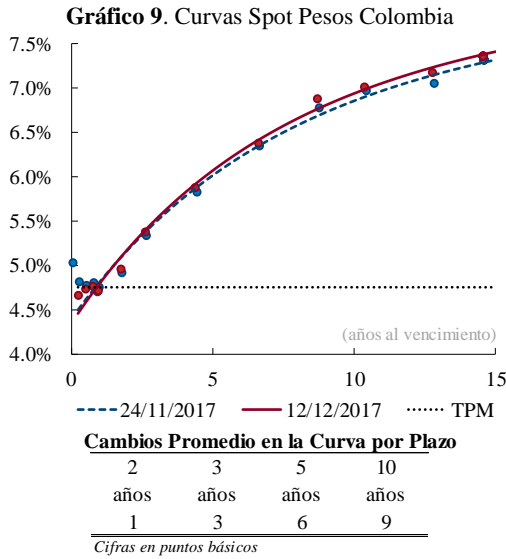
TÍTULO	Variaciones (p.b.)		
	Apertura	Cierre	Cierre
	vs. Cierre Anterior	vs. Apertura	vs. Cierre Anterior
TFIT06211118	2	-1	2
TFIT06110919	8	1	9
TFIT15240720	3	6	10
TFIT10040522	7	-3	4
TFIT16240724	9	-2	7
TFIT15260826	10	-6	4
TFIT16280428*	15	-8	7
TFIT16180930	6	-4	2
TFIT16300632	10	-4	7
TUVT06170419	3	-3	0
TUVT10100321	4	0	4
TUVT17230223*	4	0	4
TUVT11170327*	6	0	6
TUVT20040435	10	0	10

Fuente: SEN. *Títulos que no son de cotización obligatoria.

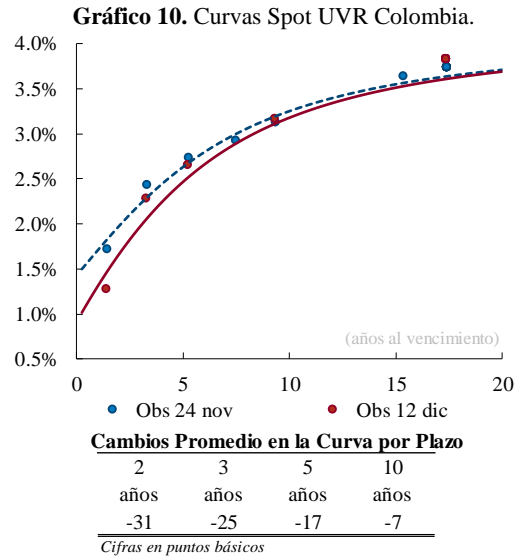
Durante las primeras horas de la mañana continuaron las desvalorizaciones. Posteriormente las tasas corrigieron parte de las desvalorizaciones y cerraron en promedio 5,6 p.b. por encima del cierre del día anterior. Estas desvalorizaciones se corrigieron en la jornada del 13 de diciembre. Ante el anuncio de S&P, algunos analistas señalaron que: (1) el mercado consideraba posible el recorte de la calificación, sin embargo se esperaba que ocurriera en 2018. (2) Mencionaron además que esto podría generar una disminución en el ritmo de entrada de inversionistas extranjeros. (3) Para el próximo año esperan un incremento en la volatilidad por las elecciones.

⁵ El Anexo 2 resume los elementos relevantes en el mercado local durante el periodo posterior a la última reunión de la JDBR.

⁶ Cabe anotar que el 12 de diciembre los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas de TES denominados en pesos por \$436 mm aproximadamente, por lo que las compras netas desde la última reunión de la JDBR hasta el 12 de diciembre se ubicaron en \$486 mm.



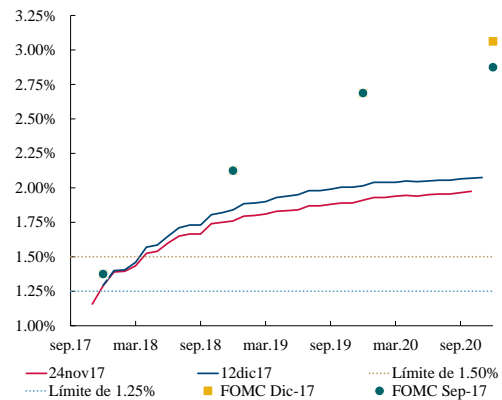
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.



En cuanto a los títulos denominados en UVR, la curva de rendimientos se valorizó y se empinó ante la reducción de la TPM y la demanda de títulos, particularmente los que vencen en 2019 y 2021, relacionada con estrategias estacionales de cobertura frente a la inflación. Las valorizaciones se hicieron más pronunciadas una vez se conoció el dato de inflación de noviembre, el cual se situó por encima de las expectativas del mercado (Anexo 2). Los principales demandantes fueron los bancos comerciales (\$307 mm, tramo corto), las entidades públicas (\$208 mm, tramo largo) y las corporaciones financieras (\$111 mm, tramo medio). Ante el anuncio de *S&P*, los TES denominados en UVR presentaron desvalorizaciones promedio de 5 p.b. respecto al cierre del día anterior.

Desde la última reunión de la JDBR, no se presentaron cambios significativos en las expectativas de cambios en la política monetaria de la Fed en el corto plazo, aunque se incrementaron levemente las expectativas de política monetaria más contractiva en el futuro. 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 noviembre. La tasa esperada para diciembre de 2017 pasó de 1,290% a 1,293% (Gráfico 11). Adicionalmente, entre el 24 de noviembre y el 12 de diciembre, la probabilidad de que la tasa de fondos federales de la Fed se ubique en un rango entre 1,0%-1,25% para cierre del 2017 disminuyó de 8% a 0%, mientras que la de uno entre 1,25%-1,5% aumentó de 92% a 99% (Cuadro 2 y Anexo 5).

Gráfico 11. Senda esperada Tasa Fondos Federales



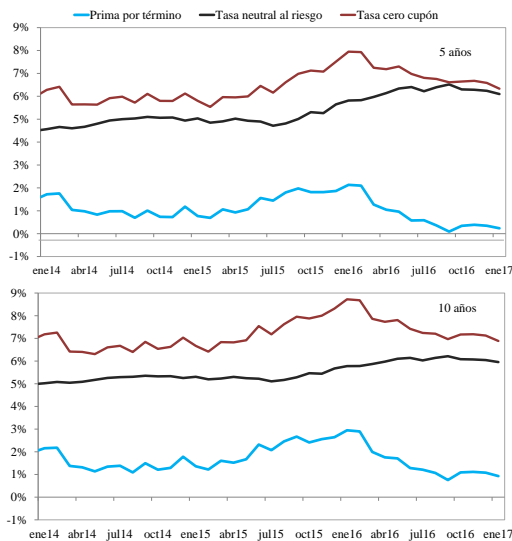
Fuente: Bloomberg.

Cuadro 2. 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%
12Dic17	0%	99,3%	0,7%
24Nov17	7,7%	92,3%	0%

Fuente: Bloomberg.

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



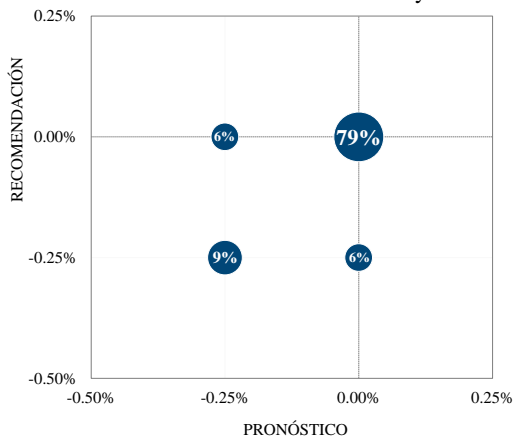
Fuente y Cálculos: BR

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.

Anif y Citibank⁹ se encuentra que, de las 34 entidades encuestadas¹⁰, el 79% espera y recomienda que se mantenga inalterada, un 9% espera y recomienda un recorte de 25 p.b, el 6% espera que se

En diciembre, la prima a término de los TES en pesos aumentó 14 p.b. a 5 años y 22 p.b. a 10 años (Gráfico 12). Por su parte, la tasa neutral al riesgo se redujo en 3 p.b. para 5 años y 2 p.b. para 10 años.

En síntesis, el BEI promedio se incrementó frente al mes anterior. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 11 de diciembre, tanto los TES en pesos como los UVR se valorizaron ante la reducción en la TPM. No obstante, la mayor valorización de los títulos UVR se dio ante estrategias estacionales de cobertura frente a la inflación de comienzo de año y un dato de inflación de noviembre mayor a las expectativas del mercado llevó a que el BEI se incrementara durante el este periodo. El anuncio de S&P generó desvalorizaciones transitorias en ambos mercados, las cuales se revirtieron en la jornada del 13 de diciembre.

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 diciembre.

Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia publicada el 11 de diciembre⁷, un 60% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada y el 40% restante que será reducida en 25 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg⁸, el 79% de los analistas espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de referencia y el 21% restante que la reduzca en 25 p.b. Por último, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por

⁷ Realizada entre el 27 de noviembre y el 6 de diciembre.

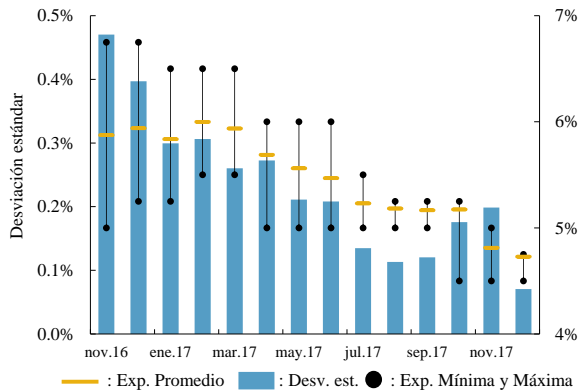
⁸ Actualizada el 11 de diciembre. Datos recolectados entre el 30 de noviembre y el 11 de diciembre.

⁹ Encuestas publicadas el 12 y el 13 de diciembre, 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 Banco Agrario indicó en la encuesta de Anif que esperaba un recorte de 25 p.b. de la TPM, mientras que en la encuesta de Citibank indicó que anticipa que se mantendrá inalterada; y Citibank indicó en la encuesta de Anif que esperaba y recomendaba un recorte de 25 p.b., pero en la de Citibank predijo y recomendó que la TPM no presente cambios.

¹⁰ Solo se incluyen las entidades que registraron tanto pronóstico como recomendación.

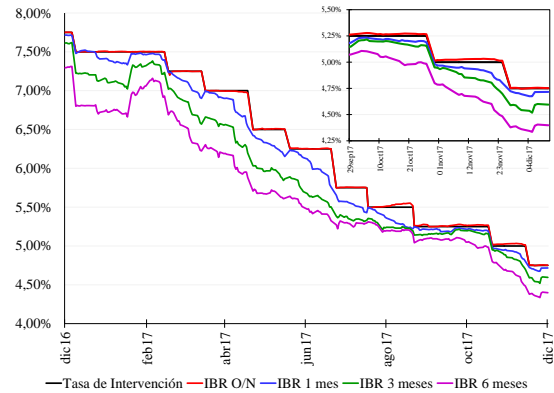
mantenga igual pero recomienda un recorte de 25 p.b, al tiempo que el 6% restante espera un recorte de 25 p.b pero recomienda que la tasa permanezca inalterada (Gráfico 13 y Anexo 1).

