



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

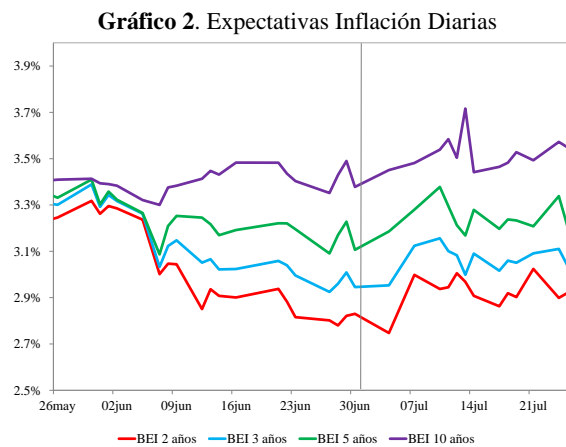
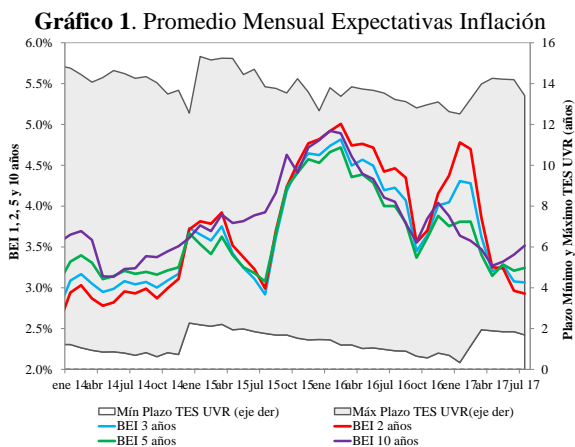
Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

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

Entre el 30 de junio y el 25 de julio las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de 9 p.b, 9 p.b, 10 p.b. y 17 p.b, respectivamente, de tal forma que el 25 de julio se ubicaron en 2,92%, 3,04%, 3,21% y 3,55%, respectivamente. Al comparar el comportamiento promedio de junio con lo corrido de julio (hasta el 25) se observa que el BEI se redujo 4 p.b y 1 p.b para la estimación a 2 y 3 años, respectivamente, mientras que aumentó 4 p.b. y 12 p.b. para 5 y 10 años. Así, el BEI promedio en lo corrido de julio se ubica en 2,93%, 3,07%, 3,25% y 3,52% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 1).



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

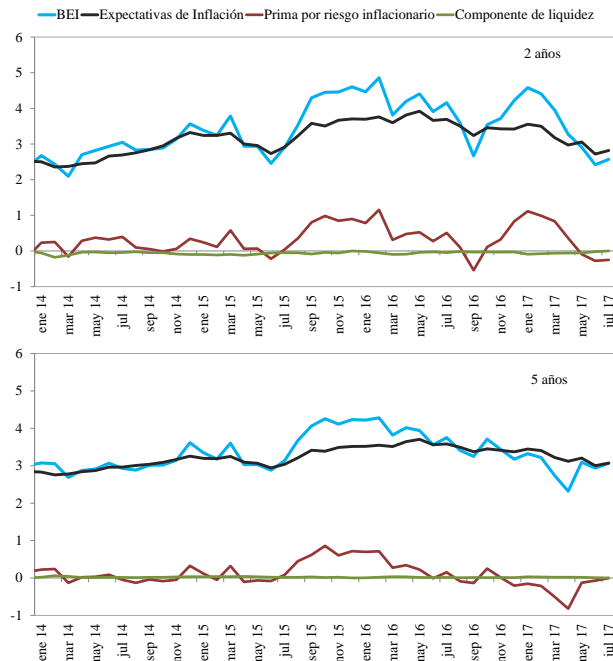
El Gráfico 3 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez¹ relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR². De esta manera se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,82% (junio: 2,72%) y para los próximos 5 años sea 3,0% (junio: 3,07%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años se redujo 2 p.b. y se situó en -0,25% en julio, al tiempo que la de 5 años aumentó 6 p.b. y se situó en -0,01%.

El Gráfico 4, muestra la estimación de los datos de inflación anual para los años 2018, 2019 y 2020 utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), los cuales corresponden a 3,26%, 3,42% y 3,52%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en julio fue mayor para 2019 y 2020, y similar al estimado en junio para 2018. Adicionalmente, en el mismo gráfico se presenta el dato de inflación implícito estimado para 2017, calculado utilizando la inflación año corrido observada y el BEI para lo restante de 2017. Dado que la inflación acumulada a junio se ubicó en 3,35% y el BEI para lo restante del año es 2,97%, la estimación de la inflación para 2017 es de 4,88%, inferior al 5,03% estimado en junio.

¹ El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

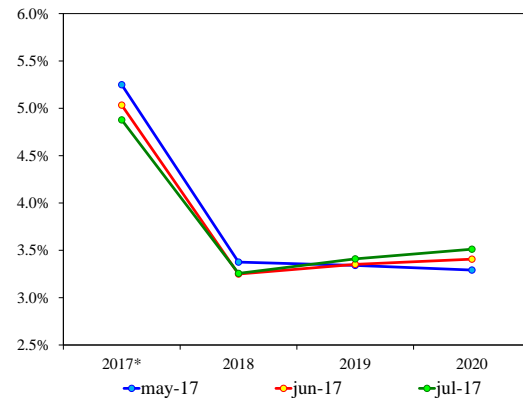
² Utilizando la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. *Borradores de Economía*. 903. Banco de la República.

Gráfico 3. Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 4. Inflación esperada (FBEI)



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

Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

En cuanto a las encuestas de expectativas de inflación de julio, la mayoría refleja una menor inflación esperada para el cierre de 2017³ y dos de las cuatro reflejan una mayor inflación esperada para el cierre de 2018. Cabe agregar que de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR), la inflación esperada a dos años (julio de 2019) se ubica en 3,38%, mientras que el mes anterior la inflación esperada para junio de 2019 era 3,34%.

Gráfico 5. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2017

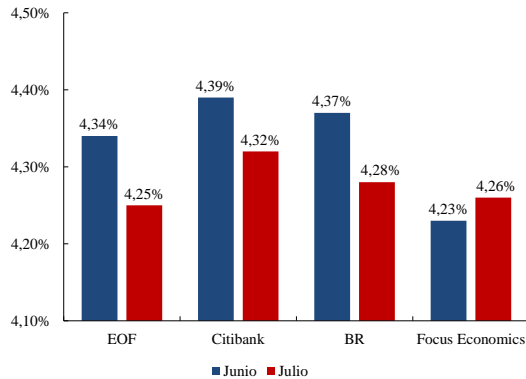
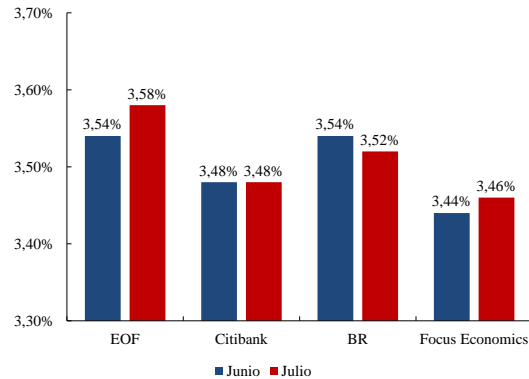


Gráfico 6. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018



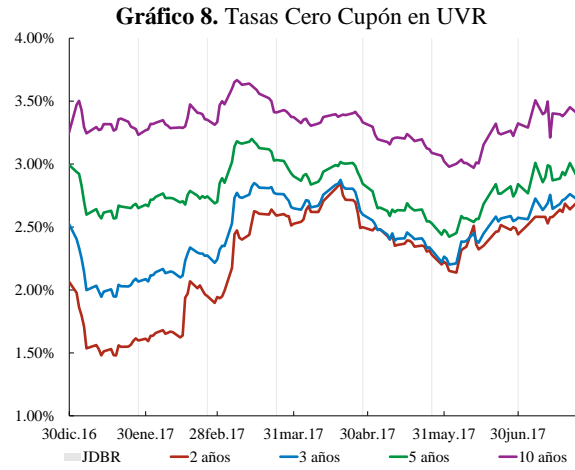
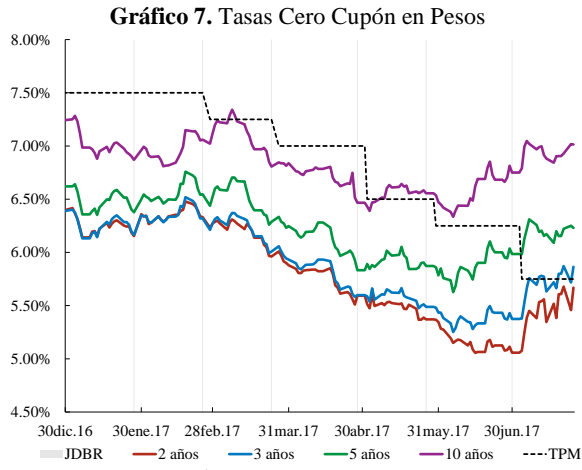
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 19 de julio con encuestas recolectadas entre el 4 y el 14 de este mismo mes, los del Citibank el 25 de julio. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 13 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 11 de julio, con encuestas entre el 4 y el 10 de este mismo mes.

En resumen, frente al mes anterior el promedio de las encuestas de expectativas de inflación se redujo para el 2017 a 4,27% desde 4,33% y para el 2018 aumentó marginalmente desde 3,50% a 3,51%. Por su parte, durante el mes el BEI presentó una tendencia creciente. En julio, tanto encuestas como curvas de rendimiento anticipan una inflación en 2018 inferior a la de 2017.

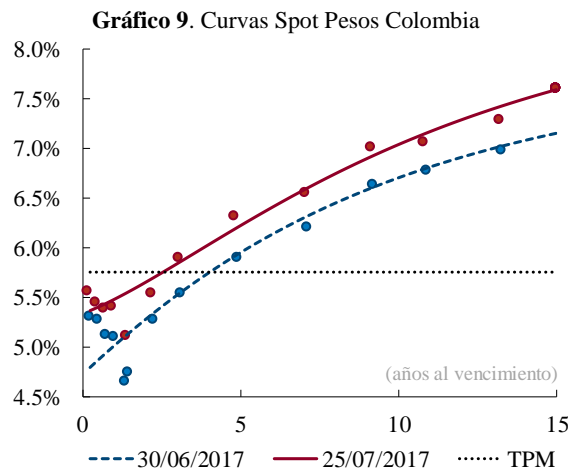
³ La encuesta del Focus Economics aumentó 3 p.b. para 2017 ante el incremento en 90 p.b. de la proyección por parte de una institución, y para 2018 incrementó 2 p.b. ante el incremento en 40 p.b. por parte de otra institución.

Análisis del Breakeven Inflation⁴

En lo corrido de julio, el BEI registró un incremento en todos sus tramos (Gráficos 7 al 10). Lo anterior, debido a desvalorizaciones generalizadas de la curva en pesos mayores a las de la curva en UVR.



Durante el mes se observaron desvalorizaciones generalizadas de los títulos en pesos y UVR. Según mencionaron algunos agentes del mercado las desvalorizaciones están relacionadas con la reducción del pronóstico de crecimiento económico del país, incertidumbre en torno a la situación fiscal, aumento de la oferta de títulos (ante nuevas emisiones y disminución del apetito del *offshore*) y las expectativas sobre la finalización del ciclo de recortes de la TPM por parte del BR. De igual forma, algunos analistas manifiestan preocupación sobre el futuro de la calificación del país. Dentro de los factores externos que afectaron la dinámica de las curvas de rendimiento estuvo la expectativa de una política monetaria más contractiva en algunas economías desarrolladas a principios del mes.

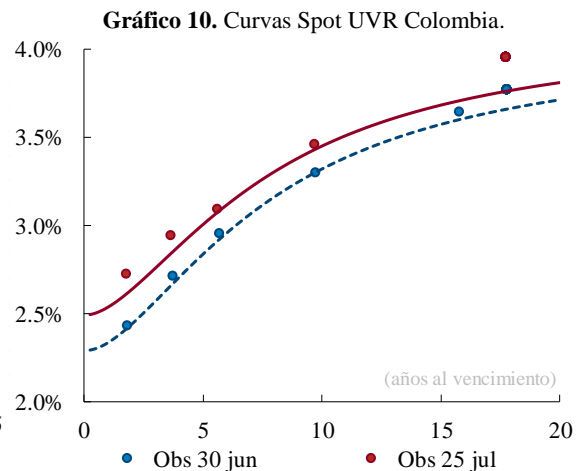


Cambios Promedio en la Curva por Plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
37	32	27	34

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.

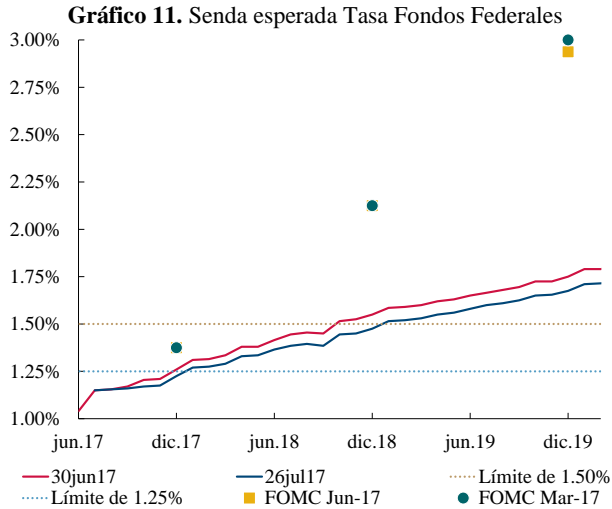


Cambios Promedio en la Curva por Plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
20	19	17	13

Cifras en puntos básicos

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



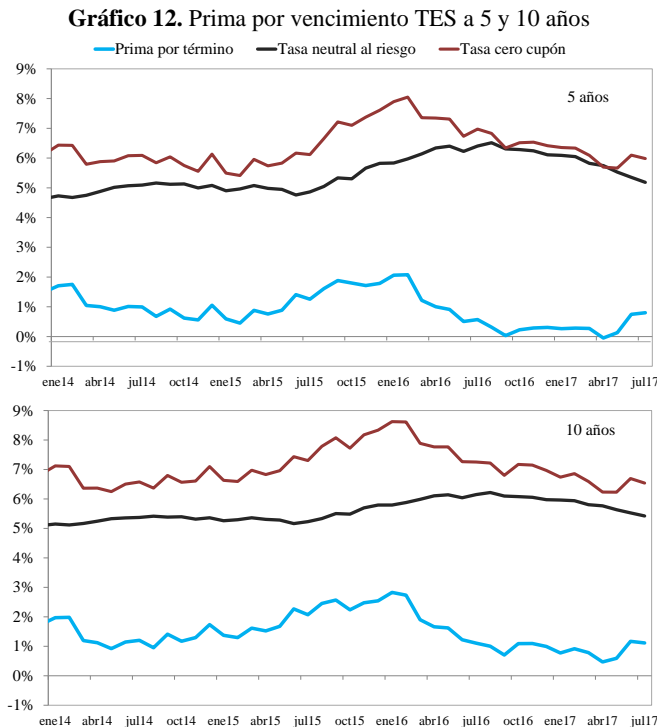
Fuente: Bloomberg.

empinamiento de la curva en los EE.UU. como resultado de la normalización esperada sobre la hoja de balance de la Fed, que podría afectar principalmente los bonos de largo plazo.

