



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

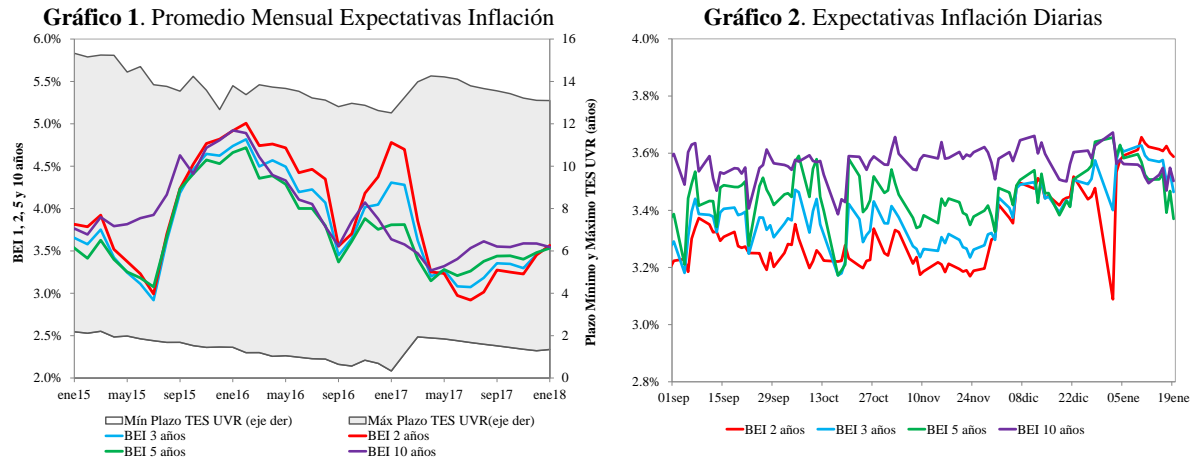
Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

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 enero¹ (hasta el 25) respecto a diciembre, se observa que la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR en promedio aumentó 11 p.b, 9 p.b y 4 p.b para la estimación a 2, 3 y 5 años, respectivamente, mientras que disminuyó 5 p.b a 10 años. De esta forma, el BEI promedio en lo corrido de enero se ubica en 3,56%, 3,55%, 3,52% y 3,54% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 1). El 2 de enero se presentó una disminución significativa del BEI a 2 años relacionada con los bajos niveles de negociación de los TES UVR de corto plazo que afectaron la estimación de la tasa cero cupón.



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 3,3% (diciembre: 3,25%) y para los próximos 5 años sea 3,42% (diciembre: 3,40%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años aumentó 10 p.b. y se situó en 0,07% en enero, al tiempo que la de 5 años disminuyó 11 p.b. y se situó en -0,27%.

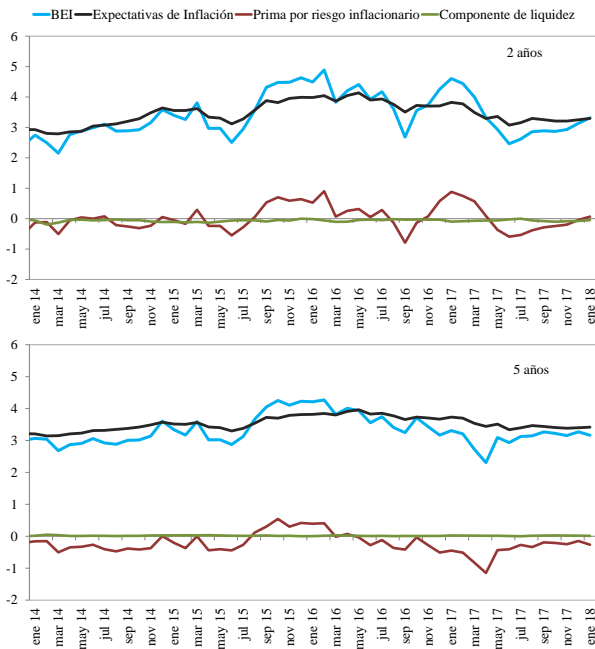
El Gráfico 4 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2018, 2019, 2020 y 2021 utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), los cuales corresponden a 3,57%, 3,54%, 3,49% y 3,46%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en enero para 2018 y 2019 es mayor al estimado el mes anterior, mientras que el de 2020 y 2021 resulta inferior al de diciembre.

¹ Desde la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de 5 p.b, 3 p.b, -3 p.b. y -12 p.b. respectivamente. El 25 de enero se ubicaron en 3,50%, 3,47%, 3,43% y 3,48%, respectivamente.

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

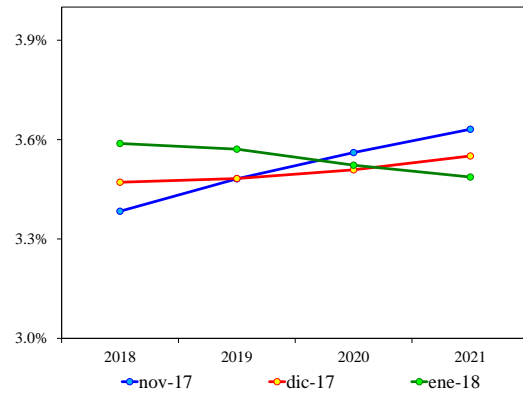
³ Utilizando la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. *Borradores de Economía*. 903. Banco de la República.

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 enero frente a diciembre, las expectativas de inflación para 2018 se han mantenido estables y para 2019 han aumentado (Gráficos 5 y 6). De acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR), la inflación esperada a dos años (enero de 2020) se ubica en 3,25%, mientras que el mes anterior la inflación esperada para diciembre de 2019 era 3,27%.

Gráfico 5. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018

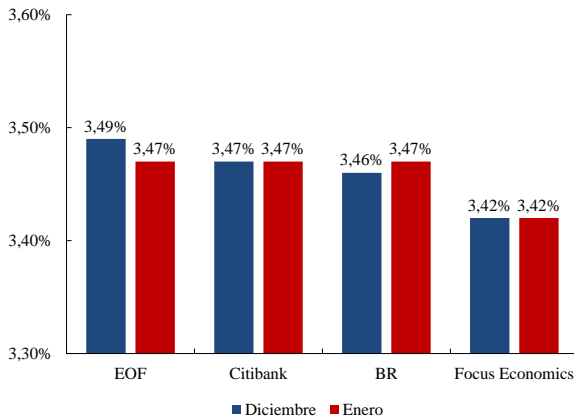
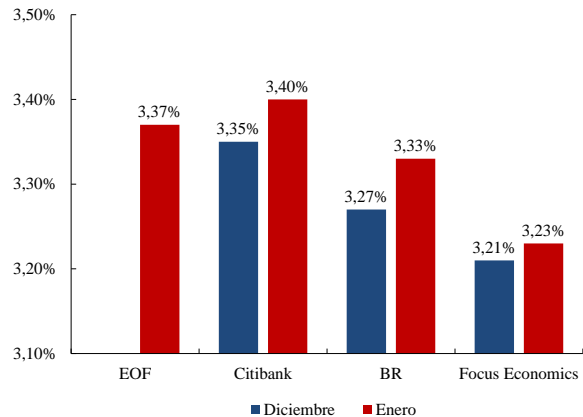


Gráfico 6. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2019

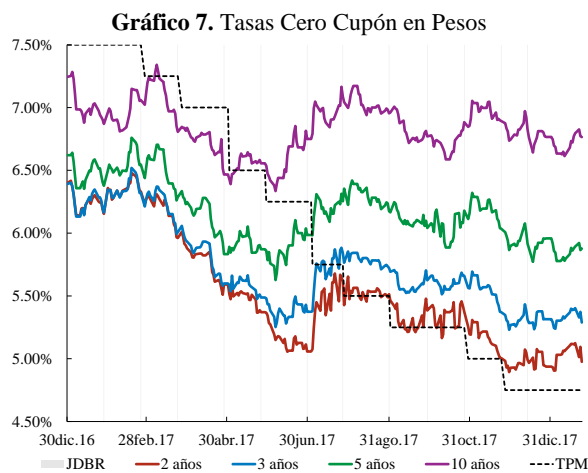


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 25 de enero con encuestas recolectadas entre el 17 y el 24 del mismo mes, los del Citibank el 24 de enero. La encuesta del BR se realizó entre el 9 y el 15 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 16 de enero, con encuestas entre el 9 y el 12 de este mismo mes. La EOF no cuenta con datos en diciembre para la inflación esperada en 2019.

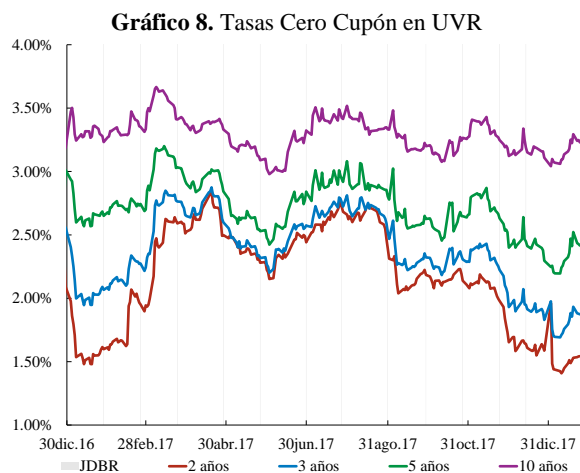
En resumen, frente a diciembre el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de enero se mantuvo en 3,46% para 2018 y aumentó para 2019 desde 3,27% a 3,33%. Por su parte, durante el mes el BEI en promedio presentó incrementos en los tramos corto y medio y una ligera reducción en el tramo largo.

Análisis del Breakeven Inflation⁴

En lo corrido de enero, el BEI presentó incrementos en los segmentos corto y medio mientras que disminuyó ligeramente en el largo respecto al mes anterior. Esto ante valorizaciones de los títulos denominados en UVR mayores a las de los títulos en pesos en los tramos corto y medio (Gráficos 7, 8, 9 y 10). Mientras que, en el tramo largo, los TES en pesos presentaron valorizaciones frente a desvalorizaciones de los TES en UVR.



Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: BR.



Desde la última reunión de la JDBR los TES tanto en pesos como en UVR presentaron valorizaciones hasta mediados de enero, asociadas particularmente con el incremento del precio del petróleo⁵. Esta dinámica se revirtió⁶ ante la toma de utilidades y la cautela de los inversionistas locales después de las valorizaciones que han presentado los TES desde mediados de diciembre, la publicación de resultados económicos locales favorables⁷ que incrementaron la probabilidad de que el BR no modifique la TPM en enero, y las declaraciones de algunos miembros de la Junta del BR, respecto a que no queda mucho espacio para reducir las tasas de interés. Adicionalmente, los TES en pesos en la parte larga, también se vieron influenciados por la demanda de extranjeros (desde la última reunión de la JDBR los extranjeros registraron compras netas por \$1,4 billones, Anexo 3).

En la región se observaron valorizaciones importantes en las curvas de Brasil, Chile y Perú, explicadas por factores idiosincráticos, al tiempo que en la de EE.UU. se presentaron desvalorizaciones en promedio de 25 p.b. en línea con el mayor apetito por riesgo y los mayores precios de los *commodities* (Anexo 4).

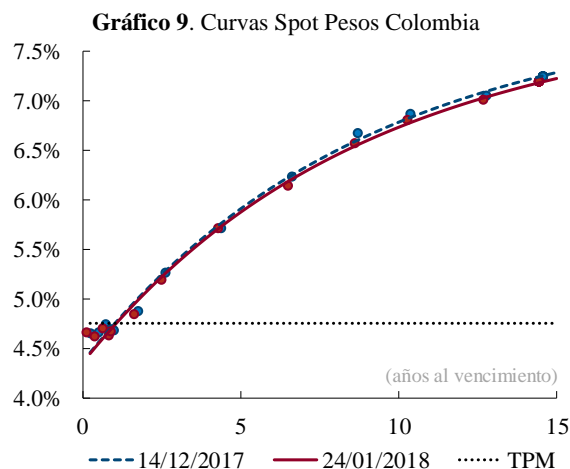
En cuanto a los títulos denominados en UVR, particularmente los tramos corto y medio, se vieron favorecidos por la demanda de locales ante estrategias estacionales de inflación. En el tramo largo, los agentes han disminuido su apetito por títulos a la espera de la emisión del título con vencimiento en 2049 el cual será ofertado únicamente a fondos de pensiones y aseguradoras, que se realizará el 31 de enero.

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

⁵ Desde el 14 de diciembre el WTI se ha incrementado 15,02%, al tiempo que el BRENT varió 11,4%

⁶ Con datos al 24 de enero de 2018.

⁷ Producción industrial de noviembre y confianza del consumidor diciembre.

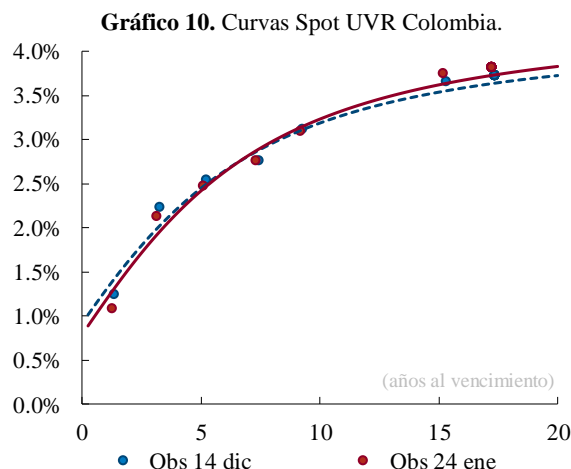


Cambios Promedio en la Curva por Plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-2	-3	-4	-6

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.



