



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

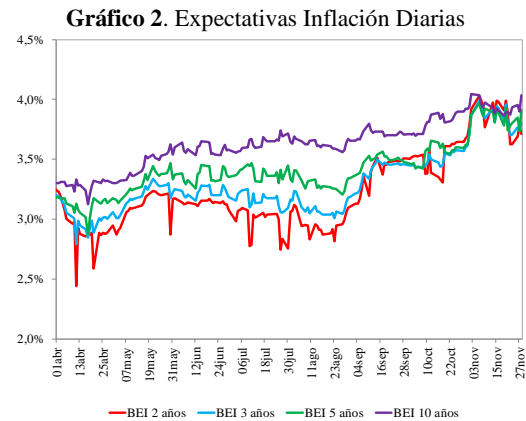
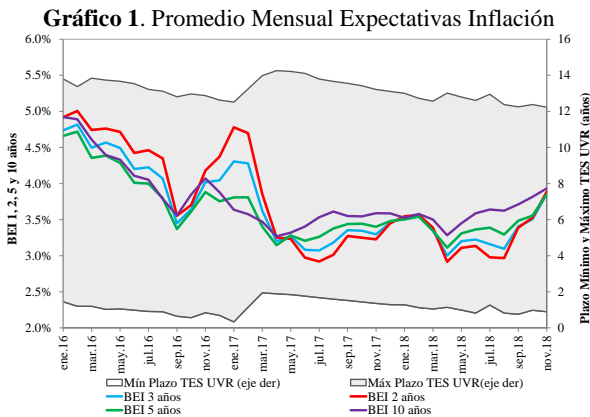
Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

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

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

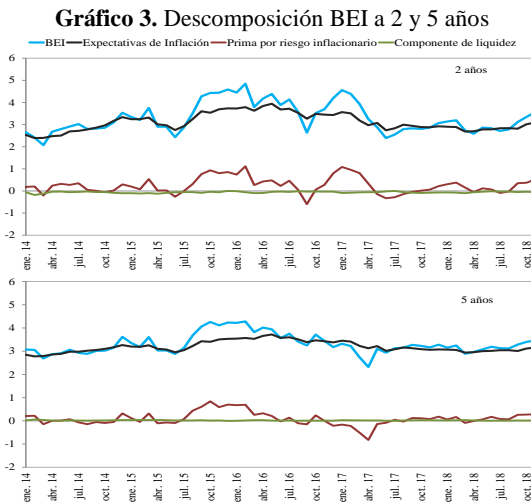
1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde la última reunión de la JDBR (26 de octubre), y con información hasta el 28 de noviembre, se observa que la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 7 p.b, 23 p.b, 31 p.b. y 14 p.b. para la estimación a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. Al 28 de noviembre el BEI a estos mismos plazos se ubicó en 3,71%, 3,81%, 3,91% y 4,03%¹, respectivamente (Gráfico 1).



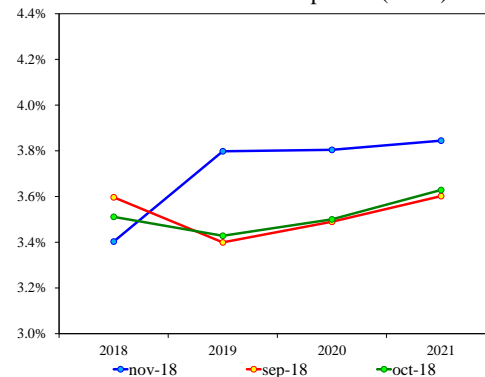
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

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 liquidez relativa² de los TES en pesos frente a los denominados en UVR³. De esta manera se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 3,09% (octubre: 3,01%) y para los próximos 5 años sea 3,16% (octubre: 3,12%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años aumentó 15 p.b. y se situó en 0,52% en noviembre, al tiempo que la de 5 años aumentó 1 p.b. y se situó en 0,28%.



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 4. Inflación esperada (FBEI)



* Promedio datos mensuales. El dato de inflación implícito estimado para 2018 se construye aplicando el BEI calculado para lo restante de 2018 y la inflación año corrido observada hasta la respectiva estimación.

Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

¹ Entre el 26 de octubre y el 28 de noviembre el BEI varió en promedio 33 p.b, 34 p.b, 29 p.b. y 12 p.b. para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente y se ubica en 3,86%, 3,84%, 3,85% y 3,94%.

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

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

El Gráfico 4 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2019, 2020 y 2021, utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), la cual corresponde a 3,81%, 3,82% y 3,81%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en noviembre es mayor al estimado en octubre y septiembre. Adicionalmente, en el mismo gráfico se presenta el dato de inflación implícito estimado para 2018, calculado utilizando la inflación año corrido observada y el BEI para lo restante del 2018. Dado que la inflación acumulada a octubre se ubicó en 2,75% y el BEI para lo restante del año anualizado es 0,62%, la estimación de la inflación para 2018 es de 3,40%, inferior al 3,51% estimado en octubre.

En cuanto a las expectativas de inflación de noviembre frente a octubre, para el cierre de 2018 estas aumentaron levemente, salvo la de *Citibank* que permaneció sin cambios y la de *Focus Economics* que disminuyó (Gráfico 5). Para el cierre de 2019, las expectativas aumentaron (Gráfico 6). De acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR) la inflación esperada a dos años (noviembre de 2020) aumentó a 3,38% frente a lo proyectado el mes anterior para octubre de 2020 (3,20%).

Gráfico 5. Inflación esperada promedio para el cierre de 2018

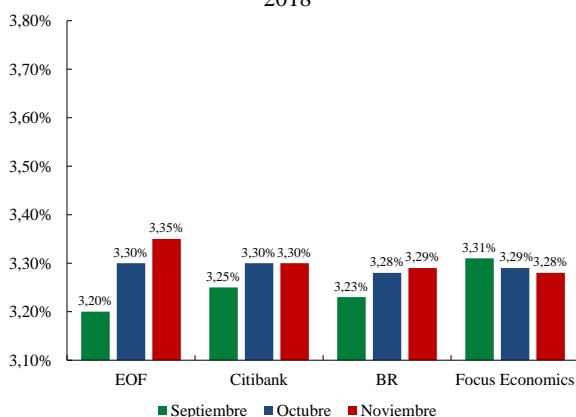
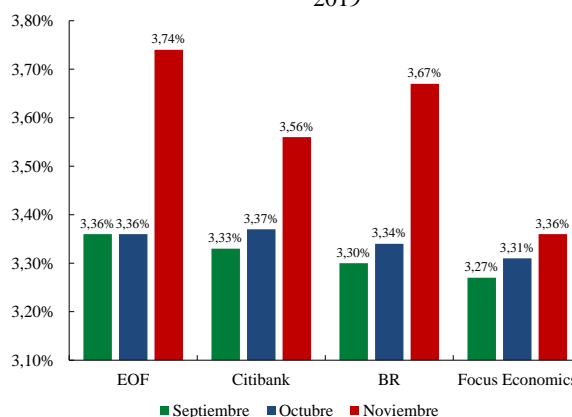


Gráfico 6. Inflación esperada promedio para el cierre de 2019



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 26 de noviembre con encuestas recolectadas entre el 13 y el 21 del mismo mes, los de *Citibank* el 28 de noviembre. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 9 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 6 de noviembre, con encuestas entre el 30 de octubre y el 4 de este mismo mes.

En resumen, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de noviembre aumentó levemente para 2018 a 3,31% desde el 3,29% observado en octubre. Para 2019, la expectativa aumentó a 3,58% desde el 3,35% observado en octubre. Por su parte, durante el periodo el BEI aumentó en todos los tramos.

Análisis de las curvas de rendimiento de los TES denominados en pesos y UVR⁴

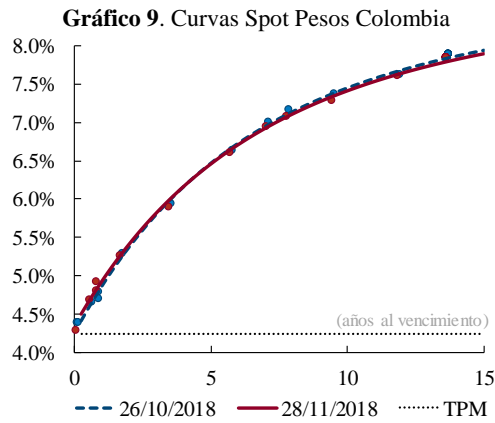
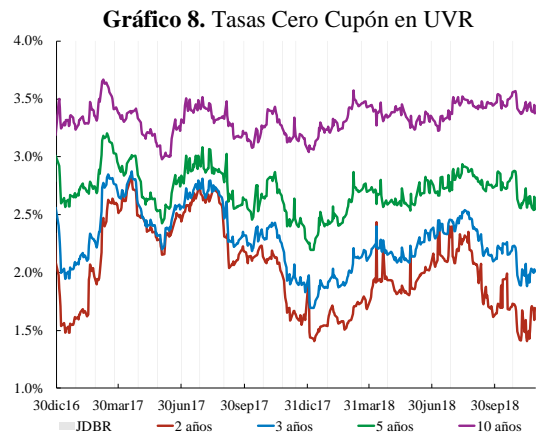
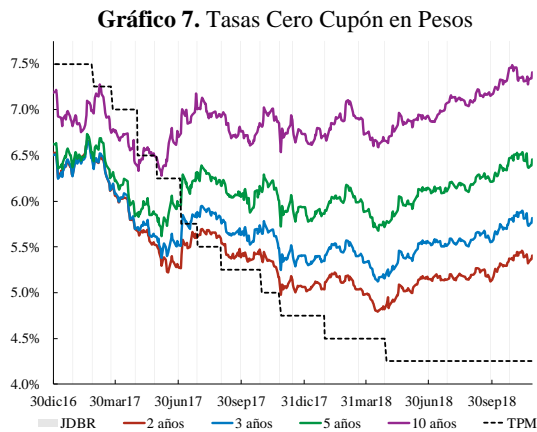
Entre octubre y noviembre, en promedio, el BEI aumentó en todos los segmentos en un contexto de desvalorizaciones promedio de los TES en pesos y valorizaciones de los TES UVR. El BEI a 2 años aumentó 7 p.b. (3 p.b. por reducción de las tasas de UVR y 4 p.b. por aumento de las tasas de TES en pesos), para 3 años aumentó 23 p.b. (22 p.b. por reducción de las tasas de títulos UVR y 1 p.b. por el aumento de las tasas de TES pesos), para 5 años aumentó 31 p.b. (1 p.b. por reducción de las tasas de TES en pesos y 30 p.b. por disminución de las tasas de TES en UVR) mientras que para 10 años aumentó 14 p.b. (4 p.b. por reducción de las tasas de TES en pesos y 10 p.b. por disminución de las tasas de TES UVR).

Durante el periodo analizado las dinámicas del BEI estuvieron asociadas a las discusiones de la Ley de Financiamiento (LF) y su efecto sobre las expectativas de inflación para el 2019, lo que ha generado una alta volatilidad en el mercado. Así, se observaron dos tendencias: en la primera parte del periodo el BEI aumentó ante el incremento en las expectativas de inflación por la posible aplicación del IVA a la canasta familiar en el marco de la LF; el 21 de noviembre, una vez se conoció

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

que no se gravarían algunos ítems de la canasta familiar, el mercado ajustó sus pronósticos de inflación para 2019 por debajo a los proyectados inicialmente.

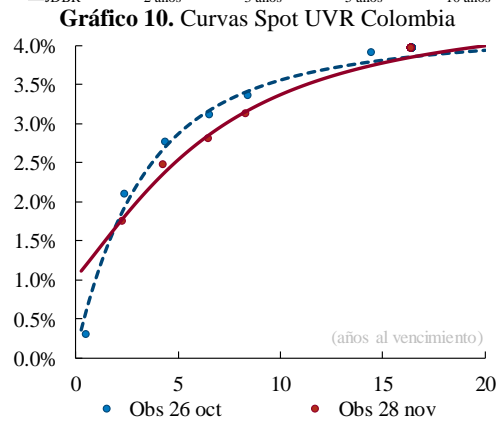
Entre el 26 de octubre y el 20 de noviembre los TES en pesos se desvalorizaron en línea con el comportamiento de la deuda pública de la región y pudieron estar relacionados con el comportamiento de los *Treasuries*, las tensiones por las decisiones de política comercial en EE.UU. y la mayor percepción de riesgo hacia economías emergentes. Según algunos participantes del mercado, desde el 21 de noviembre estos títulos han presentado valorizaciones luego de conocerse que el Gobierno retiró la propuesta de gravar con el IVA a la mayoría de productos de la canasta básica en la LF que tramita en el Congreso. Los cambios en este periodo superaron las desvalorizaciones previas. En los últimos días los operadores han señalado que las discusiones relacionadas con la LF han aumentado la incertidumbre sobre el mercado de renta fija y durante este periodo se han observado desvalorizaciones de 3 p.b. en promedio a lo largo de la curva tanto en pesos como en los tramos medio y largo de la curva UVR.