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

	1,00%-1,25%	1,25%-1,50%	1,50%-1,75%
26Jul17	57%	40%	3%
30Jun17	48%	45%	7%

Fuente: Bloomberg.



Fuente y Cálculos: BR

En EE.UU, frente a lo observado en la última reunión de la JDBR y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre los fondos federales, se espera una senda de incrementos menos acelerada del rango por parte de la Fed. La tasa esperada para diciembre de 2017 pasó de 1,260% a 1,225% (Gráfico 11). Adicionalmente, la probabilidad de que la tasa de fondos federales de la Fed se encuentre en el nivel actual (entre 1,0%-1,25%) a final de año aumentó de 48% a 57%, mientras que la probabilidad de que se ubique en un rango entre 1,25%-1,5% disminuyó de 45% a 40% (Cuadro 1). No obstante, existen expectativas de un

Durante julio, la prima a término de los TES en pesos se aumentó 6 p.b. a 5 años, mientras que se redujo en 5p.b. a 10 años (Gráfico 12). Por su parte, la tasa neutral al riesgo se redujo 17 p.b. para 5 años y 10 p.b. para 10 años.

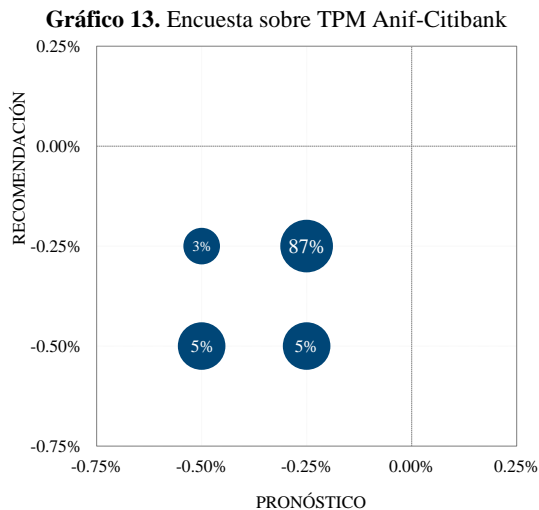
En síntesis, el incremento del BEI en el periodo analizado, más que reflejar expectativas de mayor inflación, se relacionó principalmente con preocupaciones fiscales, factores externos, menor apetito de inversionistas extranjeros y expectativas de una mayor oferta de títulos por parte del Gobierno.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria

El promedio de las encuestas indica que el mercado espera que la JDBR recorte la tasa de interés de referencia en su reunión de julio en 29 p.b.



Fuente: Encuestas de Citibank.

el 87% espera un recorte de 25 p.b. pero recomienda un recorte de 50 p.b, el 5% espera un recorte de 25 p.b. pero recomienda un recorte de 50 p.b, y el 3% restante espera un recorte de 50 p.b. pero recomienda uno de 25 p.b. (Gráfico 13).

En el Gráfico 14 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para finales de 2017 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*. Entre junio y julio la tasa esperada promedio pasó de 5,47% a 5,23% (Anexo 1). En el Gráfico 15 se muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El 24 de julio las tasas del IBR a 1, 3 y 6 meses fueron 5,49%, 5,33% y 5,29%, respectivamente, presentando caídas de 16 p.b y 5 p.b. a 1 y 3 meses, y un incremento de 2 p.b. a 6 meses desde el día posterior a la última reunión de la JDBR.

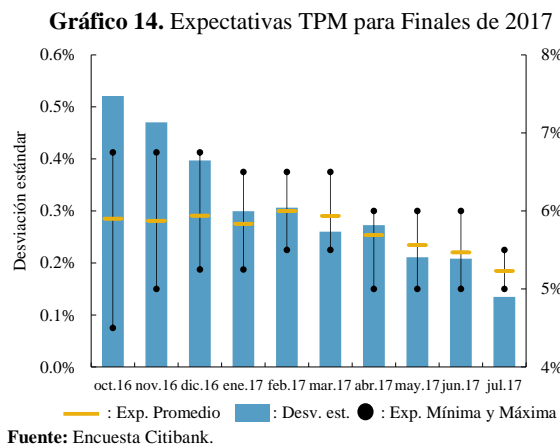
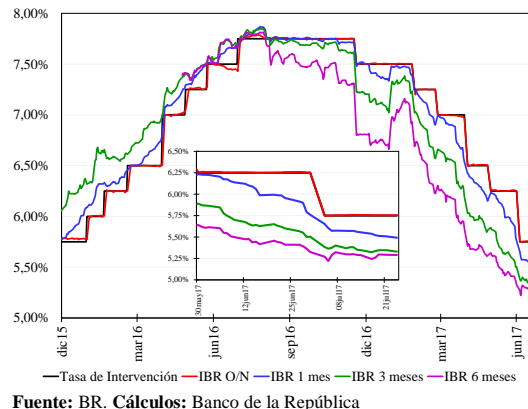


Gráfico 15. Tasa de Intervención y Tasas IBR



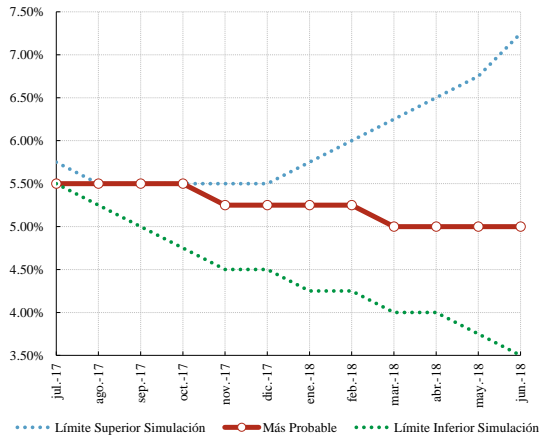
⁵ Realizada entre el 4 y el 14 de julio.

⁶ Actualizada el 24 de julio. Datos recolectados entre el 13 y el 24 de julio.

⁷ Encuestas publicadas el 24 y el 25 de julio, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de *Citibank*. En particular, en esta ocasión BBVA señaló que esperaba y recomendaba un recorte de 50 p.b. en la encuesta de Anif y en la encuesta de *Citibank* indicó uno de 25 p.b.

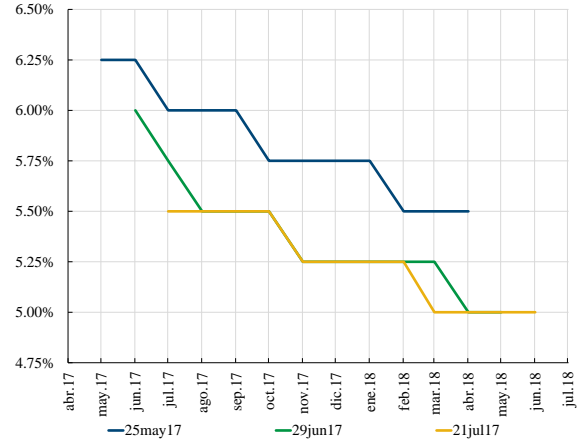
De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia sea recortada 25 p.b. a 5,5% y que se ubique alrededor de 5,25% a finales de 2017 (Gráficos 16, 17 y Anexo 6). Adicionalmente, las estimaciones de los últimos dos meses para el cierre del año son similares.

Gráfico 16. Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

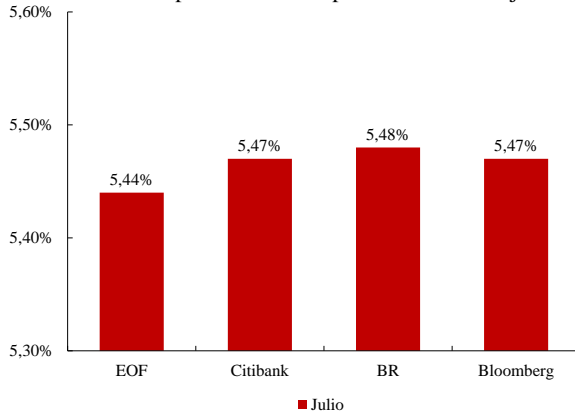
Gráfico 17. Evolución Expectativas TPM - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

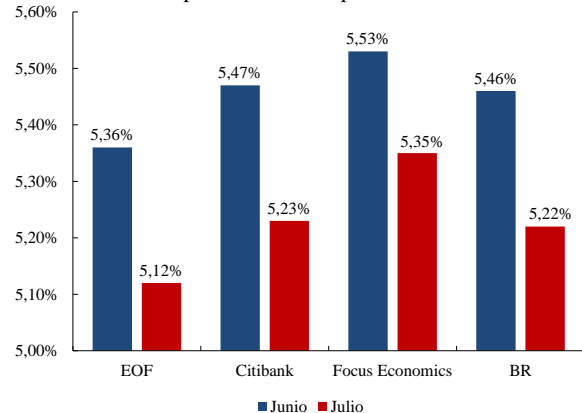
En los Gráficos 18 y 19 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a junio y diciembre de 2017. En estas se observa que: i) en julio, todas las encuestas reflejan expectativas de recortes ligeramente superiores a 25 p.b; ii) para el cierre de 2017, todas las encuestas son inferiores a las expectativas de junio; y iii) el promedio de la tasa esperada de política monetaria para la reunión de diciembre de 2017 es inferior en 23 p.b. al proyectado en junio.

Gráfico 18. Expectativas TPM para la reunión de julio



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 19 de julio con encuestas recolectadas entre el 4 y el 14 de este mismo mes, los del Citibank el 25 de julio. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 13 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 11 de julio, con encuestas entre el 4 y el 10 de este mismo mes. Los datos de Bloomberg se actualizaron el 24 de julio.

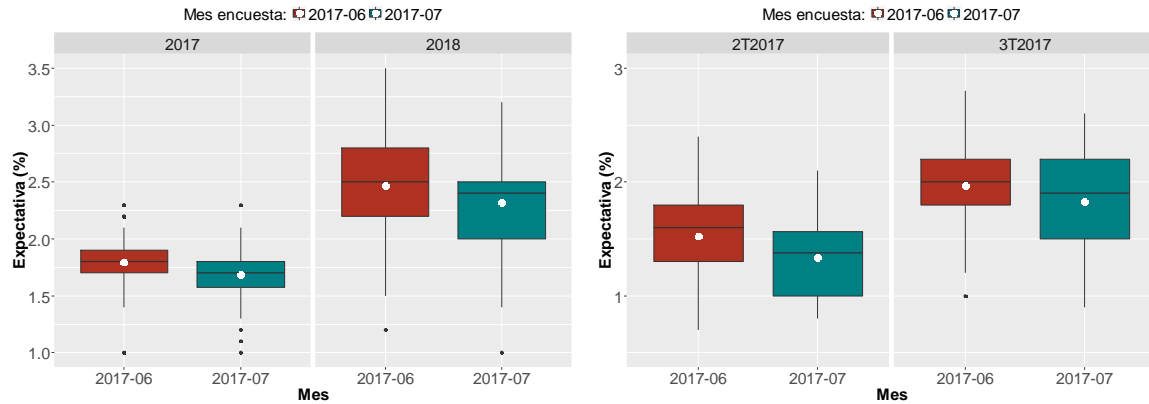
Gráfico 19. Expectativas TPM para diciembre de 2017



b) Expectativas de Crecimiento Económico

En el Gráfico 20 se observa que de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para el 2017 a 1,68% (ant: 1,79%), para 2018 a 2,32% (ant: 2,46%), para el 2T17 a 1,33% (ant: 1,52%) y para el 3T17 a 1,82% (ant: 1,96%).

Gráfico 20. Expectativas de Crecimiento Encuesta de Opinión Financiera Anuales



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

c) Información Adicional Extraída de la Encuesta de Opinión Financiera

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 46% resaltó el crecimiento económico (ant: 40%), un 21% señaló la política fiscal (ant: 18%), un 17% los factores externos (ant: 12%), un 10% la política monetaria (ant: 20%), un 4% las condiciones sociopolíticas (ant: 6%) y el 2% restante otra razón (ant: 4%).

Adicionalmente, los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una valorización cercana a 6 p.b. (ant: valorización de 7 p.b.)⁸. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una valorización cercana al 0,95% (ant: valorizaciones 1,36%)⁹.

d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

Las expectativas de crecimiento económico para 2017 aumentaron en México, Ecuador, China y Alemania, descendieron en Colombia, Perú, Brasil e India, y se mantuvieron iguales en los demás países. Los datos de inflación de junio fueron inferiores a la expectativa del mercado en Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, EE.UU, India, Sudáfrica y China, superiores en Noruega e iguales en los demás países. La inflación continúa por encima del límite superior del rango meta en México (2%-4%). Las expectativas de inflación para diciembre de 2017 aumentaron en México, Ecuador y Sudáfrica, se redujeron en Colombia, Chile, Perú, Brasil e India, y se mantuvieron iguales en los demás países (Cuadro 2).

⁸ 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.