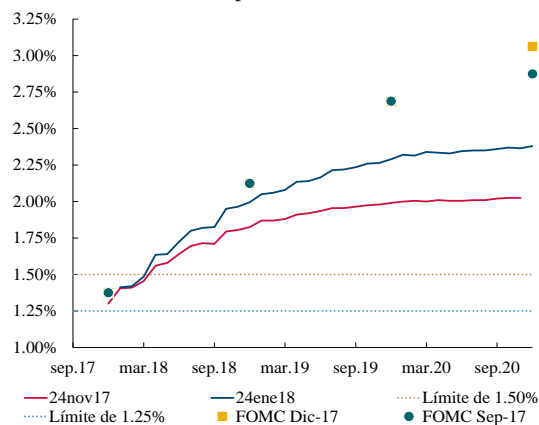
Cambios Promedio en la Curva por Plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-10	-8	-3	4

Cifras en puntos básicos

Además, los incrementos de las tasas de los TES a partir de mediados de enero estuvieron relacionados con: i) el aumento de la probabilidad de incrementos en las tasas de interés de la Fed. Frente a lo observado en la última reunión de la JDBR y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, se espera un ritmo de incrementos más acelerado del rango objetivo, de tal manera que la tasa esperada para diciembre de 2018 pasó de 1,825% a 1,995% (Gráfico 11); y ii) las señales de una normalización más próxima de la política monetaria de la Eurozona y, en línea con lo anterior, con una senda de incrementos de la tasa interbancaria europea más acelerada frente a la proyectada por el mercado en diciembre⁸, lo cual estuvo soportado por las minutas del Banco Central Europeo (BCE) en donde se destacó la expansión económica de la región y la posibilidad de modificar su lenguaje de política monetaria en un futuro cercano.

Gráfico 11. Senda esperada Tasa Fondos Federales



Fuente: Bloomberg.

Entre el 14 de diciembre del 2017 y el 22 de enero del 2018, la probabilidad de que la tasa de los fondos federales de la Fed se ubique en un rango entre 1,25%-1,50% para mediados de 2018 disminuyó de 17,5% a 2,1%, la de uno entre 1,5%-1,75% disminuyó de 48,0% a 38,1%, la de uno entre 1,75%-2% aumentó de 32,1% a 58,0%, y la de uno por encima de 2% disminuyó de 2,4% a 1,8% (Cuadro 2 y Anexo 5).

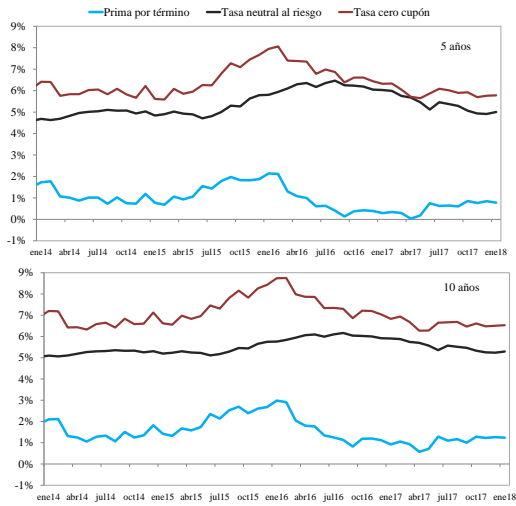
Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed en junio del 2018

	1,25%-1,50%	1,50%-1,75%	1,75%-2,00%	>2,00%
25Ene18	2,1%	38,1%	58,0%	1,8%
14Dic17	17,5%	48,0%	32,1%	2,4%

Fuente: Bloomberg.

⁸ Con base en los futuros del índice *Eonia*, el momento en el cual el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo pasó del 2T20 al 4T19.

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



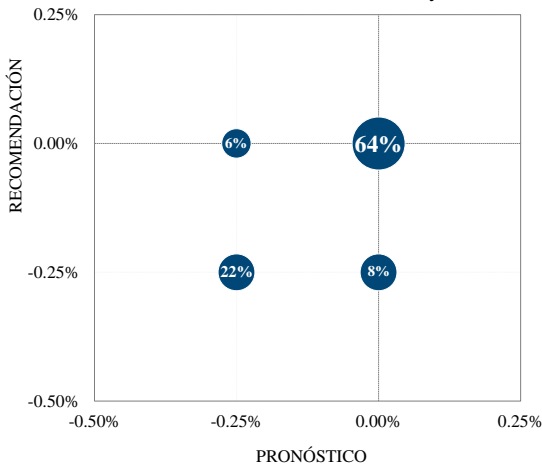
Fuente y Cálculos: BR

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.

mercados financieros publicadas por Anif y Citibank¹¹ se encuentra que, de las 36 entidades encuestadas, el 64% espera y recomienda que se mantenga inalterada, un 22% espera y recomienda un recorte de 25 p.b, el 8% espera que se mantenga igual pero recomienda un recorte de 25 p.b, al tiempo que el 6% restante espera un recorte de 25 p.b pero no recomienda cambios (Gráfico 13 y Anexo 1).

⁹ Realizada entre el 17 y el 24 de enero.

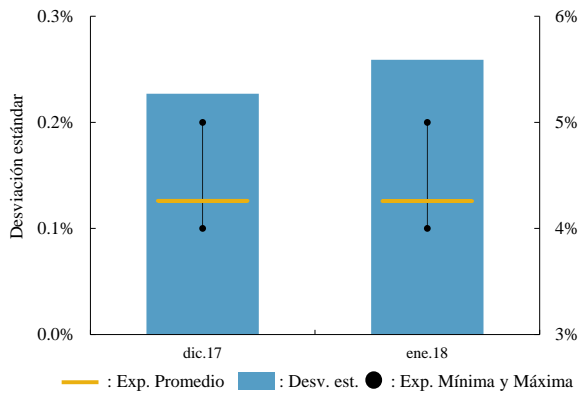
¹⁰ Actualizada el 25 de enero. Datos recolectados entre el 4 y el 24 de enero.

¹¹ Encuestas publicadas el 22 y el 24 de enero, 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 Casa de Bolsa, Fidubogotá y JP Morgan indicaron en la encuesta de Anif que recomendaban un recorte de 25 p.b. de la TPM, mientras que en la encuesta de Citibank recomendaron que permaneciera inalterada.

En enero, la prima a término de los TES en pesos disminuyó 7 p.b. a 5 años y 3 p.b. a 10 años (Gráfico 12). Por su parte, la tasa neutral al riesgo aumentó 9 p.b. para 5 años y 5 p.b. para 10 años.

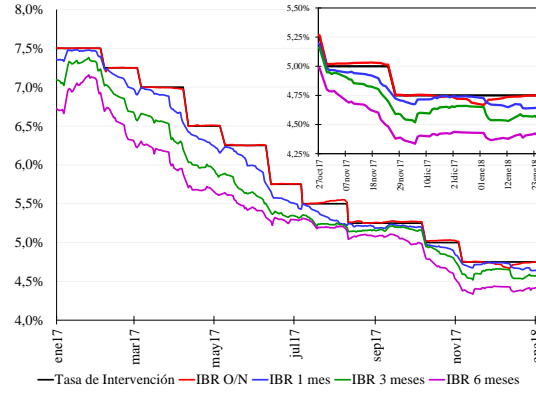
En síntesis, el BEI promedio aumentó en el corto y mediano plazo mientras que disminuyó en el largo plazo frente al mes anterior. Durante el mes el efecto diferencial entre los TES UVR y los TES en pesos estuvo asociado con estrategias estacionales de inflación.

Gráfico 14. Expectativas TPM para Finales de 2018



Fuente: Encuesta Citibank.

Gráfico 15. Tasa de Intervención y Tasas IBR

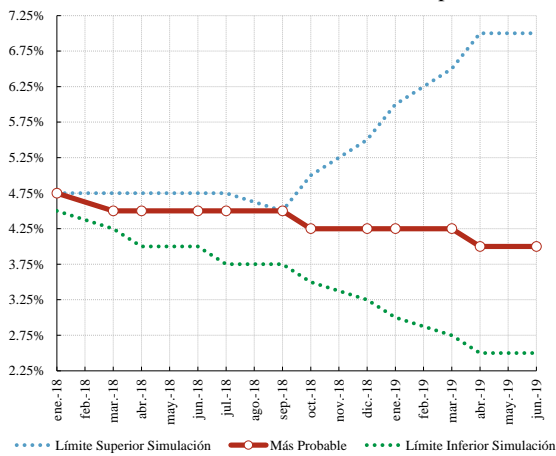


Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

En el Gráfico 14 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2018 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*. Entre diciembre del 2017 y enero del 2018 la tasa esperada no presentó variaciones significativas manteniéndose en 4,26%. 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 diciembre del 2017, las tasas del IBR a 1, 3 y 6 meses se incrementaron 2 p.b, 2 p.b. y 1 p.b, respectivamente. Frente al día posterior a la última reunión de la JDBR estas tasas presentaron variaciones de -10 p.b, -10 p.b. y -3 p.b. Así, el 25 de enero estas tasas se ubicaron en 4,63%, 4,54% y 4,38%, respectivamente.

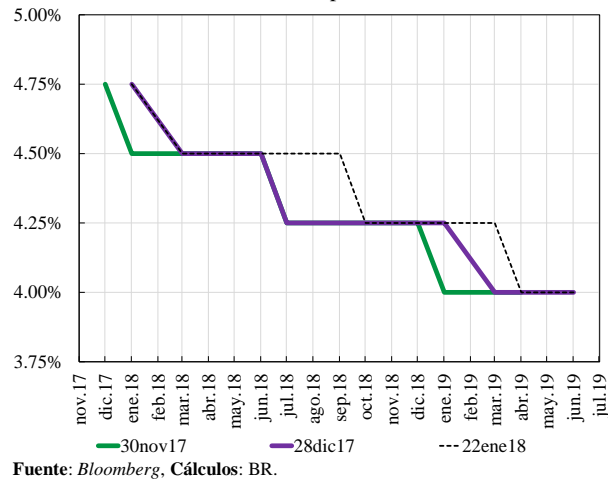
De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia permanezca inalterada en 4,75%, que se ubique en 4,25% a finales de 2018 y en 4% a partir de abril de 2019 (Gráficos 16, 17 y Anexo 6). Además, la senda proyectada muestra que, frente a la estimación previa a la reunión de diciembre del 2017, el momento en el que se espera que tenga lugar el siguiente recorte de la TPM pasó de enero a marzo del 2018, el segundo pasó de julio a octubre, y el recorte para el 2019 pasó de marzo a abril.

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 enero y diciembre de 2018. En estas se observa que: i) en enero de 2018, el promedio de las encuestas refleja expectativas de un recorte de 9 p.b, y ii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2018 disminuyó desde 4,30% a 4,25%.

Gráfico 18. Expectativas TPM para la reunión de enero

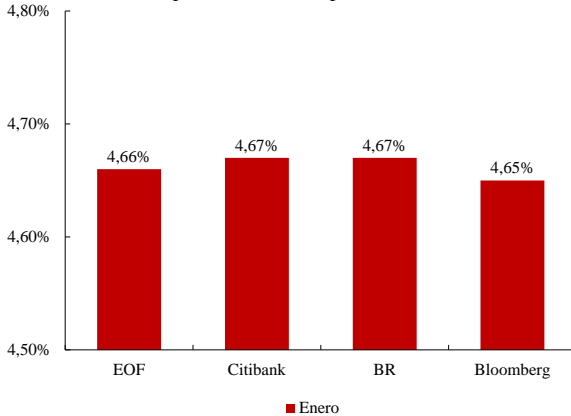
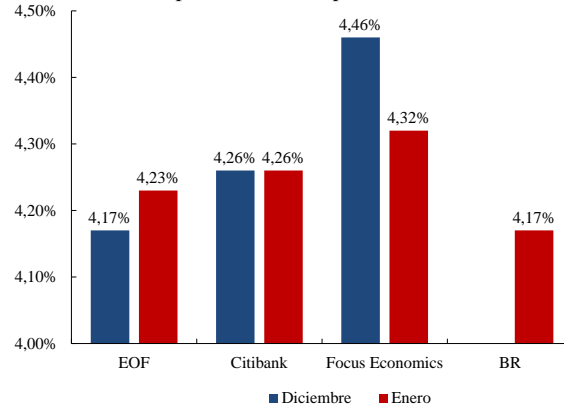


Gráfico 19. Expectativas TPM para diciembre de 2018

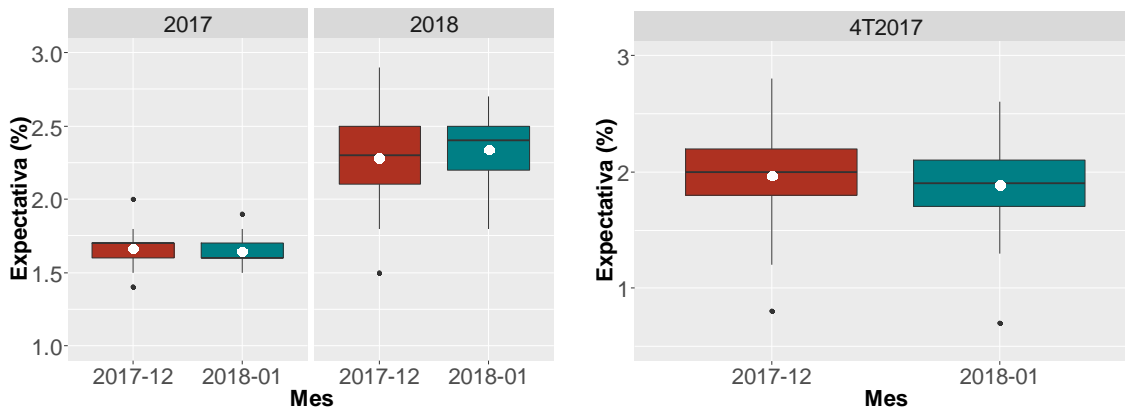


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 25 de enero con encuestas recolectadas entre el 17 y el 24 del mismo mes, los del *Citibank* el 24 de enero. La encuesta del BR se realizó entre el 9 y el 12 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 16 de enero, con encuestas entre el 9 y el 15 de este mismo mes. Los datos de *Bloomberg* se actualizaron el 11 de diciembre. No se cuentan con observaciones en diciembre frente al cierre de 2018 para la encuesta del BR.

