



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde la última reunión de la JDBR (30 de octubre), y con información hasta el 20 de noviembre, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 22 pb, 15 pb, 11 pb, 10 pb y 11 pb para los plazos a 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, el 20 de noviembre el BEI se ubicó en 1,79%, 2,32%, 2,66%, 3,06% y 3,53% para los plazos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, en su orden (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de desvalorizaciones de los TES en UVR del tramo corto, valorizaciones de los tramos medio y largo, y valorizaciones -en mayor medida- de los TES en pesos (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de octubre contra las tasas promedio de noviembre, se observan variaciones del BEI de -6 pb, -9 pb, -9 pb, -7 pb y 1 pb para los tramos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente.

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

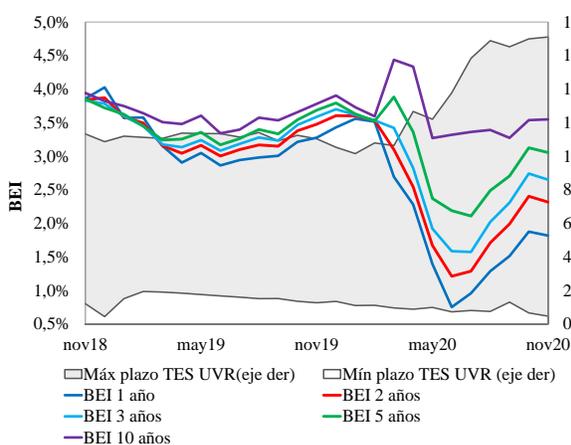
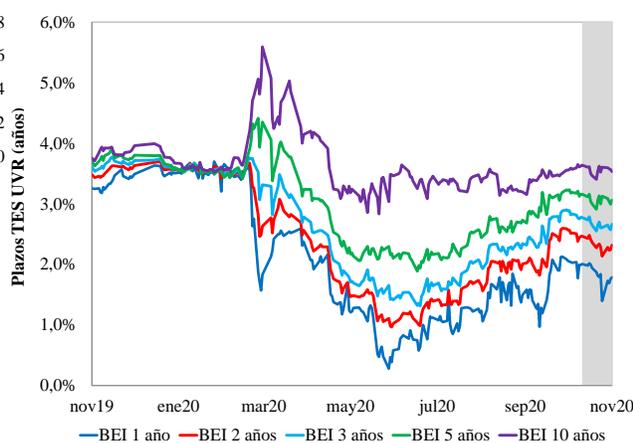


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



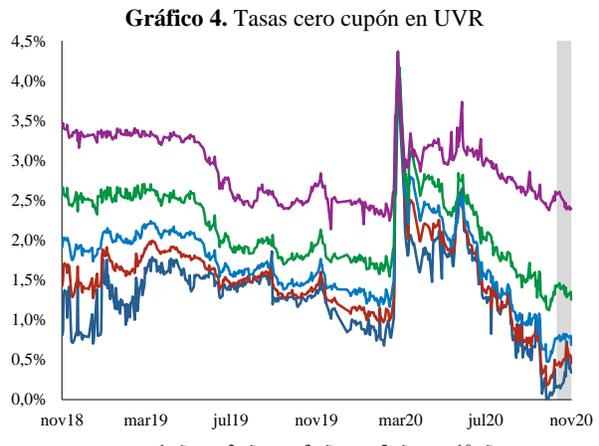
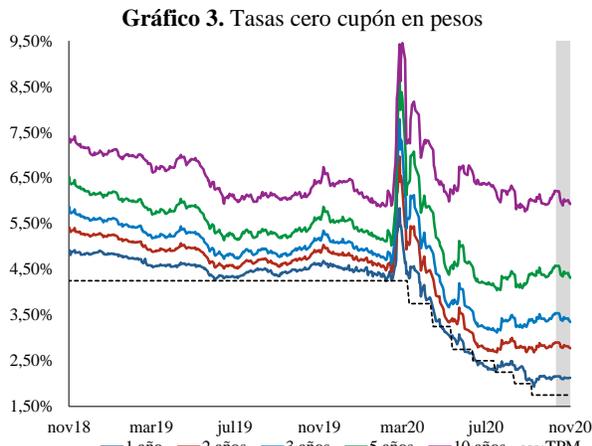
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