⁹ 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 2. Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Jun. 2017**		Esperada a Diciembre 2017		Vigente	Esperada a Diciembre 2017		Ultimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2017	
	Esp*	Obs	Jun. 2017	Jul. 2017		Jun. 2017	Jul. 2017	Esp*	Obs	Jun. 2017	Jul. 2017
Colombia	4,08%	3,99%	4,39%	4,32%	5,75%	5,47%	5,23%	1,10%	1,10%	1,87%	1,82%
Chile	2,10%	1,70%	2,80%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	0,20%	0,10%	1,50%	1,50%
México	6,34%	6,31%	5,90%	6,02%	7,00%	7,20%	7,05%	2,70%	2,80%	1,97%	1,98%
Perú	2,79%	2,73%	2,84%	2,77%	3,75%	3,67%	3,60%	3,10%	3,40%	3,00%	2,81%
Brasil	3,05%	3,00%	3,48%	3,33%	10,25%	8,50%	8,00%	-0,40%	-0,40%	0,39%	0,34%
Ecuador	n.d.	0,16%	1,40%	1,45%	5,96%	5,50%	5,50%	n.d.	2,60%	0,40%	0,46%
Argentina	n.d.	21,90%	22,2%	22,2%	26,25%	17,49%	17,65%	0,10%	0,30%	2,60%	2,60%
EE.UU.	1,70%	1,60%	2,10%	2,10%	1% - 1,25%	1,50%	1,50%	0,90%	1,20%	2,20%	2,20%
India	1,60%	1,54%	4,80%	4,66%	6,25%	6,21%	6,17%	7,10%	6,10%	7,30%	7,25%
Sudáfrica	5,20%	5,10%	5,20%	5,60%	7,00%	6,84%	6,82%	1,00%	1,00%	0,80%	0,80%
China	1,60%	1,50%	2,10%	2,02%	4,36%	4,38%	4,38%	6,80%	6,90%	6,50%	6,55%
Alemania	1,60%	1,60%	1,70%	1,70%	-	-	-	1,70%	1,70%	1,80%	1,90%
Noruega	1,70%	1,90%	2,10%	2,10%	0,50%	0,50%	0,50%	0,20%	0,20%	1,60%	1,60%

Colombia: La inflación esperada, las exp. de crecimiento y de TPM se tomaron de la encuesta de Citibank publicada el 25 de julio.

Chile: Encuesta enviada el 4 de julio con plazo máximo de recepción el 10 de julio.

México: Encuesta publicada por el BCM el 3 de julio con respuestas recibidas entre el 22 y el 28 de julio. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics de julio.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 21 de julio.

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

Argentina: La inf. observada corresponde a la ciudad de B.A. y se extrae de Bloomberg. Las exp. de crecimiento, TPM -Tasa de dep. entre 30 y 59 días- e inflación provienen de Focus Economics de julio.

EE.UU.: Expectativas extraídas de Bloomberg.

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

Sudáfrica: Expectativas extraídas de Bloomberg.

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

Alemania: Datos obtenidos de Bloomberg.

Noruega: Expectativas obtenidas de Bloomberg.

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

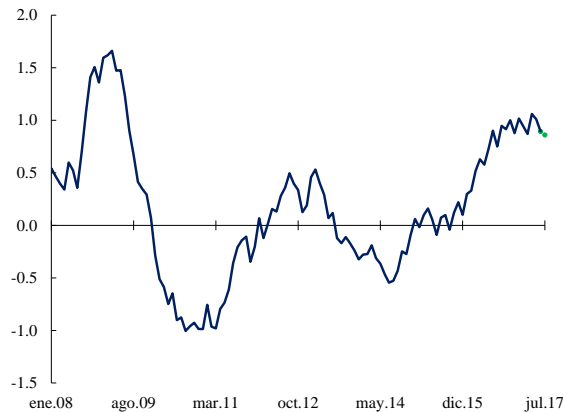
** Todos los datos corresponden al mes de mayo. Excepto Sudáfrica que corresponde al mes de marzo.

*** Todos los datos corresponden al 1T17, excepto China cuyo dato corresponden al 2T17. Para Perú la información corresponde al mes de mayo. Todos los datos son YoY, excepto Noruega cuyos datos son QoQ.

3. SENTIMIENTO Y PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

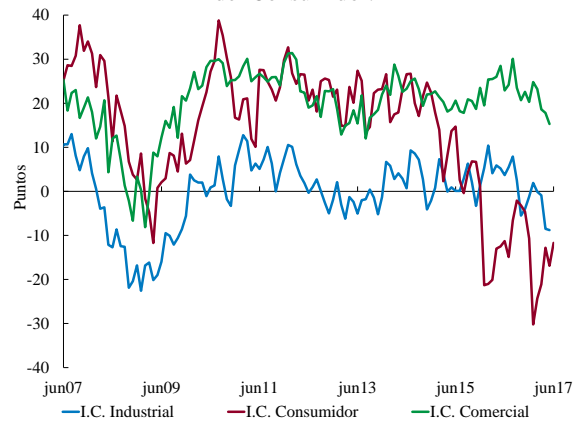
Con datos preliminares de julio (EOF¹⁰, volatilidades¹¹ y márgenes crediticios¹²), el índice de percepción de riesgo IDODM disminuyó frente al de junio (Gráfico 21 y Anexo 7), particularmente por el comportamiento favorable de los márgenes entre las tasas activas para las carteras preferencial y consumo frente a las de los TES.

Gráfico 21. Índice de Percepción de Riesgo (IDODM).



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

Gráfico 22. Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.



Fuente: Fedesarrollo.

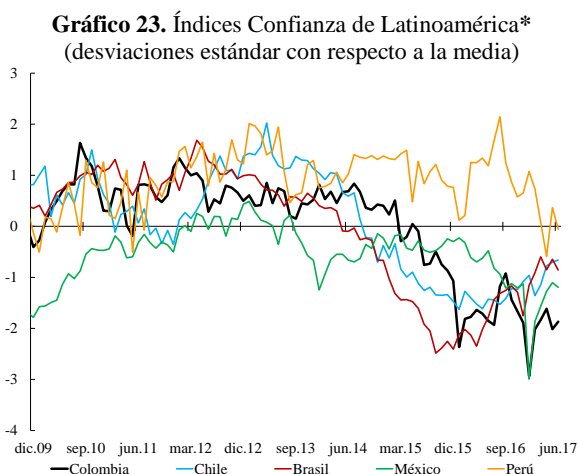
¹⁰ Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo publicada el 18 de julio.

¹¹ Datos al 21 de julio.

¹² Datos al 14 de julio.

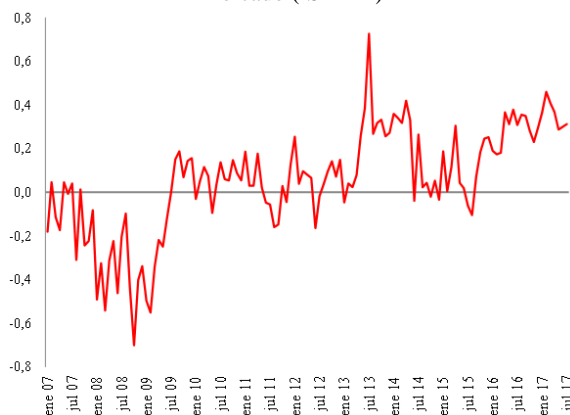
El índice de confianza de los consumidores aumentó al pasar desde -16,9% en mayo a -11,7% en junio. Este incremento estuvo explicado por la mejoría del índice de expectativas del consumidor (obs: -10,9%, ant: -12,4%) y el índice de condiciones económicas (obs: -13%, ant: -23,7%), en este último, su incremento estuvo justificado por un avance en la percepción sobre la situación económica actual (obs: -12,7%, ant: -25,9%) y conveniencia para la compra de mobiliario (obs: -13,4%, ant: -21,4%). Durante el mes se conoció que en mayo las ventas al por menor (obs: -0,5%, ant: -2,0%, esp: 1,5%), la producción industrial (obs: -0,6%, ant: -6,8%, esp: 1,2%) y el crecimiento del Índice de Actividad económica (obs: 1,2%; esp: 1,4%, ant: 1,4%) se redujeron y resultaron inferiores a las expectativas del mercado. De igual manera, el índice de confianza comercial para junio disminuyó (obs: 14,9%; ant: 15,3%), mientras que el índice de confianza industrial aumentó (obs: -5,4%; ant: -8,8%) frente al registro observado en el mes anterior.

El Gráfico 23 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de su media histórica se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre mayo y junio desmejoraron los indicadores de Brasil, México y Perú, al tiempo que mejoraron los de Chile y Colombia. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas.



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

Gráfico 24. Indicador de Sentimiento de Analistas del Mercado (ISAM)¹³



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

El Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) aumentó de 0,29 en junio a 0,31 en julio (Gráfico 24). Este incremento se dio en un contexto donde los principales tópicos con sentimiento positivo estuvieron relacionados con la mejora de la balanza comercial para mayo (obs: USD -0,34 miles de millones; ant: USD -1,43 miles de millones) ante un incremento en las exportaciones (obs: USD 3,39 miles de millones; ant: USD 2,61 miles de millones), y la sorpresiva mejoría de las nóminas no agrícolas en EE.UU. (obs: 222,000; esp: 178,000; ant: 152,000). Por su parte, los principales tópicos con sentimiento negativo estuvieron relacionados con la inesperada reducción en la producción industrial de Colombia en mayo (obs: -0,6%; esp: 1,5%; ant: -6,8%) y los bajos niveles del *Vix*.

Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*¹⁴, el *Vstox*¹⁵ y el *Move*¹⁶ descendió y continuó en un estado de volatilidad baja en donde tanto el *Vix* como el *Move*, es decir los indicadores de los mercados de renta variable y fija estadounidense

¹³ El ISAM es un indicador fundamentado en el análisis del lenguaje contenido en los documentos escritos por los equipos de investigaciones económicas de diferentes entidades del sector financiero. Un incremento en el índice señala una percepción más positiva.

¹⁴ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

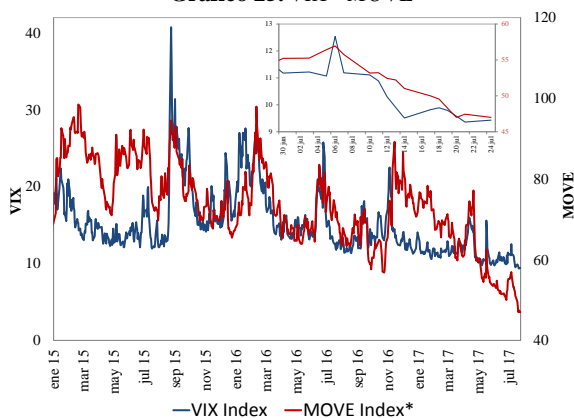
¹⁵ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

¹⁶ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *treasuries*.

presentaron sus observaciones mínimas históricas¹⁷. En particular, esta reducción en la incertidumbre estuvo influenciada por la valorización del mercado accionario estadounidense ante resultados corporativos positivos, principalmente en el sector tecnológico, favorecidos por la depreciación del dólar. Por su parte, el *Skew* del *S&P500*¹⁸ aumentó por la incertidumbre política en EE.UU. frente al Gobierno Trump.

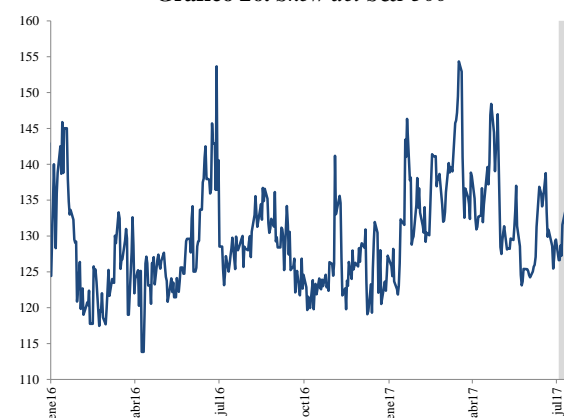
Por último, frente a la dinámica de la percepción de riesgo en la región, se observó una reducción en los CDS a 5 años de todos los países, a excepción de Argentina, y una caída en los *EMBI* de todos los países (Gráficos 25, 26 y Anexo 8).

Gráfico 25. VIX - MOVE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 26. Skew del S&P500



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

¹⁷ El 24 de julio el *Move* cerró en 44,99%, mientras el 25 de julio el *Vix* cerró en 9,25%, ambos datos son mínimos históricos para estas series.

¹⁸ 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.

Anexo 1. Encuestas de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros.

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

Actualizada el 24 de julio		
Empresa	Estimación	Fecha
1 Capital Economics	5,25%	7/21/2017
2 Casa de Bolsa	5,25%	7/14/2017
3 Banco Agrario de Colombia	5,25%	7/18/2017
4 Banco de Bogota	5,25%	7/24/2017
5 Univ Jorge Tadeo Lozano	5,50%	7/19/2017
6 BofA Merrill Lynch	5,50%	7/21/2017
7 Finagro	5,50%	7/24/2017
8 Valora Inversiones	5,50%	7/21/2017
9 Barclays	5,50%	7/21/2017
10 Fiduciaria Central	5,50%	7/24/2017
11 Itau Unibanco	5,50%	7/21/2017
12 BTG Pactual	5,50%	7/21/2017
13 JP Morgan	5,50%	7/24/2017
14 Bancolombia	5,50%	7/21/2017
15 Fiduciaria de Occidente	5,50%	7/24/2017
16 Pantheon Macroeconomics	5,50%	7/24/2017
17 Adcap Colombia	5,50%	7/21/2017
18 Rabobank Intl	5,50%	7/24/2017
19 Positiva Compania de Seguros	5,50%	7/13/2017
20 Deutsche Bank Securities	5,50%	7/24/2017
21 Alianza Valores	5,50%	7/21/2017
22 XP Securities	5,50%	7/14/2017
23 Goldman Sachs	5,50%	7/21/2017
24 UBS Securities	5,50%	7/21/2017
25 4Cast-RGE	5,50%	7/21/2017
26 Ultraserfinco	5,50%	7/21/2017
27 BNP Paribas	5,50%	7/21/2017
28 Banco Mizuho	5,50%	7/24/2017
29 Global Securities	5,50%	7/24/2017
30 Corp Financiera Colombiana	5,50%	7/13/2017
31 Banco Bradesco SA	5,50%	7/24/2017
32 Alberdi Partners	5,50%	7/24/2017
33 Fiduciaria la Previsora	5,50%	7/21/2017
34 Credicorp Capital	5,50%	7/21/2017
Tasa	Obs.	Prob.
5,25%	4	12%
5,50%	30	88%
Tasa Esperada Ponderada		5,47%