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 y el 2017 a 1,89% (ant: 1,96%) y a 1,64% (ant: 1,66%), respectivamente, mientras que aumentaron sus proyecciones para el 2018 a 2,34% (ant: 2,27%).

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** BR. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos.

c) Información Adicional Extraída de la EOF

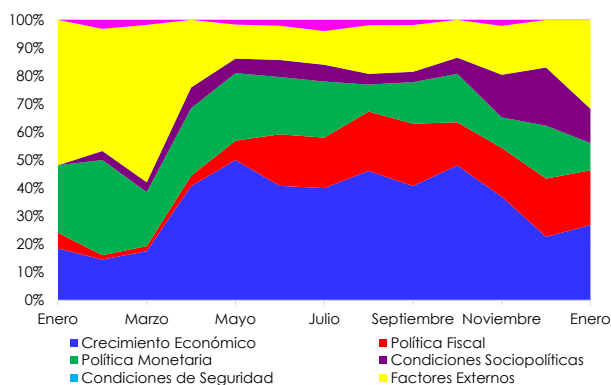
Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 3 p.b. (ant: desvalorización de 11 p.b.)¹². Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una valorización cercana al 1,94% (ant: valorizaciones 2,06%)¹³.

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 32% resaltó los factores externos (ant: 17%), un 27% el crecimiento económico (ant:

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

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

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

23%), un 20% la política fiscal (ant: 21%), un 12% las condiciones sociopolíticas (ant: 21%) y un 10% señaló la política monetaria (ant: 19%) (Gráfico 21).

d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

Las expectativas de crecimiento económico para 2018 disminuyeron en México, Perú, Argentina e India, y aumentaron en los demás países. Los datos de inflación de diciembre resultaron superiores a las expectativas del mercado en México, Brasil, India y Noruega, resultaron iguales en Chile, EE.UU. y Alemania, y fueron inferiores a

estas proyecciones en los demás países. 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, EE.UU, China y Noruega, se mantuvieron iguales en Alemania y descendieron en los demás países. En Colombia, aumentaron las expectativas de crecimiento para 2018, la inflación observada en diciembre resultó superior a las expectativas del mercado y estuvo por fuera del rango (2%-4%) y se mantuvieron estables las expectativas de inflación para 2018 (Cuadro 3).

Cuadro 3. Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Dic. 2017**		Esperada a Diciembre 2018		Vigente	Esperada a Diciembre 2018		Últimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2018	
	Esp*	Obs	Dic. 2017	Ene. 2018		Dic. 2017	Ene. 2018	Esp*	Obs	Dic. 2017	Ene. 2018
Colombia	3,98%	4,09%	3,47%	3,47%	4,75%	4,26%	4,26%	2,10%	2,00%	2,25%	2,45%
Chile	2,30%	2,30%	2,70%	2,60%	2,50%	2,75%	2,75%	2,20%	2,20%	3,00%	3,20%
México	6,76%	6,77%	3,91%	3,96%	7,25%	6,58%	7,06%	1,60%	1,50%	2,28%	2,24%
Perú	1,39%	1,36%	2,54%	2,44%	3,00%	3,47%	3,29%	2,50%	2,50%	3,91%	3,88%
Brasil	2,80%	2,95%	4,02%	3,96%	7,00%	7,00%	6,75%	1,30%	1,40%	2,50%	2,68%
Ecuador	n.d.	-0,20%	1,68%	1,63%	5,96%	5,50%	5,50%	n.d.	3,80%	1,40%	1,64%
Argentina	n.d.	25,00%	16,72%	18,59%	28,00%	22,22%	21,43%	4,30%	4,20%	3,12%	2,99%
EE.UU.	2,10%	2,10%	2,10%	2,20%	1,25%-1,50%	2,25%	2,25%	3,30%	3,20%	2,50%	2,60%
India	5,10%	5,21%	4,51%	4,50%	6,00%	5,96%	5,99%	6,40%	6,30%	7,36%	7,35%
Sudáfrica	4,70%	4,60%	5,40%	5,00%	6,75%	6,75%	6,75%	0,80%	0,80%	1,20%	1,40%
China	1,90%	1,80%	2,18%	2,22%	1,50%	1,57%	1,57%	6,70%	6,80%	6,39%	6,42%
Alemania	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	-	-	-	2,30%	2,30%	2,20%	2,30%
Noruega	1,50%	1,60%	1,70%	1,80%	0,50%	0,63%	0,50%	0,50%	0,60%	2,10%	2,20%

Colombia: La inflación esperada, las exp. de crecimiento y de TPM se tomaron de la encuesta de Citibank publicada el 24 de enero.

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

México: Encuesta publicada por el BCM el 15 de diciembre con respuestas recibidas entre el 7 y 13 de este mismo mes. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics de enero.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 19 de enero.

Ecuador: Exp extraídas del Consensus Forecast del FocusEconomics (enero). 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 enero.

EE.UU.: Expectativas extraídas de Bloomberg.

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

Sudáfrica: Expectativas extraídas de Bloomberg.

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

Alemania: Datos obtenidos de Bloomberg

Noruega: Expectativas obtenidas de Bloomberg.

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

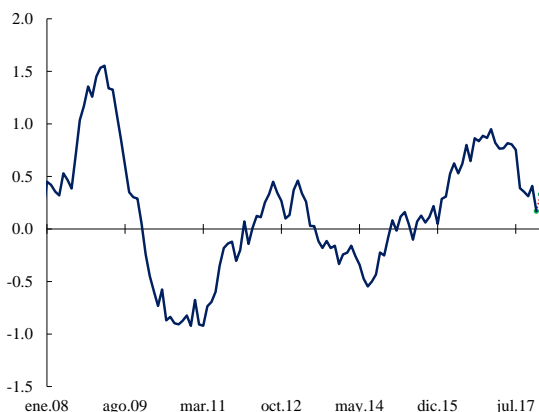
**Todos los datos corresponden al mes de diciembre. Excepto Sudáfrica, cuyo datos corresponden a noviembre.

***Todos los datos corresponden al 3T17, excepto China cuyo dato correspondiente al 4T17. Todos los datos corresponden al año, excepto EE.UU, el cual es anualizado respecto al trimestre, y Noruega, el cual corresponde al trimestre.

3. SENTIMIENTO Y PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

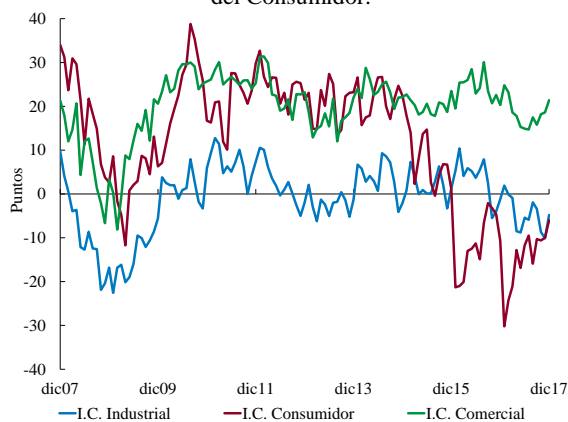
Con datos preliminares de enero (EOF¹⁴, volatilidades¹⁵ y márgenes crediticios¹⁶), el índice de percepción de riesgo IDODM aumentó frente al de diciembre (Gráfico 22 y Anexo 7), lo cual se explicó principalmente por el incremento en los márgenes de las tasas de tesorería frente a las de los TES y el aumento esperado en el EMBI Colombia.

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 periodo se conocieron los datos de producción industrial, ventas al por menor y el indicador de seguimiento a la economía de octubre y noviembre del 2017. En ambos meses mejoraron los datos de crecimiento de la producción industrial: en octubre pasó de -1,9% a -0,3% (esp.: 0,8%) y en noviembre ascendió a 0,3% (esp.: -1,1%). El crecimiento en las ventas al por menor disminuyó y resultó inferior a lo previsto por el mercado en octubre (obs: -0,6%; esp: 1,5%; ant: 1,4%) y noviembre (obs: -1,2%; esp: -1,0%; ant: -0,6%). Por su parte, el crecimiento en el indicador de seguimiento a la economía aumentó tanto en octubre (obs: 1,4%; esp: 1,2%; ant: 0,2%) como en noviembre (obs: 1,6%; esp: 1,6%; ant: 1,4%).

Adicionalmente, en diciembre la confianza de los consumidores presentó un incremento sorpresivo (obs: -6,0%; esp: -10,8%; ant: -10,0%) ante la mejoría del índice de expectativas del consumidor (obs: -5,1%; ant: -9,0%) y el índice de condiciones económicas (obs: -7,3%; ant: -11,4%), principalmente en lo referente a la percepción de la situación económica de los hogares frente al año anterior (obs: 0,5%; ant: -15,8%). Los índices de confianza industrial (obs: -4,8%; ant: -10,1%) y comercial (obs: 21,4%; ant: 18,6%) también aumentaron en diciembre respecto a noviembre (Gráfico 23).

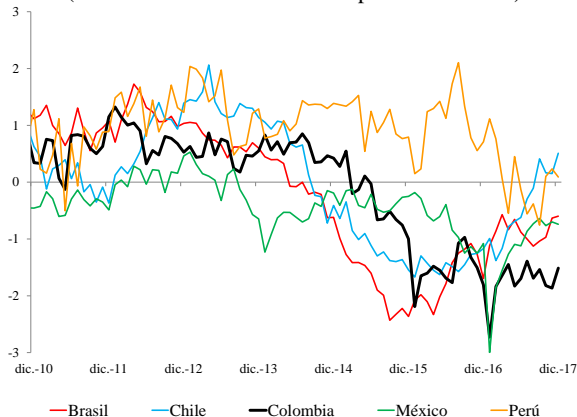
El Gráfico 24 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de sus medias históricas se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre noviembre y diciembre desmejoraron los índices de Perú y México, mientras que 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.

¹⁴ Encuesta publicada el 26 de enero.

¹⁵ Datos al 18 de enero.

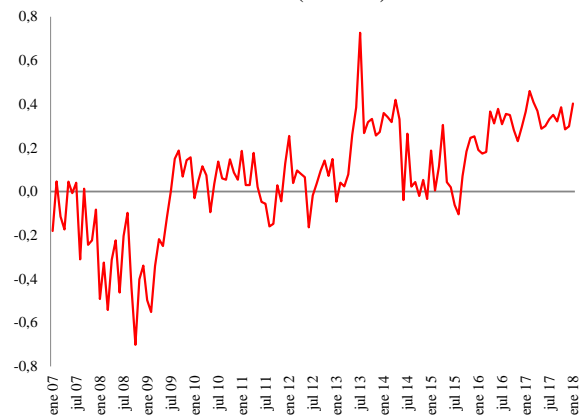
¹⁶ Datos al 12 de enero.

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.

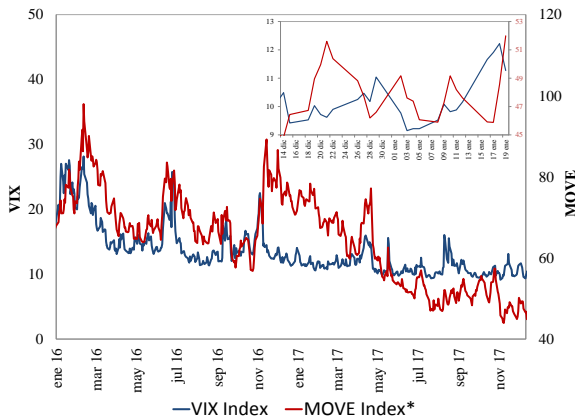
Gráfico 25. Indicador de Sentimiento de Analistas del Mercado (ISAM)¹⁷



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

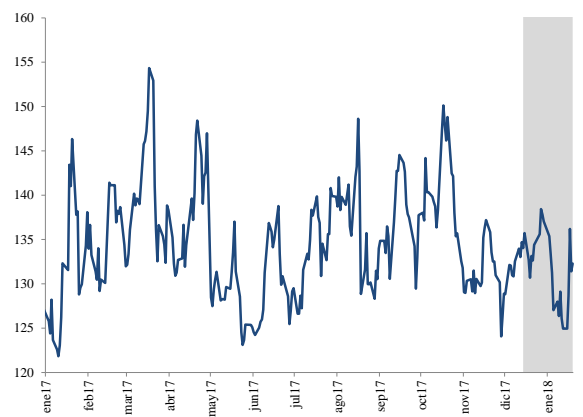
El Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) se incrementó desde 0,29 en diciembre a 0,40 en enero (Gráfico 25). Este resultado se dio en un contexto en donde los principales temas con sentimiento positivo estuvieron relacionados con el aumento en el precio de los *commodities* industriales¹⁸ y las valorizaciones de los mercados accionarios a nivel global. Por su parte, en los tópicos con sentimiento negativo se encontró que los agentes hicieron mención sobre el comportamiento de la producción industrial y la tasa de desempleo¹⁹.

