



# VERSIÓN PÚBLICA

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

## **Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales**



# VERSIÓN PÚBLICA

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

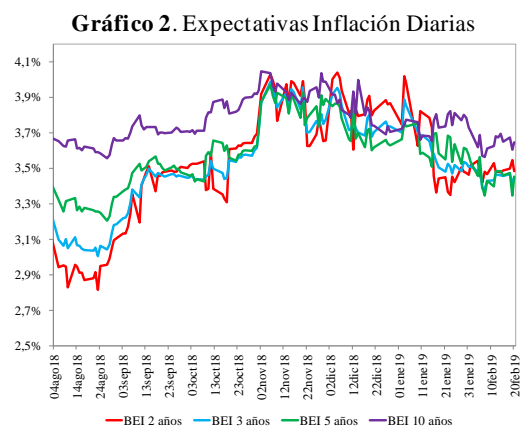
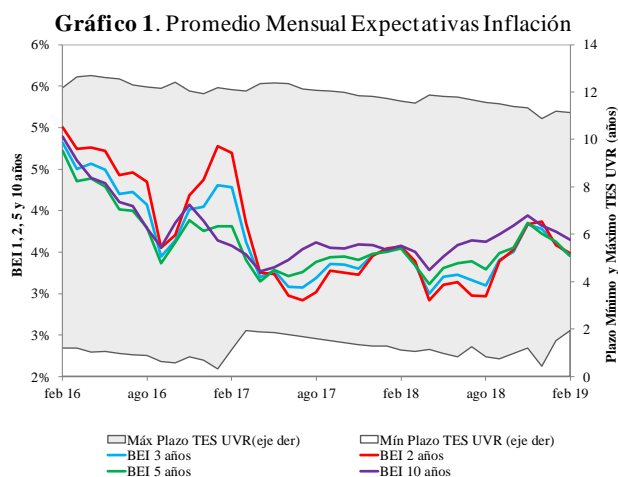
## **Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales**

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

# DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

## 1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde la última reunión de la JDBR (31 de enero), y con información hasta el 20 de febrero, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 2 p.b para la estimación a 2 años, mientras que disminuyó 6 p.b., 12 p.b. y 8 p.b. para las estimaciones a 3, 5 y 10 años, respectivamente. Al 20 de febrero de 2019 el BEI a estos plazos se ubicó en 3,48%, 3,45%, 3,45% y 3,64%, respectivamente. (Gráficos 1 y 2). Lo anterior se observó en un contexto de valorizaciones en todos los tramos de los TES en pesos y del tramo corto en UVR y de desvalorizaciones en los tramos largo y medio de los TES en UVR (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6)<sup>1</sup>.



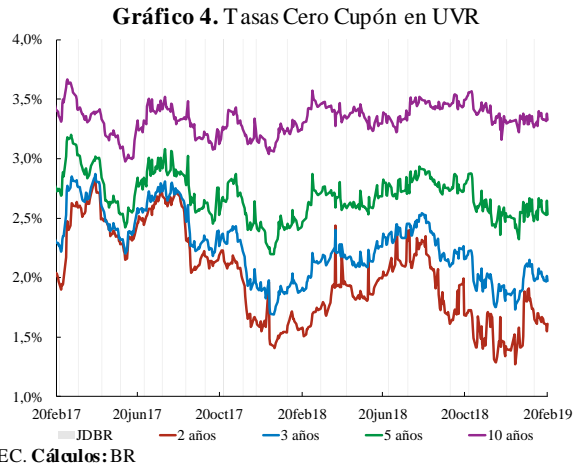
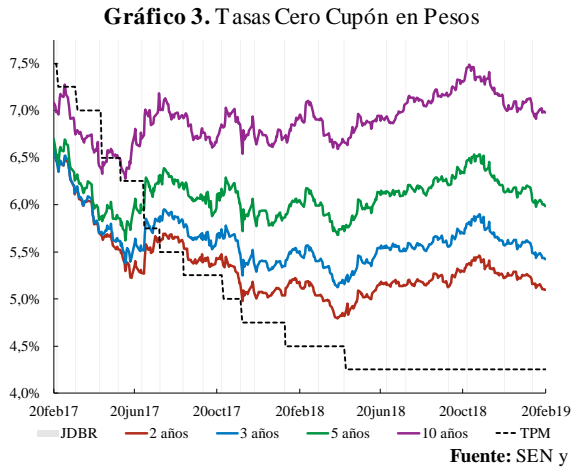
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

**Cuadro 1. Variaciones TES Pesos y UVR**

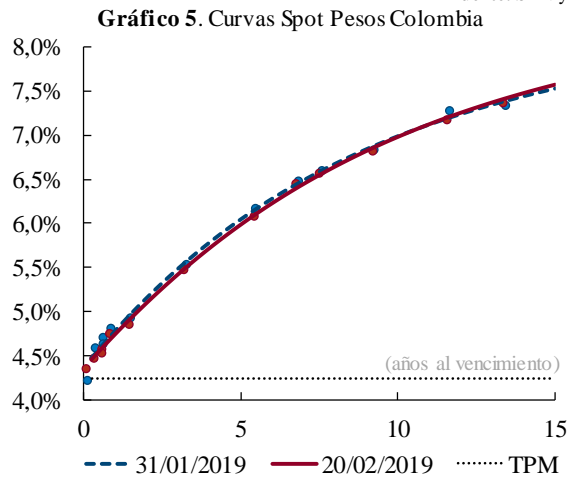
|                 | Punto a Punto (Plazo en Años) |            |            |            |           |           |          |          |
|-----------------|-------------------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|----------|----------|
|                 | TES PESOS                     |            |            |            | TES UVR   |           |          |          |
|                 | 2                             | 3          | 5          | 10         | 2         | 3         | 5        | 10       |
| <b>31ene19</b>  | 5,16%                         | 5,49%      | 6,05%      | 6,99%      | 1,70%     | 1,98%     | 2,48%    | 3,26%    |
| <b>20feb19</b>  | 5,10%                         | 5,42%      | 5,98%      | 6,98%      | 1,61%     | 1,97%     | 2,53%    | 3,33%    |
|                 | <b>Variaciones p.b.</b>       |            |            |            |           |           |          |          |
|                 | <b>-6</b>                     | <b>-7</b>  | <b>-6</b>  | <b>-1</b>  | <b>-8</b> | <b>-1</b> | <b>6</b> | <b>7</b> |
| <b>Var. BEI</b> | <b>2</b>                      | <b>-6</b>  | <b>-12</b> | <b>-8</b>  |           |           |          |          |
|                 | Promedios Mensuales           |            |            |            |           |           |          |          |
|                 | ene19                         | ene19      | ene19      | ene19      | ene19     | ene19     | ene19    | ene19    |
|                 | 2                             | 3          | 5          | 10         | 2         | 3         | 5        | 10       |
| <b>feb19*</b>   | 5,13%                         | 5,46%      | 6,02%      | 6,98%      | 1,64%     | 2,01%     | 2,57%    | 3,34%    |
|                 | <b>Variaciones p.b.</b>       |            |            |            |           |           |          |          |
|                 | <b>-11</b>                    | <b>-13</b> | <b>-13</b> | <b>-9</b>  | <b>-1</b> | <b>2</b>  | <b>4</b> | <b>2</b> |
| <b>Var. BEI</b> | <b>-10</b>                    | <b>-15</b> | <b>-17</b> | <b>-10</b> |           |           |          |          |

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.

<sup>1</sup> Ver comentarios del mercado en Anexo 2.



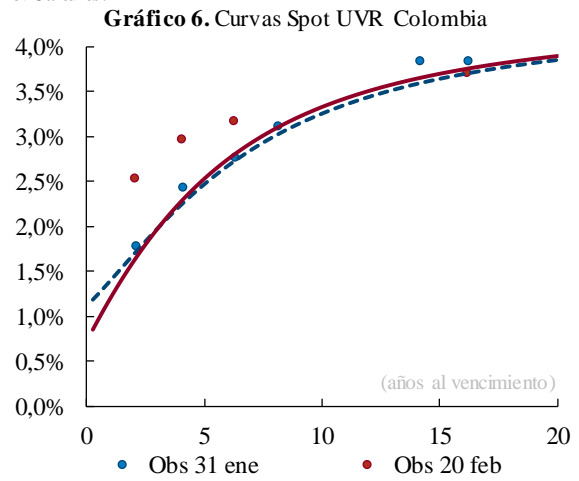
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR



**Cambios Promedio en la Curva por Plazo**

| 2 años | 3 años | 5 años | 10 años |
|--------|--------|--------|---------|
| -6     | -7     | -6     | -1      |

Cifras en puntos básicos



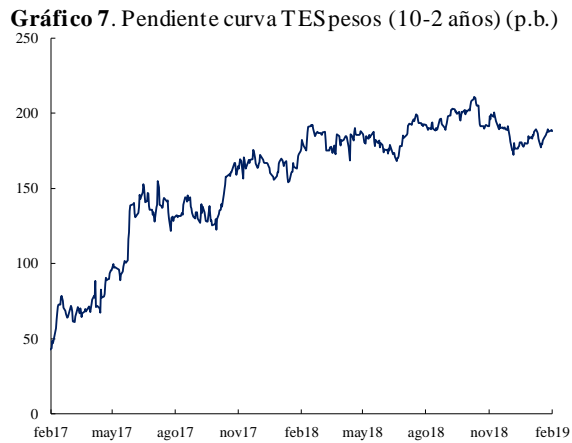
**Cambios Promedio en la Curva por Plazo**

| 2 años | 3 años | 5 años | 10 años |
|--------|--------|--------|---------|
| -8     | -1     | 6      | 7       |

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

Desde la última reunión de la JDBR, las pendientes de las curvas de rendimientos de TES denominados en pesos y UVR aumentaron 5 p.b. y 15 p.b., respectivamente (Gráficos 7 y 8).



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

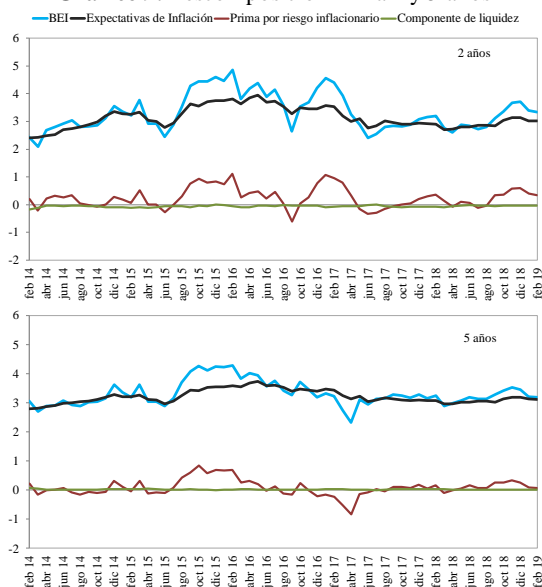


De acuerdo con diferentes agentes del mercado, en la curva de TES en pesos se observó un empujamiento ante las expectativas de una posibilidad de canje de deuda de corto plazo por más largo plazo por parte de la Tesorería. Adicionalmente, el dato de inflación de enero se reflejó en mayores apetitos por el tramo corto de la curva, ya que los analistas de mercado anticipan un menor ritmo de incrementos de la tasa de política por parte del BR. El tramo largo de la curva no presentó valorizaciones ante la posibilidad de una mayor oferta de estos títulos en el futuro, si se concreta el canje de deuda que anticipan los agentes.

En cuanto a la curva de TES denominados en UVR, los agentes consideran que se presentó una valorización en la parte corta de la curva como resultado de la posibilidad de canje de deuda, a lo que se suma el componente estacional de la inflación durante los primeros meses del año, período en el que los agentes esperan mayores rendimientos de estos títulos.

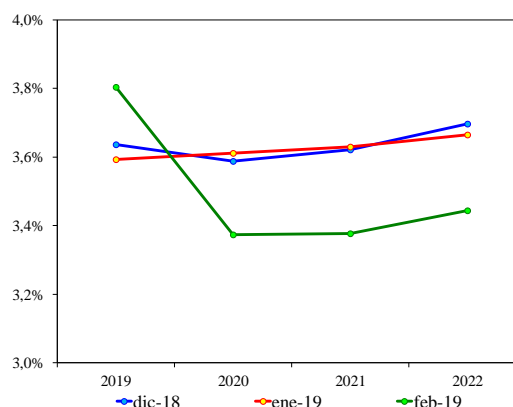
El Gráfico 9 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez<sup>2</sup> de los TES en pesos frente a los denominados en UVR<sup>3</sup>. De esta manera se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 3,0% (enero: 3,0%) y para los próximos 5 años sea 3,11% (enero: 3,12%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años disminuyó 5 p.b. y se situó en 0,35% en febrero, al tiempo que la de 5 años disminuyó 1 p.b. y se situó en 0,07%.

**Gráfico 9. Descomposición BEI a 2 y 5 años**



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

**Gráfico 10. Inflación esperada (FBEI)**



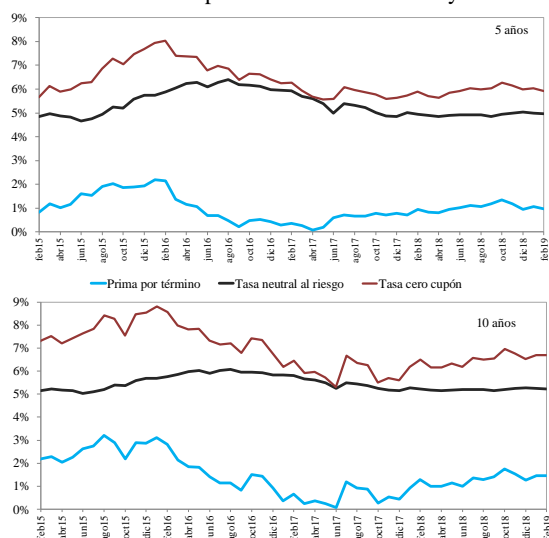
\* Promedio datos mensuales. El dato de inflación implícito estimado para 2019 se construye aplicando el BEI calculado para lo restante de 2019 y la inflación año corrido observada hasta la respectiva estimación.

Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

<sup>2</sup> El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

<sup>3</sup> 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 11.** Prima por vencimiento TESa 5 y 10 años



Fuente y Cálculos: BR

Frente a lo observado el 31 de enero y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, los recortes esperados del rango objetivo se postergaron y la tasa esperada para diciembre de 2019 pasó de 2,345% a 2,380% el 20 de febrero (Gráfico 12). Adicionalmente, la probabilidad que en el 2019 no ocurran cambios en el rango de los fondos federales aumentó de 75% a 92%, siendo el escenario más probable, seguido por el escenario de un rango entre 2%-2,25% (un recorte de 25 p.b.) cuya probabilidad pasó de 21% a 4%. (Cuadro 2 y Anexo 5).

El 20 de febrero la publicación de las minutas de la Fed reforzó las expectativas de que no ocurran cambios en la tasa de fondos federales durante el 2019 ante el mensaje de paciencia por parte de la mayoría de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) debido a los temores de desaceleración económica en EE.UU. y la incertidumbre respecto a las tensiones comerciales. Adicionalmente, en el documento se indicó que hacia finales de año se podría finalizar la reducción de las tenencias de activos de la Fed, para así ir culminando la normalización de su hoja de balance.

**Cuadro 2.** Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2019

|         | 1,75%-2% | 2%-2,25% | 2,25%-2,5% | 2,5%-2,75% |
|---------|----------|----------|------------|------------|
| 21feb19 | 0.0%     | 4.1%     | 92.2%      | 3.6%       |
| 31ene19 | 2.1%     | 21.0%    | 75.0%      | 1.9%       |

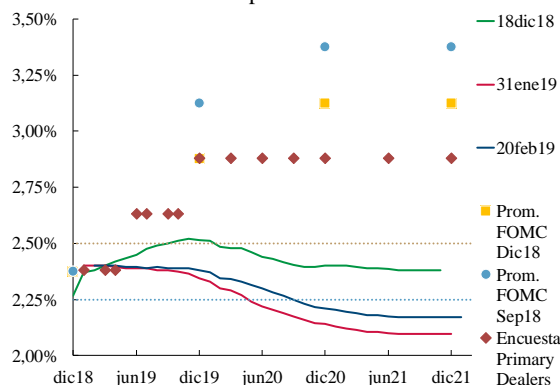
Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, según la última encuesta publicada por la Fed de Nueva York realizada a *Primary Dealers* en enero<sup>4</sup>, se observa que estos agentes pronostican un rango para las tasas de los fondos federales entre 2,75%-3% para el cierre del 2019, donde el primer incremento se daría en junio y el segundo en diciembre.

El Gráfico 10 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2020, 2021 y 2022, utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), la cual corresponde a 3,39%, 3,40% y 3,46%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en febrero de 2019 para todos los plazos es menor a los de enero y diciembre. En el gráfico también muestra que la inflación implícita para 2019 es 3.80%, calculada con la inflación hasta enero (0.60%) y el FBEI anualizado para lo restante del año (3.19%).

Respecto a la última reunión de la JDBR, la prima a término de los TES en pesos disminuyó 9 p.b. a 5 años y aumentó 1 p.b. a 10 años (Gráfico 11). Por su parte, la tasa neutral al riesgo disminuyó 3 p.b. y 1 p.b. para 5 años y 10 años, respectivamente.

**Gráfico 12.** Senda esperada Tasa Fondos Federales

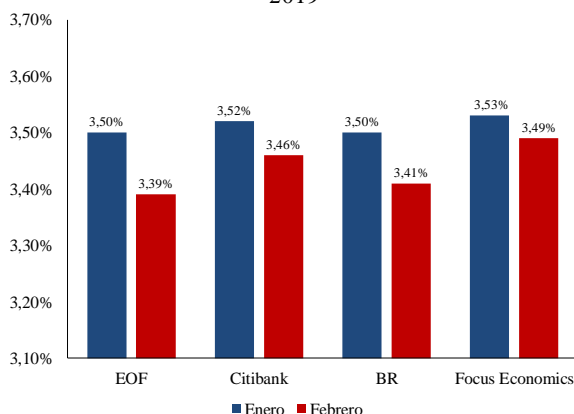


Fuente: Bloomberg y Fed.

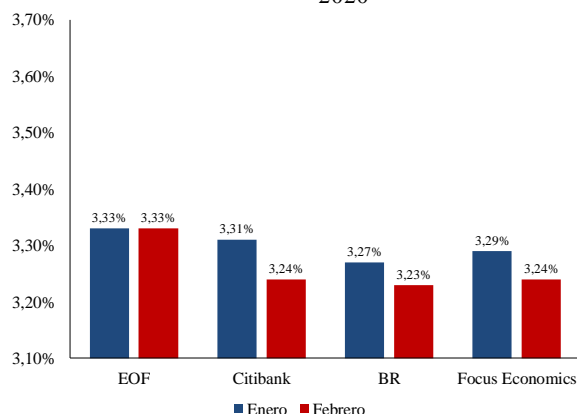
<sup>4</sup> El 22 de enero del 2019 culminó la recepción de información de los agentes del mercado por parte de la Fed.

En cuanto a las expectativas de inflación en Colombia de febrero frente a enero, el promedio de las encuestas refleja una reducción de la inflación esperada para el cierre de 2019 y 2020 (Gráficos 13 y 14). De acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR) la inflación esperada a dos años (febrero de 2021) se redujo a 3,22% frente a lo proyectado el mes anterior para enero de 2021 (3,28%).

**Gráfico 13.** Inflación esperada promedio para el cierre de 2019



**Gráfico 14.** Inflación esperada promedio para el cierre de 2020



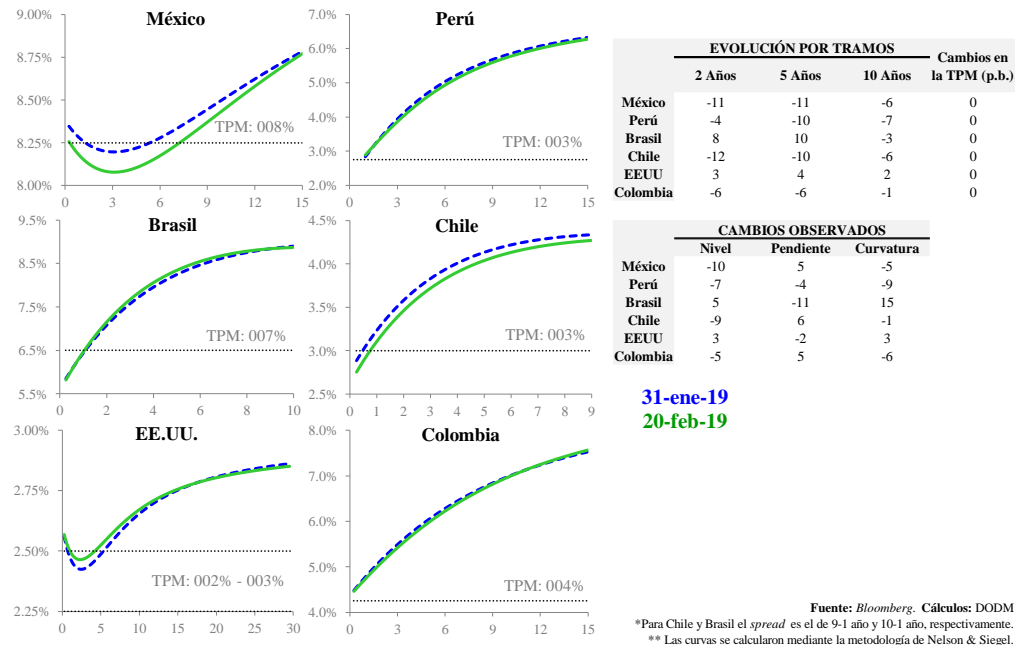
**Fuente:** Encuesta de Opinión Financiera (EOF), *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se recibieron el 20 de febrero con encuestas recolectadas entre el 11 y el 20 del mismo mes, los de *Citibank* el 20 de febrero. La encuesta del BR se realizó entre el 11 y el 13 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 12 de febrero, con encuestas entre el 5 y el 11 de este mismo mes.

En resumen, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de febrero disminuyó para diciembre de 2019 y 2020 a 3,44% y 3,26% desde los niveles de 3,51% y 3,30% observados en enero. Por su parte, el BEI aumentó en el plazo de 2 años ante la mayor valorización de los TES denominados en UVR frente a los denominados en pesos, en parte como resultado de estrategias estacionales. Por el contrario, en los demás plazos el BEI disminuyó debido a las desvalorizaciones de los TES denominados en UVR a dichos plazos, dadas las ventas de estos títulos por parte de las entidades públicas.

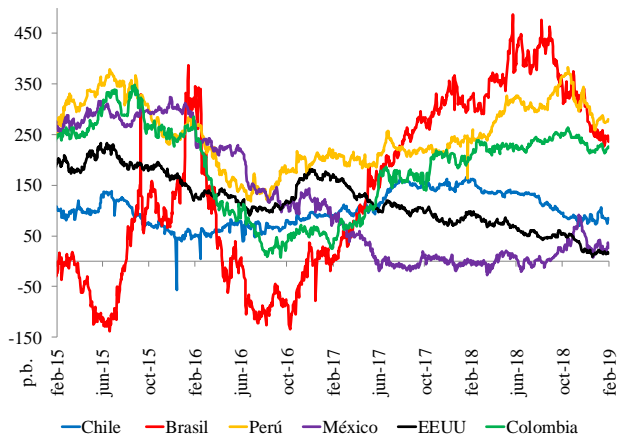
### ***Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región***

Entre el 31 de enero y el 21 de febrero, a excepción de EE.UU. y los tramos corto y medio de Brasil, la deuda pública de la región se valorizó ante la menor percepción de riesgo hacia economías emergentes (Gráfico 15). En EE.UU, las desvalorizaciones estuvieron asociadas a la menor incertidumbre política y comercial, lo cual redujo la demanda por activos refugio. Por su parte, las desvalorizaciones de Brasil estuvieron relacionadas con la incertidumbre frente al contenido de la reforma de seguridad social que el Gobierno presentó al Congreso el 20 de febrero (ver Anexo 4).

**Gráfico 15.** Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



**Gráfico 16.** Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU.\*



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

El Gráfico 16 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 1 año para EE.UU. y los países de la región. Durante el periodo, la pendiente de Colombia aumentó a 224 p.b. (ant: 220 p.b.). Las pendientes de Perú, Brasil, Chile, México y EE.UU. se sitúan en 280 p.b, 237 p.b, 83 p.b, 26 p.b. y 15 p.b, respectivamente. La pendiente de EE.UU. continuó disminuyendo, ubicándose en niveles bajos no observados desde el 2007.

## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

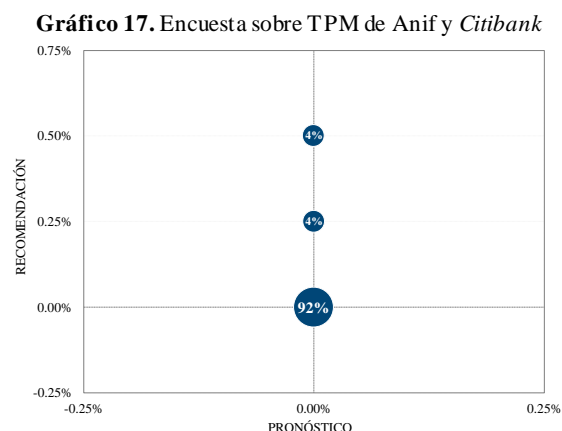
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas y de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*).

### a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM)

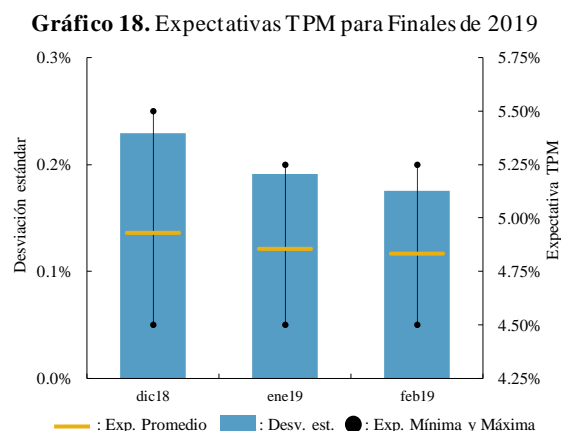
Las encuestas indican que los agentes del mercado esperan que la JDBR mantenga la tasa de interés de referencia en 4,25% durante las reuniones de febrero y marzo. Por un lado, según la EOF<sup>5</sup> el 100% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada en 4,25% a fin de mes. Por el otro lado, según la encuesta de expectativas de analistas de mercados financieros realizada por

<sup>5</sup> Recibida el 20 de febrero. Datos recolectados entre el 11 y el 20 de febrero.

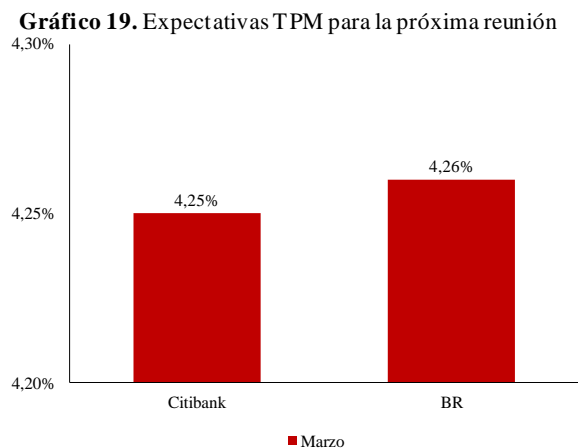
*Citibank*<sup>6</sup> se encuentra que para la reunión de marzo, de las 24 entidades encuestadas, el 92% anticipa y recomienda que la tasa permanezca en 4,25%, el 4% pronostica que se mantendrá inalterada pero recomienda un incremento de 25 p.b, y el 4% restante también pronostica que permanecerá sin cambios pero recomienda un aumento de 50 p.b. (Gráfico 17 y Anexo 1). En el Gráfico 18 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2019 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*, donde se observa que entre enero y febrero el promedio de la tasa esperada disminuyó de 4,86% a 4,83%.