Gráfico 14. Expectativas TPM para Finales de 2017



Fuente: Encuesta Citibank.

Gráfico 15. Tasa de Intervención y Tasas IBR

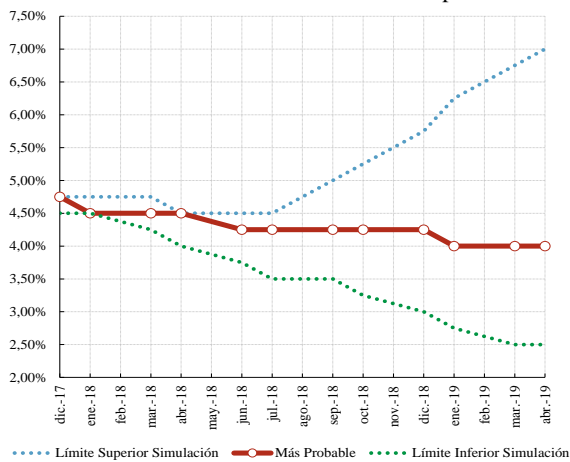


Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

En el Gráfico 14 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2017 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Entre noviembre y diciembre la tasa esperada pasó de 4,81% a 4,73%. 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 de noviembre del 2017, las tasas del IBR a 1, 3 y 6 meses se redujeron 8 p.b, 11 p.b. y 11 p.b, respectivamente. El 6 de diciembre, ante la publicación del dato de inflación, estas tasas aumentaron 4 p.b, 6.p.b. y 7 p.b, respectivamente. Frente al día posterior a la última reunión de la JDBR estas tasas presentaron variaciones de 0 p.b, 4 p.b. y 4 p.b. Así, el 12 de diciembre estas tasas se ubicaron en 4,72%, 4,63% y 4,41%, respectivamente.

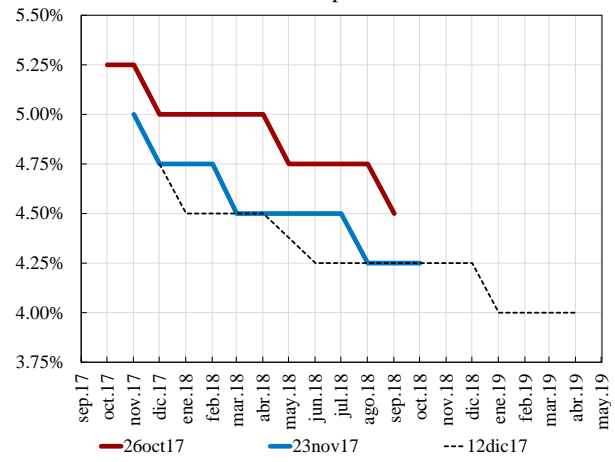
De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia permanezca inalterada en 4,75%, que se ubique en 4,25% a finales de 2018 y en 4% a partir de enero de 2019 (Gráficos 16, 17 y Anexo 6). Además, la senda proyectada muestra que, frente a la estimación previa a la reunión de noviembre del 2017, el mercado anticipa que los dos recortes del 2018 tendrán lugar antes de lo esperado, y se descuenta un recorte adicional para el 2019.

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 diciembre de 2017 y 2018. En estas se observa que: i) en diciembre de 2017, el promedio de las encuestas refleja expectativas de recortes de 5 p.b; ii) el promedio de las

encuestas para el cierre de 2017 disminuyó desde 4,89% en noviembre a 4,70% en diciembre; y iii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2018 se ubica en 4,30%.

Gráfico 18. Expectativas TPM para la reunión de diciembre

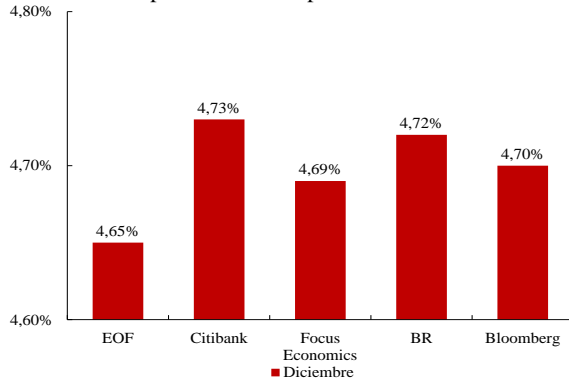
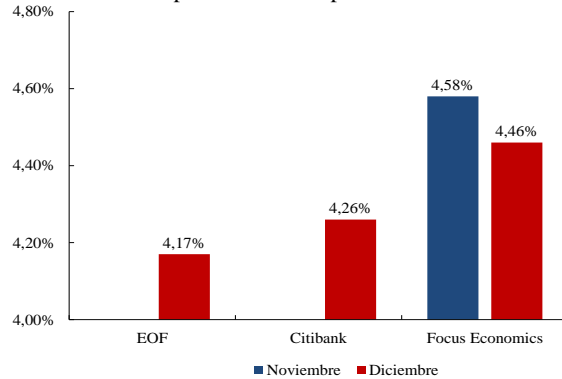


Gráfico 19. Expectativas TPM para diciembre de 2018

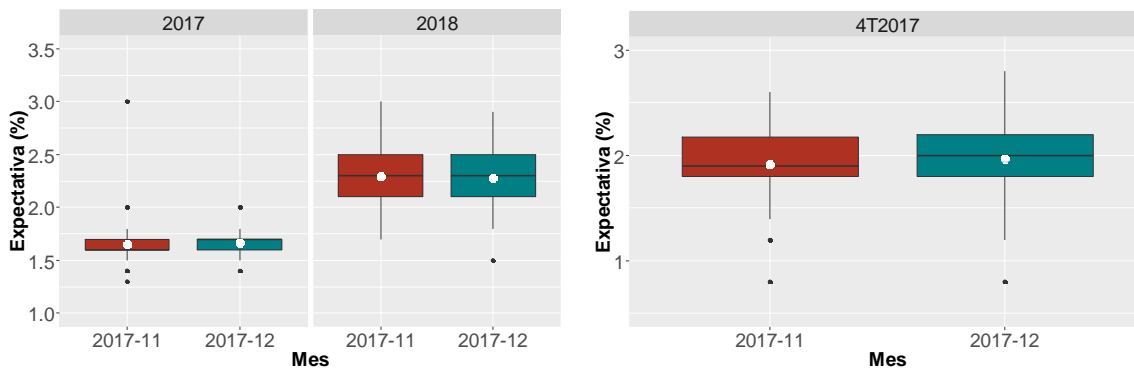


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 11 de diciembre con encuestas recolectadas entre el 27 de noviembre y el 6 de diciembre, los del *Citibank* el 12 de diciembre. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 7 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 5 de diciembre, con encuestas entre el 28 de noviembre y el 4 de diciembre. Los datos de *Bloomberg* se actualizaron el 11 de diciembre. No se cuentan con observaciones en noviembre frente a 2018 para la EOF y la encuesta de *Citibank*.

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 4T17 y el 2017 a 1,96% (ant: 1,91%) y a 1,66% (ant: 1,65%), respectivamente, mientras que disminuyeron sus proyecciones para el 2018 a 2,27% (ant: 2,29%).

Gráfico 20. Expectativas de Crecimiento Encuesta de Opinión Financiera



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.

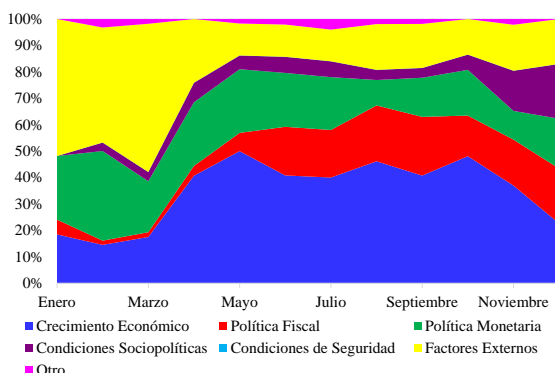
c) Información Adicional Extraída de la EOF

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 11 p.b. (ant: desvalorización de 9 p.b.)¹¹. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una valorización cercana al 2,06% (ant: valorizaciones 2,78%)¹².

¹¹ 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.

¹² 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.

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 23% resaltó el crecimiento económico (ant: 37%), un 21% la política fiscal (ant: 17%), un 21% las condiciones sociopolíticas (ant: 15%), un 19% señaló la política monetaria (ant: 11%) y un 17% los factores externos (ant: 17%) (Gráfico 21)¹³.

d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

Las expectativas de crecimiento económico para 2017 aumentaron en Brasil, Ecuador, Argentina y Alemania, descendieron en Perú y se mantuvieron iguales en los demás países. Los datos de inflación de noviembre resultaron superiores a las expectativas del mercado en México e India, inferiores en Perú, Brasil y Noruega, y coincidieron en Chile, Sudáfrica e India. La inflación se ubica por encima del límite superior del rango meta en México (2%-4%). Las expectativas de inflación para diciembre de 2018 aumentaron en México, Argentina y Sudáfrica, descendieron en Chile, Perú, Brasil y Ecuador, y se mantuvieron iguales en los demás países (Cuadro 3). En Colombia, aumentaron las expectativas de crecimiento para 2017, la inflación observada en noviembre resultó superior a las expectativas del mercado y estuvo por fuera del rango (2%-4%) y aumentaron marginalmente las expectativas de inflación para 2018.

Cuadro 3. Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Nov. 2017**		Esperada a Diciembre 2018		Vigente	Esperada a Diciembre 2017		Últimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2017	
	Esp*	Obs	Nov. 2017	Dic. 2017		Nov. 2017	Dic. 2017	Esp*	Obs	Nov. 2017	Dic. 2017
Colombia	4,06%	4,12%	3,45%	3,47%	4,75%	4,82%	4,73%	2,10%	2,00%	1,66%	1,71%
Chile	1,90%	1,90%	2,80%	2,70%	2,50%	2,50%	2,50%	2,20%	2,20%	1,50%	1,50%
México	6,61%	6,63%	3,85%	3,91%	7,00%	7,03%	7,04%	1,60%	1,50%	2,10%	2,10%
Perú	1,74%	1,54%	2,60%	2,54%	3,25%	3,41%	3,25%	2,50%	2,50%	2,67%	2,63%
Brasil	2,88%	2,80%	4,03%	4,02%	7,00%	7,00%	7,00%	1,30%	1,40%	0,73%	0,91%
Ecuador	n.d.	-0,22%	1,81%	1,68%	5,96%	5,35%	5,35%	n.d.	3,30%	1,88%	1,95%
Argentina	n.d.	22,90%	16,30%	16,72%	28,75%	21,25%	21,49%	2,70%	2,70%	2,85%	2,87%
EE.UU.	2,00%	2,00%	2,10%	2,10%	1%-1,25%	1,48%	1,48%	3,20%	3,30%	2,20%	2,20%
India	3,43%	3,58%	4,50%	4,50%	6,00%	5,92%	5,92%	6,20%	6,10%	6,65%	6,65%
Sudáfrica	4,80%	4,80%	5,10%	5,40%	6,75%	6,70%	6,73%	0,80%	0,80%	0,70%	0,70%
China	1,80%	1,70%	2,18%	2,18%	4,35%	4,35%	4,35%	6,80%	6,80%	6,73%	6,73%
Alemania	1,70%	1,80%	1,60%	1,70%	-	-	-	2,00%	2,30%	2,20%	2,50%
Noruega	1,20%	1,10%	1,70%	1,70%	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 12 de diciembre.