Gráfico 26. VIX - MOVE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 27. Skew del S&P500



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

Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*²⁰, el *Vstox*²¹, el *Move*²² y el *Skew*²³ se mantuvo en niveles bajos. Esto evidencia que, respecto al mes anterior, la volatilidad esperada y la probabilidad de ocurrencia de un evento negativo en los mercados financieros se mantienen en niveles bajos soportados por las

¹⁷ 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.

¹⁸ Entre el 14 de diciembre y el 3 de enero el cobre presentó una valorización de 6,21%. Entre el 14 de diciembre y el 23 de enero el aluminio y el níquel presentaron valorizaciones de 9,74% y 15%, respectivamente.

¹⁹ En el mes de noviembre la tasa de desempleo se ubicó en 8,4%, su mayor nivel para este mes desde el año 2013.

²⁰ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

²¹ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²² El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *treasuries*.

²³ 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.

valorizaciones en los principales índices accionarios²⁴. En particular, en EE.UU. estas valorizaciones están explicadas por el optimismo generado por la aprobación de la reforma tributaria, la depreciación del dólar frente a sus principales pares²⁵, y las proyecciones positivas y algunos reportes sobre los resultados corporativos del 4T17. En la región los CDS a 5 años y los EMBI disminuyeron (Gráficos 26, 27 y Anexo 8).

²⁴ Entre el 14 de diciembre y el 23 de enero el *Dow Jones*, el *S&P 500*, *EL Nasdaq*, el *Dax*, el *Nikkei*, el *Euro Stoxx 50*, el *FTSE 100* y el *Shanghai Composite* presentaron valorizaciones de 6,9%, 7,0%, 8,8%, 3,7%, 5,5%, 3,1%, 3,2% y 8,1%, respectivamente.

²⁵ Entre el 14 de diciembre y el 24 de enero el índice *DXY* que compara al dólar frente a una canasta de las principales monedas presentó depreciaciones de 4,1%.

4. RECUADROS/ANEXOS

*Anexo 1. 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 25 de enero

	Empresa	Estimación	Fecha
1	Fiduciaria Central	4,75%	01/04/2018
2	Trust Investment SAS	4,75%	01/04/2018
3	Casa de Bolsa	4,75%	01/04/2018
4	Global Securities	4,75%	1/18/2018
5	Banco de Bogota	4,50%	01/05/2018
6	Alianza Valores	4,75%	1/15/2018
7	Banco Agrario de Colombia	4,50%	1/18/2018
8	Ultraserfinco	4,75%	1/18/2018
9	Corp Financiera Colombiana	4,50%	1/18/2018
10	4Cast-RGE	4,75%	1/19/2018
11	BBVA	4,75%	1/19/2018
12	Positiva Compania de Seguros	4,75%	1/22/2018
13	Adcap Colombia	4,50%	1/22/2018
14	XP Securities Llc	4,50%	1/22/2018
15	Finagro	4,50%	1/24/2018

Tasa	Obs.	Prob.
4,50%	6	40%
4,75%	9	60%
Tasa Esperada Ponderada		4,65%

Cuadro A1.2. Resultados Encuestas de Expectativas de Anif y Citibank de Enero del 2018

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
AdCap	4.50%	4.50%
Alianza	4.75%	4.75%
Alianza Valores	4.75%	4.75%
Anif	4.75%	4.75%
Asobancaria	4.75%	4.75%
Axa Colpatria	4.75%	4.75%
Banco Agrario	4.50%	4.50%
Banco Davivienda	4.50%	4.50%
Banco de Bogotá	4.50%	4.50%
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%	4.50%
Casa de Bolsa	4.75%	4.75%
Cede	4.75%	4.75%
Citibank	4.75%	4.75%
Colfondos	4.75%	4.75%
Continuum Economics	4.75%	4.75%
Corficolombiana	4.50%	4.50%
Credicorp Capital	4.75%	4.50%
Deutsche Bank	4.75%	4.50%
Fedesarrollo	4.75%	4.75%
Fidubogotá	4.75%	4.75%
Fiduprevisora	4.50%	4.50%
Grupo Bancolombia	4.75%	4.75%
Grupo Bolívar	4.50%	4.50%
Itaú	4.50%	4.50%
JP Morgan	4.50%	4.75%
Moodys Economy	4.75%	4.75%
Nomura	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%
XP Securities	4.50%	4.75%
Promedio	4.68%	4.67%
Mediana	4.75%	4.75%
STDV	0.11%	0.12%
Máximo	4.75%	4.75%
Mínimo	4.50%	4.50%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
3.75%	0%	0
4.50%	31%	11
4.75%	69%	25
Total	100%	36

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
3.75%	0%	0
4.50%	28%	10
4.75%	72%	26
Total	100%	36

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

Participantes	2018	2019
AdCap	n/a	3.38%
Alianza Valores	3.50%	4.00%
Anif	3.34%	3.47%
Asobancaria	3.62%	3.30%
Axa Colpatría	3.27%	3.00%
Banco Agrario	3.76%	3.46%
Banco Davivienda	3.82%	n/a
Banco de Bogotá	3.44%	3.01%
Banco de Occidente	3.60%	3.85%
Bancoldex	3.20%	3.40%
BBVA	3.06%	2.78%
BTG Pactual	n/a	3.20%
Casa de Bolsa	3.76%	3.77%
Citibank	3.10%	3.00%
Colfondos	3.51%	3.13%
Continuum Economics	3.40%	3.20%
Corficolombiana	3.74%	3.30%
Credicorp Capital	2.90%	3.30%
Fidubogotá	3.34%	3.29%
Fiduprevisora	3.64%	4.78%
Grupo Bancolombia	3.50%	3.90%
Itaú	3.40%	3.00%
JP Morgan	3.87%	3.50%
Moodys Economy	3.50%	3.50%
Nomura	3.00%	3.00%
Positiva	3.79%	3.50%
Ultraserfinco	3.47%	3.20%
XP Securities	3.74%	3.50%
Promedio	3.47%	3.40%
Mediana	3.50%	3.30%
STDV	0.27%	0.41%
Máximo	3.87%	4.78%
Mínimo	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 9 y el 15 de enero

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,00%	6	26,09%	3	15,79%
4,25%	9	39,13%	1	5,26%
4,50%	6	26,09%	5	26,32%
4,75%	0	0,00%	2	10,53%
5,00%	2	8,70%	6	31,58%
5,25%	0	0,00%	1	5,26%
6,00%	0	0,00%	1	5,26%
Media		4,32%		4,71%
Mediana		4,25%		4,75%

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

Encuestas realizadas entre el 9 y el 15 de enero

	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%	3,00%
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%	3,50%
13	Credicorp Capital	2,90%	3,30%
14	Credit Agricole	3,20%	3,20%
15	Credit Suisse	3,48%	3,43%
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	3,10%	3,00%
21	HSBC	3,90%	3,60%
22	Itaú BBA	3,40%	3,00%
23	JPMorgan	3,90%	3,50%
24	Kiel Institute	3,00%	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	3,50%	3,00%
29	Scotiabank	3,30%	3,10%
30	UBS	3,60%	3,20%
31	Ultraserfinco	3,46%	3,20%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,75%-3,00%	1	3,23%	1	3,70%
3,00%-3,25%	8	25,81%	15	55,56%
3,25%-3,50%	10	32,26%	5	18,52%
3,50%-3,75%	6	19,35%	5	18,52%
3,75%-4,00%	5	16,13%	1	3,70%
4,00%-4,25%	1	3,23%	0	0,00%
Media		3,43%		3,23%
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 diciembre, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 p.b, -4 p.b. y -6 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones de -3 p.b, -4 p.b. y -4 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente. Lo anterior refleja que la decisión era anticipada por la mayoría de agentes del mercado.

El 21 de diciembre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) publicó las cifras de cierre de las cuentas fiscales de 2017 y actualizó el plan financiero para el 2018. En general, la entidad señaló que el déficit de 3,6% del PIB establecido por la regla fiscal para 2017 se cumpliría, mientras que la meta para 2018, fijada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) publicado en junio del 2017, fue confirmada en 3,1% del PIB.

La entidad indicó que *en 2017 la economía colombiana tocó fondo e inició su recuperación en el segundo semestre de 2017. En tal sentido, se espera un crecimiento económico de 1,8%. Para el crecimiento de 2018, se espera que este llegue a 2,7%, explicado principalmente por un mayor crecimiento del consumo de los hogares colombianos, las exportaciones y la inversión. Los sectores que más van a contribuir a este crecimiento serán: sistema financiero, construcción e industria manufacturera.* Sus estimaciones previas de crecimiento del PIB eran 2,3% para el 2017 y 3,5% para el 2018. Además, señaló una inflación esperada para el cierre del 2017 de 4,0% (ant: 4,1%) y de 3,3% para el 2018 (ant: 3,0%).

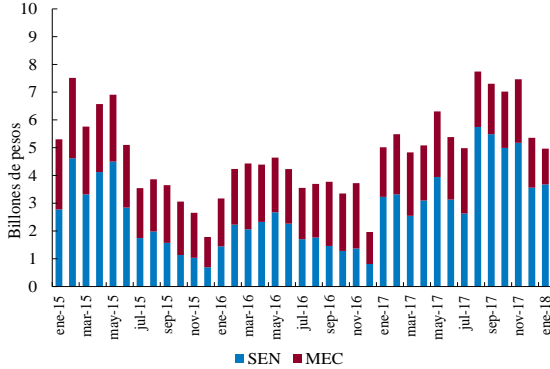
Adicionalmente, el MHCP indicó que contempla para el 2018 *emisiones de Títulos de Tesorería TES por \$42,6 billones, de los cuales \$27 billones se esperan colocar a través de subastas, \$4 billones a través de la colocación de Títulos de Tesorería TES UVR de largo plazo con destino a inversionistas institucionales y el restante con entidades estatales y otros.* Lo anterior es superior a lo proyectado en junio, cuando se indicó un estimado de emisiones de TES por \$39,3 billones, de los cuales \$27 billones correspondían a TES pesos y \$3 a TES UVR. En línea con lo anterior, entre el 21 y el 22 de diciembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -1 p.b, 5 p.b. y 4 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -8 p.b, -5 p.b. y 0 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 28 de diciembre fueron publicadas las minutas de la última reunión de la JDBR, en la que se mantuvo la tasa de política monetaria inalterada en 4,75% por decisión unánime. En ellas se indicó que *para diciembre de 2017 se espera que la inflación finalice cercana al 4%, y que disminuya en el primer trimestre del siguiente año, en parte como consecuencia de la reversión de los choques transitorios que la han alejado de la meta. Esto en un entorno de actividad económica que continúa siendo débil. Las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento, que incorporan los anteriores efectos, deberían consolidar la convergencia de la inflación a la meta.* Adicionalmente, se mencionó que *los directores estuvieron de acuerdo en que el espacio para reducir la tasa de intervención se ha reducido. Por esa razón, consideraron oportuno esperar para tener más información sobre el comportamiento de la inflación, el producto y la tasa de cambio antes de hacer un recorte de la tasa de intervención. Sobre la reducción del grado de calificación que anunció S&P, la JDBR observó que el mercado no ha tenido una reacción significativa que altere de manera relevante las proyecciones de inflación y del producto.* Entre el 28 de diciembre y el 2 de enero las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 p.b, 3 p.b. y 2 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -10 p.b, -4 p.b. y 0 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente. El movimiento de la tasa de corto plazo de los TES UVR se explica por la iliquidez de este mercado a principios del año.

El Dane publicó el 5 de enero la variación del índice de precios al consumidor de diciembre del 2017, ubicándose en 0,38% mes a mes. Dicho resultado fue superior a la expectativa de los analistas

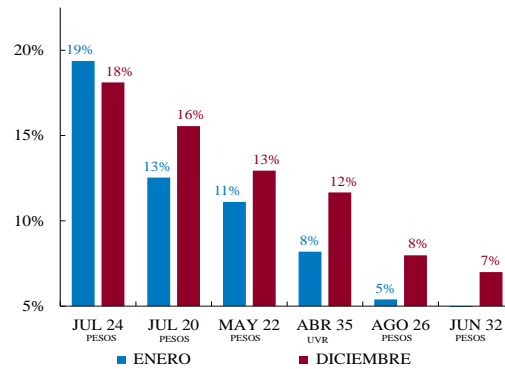
encuestados por *Bloomberg* (0,30%) y al dato extraído de la encuesta del BR (0,31%), aunque estuvo por debajo de la inflación registrada en el mismo mes del año 2016 (0,42%). La variación anual fue 4,09%²⁶ (esp: 4,00%). Entre el 5 y el 9 de enero las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 1 p.b, 1 p.b. y -1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -1 p.b, 0 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 7 de diciembre del 2017.