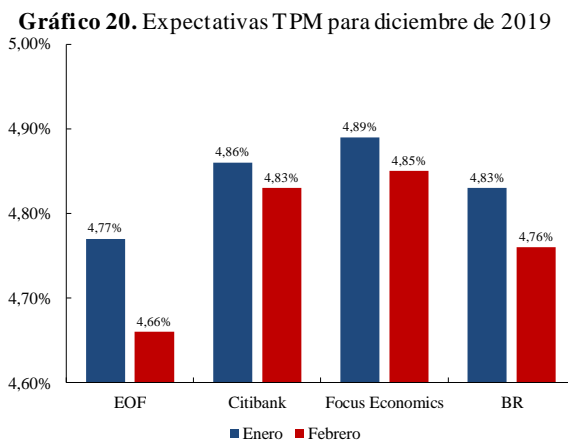
Fuente: Encuestas Anif y *Citibank*.



Fuente: Encuesta *Citibank*.



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se recibieron el 20 de febrero con encuestas recolectadas entre el 11 y el 20 del mismo mes, los de *Citibank* el 20 de febrero. La encuesta del BR se realizó entre el 11 y el 13 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 12 de febrero, con encuestas entre el 5 y el 11 de este mismo mes.

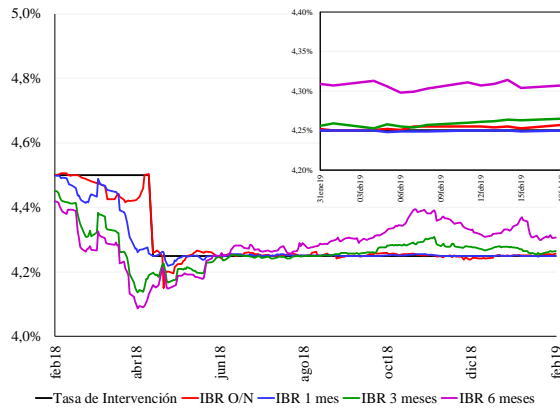


En los Gráficos 19 y 20 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a marzo y diciembre de 2019. En estas se observa que: i) en febrero, el promedio de las encuestas refleja expectativas de que la JDBR mantenga la tasa de intervención en 4,25% durante su próxima reunión; y ii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2019 disminuyó desde 4,84% en enero a 4,78% en febrero.

En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 21 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 enero de 2019, las tasas del IBR a 1, 3 y 6 meses permanecieron inalteradas. Desde dicha reunión, las tasas IBR a 1 mes y 6 meses no han cambiado, mientras que la tasa IBR a 3 meses ha aumentado 1 p.b. Así, el 18 de febrero las tasas IBR a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 4,25%, 4,27% y 4,31%, respectivamente.

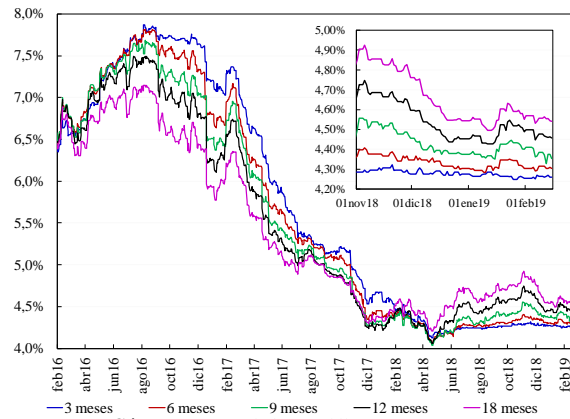
<sup>6</sup> Publicada el 20 de febrero.

**Gráfico 21. Tasa de intervención y tasas IBR**



Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

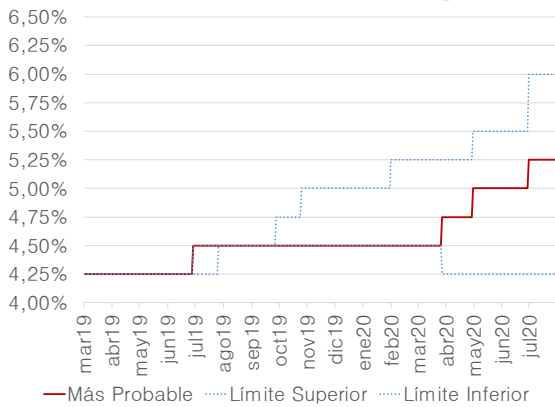
**Gráfico 22. Tasas OIS**



Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

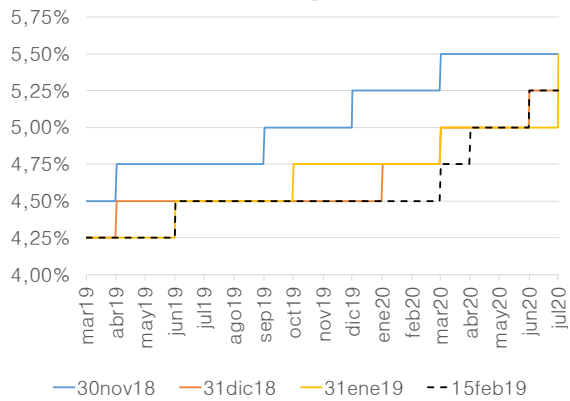
Desde el 31 de enero, las tasas de los OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses presentaron variaciones de 1 p.b., 0 p.b., -5 p.b., -3 p.b. y -1 p.b., ubicándose el 15 de febrero en 4,26%, 4,30%, 4,35%, 4,46% y 4,56%, respectivamente (Gráfico 22). Adicionalmente, de acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS, se observa que el número esperado de incrementos de la tasa de referencia durante 2019 disminuyó de dos a uno entre enero y febrero, que para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia permanezca inalterada en 4,25% y que el incremento de la tasa en 2019 se daría en junio. El segundo incremento, que en enero se esperaba que sucediera en octubre de 2019, ahora se espera que ocurra en marzo de 2020 (Gráficos 23, 24 y Anexo 6).

**Gráfico 23. Tasa de Política Monetaria implícita - OIS**



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

**Gráfico 24. Evolución Expectativas TPM - OIS**

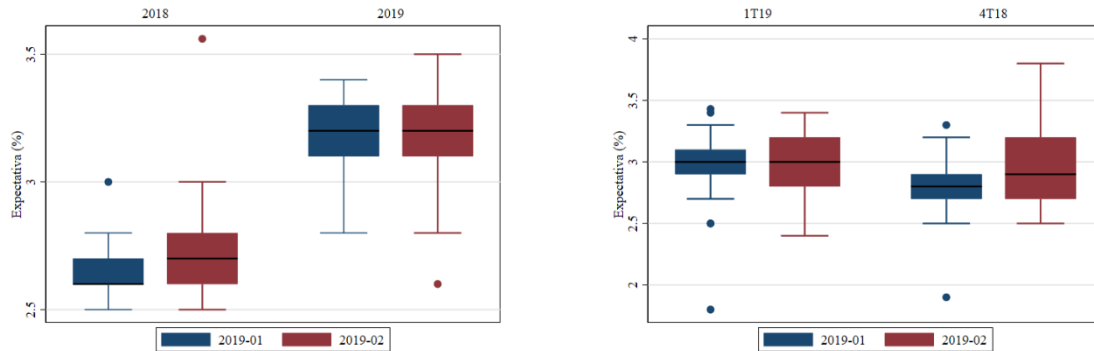


Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

**b) Expectativas de Crecimiento Económico**

En el Gráfico 25 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 2018, 4T18 y 1T19 a 2,73% (ant: 2,66%), 2,94% (ant: 2,78%) y 2,98% (ant: 2,95%), respectivamente, mientras que para el 2019 las redujeron ligeramente a 3,17% (ant: 3,19%).

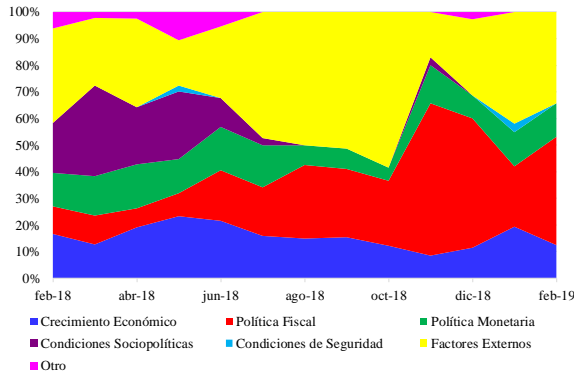
**Gráfico 25. Expectativas de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera**  
**Anuales** **Trimestrales**



**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. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

**c) Información Adicional Extraída de la EOF**

**Gráfico 26. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión - EOF**



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC.

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 8 p.b. (ant: desvalorizaciones de 10 p.b.)<sup>7</sup>. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana al 2,67% (anterior: valorizaciones de 2,76%)<sup>8</sup>.

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 41% resaltó la política fiscal (ant: 23%), un 34% los factores externos (ant: 42%), un 13% el crecimiento económico (ant: 19%) y un 13% la política monetaria (ant: 13%) (Gráfico 26).

**d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países**

Las expectativas de crecimiento económico para 2019 permanecieron iguales en Estados Unidos, Sudáfrica y Turquía, aumentaron en Rusia, El Salvador y Guatemala, y disminuyeron en los demás países. Los datos de inflación de enero resultaron superiores a las expectativas del mercado en Brasil, Estados Unidos, Sudáfrica y Turquía, e inferiores en los demás países. Las expectativas de inflación para diciembre de 2019 aumentaron en Guatemala, permanecieron iguales en México, India, China, Rusia y Noruega, y disminuyeron en los demás países. En Colombia, aumentaron las proyecciones de crecimiento para 2019, la inflación observada para enero resultó inferior a las expectativas del mercado y disminuyeron las proyecciones de inflación para 2019 (Cuadro 3).

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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.

**Cuadro 3. Expectativas macroeconómicas**

|                    | Inflación          |        |                           |           | Tasa de Política Monetaria |                           |           | Tasa de crecimiento del PIB |        |                           |           |
|--------------------|--------------------|--------|---------------------------|-----------|----------------------------|---------------------------|-----------|-----------------------------|--------|---------------------------|-----------|
|                    | Datos Enero 2018** |        | Esperada a Diciembre 2019 |           | Vigente                    | Esperada a Diciembre 2019 |           | Ultimos datos publicados*** |        | Esperada a Diciembre 2019 |           |
|                    | Esp*               | Obs    | Enc. 2019                 | Feb. 2019 |                            | Enc. 2019                 | Feb. 2019 | Esp*                        | Obs    | Enc. 2019                 | Feb. 2019 |
| <b>Colombia</b>    | 3.26%              | 3.15%  | 3.50%                     | 3.40%     | 4.25%                      | 4.77%                     | 4.75%     | 2.70%                       | 2.60%  | 3.19%                     | 3.20%     |
| <b>Chile</b>       | 2.30%              | 1.80%  | 2.80%                     | 2.70%     | 3.00%                      | 3.50%                     | 3.25%     | 2.90%                       | 2.80%  | 3.60%                     | 3.50%     |
| <b>México</b>      | 4.47%              | 4.37%  | 3.85%                     | 3.85%     | 8.25%                      | 8.22%                     | 8.17%     | 2.60%                       | 2.50%  | 1.89%                     | 1.80%     |
| <b>Perú</b>        | 2.24%              | 2.13%  | 2.52%                     | 2.47%     | 2.75%                      | 3.50%                     | 3.42%     | 3.86%                       | 3.99%  | 3.78%                     | 3.76%     |
| <b>Brasil</b>      | 3.82%              | 3.87%  | 4.01%                     | 4.00%     | 6.50%                      | 7.00%                     | 6.50%     | 1.60%                       | 1.30%  | 2.53%                     | 2.48%     |
| <b>Ecuador</b>     | n.d.               | 0.54%  | 1.22%                     | 1.21%     | 5.50%                      | 5.30%                     | 5.30%     | n.d.                        | 1.40%  | 0.92%                     | 0.80%     |
| <b>Argentina</b>   | n.d.               | 49.30% | 29.01%                    | 28.78%    | 44.49%                     | 39.03%                    | 36.57%    | -3.50%                      | -3.50% | -0.94%                    | -0.98%    |
| <b>EE.UU.</b>      | 1.50%              | 1.60%  | 2.03%                     | 2.00%     | 2,25% - 2,50%              | 2.90%                     | 2.80%     | 3.50%                       | 3.50%  | 2.50%                     | 2.50%     |
| <b>India</b>       | 2.50%              | 2.05%  | 3.63%                     | 3.63%     | 6.25%                      | 6.87%                     | 6.40%     | 7.50%                       | 7.10%  | 7.37%                     | 7.30%     |
| <b>Sudáfrica</b>   | 4.30%              | 4.00%  | 5.20%                     | 5.05%     | 6.75%                      | 6.95%                     | 6.95%     | 0.50%                       | 1.10%  | 1.50%                     | 1.50%     |
| <b>China</b>       | 1.90%              | 1.70%  | 2.20%                     | 2.20%     | 4.35%                      | 4.34%                     | 4.32%     | 6.40%                       | 6.40%  | 6.25%                     | 6.23%     |
| <b>Rusia</b>       | 5.10%              | 5.00%  | 5.00%                     | 5.00%     | 7.75%                      | 7.40%                     | 7.75%     | 1.50%                       | 1.50%  | 1.42%                     | 1.49%     |
| <b>Turquía</b>     | 20.30%             | 20.35% | 17.30%                    | 17.25%    | 24.00%                     | 20.40%                    | 20.40%    | 2.20%                       | 1.60%  | 0.20%                     | 0.20%     |
| <b>Noruega</b>     | 3.30%              | 3.10%  | 2.00%                     | 2.00%     | 0.75%                      | 1.20%                     | 1.20%     | 0.60%                       | 0.50%  | 2.30%                     | 2.20%     |
| <b>Costa Rica</b>  | n.d.               | 1.67%  | 3.22%                     | 3.20%     | 5.25%                      | 5.50%                     | 5.50%     | n.d.                        | 1.80%  | 2.94%                     | 2.82%     |
| <b>El Salvador</b> | n.d.               | 0.25%  | 1.88%                     | 1.41%     | 4.30%                      | 4.50%                     | 4.50%     | n.d.                        | 2.10%  | 2.28%                     | 2.30%     |
| <b>Guatemala</b>   | n.d.               | 4.10%  | 3.73%                     | 3.74%     | 2.75%                      | 3.17%                     | 3.17%     | n.d.                        | 3.50%  | 3.06%                     | 3.10%     |
| <b>Honduras</b>    | n.d.               | 4.00%  | 4.42%                     | 4.41%     | 5.75%                      | 6.50%                     | 6.17%     | n.d.                        | 3.50%  | 3.78%                     | 3.76%     |
| <b>Panamá</b>      | n.d.               | -0.30% | 1.76%                     | 1.64%     | 7.67%                      | 7.82%                     | 7.82%     | n.d.                        | 3.60%  | 5.03%                     | 5.00%     |
| <b>Paraguay</b>    | n.d.               | 2.40%  | 4.17%                     | 4.07%     | 5.25%                      | 5.42%                     | 5.38%     | n.d.                        | 1.10%  | 4.10%                     | 4.07%     |

**Colombia:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por *Ciñbank*.

**Chile:** Expectativas extraídas de la encuesta enviada por el Banco Central de Chile el 5 de febrero con plazo máximo de recepción el 11 de este mes.