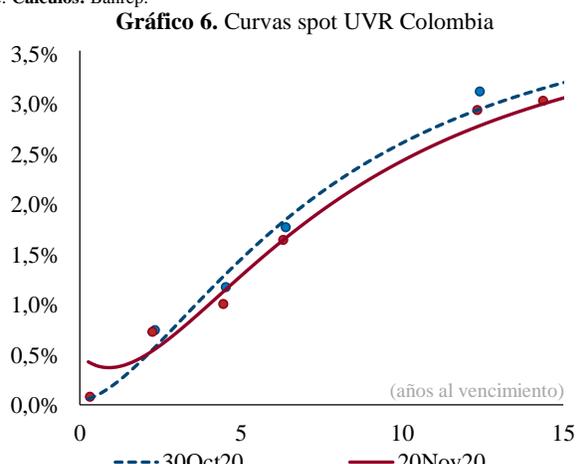
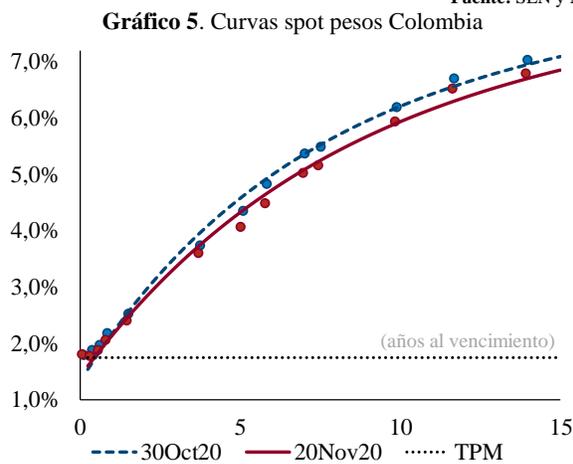
Punto a punto (plazo en años)										
	TES pesos					TES UVR				
	1	2	3	5	10	1	2	3	5	10
30oct20	2,16%	2,90%	3,54%	4,57%	6,21%	0,15%	0,43%	0,76%	1,41%	2,57%
20nov20	2,13%	2,77%	3,35%	4,31%	5,93%	0,34%	0,46%	0,69%	1,25%	2,40%
	Variaciones pb									
	-3	-12	-19	-26	-28	19	2	-7	-16	-18
Var. BEI	-22	-15	-11	-10	-11					
Promedios mensuales										
oct20	2,13%	2,83%	3,44%	4,44%	6,04%	0,26%	0,43%	0,70%	1,31%	2,51%
nov20*	2,13%	2,82%	3,43%	4,42%	6,02%	0,31%	0,51%	0,78%	1,36%	2,47%
	Variaciones pb									
	0	-1	-1	-2	-3	5	8	8	5	-4
Var. BEI	-6	-9	-9	-7	1					

*Información disponible al 20 de noviembre de 2020.

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.



Cambios en la curva por plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-12	-19	-26	-28

Cifras en puntos básicos

Cambios en la curva por plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
2	-7	-16	-18

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años disminuyó 16 pb para el caso de la curva de rendimientos de TES denominada en pesos, y 20 pb en el caso de la curva denominada en UVR (Gráficos 7 y 8).

Gráfico 7. Pendiente curva TES pesos (10-2 años) (p.b.)

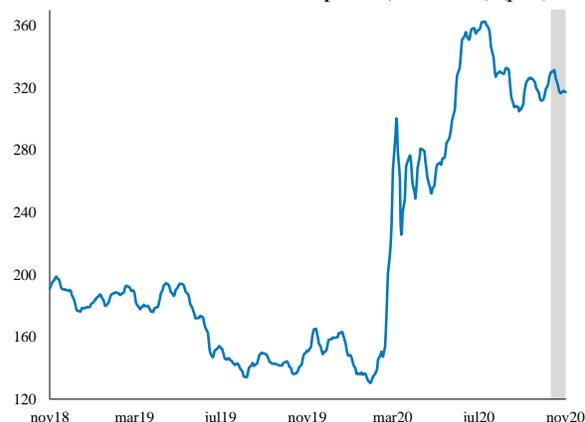
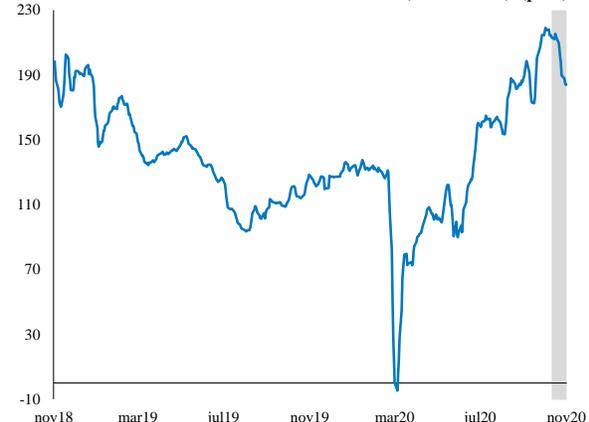