Gráfico A2.2. TES más transados*

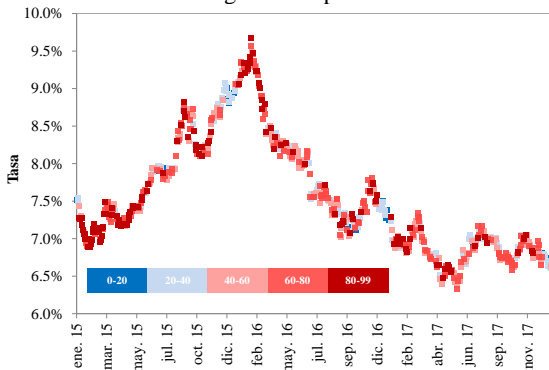


Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

En lo corrido de enero, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,96 billones, inferior al observado el mes anterior (\$5,35 billones) y al registrado en enero del 2017 (\$5 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 18% a 19%, seguidos por los que vencen en julio de 2020 cuya participación pasó de 16% a 13% (Gráfico A2.2).

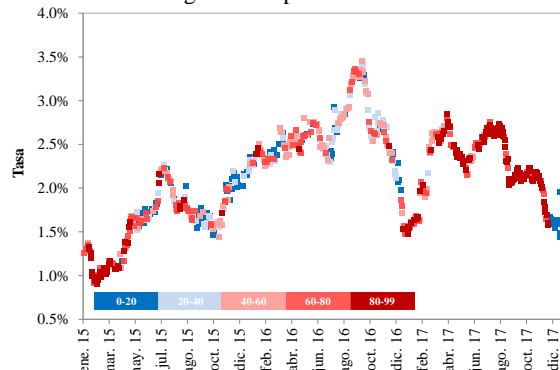
En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón del TES en pesos y del TES UVR más transados (con vencimiento en 2024 en el caso de pesos y en 2021 para UVR). Desde la última reunión de la JDBR, los montos de negociación del título del 2024 disminuyeron en línea con el menor dinamismo en el mercado a final de año. Los volúmenes de negociaciones se situaron entre los percentiles 20 y 60 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 0 y 20, niveles significativamente menores 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.

²⁶ Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2016 (5,75%).

Para lo corrido de enero, el *bid-ask spread* promedio se redujo frente a lo observado 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 2,04 p.b. (diciembre: 2,25 p.b, Gráfico A2.5), mientras que para los TES denominados en UVR se ubicó en 2,55 p.b. (diciembre: 3,94 p.b, Gráfico A2.6). La profundidad de estos mercados (Gráficos A.7 y A2.8) disminuyó en \$9,7 mm para los títulos en pesos, mientras que en el caso de los TES UVR aumentó en \$9,6 mm, respecto al mes anterior. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos pasó de \$148 mm a \$135 mm, mientras que en TES UVR pasó de \$73 mm a \$80 mm.

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

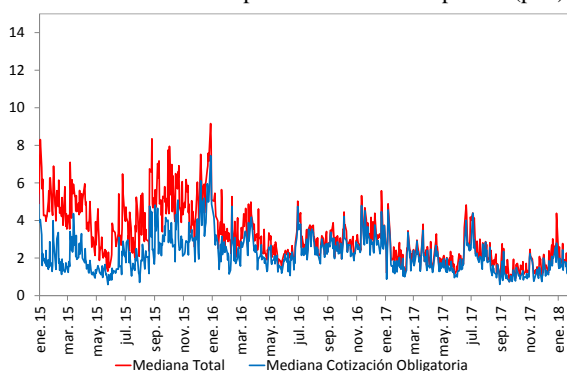
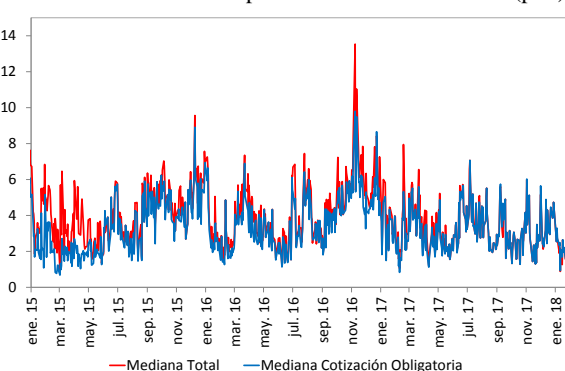


Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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*

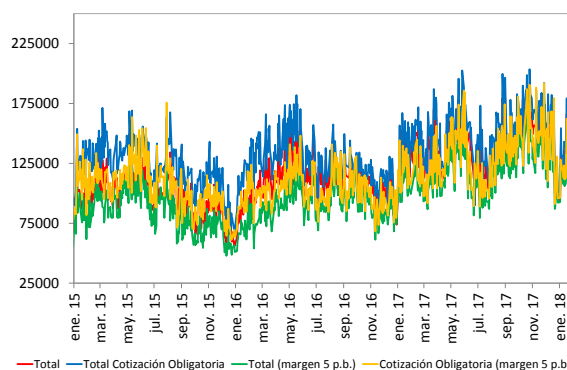
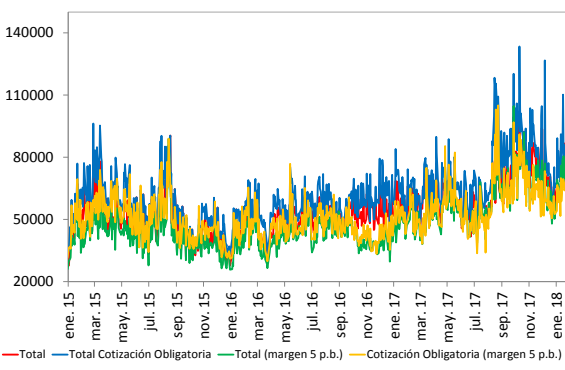


Gráfico A2.8. Profundidad promedio TES en UVR*



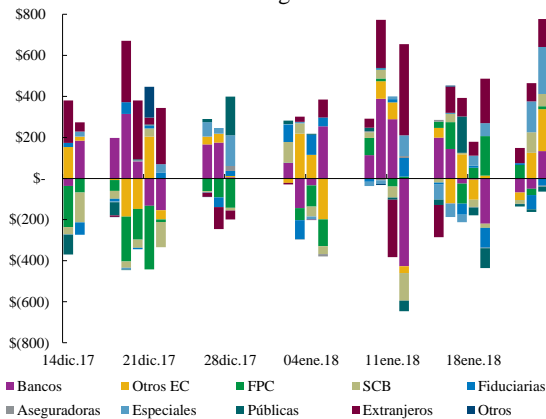
Fuente y Cálculos: Banco de la República.* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total 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 inversionistas extranjeros (\$1951 mm, en el tramo largo principalmente) y los bancos comerciales (\$1468 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$1208 mm, tramo largo).

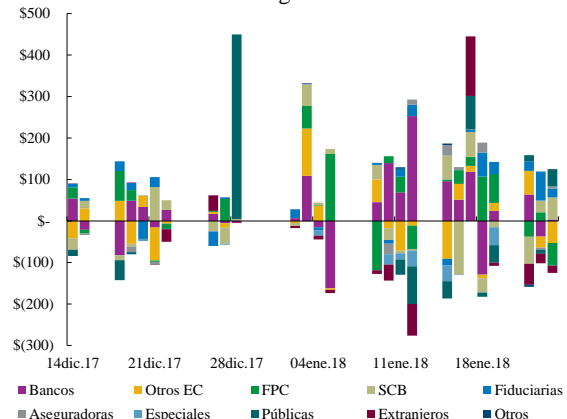
Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los bancos comerciales (\$633 mm), las entidades públicas (\$297 mm, tramo largo), los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$273 mm, tramo largo) y las sociedades fiduciarias en posición de terceros (\$243 mm, tramo largo), mientras que los principales vendedores fueron las entidades financieras especiales (\$180 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 el 2017 los inversionistas extranjeros realizaron compras netas de TES en pesos por \$8969 mm, y en lo corrido del 2018 han realizado compras netas por \$1191 mm. Adicionalmente, desde el 14 de diciembre realizaron compras netas por \$527 mm y \$1461 mm en los tramos medio y largo, respectivamente, al tiempo que vendieron en neto \$37 mm en el tramo corto.

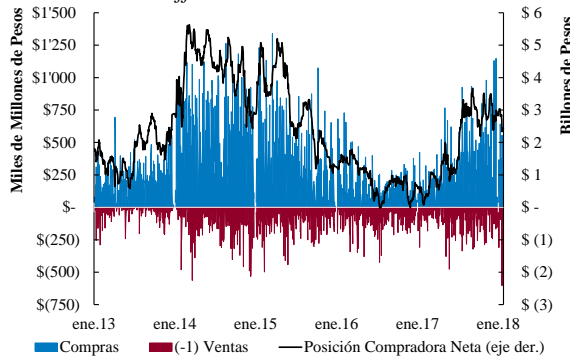
Cuadro A3.1. Compras Netas de TES en Pesos (Azul) y TES UVR (Gris)* (Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

	Corrido		Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR
	2018	2018	Corto (0-2 años)	Medio (2-5 años)	Largo (>5 años)		Corto (0-2 años)	Medio (2-5 años)	Largo (>5 años)	
Bancos Comerciales	627	637	723	(40)	785	1'468	274	113	246	633
Compañía de Financiamiento Comercial	-	(0)	-	-	-	-	-	-	(0)	(0)
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	502	45	(2)	219	208	425	(0)	(32)	37	5
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	1'129	682	722	179	992	1'893	274	81	283	638
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(27)	-	(8)	(50)	(16)	(73)	-	-	-	-
Terceros	9	98	305	(408)	(1'106)	(1'208)	(102)	44	332	273
Pasivos Pensionales	4	(108)	265	(419)	(909)	(1'063)	(116)	(98)	196	(17)
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	(18)	98	297	(458)	(1'121)	(1'281)	(102)	44	332	273
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	53	20	43	(234)	(168)	(360)	(14)	8	46	40
Terceros	6	(4)	(128)	32	158	62	(8)	45	(15)	23
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	59	16	(85)	(202)	(10)	(298)	(22)	53	31	62
Sociedades Fiduciarias										
Propia	(56)	21	(52)	(142)	76	(117)	1	11	13	25
Terceros	1'390	290	(35)	510	1'891	2'366	(95)	28	310	243
Extranjeros***	1'191	(99)	(37)	527	1'461	1'951	-	(227)	137	(91)
FIC	93	39	44	65	13	121	29	19	2	50
Pasivos Pensionales	154	162	(52)	32	331	311	-	(23)	138	115
Total Sociedades Fiduciarias	1'333	311	(87)	369	1'967	2'249	(94)	40	323	269
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	(11)	44	5	(31)	48	22	1	(25)	45	22
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	(11)	44	5	(31)	48	22	1	(25)	45	22
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	1'363	470	130	(322)	883	692	(217)	111	731	626
Total Entidades Financieras Especiales**	385	(173)	398	300	(15)	683	(54)	(76)	(50)	(180)
Total Entidades Públicas****	(53)	(95)	0	(73)	165	93	-	23	274	297
Otros*****	-	3	150	(1)	(1)	148	(3)	5	-	3
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	2'824	887	1'400	83	2'025	3'508	(0)	144	1'239	1'383

Fuente: BR. Información actualizada al 24 de enero del 2018. Cabe señalar que las ventas pueden corresponder a vencimientos de TES y, para el caso de entidades públicas, a redenciones anticipadas de TES de corto plazo. * Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

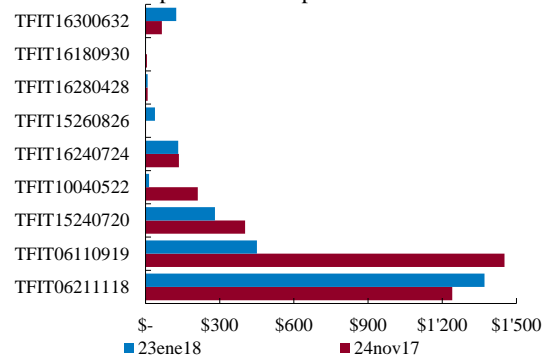
Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$6894 mm y ventas por \$2607 mm²⁷, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$178 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$2628 mm el 14 de diciembre del 2017 a \$2451 mm el 23 de enero del 2018.