**México:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco de México el 1 de febrero con respuestas recibidas entre el 15 y el 29 de enero.

**Brasil:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 15 de febrero.

**Ecuador:** Expectativas extraídas de la encuesta Focus Economics de febrero. Se toma la tasa pasiva efectiva referenciada entre 91 y 120 días como TPM.

**Argentina:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de febrero. La inflación observada corresponde a la ciudad de Buenos Aires. La TPM corresponde a la tasa de interés de los títulos LELIQ del 19 de febrero.

**China:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de febrero. La TPM corresponde a la tasa activa a un año.

**El Salvador:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de febrero. La TPM corresponde a la tasa de depósitos a 180 días.

**Panamá:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de febrero. La TPM corresponde a la tasa de préstamos comerciales entre 1 y 5 años.

**EE.UU., Sudáfrica, Rusia, Turquía & Noruega:** Expectativas extraídas de Bloomberg.

**Perú, India, Costa Rica, Guatemala, Honduras & Paraguay:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de febrero, excepto India a cuyo dato corresponde a la encuesta Focus Economics de enero.

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

\*\* Todos los datos corresponden al mes de enero.

\*\*\* Todos los datos corresponden a la información observada del 3T18 con respecto al 3T17, excepto China y Noruega cuyos datos corresponden al 4T18.

Para EE.UU., el dato del trimestre es anualizado respecto al trimestre inmediatamente anterior. Para Noruega, el dato corresponde a la variación trimestral sin anualizar.

### 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos preliminares para febrero (EOF<sup>9</sup>, volatilidades<sup>10</sup> y márgenes crediticios<sup>11</sup>), el índice de percepción de riesgo IDODM aumentó entre enero y febrero (Gráfico 27 y Anexo 7), lo cual se explicó principalmente por el mayor *spread* entre las tasas activas y las de los TES para la cartera de consumo.

Durante el periodo se conocieron los datos de crecimiento de la producción industrial y ventas al por menor para diciembre. El crecimiento de la producción industrial (obs: -0,8%; esp: 4,9%; ant: 4,7%) y de las ventas al por menor (obs: 7,0%; esp: 8,4%; ant: 10,8%) se ubicó por debajo de lo registrado el mes anterior y de lo esperado por el mercado.

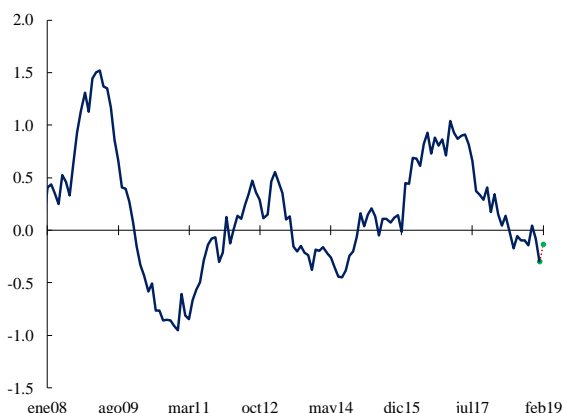
En enero, la confianza de los consumidores presentó un aumento (obs: -2,8%; esp: -3,9%; ant: -8,3%) y se ubicó por encima de lo esperado por el mercado, aunque aún continúa en terreno negativo. Este aumento estuvo explicado principalmente por un incremento en el índice de expectativas del consumidor (obs: -0,4%; ant: -11,1%), específicamente en lo referente a las proyecciones económicas durante los próximos doce meses (obs: -20,7%; ant: -33,1%).

<sup>9</sup> Recibida el 20 de febrero.

<sup>10</sup> Datos al 15 de enero.

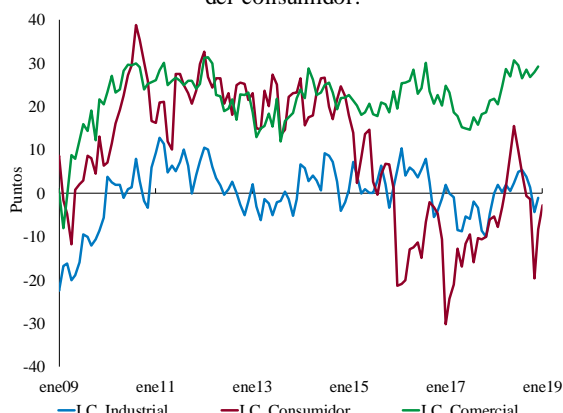
<sup>11</sup> Datos al 8 de febrero.

**Gráfico 27.** Índice de Percepción de Riesgo (IDODM).



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

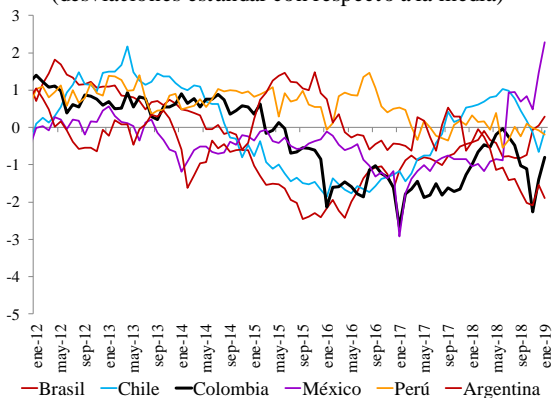
**Gráfico 28.** Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor.



**Fuente:** Fedesarrollo.

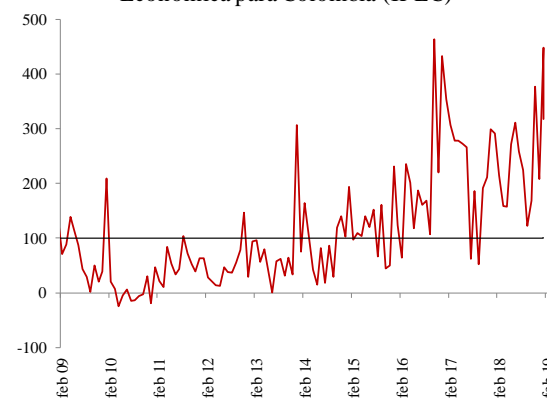
El Gráfico 29 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de sus medias históricas se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre diciembre y enero desmejoraron los de Argentina y Perú y mejoraron los de los demás países. Los indicadores de Argentina, Chile, Perú y Colombia se ubican por debajo de sus medias históricas, mientras que los de Brasil y México se ubican por encima.

**Gráfico 29.** Índices Confianza de Latinoamérica\* (desviaciones estándar con respecto a la media)



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

**Gráfico 30.** Indicador de Incertidumbre en Política Económica para Colombia (IPEC)



**Fuentes:** Artículos de Revista Semana, Dinero y periódicos El Tiempo y El Espectador. **Cálculos:** BR. La línea horizontal en 100 representa la media. La metodología se encuentra publicada en el documento Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales correspondiente al mes de marzo de 2018<sup>12</sup>.

Con datos preliminares al 18 de febrero, el Indicador de Incertidumbre en Política Económica para Colombia (IPEC) disminuyó desde 449 en enero hasta 318 en febrero (Gráfico 30). Los principales temas que explicaron el nivel del indicador en febrero fueron la crisis de Venezuela, la percepción de corrupción y la situación de la represa de Hidroituango.

Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*<sup>13</sup>, el *Vstox*<sup>14</sup> y el *Move*<sup>15</sup> disminuyó pero presentó un comportamiento volátil, en línea con

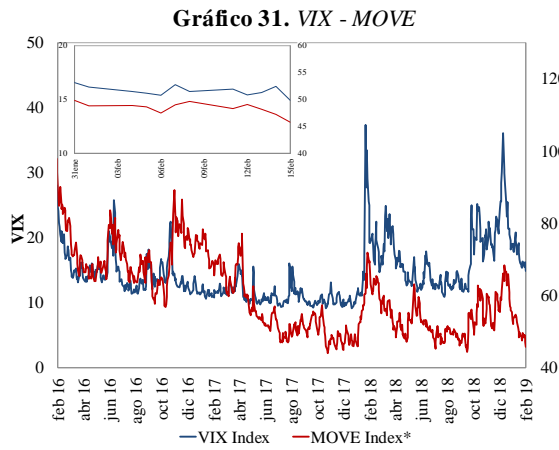
<sup>12</sup> [http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/amjdtcs\\_mar\\_2018.pdf](http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/amjdtcs_mar_2018.pdf)

<sup>13</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

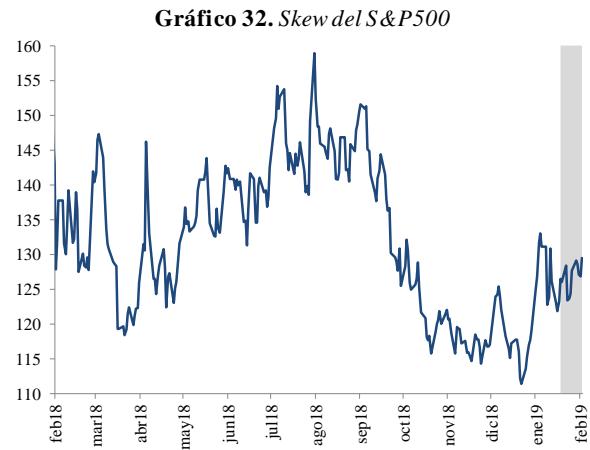
<sup>14</sup> El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>15</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

el aumento del *Skew*<sup>16</sup>. Por su parte, en la región los CDS a 5 años y los EMBI presentaron un comportamiento mixto (Gráficos 31, 32 y Anexo 8).



Fuente: Bloomberg.



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

<sup>16</sup> 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 1. Encuestas de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros

**Cuadro A1.1. Resultado Encuesta de Expectativas de Citibank de Febrero de 2019  
(Para la Reunión de Marzo del 2019)**

| Participantes        | TPM en la próxima reunión | ¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep? |
|----------------------|---------------------------|---|
| Alianza Valores      | 4.25%                     | 4.25%   |
| Anif                 | 4.25%                     | 4.25%   |
| Asobancaria          | 4.25%                     | 4.25%   |
| Axa Colpatría        | 4.25%                     | 4.25%   |
| Banco Agrario        | 4.25%                     | 4.25%   |
| Banco Davivienda     | 4.25%                     | 4.25%   |
| Banco de Bogotá      | 4.25%                     | 4.25%   |
| Banco de Occidente   | 4.25%                     | 4.25%   |
| BBVA                 | 4.25%                     | 4.25%   |
| Casa de Bolsa        | 4.25%                     | 4.25%   |
| Citibank             | 4.25%                     | 4.25%   |
| Colfondos            | 4.25%                     | 4.25%   |
| Continuum Economics  | 4.25%                     | 4.50%   |
| Corficolombiana      | 4.25%                     | 4.25%   |
| Credicorp Capital    | 4.25%                     | 4.25%   |
| Fidubogotá           | 4.25%                     | 4.25%   |
| Grupo Bancolombia    | 4.25%                     | 4.75%   |
| Itaú                 | 4.25%                     | 4.25%   |
| JP Morgan            | 4.25%                     | 4.25%   |
| Moodys Economy       | 4.25%                     | 4.25%   |
| Old Mutual           | 4.25%                     | 4.25%   |
| Positiva             | 4.25%                     | 4.25%   |
| Scotiabank Colpatría | 4.25%                     | 4.25%   |
| Ultraserfinco        | 4.25%                     | 4.25%   |
| <b>Promedio</b>      | <b>4.25%</b>              | <b>4.28%</b>                                  |
| Mediana              | 4.25%                     | 4.25%   |
| STDV                 | 0.00%                     | 0.11%   |
| Máximo               | 4.25%                     | 4.75%   |
| Mínimo               | 4.25%                     | 4.25%   |

| RECOMENDACIÓN |             |           |
|---------------|-------------|-----------|
| Ajuste        | Porcentaje  | Número    |
| 4.25%         | 92%         | 22        |
| 4.50%         | 4%          | 1         |
| 4.75%         | 4%          | 1         |
| <b>Total</b>  | <b>100%</b> | <b>24</b> |

| PRONÓSTICO   |             |           |
|--------------|-------------|-----------|
| Ajuste       | Porcentaje  | Número    |
| 4.25%        | 100%        | 24        |
| 4.50%        | 0%          | 0         |
| 4.75%        | 0%          | 0         |
| <b>Total</b> | <b>100%</b> | <b>24</b> |