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza	5.50%	5.50%
Alianza Valores	5.50%	5.50%
Anif	5.50%	5.50%
Asobancaria	5.50%	5.50%
Axa Colpatria	5.50%	5.50%
Banco Agrario	5.25%	5.25%
Banco Davivienda	5.50%	5.50%
Banco de Bogotá	5.25%	5.25%
Banco de Occidente	5.50%	5.50%
Banco Pichincha	5.50%	5.50%
Banco Popular	5.50%	5.50%
Bancoldex	5.50%	5.50%
BBVA	5.50%	5.50%
BTG Pactual	5.50%	5.50%
Camacol	5.50%	5.50%
Casa de Bolsa	5.25%	5.50%
Cede	5.50%	5.50%
Citibank	5.50%	5.50%
Colfondos	5.50%	5.50%
Corficolombiana	5.50%	5.50%
Credicorp Capital	5.50%	5.25%
Deutsche Bank	5.50%	5.25%
EConcept	5.50%	5.50%
Fedesarrollo	5.50%	5.50%
Fidubogotá	5.50%	5.50%
Fiduprevisora	5.50%	5.50%
Grupo Bancolombia	5.50%	5.50%
Grupo Bolívar	5.50%	5.50%
Itaú	5.50%	5.50%
JP Morgan	5.50%	5.50%
Moody's Economy	5.50%	5.50%
Nomura	5.50%	5.50%
Old Mutual	5.50%	5.50%
Positiva	5.50%	5.50%
Profesionales de Bolsa	5.50%	5.50%
Protección	5.50%	5.50%
Ultraserfinco	5.50%	5.50%
XP Securities	5.50%	5.50%
Promedio	5.48%	5.47%
Mediana	5.50%	5.50%
STDV	0.07%	0.08%
Máximo	5.50%	5.50%
Mínimo	5.25%	5.25%

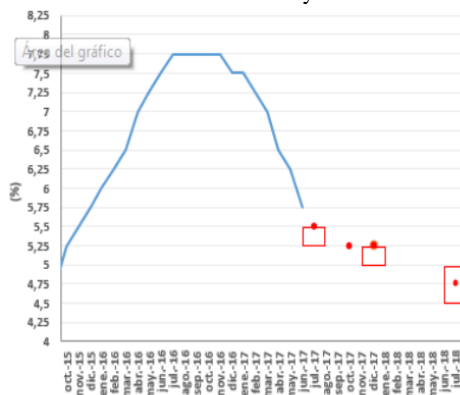
RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.25%	11%	4
5.50%	89%	34
5.75%	0%	0
Total	100%	38

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.25%	8%	3
5.50%	92%	35
5.75%	0%	0
Total	100%	38

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

Participantes	Julio	2017	2018
Alianza Valores	3.56%	4.30%	3.50%
Anif	3.70%	4.22%	3.30%
Asobancaria	3.65%	4.30%	3.60%
Axa Colpatría	3.59%	4.36%	3.50%
Banco Agrario	3.66%	4.42%	3.16%
Banco Davivienda	3.48%	4.32%	
Banco de Bogotá	3.54%	4.35%	3.44%
Banco de Occidente	3.65%	4.31%	4.08%
Bancoldex	3.57%	4.45%	3.60%
BBVA	3.47%	4.30%	3.20%
BTG Pactual	3.43%	4.11%	3.30%
Casa de Bolsa	3.60%	5.10%	4.50%
Citibank	3.57%	4.00%	3.10%
Colfondos	3.50%	4.44%	3.21%
Corficolombiana	3.56%	3.90%	3.50%
Credicorp Capital	3.63%	4.30%	2.90%
EConcept	3.55%	3.96%	3.50%
Fidubogotá	3.44%	4.22%	3.51%
Fiduprevisora	3.56%	4.29%	3.90%
Grupo Bancolombia	3.64%	4.20%	3.50%
Itaú	3.53%	4.20%	3.80%
JP Morgan	3.54%	4.04%	3.86%
Moodys Economy	3.60%	4.20%	3.50%
Nomura	3.62%	4.50%	3.00%
Positiva	3.52%	4.60%	3.00%
Profesionales de Bolsa	3.55%	4.61%	3.53%
Ultraserfinco	3.56%	4.52%	3.58%
XP Securities	3.57%	4.15%	3.75%
Promedio	3.57%	4.31%	3.49%
Mediana	3.56%	4.30%	3.50%
STDV	0.07%	0.24%	0.35%
Máximo	3.70%	5.10%	4.50%
Mínimo	3.43%	3.90%	2.90%

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



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

Rango • Mediana

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera.

Cuadro A1.4. Encuesta de Expectativas de Focus Economics Sobre Tasa de Política Monetaria para 2017

Encuestas realizadas entre el 4 y el 10 de julio

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

Tasa	Obs.	Prob.
4,50%	1	3,85%
5,00%	2	7,69%
5,25%	10	38,46%
5,50%	10	38,46%
5,75%	3	11,54%
Media		5,36%
Mediana		5,38%

Cuadro A1.5. Encuesta de Expectativas del Focus Economico Sobre la Inflación para 2017
Encuestas realizadas entre el 4 y el 10 de julio

	Empresa	Estimación
1	Barclays Capital	3,23%
2	Banco Bradesco	3,90%
3	Corficolombiana	3,90%
4	BMI Research	4,00%
5	Citigroup Global Mkts	4,00%
6	JPMorgan	4,00%
7	UBS	4,10%
8	CorpBanca Económico	4,10%
9	ANIF	4,20%
10	Bancolombia	4,20%
11	Itaú BBA	4,20%
12	BBVA Research	4,29%
13	BTG Pactual	4,30%
14	Credicorp Capital	4,30%
15	Deutsche Bank	4,30%
16	EIU	4,30%
17	Fedesarrollo	4,30%
18	Polinomics	4,30%
19	Société Générale	4,30%
20	Banco de Bogotá	4,36%
21	Banco Davivienda	4,38%
22	HSBC	4,40%
23	Goldman Sachs	4,40%
24	Kiel Institute	4,40%
25	Oxford Economics	4,50%
26	Nomura	4,50%
27	Credit Suisse	4,50%
28	Capital Economics	4,60%
29	Positiva Compañía de Seguros	4,60%
30	Ultraserfinco	4,60%
31	Ecoanalítica	4,65%

Tasa	Obs.	Prob.
2,5% - 3%	0	0,00%
3,0% - 3,5%	1	3,23%
3,5% - 4%	2	6,45%
4% - 4,5%	22	70,97%
4,5% - 5%	6	19,35%
Media		4,26%
Mediana		4,30%

Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

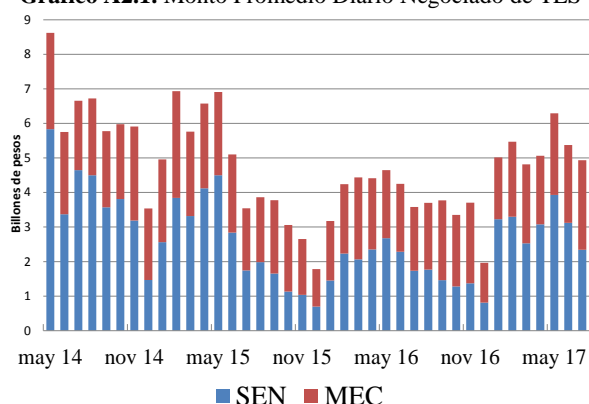
En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de junio, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -1 p.b, 1 p.b. y 4 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones de 8 p.b, -7 p.b. y -3 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente. Lo anterior refleja que la decisión era esperada por el consenso del mercado.

El Dane publicó el 5 de julio la variación del índice de precios al consumidor de junio del 2017, ubicándose en 0,11% mes a mes. Dicho resultado fue inferior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,20%), al dato extraído de la encuesta del BR (0,21%) y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2016 (0,48%). La variación anual fue 3,99%¹⁹ (esp: 4,09%). Pese a lo anterior, entre el 5 y el 6 de julio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 8 p.b, 10 p.b. y 7 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR que vencen en 2019, 2021, 2027 y 2035 presentaron variaciones de 5 p.b, 10 p.b, 9 p.b. y 6 p.b, respectivamente. Según algunos analistas del mercado, las desvalorizaciones de la curva en pesos estuvieron relacionadas con una menor demanda de títulos, especialmente de inversionistas extranjeros, la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo y señales de una postura contractiva de política monetaria por parte de los bancos centrales de algunas economías desarrolladas. Además, la menor liquidez del tramo corto pudo reflejar la operación de redención anticipada por parte de la DGCPTN.

El 12 de Julio el Ministerio de Hacienda y Crédito Público anunció una modificación en el cupo de colocación semanal por subastas para TES pesos y UVR, de tal forma que lo redujo de \$700 mm a \$600 mm para TES pesos y de \$350 mm a \$300 mm para TES UVR, manteniendo la meta total de colocaciones establecida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo para 2017. Entre el 12 y el 13 de julio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 1 p.b, -5 p.b. y -7 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR que vencen en 2019, 2021, 2027 y 2035 presentaron variaciones de 6 p.b, 0 p.b, -2 p.b. y -1 p.b, respectivamente.

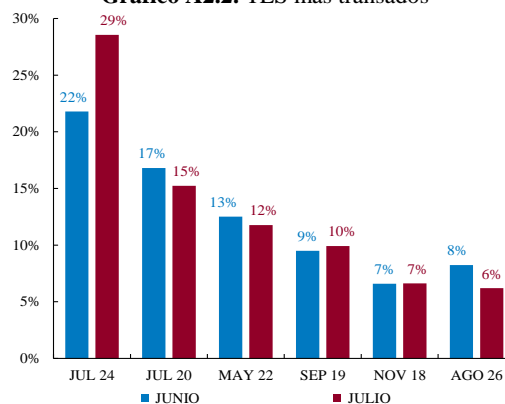
Para el mes de julio se pagaron cupones por \$2142 mm del TES en pesos que vence el 24 de julio de 2020 y por \$2689 mm correspondientes al título en pesos que vence el 24 de julio de 2024. Además, en lo corrido de 2017 el valor de las emisiones de bonos de largo plazo ha sido \$25293 mm y de TES de corto plazo por \$5800 mm²⁰.

Gráfico A2.1. Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 24 de abril del 2017.

Gráfico A2.2. TES más transados



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

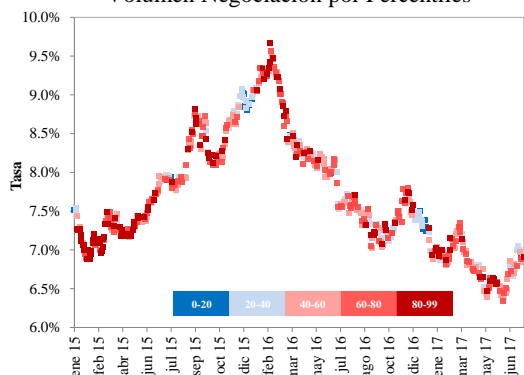
¹⁹ Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2016 (8,60%).

²⁰ Con datos al 21 de julio. De los TES de largo plazo, \$16321 mm corresponden a bonos en pesos y \$8972 mm a bonos denominados en UVR.

En lo corrido de julio, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,9 billones²¹, superior al observado el mes anterior (\$5,3 billones), así como al registrado en julio de 2016 (\$3,5 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 22% a 29%, seguidos por los que vencen en julio de 2020 cuya participación pasó de 17% a 15% (Gráfico A2.2).

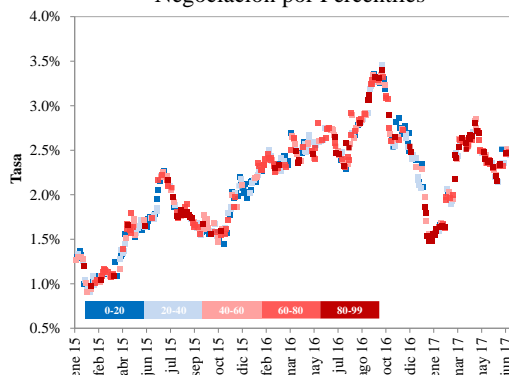
En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos con vencimiento en 2024 y el UVR con vencimiento en 2019. Desde la última reunión de la JDBR, los montos de negociación del título del 24 estuvieron en niveles similares a los del mes anterior con negociaciones entre los percentiles 20 y 80 para la mayoría de los días. En el caso del título UVR la mayoría de los días las negociaciones se situaron en los percentiles 80 y 99 lo que significa un incremento respecto al mes anterior.

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



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

Gráfico A2.4. Tasa Cero Cupón TUVT 2019 y Volumen Negociación por Percentiles



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

En julio, el *bid-ask spread* promedio aumentó tanto para TES en pesos como para los títulos denominados en UVR. Para los títulos de cotización obligatoria denominados en pesos, el promedio se ubicó en 3,13 p.b. (Junio: 2,48 p.b, Gráfico A2.5), mientras que para los TES denominados en UVR se ubicó en 4,28 p.b. (Junio: 3,85 p.b, Gráfico A2.6). La profundidad de estos mercados (Gráficos A2.7 y A2.8) se redujo en \$13 mm para los títulos en pesos y \$1,3 mm para los TES UVR, respecto al mes anterior. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos pasó de \$146 mm a \$134 mm, mientras que en TES UVR se mantuvo alrededor de \$61 mm.