Gráfico 8. Pendiente curva TES UVR (10-2 años) (p.b.)



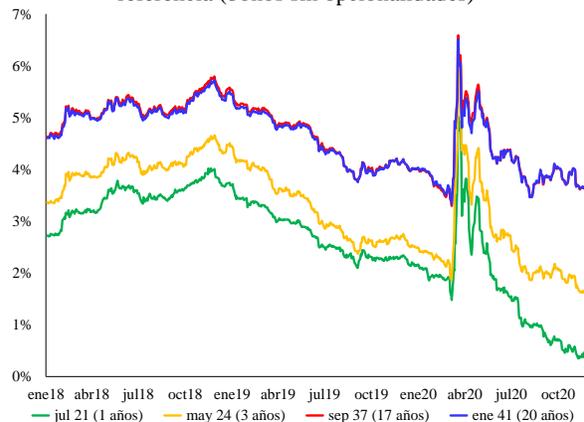
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep. Los datos corresponden al promedio móvil de cinco días.

Luego de la última reunión de la JDBR, la curva de TES denominada en pesos presentó un aplanamiento caracterizado por valorizaciones de los tramos medio y largo, mientras que el tramo corto permaneció estable. De acuerdo con analistas, la estabilidad de tasas del tramo corto está en línea con las expectativas de estabilidad de la TPM en el corto plazo. Por su parte, las valorizaciones del tramo largo estuvieron asociadas principalmente a la menor percepción de riesgo a nivel internacional, consecuencia de las noticias positivas en torno a varias posibles vacunas contra el Covid-19, y la menor incertidumbre electoral en EE.UU. A nivel local, la curva en pesos también pudo verse favorecida por: *i*) la decisión de Fitch Ratings de mantener la calificación de la deuda soberana en moneda extranjera en el grado de inversión, lo que junto con la decisión de S&P Global a finales de octubre fue tomado de manera positiva por el mercado¹; *ii*) los mayores precios del petróleo, lo cual es positivo para las cuentas fiscales del Gobierno; y *iii*) la publicación de cifras económicas que evidencian la recuperación de la actividad económica y que presionarían las tasas de largo plazo a la baja, corrigiendo el excesivo empinamiento que ha presentado la curva en pesos con posterioridad al inicio de la crisis². En este periodo los extranjeros realizaron compras netas de TES en pesos en el mercado de contado por \$2.506 mm y en el mercado a futuro por \$767 mm.

Por otro lado, la curva denominada en UVR también se aplanó ante valorizaciones de los tramos medio y largo, y desvalorizaciones del tramo corto. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con la publicación del dato de inflación de octubre (1,75%) que se ubicó por debajo del dato anterior (1,97%) y de lo esperado por los analistas del mercado (1,96%). Por el contrario, las valorizaciones de los tramos medio y largo estuvieron en línea con el comportamiento de la curva en pesos.

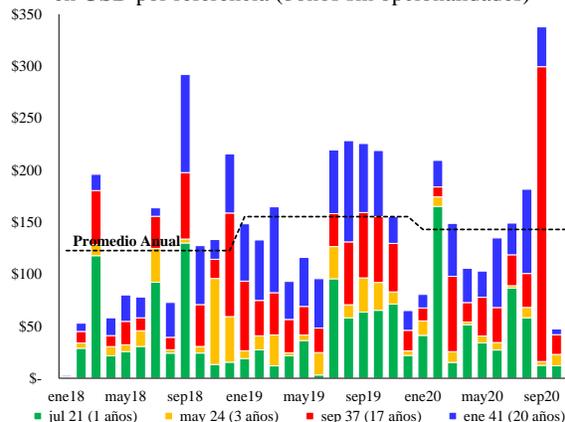
Durante este periodo la volatilidad en el mercado de TES aumentó, aunque permaneció en un nivel de volatilidad bajo (ver Anexo 7). Respecto a la liquidez del mercado de TES, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio durante lo corrido de noviembre se ubicó por debajo de lo observado en octubre. Por otro lado, la profundidad promedio de los TES en pesos aumentó, mientras que en el caso de los TES en UVR se redujo. Estos indicadores continuaron evidenciando una menor liquidez frente a lo observado durante los últimos años (ver Anexo 2).