**Cuadro A1.2. Encuesta de Expectativas del Citibank Sobre Inflación**

| <b>Participantes</b> | <b>2019</b>  | <b>2020</b>  |
|----------------------|--------------|--------------|
| Alianza Valores      | 3.83%        | 3.50%        |
| Anif                 | 3.50%        | 3.40%        |
| Asobancaria          | 3.50%        | 3.30%        |
| Axa Colpatría        | 3.40%        | 3.00%        |
| Banco Agrario        | 3.42%        | 2.95%        |
| Banco Davivienda     | 3.58%        |              |
| Banco de Bogotá      | 3.34%        | 3.00%        |
| Banco de Occidente   | 3.74%        | 3.98%        |
| BBVA                 | 3.04%        | 3.22%        |
| Casa de Bolsa        | 3.80%        | 3.50%        |
| Citibank             | 3.30%        | 3.00%        |
| Colfondos            | 3.40%        | 3.02%        |
| Continuum Economics  | 3.30%        | 3.20%        |
| Corficolombiana      | 3.80%        | 3.50%        |
| Credicorp Capital    | 3.60%        | 3.30%        |
| Fidubogotá           | 3.38%        | 3.48%        |
| Grupo Bancolombia    | 3.40%        | 3.20%        |
| Itaú                 | 3.40%        | 3.00%        |
| JP Morgan            | 3.26%        |              |
| Moodys Economy       | 3.40%        | 3.20%        |
| Old Mutual           | 3.60%        | 3.40%        |
| Positiva             | 3.45%        | 3.00%        |
| Scotiabank Colpatría | 3.25%        | 3.10%        |
| Ultraserfinco        | 3.34%        | 3.11%        |
| <b>Promedio</b>      | <b>3.46%</b> | <b>3.24%</b> |
| Mediana              | 3.40%        | 3.20%        |
| STDV                 | 0.19%        | 0.25%        |
| Máximo               | 3.83%        | 3.98%        |
| Mínimo               | 3.04%        | 2.95%        |

*Cuadro A1.3. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre Tasa de Política Monetaria para 2019 y 2020*

**Encuestas realizadas entre el 5 y el 11 de febrero**

| <b>Empresa</b> |                       | <b>Estimación 2019</b> | <b>Estimación 2020</b> |
|----------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| 1              | ANIF                  | 5,00%                  | 5,25%                  |
| 2              | Banco Davivienda      | 4,75%                  | -                      |
| 3              | Banco de Bogotá       | 4,75%                  | 5,25%                  |
| 4              | Bancolombia           | 4,75%                  | 5,25%                  |
| 5              | Barclays Capital      | 5,00%                  | 4,75%                  |
| 6              | BBVA Research         | 4,75%                  | 5,00%                  |
| 7              | CABI                  | 4,75%                  | -                      |
| 8              | Capital Economics     | 5,00%                  | 5,00%                  |
| 9              | Citigroup Global Mkts | 4,75%                  | 5,00%                  |
| 10             | Corficolombiana       | 4,75%                  | -                      |
| 11             | Credicorp Capital     | 5,00%                  | 5,25%                  |
| 12             | Credit Suisse         | 5,00%                  | 5,00%                  |
| 13             | Fitch Solutions       | 4,75%                  | 5,25%                  |
| 14             | Goldman Sachs         | 5,00%                  | -                      |
| 15             | HSBC                  | 4,50%                  | 4,50%                  |
| 16             | Itaú BBA              | 4,75%                  | 4,75%                  |
| 17             | JPMorgan              | 5,00%                  | -                      |
| 18             | Nomura                | 5,00%                  | 5,00%                  |
| 19             | Oxford Economics      | 4,50%                  | 4,50%                  |
| 20             | Pezco Economics       | 4,50%                  | 4,75%                  |
| 21             | Scotiabank            | 5,00%                  | 5,00%                  |
| 22             | UBS                   | 5,25%                  | 5,75%                  |
| 23             | Ultraserfinco         | 5,00%                  | 4,75%                  |

| <b>Tasa</b>    | <b>Obs.</b> | <b>Prob.</b> | <b>Obs.</b> | <b>Prob.</b> |
|----------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| 4,50%          | 3           | 13,04%       | 2           | 11,11%       |
| 4,75%          | 9           | 39,13%       | 4           | 22,22%       |
| 5,00%          | 10          | 43,48%       | 6           | 33,33%       |
| 5,25%          | 1           | 4,35%        | 5           | 27,78%       |
| 5,50%          | 0           | 0,00%        | 0           | 0,00%        |
| 5,75%          | 0           | 0,00%        | 1           | 5,56%        |
| <b>Media</b>   |             | <b>4,85%</b> |             | <b>5,00%</b> |
| <b>Mediana</b> |             | <b>4,75%</b> |             | <b>5,00%</b> |

**Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre la inflación para 2019 y 2020**  
**Encuestas realizadas entre el 5 y el 11 de febrero**

| Empresa        |                              | Estimación 2019 | Estimación 2020 |        |
|----------------|------------------------------|-----------------|-----------------|--------|
| 1              | ANIF                         | 3,50%           | 3,40%           |        |
| 2              | Banco Davivienda             | 3,59%           | -               |        |
| 3              | Banco de Bogotá              | 3,36%           | 2,99%           |        |
| 4              | Bancolombia                  | 3,40%           | 3,20%           |        |
| 5              | Barclays Capital             | 3,34%           | 3,30%           |        |
| 6              | BBVA Research                | 3,16%           | 3,22%           |        |
| 7              | CABI                         | 4,00%           | -               |        |
| 8              | Capital Economics            | 4,20%           | 3,50%           |        |
| 9              | Citigroup Global Mkts        | 3,70%           | 3,00%           |        |
| 10             | Corficolombiana              | 3,80%           | -               |        |
| 11             | Credicorp Capital            | 3,60%           | 3,30%           |        |
| 12             | Credit Agricole              | 3,60%           | 3,00%           |        |
| 13             | Credit Suisse                | 3,30%           | 3,20%           |        |
| 14             | Ecoanalítica                 | 3,41%           | 4,18%           |        |
| 15             | EIU                          | 3,30%           | 2,40%           |        |
| 16             | Fedesarrollo                 | 3,50%           | 3,00%           |        |
| 17             | Fitch Solutions              | 3,38%           | 3,50%           |        |
| 18             | Goldman Sachs                | 3,30%           | -               |        |
| 19             | HSBC                         | 3,30%           | 3,00%           |        |
| 20             | Itaú BBA                     | 3,40%           | 3,00%           |        |
| 21             | JPMorgan                     | 3,70%           | 3,40%           |        |
| 22             | Kiel Institute               | 3,10%           | 3,00%           |        |
| 23             | Moody's Analytics            | 3,02%           | 3,68%           |        |
| 24             | Nomura                       | 3,20%           | 3,00%           |        |
| 25             | Pezco Economics              | 3,30%           | 3,20%           |        |
| 26             | Polinomics                   | 3,50%           | 3,40%           |        |
| 27             | Positiva Compañía de Seguros | 3,37%           | 3,50%           |        |
| 28             | Scotiabank                   | 3,30%           | 3,10%           |        |
| 29             | UBS                          | 4,49%           | 3,60%           |        |
| 30             | Ultraserfinco                | 3,56%           | 3,10%           |        |
| Tasa           | Obs.                         | Prob.           | Obs.            | Prob.  |
| 2,25%-2,50%    | 0                            | 0,00%           | 1               | 3,85%  |
| 2,50%-2,75%    | 0                            | 0,00%           | 0               | 0,00%  |
| 2,75%-3,00%    | 0                            | 0,00%           | 1               | 3,85%  |
| 3,00%-3,25%    | 4                            | 13,33%          | 13              | 50,00% |
| 3,25%-3,50%    | 13                           | 43,33%          | 5               | 19,23% |
| 3,50%-3,75%    | 9                            | 30,00%          | 5               | 19,23% |
| 3,75%-4,00%    | 1                            | 3,33%           | 0               | 0,00%  |
| 4,00%-4,25%    | 2                            | 6,67%           | 1               | 3,85%  |
| 4,25%-4,50%    | 1                            | 3,33%           | 0               | 0,00%  |
| <b>Media</b>   | <b>3,49%</b>                 |                 | <b>3,24%</b>    |        |
| <b>Mediana</b> | <b>3,40%</b>                 |                 | <b>3,20%</b>    |        |

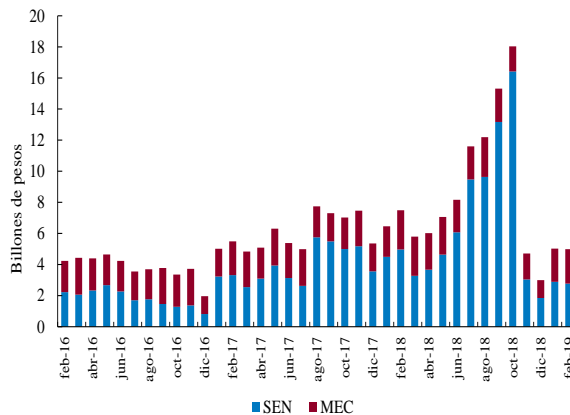
## Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de enero, en la cual la tasa de referencia se mantuvo sin cambios en 4,25% tal como lo anticipaba el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 1 p.b, -2 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 -4 p.b, 2 p.b. y 1 p.b. para los mismos plazos.

El 7 de febrero el Gobierno presentó ante el Congreso el Plan Nacional de Desarrollo (PND) en el que estableció las principales metas económicas y sociales para los próximos cuatro años. Entre otras cosas, a cuatro años se espera elevar el crecimiento potencial del PIB del 3,3% actual a 4.1% , un crecimiento de 4.5% (desde un posible 2.6% para 2018), una tasa de desempleo de 7.9% y un déficit del 1.4% del PIB de tal forma que se asegure el cumplimiento de la regla fiscal. Asimismo, el Gobierno presentará un proyecto de ley al Congreso para priorizar el gasto en subsidios y se comprometió a reducir \$1.2 billones en costos operativos. Entre el 7 y el 8 de febrero 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, -7 p.b. y -4 p.b. para los mismos plazos.

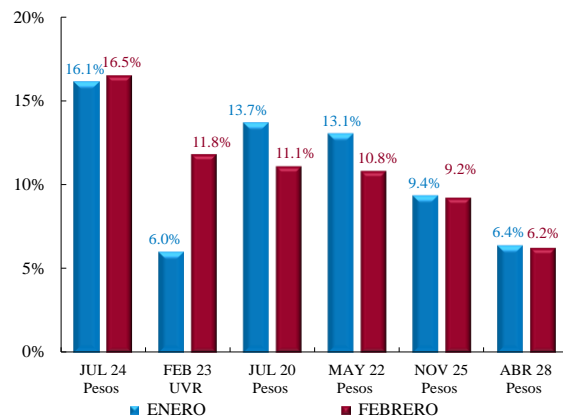
El Dane publicó el 5 de febrero la variación del índice de precios al consumidor de enero, ubicándose en 0,60% mes a mes bajo la nueva metodología de cálculo del IPC. Dicho resultado estuvo por debajo de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,70%), del dato extraído de la encuesta del BR (0,66%) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2018 (0,63%). La variación anual fue 3,15%<sup>17</sup> (esp: 3,26%). Entre el 5 y el 6 de febrero las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -5 p.b, -7 p.b. y -5 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, 10 p.b. y 6 p.b. para los mismos plazos.

**Gráfico A2.1.** Monto Promedio Diario Negociado de TES



**Fuente y Cálculos:** Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 19 de febrero del 2018.

**Gráfico A2.2.** TES más transados

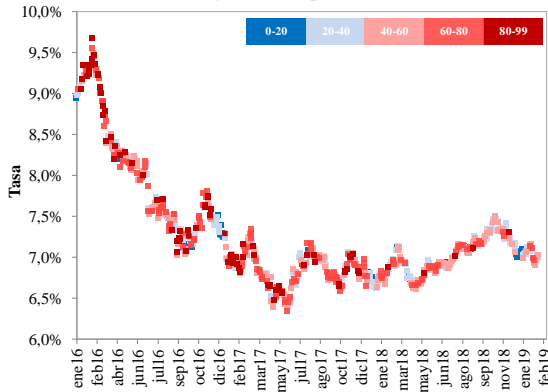


**Fuentes:** SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. \* Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

En el corrido de este mes (hasta el 19 de febrero), el monto promedio diario negociado ha sido \$4,98 billones, inferior al observado el mes anterior (\$5,01 billones) e inferior al registrado en febrero de 2018 (\$7,48 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos más transados han sido aquellos en pesos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 16,1% a 16,5%, seguidos por aquellos denominados en UVR que vencen en febrero del 2023, cuya participación pasó de 6,0% a 11,8% (Gráfico A2.2).

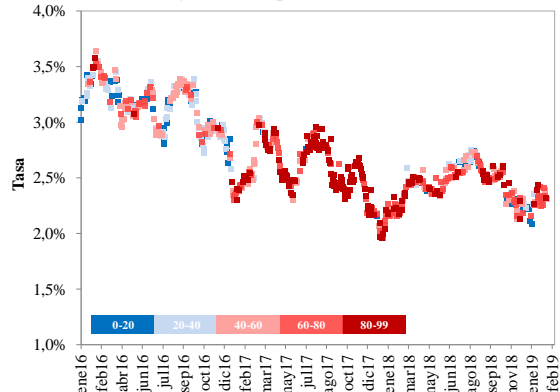
<sup>17</sup> Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2018 (3,68%).