Chile: Encuesta enviada el 4 de diciembre con plazo máximo de recepción el 11 de este mismo mes.

México: Encuesta publicada por el BCM el 1 de diciembre con respuestas recibidas entre el 23 y 29 de noviembre. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics de diciembre.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 8 de diciembre.

Ecuador: Exp extraídas del Consensus Forecast del FocusEconomics (diciembre). Se incluye en 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 diciembre.

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 noviembre. Excepto Argentina, EE.UU, India y Sudáfrica, cuyos datos corresponden a octubre.

***Todos los datos corresponden al 3T17, excepto Ecuador y Argentina 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.

¹³ En noviembre un 2% respondió otro factor.

3. SENTIMIENTO Y PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

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



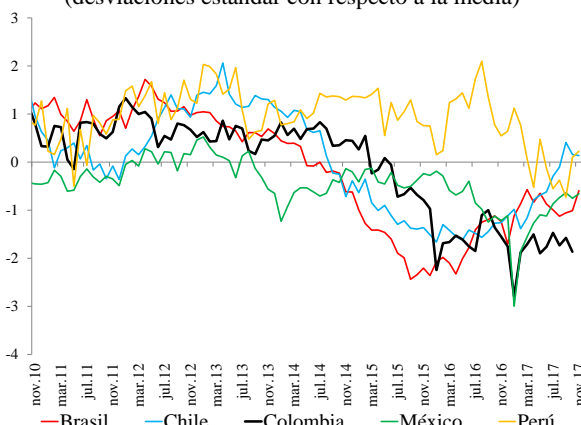
Fuentes: BR, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

Con datos preliminares de diciembre (EOF¹⁴ y volatilidades¹⁵), el índice de percepción de riesgo IDODM¹⁶ disminuyó frente al de noviembre (Gráfico 22 y Anexo 7), lo cual se explica particularmente por la menor inflación esperada y la menor volatilidad en el mercado de deuda pública.

El Gráfico 23 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)¹⁷. Entre octubre y noviembre desmejoró el índice de Chile mientras mejoraron los de los demás países. Los

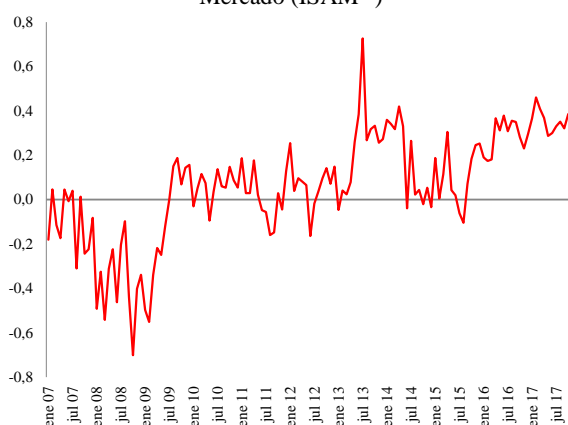
indicadores de Brasil, Colombia y México se ubican por debajo de sus medias históricas, mientras que los de Chile y Perú se ubican por encima.

Gráfico 23. 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 24. Indicador de Sentimiento de Analistas del Mercado (ISAM¹⁸)



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

El Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) se redujo desde 0,28 en noviembre a 0,19 en diciembre (Gráfico 24). Esta reducción se dio en un contexto en donde los principales temas con sentimiento negativo estuvieron relacionados con el avance y la incertidumbre frente a la aprobación de la reforma tributaria en EE.UU. Por su parte, no se identificó claramente un tópico con sentimiento positivo.

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 se mantuvo en niveles bajos. Esto evidencia que,

¹⁴ Encuesta publicada el 11 de diciembre.

¹⁵ Datos al 7 de diciembre.

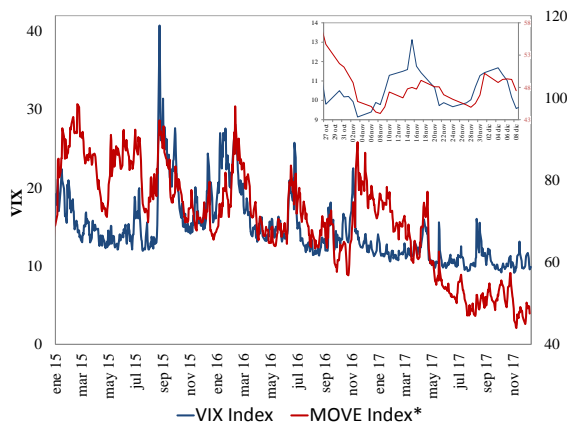
¹⁶ La estimación no incorpora, por disponibilidad de la información, los datos de las encuestas de Opinión del Consumidor y Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo del mes de noviembre, ni los márgenes de tasas activas frente a TES para el mes de diciembre.

¹⁷ Cabe señalar que el indicador de Colombia se encuentra actualizado hasta el mes de octubre, mientras que los demás están actualizados hasta noviembre.

¹⁸ 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.

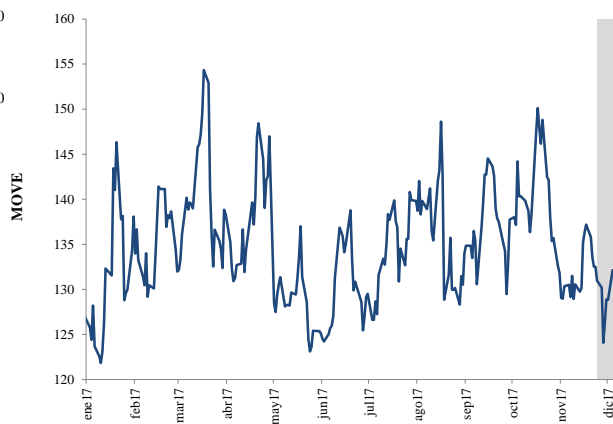
respecto al mes anterior, la volatilidad esperada continúa siendo baja y la probabilidad de ocurrencia de un evento negativo en los mercados financieros se mantuvo baja. Cabe mencionar que durante el periodo se presentaron incrementos transitorios en los indicadores de riesgo relacionados con la incertidumbre frente a la aprobación de la reforma tributaria en el Congreso de EE.UU. En la región, los CDS a 5 años de todos los países disminuyeron a excepción de los de Chile. Por su parte, los EMBI de Argentina y México aumentaron, mientras los de Perú, Brasil, Colombia y Chile disminuyeron (Gráficos 25, 26 y Anexo 8).

Gráfico 25. VIX - MOVE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 26. Skew del S&P500



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

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 11 de diciembre

	Empresa	Estimación	Fecha
1	Casa de Bolsa	4,75%	12/07/2017
2	Global Securities	4,50%	11/30/2017
3	Banco Agrario de Colombia	4,75%	12/01/2017
4	4Cast-RGE	4,50%	12/01/2017
5	Finagro	4,75%	12/04/2017
6	Fiduciaria Central	4,75%	12/04/2017
7	Colegio DE Estudios Superiores	4,50%	12/05/2017
8	Univ Jorge Tadeo Lozano	4,50%	12/07/2017
9	BTG Pactual	4,75%	12/07/2017
10	Alianza Valores	4,75%	12/07/2017
11	XP Securities	4,75%	12/07/2017
12	Ultraserfinco	4,75%	12/07/2017
13	Banco de Bogota	4,75%	12/08/2017
14	Corp Financiera Colombiana	4,75%	12/08/2017
15	Itau Unibanco	4,75%	12/08/2017
16	UBS Securities	4,75%	12/08/2017
17	Barclays	4,75%	12/08/2017
18	BNP Paribas	4,75%	12/08/2017
19	Goldman Sachs	4,75%	12/08/2017
20	Pantheon Macroeconomics	4,75%	12/11/2017
21	Banco Mizuho	4,75%	12/11/2017
22	HSBC	4,75%	12/11/2017
23	Positiva Compania de Seguros	4,75%	12/11/2017
24	BBVA	4,75%	12/11/2017
25	Banco Bradesco SA	4,50%	12/11/2017
26	Credicorp Capital	4,50%	12/11/2017
27	Valora Inversiones	4,75%	12/11/2017
28	Fiduprevisora	4,75%	12/11/2017

Tasa	Obs.	Prob.
4,50%	6	21%
4,75%	22	79%
Tasa Esperada Ponderada		4,70%

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza Valores	4.75%	4.75%
Anif	4.75%	4.75%
Asobancaria	4.75%	4.75%
Axa Colpatria	4.75%	4.75%
Banco Agrario	4.75%	4.75%
Banco Davivienda	4.75%	4.75%
Banco de Bogotá	4.75%	4.75%
Banco de Occidente	4.75%	4.75%
Banco Popular	4.75%	4.75%
Bancoldex	4.75%	4.75%
BBVA	4.75%	4.75%
BTG Pactual	4.75%	4.75%
Camacol	4.75%	4.50%
Casa de Bolsa	4.75%	4.75%
Cede	4.50%	4.50%
Citibank	4.75%	4.75%
Colfondos	4.75%	4.75%
Continuum Economics	4.50%	4.75%
Corficolombiana	4.75%	4.75%
Credicorp Capital	4.50%	4.50%
Deutsche Bank	4.50%	4.50%
Fedesarrollo	4.75%	4.75%
Fidubogotá	4.75%	4.50%
Fiduprevisora	4.75%	4.75%
Grupo Bancolombia	4.75%	4.75%
Grupo Bolívar	4.75%	4.75%
Itaú	4.75%	4.75%
JP Morgan	4.50%	4.75%
Moodys Economy	4.75%	4.75%
Old Mutual	4.75%	4.75%
Positiva	4.75%	4.75%
Protección	4.75%	4.75%
Ultraserfinco	4.75%	4.75%
Promedio	4.71%	4.71%
Mediana	4.75%	4.75%
STDV	0.09%	0.09%
Máximo	4.75%	4.75%
Mínimo	4.50%	4.50%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
3.75%	0%	0
4.50%	15%	5
4.75%	85%	28
Total	100%	33

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
3.75%	0%	0
4.50%	15%	5
4.75%	85%	28
Total	100%	33