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

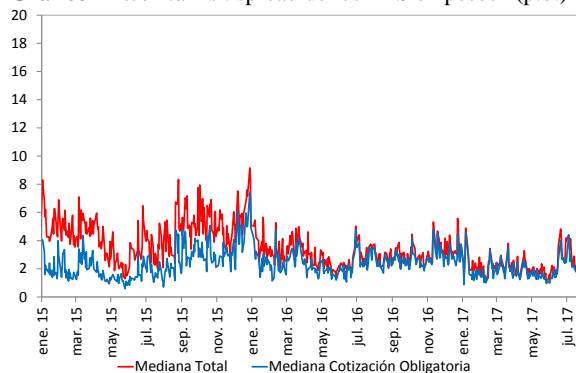
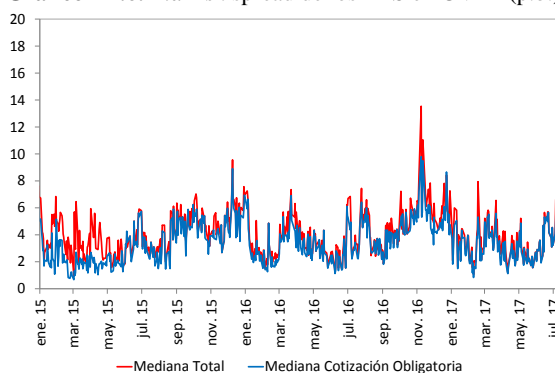


Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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

²¹ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

Gráfico A2.7. Profundidad promedio de los TES en pesos*

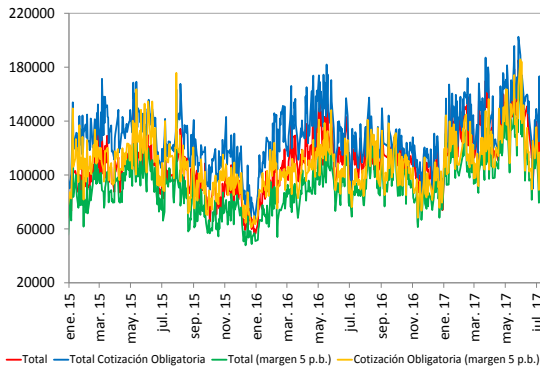
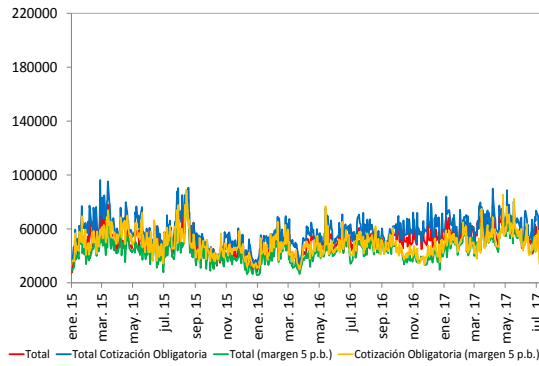


Gráfico A2.8. Profundidad promedio de los TES en UVR*

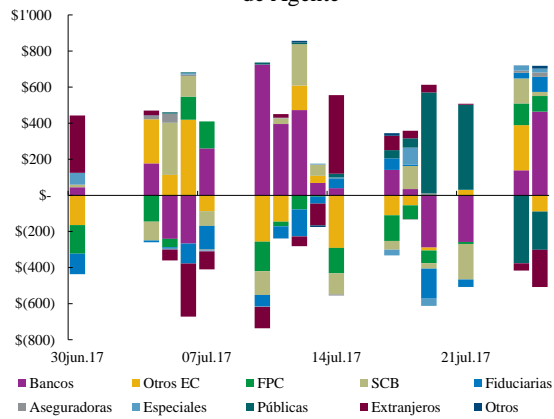


Fuente y Cálculos: Banco de la República.* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total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

Anexo 3. Inversionistas en el Mercado de Deuda Local

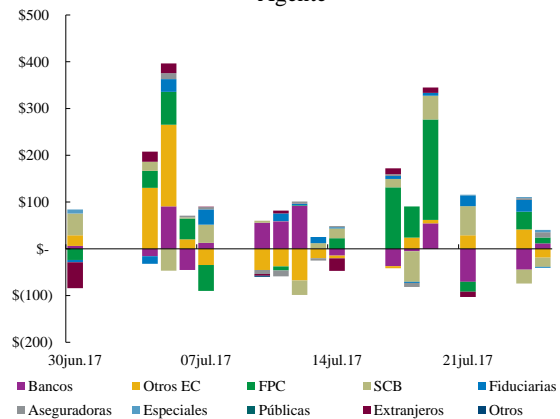
Desde la última reunión de la JDBR los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los bancos comerciales (\$1864 mm, principalmente en los tramos corto y medio) y las entidades públicas (\$593 mm, tramos medio y largo), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$705, tramo medio), las FIC a través de sociedades fiduciarias (\$408 mm, tramo medio) y los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$341 mm, tramo corto). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$486 mm, tramo largo) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



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

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



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

En lo corrido del 2017 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$4375 mm. Adicionalmente, desde el 30 de junio registraron ventas netas por \$393 mm y \$49 mm en los tramos cortos y medio, respectivamente, al tiempo que compraron en neto \$101 mm en el tramo largo.

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

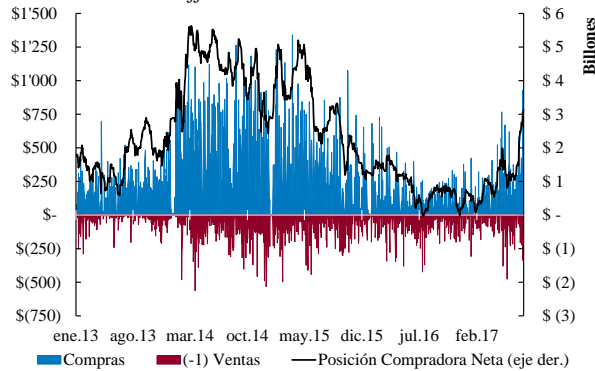
		Corrido	Corrido	Tramos			Desde la Última	Tramos			Desde la Última
		2017	2017	Corto	Medio	Largo	Reunión de la JDBR	Corto	Medio	Largo	Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales		6'128	(3'280)	875	1'368	(380)	1'864	26	172	(56)	142
Compañía de Financiamiento Comercial		(1)	(0)	-	-	1	1	-	(0)	-	(0)
Cooperativas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras		(323)	84	5	(14)	189	180	106	79	7	192
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO		5'803	(3'196)	881	1'354	(190)	2'044	132	251	(49)	334
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	(107)	(5)	-	(10)	-	(10)	-	-	-	-
	Terceros	51	3'697	29	(892)	158	(705)	(171)	140	517	486
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(945)	2'355	(4)	(830)	54	(779)	(142)	120	348	326
Fondos de Pensiones - Prima Media		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías		(56)	3'692	29	(902)	158	(715)	(171)	140	517	486
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	(559)	33	184	190	(156)	218	(23)	18	40	35
	Terceros	145	(2)	(1)	17	71	87	(1)	11	(8)	3
	<i>Extranjeros</i>	-	16	-	-	-	-	-	-	-	-
	<i>FIC</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa		(414)	31	183	207	(85)	305	(24)	30	32	37
Sociedades Fiduciarias	Propia	(9)	54	(19)	23	37	41	(4)	11	9	16
	Terceros	5'906	929	(412)	(595)	375	(631)	47	43	127	216
	<i>Extranjeros***</i>	4'391	636	(393)	(49)	101	(341)	-	34	(2)	32
	<i>FIC</i>	684	80	56	(469)	6	(408)	28	(4)	-	25
	<i>Pasivos Pensionales</i>	21	(6)	4	54	234	291	-	15	52	67
Total Sociedades Fiduciarias		5'897	983	(431)	(572)	412	(591)	43	54	136	233
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	207	(64)	(2)	(2)	117	113	13	(44)	44	13
	Terceros	1	-	-	-	1	1	-	-	-	-
	<i>Pasivos Pensionales</i>	1	-	-	-	1	1	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización		207	(64)	(2)	(2)	117	114	13	(44)	44	13
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	<i>FIC</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS		5'634	4'641	(221)	(1'269)	603	(887)	(139)	179	729	768
Total Entidades Financieras Especiales**		(384)	(15)	25	30	19	74	10	(0)	(0)	10
Total Entidades Públicas****		2'944	(2'306)	115	161	317	593	-	-	-	-
Otros*****		(17)	(248)	(0)	19	12	30	(3)	-	-	(3)
	<i>Extranjeros</i>	(14)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO		13'981	(1'124)	800	295	760	1'855	-	431	679	1'110

Fuente: BR. Información actualizada al 25 de julio de 2017. Cabe señalar que las ventas pueden corresponder a vencimientos de TES y, para el caso de entidades públicas, a redenciones anticipadas de TES de corto plazo. * Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$4927 mm y ventas por \$1241 mm²², y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$1641 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 \$1496 mm el 30 de junio a \$3137 mm el 24 de julio de 2017. Durante el periodo analizado, la posición compradora neta disminuyó para los TES que vencen en julio del 2024, se mantuvo estable para las referencias que vencen en abril del 2028 y septiembre del 2030, y aumentó para los demás títulos (Gráfico A3.4).

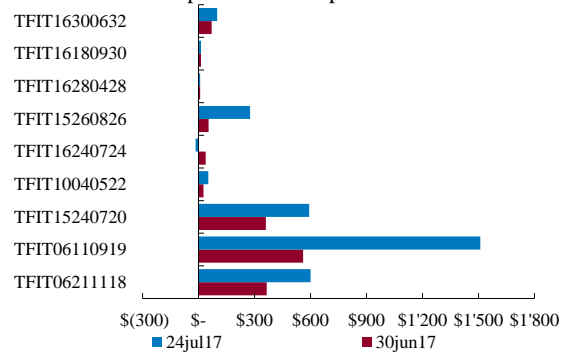
²² Al tiempo que registraron vencimientos de contratos de compra de TES por \$3117 mm y de venta por \$1072 mm. Datos actualizados al 24 de julio de 2017.

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



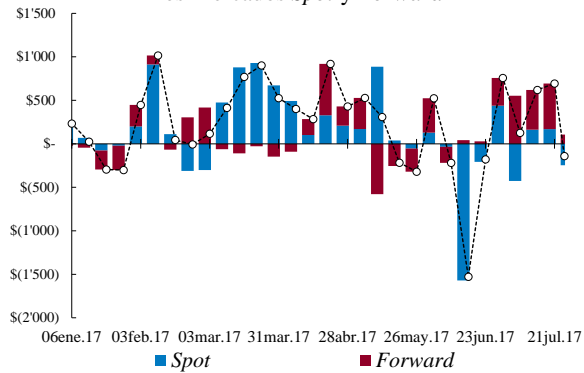
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



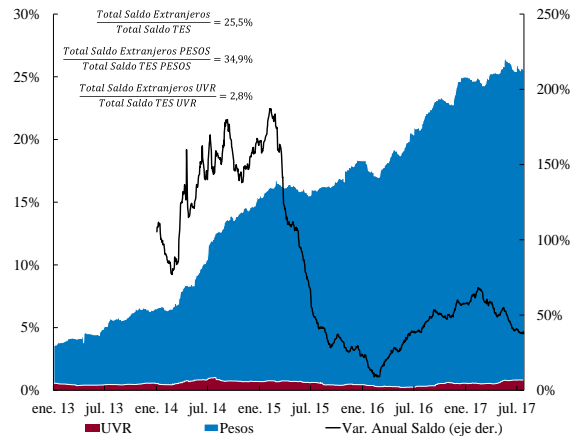
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

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



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

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



Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios actualizados al 25 de julio del 2017.

Lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5 y A3.6 y en el Cuadro A3.2. El Gráfico A3.5 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward*. El Gráfico A3.6 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro A3.2 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*.

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

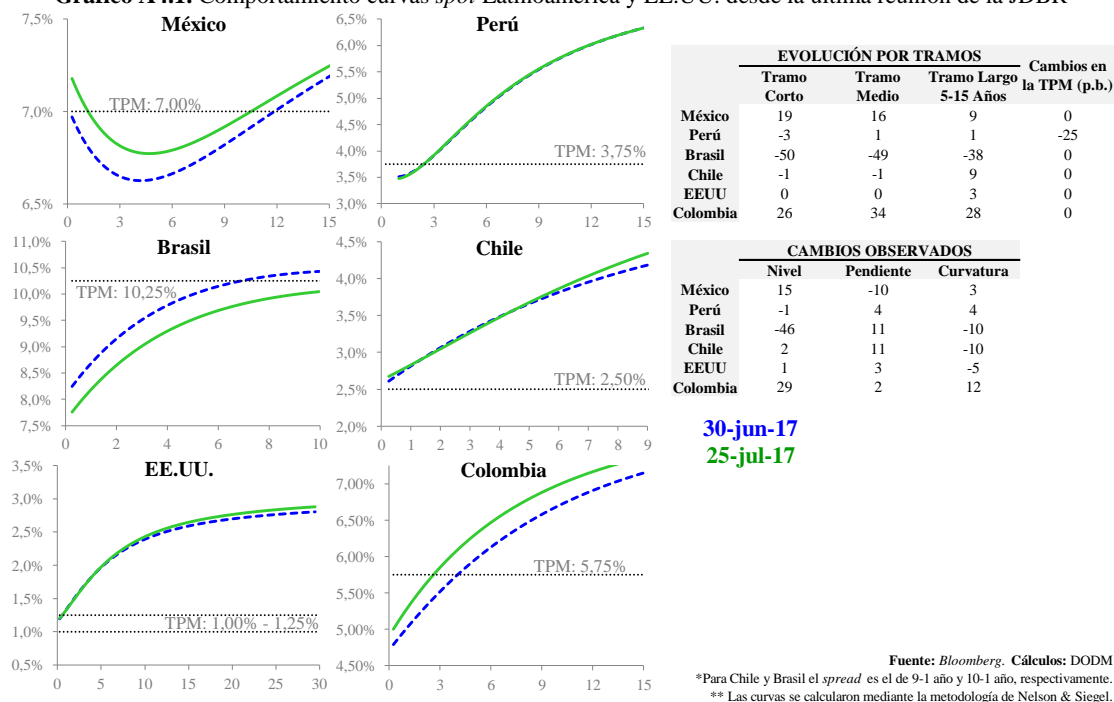
	2016			Corrido de 2017			Jun-17			Corrido de Jul-17		
	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'293)	\$ 617	\$ (4'676)	\$ 5'803	\$ (2'498)	\$ 3'305	\$ (1'178)	\$ (318)	\$ (1'496)	\$ 2'044	\$ (1'641)	\$ 404
Offshore	\$ 20'884	\$ (617)	\$ 20'267	\$ 4'375	\$ 2'498	\$ 6'873	\$ (1'229)	\$ 318	\$ (911)	\$ (341)	\$ 1'641	\$ 1'299

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 25 y el 24 de julio del 2017 para los casos *spot* y *forward*, 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 (30 de junio al 21 de julio de 2017) los títulos de deuda pública de la región presentaron un comportamiento heterogéneo explicado por eventos idiosincráticos y caracterizado por valorizaciones en la curva de Brasil, Perú, EE.UU, y desvalorizaciones en la curva de Colombia, México y el tramo largo de la curva de Chile.