Gráfico 9. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia (bonos sin opcionalidades)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10. Montos negociados de deuda pública externa en USD por referencia (bonos sin opcionalidades)



Fuente: Bloomberg. USD m. El dato del último mes corresponde a una aproximación con información al 20 de noviembre del 2020.

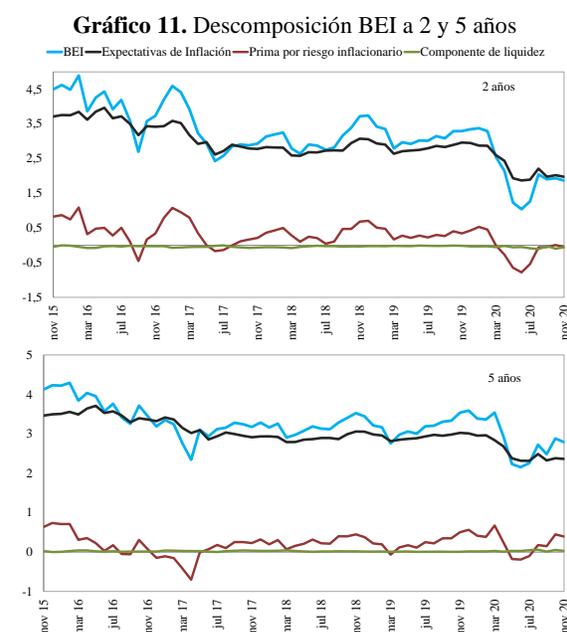
En los Gráficos 9 y 10 se muestra la evolución de los rendimientos y los montos negociados de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares que se transan en los mercados

¹ El 28 de octubre S& Global Ratings reafirmó la calificación de la deuda soberana en moneda extranjera en BBB- con perspectiva negativa. Posteriormente, el 6 de noviembre Fitch Ratings tomó la misma decisión hecha por S&P.

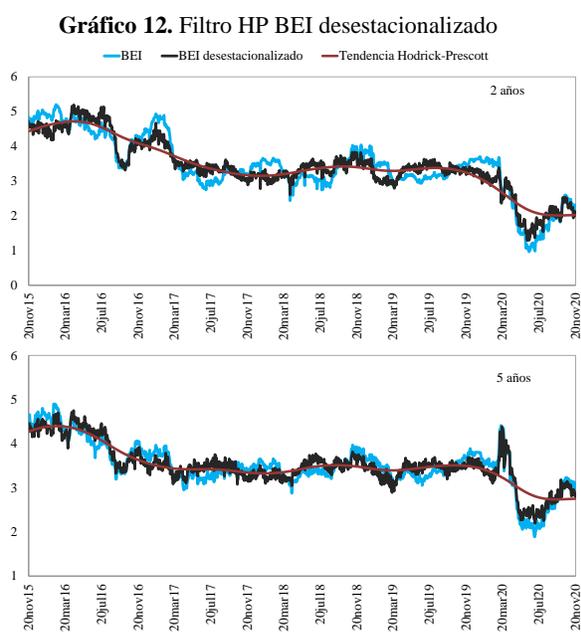
² Durante noviembre se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor (obs: -0,8%; esp: -9,3%; ant: -17,1%) y producción manufacturera (obs: -3,0%; esp: -4,0%; ant: -10,3%) de septiembre. En ambos casos, las cifras de crecimiento evidenciaron una contracción anual inferior a la observada el mes anterior y a la pronosticada por el mercado.

internacionales³. Desde el 30 de octubre, las tasas de los títulos con vencimientos a 1, 3, 17 y 20 años presentaron variaciones de -6 pb, -33 pb, -38 pb y -39 pb, respectivamente. En cuanto a los montos negociados en lo corrido de noviembre, estos fueron similares a los de octubre, y continúan en niveles bajos frente a su historia.