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

Participantes	Diciembre	2018	2019
Alianza Valores	3.92%	3.50%	4.00%
Anif	4.13%	3.34%	3.47%
Asobancaria	4.10%	3.61%	3.40%
Axa Colpatría	3.99%	3.27%	3.00%
Banco Agrario	3.99%	3.49%	3.28%
Banco Davivienda	4.00%	3.87%	
Banco de Bogotá	3.98%	3.44%	3.01%
Banco de Occidente	3.99%	3.61%	3.60%
Bancoldex	3.98%	3.20%	3.00%
BBVA	3.98%	3.13%	2.78%
BTG Pactual	4.73%	3.30%	3.20%
Casa de Bolsa	3.96%	3.67%	3.60%
Citibank	4.00%	3.10%	3.00%
Colfondos	4.01%	4.86%	3.41%
Continuum Economics	3.90%	3.50%	3.20%
Corficolombiana	3.98%	3.30%	3.50%
Credicorp Capital	3.96%	2.90%	3.30%
Fidubogotá	3.96%	3.28%	3.29%
Fiduprevisora	3.97%	3.64%	4.75%
Grupo Bancolombia	4.08%	3.50%	3.90%
Itaú	4.10%	3.40%	3.00%
Moodys Economy	4.00%	3.60%	3.30%
Positiva	4.15%	3.50%	3.00%
Ultraserfinco	4.01%	3.35%	3.10%
Promedio	4.04%	3.47%	3.35%
Mediana	3.99%	3.47%	3.29%
STDV	0.16%	0.36%	0.43%
Máximo	4.73%	4.86%	4.75%
Mínimo	3.90%	2.90%	2.78%

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



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

□ Rango • Mediana

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 28 de noviembre y el 4 de diciembre

	Empresa	Estimación 2018	Estimación 2019
1	ANIF	4,50%	5,00%
2	Banco Bradesco	5,50%	-
3	Banco Davivienda	4,50%	-
4	Banco de Bogotá	4,50%	4,50%
5	Bancolombia	4,25%	5,25%
6	Barclays Capital	4,75%	-
7	BBVA Research	4,00%	4,00%
8	BMI Research	4,50%	4,50%
9	BTG Pactual	4,00%	-
10	Capital Economics	4,25%	5,00%
11	Citigroup Global Mkts	4,50%	4,75%
12	Corficolombiana	4,25%	-
13	Credicorp Capital	4,00%	5,00%
14	Fedesarrollo	4,50%	4,50%
15	Goldman Sachs	4,00%	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	4,25%	4,00%
22	Scotiabank	4,75%	5,25%
23	UBS	4,50%	4,50%
24	Ultraserfinco	4,75%	4,75%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,00%	5	20,83%	2	11,76%
4,25%	4	16,67%	0	0,00%
4,50%	9	37,50%	7	41,18%
4,75%	4	16,67%	2	11,76%
5,00%	1	4,17%	4	23,53%
5,25%	0	0,00%	2	11,76%
5,50%	1	4,17%	0	0,00%
Media		4,46%		4,68%
Mediana		4,50%		4,50%

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

Encuestas realizadas entre el 28 de noviembre y el 4 de diciembre

	Empresa	Estimación 2018	Estimación 2019
1	ANIF	3,30%	3,50%
2	Banco Bradesco	3,50%	-
3	Banco Davivienda	4,14%	-
4	Banco de Bogotá	3,44%	3,01%
5	Bancolombia	3,50%	3,90%
6	Barclays Capital	3,23%	-
7	BBVA Research	3,13%	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	3,10%	3,00%
12	Corficolombiana	3,30%	-
13	Credicorp Capital	2,90%	3,30%
14	Credit Agricole	3,20%	-
15	Ecoanalítica	3,99%	-
16	EIU	3,30%	3,20%
17	Fedesarrollo	3,50%	3,00%
18	Frontier Strategy Group	3,80%	3,20%
19	Goldman Sachs	3,10%	3,00%
20	HSBC	3,88%	3,60%
21	Itaú BBA	3,40%	3,00%
22	JPMorgan	3,80%	3,50%
23	Kiel Institute	3,00%	-
24	Moody's Analytics	3,55%	3,41%
25	Nomura	3,00%	3,00%
26	Oxford Economics	3,40%	3,30%
27	Positiva Compañía de Seguros	3,50%	3,00%
28	Scotiabank	3,50%	3,00%
29	UBS	3,60%	3,20%
30	Ultraserfinco	3,35%	3,00%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,75%-3,00%	1	3,33%	1	4,55%
3,00%-3,25%	8	26,67%	12	54,55%
3,25%-3,50%	8	26,67%	4	18,18%
3,50%-3,75%	7	23,33%	4	18,18%
3,75%-4,00%	5	16,67%	1	4,55%
4,00%-4,25%	1	3,33%	0	0,00%
Media		3,42%		3,22%
Mediana		3,40%		3,20%

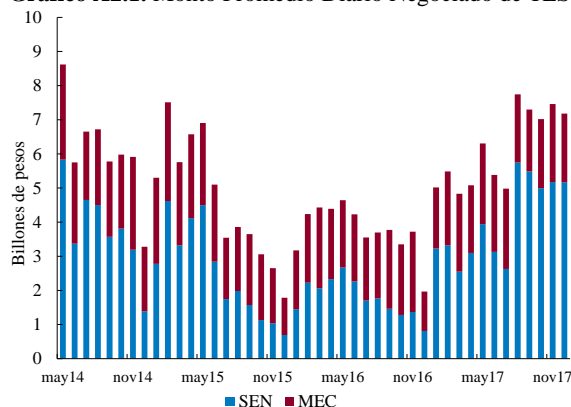
Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de noviembre, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -19 p.b, -29 p.b. y -31 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones de -5 p.b, -4 p.b. y -3 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El Dane publicó el 5 de diciembre la variación del índice de precios al consumidor de noviembre del 2017, ubicándose en 0,18% mes a mes. Dicho resultado fue superior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,12%), al dato extraído de la encuesta del BR (0,11%) y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2016 (0,11%). La variación anual fue 4,12%²³ (esp: 4,06%). Entre el 5 y el 6 de diciembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 2 p.b, 0 p.b. y 0 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -11 p.b, -6 p.b. y -4 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

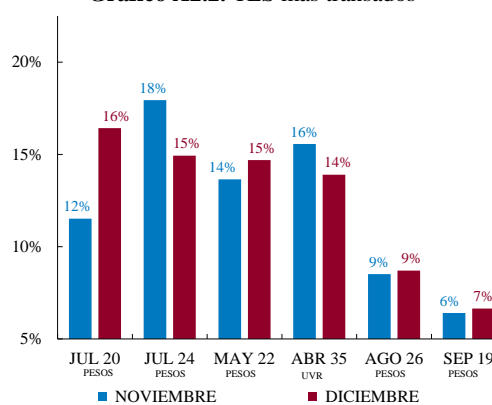
El 11 de diciembre (después de cierre de mercados) *S&P Global Ratings* recortó la calificación soberana de Colombia de BBB, con perspectiva negativa, a BBB- con perspectiva estable. Junto con lo anterior, la entidad señaló que «la combinación de un crecimiento más débil de lo esperado en 2017 y la dependencia parcial de ingresos extraordinarios para compensar el bajo desempeño de la reforma impositiva de 2016 demuestran la dificultad de reducir gradualmente los déficit generales del Gobierno para cumplir con la regla fiscal»; y que «la economía colombiana sigue sufriendo las repercusiones de los efectos de los menores precios de las materias primas, reflejados en el alto nivel de deuda externa y la pronunciada volatilidad en los términos de intercambio del país». No obstante, la entidad modificó el panorama de *negativo a estable* señalando perspectivas de que las instituciones políticas contribuirán a la estabilidad económica del país después de las elecciones legislativas y presidenciales del próximo año. Adicionalmente, y en línea con lo anterior, la agencia recortó al mismo nivel las notas crediticias de un grupo de empresas del país. A BBB- recortó las calificaciones de Ecopetrol, las eléctricas ISA e Isagen, el holding de inversiones Grupo SURA, Findeter, la Financiera de Desarrollo Nacional y la productora de alimentos procesados Nutresa. Adicionalmente redujo a BB+ las calificaciones de Bancolombia y del Banco de Bogotá, de tal manera que perdieron el grado de inversión y quedaron en grado especulativo. Entre el 11 y el 12 de diciembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 4 p.b, 6 p.b. y 10 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 0 p.b, 18 p.b. y 16 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 7 de diciembre del 2017.

Gráfico A2.2. TES más transados*



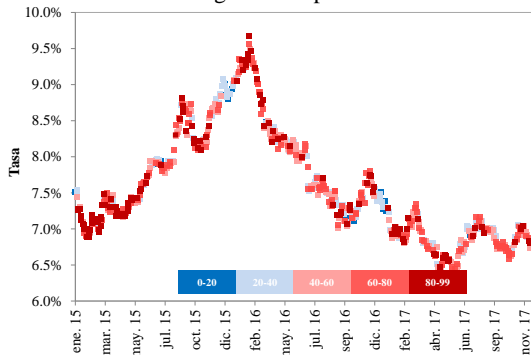
Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

²³ Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2016 (5,96%).

El 12 de diciembre se venció un TES de corto plazo por \$2,6 billones de pesos. En lo corrido de diciembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$7,1 billones²⁴, inferior al observado el mes anterior (\$7,4 billones), pero superior al registrado en diciembre de 2016 (\$1,9 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2020, cuya participación pasó de 12% al 16%, seguidos por los que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 18% a 15% (Gráfico A2.2).

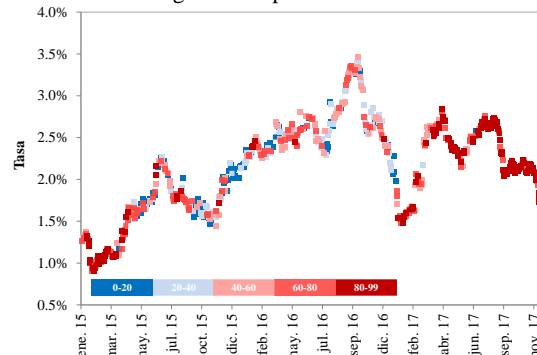
En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más transados (con vencimiento en 2024 en el caso de pesos y en 2021 para UVR). Desde la última reunión de la JDBR, los montos de negociación del título del 2024 se situaron ligeramente por debajo de noviembre con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

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.

Para lo corrido de diciembre, el *bid-ask spread* promedio se mantuvo en niveles similares a los observados el mes anterior 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 1,71 p.b. (noviembre: 1,66 p.b, Gráfico A2.5), mientras que para los TES denominados en UVR se ubicó en 3,43 p.b. (noviembre: 2,8 p.b, Gráfico A2.6). La profundidad de estos mercados (Gráficos A.7 y A2.8) disminuyó en \$6,6 mm para los títulos en pesos y \$0,4 mm para los TES UVR, respecto al mes anterior. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos pasó de \$167 mm a \$160 mm, mientras que en TES UVR pasó de \$82 mm a \$89 mm.

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

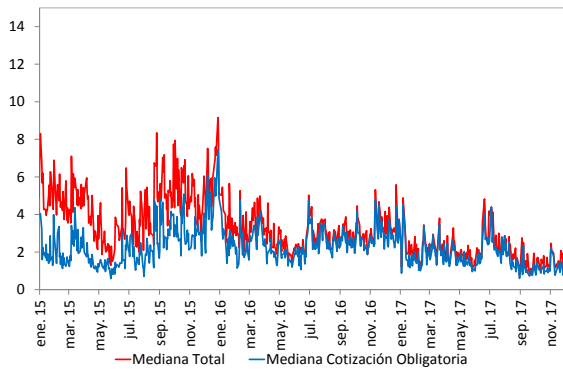
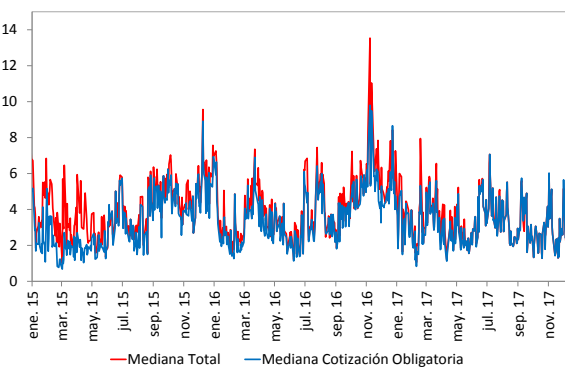


Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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.