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



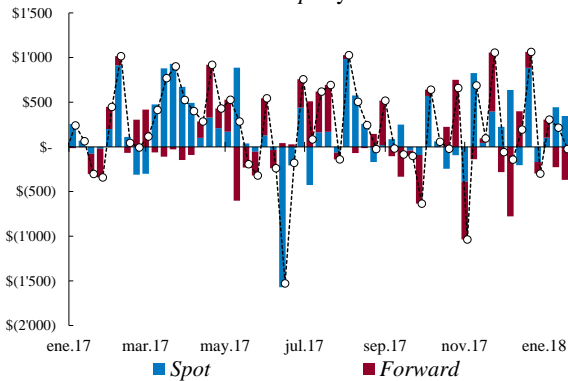
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



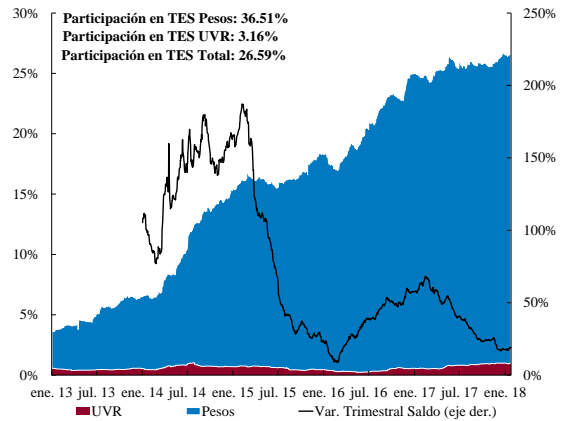
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

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 2018, 2026 y 2032, se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2028, 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

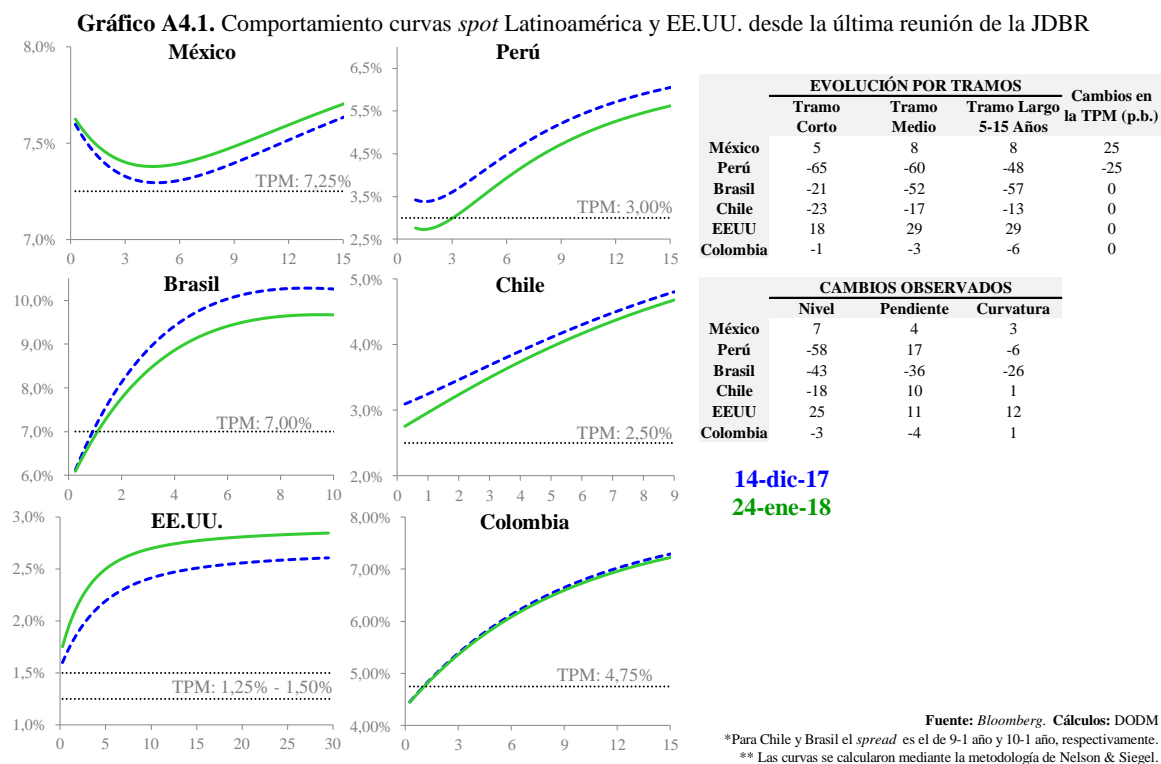
Sistema Financiero*	2017			Corrido de 2018			Oct-17			Nov-17			Dic-17			Corrido de Ene-18		
	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ 7'555	\$ (2'192)	\$ 5'363	\$ 1'129	\$ 380	\$ 1'509	\$ 2'117	\$ (665)	\$ 1'452	\$ 1'074	\$ (143)	\$ 931	\$ (599)	\$ 454	\$ (146)	\$ 1'129	\$ 380	\$ 1'509
Offshore	\$ 8'969	\$ 2'192	\$ 11'162	\$ 1'191	\$ (380)	\$ 811	\$ 234	\$ 665	\$ 899	\$ 1'003	\$ 143	\$ 1'146	\$ 1'306	\$ (454)	\$ 853	\$ 1'191	\$ (380)	\$ 811

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 23 y 24 de enero del 2018 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

²⁷ Datos actualizados al 23 de enero del 2018. Al mismo tiempo, se presentaron vencimientos en contratos de compra a futuro de TES por \$6720 y de venta por \$2255.

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

En este periodo (14 de diciembre al 24 de enero 2017), los títulos de deuda pública de la región presentaron desvalorizaciones en EE.UU y México, y valorizaciones en Colombia, Perú, Brasil y Chile.



Durante el periodo, la curva de rendimiento de los *treasuries* presentó un empinamiento ante desvalorizaciones en los tramos medio y largo superiores a las del tramo corto.

Esta dinámica estuvo explicada, en primer lugar, por expectativas de una mayor demanda agregada en respuesta a la reducción de los ingresos fiscales que ocurrirán durante los próximos 10 años, principalmente en el 2019, como consecuencia de la aprobación de la reforma tributaria en EE.UU.²⁸.

En segundo lugar, las minutas correspondientes a la reunión de diciembre de la Fed dan cuenta de que las preocupaciones sobre la convergencia de la inflación a su objetivo se han reducido en los miembros del *FOMC* frente a lo observado en la reunión de noviembre. Con lo cual, las expectativas de una política monetaria más contractiva durante los próximos dos años han aumentado²⁹. A esto último se suman en EE.UU. los incrementos en la inflación subyacente y la presencia de un mercado laboral con elevados niveles de contratación y bajos niveles de desempleo³⁰. En el mismo sentido, la reducción por parte del Banco de Japón en la compra de bonos

²⁸ De acuerdo a los cálculos del *Joint Committee on taxation*, durante los próximos 10 años los ingresos fiscales se reducirán en 1,4 billones de dólares. Estas reducciones se llevarán a cabo principalmente en el 2019 con reducciones de 280 mm de dólares.

²⁹ Entre el 14 de diciembre de 2017 y el 23 de enero, la probabilidad de que durante el 2018 se lleven a cabo por lo menos 3 incrementos pasó de 31,6% a 55,9%, y la probabilidad de que se lleven a cabo por lo menos cuatro incrementos pasó de 8,5% a 16,8%. Por su parte, frente a la reunión de marzo de 2018, la probabilidad de que se lleve a cabo un incremento pasó de 51,7% a 74,1%.

³⁰ En diciembre la inflación subyacente fue de 1,8% mientras el mercado tenía una expectativa de 1,7%. La tasa de desempleo continúa en 4,1%.

gubernamentales de largo plazo³¹, y las minutas del BCE en donde se mencionó la expansión económica de la Zona Euro y la posibilidad de modificar el lenguaje de su política monetaria a principios del 2018, han fortalecido las proyecciones de los agentes sobre la convergencia en economías industrializadas en un ciclo de normalización de sus políticas monetarias.

En tercer lugar, diversos comentarios de agentes sobre la posibilidad de inicio de un ciclo *bearish* en los *treasuries*³² y especulaciones temporales sobre la posibilidad de que China reduzca su compra de estos activos³³ han generado un incremento en las posiciones cortas de los agentes del mercado³⁴.

El 19 de enero el Congreso de EE.UU. no logró un acuerdo sobre el incremento en el presupuesto gubernamental, por lo cual el Gobierno de EE.UU. clausuró sus principales funciones hasta el 22 de enero, día en que se logró un acuerdo entre el partido Demócrata y Republicano hasta el 8 de febrero.

Las desvalorizaciones observadas en México estuvieron principalmente explicadas por la dinámica en las expectativas frente a los resultados de las negociaciones del NAFTA y la incertidumbre frente al resultado de las elecciones presidenciales en el 2018. Adicionalmente, la normalización de la política monetaria en EE.UU. y el incremento en la inflación en diciembre, que llevó esta variable a su máximo en 2017³⁵, reforzaron las proyecciones sobre un incremento adicional en la tasa de política monetaria³⁶. Frente a las negociaciones del NAFTA, su avance lento y la posibilidad de que EE.UU. se retire del acuerdo generaron depreciaciones en la tasa de cambio y desvalorizaciones en los títulos de deuda pública durante las últimas semanas de diciembre y las primeras de enero, las cuales posteriormente presentaron una corrección parcial ante el tono conciliador del Gobierno de Canadá y del de México.

En Perú y Chile, el incremento en el precio del cobre³⁷ observado durante el periodo generó apreciaciones en sus tasas de cambio y valorizaciones en sus títulos de deuda pública. En Perú, el presidente Pedro Pablo Kuczynski fue sometido a un proceso de vacancia ante el Congreso, lo cual generó desvalorizaciones temporales que se corrigieron una vez la votación no obtuvo la mayoría calificada necesaria para su remoción. Adicionalmente, el Banco Central del Perú redujo su tasa de política monetaria en 25 p.b. ante los menores niveles de inflación observados en diciembre y los efectos de la incertidumbre política en el periodo sobre la inversión³⁸. Por su parte, en Chile, Sebastián Piñera resultó ganador en las elecciones presidenciales, lo cual fue visto como favorable por el mercado y se reflejó en valorizaciones de su índice accionario y en apreciaciones del peso chileno.

Por último, las valorizaciones observadas en los títulos de deuda pública de Brasil estuvieron influenciadas por el incremento en el precio del hierro³⁹ observado durante el periodo y la

³¹ En su política de mantener las tasas de largo plazo cercanas a 0% el Banco de Japón no tiene un flujo fijo establecido de compra de bonos gubernamentales japoneses. A pesar de esto, la reducción del 8 de enero en ¥10 mm en sus tramos de 10 a 25 y de 25 a 40 años, respecto a lo observado en diciembre 28, generó narrativas sobre una política monetaria más contractiva.

³² En particular, el 10 de enero, los comentarios de William Gross sobre el fin del ciclo *bullish* de 25 años en los *treasuries* generaron desvalorizaciones en las tasas de estos bonos.

³³ Estas afirmaciones fueron posteriormente desmentidas por miembros del Gobierno de China.

³⁴ Entre el 18 de diciembre de 2017 y el 18 de enero de 2018, cuatro de cinco indicadores de posición se han tornado más negativos, es decir, reflejan mayores posiciones cortas en el mercado.

³⁵ En diciembre de 2017, la inflación presentó su valor máximo del año con una observación de 6,77%, mientras el mercado esperaba 6,75%.

³⁶ De acuerdo a la encuesta de *Focus Economics*, la tasa de política monetaria para el cierre de 2018 y 2019 entre diciembre de 2017 y enero de 2018 ascendió, respectivamente, de 6,58% a 7,06% y de 5,91% a 6,14%.

³⁷ Entre el 14 de diciembre y el 22 de enero el precio del cobre presentó un incremento de 4,8%.

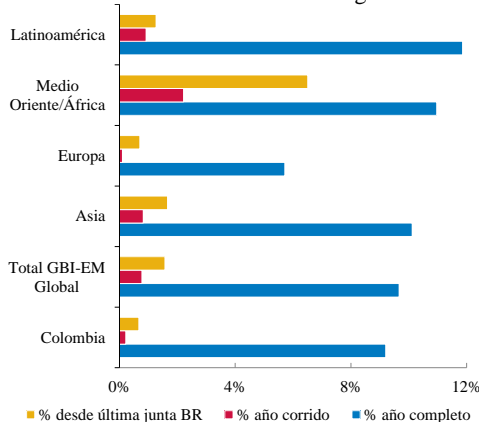
³⁸ En promedio, los agentes del mercado esperaban una tasa de 3,08%.

³⁹ Entre el 14 de diciembre y el 11 de enero el precio del hierro presentó un incremento de 12,65%.

disminución en el riesgo país medido por los CDS a 5 años⁴⁰. Adicionalmente, se conoció un incremento sorpresivo en las ventas al por menor de noviembre⁴¹.

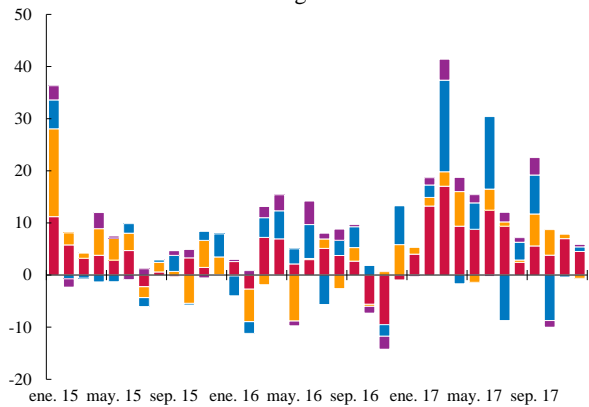
En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes⁴² (incluyendo Colombia) desde la última reunión de la JDBR, en lo corrido de 2018 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR todos los índices regionales aumentaron, especialmente el de Medio Oriente/África (6,5%). El índice *Total GBI-EM Global* y el de Colombia aumentaron 1,6% y 0,7%, respectivamente.