En el Gráfico 11, con información al 20 de noviembre y tomando el último dato de cada mes, se presenta la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De esta manera, se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 1,98% (ant: 2,14%) y para los próximos 5 años sea 2,36% (ant: 2,48%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio cayeron 6 pb y 5 pb y se ubicaron en -0,05% y 0,39% para los plazos a 2 años y 5 años, respectivamente. En el Gráfico 12 se compara el BEI desestacionalizado a 2 y 5 años con su tendencia estimada de acuerdo con el filtro de *Hodrick-Prescott*. La tendencia presenta un aplanamiento y refleja expectativas de inflación promedio para los próximos 2 y 5 años de 2,02% (ant: 1,91%) y 2,75% (ant: 2,63%), respectivamente.



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

El Gráfico 13 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2021, 2022 y 2023, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 1,97%, 3,34% y 4,46%, respectivamente, siendo superiores a los estimados en septiembre, pero inferiores a los de octubre. Por otro lado, respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término de los TES en pesos cayeron 19 pb y 24 pb para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente. En cuanto a las tasas neutras al riesgo, éstas subieron 2 pb y 1 pb, y se ubicaron en 2,94% y 3,73% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 14).

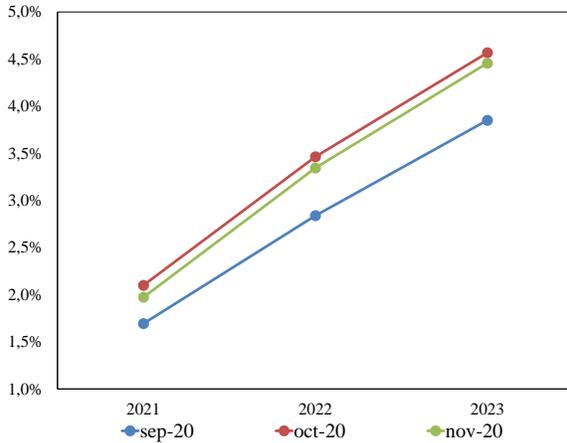
Frente a lo observado el 30 de octubre y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el mercado continúa anticipando que no habrá cambios en el rango de los fondos federales en el mediano plazo y la tasa esperada para diciembre de 2020 pasó de 0,080% el 30 de octubre a 0,075% el 20 de noviembre (Gráfico 15). Adicionalmente, según el CME⁴ la probabilidad de que el rango de tasas de los fondos federales finalice en el 2020 en un

³ Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada con alta liquidez.

⁴ Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.

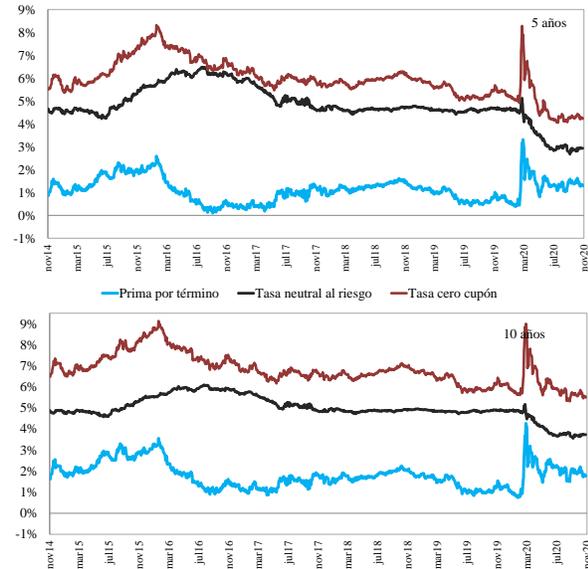
nivel entre 0% y 0,25%, tal que no presente cambios durante el año frente al nivel actual, continúa ubicándose en 100% (Cuadro 2 y Anexo 5⁵).