²⁴ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y MEC (incluye registros).

Gráfico A2.7. Profundidad promedio TES en pesos*

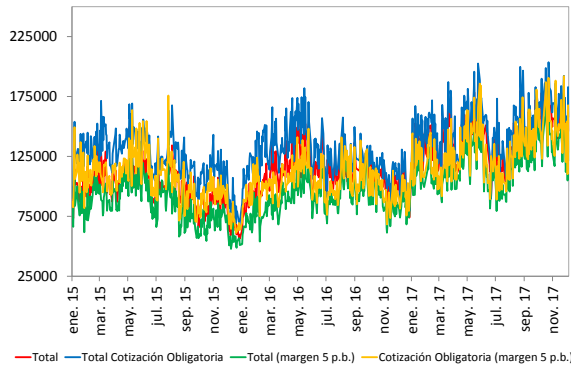
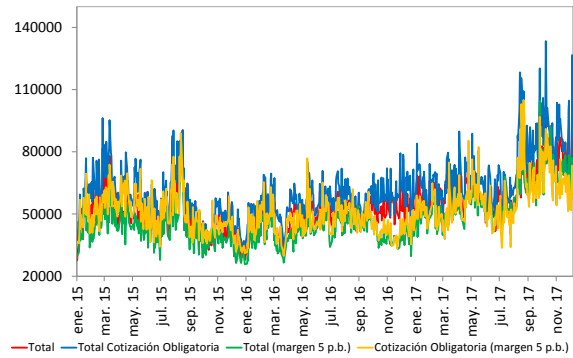


Gráfico A2.8. Profundidad promedio TES en UVR*



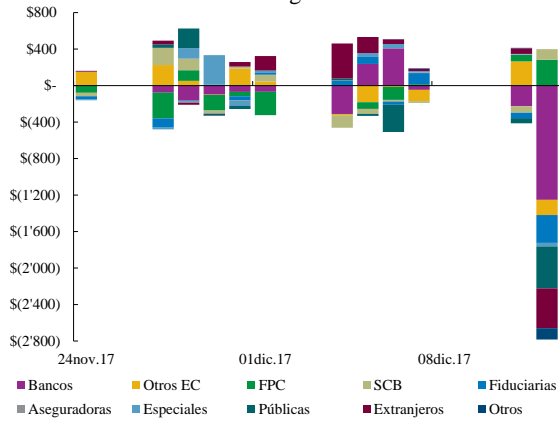
Fuente y Cálculos: Banco de la República.* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total 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 inversionistas extranjeros (\$486 mm, en el tramo largo principalmente), las entidades financieras especiales (\$459 mm, en el tramo medio) y las corporaciones financieras (\$275 mm, tramo largo), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$1668 mm) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$399 mm, tramo largo). Cabe destacar que las ventas netas de TES en pesos en el tramo corto incorporan el vencimiento de un TCO.

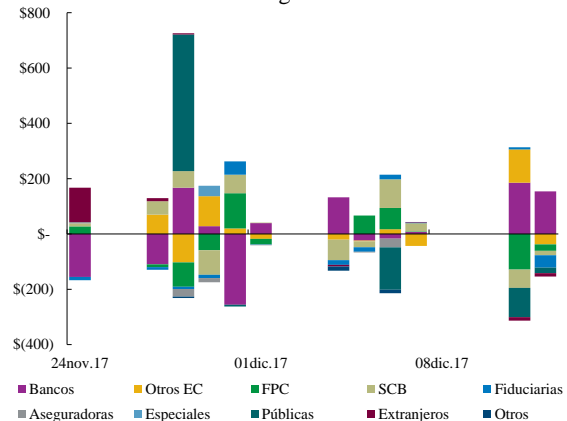
Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los bancos comerciales (\$307 mm, tramo corto), las entidades públicas (\$208 mm, tramo largo) y las corporaciones financieras (\$111 mm, tramo medio), mientras que los principales vendedores fueron las sociedades fiduciarias en posición de terceros (\$130 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 \$8083 mm. Adicionalmente, desde el 24 de noviembre registraron compras netas por \$675 mm en el tramo largo, al tiempo que vendieron en neto \$142 mm y \$47 mm en los tramos corto y medio, respectivamente.

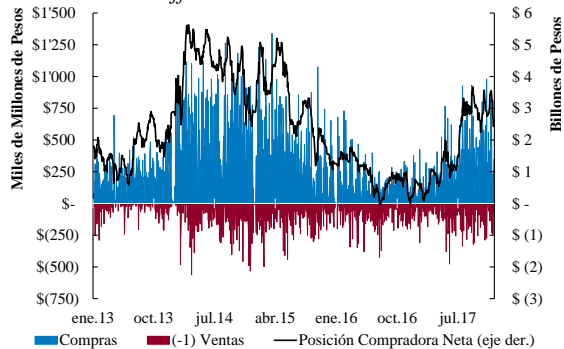
Cuadro A3.1. Compras Netas de TES en Pesos (Azul) y TES UVR (Gris)*
(Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

	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	6256	(1718)	(843)	(501)	(325)	(1668)	182	54	72	307
Compañía de Financiamiento Comercial	3	(0)	(5)	2	-	(3)	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	447	63	(236)	112	399	275	5	90	16	111
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	6706	(1'656)	(1'084)	(388)	75	(1'397)	187	144	87	418
Fondos de Pensiones y Cesantías	44	10	(3)	16	(28)	(15)	-	-	-	-
Propia	44	10	(3)	16	(28)	(15)	-	-	-	-
Terceros	505	3'549	(14)	127	(512)	(399)	(62)	(171)	267	34
Pasivos Pensionales	(1'007)	2'007	(43)	185	(422)	(279)	(63)	(218)	184	(97)
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	548	3'559	(17)	143	(540)	(414)	(62)	(171)	267	34
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(715)	187	138	(29)	18	127	35	(1)	(4)	30
Propia	(715)	187	138	(29)	18	127	35	(1)	(4)	30
Terceros	924	(3)	(38)	10	99	71	3	11	(12)	2
Extranjeros	(7)	4	-	0	-	0	(13)	-	-	(13)
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	210	184	100	(19)	117	198	38	10	(16)	32
Sociedades Fiduciarias	227	18	(5)	(7)	21	10	11	4	(10)	5
Propia	227	18	(5)	(7)	21	10	11	4	(10)	5
Terceros	9096	2'029	(593)	107	619	134	(170)	120	(79)	(130)
Extranjeros***	8099	1'158	(142)	(47)	675	486	-	(5)	4	(7)
FIC	284	106	(152)	64	(2)	(90)	(88)	22	-	(66)
Pasivos Pensionales	(217)	110	(199)	160	(28)	(66)	(6)	-	(83)	(90)
Total Sociedades Fiduciarias	9'323	2'048	(597)	101	640	144	(158)	123	(89)	(124)
Compañías de Seguros y Capitalización	346	(136)	-	11	(22)	(12)	(9)	(10)	(59)	(79)
Propia	346	(136)	-	11	(22)	(12)	(9)	(10)	(59)	(79)
Terceros	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	347	(136)	-	11	(22)	(12)	(9)	(10)	(59)	(79)
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	10'428	5'655	(514)	235	195	(84)	(192)	(48)	102	(138)
Total Entidades Financieras Especiales**	213	5	85	375	(0)	459	13	25	-	38
Total Entidades Públicas****	1'421	(1'730)	(357)	(189)	(71)	(617)	(8)	19	197	208
Otros*****	(186)	(303)	(130)	-	17	(113)	-	-	(33)	(33)
Extranjeros	(14)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	18'582	1'971	(2'000)	33	216	(1'751)	(0)	141	353	494

Fuente: BR. Información actualizada al 12 de diciembre 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.

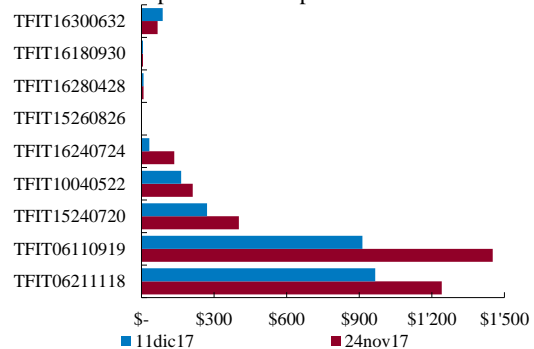
Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$3349 mm y ventas por \$899 mm²⁵, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$1049 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$3495 mm el 24 de noviembre a \$2446 mm el 11 de diciembre 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.

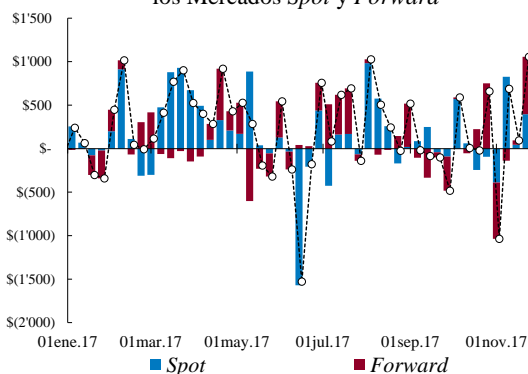
Gráfico A3.4. Saldo de Compras Netas Offshore de TES en pesos en NDF por Título



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

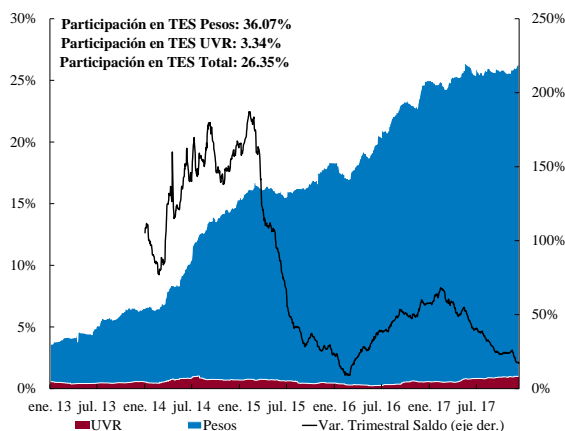
²⁵ Datos actualizados al 11 de diciembre de 2017. Al mismo tiempo, se presentaron vencimientos en contratos de compra a futuro de TES por \$3827 y de venta por \$328.

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 2032, se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2028 y 2030, 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

	2016			Corrido de 2017			Oct-17			Nov-17			Corrido de Dic-17		
	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5293)	\$ 617	\$ (4'676)	\$ 6706	\$ (1'807)	\$ 4'899	\$ 2'117	\$ (563)	\$ 1'554	\$ 1'074	\$ (143)	\$ 931	\$ (1'448)	\$ 890	\$ (559)
Offshore	\$ 20'884	\$ (617)	\$ 20'267	\$ 8'083	\$ 1'807	\$ 9'890	\$ 234	\$ 563	\$ 797	\$ 1'003	\$ 143	\$ 1'146	\$ 420	\$ (890)	\$ (470)

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 11 y 12 de diciembre del 2017 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*.