Cambios Promedio en la Curva por Plazo

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

Cifras en puntos básicos



Cambios Promedio en la Curva por Plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-3	-22	-33	-18

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

En lo corrido de noviembre, los TES denominados en UVR han presentado valorizaciones en la parte corta relacionadas con expectativas de mayor inflación en 2019 (en la primera parte del periodo) y el posible *pass through* de la tasa de cambio. No obstante, los títulos han presentado correcciones parciales dadas las modificaciones a la LF. Estas valorizaciones también estuvieron influenciadas por el efecto de las estrategias estacionales de inflación. Por su parte, el tramo largo (vencimientos a partir de 5 años) ha seguido el comportamiento de la parte larga de TES en pesos.

Desde la última reunión de la JDBR la pendiente de la curva de rendimientos de TES denominados en UVR disminuyó 15 p.b, al tiempo que la de los TES en pesos disminuyó 8 p.b. (Gráficos 11 y 12). Además, en el periodo se observó una disminución en los montos negociados.

Gráfico 11. Pendiente curva TES pesos (10-2 años) (p.b.)



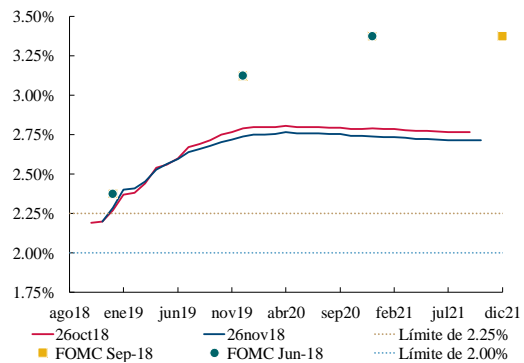
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: BR

Gráfico 12. Pendiente curva TES UVR (10-2 años) (p.b.)



Frente a lo observado el 26 de octubre y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el ritmo esperado de incrementos del rango objetivo permaneció relativamente estable y la tasa esperada para diciembre de 2018 pasó de 2,270% el 26 de octubre a 2,285% el 26 de noviembre (Gráfico 13). En este mismo periodo, la probabilidad de que en lo corrido del año ocurra un incremento adicional del rango de los fondos federales, de tal manera que en diciembre este se ubique entre 2,25% y 2,50%, aumentó de 66% a 77% (Cuadro 2 y Anexo 5).

Gráfico 13. Senda esperada Tasa Fondos Federales



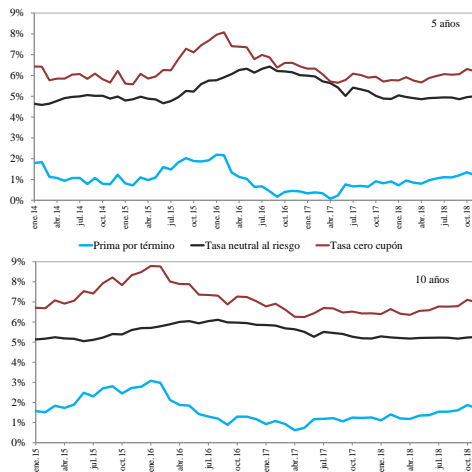
Fuente: Bloomberg.

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

	2%-2,25%	2,25%-2,5%	2,5%-2,75%
26nov18	22.9%	77.1%	0.0%
26oct18	30.7%	66.1%	3.2%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14. Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años



Fuente y Cálculos: BR

Respecto a la última reunión de la JDBR, la prima a término de los TES en pesos disminuyó 13 p.b. a 5 años y 16 p.b. a 10 años (Gráfico 14). Por su parte, la tasa neutral al riesgo aumentó 4 p.b. para 5 años y 3 p.b. para 10 años.

En síntesis, el BEI promedio aumentó durante el periodo analizado dado el aumento en las expectativas de inflación para 2019 por el aumento del IVA a la canasta familiar propuesto en el proyecto inicial de la LF. De esta forma el BEI entre el 26 de octubre y el 20 de noviembre se incrementó 30 p.b. en el tramo corto, 38 p.b. en el tramo medio y 17 p.b. en el tramo largo. Sin embargo, desde el 21 de noviembre ha disminuido 17 p.b. en el tramo corto, 22 p.b. en el tramo medio y 11 p.b. en el tramo largo.

Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región

Entre el 26 de octubre y el 27 de noviembre de 2018, la deuda pública de la región presentó un comportamiento mixto (Gráfico 15). En Brasil, la curva se valorizó como consecuencia de la percepción positiva del mercado ante la victoria de Jair Bolsonaro durante las elecciones presidenciales de octubre, y las mayores expectativas de que el banco central postergue su decisión de subir su tasa de interés dada la desaceleración de la inflación observada en octubre y primera quincena de noviembre.

En el caso de México, la curva se desvalorizó significativamente ante: i) la incertidumbre que generó la consulta popular impulsada por el presidente electo y que llevó a la cancelación de la construcción del nuevo aeropuerto de Ciudad de México, así como las iniciativas presentadas por el partido del presidente electo en el Congreso; y ii) el balance de riesgos de la inflación con un sesgo al alza que llevó al banco central a subir su tasa de referencia 25 p.b. durante su reunión de noviembre.

Finalmente, la parte corta de la curva de Perú se desvalorizó como consecuencia de las mayores expectativas de que el banco central aumente su tasa de interés el próximo año ante un aumento de las expectativas de inflación (ver Anexo 4).

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

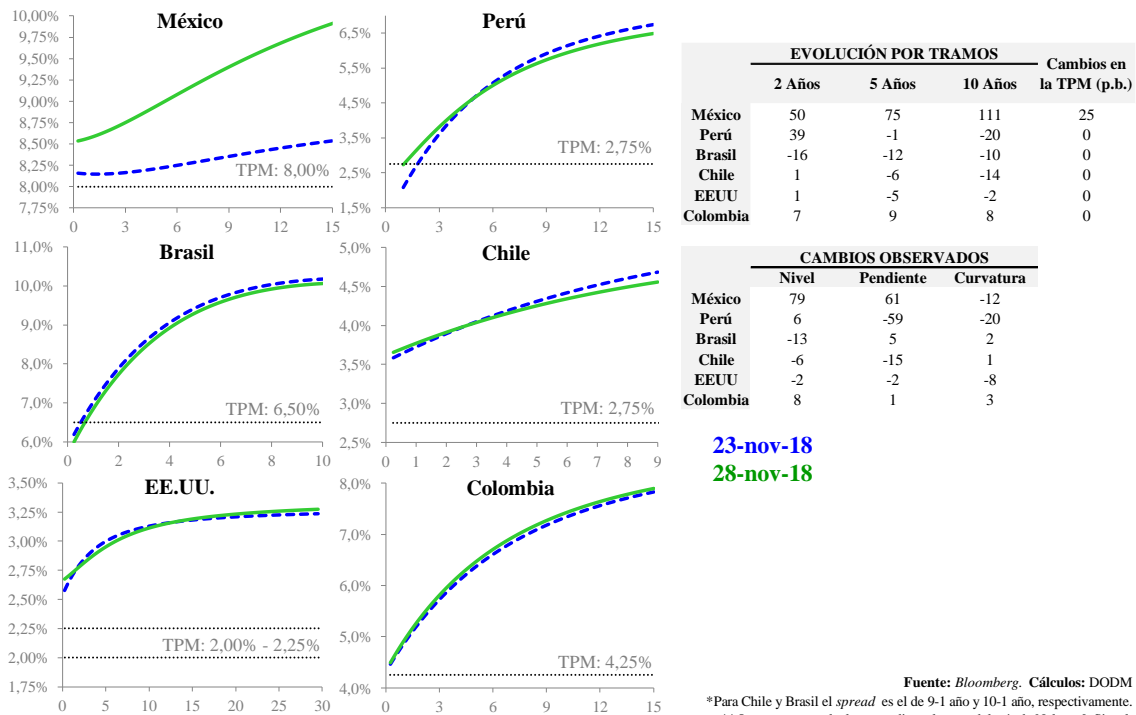
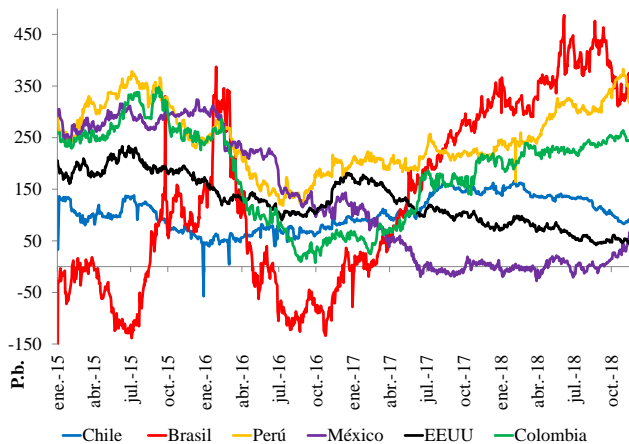


Gráfico 16. Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU.*



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 se redujo a 243 p.b. (ant: 261 p.b.). Las pendientes de Brasil, Perú, Chile, México y EE.UU. se sitúan en 327 p.b, 307 p.b, 73 p.b, 66 p.b. y 39 p.b, respectivamente. La pendiente de EE.UU. continuó disminuyendo, ubicándose en niveles bajos no observados desde el 2007.

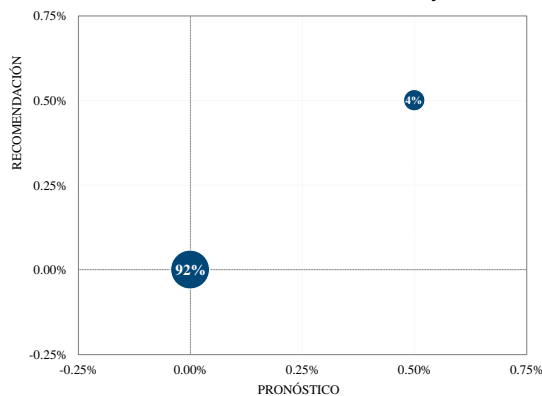
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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)

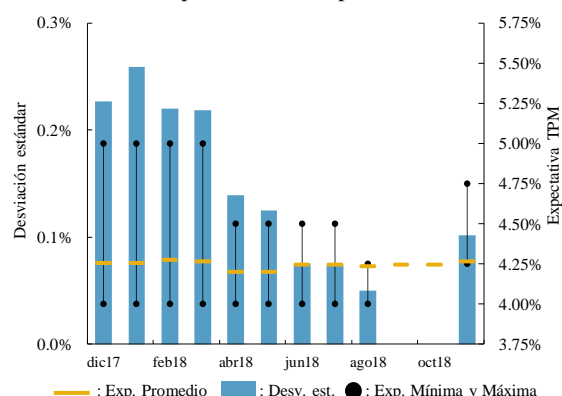
Las encuestas indican que la mayoría de los agentes del mercado esperan que la JDBR mantenga la tasa de interés de referencia en 4,25% en su reunión de diciembre. Por un lado, según la EOF⁵ los encuestados estiman que la tasa media se ubicará en 4,33%. Por el otro lado, según la encuesta de expectativas de analistas de mercados financieros de *Citibank*⁶ se encuentra que, de las 24 entidades encuestadas, el 92% no espera ni recomienda cambios en la TPM, el 4% espera y recomienda un incremento de 50 p.b. y el 4% restante no espera cambios pero no realizó ninguna recomendación (Gráfico 17 y Anexo 1). En el Gráfico 18 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2018 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*, donde se observa que entre octubre y noviembre el promedio de la tasa esperada aumentó de 4,25% a 4,27%.

Gráfico 17. Encuesta sobre TPM de Anif y Citibank



Fuente: Encuestas Anif y Citibank.

Gráfico 18. Expectativas TPM para Finales de 2018



Fuente: Encuesta Citibank.

⁵ Publicada el 26 de noviembre. Datos recolectados entre el 13 y el 21 de noviembre.

⁶ Encuesta publicada el 28 de noviembre.