Gráfico 13. Inflación esperada a fin de año (FBEI)



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

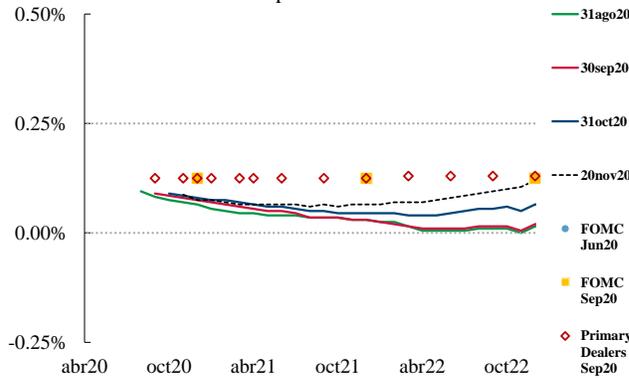
Gráfico 14. Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

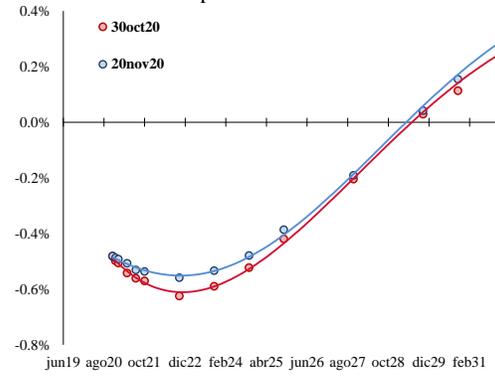
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, el mercado considera que la tasa retornará a terreno positivo en el 3T29 (ant: 3T29), con base en los futuros del índice *Eonia* (Gráfico 16).

Gráfico 15. Senda esperada tasa de fondos federales



Fuente: Bloomberg y Fed. Las líneas punteadas representan el rango actual de los fondos federales: 0%-0,25%.

Gráfico 16. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2020

	0%-0,25%	0,25%-0,5%
30oct20	100%	0%
20nov20	100%	0%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange. *Rango actual.

En Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de noviembre disminuyó para diciembre de 2020 de 1,90% a 1,81%, mientras que para diciembre de 2021 se mantuvo estable en 2,8% (ant: 2,81%, Gráficos 17 y 18). Por su parte, de acuerdo con la encuesta del Banco de la

⁵ Específicamente, el Gráfico A5.1 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.

República (Banrep) la inflación esperada a dos años (noviembre de 2022) se ubicó en 3,10%, similar a la proyectada el mes anterior para octubre de 2022.

Gráfico 17. Inflación esperada promedio para cierre 2020

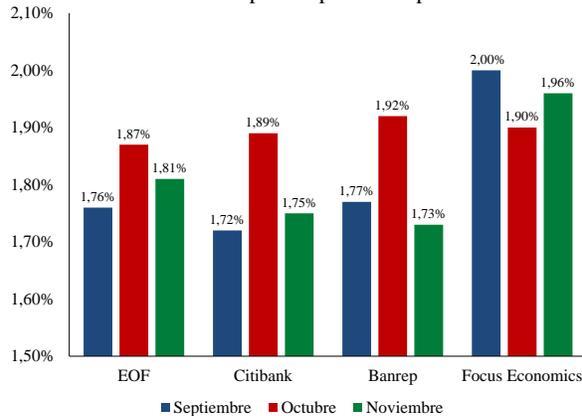
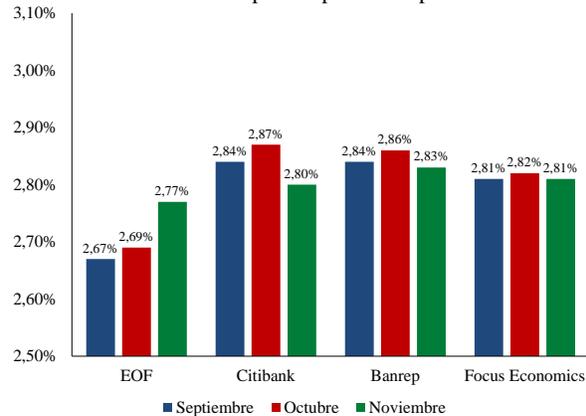