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



La curva de rendimiento de los *treasuries* presentó un empinamiento desde la última reunión de la JDBR ante las desvalorizaciones que se observaron en el tramo largo. La dinámica de esta curva presentó tres comportamientos diferenciados, con desvalorizaciones durante la primera semana de julio ante la expectativa de una normalización más acelerada de la política monetaria en algunos países desarrollados, valorizaciones a partir de la segunda semana de julio ante datos macroeconómicos débiles, declaraciones por parte de algunos miembros del FOMC frente al futuro de la política monetaria en EE.UU, el rechazo por parte del Congreso a la reforma al sistema de salud del Gobierno Trump y un dato de inflación para junio inferior a las expectativas del mercado, y desvalorizaciones en la última semana ante la expectativa del mercado frente a posibles anuncios sobre el inicio de la normalización de la hoja de balance de la Fed.

En la primera semana de julio se presentó un empinamiento de las curvas en economías desarrolladas ante la desvalorización del tramo largo generada por los indicios sobre la reducción del estímulo monetario que se dieron en el marco de la reunión de banqueros centrales en Sintra, Portugal; esta dinámica fue generada principalmente por los discursos de Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, Mark Carney, presidente del Banco de Inglaterra y Stephen Poloz, presidente del Banco Central de Canadá. Esta desvalorización en los *treasuries* estuvo afianzada por: i) la percepción positiva sobre los datos del mercado laboral estadounidense, en los cuales, aunque el desempleo aumentó (obs: 4,4%; esp: 4,3%; ant: 4,3%), este incremento estuvo explicado por la mayor tasa de participación (obs: 62,8%; esp: 62,7%; ant: 62,7%), y estuvo acompañado por un incremento inesperado en las nóminas no agrícolas (obs: 222,000; esp: 178,000; ant: 152,000); y ii) la publicación de un dato de PMI manufacturero superior a las expectativas del mercado (obs: 57,8; esp: 55,4; ant: 54,9).

Cabe agregar que la tendencia de desvalorizaciones observada durante la primera semana del mes estuvo modulada por la publicación de las minutas de la reunión de junio del FOMC, en donde se dio a entender que: i) a pesar de los datos de inflación inferiores a las expectativa publicados durante los

últimos meses, el comité continúa creyendo en la convergencia a su meta de inflación en el mediano plazo²³; y ii) que los miembros del comité continúan divididos sobre el momento en donde debe darse inicio al programa de normalización de su hoja de balance.

A partir de la segunda semana de julio esta tendencia se revierte y se observan valorizaciones en todos los tramos de la curva de *treasuries* ante tres clases de eventos. En primer lugar, las declaraciones de Janet Yellen ante el Congreso de EE.UU. y de Lael Brainard indicaron que la normalización de la hoja de balance no estaría condicionada a los datos de inflación, mientras que los próximos incrementos de la tasa de fondos federales sí tendrían en cuenta la dinámica de esta variable²⁴, lo cual fue visto como señal de un proceso de normalización más paulatino²⁵. En segundo lugar, las caídas inesperadas en las ventas al por menor (obs: -0,2%; esp: 0,1%; ant: -0,3%), el índice de confianza de la Universidad de Michigan (obs: 93,1; esp: 95; ant: 95,1) y la inflación para junio (obs: 1,6%; esp: 1,7%; ant: 1,9%) reforzaron esta noción de un proceso más pausado. Por último, las dificultades del proyecto de reforma a la salud del Gobierno Trump ante el Congreso fueron vistas como una señal de que la agenda legislativa, principalmente en temas fiscales, de infraestructura, y de regulación financiera, podría no cumplirse, con lo cual las expectativas reflacionarias y de mayor crecimiento se moderaron. Frente a este punto, cabe agregar que la incertidumbre política se trasladó a los *treasuries* de corto plazo, ante el debate sobre la modificación del techo de la deuda pública fijado por el Congreso²⁶.

En la última semana de julio, la expectativa del mercado frente a posibles anuncios por parte del FOMC sobre la fecha en que se daría inicio a la normalización de la hoja de balance de la Fed, generó desvalorizaciones en el tramo medio y largo entre el 21 y el 25 de julio (8 p.b. y 12 p.b, respectivamente).

En la región, la curva del mercado de deuda pública de Brasil presentó valorizaciones ante un contexto económico caracterizado por una inflación descendente y en niveles bajos, acompañada de una aparente recuperación en los indicadores de producción industrial, e influenciada por una menor incertidumbre política. En primer lugar, el IPCA para el mes de junio fue de 3%, y el IPCA-15 presentó un nivel de 2,76%; cabe agregar que estos mismos indicadores mes a mes presentaron una dinámica deflacionaria con observaciones de -0,23% y -0,16%, en su orden. Junto a esto, las expectativas de inflación para 2017 y 2018 descendieron 15 p.b. y 10 p.b, respectivamente²⁷. En segundo lugar, la producción industrial presentó en mayo en términos anuales un crecimiento de 4%, nivel que no se observaba desde principios de 2014, y que resultó superior a la proyección del mercado de 3,1%. Igualmente, la cuenta corriente presentó en junio por cuarto mes consecutivo un dato positivo (obs: USD 1,3 mm) y se observó una inversión extranjera directa superior a las expectativas (obs: USD 4 mm; esp: USD 2,8 mm; ant: USD 2,9 mm). Ahora bien, el indicador de actividad económica (obs: -0,51%; esp: 0,5%; ant: 0,15%), las ventas al por menor (obs: -0,1%; esp: 0,4%; ant: 0,9%) y los índices de confianza PMI descendieron (el índice compuesto descendió desde 50,4 en mayo a 48,5 en junio) y resultaron inferiores a las expectativas, lo cual pudo haber contribuido a las valorizaciones observadas a través de una disminución de 50 p.b. en las expectativas para la tasa de política monetaria

²³ Recordamos que en marzo (obs: 2,4%; esp: 2,6%), abril (obs: 2,2%; esp: 2,3%) y mayo (obs: 1,9%; esp: 2,0%) se observaron datos de inflación inferiores a las proyecciones del mercado. El FOMC considera que esta reciente debilidad en la inflación es transitoria, y proyecta que esta estará en 2% en 2019.

²⁴ En concreto Yellen habló ante el Congreso el 12 de julio, y Brainard en la Universidad de Columbia y el NBER los días 11 y 13 de julio, respectivamente. El contenido de estos discursos fue similar, por lo cual resaltamos únicamente lo señalado por Brainard en la Universidad de Columbia: “*If the data continue to confirm a strong market and firming economic activity, I believe it would be appropriate soon to commence the gradual and predictable process of allowing the balance sheet to run off. Once that process begins, I will want to assess the inflation process closely before making a determination on further adjustments to the federal funds rate in light of the recent softness in core PCE inflation*”.

²⁵ Entre el 3 de julio y el 21 de julio, la probabilidad extraída por el *CME Group* de futuros sobre la tasa de fondos federales de que la tasa de política monetaria se encuentre por encima del rango actual descendió de 62,2% a 47%.

²⁶ Entre el miércoles 19 y el viernes 21 de julio, los *treasuries* de corto plazo presentaron una desvalorización de 10 p.b.

²⁷ Al comparar la encuesta de expectativas macroeconómicas del Banco Central del Brasil del 23 de junio con la del 21 de julio se observa que las proyecciones de inflación para 2017 descendieron de 3,48% a 3,33%, y para 2018 de 4,30% a 4,20%.

a cierre de 2017 y 2018²⁸. Por último, la menor incertidumbre política se dio una vez el Comité Constitucional de la Cámara Baja rechazó las acusaciones por corrupción del Fiscal General en contra del Presidente Temer, aunque este asunto no se ha dado por terminado. Junto a esto, la reforma laboral fue aprobada, y de acuerdo a algunos analistas, esta reduce la rigidez de este mercado²⁹.

En Perú se observó un empujamiento de la curva del mercado de deuda pública ante la valorización del tramo corto que se dio como consecuencia de la publicación de un dato de inflación en el rango meta ($2\% \pm 1\%$) por primera vez desde agosto de 2016 (obs: 2,73%; esp: 2,79%; ant: 3,04%). Este dato dio lugar a que el mercado anticipara una reducción en la tasa de política monetaria, lo cual se confirmó el 13 de julio con la disminución en 25 p.b. por parte del Banco Central de la Reserva del Perú. Cabe agregar que los tramos medio y largo presentaron desvalorizaciones iniciales³⁰ ante la incertidumbre sobre el crecimiento del 2017 generada por el escándalo de corrupción de Odebrecht y el fenómeno de El Niño costero. Ahora bien, ante la publicación del dato de actividad económica para mayo, el cual con su observación de 3,39% resultó superior al promedio de 0,28% de los últimos tres meses, se observaron valorizaciones en el tramo medio y largo de la curva que contrarrestaron la dinámica inicial.

De igual forma, en Chile se presentó un empujamiento de la curva del mercado de deuda pública ante la valorización del tramo corto de la curva y la desvalorización del tramo medio y largo. En primer lugar, el tramo corto presentó valorizaciones ante un dato de inflación para junio inferior a las expectativas del mercado (obs: 1,7%, esp: 2,15, ant: 2,6%) que posteriormente se corrigieron al final del periodo. Por su parte, el tramo medio y largo presentaron desvalorizaciones ante una caída en las proyecciones de crecimiento³¹, y una reducción en la calificación de la deuda soberana por parte de *Standard & Poor's* de AA- con *outlook* negativo a A+ con *outlook* estable; en el caso del tramo medio estas desvalorizaciones se cancelaron el último día del periodo.

Por último, a diferencia de Perú y Chile, la curva de México presentó un aplanamiento. Las menores desvalorizaciones de los tramos medio y largo estuvieron explicadas por una mejoría en la producción manufacturera (obs: 5%; ant: -1,5%), optimismo frente a la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte con EE.UU, y una mejoría en el *outlook* de la deuda soberana de México de negativo a estable por parte de *Standard & Poor's*. Cabe agregar que en el periodo se presentó un dato de inflación para junio inferior a las expectativas del mercado que no generó mayor ruido en el mercado (obs: 6,31%; ant: 6,16%; esp: 6,36%).

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes³² (incluyendo Colombia) desde la última reunión de la JDBR, en lo corrido de 2017 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR todos los índices regionales se valorizaron, salvo el de Asia (-0,1%). El índice *Total GBI-EM Global* aumentó 0,7% y el de Colombia disminuyó 0,7%.

Adicionalmente, el IIF³³ estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en junio por US\$17,83 mm. En particular, estimó entradas netas a los mercados de renta variable por US\$4,90

²⁸ Al comparar la encuesta de expectativas macroeconómicas del Banco Central del Brasil del 23 de junio con la del 21 de julio se observa que las proyecciones de tasa de política monetaria para 2017 y 2018 descendieron de 8,5% a 8%.

²⁹ *J.P. Morgan*.

³⁰ Entre el 30 de junio y el 12 de julio se presentaron desvalorizaciones en el tramo medio y largo de 7 p.b. y 17 p.b, respectivamente.

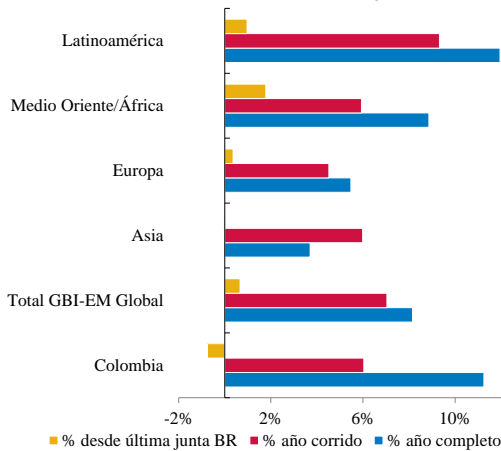
³¹ El Gobierno de Chile anunció el 10 de julio que su pronóstico de crecimiento para finales de 2017 descendió desde 2,25% a 1,5%.

³² El *Government Bond-Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

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

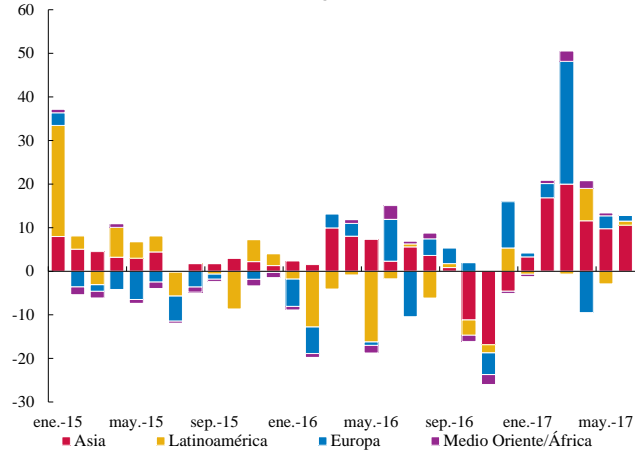
mm y de US\$12,93 mm a los mercados de renta fija. Específicamente, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$0,94 mm (Gráfico A4.3).

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



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

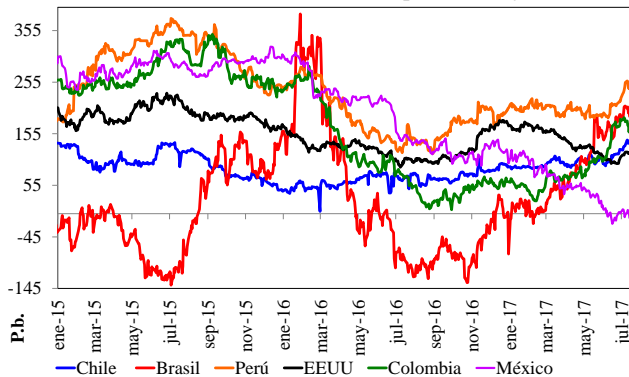
Gráfico A4.3: Flujos de Portafolio hacia Renta Fija Economías Emergentes



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

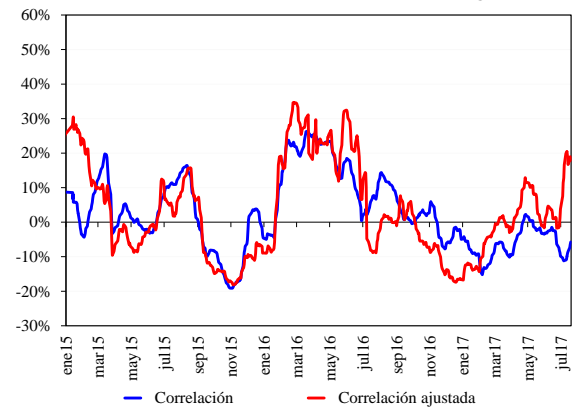
El Gráfico A4.4 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia descendió a 146 p.b. (ant: 167 p.b.). Las pendientes de Perú, Brasil, Chile, EE.UU. y México se sitúan en 233 p.b, 189 p.b, 143 p.b, 107 p.b. y -9 p.b, respectivamente.