Gráfico 19. Expectativas TPM para la próxima reunión

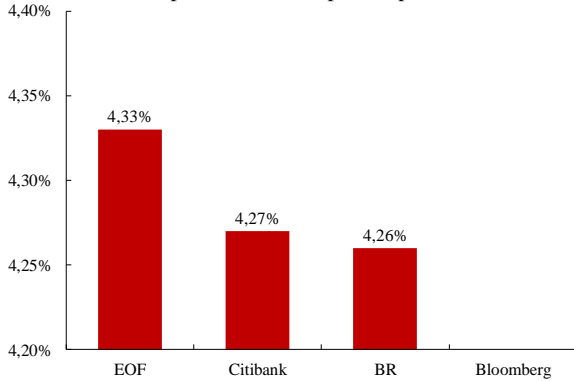
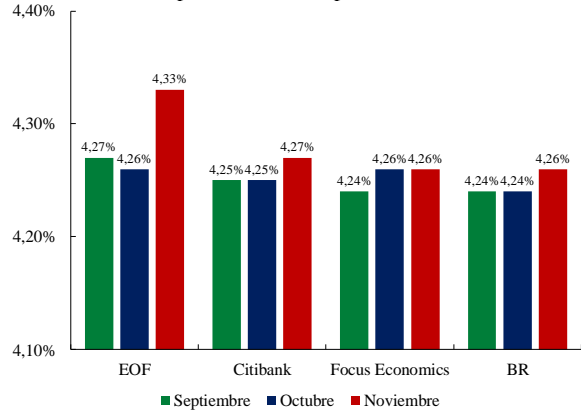


Gráfico 20. Expectativas TPM para diciembre de 2018

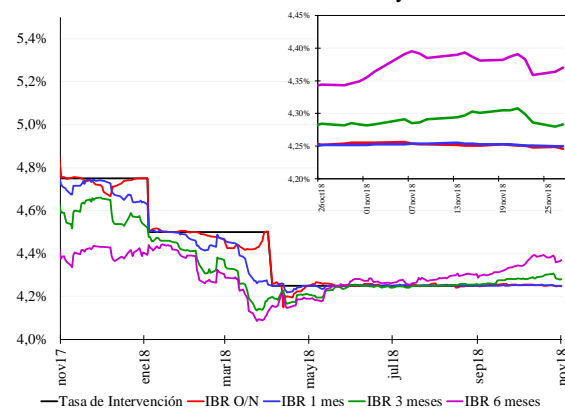


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 26 de noviembre con encuestas recolectadas entre el 13 y el 21 del mismo mes, los de Citibank el 25 de noviembre. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 9 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 6 de noviembre, con encuestas entre el 30 de octubre y el 4 de este mismo mes. Los datos de Bloomberg se actualizaron el 28 de noviembre.

En los Gráficos 19 y 20 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para la reunión de diciembre de 2018. En estas se observa que: i) en noviembre, el promedio de las encuestas refleja expectativas de que la JDBR mantenga la tasa de intervención en 4,25%, y ii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2018 entre octubre y noviembre ha aumentado de 4,25% a 4,28%.

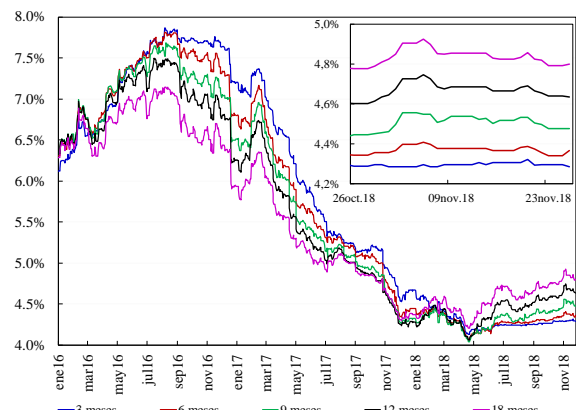
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 21 muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. Desde la reunión de la JDBR de octubre de 2018, las tasas IBR a 1 y 3 meses no han cambiado, mientras que la tasa IBR a 6 meses ha subido 3 p.b. El día posterior a dicha reunión, las tasas del IBR a 1, 3 y 6 meses permanecieron inalteradas. Entre el 21 y el 23 de noviembre, las tasas IBR a 3 y 6 meses disminuyeron 2 p.b. y 3 p.b, respectivamente, después de que Gobierno decidiera retirar de la LF la propuesta de gravar con IVA la canasta básica. Así, el 27 de noviembre las tasas IBR a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 4,25%, 4,28% y 4,37%, respectivamente.

Gráfico 21. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BR. **Cálculos:** Banco de la República

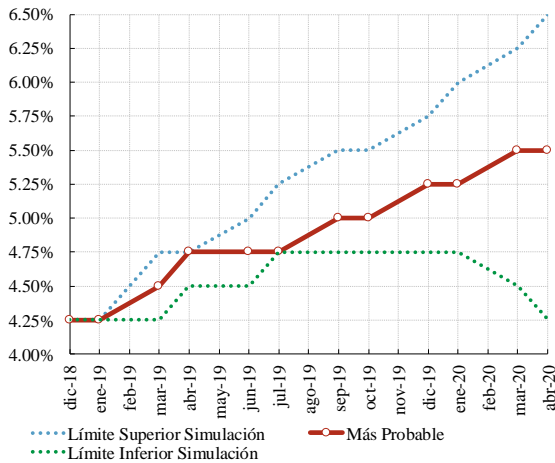
Gráfico 22. Tasas OIS



Fuente: BR. **Cálculos:** Banco de la República

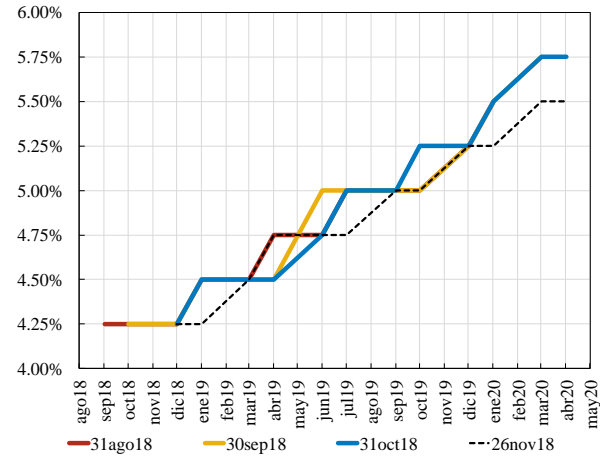
Desde el 26 de octubre, las tasas de los OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses presentaron variaciones de 0 p.b, 2 p.b, 3 p.b, 3 p.b. y 2 p.b, ubicándose el 26 de noviembre en 4,29%, 4,37%, 4,48%, 4,63% y 4,80%, respectivamente (Gráfico 22). Adicionalmente, de acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia permanezca inalterada en 4,25% y que se ubique en diciembre del 2019 en 5,25% (Gráficos 23, 24 y Anexo 6).

Gráfico 23. Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

Gráfico 24. Evolución Expectativas TPM - OIS

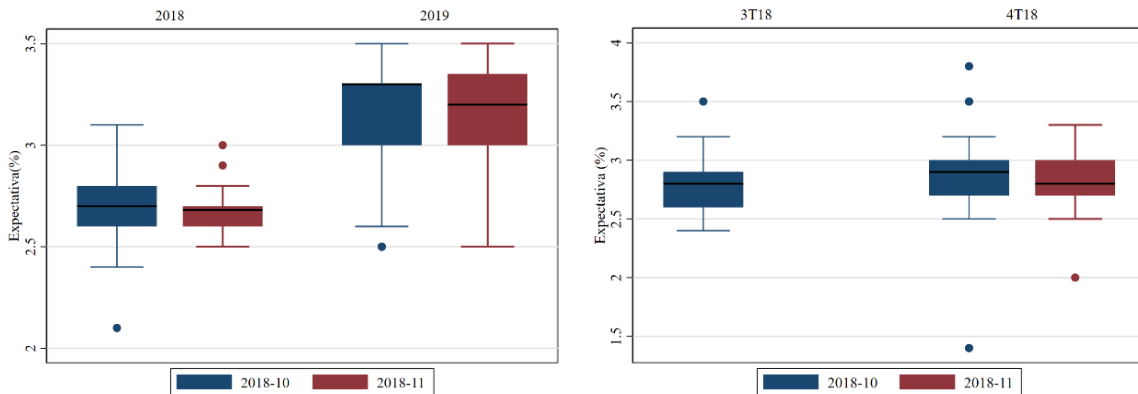


Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

b) Expectativas de Crecimiento Económico

En el Gráfico 25 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para el 2019 y 4T18 a 3,18% (ant: 3,19%) y 2,84% (ant: 2,89%), mientras que para el 2018 las expectativas permanecieron inalteradas en 2,68%.

Gráfico 25. Expectativas de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: BR. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

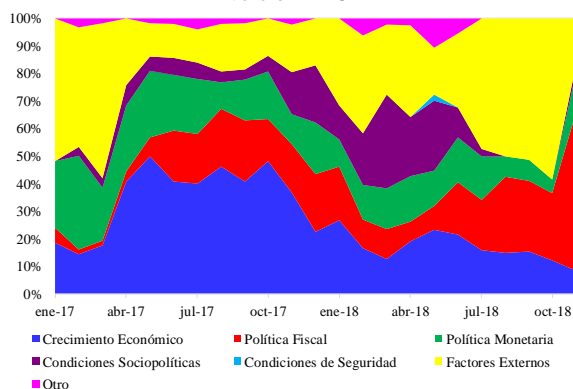
c) Información Adicional Extraída de la EOF

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 10 p.b. (ant: desvalorizaciones de 5 p.b.)⁷. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana al 2,03% (anterior: valorizaciones de 1,03%)⁸.

⁷ 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.

⁸ El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 57% resaltó la política fiscal (ant: 24%), un 17% los factores externos (ant: 59%), un 14% la política monetaria (ant: 5%), un 9% el crecimiento económico (ant: 12%) y el 3% restante indicó las condiciones sociopolíticas (ant: 0%) (Gráfico 26).

d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

Las expectativas de crecimiento económico para 2018 aumentaron en México, Perú, Brasil, Ecuador e India, disminuyeron en Argentina, y permanecieron iguales en los demás países. Los datos de inflación de octubre resultaron iguales a las expectativas del mercado en Chile, EE.UU. y China, superiores en México y Turquía, e inferiores en los demás países. La inflación se ubicó por encima del límite superior del rango meta en México (2% - 4%). Las expectativas de inflación para diciembre de 2019 disminuyeron en Brasil, Ecuador, EE.UU. y China, permanecieron iguales en Chile, México y Noruega, y aumentaron en los demás países. En Colombia, disminuyeron las proyecciones de crecimiento para 2018, la inflación observada para octubre resultó inferior a las expectativas del mercado y aumentaron las proyecciones de inflación para 2019 (Cuadro 3).

Las expectativas de crecimiento económico para 2018 aumentaron en México, Perú, Brasil, Ecuador e India, disminuyeron en Argentina, y permanecieron iguales en los demás países.

Cuadro 3. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Octubre 2018**		Esperada a Diciembre 2019		Vigente	Esperada a Diciembre 2018		Ultimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2018	
	Esp*	Obs	Oct. 2018	Nov. 2018		Oct. 2018	Nov. 2018	Esp*	Obs	Oct. 2018	Nov. 2018
Colombia	3,36%	3,33%	3,37%	3,56%	4,25%	4,25%	4,27%	2,60%	2,70%	2,69%	2,64%
Chile	2,90%	2,90%	3,00%	3,00%	2,75%	2,75%	2,75%	2,90%	2,80%	4,00%	4,00%
México	4,89%	4,90%	3,80%	3,80%	8,00%	7,80%	7,84%	2,40%	2,50%	2,13%	2,17%
Perú	1,86%	1,84%	2,43%	2,57%	2,75%	2,79%	2,76%	2,20%	2,30%	3,92%	3,93%
Brasil	4,67%	4,56%	4,22%	4,12%	6,50%	6,50%	6,50%	1,10%	1,00%	1,34%	1,39%
Ecuador	n.d.	0,33%	1,38%	0,89%	5,22%	4,95%	4,95%	n.d.	0,90%	1,34%	1,35%
Argentina	n.d.	45,90%	27,12%	28,00%	61,20%	59,42%	62,70%	-4,20%	-4,20%	-2,02%	-2,26%
EE.UU.	2,50%	2,50%	2,35%	2,30%	2,00% - 2,25%	2,50%	2,45%	3,30%	3,50%	2,90%	2,90%
India	3,60%	3,31%	4,72%	4,74%	6,50%	6,63%	6,77%	7,60%	8,20%	7,39%	7,43%
Sudáfrica	5,20%	5,10%	5,30%	5,50%	6,75%	6,60%	6,65%	1,00%	0,40%	0,70%	0,70%
China	2,50%	2,50%	2,31%	2,30%	4,35%	4,33%	4,33%	6,60%	6,50%	6,56%	6,56%
Rusia	3,60%	3,50%	4,70%	4,80%	7,50%	7,55%	7,60%	1,40%	1,30%	1,80%	1,80%
Turquía	25,00%	25,40%	19,00%	19,90%	24,00%	24,40%	24,40%	5,30%	5,20%	3,50%	3,50%
Noruega	3,40%	3,10%	2,10%	2,10%	0,75%	0,75%	0,75%	0,60%	0,60%	2,40%	2,40%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 28 de noviembre.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta enviada por el Banco Central de Chile el 5 de noviembre con plazo máximo de recepción el 9 de este mes.

México: Expectativas de inflación y crecimiento extraídas de la encuesta publicada por el Banco de México el 1 de noviembre con respuestas recibidas entre el 17 y 26 de octubre. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta de Focus Economics de noviembre.

Perú: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de noviembre.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 23 de noviembre.

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

Argentina: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de noviembre. La inflación observada corresponde a la ciudad de Buenos Aires. La TPM corresponde a la tasa de interés de los títulos LELIQ del 26 de noviembre.