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



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

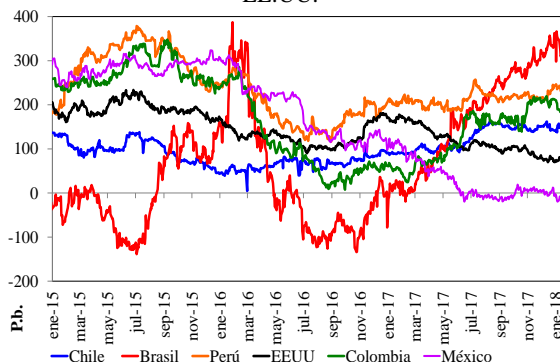
Gráfico A4.3: Flujos de Portafolio hacia Renta Fija Economías Emergentes



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

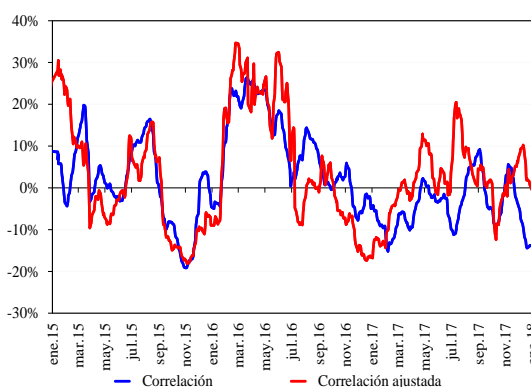
Adicionalmente, el IIF⁴³ estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en diciembre por US\$9,44 mm. En particular, estimó entradas netas en los mercados de renta variable por US\$4,20 mm, y de US\$5,24 mm hacia los mercados de renta fija. Específicamente para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó salidas netas por US\$0,63 mm (Gráfico A4.3).

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



Fuente: 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.

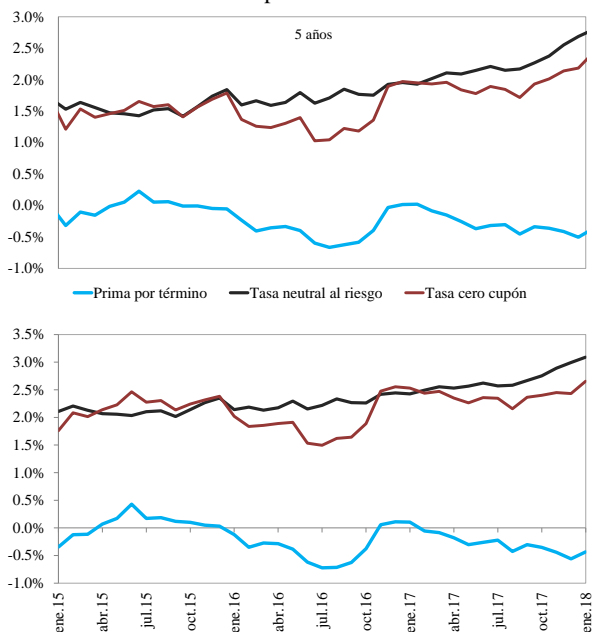
⁴⁰ Los CDS a 5 años presentaron una reducción de 7,9%.

⁴¹ En noviembre las ventas al por menor presentaron un incremento anual de 8,7% que superó las expectativas del mercado de 5,5%.

⁴² 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.

⁴³ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

Gráfico A4.6. Prima por vencimiento Treasuries.



Fuente y Cálculos: Fed.

p.b. a 10 años, y se situó en -0,37% y -0,43%, respectivamente. La tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó cerca de 10 p.b. para 5 y 10 años (Gráfico A4.6).

Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

En reuniones ordinarias, los bancos centrales de Noruega (0,5%), Reino Unido (0,5%), Suiza (-0,75%)⁴⁴, la Zona Euro (0%)⁴⁵, Suecia (-0,5%) e Israel (0,1%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, al tiempo que el de Canadá la incrementó 25 p.b. a 1,25%, según lo esperado por los mercados. Además, el Banco Central de Inglaterra decidió continuar con sus medidas de estímulo monetario, así seguirá manteniendo un saldo de compras de £10 mm en bonos corporativos con grado de inversión y un saldo objetivo de bonos gubernamentales de £435 mm.

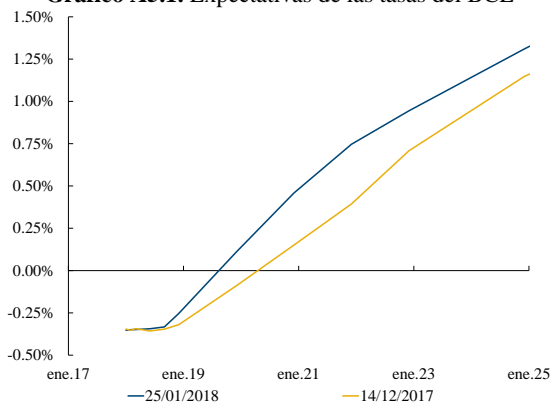
Por su parte, el BCE señaló que, con relación a sus medidas no convencionales de política monetaria, desde enero de 2018 continuaría con su programa de compras de activos a un ritmo mensual de €30.000 millones hasta septiembre. No obstante, aclaró que podría aumentar la duración del programa dependiendo de la perspectiva del crecimiento económico y de la consistencia de las condiciones financieras con sus objetivos inflacionarios.

El 11 de enero se publicaron las minutas del BCE de su reunión celebrada entre el 13 y el 14 de diciembre del 2017. En particular, la entidad indicó que la información recibida y sus proyecciones de diciembre apuntaron a una mejora significativa en las perspectivas de crecimiento y que la expansión económica continúa a un ritmo por encima del potencial. En línea con lo anterior, la entidad expresó su confianza en que la recuperación económica de la zona del euro se ubica ahora en territorio expansivo, y en que la inflación retornará de manera sostenida hacia su objetivo. Adicionalmente, indicó que su lenguaje relacionado con la postura de la política monetaria y la orientación a futuro (*Forward Guidance*) debería evolucionar gradualmente si la economía continúa expandiéndose y la inflación continúa convergiendo hacia su objetivo. Más aún, la entidad señaló que este lenguaje podría ser revisado a principios del 2018.

⁴⁴ En línea con la medida, también mantuvo sin cambios el intervalo objetivo para la *Libor* entre -1,25% y -0,25%

⁴⁵ Así mismo, mantuvo la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la tasa de depósitos en -0,40%.

Gráfico A5.1. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

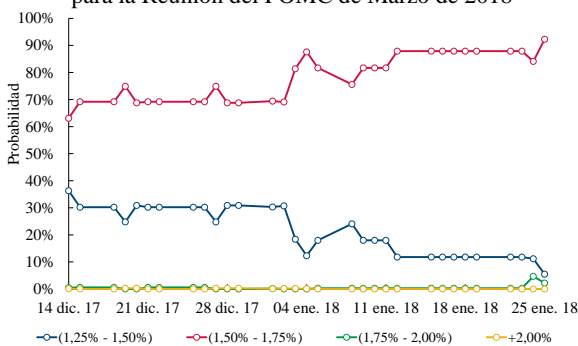
(Exchange-Traded Funds) y J-REITs (Japan Real Estate Investment Trust), de tal manera que sus tenencias crezcan a un ritmo anual de ¥6 trillones y ¥90 billones, respectivamente.

En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 4T19 (Anterior: 2T20; Gráfico A5.1).

El Banco Central de Japón decidió mantener su tasa de interés de referencia en -0,1%, en línea con las expectativas del mercado, y mantuvo su política de tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (*Japanese Government Bonds*) a través de la compra de bonos a un ritmo anual de ¥80 trillones. Adicionalmente, la entidad señaló que continuará con las compras de ETFs

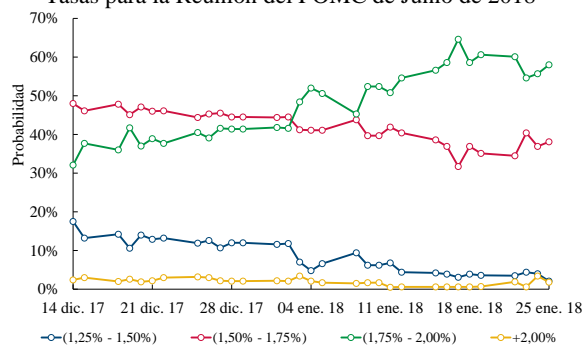
En otro escenario, el 3 de enero de 2018 se publicaron las minutas de la reunión de la Fed de diciembre, en la que aumentó el rango de la tasa de interés de referencia en 25 p.b. a uno entre 1,25% y 1,50%. En estas se indicó, entre otras cosas, que: i) la mayoría de los miembros del FOMC respaldan el enfoque continuo y gradual de los aumentos del rango objetivo de los fondos federales; ii) que esperan que los recortes impositivos den cierto impulso al gasto de los consumidores y un respaldo (modesto) al gasto de capital; y iii) que se proyecta un dato de inflación muy cercano al objetivo del 2% en 2019 y que converja a este nivel en el 2020, al tiempo que muchos de los miembros del comité esperan que las presiones cíclicas asociadas con el repunte del mercado laboral se vean reflejadas en una mayor inflación en el mediano plazo.

Gráfico A5.2. Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Marzo de 2018



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico A5.3. Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Junio de 2018



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

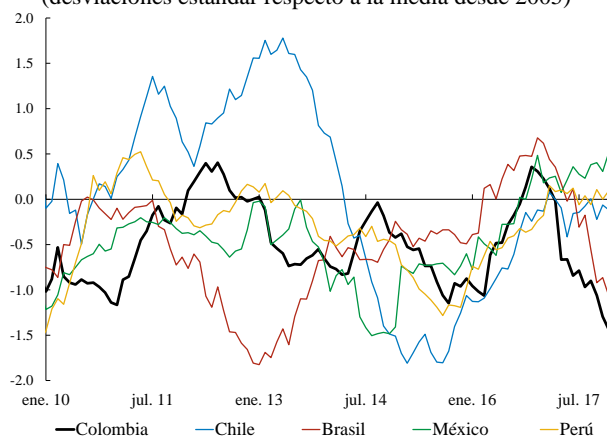
Por su parte, la probabilidad de que el rango de los fondos federales se ubique entre 1,5% y 1,75% para la reunión de marzo de 2018 aumentó, y para la reunión de junio aumentó la probabilidad de que se ubique entre 1,75% y 2% (Gráficos A5.2 y A5.3). Además, según lo publicado por *CME Group Inc.*⁴⁶, con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de la Fed de marzo de 2018 la probabilidad de que el rango de tasas se ubique entre 1,25% y 1,5% es 26,3% (ant.: 37,2%), la de uno entre 1,5% y 1,75% es 72,6% (ant.: 61,5%) y la de uno entre 1,75% y 2% es 1,1% (ant.: 1,3%).

⁴⁶ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade*. Consulta actualizada el 23 de enero del 2018, al tiempo que el valor previo corresponde a las cifras para el 22 de diciembre del 2017.

Países Emergentes

Los bancos centrales de Indonesia (4,25%), Turquía (8%⁴⁷), Hungría (0,9%), Tailandia (1,5%), República Checa (0,5%), Egipto (18,75%), Bulgaria (0%), Polonia (1,5%), Corea del Sur (1,5%) y Sudáfrica (6,75%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. El Banco Central de Rusia recortó su tasa de interés de referencia 50 p.b. a 7,75%, mientras que el mercado descontaba un recorte de 25 p.b. En Latinoamérica, tal como lo anticipaba el mercado, el Banco Central de México incrementó 25 p.b. su tasa de interés de referencia a 7,25%,

Gráfico A5.4. 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.

el de Perú la recortó 25 p.b. a 3%, y el de Chile la mantuvo inalterada en 2,5%. El Banco Central de Argentina recortó en dos ocasiones su tasa de interés de referencia totalizando una disminución de 150 p.b. de tal forma que esta se ubicó en 27,25% al final del periodo analizado.

En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales⁴⁸ desde el año 2005. Se puede observar que en diciembre las tasas reales de Perú y México se ubicaron por encima de su media histórica, mientras que las de los demás países se ubicaron por debajo⁴⁹.

⁴⁷ Con la medida, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) se mantuvo en 9,25% y la tasa de depósitos (*Borrowing Rate*) en 7,25%.

⁴⁸ Deflactadas con medidas de inflación básica.