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

En este periodo (24 de noviembre al 8 de diciembre 2017), los títulos de deuda pública de la región presentaron valorizaciones en sus tramos corto y medio, a excepción de México y EE.UU, y el tramo medio de Chile. En el tramo largo se observaron desvalorizaciones, a excepción de Perú y Colombia.

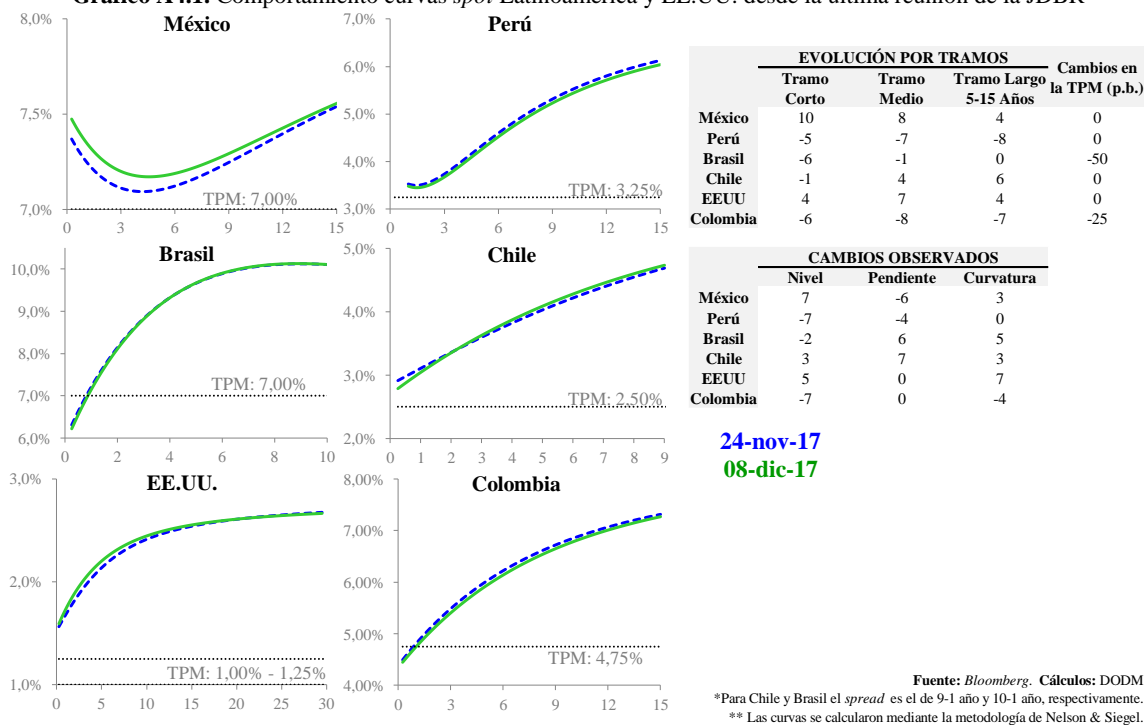
Durante el periodo, la curva de rendimiento de los *treasuries* presentó un aplanamiento ante las desvalorizaciones observadas en el tramo corto y medio que resultaron superiores a las valorizaciones del tramo largo.

Este comportamiento estuvo explicado, en primer lugar, por expectativas de una política monetaria más contractiva en el corto plazo. Esto último ante la proyección por parte de algunos agentes de que en el 2018 se lleven a cabo cuatro incrementos y de que en la reunión de diciembre, las proyecciones del FOMC para el próximo año cambien y reflejen estos incrementos. En este sentido, entre el 24 de noviembre y el 8 de diciembre, la probabilidad de que la tasa de fondos federales se encuentre después de la reunión de septiembre del 2018 por encima de 1,75% ascendió desde 47,6% a 54,9%. En segundo lugar, por los avances en la reforma tributaria en el Congreso de EE.UU. Por último, ante los datos favorables de este país en materia de crecimiento del producto²⁶, expectativas del consumidor²⁷ y mercado laboral²⁸.

26 En la segunda lectura de crecimiento para el 3T17 se observó un dato de 3,3%, mientras el mercado proyectaba 3,2%.

27 La confianza del consumidor para noviembre del *Conference Board* aumentó a 129,5, por encima de las proyecciones del mercado y el dato anterior de 124 y 126,2, respectivamente.

Gráfico A4.1. Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



El aplanamiento de la curva de México estuvo influenciado por el comportamiento en la curva de los *treasuries*. Adicionalmente, las desvalorizaciones del tramo corto estuvieron influenciadas por las proyecciones sobre una política monetaria más *dovish* dado los incrementos en la inflación observada²⁹ y el nombramiento del nuevo gobernador del Banco Central de México, Alejandro Díaz de León, quien es considerado más *hawkish* que Carstens³⁰.

Por su parte, en Brasil se observó un empinamiento ante valorizaciones del tramo corto y medio que estuvieron explicadas por la reducción de 50 p.b. en la tasa de política monetaria y por un dato de inflación para noviembre que estuvo por debajo de las expectativas del mercado (obs: 2,80%; esp: 2,88%; ant: 2,7%). En el tramo largo se observaron desvalorizaciones en la última semana de noviembre ante un dato de crecimiento para el tercer trimestre que resultó inferior a lo proyectado por el mercado (obs: 0,1% QoQ; esp: 0,3% QoQ), pero en la primera semana de diciembre estas desvalorizaciones se corrigieron ante un incremento en el crecimiento de la producción industrial mayor a lo esperado (obs: 5,2%; ant: 2,4%; esp: 3,0%).

Las desvalorizaciones del tramo largo en Chile que generaron un empinamiento en la curva de este país estuvieron explicadas por el comportamiento del precio del cobre³¹ y por la creciente incertidumbre frente al resultado de la segunda ronda de elecciones presidenciales que se llevará a cabo el próximo 17 de diciembre. Las valorizaciones del tramo corto de la curva de Perú estuvieron explicadas por un dato de inflación inferior al esperado por el mercado (obs: 1,54%; esp: 1,74%; ant: 2,04%). Las valorizaciones fueron inferiores en el tramo largo.

28 En noviembre, fueron vistos como positivos el incremento superior a las expectativas en nóminas no agrícolas (obs: 228.000; ant: 195.000) y la persistencia de la tasa de desempleo en 4,1%.

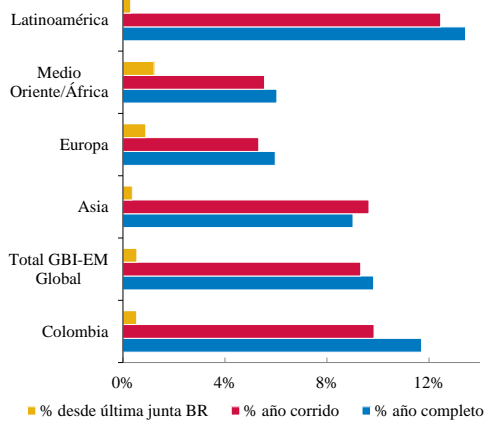
29 La inflación para las dos primeras semanas del mes publicada el 23 de noviembre mostró un incremento en los precios de 6,59% que resultó superior al dato esperado (6,42%) y al dato anterior (6,44%). De esta forma, la inflación aumentó a 6,63% desde 6,37% en octubre.

30 JP Morgan.

31 Entre el 24 de noviembre y el 8 de diciembre el precio de cobre descendió 6,15%.

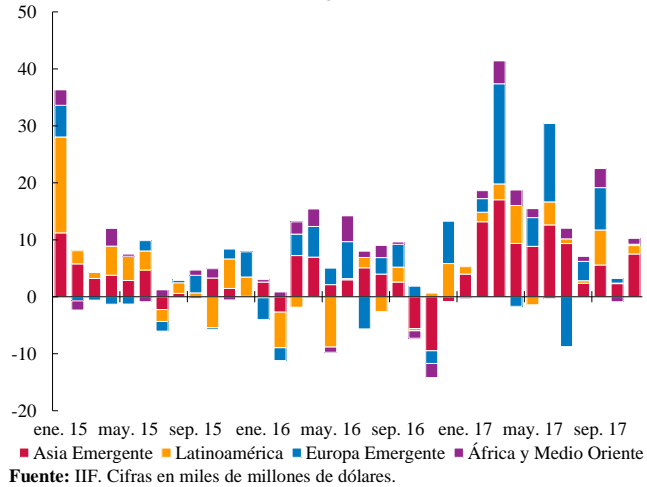
En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes³² (incluyendo Colombia) desde la última reunión de la JDBR, en lo corrido de 2017 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR todos los índices regionales aumentaron, especialmente el de Medio Oriente/África. El índice *Total GBI-EM Global* y el de Colombia aumentaron 0,05%.

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



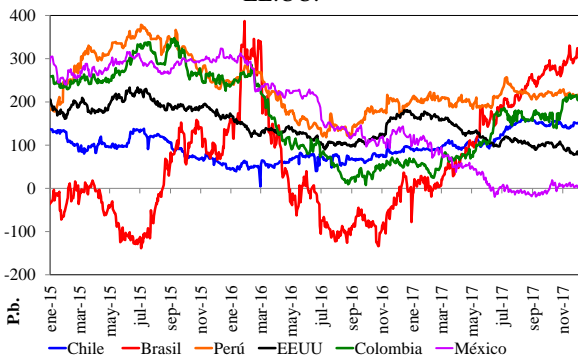
Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** DODM.
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

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



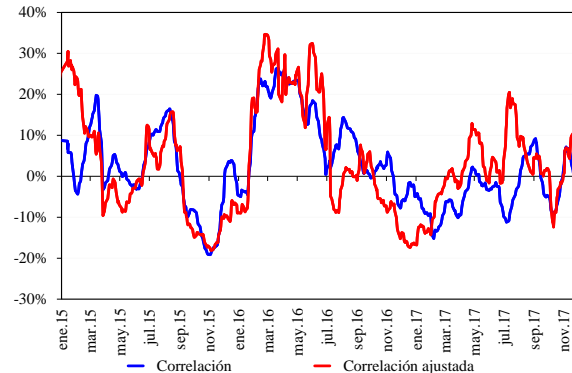
Adicionalmente, el IIF³³ estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en noviembre por US\$17,09 mm. En particular, estimó entradas netas de los mercados de renta variable por US\$6,84 mm, y de US\$10,25 mm hacia los mercados de renta fija. Específicamente para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$1,48 mm (Gráfico A4.3). De acuerdo con las estimaciones del IIF se espera que las economías emergentes registren entradas de capital por US\$1.1 billones para 2017 y US\$1.2 billones para 2018.

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

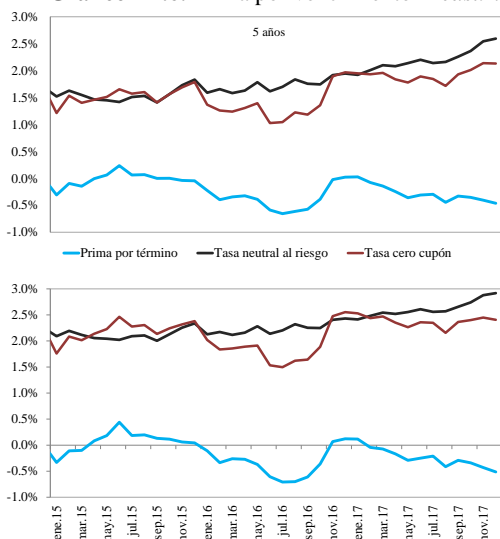


Fuente: Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República.