EE.UU.: Expectativas extraídas de Bloomberg.

India: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de noviembre.

Sudáfrica: Expectativas extraídas de Bloomberg.

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

Rusia: Expectativas extraídas de Bloomberg.

Turquía: Expectativas extraídas de Bloomberg.

Noruega: Expectativas extraídas de Bloomberg.

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

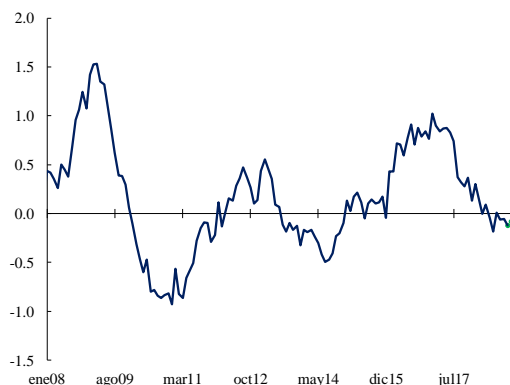
** Todos los datos corresponden al mes de octubre.

***Todos los datos corresponden a la información observada del 3T18 con respecto al 3T17, excepto Brasil, Ecuador, Argentina, India, Sudáfrica y Turquía, cuyos datos corresponden al 2T18. 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

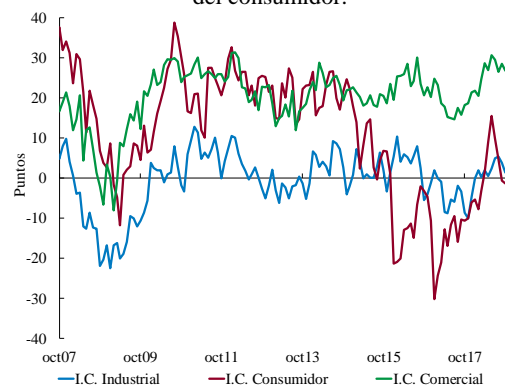
Con datos preliminares para noviembre (EOF⁹, volatilidades¹⁰ y márgenes crediticios¹¹), el índice de percepción de riesgo IDODM aumentó ligeramente entre octubre y noviembre (Gráfico 27 y Anexo 7). Su comportamiento se explicó principalmente por el aumento de los márgenes de las tasas activas frente a las de los TES para las carteras de tesorería y consumo, y por el mayor EMBI esperado.

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.

Durante el periodo se conocieron los datos de crecimiento de la producción industrial, ventas al por menor y el indicador de seguimiento a la economía para septiembre. El crecimiento de la producción industrial (obs: 2,9%; esp: 3,5%; ant: 3,9%) y el crecimiento del indicador de seguimiento a la economía (obs: 2,3%; esp: 3,0%; ant: 2,3%) se ubicaron por debajo de la esperado por el mercado, mientras que el crecimiento de las ventas al por menor se ubicó por encima de lo anticipado por los analistas (obs: 5,9%; esp: 5,2%; ant: 5,5%).

En octubre, la confianza de los consumidores presentó una disminución (obs: -1,3%; esp: -1,8%; ant: -0,7%), aunque resultó superior a lo esperado por el mercado. Esta disminución estuvo explicada por reducciones en el índice de expectativas del consumidor (obs: 3,9%; ant: 5,1%), principalmente en lo referente a las proyecciones de la situación económica del país dentro de doce meses (obs: -4,1%; ant: 1,4%). Por su parte, en octubre los índices de confianza industrial (obs: 1,3%; ant: 3,8%) y comercial (obs: 26,8%; ant: 28,6%) disminuyeron (Gráfico 28).

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 septiembre y octubre desmejoraron los indicadores de Colombia y Chile y mejoraron los de los demás países. Los indicadores de Brasil y Colombia se ubican por debajo de sus medias históricas, mientras que los de Perú, México y Chile se ubican por encima.

El Indicador de Incertidumbre en Política Económica para Colombia (IPEC) aumentó desde 133 en septiembre hasta 379 en noviembre (Gráfico 30). Este resultado se dio en un contexto en donde los principales temas que activaron el indicador estuvieron relacionados con la incertidumbre frente al futuro de la Ley de Financiamiento y las propuestas hechas por el nuevo Gobierno durante sus primeros cien días.

⁹ Encuesta publicada el 26 de noviembre.

¹⁰ Datos al 22 de noviembre.

¹¹ Datos al 16 de noviembre.

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

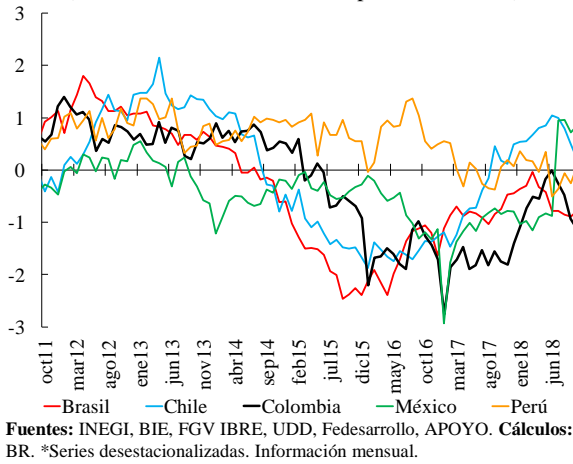
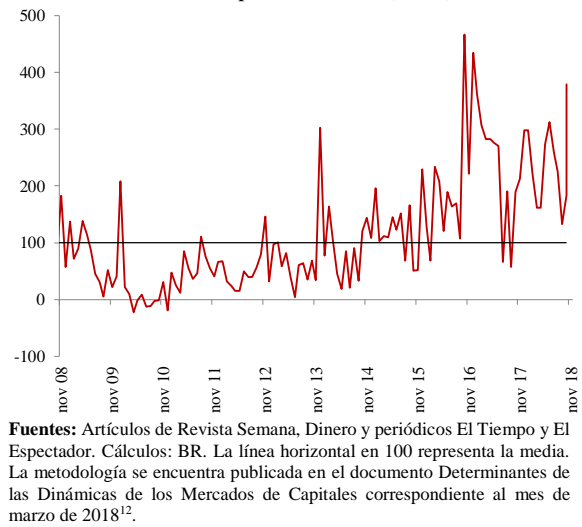


Gráfico 30. Indicador de Incertidumbre en Política Económica para Colombia (IPEC)



Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*¹³, el *Vstox*¹⁴, el *Skew*¹⁵ y el *Move*¹⁶ disminuyó, aunque continuó presentando una alta volatilidad. En el caso del mercado accionario estadounidense, la reducción de la percepción de riesgo se dio ante un menor deterioro de los índices bursátiles, en comparación con el observado en octubre. El comportamiento del *Vstox* también reflejó una incertidumbre menor a la observada en octubre en los mercados accionarios europeos, en línea con el comportamiento del mercado estadounidense. No obstante, el *Vstox* se mantiene en niveles elevados ante la incertidumbre que genera el futuro del *Brexit* y las tensiones entre el Gobierno italiano y la Comisión Europea frente a la propuesta de déficit fiscal para 2019. Por su parte, la disminución del *Move* se debió al mayor consenso entre los inversionistas frente a movimientos en la tasa de política monetaria en EE.UU. durante los próximos meses. En la región los CDS a 5 años y los EMBI aumentaron en todos los países (Gráficos 31, 32 y Anexo 8).

Gráfico 31. VIX - MOVE

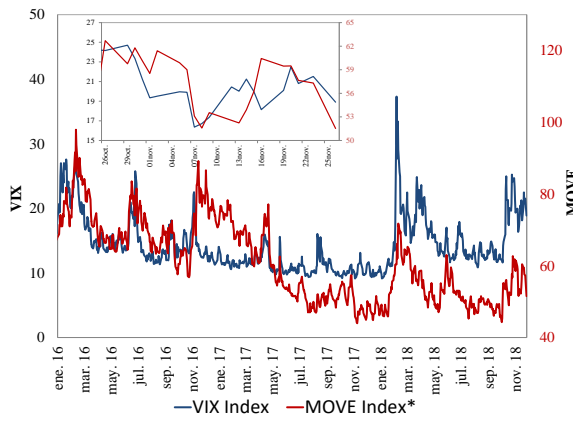
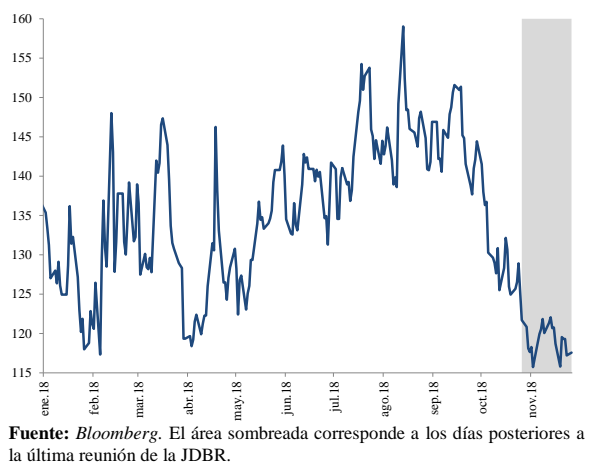


Gráfico 32. Skew del S&P500



¹² http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/amjdttes_mar_2018.pdf

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

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

¹⁵ 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.

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

4. RECUADROS/ANEXOS

Cuadro A1.1. Resultados Encuestas de Expectativas de Citibank de Noviembre del 2018

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
AdCap	4.25%	4.25%
Alianza Valores	4.25%	4.25%
Anif	4.25%	4.25%
Asobancaria	4.25%	4.25%
Axa Colpatria	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%	
BBVA	4.25%	4.25%
BTG Pactual	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%	4.25%
Corficolombiana	4.25%	4.25%
Credicorp Capital	4.75%	4.75%
Fiduprevisora	4.25%	4.25%
Grupo Bancolombia	4.25%	4.25%
Itaú	4.25%	4.25%
JP Morgan	4.25%	4.25%
Moody's Economy Positiva	4.25%	4.25%
Ultraserfinco	4.25%	4.25%
Promedio	4.27%	4.27%
Mediana	4.25%	4.25%
STDV	0.10%	0.10%
Máximo	4.75%	4.75%
Mínimo	4.25%	4.25%

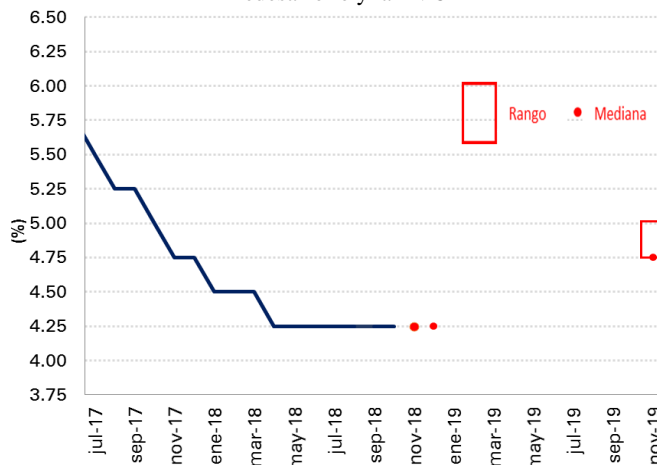
RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.25%	96%	22
4.50%	0%	0
4.75%	4%	1
Total	100%	23

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.25%	96%	23
4.50%	0%	0
4.75%	4%	1
Total	100%	24

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

Participantes	2018	2019	2020
AdCap	3.31%	3.71%	3.15%
Alianza Valores	3.43%	3.90%	3.30%
Anif	3.34%	3.48%	3.50%
Asobancaria	3.30%	3.50%	3.40%
Axa Colpatría	3.30%	3.40%	3.00%
Banco Agrario	3.35%	3.41%	3.18%
Banco Davivienda	3.36%	4.42%	
Banco de Bogotá	3.14%	3.36%	3.00%
Banco de Occidente	3.35%	4.08%	3.87%
BBVA	3.42%	3.26%	3.12%
BTG Pactual	3.25%	3.28%	3.00%
Casa de Bolsa	3.29%	3.90%	3.80%
Citibank	3.32%	3.70%	3.00%
Colfondos	3.30%	3.20%	3.10%
Continuum Economics	3.21%	3.45%	3.35%
Corficolombiana	3.30%	3.80%	3.50%
Credicorp Capital	3.20%	3.55%	3.20%
Fiduprevisora	3.28%	3.47%	3.82%
Grupo Bancolombia	3.40%	3.40%	3.20%
Itaú	3.20%	3.20%	3.00%
JP Morgan	3.33%	3.74%	3.40%
Moodys Economy	3.20%	3.40%	3.30%
Positiva	3.37%	3.50%	3.00%
Ultraserfinco	3.20%	3.41%	3.50%
Promedio	3.30%	3.56%	3.29%
Mediana	3.30%	3.48%	3.20%
STDV	0.08%	0.29%	0.27%
Máximo	3.43%	4.42%	3.87%
Mínimo	3.14%	3.20%	3.00%

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



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera.