**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 2023 y Volumen Negociación por Percentiles

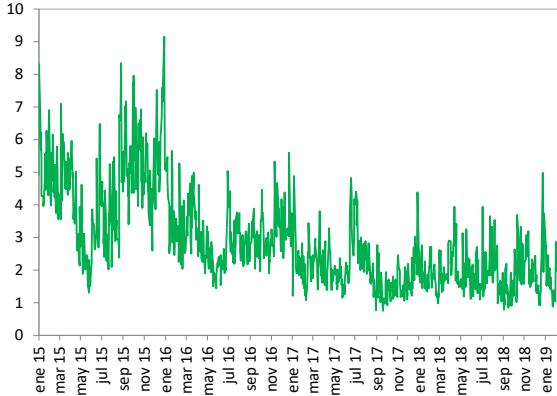


Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

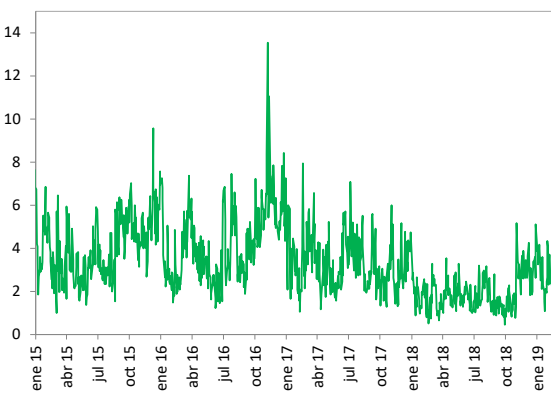
En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 4 años). En febrero los montos de negociación del título en pesos del 2024 se han ubicado entre los percentiles 20 y 60. En el caso del título UVR del 2023, la mayoría de los días las negociaciones se situaron en los percentiles 60 y 80.

El *bid-ask* spread promedio en febrero disminuyó frente a lo observado a finales de enero para los TES en pesos y se ubicó en 1,44 p.b. en febrero 15 (enero 31: 2,85 p.b, Gráfico A2.5). De la misma forma, en el caso de TES denominados en UVR disminuyó de 4,34 p.b. en enero 31 a 1,62 p. b. en febrero 15 (Gráfico A2.6). Durante ese mismo periodo, la profundidad del mercado de TES en pesos aumentó \$0,9 mm y la de los TES denominados en UVR lo hizo en \$9,8 mm (Gráficos A.7 y A2.8).

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

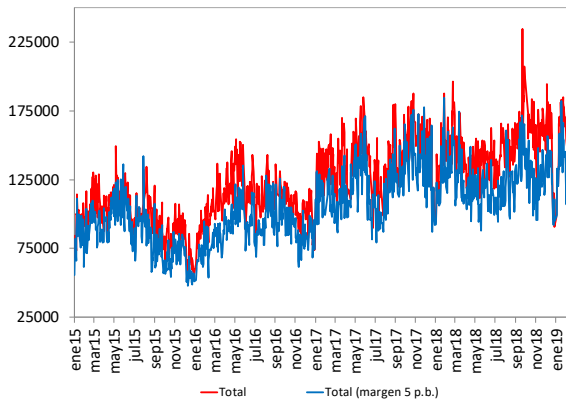


**Gráfico A2.6.** Bid-Ask spread de los TES en UVR\* (p. b.)

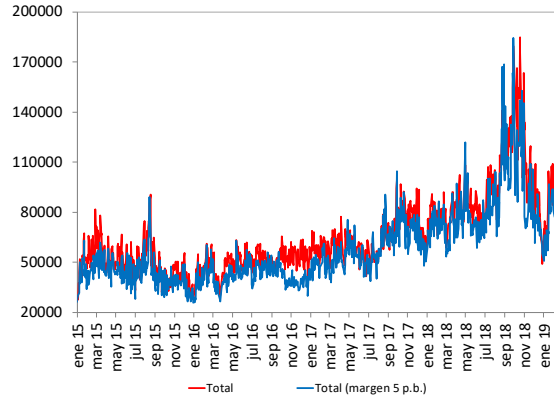


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República. \*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para los títulos. Total: todos los títulos del gobierno en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

**Gráfico A2.7. Profundidad promedio TES en pesos\***



**Gráfico A2.8. Profundidad promedio TES en UVR\***



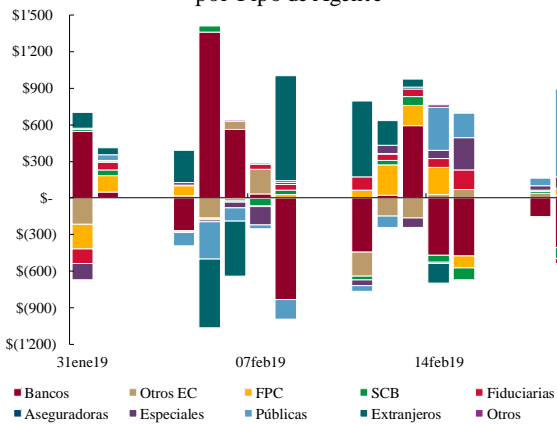
**Fuente y Cálculos:** Banco de la República. \* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el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

### Anexo 3. Inversionistas en el Mercado de Deuda Local

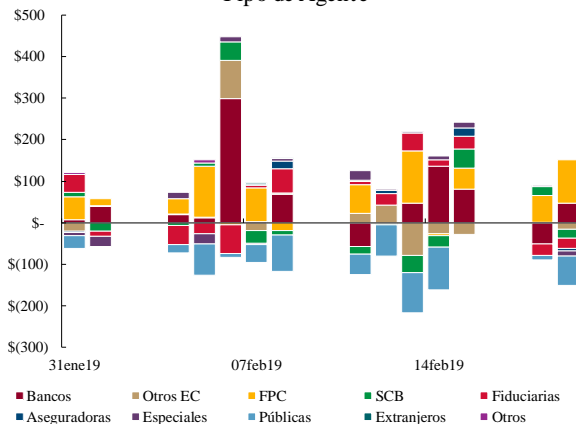
Desde el 31 de enero los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los inversionistas extranjeros (\$911 mm), los pasivos pensionales (\$579 mm), las entidades públicas (\$532 mm) y terceros a través de fondos de pensiones y cesantías (distintos a pasivos pensionales, \$522 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$419 mm) y las corporaciones financieras (\$221 mm).

Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR fueron bancos comerciales (\$643 mm), terceros a través de fondos de pensiones y cesantías (distintos a pasivos pensionales, \$381 mm) y pasivos pensionales (\$263 mm), mientras que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (\$644 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



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



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

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

En lo corrido del 2019 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas por \$566 mm. Adicionalmente, desde el 31 de enero del 2019 realizaron ventas netas por \$232 mm y \$323 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, al tiempo que compraron en neto \$1466 mm en el tramo largo.

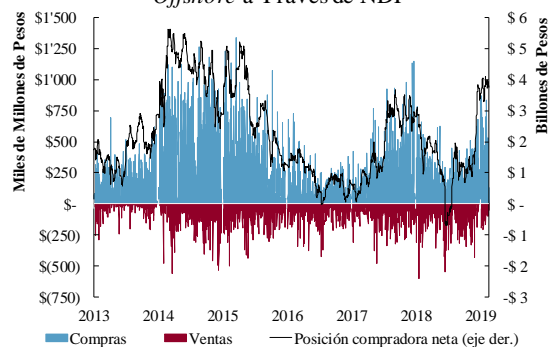
**Cuadro A3.1. Compras Netas de TES en Pesos (Azul) y TES UVR (Gris)\***  
(Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

|  | Corrido del 2019 | Corrido del 2019 | Tramo Corto (0-2 años) | Tramo Medio (2-5 años) | Tramo Largo (>5 años) | Desde la Última Reunión de la JDBR | Tramo Corto (0-2 años) | Tramo Medio (2-5 años) | Tramo Largo (>5 años) | Desde la Última Reunión de la JDBR |
|--|------------------|------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------------------|
| Bancos Comerciales                                   | 3219             | 1'036            | (50)                   | (202)                  | (167)                 | (419)                              | 44                     | 531                    | 68                    | 643                                |
| Compañía de Financiamiento Comercial                 | 12               | -                | (10)                   | 12                     | -                     | 2                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |
| Cooperativas   | -                | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |
| Corporaciones Financieras                            | (696)            | (27)             | (0)                    | (104)                  | (116)                 | (221)                              | (1)                    | (106)                  | 103                   | (5)                                |
| <b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>             | <b>2'535</b>     | <b>1'009</b>     | <b>(60)</b>            | <b>(295)</b>           | <b>(283)</b>          | <b>(638)</b>                       | <b>43</b>              | <b>424</b>             | <b>170</b>            | <b>638</b>                         |
| Fondos de Pensiones y Cesantías                      |                  |                  |                        |                        |                       |                                    |                        |                        |                       |                                    |
| Propia   | (21)             | 3                | (95)                   | (5)                    | -                     | (100)                              | -                      | -                      | -                     | -                                  |
| Terceros   | 1'287            | 2'041            | 299                    | 377                    | 299                   | 975                                | (40)                   | 80                     | 604                   | 643                                |
| Pasivos Pensionales                                  | 523              | 1'316            | (15)                   | 315                    | 153                   | 453                                | (78)                   | (115)                  | 455                   | 262                                |
| Fondos de Pensiones - Prima Media                    | -                | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |
| <b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>         | <b>1'266</b>     | <b>2'044</b>     | <b>204</b>             | <b>372</b>             | <b>299</b>            | <b>875</b>                         | <b>(40)</b>            | <b>80</b>              | <b>604</b>            | <b>643</b>                         |
| Sociedades Comisionistas de Bolsa                    |                  |                  |                        |                        |                       |                                    |                        |                        |                       |                                    |
| Propia   | (12)             | 85               | (117)                  | (2)                    | 55                    | (64)                               | 14                     | (113)                  | 97                    | (2)                                |
| Terceros   | 141              | (111)            | (64)                   | 32                     | (5)                   | (37)                               | -                      | (71)                   | 12                    | (59)                               |
| Extranjeros  | 11               | -                | -                      | -                      | 0                     | 0                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |
| FIC  | -                | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |
| <b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>       | <b>129</b>       | <b>(26)</b>      | <b>(182)</b>           | <b>31</b>              | <b>50</b>             | <b>(101)</b>                       | <b>14</b>              | <b>(184)</b>           | <b>109</b>            | <b>(61)</b>                        |
| Sociedades Fiduciarias                               |                  |                  |                        |                        |                       |                                    |                        |                        |                       |                                    |
| Propia   | (40)             | 16               | (17)                   | (2)                    | (7)                   | (25)                               | -                      | (3)                    | -                     | (3)                                |
| Terceros   | 1'281            | 405              | (392)                  | (217)                  | 2'081                 | 1'472                              | (24)                   | (109)                  | 125                   | (8)                                |
| Extranjeros***                                       | 516              | (97)             | (231)                  | (323)                  | 1'468                 | 913                                | -                      | -                      | 3                     | 3                                  |
| FIC  | 216              | 7                | 39                     | 81                     | 117                   | 237                                | 0                      | 15                     | 22                    | 37                                 |
| Pasivos Pensionales                                  | 188              | 25               | (29)                   | (39)                   | 188                   | 120                                | -                      | (2)                    | 20                    | 18                                 |
| <b>Total Sociedades Fiduciarias</b>                  | <b>1'242</b>     | <b>421</b>       | <b>(409)</b>           | <b>(218)</b>           | <b>2'074</b>          | <b>1'447</b>                       | <b>(24)</b>            | <b>(112)</b>           | <b>125</b>            | <b>(10)</b>                        |
| Compañías de Seguros y Capitalización                |                  |                  |                        |                        |                       |                                    |                        |                        |                       |                                    |
| Propia   | 2                | 39               | (5)                    | (7)                    | 40                    | 29                                 | -                      | 35                     | 9                     | 44                                 |
| Terceros   | (1)              | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |
| Pasivos Pensionales                                  | (1)              | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |
| <b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>   | <b>1</b>         | <b>39</b>        | <b>(5)</b>             | <b>(7)</b>             | <b>40</b>             | <b>29</b>                          | <b>-</b>               | <b>35</b>              | <b>9</b>              | <b>44</b>                          |
| Sociedades Administradoras de Inversión              |                  |                  |                        |                        |                       |                                    |                        |                        |                       |                                    |
| Propia   | -                | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |
| Terceros   | -                | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |
| FIC  | -                | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |
| <b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b> | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>               | <b>-</b>               | <b>-</b>              | <b>-</b>                           | <b>-</b>               | <b>-</b>               | <b>-</b>              | <b>-</b>                           |
| <b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>      | <b>2'638</b>     | <b>2'477</b>     | <b>(391)</b>           | <b>178</b>             | <b>2'463</b>          | <b>2'249</b>                       | <b>(50)</b>            | <b>(181)</b>           | <b>846</b>            | <b>616</b>                         |
| Total Entidades Financieras Especiales**             | 726              | (249)            | 133                    | 114                    | (10)                  | 237                                | 7                      | 10                     | 8                     | 25                                 |
| Total Entidades Públicas****                         | 158              | (1'265)          | 1'340                  | 5                      | (813)                 | 532                                | -                      | 21                     | (665)                 | (644)                              |
| Otros*****   | 92               | (1)              | 29                     | (3)                    | 9                     | 36                                 | -                      | 1                      | 6                     | 7                                  |
| Extranjeros  | 39               | -                | (7)                    | -                      | (2)                   | (3)                                | -                      | -                      | -                     | -                                  |
| <b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>                         | <b>6'148</b>     | <b>1'971</b>     | <b>1'050</b>           | <b>-</b>               | <b>1'366</b>          | <b>2'416</b>                       | <b>0</b>               | <b>276</b>             | <b>365</b>            | <b>641</b>                         |

**Fuente:** BR. Información actualizada al 19 de febrero del 2019. Cabe señalar que las ventas pueden incluir vencimientos de TES y, en el caso de entidades públicas, redenciones anticipadas de TES. \* 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). \*\* Fogafín, 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.

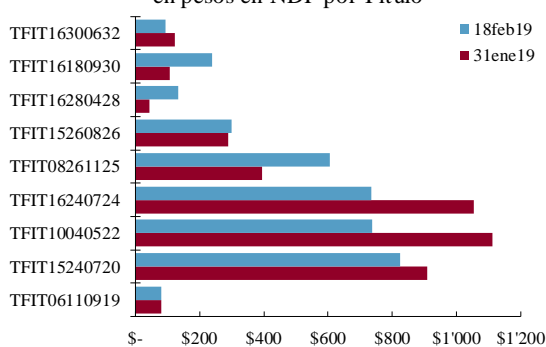
Por otra parte, con información al 18 de febrero, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$4452 mm y ventas por \$574 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$4940 mm y de ventas por \$697 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$365 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 \$4113 el 31 de enero a \$3748 el 18 de febrero del 2019.