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



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

Gráfico A4.5. Correlación Pendientes Región

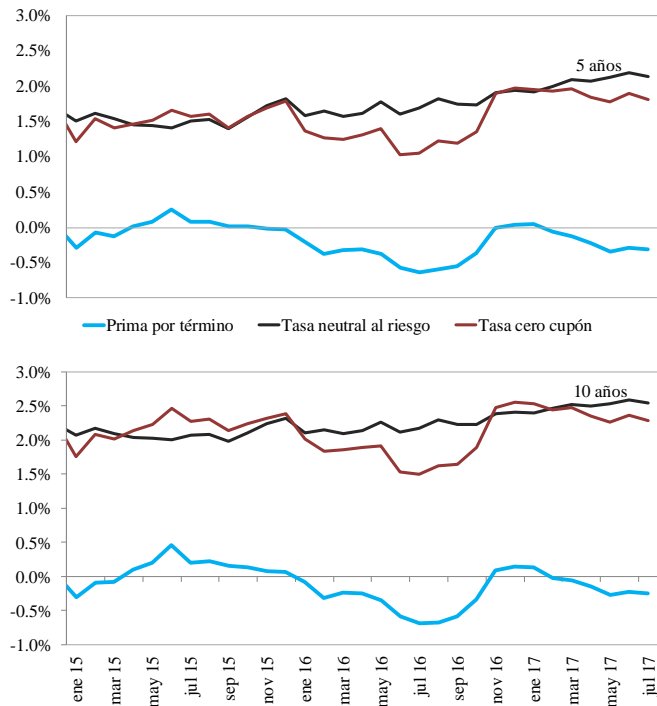


Fuente: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

En el Gráfico A4.5 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha disminuido y se encuentra actualmente en -5,75%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos - línea roja) se encuentra en 17,97%. Así, el comportamiento de las curvas puede ser explicado por factores idiosincráticos de cada país, niveles de inflación diferentes y posturas de política monetaria divergentes en la región.

Por su parte, la prima por vencimiento de los *treasuries* se redujo cerca de 2 p.b. para 5 y 10 años, y se situó en -0,32% y -0,25% a 5 y 10 años, respectivamente. La tasa neutral al riesgo de estos títulos se redujo 6 p.b. para 5 años y 5 p.b. a 10 años (Gráfico A4.6).

Gráfico A4.6. Prima por vencimiento Treasuries.



Fuente y Cálculos: Fed.

Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias los bancos centrales de Suecia (-0,5%), Israel (0,1%) y Australia (1,5%) mantuvieron sus tasas de intervención sin modificación, en línea con las expectativas del mercado. El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0,0%, la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la tasa de depósitos en -0,40%, en línea con las expectativas del mercado. En cuanto a las medidas no convencionales de política monetaria, el BCE continuó con su programa de compra de activos a un ritmo mensual de €60 mm hasta diciembre del presente año. No obstante, señaló que el programa podría aumentar su ritmo y duración dependiendo de la perspectiva del crecimiento económico y de la consistencia de las condiciones financieras con sus objetivos inflacionarios. En otro escenario, el Banco Central de Canadá incrementó su tasa de interés de referencia de 0,5% a 0,75%, tal como lo anticipaba el mercado. En el comunicado que acompañó su decisión el organismo señaló que los datos recientes han reforzado sus perspectivas de un crecimiento por encima del potencial y considera que la reciente disminución de la inflación es temporal.

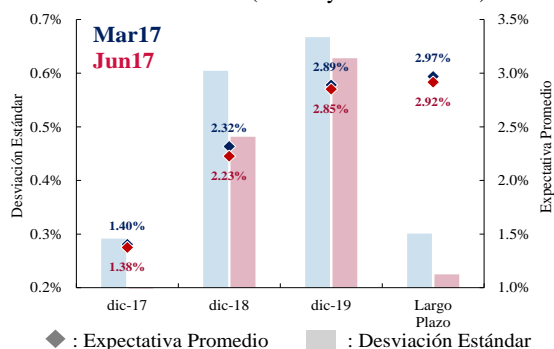
Por su parte, el Banco Central de Japón dejó inalterada su tasa de referencia en -0,1% y su política de mantener las tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (*Japanese Government Bonds*), a través del programa de compra de estos títulos que busca un crecimiento anual de las tenencias en ¥80 billones. Adicionalmente, el Banco Central comprará, como ya lo ha venido haciendo, ETFs (*Exchange-Traded Funds*) y J-REITs (*Japan Real Estate Investment Trust*) de tal manera que sus tenencias aumenten a un ritmo anual de ¥6 trillones y ¥90 billones, respectivamente.

El 5 de julio se publicaron las minutas de la reunión celebrada por la Fed en junio, en las que se observó una división de los miembros del comité con relación al inicio de la reducción de la hoja de balance y preocupaciones sobre la estabilidad del sistema financiero. En particular, algunos miembros del comité manifestaron la necesidad de iniciar las ventas de bonos del Tesoro y activos respaldados por hipotecas a finales de agosto, mientras que otros apuntaron a que el inicio de las ventas ocurra

más adelante. En cuanto a la inflación, la mayoría de los miembros considera que los niveles actuales inferiores al objetivo obedecen a factores transitorios, pero varios expresaron su preocupación de que el avance de la inflación podría haberse desacelerado y que la reciente debilidad en la inflación podría persistir.

El 26 de julio la Fed decidió mantener el rango objetivo de la tasa de los fondos federales entre 1% y 1,25%, reiterando que su postura de política monetaria sigue orientada a fortalecer el mercado laboral y alcanzar una inflación del 2% en el mediano plazo. La entidad, que ya elevó el rango dos veces este año en un total de 50 p.b, indicó que el mercado de trabajo seguía fortaleciéndose mientras la actividad económica había crecido moderadamente en lo corrido del año. Sin embargo, la inflación, tanto total como la básica, permanece por debajo del objetivo. En cuanto a la normalización de su hoja de balance, la entidad indicó que espera que se inicie relativamente pronto.

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



Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

En cuanto a los pronósticos de junio sobre las tasas de los fondos federales, en los gráficos A5.1³⁴, A5.2 y A5.3³⁵ se observa que: i) las estimaciones promedio del FOMC disminuyeron ligeramente; ii) para el 2017 y el 2018 el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC, diferencia que aumentó en el caso de las expectativas para el cierre de 2018.

Durante el periodo, aumentó la probabilidad de que el rango de los fondos federales permanezca inalterado entre 1,00% y 1,25% para las reuniones de septiembre y diciembre de 2017 (Gráfico A5.4), siendo este el escenario más probable para ambas reuniones (Gráfico A5.5). Además, según lo publicado por *CME Group Inc.*³⁶, con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de la Fed de diciembre de 2017 la probabilidad de que el rango de tasas se ubique entre 1,0% y 1,25% es 52,7% (ant.: 50,0%), la de uno entre 1,25% y 1,5% es 42,9% (ant.: 43,6%), la de uno entre 1,5% y 1,75% es 4,3% (ant.: 6,2%), y la de uno entre 1,75% y 2,0% es 0,1% (ant.: 0,2%).

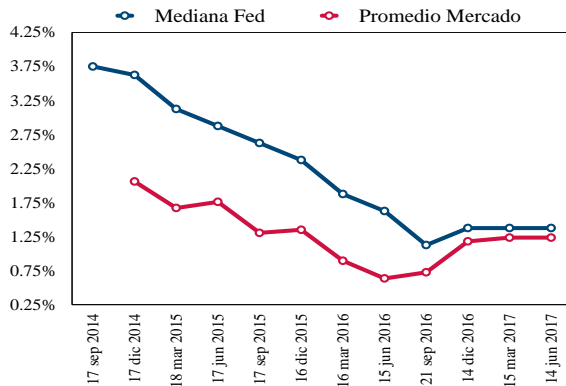
Gráfico A5.2: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2017

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

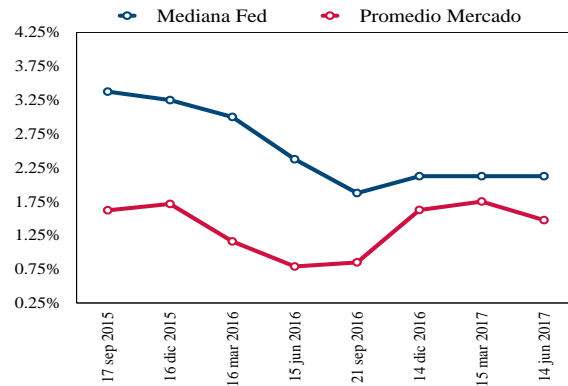
³⁴ En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en marzo y junio de 2017 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2017, 2018, 2019 y para el largo plazo.

³⁵ En los gráficos A5.2 y A5.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2017 y 2018.

³⁶ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade*. Consulta actualizada el 24 de julio, al tiempo que el valor previo corresponde a las cifras consultadas el 23 de junio.

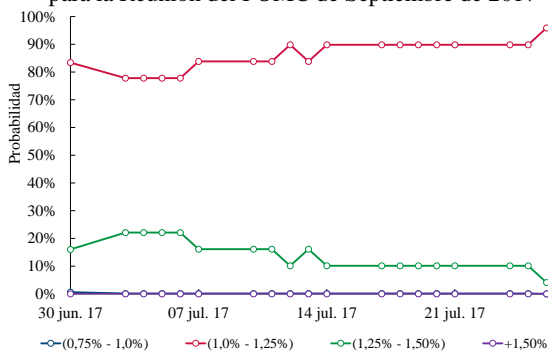


Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.



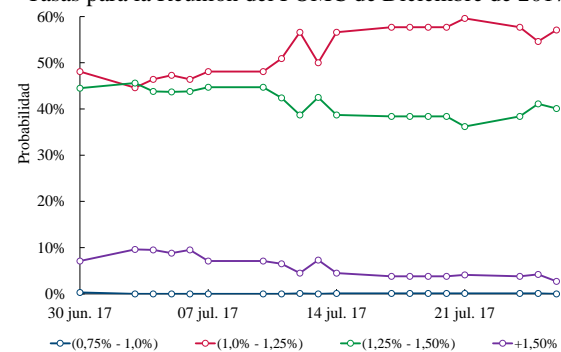
Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico A5.5. Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Diciembre de 2017



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 4T19 (ant.: 1T20) (Gráfico A5.6).

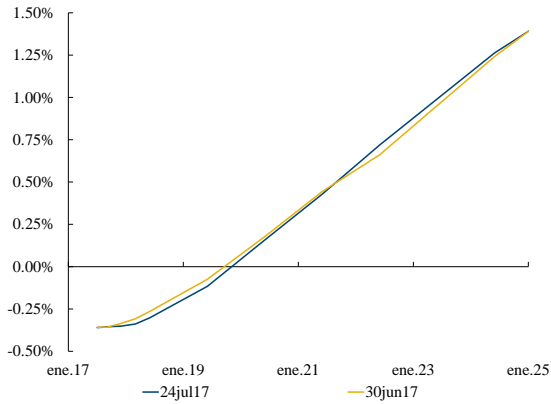
Países Emergentes

Los bancos centrales de Corea del Sur (1,25%), Polonia (1,5%), Serbia (4%), Hungría (0,9%), Tailandia (1,5%), Malasia (3%) e Indonesia (4,75%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. Por otra parte, el banco central de Sudáfrica recortó sorpresivamente su tasa de política 25 p.b. a 6,75%.

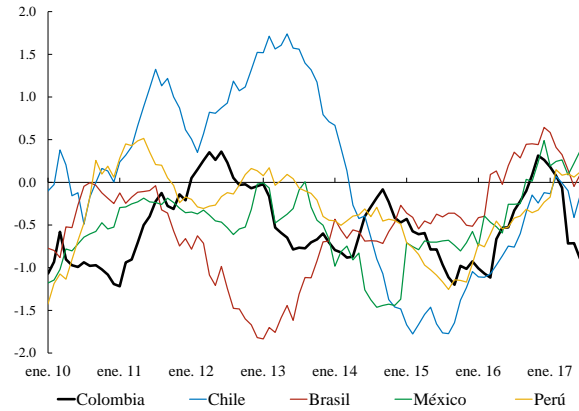
En Latinoamérica, en línea con lo esperado, los bancos centrales de Argentina y Chile mantuvieron sus tasas de interés de referencia inalteradas en 26,25% y 2,5%, respectivamente, y el Banco Central de Perú redujo su tipo de interés de referencia en 25 p.b. a 3,75%, señalando que la decisión obedece a que: *i) la reversión de los choques de oferta que afectaron a la inflación en el primer trimestre continuó en junio, con lo que la inflación retornó al rango meta. Por su parte, la inflación sin alimentos y energía continuó descendiendo dentro del rango meta; ii) la expectativa de inflación a 12 meses siguió reduciéndose y permanece dentro del rango meta; iii) el crecimiento de la actividad económica se mantiene por debajo de su potencial. Se espera que la actividad económica en los próximos trimestres se recupere por el aumento del gasto público y privado; y, iv) la economía mundial sigue recuperándose gradualmente, aunque se mantiene cierta incertidumbre respecto a las políticas de economías desarrolladas. En particular, sobre la reversión del estímulo monetario de los bancos centrales en dichas economías.*

Gráfico A5.6. Expectativas de las tasas del BCE

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



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.*Media y desviación histórica calculada desde octubre de 2005.

En el Gráfico A5.7 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales³⁷ desde el año 2005. Se puede observar que en junio las tasas reales de Chile y Colombia se ubicaron por debajo de sus medias históricas, mientras que las de Brasil, México y Perú se ubicaron por encima³⁸.

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)

³⁷ Deflactadas con medidas de inflación básica.

³⁸ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,87%; Chile 0,77%; Brasil 5,62%, México 1,58 y Perú 0,79%.