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

Encuestas realizadas entre el 30 de octubre y el 4 de noviembre

Empresa		Estimación 2019		Estimación 2020	
1	ANIF	4,75%	-		
2	Banco Davivienda	4,75%	-		
3	Banco de Bogotá	4,75%	4,75%		
4	Bancolombia	4,75%	5,25%		
5	Barclays Capital	4,75%	-		
6	BBVA Research	4,75%	5,00%		
7	BTG Pactual	5,00%	-		
8	CABI	4,75%	-		
9	Capital Economics	5,00%	5,00%		
10	Citigroup Global Mkts	4,75%	-		
11	Corficolombiana	4,75%	-		
12	Credicorp Capital	5,00%	5,00%		
13	Ecoanalítica	4,75%	4,75%		
14	Fedesarrollo	4,50%	-		
15	Fitch Solutions	4,75%	5,25%		
16	Goldman Sachs	5,00%	-		
17	HSBC	4,50%	4,50%		
18	Itaú BBA	4,75%	4,75%		
19	JPMorgan	5,25%	-		
20	Moody's Analytics	4,75%	5,25%		
21	Nomura	5,00%	5,00%		
22	Oxford Economics	4,50%	4,50%		
23	Positiva Compañía de Seguros	4,25%	4,00%		
24	Scotiabank	5,50%	5,50%		
25	UBS	5,00%	-		
26	Ultraserfinco	5,00%	-		
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.	
4,00%	0	0,00%	1	4,17%	
4,25%	1	4,00%	0	0,00%	
4,50%	3	12,00%	2	8,33%	
4,75%	13	52,00%	3	12,50%	
5,00%	7	28,00%	4	16,67%	
5,25%	1	4,00%	3	12,50%	
5,50%	1	4,00%	1	4,17%	
Media	4,82%		4,89%		
Mediana	4,75%		5,00%		

Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre la inflación para 2019 y 2020
Encuestas realizadas entre el 30 de octubre y el 4 de noviembre

Empresa		Estimación 2019		Estimación 2020	
1	ANIF	3,50%	-	-	-
2	Banco Davivienda	3,58%	-	-	-
3	Banco de Bogotá	3,01%	3,01%	3,01%	3,01%
4	Bancolombia	3,40%	3,20%	3,20%	3,20%
5	Barclays Capital	3,34%	-	-	-
6	BBVA Research	3,16%	3,12%	3,12%	3,12%
7	BTG Pactual	3,32%	-	-	-
8	CABI	4,00%	-	-	-
9	Capital Economics	4,10%	3,40%	3,40%	3,40%
10	Citigroup Global Mkts	3,00%	-	-	-
11	Credicorp Capital	3,30%	3,10%	3,10%	3,10%
12	Ecoanalítica	3,41%	4,18%	4,18%	4,18%
13	EIU	3,00%	2,80%	2,80%	2,80%
14	Fitch Solutions	3,30%	3,50%	3,50%	3,50%
15	Goldman Sachs	3,00%	-	-	-
16	HSBC	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%
17	Itaú BBA	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
18	JPMorgan	3,50%	-	-	-
19	Kiel Institute	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
20	Moody's Analytics	3,53%	3,46%	3,46%	3,46%
21	Nomura	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
22	Polinomics	3,60%	-	-	-
23	Positiva Compañía de Seguros	3,26%	3,00%	3,00%	3,00%
24	Scotiabank	3,60%	3,60%	3,60%	3,60%
25	Société Générale	-	3,19%	3,19%	3,19%
26	Standard Chartered	3,70%	4,20%	4,20%	4,20%
27	UBS	3,30%	-	-	-
28	Ultraserfinco	3,41%	-	-	-
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.	
2,75%-3,00%	0	0,00%	1	5,88%	
3,00%-3,25%	8	29,63%	9	52,94%	
3,25%-3,50%	10	37,04%	3	17,65%	
3,50%-3,75%	7	25,93%	2	11,76%	
3,75%-4,00%	0	0,00%	0	0,00%	
4,00%-4,25%	2	7,41%	2	11,76%	
4,25%-4,50%	0	0,00%	0	0,00%	
4,50%-4,75%	0	0,00%	0	0,00%	
4,75%-5,00%	0	0,00%	0	0,00%	
Media		3,36%		3,30%	
Mediana		3,34%		3,19%	

Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de octubre, 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 0 p.b, 0 p.b. y 1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones de 0 p.b, 1 p.b. y 0 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 31 de octubre el Gobierno radicó ante el Congreso el proyecto de Ley de Financiamiento con el objetivo de cubrir el faltante del Presupuesto General de la Nación (PGN) del 2019. La propuesta apunta a un recaudo de \$19.4 billones (\$5.4 billones más de los necesarios para cubrir el PGN), de los cuales \$11.4 billones resultarían de una ampliación de la canasta de productos gravables con IVA, (aunque la tarifa general se reduciría a 18% en 2019 y a 17% en 2021). Algunos agentes del mercado señalaron que lo anterior podría generar presiones inflacionarias el año próximo, a lo que se sumarían otros factores como la depreciación del peso colombiano y una mayor probabilidad de ocurrencia del Fenómeno del Niño. Entre el 31 de octubre y el 1 de noviembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -1 p.b, -2 p.b. y -4 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -10 p.b, -11 p.b. y -6 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El Dane publicó el 3 de noviembre la variación del índice de precios al consumidor de octubre, ubicándose en 0,12% mes a mes. Dicho resultado estuvo por debajo de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,15%), del dato extraído de la encuesta del BR (0,14%) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2017 (0,38%). La variación anual fue 3,33%¹⁷ (esp: 3,36%). Entre el 2 y el 6 de noviembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 4 p.b, 2 p.b. y -4 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -7 p.b, -7 p.b. y -3 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 14 de noviembre *Fitch Ratings* mantuvo en «BBB» la calificación de riesgo soberano de Colombia, y dejó en *estable* su perspectiva; no obstante, resaltó que la deuda pública permanece sensible a los movimientos en el tipo de cambio y a las tasas de interés, pero confía en que el país saque adelante la Ley de Financiamiento toda vez que «generar nuevos ingresos netos a partir de la reforma tributaria propuesta es clave para lograr el objetivo (de la regla fiscal), así como para cumplir con las presiones del gasto, como la de la crisis migratoria que viene de Venezuela». Además, la entidad resaltó que las perspectivas de crecimiento se están consolidando hacia el potencial de crecimiento de mediano plazo de 3,5%, después de tres años de bajo desempeño. Para el próximo año la agencia proyecta una expansión del PIB de 3,3% y de 3,5% para el 2020.

El 15 de noviembre se conoció que la economía colombiana se expandió en el 3T18 un 2,7% interanual (esp: 2,6%), por encima del 1,7% registrado en el mismo periodo del año anterior. En términos trimestrales, el PIB registró una leve expansión de 0,2% entre julio y septiembre, respecto del trimestre anterior. De esta forma, entre enero y septiembre, la economía acumuló un crecimiento de un 2,5% frente al mismo periodo del año pasado. Entre el 15 y el 16 de noviembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -5 p.b, -6 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 -4 p.b, -4 p.b. y -3 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 21 de noviembre el Gobierno retiró su propuesta de gravar con el IVA a la mayoría de productos de la canasta básica en el marco de la LF que estaba en trámite en el Congreso, lo cual constituía la principal propuesta para recaudar \$11.3 billones del total de \$14 faltantes en del PGN del 2019. Entre el 21 y el 22 de noviembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -6 p.b, -3

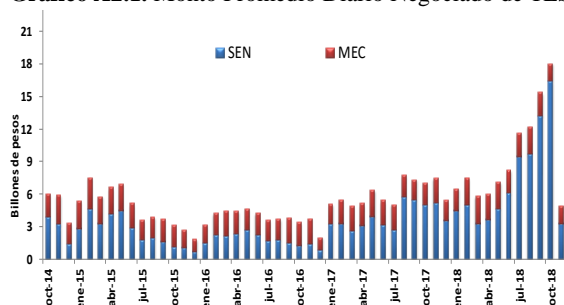
¹⁷ Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2017 (4,09%).

p.b. y -8 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 20 p.b, -7 p.b. y -6 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 28 de noviembre se conoció la propuesta, dentro del marco de la LF, de una reducción de la retención a la fuente sobre los rendimientos en las inversiones de TES de extranjeros de 14% a 5%, lo cual, según algunos analistas, podría tener un impacto significativo sobre la demanda de TES por parte de dichos inversionistas.

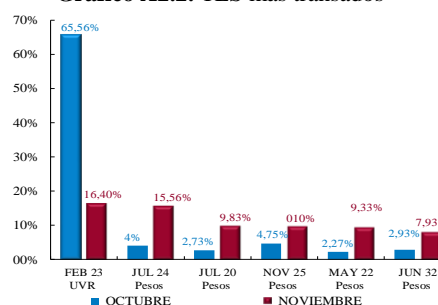
El 21 de noviembre se venció un TES en pesos emitido en el 2012 por un valor de \$4,03 billones. En lo corrido de noviembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,9 billones, inferior al observado el mes anterior (\$18 billones) y al registrado en noviembre del 2017 (\$7,4 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos más transados han sido aquellos UVR que vencen en febrero del 2023, cuya participación pasó de 65,6% a 16,4%, seguidos por los TES en pesos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 4% a 15,56% (Gráfico A2.2).

Gráfico A2.1. Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 26 de noviembre del 2018.

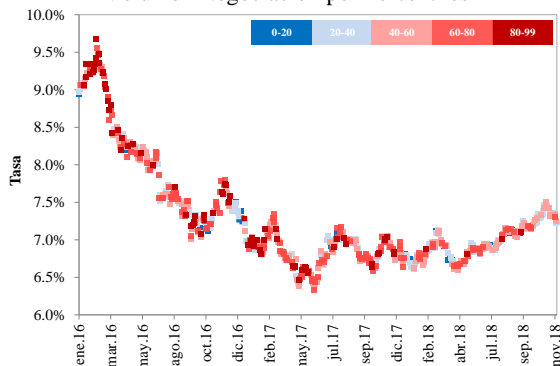
Gráfico A2.2. TES más transados*



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

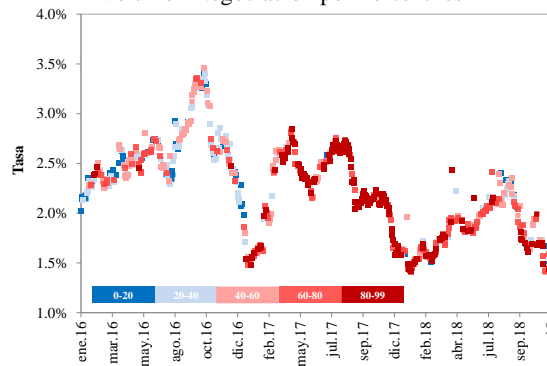
En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 2 años). En noviembre los montos de negociación del título en pesos del 2024 se han mantenido entre los percentiles 40 y 80. En el caso del título UVR del 2021, la mayoría de los días las negociaciones se situaron en los percentiles 60 y 99, niveles similares a los observados en octubre.

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



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

Gráfico A2.4. Tasa Cero Cupón TUVT 2021 y Volumen Negociación por Percentiles



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

El *bid-ask* spread promedio en noviembre aumentó frente a lo observado en octubre para los TES en pesos y se ubicó en 5,89 p.b. (octubre: 3,02 p.b, Gráfico A2.5), mientras que en el caso de TES denominados en UVR aumentó de 2,84 p.b. en octubre a 4,36 p.b. en noviembre (Gráfico A2.6). La profundidad de estos mercados (Gráficos A.7 y A2.8) disminuyó en \$4,6 mm para los títulos en pesos situándose en \$156,3 mm en noviembre (octubre: \$161 mm) y disminuyó para los TES UVR \$34 mm respecto a octubre, de tal manera que se ubicó en \$107,1 mm en noviembre (octubre \$141,8 millones).