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



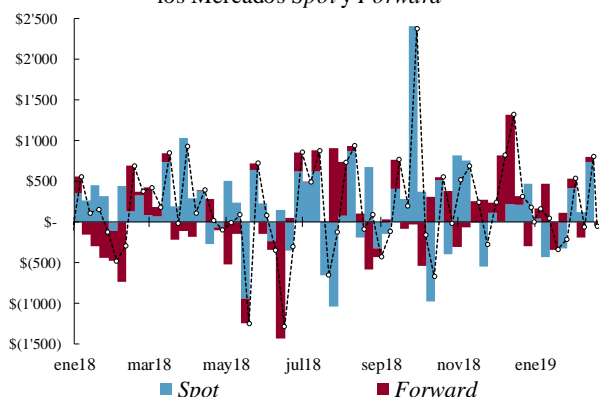
**Fuente:** Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



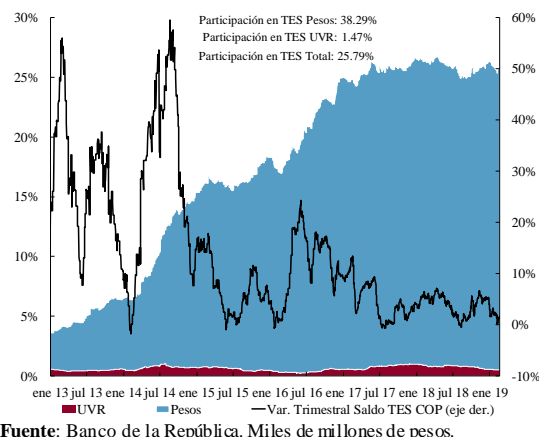
**Fuente:** Banco de la República. Miles de millones de pesos.

**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 2025, 2026, 2028 y 2030, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2020, 2022, 2024 y 2032, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2019 (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

|                     | 2018      |          | Corrido de 2019 |          |          | dic-18 |        | ene-19     |            | Corrido de feb-19 |          |        |        |          |          |
|---------------------|-----------|----------|-----------------|----------|----------|--------|--------|------------|------------|-------------------|----------|--------|--------|----------|----------|
|                     | Spot      | Forward  | Total           | Spot     | Forward  | Total  | Spot   | Forward    | Total      | Spot              | Forward  | Total  |        |          |          |
| Sistema Financiero* | \$ 3'897  | \$ (624) | \$ 3'273        | \$ 1'009 | \$ (324) | \$ 685 | \$ 537 | \$ (1'731) | \$ (1'193) | \$ 1'009          | \$ (689) | \$ 320 | \$ 638 | \$ 365   | \$ 1'003 |
| Offshore            | \$ 10'538 | \$ 624   | \$ 11'161       | \$ 566   | \$ 324   | \$ 889 | \$ 909 | \$ 1'731   | \$ 2'639   | \$ (345)          | \$ 689   | \$ 343 | \$ 911 | \$ (365) | \$ 546   |

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 18 y 19 de febrero del 2019 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 (31 de enero a 18 de febrero), a excepción de EE.UU. y Brasil, la deuda pública a de la región se valorizó ante la menor percepción de riesgo hacia economías emergentes (Gráfico 15). Por su parte, la pendiente de la curva de EE.UU. continuó presentando reducciones que la ubican en mínimos no observados desde el 2007 (15 p.b.).

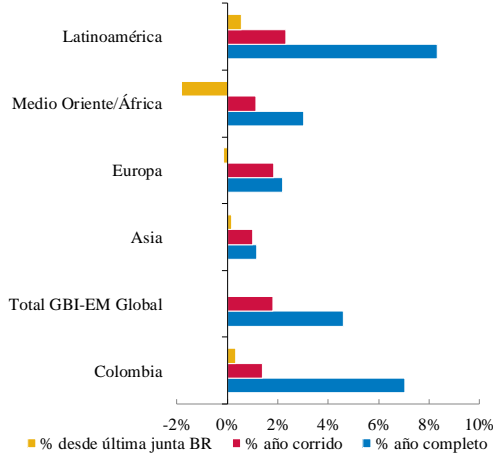
Durante este periodo, la curva de EE.UU. se desvalorizó ante la menor incertidumbre política y comercial. A nivel político, los congresistas llegaron a un acuerdo con la Casa Blanca para terminar el cierre parcial de Gobierno más largo de la historia, pese a que el presidente declaró estado de emergencia con el fin de financiar la construcción del muro fronterizo con México sin necesidad del Congreso. Frente a la guerra comercial con China, durante este periodo las delegaciones de ambos países se reunieron varias veces y anunciaron avances, aunque sin dar mayores detalles. De esta manera, una menor incertidumbre local favoreció el apetito por activos riesgosos.

Por su parte, la curva de México se empujó ante unas mayores valorizaciones en el tramo corto ante la publicación del dato de inflación de enero, que se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado y en su nivel más bajo en dos años. En el caso de Brasil, la curva se desvalorizó ligeramente ante la incertidumbre frente al contenido de la reforma de seguridad social que presentará el Gobierno en el Congreso a finales de este mes. Hasta el momento se sabe que la reforma impondrá una edad

mínima de pensión, actualmente inexistente en el sistema pensional brasileño, y que generará ahorros para el Estado por 1,1 billones de reales a diez años.

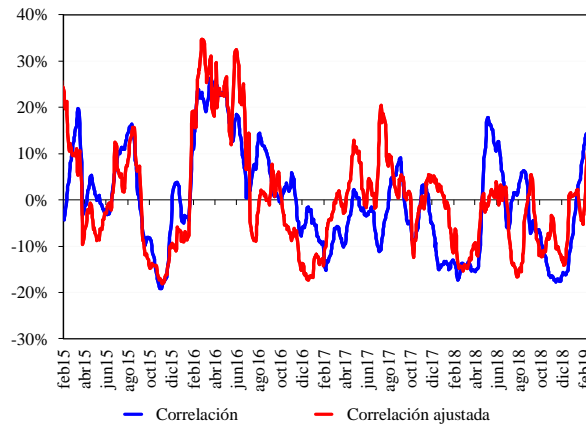
En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>18</sup> (incluyendo Colombia) desde el 31 de enero, en lo corrido de 2019 y en los últimos 12 meses. En el periodo, los índices regionales aumentaron para Asia y Latinoamérica y disminuyeron para Europa y Medio Oriente/África. El índice *Total GBI-EM Global* y el de Colombia aumentaron 0,1% y 0,3%, respectivamente.

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



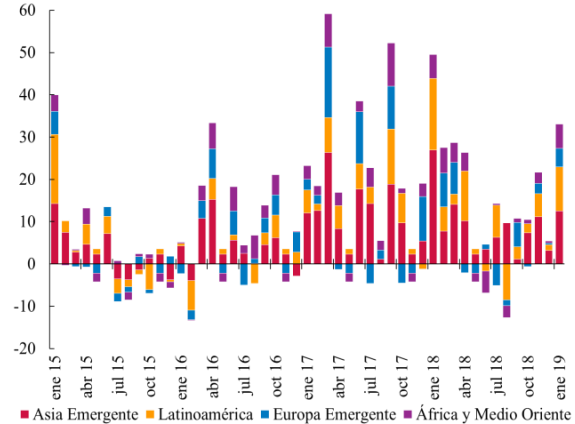
Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.  
\*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

**Gráfico A4.4.** Correlación Pendientes Región



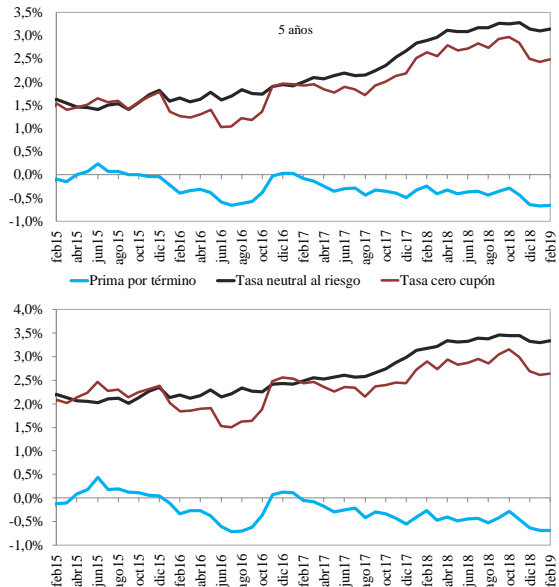
Fuente: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República

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



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

**Gráfico A4.5.** Prima por vencimiento *Treasuries*



Fuente y Cálculos: Fed.

<sup>18</sup> El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

Adicionalmente, el IIF<sup>19</sup> estimó entradas de inversión de portafolio de economías emergentes en enero por US\$51,06 mm. En particular, estimó entradas netas en los mercados de renta fija por US\$33,03 mm y de US\$18,03 mm para los mercados de renta variable. Para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó compras netas por US\$10,41 mm (Gráfico A4.3).

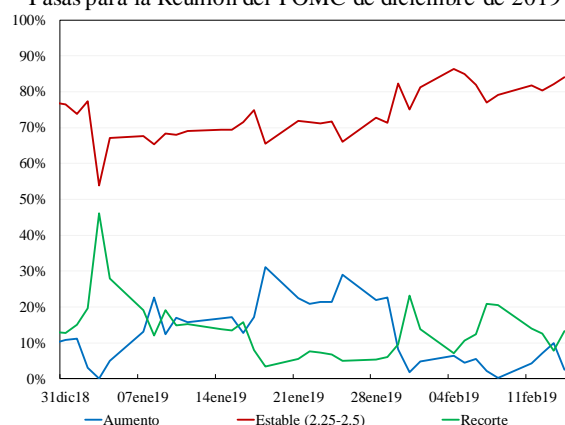
En el Gráfico A4.4 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) continuó incrementando en febrero, ubicándose en 13.94% en febrero 18. De la misma forma, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (*VIX* y pendiente de Estados Unidos -línea roja) se incrementó y alcanzó un nivel de 21,79%. Esto refleja que el comportamiento de las pendientes puede estar siendo explicado por factores idiosincráticos correlacionados, a diferencia de lo observado en enero. Por su parte, entre enero y febrero de 2019 la prima por vencimiento de los *Treasuries* disminuyó 23 p.b. para 5 años y 24 p.b. para 10 años, y se situó en -0.66% a 5 años y -0.7% a 10 años. La tasa neutral al riesgo de estos títulos disminuyó 13 p.b. y 11 p.b. para 5 años y 10 años, respectivamente (Gráfico A4.5).

### Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

#### Países Desarrollados

En reuniones ordinarias los bancos centrales de Australia (1.5%), Nueva Zelanda (1,75%), Islandia (4,5%), Suecia (-0,25) y Reino Unido (0,75%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. Por su parte, el Banco de Inglaterra (BoE) señaló que el

**Gráfico A5.1.** Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de diciembre de 2019



Fuentes: *Bloomberg*. Cálculos: Banco de la República. cambios durante el 2019 (Gráfico A5.1).

panorama económico dependerá de la naturaleza de la salida del Reino Unido (RU) de la Unión Europea (UE). En particular, este dependerá de: i) los nuevos acuerdos o tratados entre la UE y el RU, ii) si la transición se lleva a cabo de forma suave o abrupta, y iii) cómo los hogares, las empresas y los mercados financieros respondan; en este sentido la respuesta de política monetaria al *Brexit* no será automática y podrá tomar cualquier dirección que se considere necesaria.

Por su parte, el escenario más probable del rango de los fondos federales para el cierre de 2019 es 2,25%-2,5%, de tal forma que el mercado espera que la tasa se mantenga sin

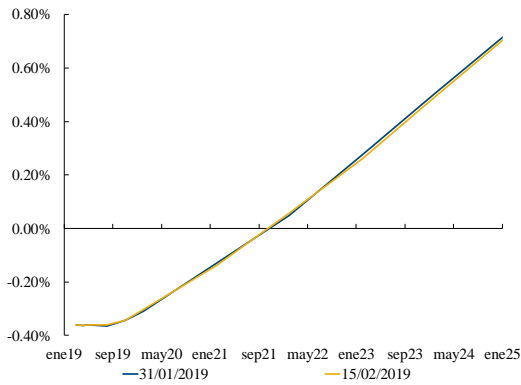
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 4T21 (Gráfico A5.2).

#### Países Emergentes

Los bancos centrales de Tailandia (1,75%), Polonia (1,5%), Filipinas (4,75%), Serbia (3,0%), Rumania (2,5%) y Rusia (7,75%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado, mientras que los bancos centrales de India y Egipto redujeron sorpresivamente sus tasas de interés de referencia en 25pb y 100pb a 6,25% y 15,75% respectivamente. En Latinoamérica, de acuerdo con lo esperado, los bancos centrales de Brasil, México y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 6,5%, 8,25% y 2,75%, respectivamente.

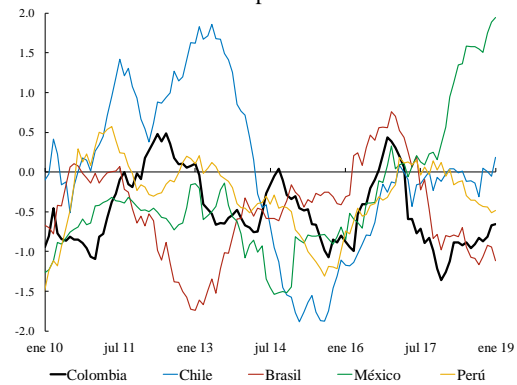
<sup>19</sup> Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

**Gráfico A5.2. Expectativas de las Tasas del BCE**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico A5.3. 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.

En el Gráfico A5.3 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales<sup>20</sup> desde el año 2005. Se puede observar que en enero aumentaron las de todos los países, salvo Brasil, y se ubicaron por debajo de su media histórica en Colombia, Brasil y Perú, y por encima en Chile y México<sup>21</sup>.