Cuadro A6.1. Mes Actual

TPM	jul17	ago17	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18	may18	jun18
7.25%												0%
7.00%												0%
6.75%											0%	0%
6.50%										0%	0%	0%
6.25%									0%	0%	0%	1%
6.00%							0%	0%	1%	2%	3%	3%
5.75%	43%											
5.50%	57%	85%	63%	47%	35%	25%	20%	15%	12%	11%	9%	6%
5.25%		15%	34%	42%	44%	42%	39%	35%	30%	25%	20%	16%
5.00%			3%	11%	19%	25%	28%	30%	31%	29%	27%	25%
4.75%				1%	3%	7%	11%	15%	18%	21%	22%	23%
4.50%					0%	1%	2%	4%	7%	9%	12%	15%
4.25%							0%	0%	1%	3%	4%	6%
4.00%									0%	0%	1%	2%
3.75%											0%	0%
3.50%												0%

Cuadro A6.2. Mes Anterior

TPM	jun17	jul17	ago17	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18	may18
6,50%												0%
6,25%												0%
6,00%	100%										0%	1%
5,75%		100%	61%	36%	18%	7%	1%			0%	1%	1%
5,50%			39%	54%	57%	51%	41%	28%	16%	10%	6%	4%
5,25%				10%	23%	34%	41%	46%	48%	43%	35%	27%
5,00%					3%	8%	14%	20%	26%	31%	33%	34%
4,75%						1%	2%	5%	9%	13%	17%	21%
4,50%							0%	1%	2%	3%	6%	9%
4,25%								0%	0%	1%	1%	2%
4,00%									0%	0%	0%	0%
3,75%										0%	0%	0%
3,50%												0%

Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

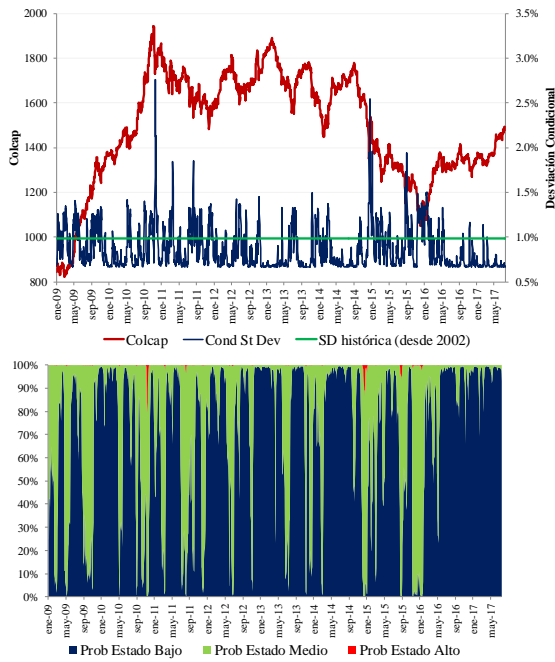
De acuerdo a la EOF, respecto al EMBI Colombia el 57,1% de agentes espera que aumente (anterior: 52%), mientras un 32,1% que se mantenga igual (anterior: 40%) y un 10,7% que disminuya (anterior: 8%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 36,5% espera que esta se mantenga estable (anterior: 34%), un 15,4% que aumente (anterior: 16%) y un 32,7% que disminuya (anterior: 30%)³⁹.

Entre el 30 de junio y el 24 de julio el Colcap se valorizó en 0,88%. Durante dicho periodo, 16 activos se valorizaron mientras que 9 se desvalorizaron. Las mayores valorizaciones se observaron en Avianca Holdings (9,3%), Banco de Bogotá (6,9%) y Corficolombiana (6,9%), mientras que las caídas más altas las registraron ETB (-8,7%), Cemex (-7%) y Almacenes Éxito (-2,1%). Para lo corrido de julio, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó ligeramente respecto al promedio de junio y actualmente se ubica alrededor de su media histórica. Actualmente predomina

³⁹ Al 15,4% restante no les aplica la pregunta (anterior: 20%).

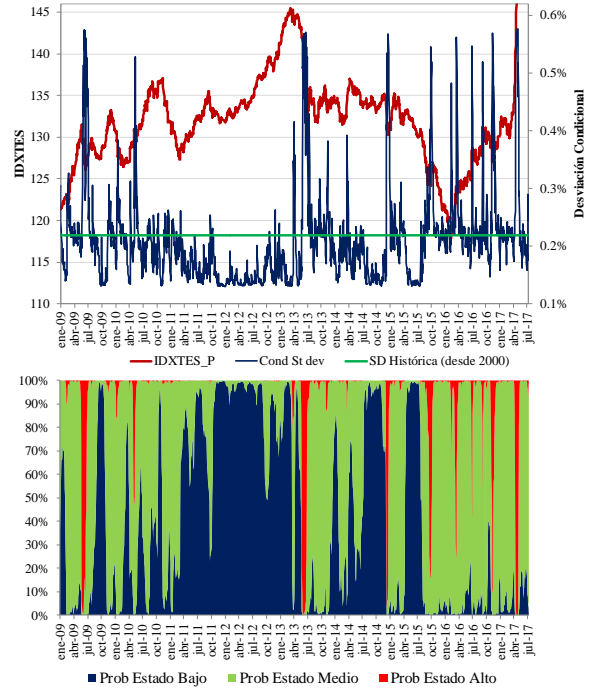
el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.1). De igual forma durante el mes, la volatilidad promedio del mercado de TES se mantuvo en niveles ligeramente superiores al promedio observado en junio y se ubicó alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico A7.2).

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

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



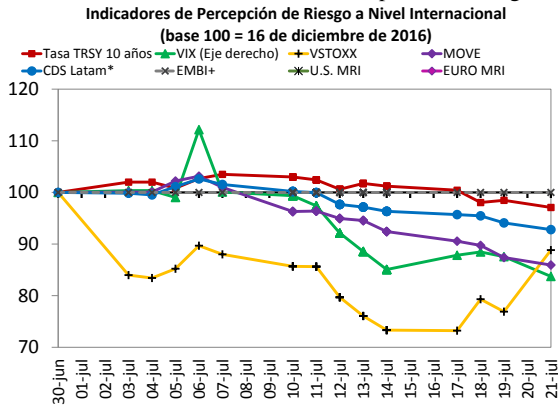
Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

Con información al 14 de julio los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a mayo de 25 p.b., -18 p.b. y -31 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del margen para la cartera de tesorería se explicó por una disminución de las tasas de los TES mayor a la de las tasas activas; el del margen de la cartera de consumo por un incremento de las tasas de los TES frente a una disminución de las tasas activas; y el del margen de la cartera preferencial por un aumento más pronunciado de las tasas de los TES frente a las tasas activas.

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

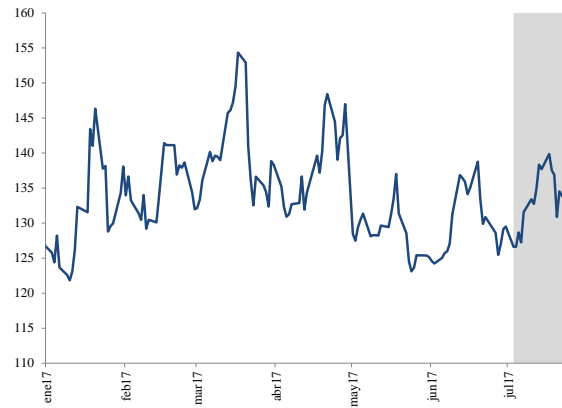
Entre el 30 de junio y el 24 de julio la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del VIX, el Move y el VSTOXX disminuyó. Este comportamiento se dio ante las valorizaciones en el mercado accionario estadounidense favorecidas por la depreciación del dólar. Esto pese a algunos eventos específicos de incertidumbre política frente al Gobierno Trump (Gráficos A8.1 y A8.2).

Gráfico A8.1. Indicadores de Percepción de Riesgo



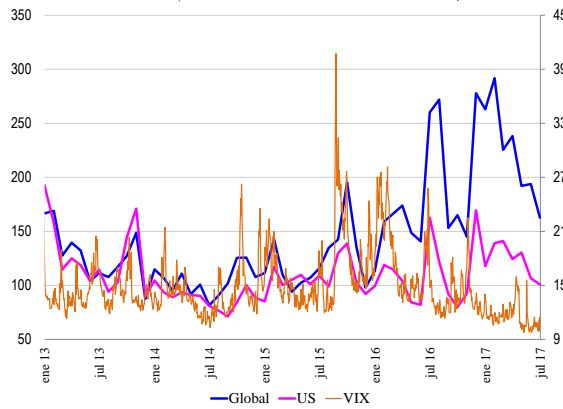
* Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.2. Skew del S&P 500



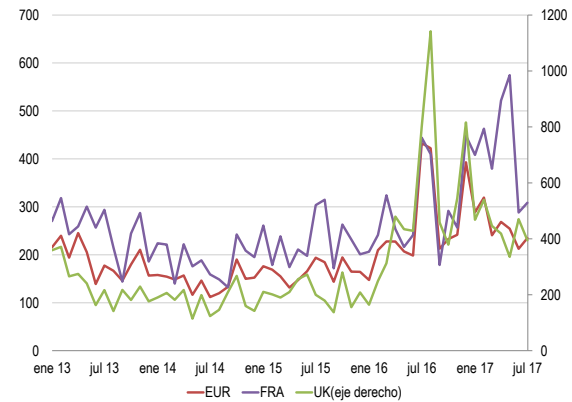
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

En primer lugar, los discursos de Draghi, Carney y Poloz en Sintra, Portugal, y la publicación el 6 de julio de las minutas del Banco Central Europeo para la reunión de junio, en donde decidieron retirar del comunicado la frase que indicaba la disposición a reducir las tasas si las condiciones económicas así lo exigían⁴⁰, generaron la anticipación de una política monetaria más contractiva que llevó a incrementos en las variables indicativas de percepción de riesgo en mercados accionarios, de renta fija y en el riesgo soberano de mercados latinoamericanos. La incertidumbre generada por la percepción de un ciclo contractivo en la política monetaria en EE.UU. se redujo, ante los discursos de Brainard y Yellen que dieron a entender que futuros incrementos en la tasa de fondos federales estarían supeditados a un incremento en la inflación observada, mientras que la normalización de la hoja de balance estaría dada por los datos de crecimiento, y no dependería de los niveles de inflación, con lo cual, la probabilidad implícita en los futuros sobre la tasa de fondos federales se redujo (ver Anexo 4), y los indicadores de percepción de riesgo en mercados accionarios, de renta fija y riesgo soberano de países de Latinoamérica se redujeron. El 24 de julio, el MOVE presentó su mínimo histórico con una observación de 44,99%.

En segundo lugar, las valorizaciones en el mercado accionario estadounidense ante resultados corporativos positivos, principalmente en el sector tecnológico, favorecidas por la depreciación del dólar, contribuyeron a la reducción de los indicadores de percepción de riesgo. Cabe resaltar que el

⁴⁰ El comunicado continuó incluyendo el énfasis en la disposición a aumentar la compra de activos si las condiciones económicas así lo ameritaban.

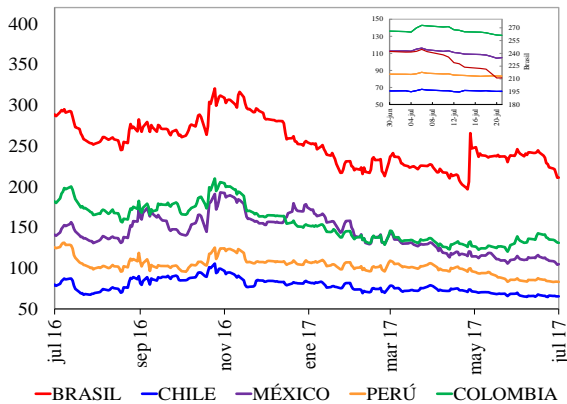
21 de julio, el *VIX* presentó un nivel intradía de 9,30% y cerró en 9,36%, con lo cual, durante este día se presentaron niveles inferiores al mínimo histórico de 9,31% observado el 22 de diciembre de 1993.

Por último, la incertidumbre política aumentó ante: i) el conocimiento de la reunión entre una abogada rusa con conexiones con el Gobierno ruso y Donald Trump Jr. en 2016, en donde buscaba entregarse una información que podría resultar dañina para la campaña de Hillary Clinton; y ii) las dificultades frente al proyecto que reforma el sistema de salud vigente una vez algunos senadores republicanos retiraron su apoyo, con lo cual se incrementó la probabilidad percibida de que las reformas fiscales, los proyectos de infraestructura y los planes de desregulación financiera anunciados por el Gobierno Trump no se llevarían a cabo. Aunque estos eventos de incertidumbre política no se vieron reflejados en el *Vix*, el *Skew* sobre el *S&P500* sí presentó incrementos coincidentes con estos eventos.

Durante junio el índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global disminuyó a un nivel de 162,78, desde una observación en mayo de 193,8, al igual que a nivel regional en EE.UU. (obs: 100,82; ant: 106,58) y Reino Unido (obs: 394,74; ant: 470,38), mientras que se incrementó en Europa (obs: 234,74; ant: 212,5) y Francia (obs: 308,57; ant: 288,26) (Gráficos A8.3 y A8.4).

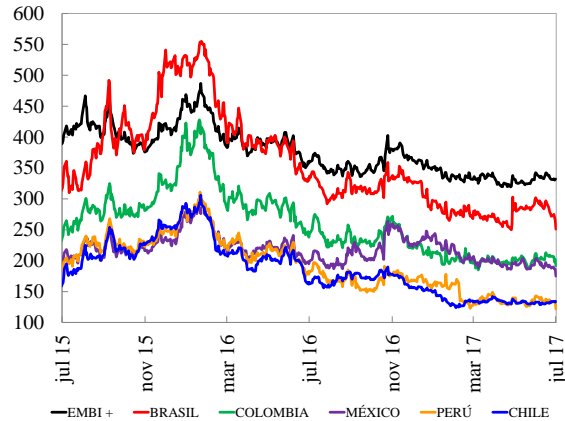
Los *Credit Default Swaps* (CDS) y los EMBI de la región presentaron un comportamiento a la baja. Los CDS a 5 años disminuyeron 31 p.b. en Brasil, 8 p.b. en México, 5 p.b. en Colombia y 2 p.b. en Perú, y el de Argentina aumentó 17 p.b. Por su parte, los EMBI se redujeron 38 p.b. en Brasil, 17 p.b. en México, 15 p.b. en Perú, 11 p.b. en Colombia y 2 p.b. en Argentina (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.