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

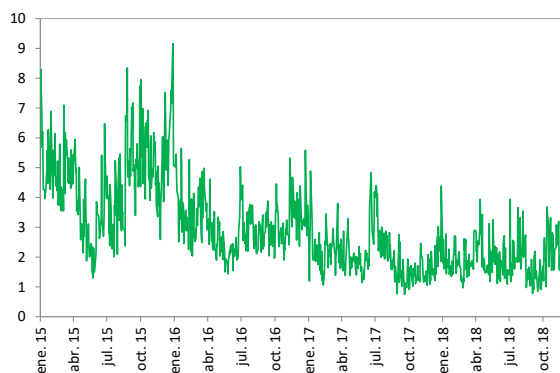
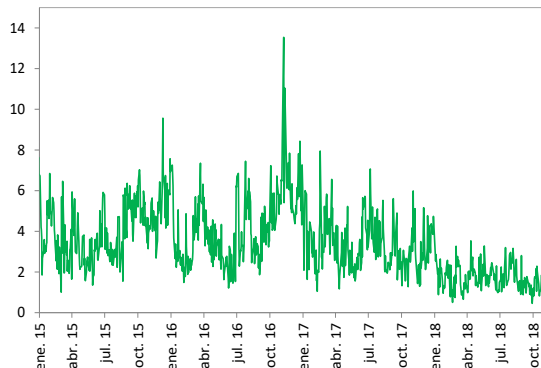


Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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*

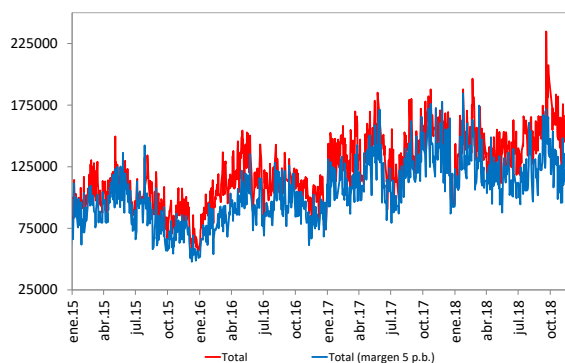
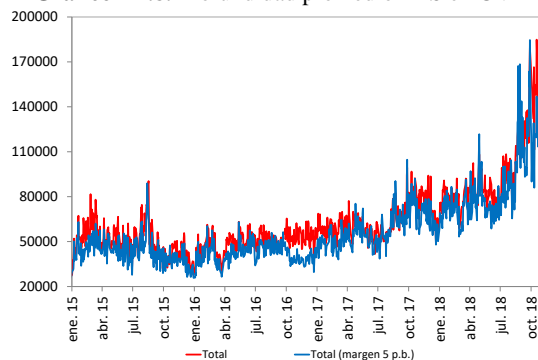


Gráfico A2.8. Profundidad promedio TES en UVR*



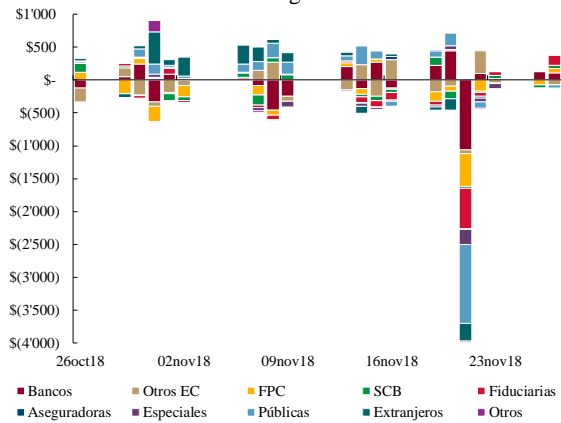
Fuente y Cálculos: Banco de la República. * Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total 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 26 de octubre los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los inversionistas extranjeros (\$1063 mm, principalmente en el tramo largo) y las entidades públicas (\$377 mm, tramo corto); al tiempo que los principales vendedores netos fueron los pasivos pensionales (\$1516 mm, tramo largo), los bancos comerciales (\$517 mm, tramos corto y largo) y entidades financieras especiales (\$507 mm, tramo corto). Las ventas netas incorporan el vencimiento de un TES el 21 de noviembre por aproximadamente \$4 billones.

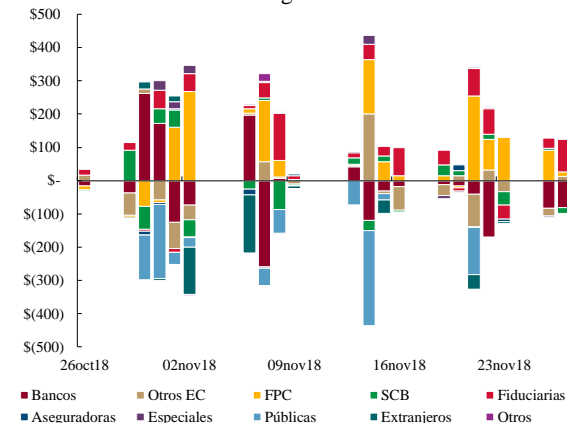
Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR han sido los pasivos pensionales (\$1037 mm, tramo medio) y terceros a través de sociedades fiduciarias y fondos de pensiones y cesantías (distintos a extranjeros, pasivos pensionales y FIC; \$647 mm y \$411 mm, respectivamente, principalmente en el tramo medio); mientras que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (\$1073 mm, tramo medio), los inversionistas extranjeros (\$381 mm, tramos medio y largo) y los bancos comerciales (\$380 mm, tramo medio) (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 2018 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$9757 mm. Adicionalmente, desde el 26 de octubre realizaron compras netas por \$2281 mm en el tramo largo, al tiempo que vendieron en neto \$1145 mm (de los cuales \$617 mm corresponden a vencimientos) y \$72 mm en los tramos corto y medio, respectivamente.

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

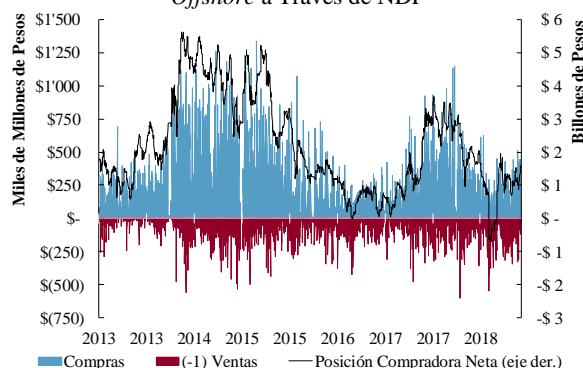
	Corrido del 2018	Corrido del 2018	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	537	4'285	(548)	464	(434)	(517)	170	(441)	(109)	(380)
Compañía de Financiamiento Comercial	9	5	(1)	-	(1)	(1)	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	352	287	(168)	(174)	314	(28)	1	(118)	(67)	(183)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	897	4'577	(716)	290	(120)	(546)	171	(558)	(176)	(563)
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(36)	58	3	5	-	8	-	-	-	-
Terceros	640	8'753	(166)	164	(1'640)	(1'642)	(122)	1'045	491	1'414
Pasivos Pensionales	139	6'444	(131)	138	(1'522)	(1'515)	(94)	711	387	1'003
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	604	8'811	(163)	169	(1'640)	(1'634)	(122)	1'045	491	1'414
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	(1'111)	(19)	(65)	(5)	(190)	(260)	38	(95)	(23)	(81)
Terceros	1'001	158	(43)	(13)	73	16	(8)	48	14	55
Extranjeros	(30)	(0)	-	-	0	0	-	-	-	-
FIC	-	(3)	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(111)	139	(108)	(19)	(117)	(243)	30	(47)	(9)	(26)
Sociedades Fiduciarias										
Propia	44	59	41	(18)	(13)	10	9	(8)	(3)	(2)
Terceros	10'533	3'957	(1'501)	(465)	2'253	288	(66)	325	137	396
Extranjeros***	9'550	(787)	(1'148)	(83)	2'323	1'092	-	(209)	(171)	(381)
FIC	508	696	(61)	(80)	(42)	(182)	(7)	102	-	95
Pasivos Pensionales	952	945	24	(157)	9	(124)	(39)	35	38	34
Total Sociedades Fiduciarias	10'577	4'016	(1'460)	(483)	2'240	297	(57)	317	134	394
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	518	627	57	21	(27)	51	(10)	(6)	(8)	(24)
Terceros	7	-	-	-	(1)	(1)	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	7	-	-	-	(1)	(1)	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	524	627	57	21	(28)	50	(10)	(6)	(8)	(24)
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	11'595	13'593	(1'674)	(312)	456	(1'530)	(159)	1'309	608	1'758
Total Entidades Financieras Especiales**	371	17	(720)	(34)	247	(507)	(10)	56	53	99
Total Entidades Públicas****	3'446	2'932	427	6	(56)	377	-	(693)	(379)	(1'073)
Otros****	(87)	114	(102)	50	163	110	(1)	22	0	21
Extranjeros	237	5	3	11	(43)	(29)	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	16'222	21'233	(2'786)	-	689	(2'096)	-	136	107	242

Fuente: BR. Información actualizada al 27 de noviembre del 2018. 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). ** 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, con información al 26 de noviembre, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$3917 mm y ventas por \$2442 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$4824 mm y de ventas por \$3215 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$152 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 \$1401 mm el 26 de octubre a \$1554 mm el 26 de noviembre del 2018.

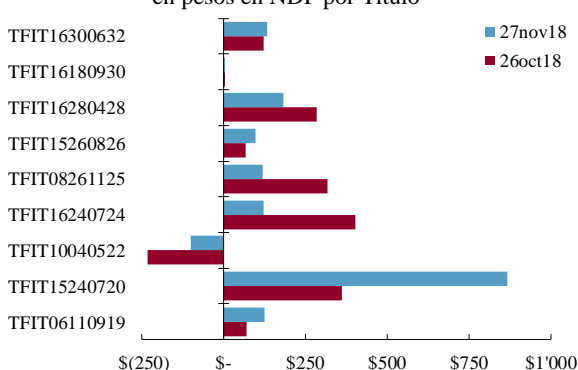
Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los TES que vencen en 2019, 2020, 2022, 2026 y 2032, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2024, 2025 y 2028, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2030 (Gráfico A3.4).

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



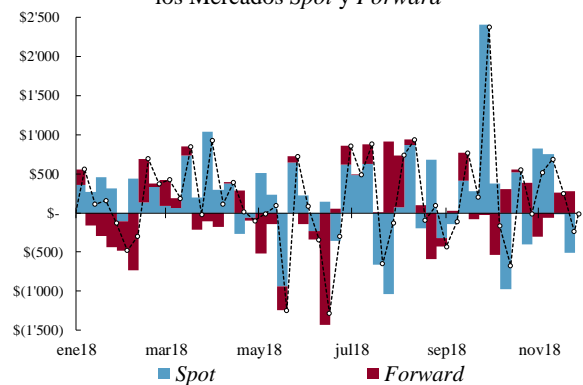
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



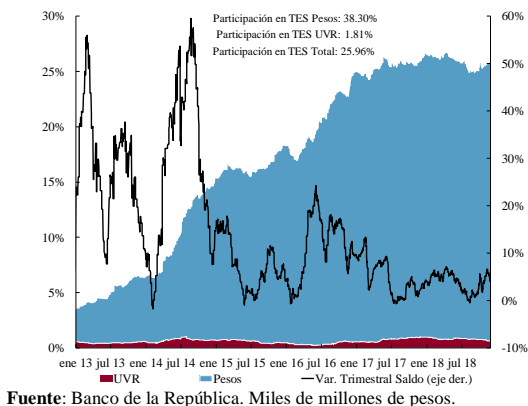
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

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.

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

	2017			Corrido de 2018			sep-18			oct-18			Corrido de nov-18		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 7641	\$ (2'162)	\$ 5'479	\$ 897	\$ 1'247	\$ 2'144	\$ (3'425)	\$ (272)	\$ (3'697)	\$ 277	\$ 101	\$ 378	\$ (348)	\$ (444)	\$ (792)
Offshore	\$ 8'898	\$ 2'162	\$ 11'060	\$ 9'551	\$ (1'247)	\$ 8'304	\$ 2'960	\$ 272	\$ 3'232	\$ (45)	\$ (101)	\$ (146)	\$ 606	\$ 444	\$ 1'049

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 26 y 27 de noviembre del 2018 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

En este periodo (26 de octubre al 27 de noviembre de 2018), la curva de Brasil presentó valorizaciones mientras que la de México presentó desvalorizaciones significativas. Los demás títulos de deuda pública de la región presentaron un comportamiento mixto.

Durante este periodo, el comportamiento de la curva de EE.UU. estuvo en línea con el desempeño del mercado accionario estadounidense. De esta manera, durante la primera mitad del periodo, la recuperación que presentó el mercado bursátil incentivó a los inversionistas a tomar posiciones más riesgosas, lo que desvalorizó los *Treasuries*. No obstante, durante las últimas semanas de noviembre el mercado bursátil revirtió las ganancias como consecuencia de los temores por la debilidad de la demanda de Apple, lo cual no solo afectó el desempeño de la compañía sino del sector tecnológico en general. Esto movió a los inversionistas a buscar activos más seguros, lo que permitió la valorización del mercado de deuda estadounidense.

Por su parte, en Brasil se observaron valorizaciones importantes en la curva como consecuencia de: i) las mayores expectativas de que el Gobierno logre pasar las reformas requeridas tras la victoria de Jair Bolsonaro en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales de finales de octubre; y ii) las expectativas de que el banco central postergue su próximo aumento de la tasa de interés de referencia tras conocerse que los datos de inflación de octubre y primera quincena de noviembre reflejaron unas menores presiones inflacionarias¹⁸.

En el caso de Perú, el tramo corto de desvalorizó significativamente como consecuencia de las mayores expectativas de que el banco central aumente su tasa de interés el próximo año ante un aumento de las expectativas de inflación dado que la inflación se encuentra cerca del punto medio del rango meta (1% - 3%). Por su parte, los tramos medio y largo de la curva de Chile se valorizaron ante el buen desempeño que presentó el índice de actividad económica (obs: 0,4% m/m; esp: 0,2%; ant: - 0,15%), y la noticia de que Chile ha crecido por encima de su potencial por cuatro trimestres consecutivos y el mercado laboral está en condiciones mejores a las esperadas por el mercado.