**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   | mar19 | abr19 | jun19 | jul19 | sep19 | oct19 | dic19 | ene20 | mar20 | abr20 | jun20 | jul20 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 6,25% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 1%    |
| 6,00% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 0%    | 4%    |
| 5,75% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 3%    | 10%   |
| 5,50% |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 2%    | 12%   | 17%   |
| 5,25% |       |       |       |       |       |       |       | 0%    | 6%    | 18%   | 22%   | 19%   |
| 5,00% |       |       |       |       |       | 3%    | 9%    | 18%   | 30%   | 30%   | 21%   | 14%   |
| 4,75% |       |       |       | 8%    | 23%   | 33%   | 39%   | 33%   | 22%   | 14%   | 9%    |       |
| 4,50% |       |       | 51%   | 100%  | 92%   | 74%   | 58%   | 43%   | 32%   | 24%   | 18%   | 14%   |
| 4,25% | 100%  | 100%  | 49%   |       |       |       |       |       | 0%    | 4%    | 9%    | 11%   |
| 4,00% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 2%    |
| 3,75% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 3,50% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 3,25% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

**Anexo 7. IDODM, análisis por componentes**

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 44,1% de agentes espera que aumente (ant.: 53,1%), mientras un 35,3% espera que se mantenga igual (ant.: 28,1%) y un 20,6% espera que disminuya (ant.: 18,8%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 51,5% espera que esta se mantenga estable (ant.: 45,2%), un 12,1% que aumente (ant.: 16,1%) y un 15,2% que disminuya (ant.: 16,1%)<sup>22</sup>.

Con información al 8 de febrero los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a enero de -18 p.b., -17 p.b. y 115 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento de las

<sup>20</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

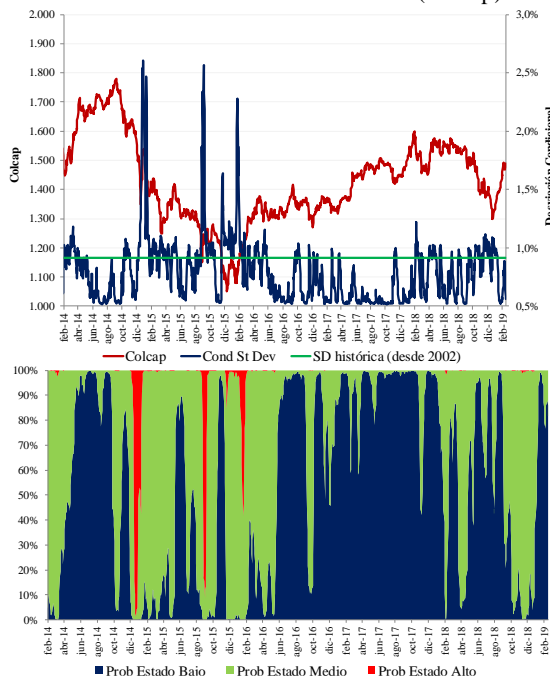
<sup>21</sup> Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,69%; Chile 0,76%; Brasil 5,36%, México 1,78 y Perú 0,76%.

<sup>22</sup> Al 21,2% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant.: 22,6%).

carteras de tesorería y preferencial reflejó la disminución de las tasas activas mayor a la de los TES (-24 p.b. y -27 p.b. versus -5 p.b. y -9 p.b, respectivamente), y el de la cartera de consumo se explica por un aumento de las tasas activas y una caída en las de los TES (113 p.b. versus -9 p.b.).

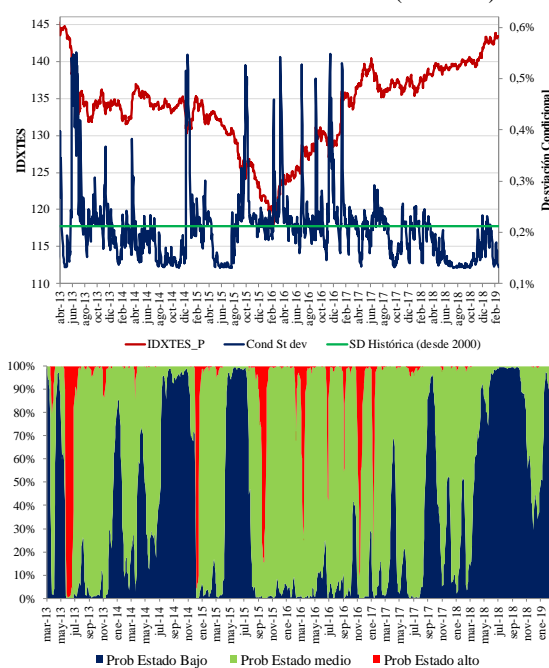
Entre el 31 de enero y el 18 de febrero el COLCAP se valorizó 2,5% debido a las ganancias observadas en el sector financiero y el de energía. Durante dicho periodo las acciones que más se valorizaron fueron Cemex (28,7%), Corficolombiana (19,3%) y Banco de Bogota (5,7%). Para lo corrido de febrero, la volatilidad promedio del mercado accionario se mantuvo estable respecto a enero, y menor a la observada en diciembre. Asimismo, el estado de volatilidad bajo sigue predominando (Gráfico A7.1). Con datos al 20 de febrero, se observa una disminución de la volatilidad en el mercado de TES y un estado de probabilidad bajo predominante (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

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del  $Vix^{23}$ , el  $Vstoxx^{24}$  y el  $Move^{25}$  disminuyó pero presentó comportamiento volátil, en línea con el aumento del  $Skew^{26}$  (Gráficos A8.1 y A8.2).

Desde la reunión de la JDBR del 31 de enero, se observó una disminución de la volatilidad esperada en el corto plazo en el mercado accionario estadounidense como consecuencia de la continuación de la recuperación observada desde los primeros días de enero. Esta recuperación ha estado explicada principalmente por: i) los comentarios de varios miembros de la Fed, incluido su presidente Jerome Powell, de que la Fed no se encuentra en una senda predeterminada de política monetaria por lo que, si los datos macroeconómicos reflejan un deterioro de la actividad económica, la institución podría hacer una pausa en su proceso de normalización monetaria; y ii) una reducción de las

<sup>23</sup> El  $Vix$  es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice  $S\&P 500$ .

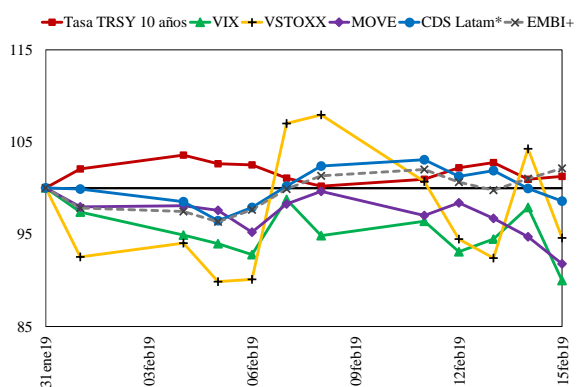
<sup>24</sup> El  $Vstoxx$  es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice  $EuroStoxx 50$ .

<sup>25</sup> El  $Move$  es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los  $Treasuries$ .

<sup>26</sup> El  $Skew$  es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del  $S\&P 500$ , de forma tal que un incremento del  $Skew$  -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

tensiones comerciales entre EE.UU. y China tras los diálogos que han sostenido ambas partes, ya que aunque prevalece la incertidumbre ante la falta de detalles, ambas partes han mostrado voluntad de negociación y China ha otorgado concesiones al reactivar las compras de productos agrícolas y energéticos a EE.UU.

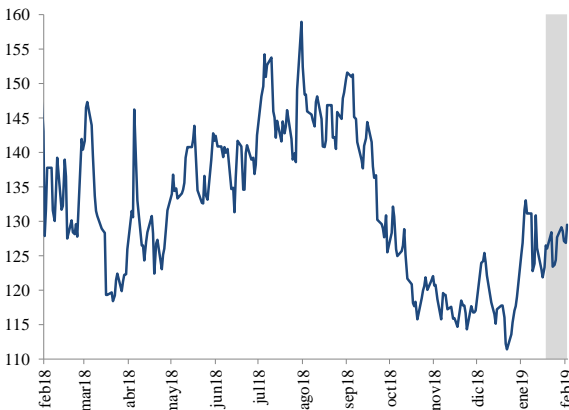
**Gráfico A8.1.** Indicadores de percepción de riesgo



\*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



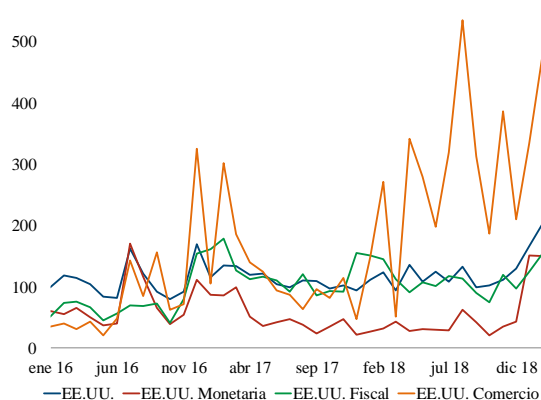
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, en los mercados accionarios europeos también se observó una reducción de la volatilidad esperada en el corto plazo ante el mejor desempeño de los índices bursátiles, en línea con el comportamiento del mercado en EE.UU. No obstante, la recuperación del mercado europeo ha estado contenida ante la incertidumbre que continúa generando el futuro del *Brexit*, la incertidumbre política en España, y la publicación de débiles cifras macroeconómicas que han hecho temer una mayor desaceleración económica en la Eurozona. Frente al *Brexit*, tras la votación del Parlamento Británico en contra del acuerdo de salida del Reino Unido de la Unión Europea, la Primera Ministra ha estado buscando hacerle modificaciones al mismo, pero sus pares europeos se han mostrado reacios a incluir alguna modificación al acuerdo alcanzado en noviembre, por lo que la probabilidad de que el Parlamento vuelva a rechazar el acuerdo sigue siendo elevada. Por su parte, el presidente del Gobierno español, Pedro Sánchez, anunció elecciones generales anticipadas para el 28 de abril como consecuencia de la derrota del proyecto presupuestario en el Congreso, que dejó en evidencia las dificultades para gobernar con una minoría parlamentaria.

Por otro lado, la volatilidad esperada a corto plazo en el mercado de renta fija estadounidense también se redujo ante los pronunciamientos *dovish* de varios miembros de la Fed, incluido su presidente, que generaron mayores expectativas de que el organismo mantenga inalterada su tasa de interés en el corto plazo ante expectativas de un deterioro en la actividad económica.

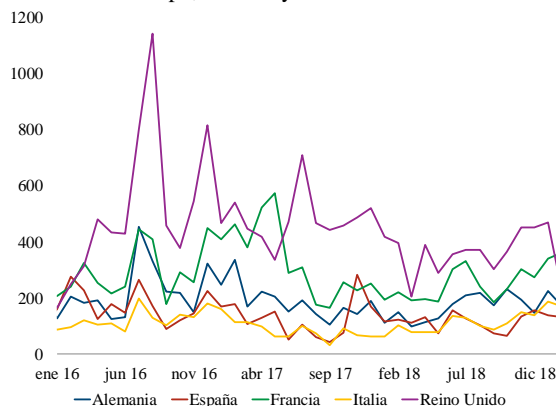
El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global se redujo desde 312 en diciembre a 271 en enero. En EE.UU., entre diciembre y enero aumentó el indicador agregado (obs: 205; ant: 167) y los indicadores específicos de política comercial (obs: 483; ant: 335) y fiscal (obs: 155; ant: 125), mientras que el indicador específico de política monetaria se redujo levemente (obs: 150; ant: 151). En Europa, el indicador agregado disminuyó desde 276 en diciembre a 213 en enero, y a nivel de países se redujo en el Reino Unido (obs: 217; ant: 469), Alemania (obs: 168; ant: 226), Italia (obs: 170; ant: 188) y España (obs: 132; ant: 138), mientras que aumentó en Francia (obs: 363; ant: 340) (Gráficos A8.3 y A8.4).

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

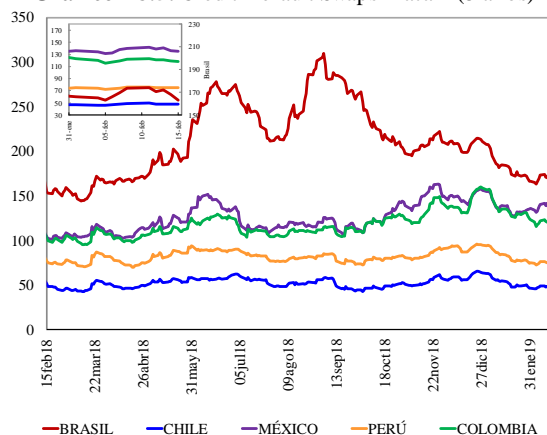
**Gráfico A8.4.** Incertidumbre política económica en Europa, Francia y el Reino Unido



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

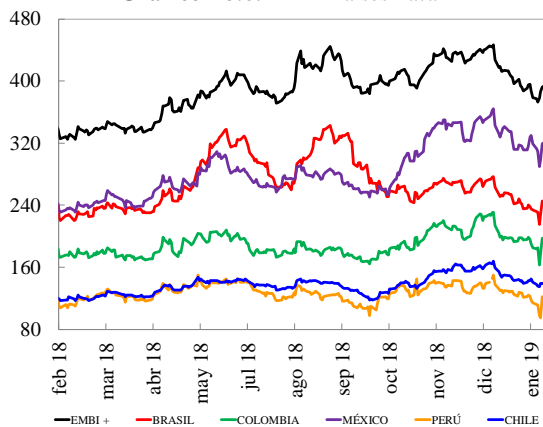
Los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI presentaron un comportamiento mixto. El CDS a 5 años aumentó 24 p.b. en Argentina y 1 p.b. en Chile, disminuyó 6 p.b. en Colombia y 3 p.b. en Brasil, y se mantuvo sin cambios en México y Perú. De manera similar, el EMBI aumentó 7 p.b. en Colombia, 2 p.b. en Perú y 1 p.b. en Brasil, mientras que se redujo 14 p.b. en Argentina, y 9 p.b. en México y Chile (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico A8.6.** EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.