³² 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.

³³ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

Gráfico A4.6. Prima por vencimiento Treasuries.



Fuente y Cálculos: Fed.

continuó siendo explicado por factores idiosincráticos.

Por su parte, la prima por vencimiento de los *treasuries* se redujo 6 p.b. para 5 años y 8 p.b. a 10 años, y se situó en -0,46% y -0,51%, respectivamente. La tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó 5 p.b. para 5 y 4 p.b. para 10 años (Gráfico A4.6).

Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

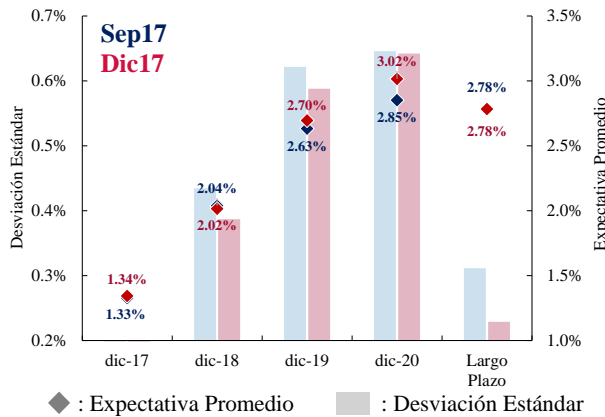
En reuniones ordinarias, los bancos centrales de Israel (0,1%), Islandia (4,25%), Australia (1,50%) y Canadá (1%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, según lo esperado por el mercado.

En otro escenario, el 13 de diciembre de 2017 la Fed incrementó el rango de la tasa de interés de referencia en 25 p.b. a uno entre 1,25% y 1,50%, tal como lo anticipaba el mercado. De acuerdo con el comunicado que acompañó la decisión, desde su última reunión en noviembre el mercado laboral de los EE.UU. continuó fortaleciéndose, la tasa de desempleo disminuyó y la economía continuó expandiéndose a un ritmo sólido. El gasto de los hogares y la inversión aumentaron y, pese a que la inflación (total y subyacente) disminuyó durante el año y continúa por debajo del objetivo del 2%, las expectativas de largo plazo permanecen estables. Además, el organismo indicó que si bien los huracanes afectaron la actividad económica, el empleo y la inflación en los últimos meses, no alteraron sus perspectivas sobre el avance de la economía, razón por la cual continúan anticipando que, junto con los ajustes graduales de la política monetaria, la actividad económica se expandirá a un ritmo moderado y las condiciones del mercado laboral continuarán siendo fuertes.

Además, el organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que, entre otras cifras y comparando con sus proyecciones de septiembre, el punto medio de la proyección de crecimiento económico aumentó de 2,4% a 2,5% para 2017, de 2,1% a 2,5% para 2018, de 2,0% a 2,1% para 2019, de 1,8% a 2,0% para 2020 y la mantuvo en 1,8% para el Largo Plazo (LP); el punto medio de la proyección de desempleo disminuyó de 4,3% a 4,1% para 2017, de 4,1% a 3,9% para 2018 y 2019, de 4,2% a 4,0% para 2020 y se mantuvo estable 4,6% para el LP; y el punto medio de la proyección de inflación para 2017 aumentó de 1,6% a 1,7%, al tiempo que lo mantuvo inalterado en 1,9% para 2018 y en 2% para los demás plazos.

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 se redujo a 210 p.b. (ant: 212 p.b.). Las pendientes de Brasil, Perú, Chile, EE.UU. y México se sitúan en 309 p.b, 212 p.b, 154 p.b, 77 p.b. y -4 p.b, respectivamente. La pendiente de EE.UU. se encuentra 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 -5.04%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (*VIX* y pendiente de Estados Unidos -línea roja) se encuentra en 9,64% y ha aumentado en los últimos meses. Esto refleja que el comportamiento de las pendientes

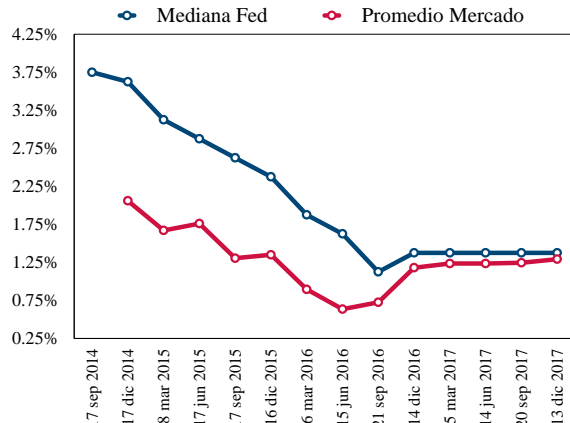
Gráfico A5.1. Pronósticos de la Fed de la Tasa de los Fondos Federales (Septiembre y Diciembre de 2017)



Fuente: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

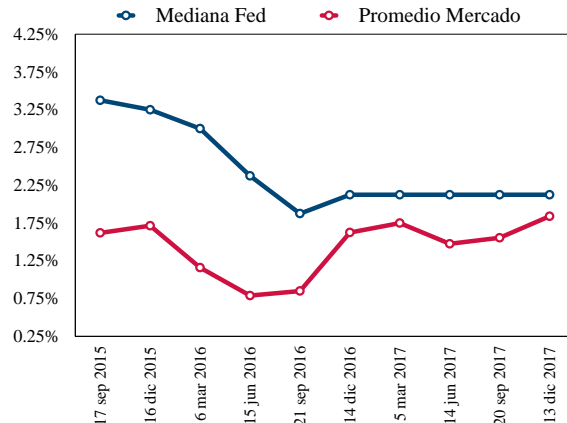
En cuanto a los pronósticos de diciembre sobre la tasa de los fondos federales, en los gráficos A5.1³⁴, A5.2 y A5.3³⁵ se observa que: i) las estimaciones promedio del FOMC no presentaron cambios significativos entre septiembre y diciembre del 2017; y ii) para el 2018 el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC, aunque esta diferencia se ha reducido toda vez que el mercado descuenta una tasa mayor frente a su proyección de septiembre.

Gráfico A5.2: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2017



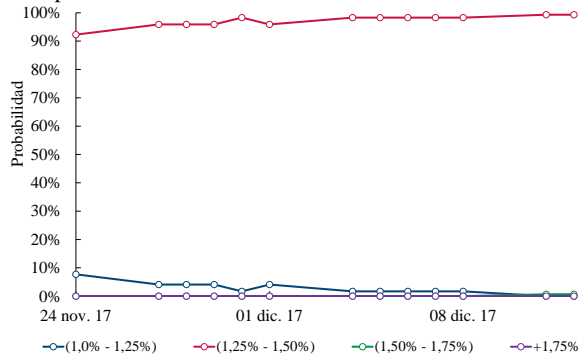
Fuente: Reserva Federal y Bloomberg.

Gráfico A5.3: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2018



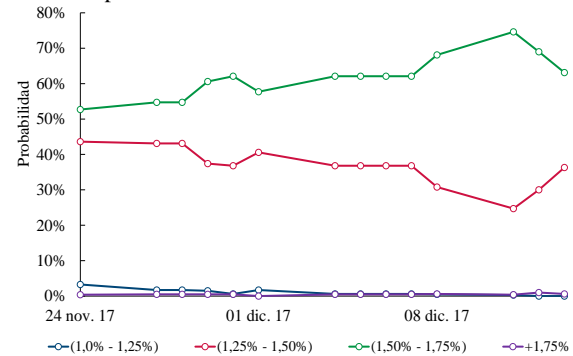
Fuente: Reserva Federal y Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Por su parte, 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 aumentó la

³⁴ En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en septiembre y diciembre de 2017 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2017, 2018, 2019, 2020 y para el largo plazo.

³⁵ 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 2017 y 2018.

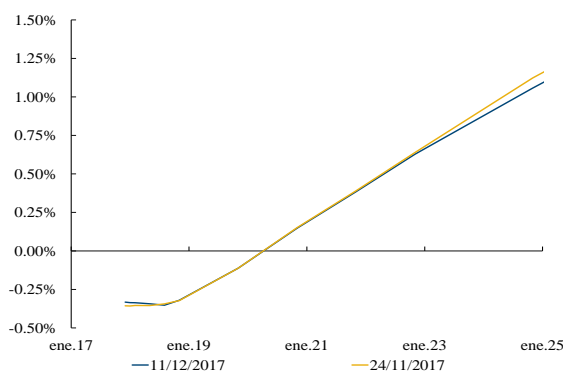
probabilidad de que el rango se ubique entre 1,50% y 1,75%, siendo el escenario más probable para esta última (Gráficos A5.4 y A5.5). Además, según lo publicado por *CME Group Inc.*³⁶, con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de la Fed de diciembre de 2017 la probabilidad de que el rango de tasas se ubique entre 1,25% y 1,5% es 87,6% (ant.: 96,7%) y la de uno entre 1,5% y 1,75% es 12,4% (ant.: 3,3%).

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).

Países Emergentes

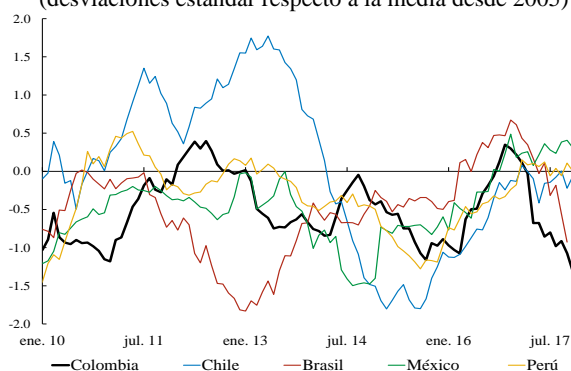
En el Gráfico A5.7 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales³⁷ desde el año 2005. Se puede observar que en noviembre la tasa real de México se ubicó por encima de su media histórica, la de Perú se ubicó en ese nivel, y las de los demás países se ubicaron por debajo³⁸.

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.

Por otra parte, el Banco Central de Corea del Sur incrementó en 25 p.b. su tasa de interés de referencia a 1,5%, en línea con lo esperado por los analistas. Los bancos centrales de Polonia e India mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 1,5% y 6%, respectivamente, en línea con lo esperado. Por su parte, en Latinoamérica, tal como lo anticipaba el mercado, el Banco Central de Brasil redujo su tasa de interés de referencia 50 p.b. a 7%, mientras que el de Argentina la mantuvo inalterada en 28,75%.

³⁶ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade*. Consulta actualizada el 11 de diciembre, al tiempo que el valor previo corresponde a las cifras para el 10 de noviembre.

³⁷ Deflactadas con medidas de inflación básica.

³⁸ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,82%; Chile 0,77%; Brasil 5,57%, México 1,60 y Perú 0,79%. La tasa real de Brasil se encuentra actualizada hasta octubre del 2017.