⁴⁹ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,80%; Chile 0,77%; Brasil 5,55%, 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	ene18	mar18	abr18	jun18	jul18	sep18	oct18	dic18	ene19	mar19	abr19	jun19
7.00%											0%	0%
6.75%											0%	0%
6.50%										0%	0%	0%
6.25%										0%	0%	1%
6.00%									0%	0%	1%	1%
5.75%									0%	1%	1%	2%
5.50%								0%	1%	1%	2%	2%
5.25%								1%	1%	2%	2%	3%
5.00%							1%	2%	2%	3%	3%	3%
4.75%	69%	44%	26%	14%	4%		2%	2%	2%	3%	3%	3%
4.50%	31%	49%	55%	55%	52%	44%	33%	25%	19%	15%	11%	8%
4.25%		7%	18%	27%	33%	37%	37%	35%	32%	27%	23%	19%
4.00%			1%	5%	10%	16%	20%	24%	26%	26%	26%	24%
3.75%					1%	3%	6%	9%	13%	15%	18%	20%
3.50%							0%	2%	4%	6%	8%	11%
3.25%								0%	0%	1%	2%	4%
3.00%									0%	0%	0%	1%
2.75%										0%	0%	0%
2.50%											0%	0%

Cuadro A6.2. Mes Anterior

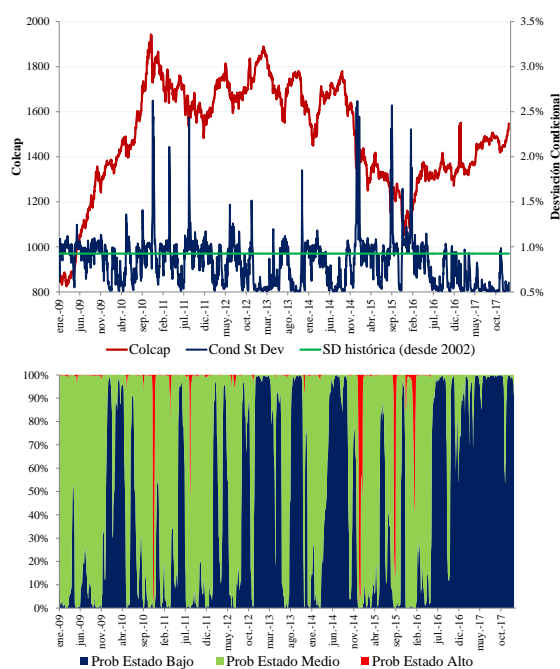
TPM	dic17	ene18	mar18	abr18	jun18	jul18	sep18	oct18	dic18	ene19	mar19	abr19
7.00%												0%
6.75%											0%	0%
6.50%											0%	0%
6.25%										0%	0%	0%
6.00%										0%	0%	1%
5.75%									0%	0%	1%	1%
5.50%									0%	1%	1%	2%
5.25%								0%	1%	1%	2%	3%
5.00%							0%	1%	2%	2%	3%	3%
4.75%	69%	38%	16%	0%			1%	2%	2%	3%	3%	3%
4.50%	31%	62%	68%	68%	52%	40%	31%	23%	18%	14%	10%	7%
4.25%			16%	28%	38%	41%	39%	36%	33%	27%	22%	18%
4.00%				4%	9%	16%	21%	25%	27%	27%	26%	25%
3.75%					1%	3%	6%	10%	13%	16%	19%	21%
3.50%						0%	1%	2%	4%	6%	9%	11%
3.25%							0%	0%	1%	1%	3%	4%
3.00%									0%	0%	1%	1%
2.75%										0%	0%	0%
2.50%											0%	0%

Anexo 7. IDDM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 42,9% de agentes espera que aumente (anterior: 45,3%), mientras un 14,3% que se mantenga igual (anterior: 37,7%) y un 42,9% que disminuya (anterior: 17%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 39,0% espera que esta se mantenga estable (anterior: 50,9%), un 14,6% que aumente (anterior: 15,1%) y un 26,8% que disminuya (anterior: 15,1%)⁵⁰.

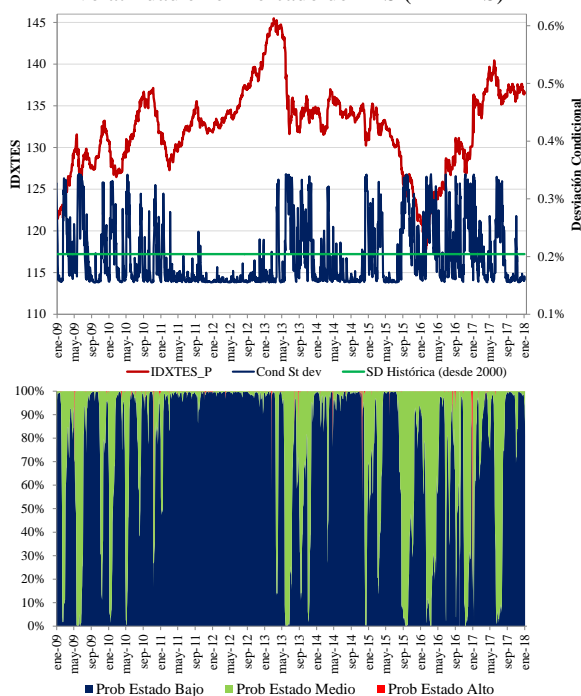
Desde la última reunión JDBR el accionario se valorizó 5,12%. Para lo corrido de enero, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó respecto al promedio de diciembre, actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.1). Durante el mes, la volatilidad promedio del mercado de TES se aumentó respecto a lo observado en diciembre, 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.

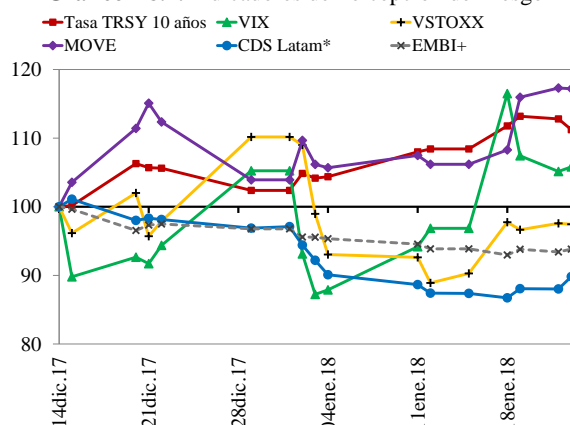
Con información al 12 de enero los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a septiembre de 21 p.b. y -2 p.b. y -1 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. La menor variación de los márgenes de las carteras preferencial y consumo se explicaron por disminuciones de las tasas activas y las de los TES de similar magnitud (un poco mayores las de las tasas activas), al tiempo que el incremento en el *spread* de tesorería se explicó por un aumento de las tasas activas frente a las valorizaciones de los TES.

⁵⁰ Al 19,5% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (anterior: 18,9%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*⁵¹, el *Vstoxx*⁵² y el *Move*⁵³ mantuvo sus niveles bajos y estables observados en lo corrido del 2017. En el mismo sentido, el *Skew*⁵⁴ presentó niveles bajos durante el periodo (Gráficos A8.1 y A8.2).

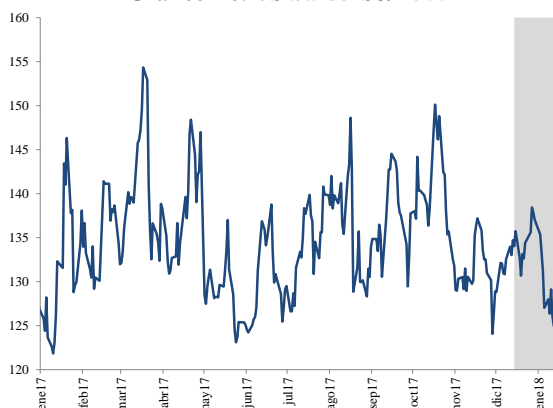
Gráfico A8.1. Indicadores de Percepción de Riesgo



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

Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.2. Skew del S&P 500



Fuente: Bloomberg.

Los mercados de renta variable alrededor del mundo presentaron valorizaciones significativas. En el contexto estadounidense, estas valorizaciones han estado explicadas por la expectativa frente a la aprobación, el alcance y los efectos de la reforma tributaria en EE.UU, depreciaciones del dólar frente a sus principales pares, el incremento en el precio de los *commodities* energéticos e industriales, las bajas tasas de interés reales y las proyecciones positivas sobre los resultados corporativos del 4T17. Adicionalmente, algunos agentes mencionan sustituciones en portafolios de renta fija por renta variable⁵⁵. Los incrementos transitorios en el *Vix* y el *Move* estuvieron ligados a la incertidumbre frente al impacto de la reforma fiscal.

En los mercados de renta fija, los incrementos en el *Move* se dieron ante los debates en que se aprobó la reforma tributaria en el Congreso de EE.UU, la sanción de esta ley por parte del presidente Trump y el 19 de enero ante la clausura del Gobierno estadounidense por la dificultad de los partidos Republicano y Demócrata de llegar a un acuerdo que permitiera el incremento en el presupuesto.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global disminuyó desde 154 en noviembre a 139 en diciembre. A nivel regional descendió en Europa (obs: 138; ant: 230), Reino Unido (obs: 224; ant: 244), Francia (obs: 194; ant: 251), España (obs: 116; ant: 170) y Alemania (obs: 111; ant: 190), y se incrementó en EE.UU. (obs: 108; ant: 98). En EE.UU, el índice de incertidumbre en política monetaria aumentó (obs: 29; ant: 21) mientras que la incertidumbre en política fiscal descendió (obs: 149; ant: 159) (Gráficos A8.3 y A8.4).

⁵¹ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

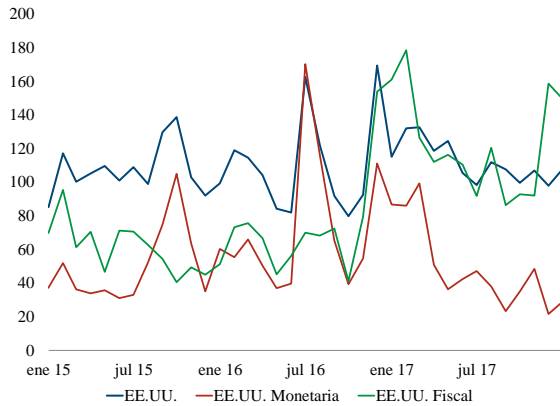
⁵² El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

⁵³ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *treasuries*.

⁵⁴ 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.

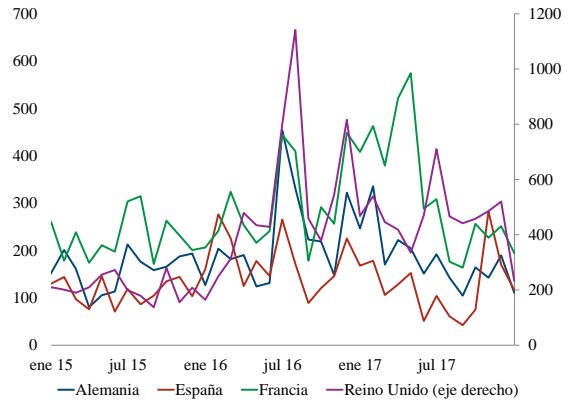
⁵⁵ *JP Morgan* indica que en el último mes las expectativas de mayores desvalorizaciones en los *treasuries* han generado un flujo de capitales desde el mercado de renta fija a renta variable. Igualmente se espera que las repatriaciones de capitales que se den como consecuencia de la reforma tributaria en EE.UU. generen una salida de *treasuries* de algunas compañías del sector real que tienen estas inversiones a través de intermediarios *offshore*.

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica de EE.UU. a nivel general, y a nivel específico en política fiscal y monetaria



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

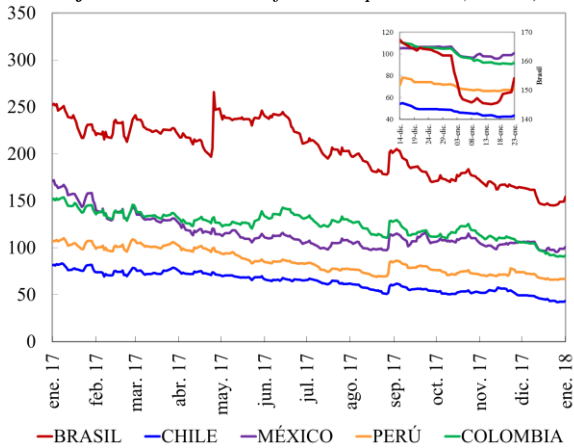
Gráfico A8.4. Incertidumbre política económica en Europa, Francia y el Reino Unido



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

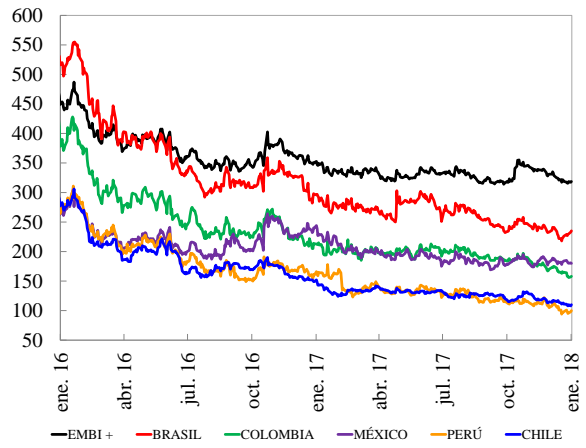
Los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI presentaron reducciones en todos los países. El CDS a 5 años disminuyó 20 p.b. en Colombia, 19 p.b. en Brasil, 12 p.b. en Chile, 6 p.b. en Argentina y México, y 5 p.b. en Perú. En el mismo sentido, el EMBI disminuyó 22 p.b. en Colombia, 20 p.b. en Perú, 15 p.b. en Brasil, y 11 p.b. en Chile y México (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.