Por último, las desvalorizaciones de la curva de México estuvieron explicadas principalmente por: i) la incertidumbre que generó la consulta popular impulsada por el presidente electo Manuel López, y que dio como resultado la cancelación de las obras del nuevo aeropuerto de Ciudad de México, valorado en 13.300 millones de dólares; ii) las iniciativas presentadas por el partido del presidente electo en el Congreso y que buscan que los bancos bajen o no puedan cobrar comisiones por algunos servicios financieros, que el banco central y la comisión de valores establezcan esquemas para reducir anualmente el cobro de comisiones, y que el Gobierno se vea obligado a futuro a solicitar consentimiento a las comunidades indígenas antes de otorgar concesiones mineras en sus territorios; iii) la revisión de la calificación crediticia de estable a negativa por parte de Fitch ante la incertidumbre y el deterioro de las políticas de la administración entrante, así como los riesgos de crecientes pasivos contingentes que enfrenta Pemex; y iv) el balance de riesgos de la inflación con un sesgo al alza que llevó al Banco Central de México a elevar la tasa de referencia 25 p.b. hasta ubicarla en 8,0% durante su reunión de noviembre.

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes¹⁹ (incluyendo Colombia) desde el 26 de octubre, en lo corrido de 2018 y en los

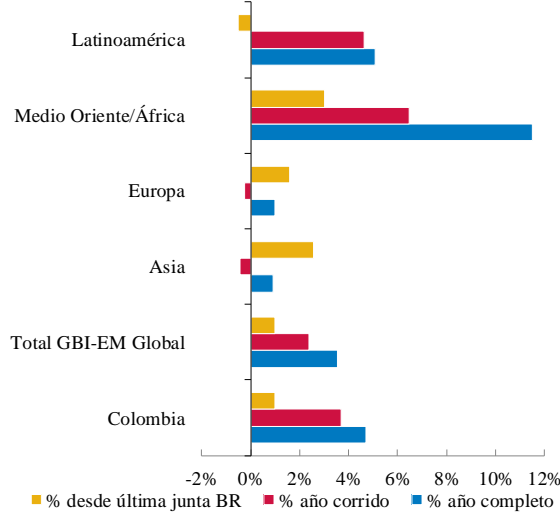
¹⁸ La inflación de octubre se ubicó en 4,56% (esp: 4,67%; ant: 4,53%). Por su parte, la inflación de la primera quincena de noviembre se ubicó en 4,39% (esp: 4,46%; ant: 4,53%), y se mantuvo por debajo del punto medio del rango meta del banco central (3% - 6%).

¹⁹ 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.

últimos 12 meses. En el periodo, los índices regionales aumentaron excepto el de Latinoamérica, el cual disminuyó 0,5%. El índice *Total GBI-EM Global* y el de Colombia aumentaron 1%.

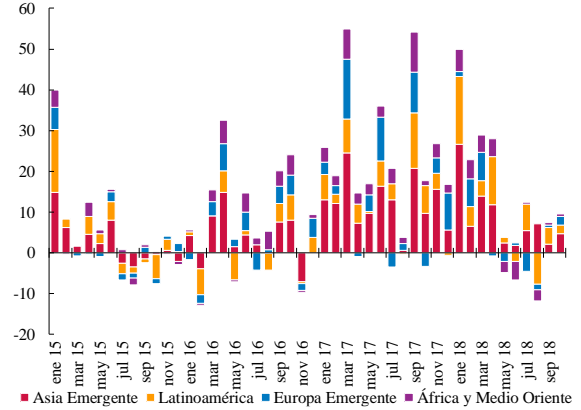
Adicionalmente, el IIF²⁰ estimó salidas de inversión de portafolio de economías emergentes en octubre por US\$7,56 mm. En particular, estimó entradas netas en los mercados de renta fija por \$9,55 mm y salidas netas de los mercados de renta variable por US\$17,10 mm. Para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó compras netas por US\$1,99 mm (Gráfico A4.3).

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



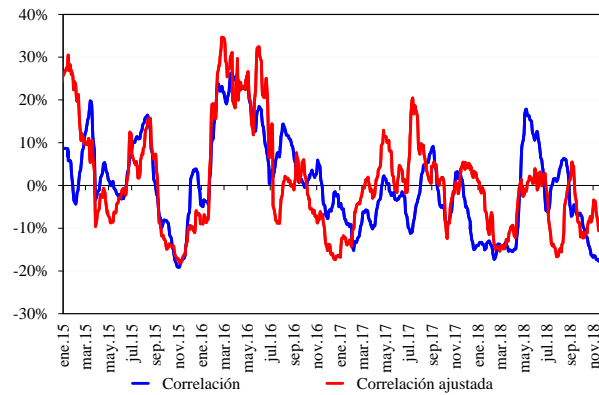
Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

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



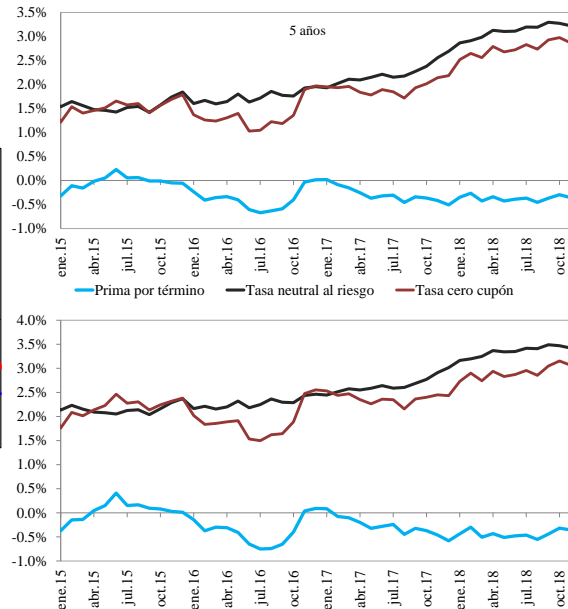
Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares.

Gráfico A4.4. Correlación Pendientes Región



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

Gráfico A4.5. Prima por vencimiento *Treasuries*



Fuente y Cálculos: Fed.

En el Gráfico A4.4 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha disminuido y se encuentra en -17,33%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (*VIX* y pendiente de Estados Unidos -línea roja) se

²⁰ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

encuentra en -11,37%. Esto refleja que el comportamiento de las pendientes continuó siendo explicado por factores idiosincráticos. Por su parte, la prima por vencimiento de los *Treasuries* disminuyó 6 p.b. para 5 años y 4 p.b. para 10 años, y se situó en -0,36% tanto a 5 como a 10 años. La tasa neutral al riesgo de estos títulos disminuyó 5 p.b. para 5 años y 10 años (Gráfico A4.5).

Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

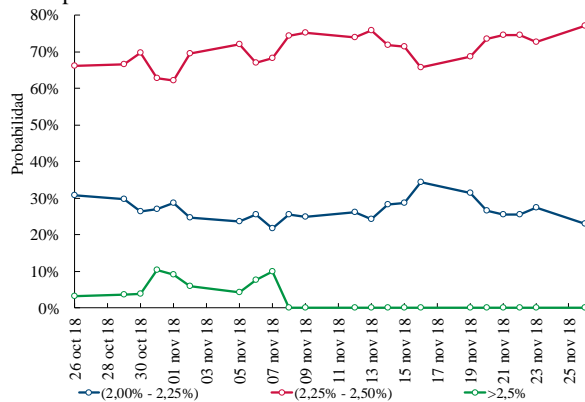
Países Desarrollados

En reuniones ordinarias, los bancos centrales de Japón (-0.1%), Inglaterra (0,75%), Australia (1,5%), Nueva Zelanda (1,75%) y EE.UU. (2%-2,25%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. El Banco Central de Islandia la incrementó 25 p.b. a 4,5% y el de Israel 15 p.b. a 0,25%, siendo este último caso inesperado por los analistas quienes pronosticaban que esta se mantuviera inalterada en 0,1%. Además, el Banco Central de Inglaterra mantuvo inalteradas sus medidas de estímulo monetario, de tal manera que seguirá manteniendo un saldo de compras de £10 mm en bonos corporativos con grado de inversión y un saldo objetivo de bonos gubernamentales de £435 mm.

En otro escenario, el Banco Central de Japón mantuvo su política de tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (*Japanese Government Bonds*) a través de la compra de bonos a un ritmo anual de ¥80 trillones. Adicionalmente, la entidad señaló que continuará con las compras de ETFs (*Exchange-Traded Funds*) y J-REITs (*Japan Real Estate Investment Trust*), de tal manera que sus tenencias crezcan a un ritmo anual de ¥6 trillones y ¥90 billones, respectivamente.

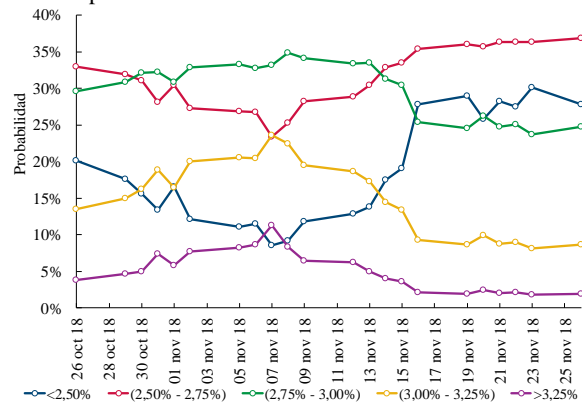
Por su parte, el escenario más probable del rango de los fondos federales para los cierres del 2018 y del 2019 son 2,25%-2,5% y 2,5%-2,75%, respectivamente, de tal forma que el mercado espera que tenga lugar un incremento adicional de este rango en lo que resta del año y otro más durante el 2019 (Gráficos A5.1 y A5.2).

Gráfico A5.1. Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de diciembre de 2018



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico A5.2. Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de diciembre de 2019



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

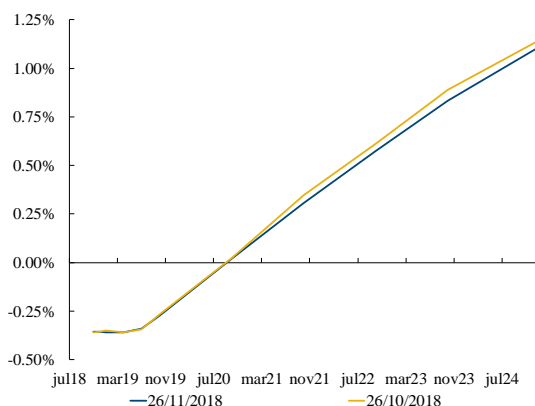
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 4T20 (octubre: 3T20; Gráfico A5.3).

Países Emergentes

Los bancos centrales de Rusia (7,5%), Bulgaria (0%), Egipto (16,75%), Hungría (0,9%), Rumania (2,5%), Polonia (1,5%), Malasia (3,25%), Serbia (3%) y Tailandia (1,5%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. Los de República Checa y Sudáfrica las incrementaron 25 p.b. a 1,75% y 6,75%, respectivamente, tal como lo esperaban los mercados,

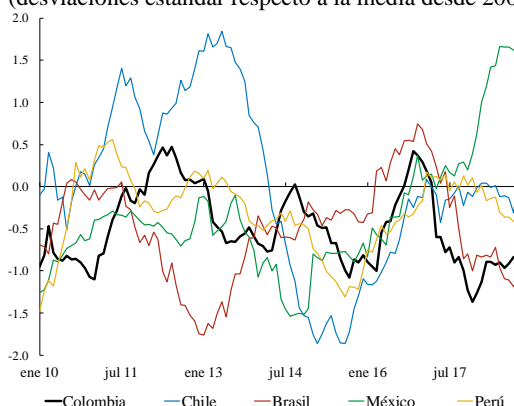
mientras que el de Indonesia la incrementó sorpresivamente 25 p.b. a 6%. En Latinoamérica, de acuerdo con lo esperado, los bancos centrales de Brasil y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 6,5% y 2,75%, respectivamente, mientras que el de México la aumentó 25 p.b. a 8%.

Gráfico A5.3. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A5.4. Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



Fuente: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

En el Gráfico A5.4 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 reales²¹ desde el año 2005. Se puede observar que en octubre las de México y Chile se ubicaron por encima de su media histórica, mientras que las de los demás países se ubicaron por debajo²².

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	dic18	ene19	mar19	abr19	jun19	jul19	sep19	oct19	dic19	ene20	mar20	abr20
6.50%												2%
6.25%											1%	8%
6.00%										0%	7%	17%
5.75%									2%	10%	21%	20%
5.50%							0%	3%	18%	29%	28%	22%
5.25%						6%	17%	32%	36%	31%	20%	15%
5.00%				14%	28%	42%	43%	32%	20%	12%	7%	
4.75%		24%	71%	75%	66%	41%	22%	12%	10%	10%	9%	
4.50%		43%	29%	11%						1%	1%	
4.25%	100%	100%	33%									0%

²¹ Deflactadas con medidas de inflación básica.

²² Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,71%; Chile 0,76%; Brasil 5,40%, México 1,73 y Perú 0,77%.

Cuadro A6.2. 31 de octubre del 2018

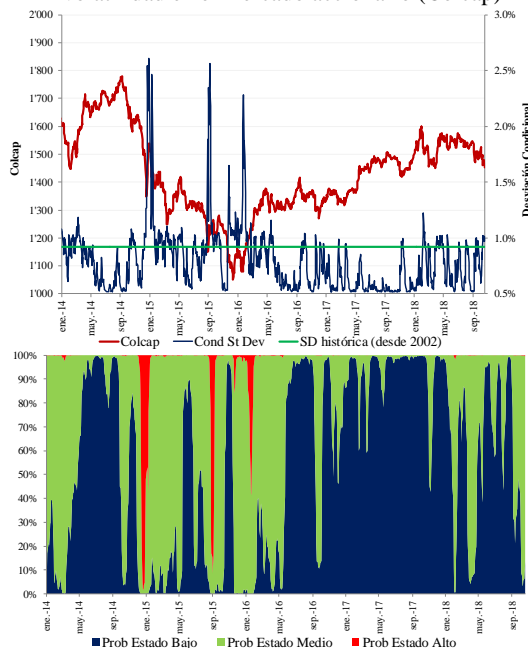
TPM	dic18	ene19	mar19	abr19	jun19	jul19	sep19	oct19	dic19	ene20	mar20	abr20
7.00%												0%
6.75%												2%
6.50%											1%	6%
6.25%									0%	7%	17%	20%
6.00%								1%	10%	23%	25%	21%
5.75%						1%	5%	18%	32%	30%	22%	15%
5.50%					13%	34%	41%	33%	23%	15%	9%	
5.25%				22%	53%	50%	35%	23%	15%	10%	7%	
5.00%			1%	32%	55%	34%	11%	5%	2%	3%	4%	4%
4.75%			99%	99%	68%	23%					0%	1%
4.50%		100%	1%									0%
4.25%												

Anexo 7. IDDM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 74,3% de agentes espera que aumente (ant.: 47,6%), mientras un 20% que se mantenga igual (ant.: 38,1%) y un 5,7% que disminuya (ant.: 14,3%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 34,3% espera que esta se mantenga estable (ant.: 43,9%), un 5,7% que aumente (ant.: 7,3%) y un 37,1% que disminuya (ant.: 29,3%)²³.

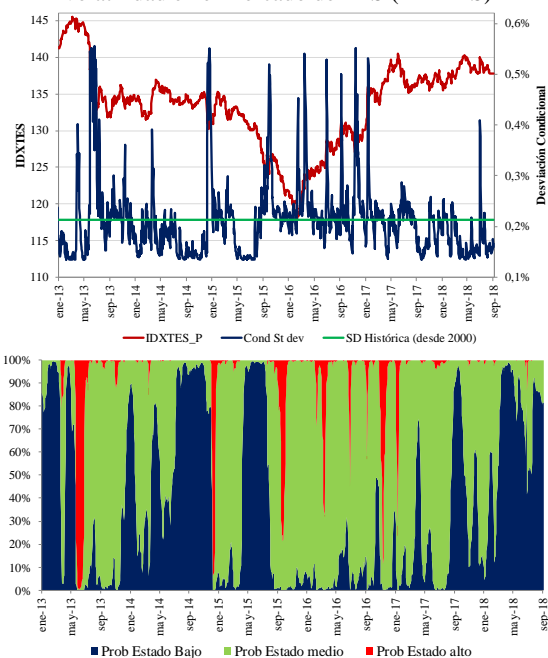
Con información al 16 de noviembre los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a octubre de 118 p.b, -36 p.b. y 24 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del margen de la cartera preferencial se explica por reducciones de las tasas activas e incrementos de las de los TES, al tiempo que el aumento en el *spread* de la cartera de consumo se explicó por un mayor aumento de las tasas activas frente a las de los TES y el de la cartera de tesorería por un aumento en las tasas activas y una disminución en las de los TES.

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)



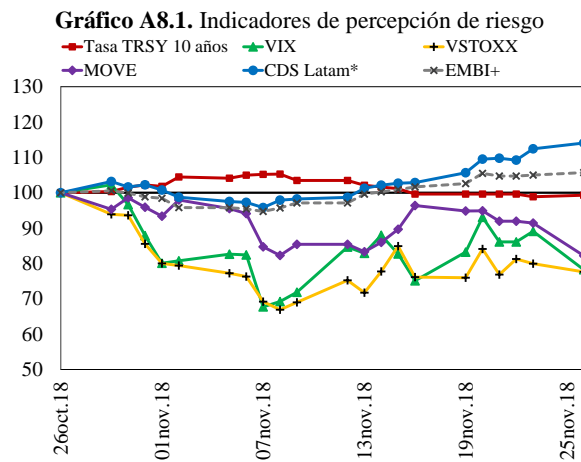
Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

²³ Al 22,9% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant.: 19,5%).

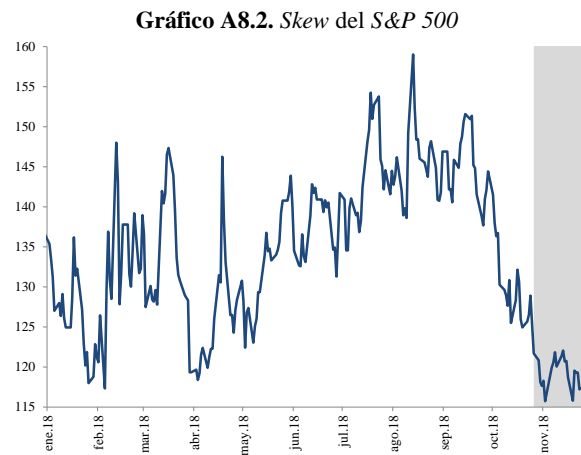
Entre el 26 de octubre y el 28 de noviembre el COLCAP se desvalorizó -0,86% explicado por la desvalorización de Cemex (-23,81%), Ecopetrol (-17,04%) y Corficolombiana (-12,32%). Este comportamiento estuvo en línea con la disminución de los precios del petróleo y el aumento en los CDS a 5 y 10 años. Para lo corrido de noviembre, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó respecto al promedio de octubre, y actualmente predomina el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1). Para lo corrido de noviembre, la volatilidad promedio del mercado de TES se mantuvo respecto a lo observado en octubre y continúa predominando el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.2).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*²⁴, el *Vstox*²⁵, el *Skew*²⁶ y el *Move*²⁷ disminuyó, aunque continuó presentando una alta volatilidad (Gráficos A8.1 y A8.2).



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



Fuente: Bloomberg.

Desde la reunión de la JDBR del 26 de octubre, se observó una reducción de la volatilidad esperada en el corto plazo en el mercado accionario estadounidense debido al menor deterioro que presentaron los índices bursátiles en comparación con lo observado en el mes de octubre. No obstante, los indicadores de percepción de riesgo en el mercado accionario estadounidense presentaron una alta volatilidad como consecuencia de la menor demanda de productos Apple y su impacto sobre las acciones del sector tecnológico. Por su parte, en los mercados accionarios europeos también se observó una reducción de la volatilidad esperada en el corto plazo ante la leve recuperación de los índices bursátiles europeos, en línea con el comportamiento del mercado accionario estadounidense. Sin embargo, el *Vstox* se mantiene en niveles elevados como consecuencia de las tensiones entre el Gobierno italiano y la Comisión Europea, y el futuro del *Brexit*. En Italia, el Gobierno se resiste a hacer modificaciones a la propuesta de 2,4% de déficit fiscal para 2019, por lo que a finales de noviembre la Comisión Europea anunció la imposición de sanciones si el Gobierno italiano se mantiene en su intención de romper las reglas fiscales establecidas por la Unión Europea. Por último, el Gobierno británico y sus contrapartes europeos llegaron a un acuerdo de *Brexit* que permitiría la salida del Reino Unido en marzo de 2019. No obstante, hay incertidumbre sobre las posibilidades que

²⁴ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

²⁵ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²⁶ 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.

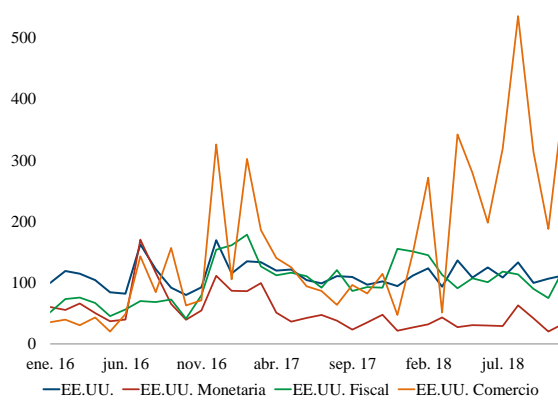
²⁷ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

tiene este acuerdo de ser aprobado por el Parlamento británico dada la fuerte oposición que enfrenta por parte de parlamentarios conservadores y laboristas.

Por otro lado, la volatilidad esperada a corto plazo en el mercado de renta fija estadounidense se redujo durante noviembre debido al mayor consenso entre los inversionistas frente a movimientos en la tasa de política monetaria en EE.UU. durante los próximos meses.

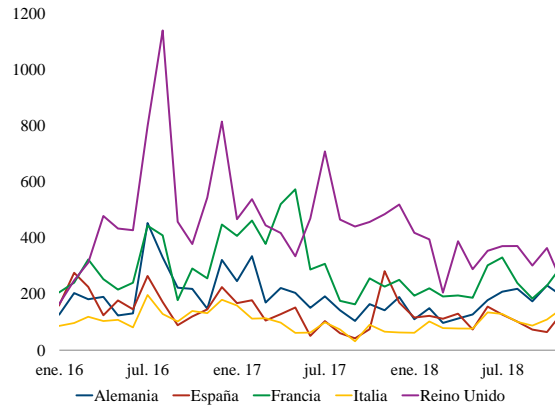
El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global aumentó desde 206 en septiembre a 222 en octubre. En EE.UU., entre septiembre y octubre aumentó el indicador específico de comercio exterior (obs: 398; ant: 188), política fiscal (obs: 122; ant: 75), política monetaria (obs: 33; ant: 20), y el indicador agregado (obs: 112; ant: 106). En Europa, el indicador agregado aumentó desde 205 a 208, y a nivel de países aumentó en España (obs: 133; ant: 65), Francia (obs: 302; ant: 231), e Italia (obs: 149; ant: 109), mientras que disminuyó en Alemania (obs: 194; ant: 231) y en Reino Unido (obs: 242; ant: 365) (Gráficos A8.3 y A8.4).

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

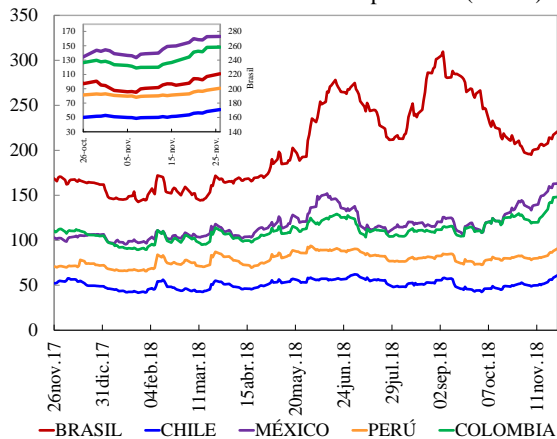
Gráfico A8.4. Incertidumbre política económica en Europa, Francia y el Reino Unido



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

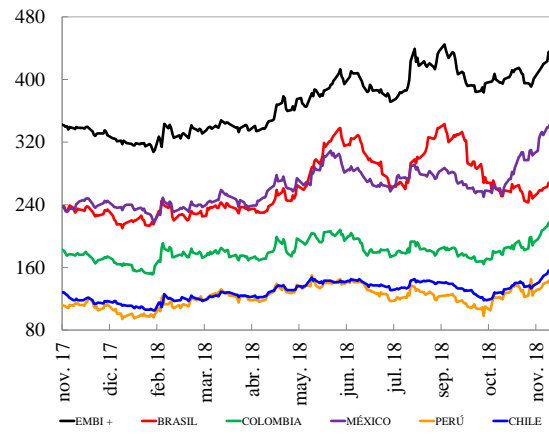
Los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI presentaron incrementos en todos los países. El CDS a 5 años aumentó 30 p.b. en Argentina, 28 p.b. en México, 22 p.b. en Colombia, 14 p.b. en Brasil, 11 p.b. en Chile y 9 p.b. en Perú. De manera similar, el EMBI aumentó 58 p.b. en México, 28 p.b. en Colombia, 25 p.b. en Argentina, 15 p.b. en Chile, 9 p.b. en Brasil y 2 p.b. en Perú (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.6. EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.