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	dic17	ene18	mar18	abr18	jun18	jul18	sep18	oct18	dic18	ene19	mar19	abr19
7.00%												0%
6.75%											0%	0%
6.50%											0%	0%
6.25%										0%	0%	0%
6.00%										0%	0%	1%
5.75%									0%	0%	1%	1%
5.50%									0%	1%	1%	2%
5.25%								0%	1%	1%	2%	2%
5.00%								1%	2%	2%	3%	3%
4.75%	63%	35%	15%				1%	2%	2%	3%	3%	3%
4.50%	37%	56%	62%	62%	47%	36%	28%	22%	16%	13%	9%	7%
4.25%		9%	22%	32%	39%	41%	38%	35%	31%	26%	21%	17%
4.00%			2%	7%	13%	19%	23%	26%	28%	27%	26%	24%
3.75%				0%	2%	4%	8%	11%	15%	17%	20%	21%
3.50%						0%	1%	3%	5%	7%	10%	12%
3.25%							0%	0%	1%	2%	3%	5%
3.00%									0%	0%	1%	1%
2.75%										0%	0%	0%
2.50%											0%	0%

Cuadro A6.2. Mes Anterior

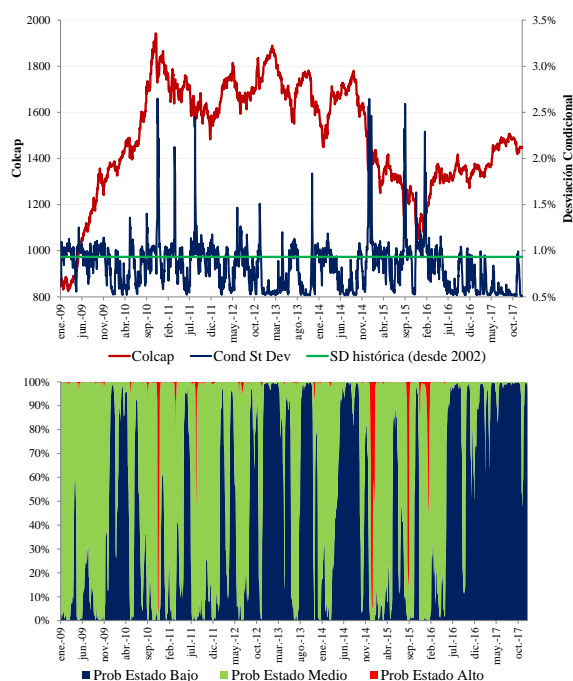
TPM	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18	may18	jun18	jul18	ago18	sep18	oct18
6.50%												0%
6.25%												0%
6.00%											0%	0%
5.75%											0%	0%
5.50%										0%	0%	1%
5.25%									0%	0%	1%	2%
5.00%	54%	22%						0%	0%	1%	2%	2%
4.75%	46%	67%	71%	51%	36%	25%	18%	12%	8%	7%	5%	4%
4.50%		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%

Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 45,3% de agentes espera que aumente (anterior: 68,1%), mientras un 37,7% que se mantenga igual (anterior: 31,9%) y un 17% que disminuya (anterior: 0%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 50,94% espera que esta se mantenga estable (anterior: 47,83%), un 15,09% que aumente (anterior: 10,87%) y un 15,09% que disminuya (anterior: 23,91%)³⁹.

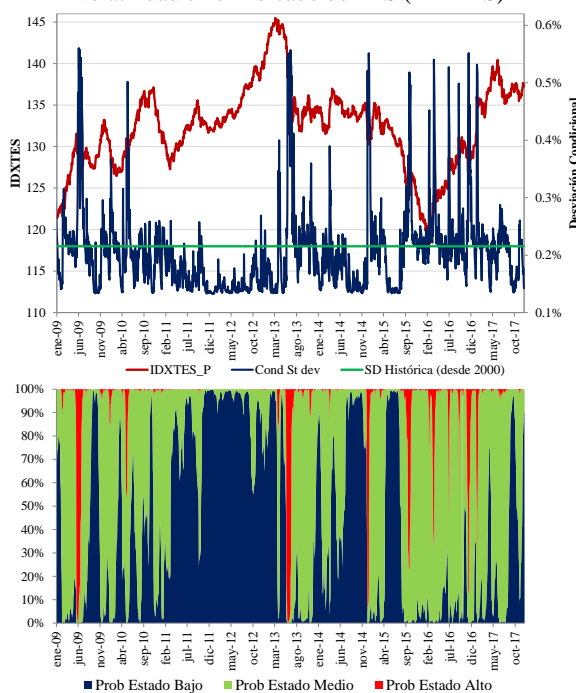
Durante el periodo analizado el mercado accionario estuvo estable. Entre el 24 de noviembre y el 7 de diciembre, el Colcap se valorizó 0,08%. Para lo corrido de diciembre, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó ligeramente respecto al promedio de noviembre y se ubica alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.1). Durante el mes, la volatilidad promedio del mercado de TES se redujo respecto a lo observado en noviembre, 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.

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 *Vstox*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. Los incrementos transitorios de estas variables estuvieron influenciados principalmente por la incertidumbre frente a la aprobación de la reforma tributaria en el Senado de EE.UU. (Gráficos A8.1 y A8.2).

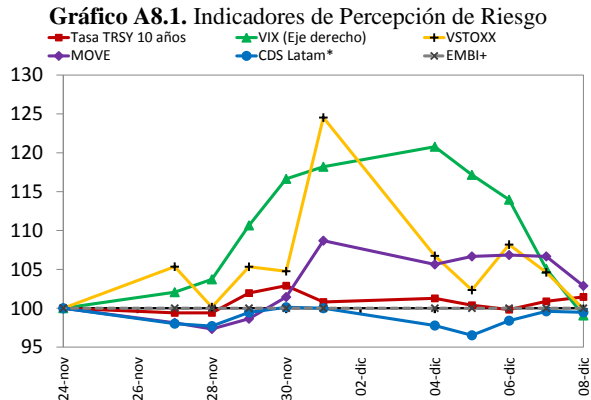
³⁹ Al 18,87% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (anterior: 17,39%).

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

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

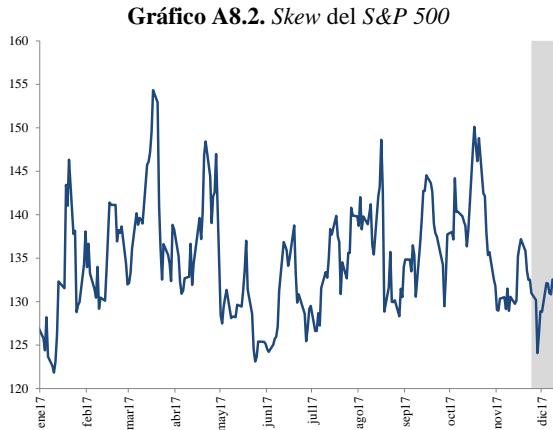
⁴² El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *treasuries*.

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.



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

Fuente: Bloomberg.

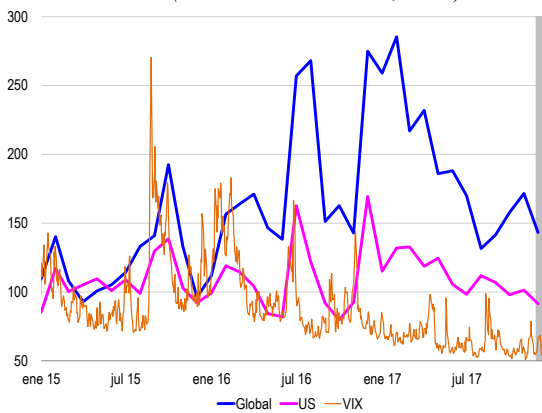


Fuente: Bloomberg.

Los mercados de renta variable en EE.UU. presentaron valorizaciones, mientras que en Europa se observaron desvalorizaciones en la última semana de noviembre y valorizaciones después de la aprobación por parte del Senado estadounidense del proyecto de reforma tributaria. El incremento que se presentó en el *Vix* y el *Vstox* en los primeros días de diciembre coincidió con los últimos debates en el Senado de EE.UU. frente a la reforma fiscal, la cual se aprobó el 2 de diciembre, y con la aceptación de cargos por parte del ex asesor de seguridad del presidente Trump, frente a conversaciones no autorizadas con el embajador ruso en EE.UU., durante la campaña presidencial de 2016.

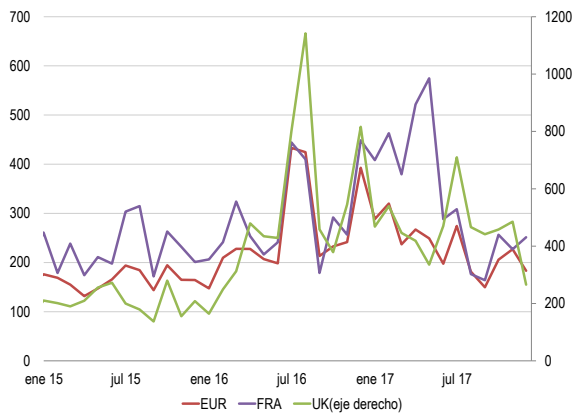
En el caso de los mercados de renta fija los principales eventos giraron en torno a las declaraciones de Janet Yellen el 29 de noviembre en el Congreso de EE.UU., en las cuales señaló que la Fed continuará subiendo tasas de interés y reduciendo su hoja de balance, ante una expansión económica amplia y estable en todos los sectores.

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 noviembre el índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global disminuyó desde 171,6 en octubre a 143,28 en noviembre. A nivel regional descendió en EE.UU. (obs: 91,52; ant: 101,33), Europa (obs: 183,32; ant: 227,11) y Reino Unido (obs: 265,82; ant: 485,19), mientras que aumentó en Francia (obs: 251,37; ant: 227,01) (Gráficos A8.3 y A8.4).

Los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años de la región se redujeron en la mayoría de países, mientras que los índices EMBI presentaron un comportamiento mixto. El CDS a 5 años disminuyó

6 p.b. en Argentina, 4 p.b. en Brasil, 3 p.b. en Colombia y 1 p.b. en México, mientras que aumentó 4 p.b. en Chile. Por su parte, el EMBI aumentó 6 p.b. en Argentina y México, y disminuyó 1 p.b. en Perú, 3 p.b. en Brasil, 7 p.b. en Colombia y 10 p.b. en Chile (Gráficos A8.5 y A8.6).

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

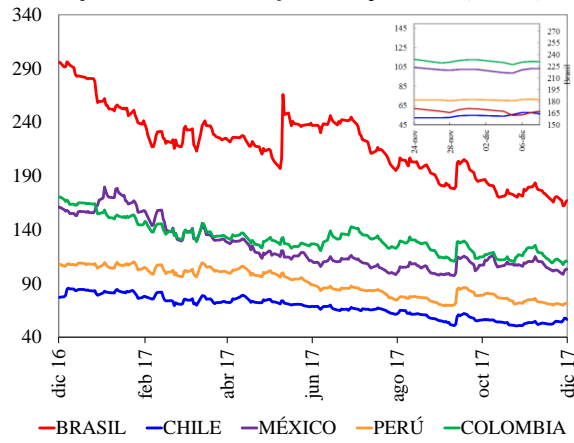


Gráfico A8.6. EMBI Países Latam