Gráfico 18. Inflación esperada promedio para cierre 2021

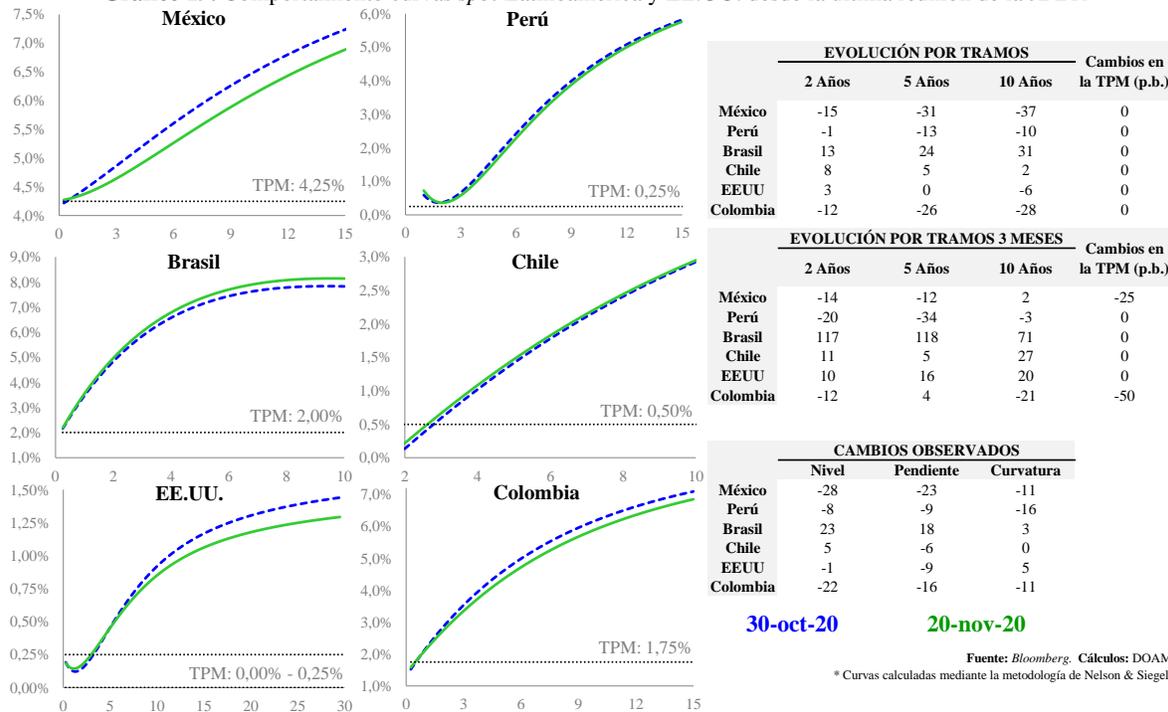


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de noviembre con encuestas recolectadas entre el 9 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 23 de noviembre. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 11 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 10 de noviembre, con encuestas entre el 3 y el 8 de este mismo mes.

En conclusión, las encuestas reflejan una menor inflación esperada para 2020, en línea con las reducciones del BEI de corto plazo. Si bien se han observado reducciones de los BEI en el mediano y largo plazo, los analistas consideran que los niveles de mediano plazo se ubican por debajo de las expectativas de inflación para este plazo.

Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región

Gráfico 19. Comportamiento curvas spot Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



Desde la última reunión de la JDBR, en línea con lo observado en Colombia, los títulos de deuda pública de la región se vieron favorecidos por la menor percepción de riesgo a nivel internacional. Sin embargo, los títulos de Brasil y Chile se comportaron de forma diferente al resto de la región. En el caso de Brasil, esto se debió principalmente a: i) las presiones inflacionarias que podrían

llevar al Banco Central a subir la TPM a inicios del próximo año; *ii*) la incertidumbre en torno a la aprobación de reformas estructurales; y *iii*) los riesgos fiscales asociados al gasto necesario para combatir las consecuencias del Covid-19. En Chile, las desvalorizaciones pudieron estar asociadas al avance en el Congreso de una ley que permitiría una segunda ronda de retiros de ahorros de los fondos de pensiones. Por último, la curva de Perú presentó una alta volatilidad como consecuencia de: *i*) la incertidumbre política tras la destitución del presidente Vizcarra; *ii*) la aprobación por parte del Congreso de una segunda ronda de retiros de ahorros de los fondos de pensiones; y *iii*) el mejor desempeño de la economía luego que se relajaran las restricciones a la movilidad impuestas para hacer frente al Covid-19 (Gráfico 19; Anexo 4).

El Gráfico 20 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años para EE.UU. y los países de la región. Durante el periodo, la pendiente de Colombia disminuyó 16 pb hasta ubicarse en 316 pb. Por su parte, las pendientes de México (157 pb), EE.UU. (64 pb), Perú (366 pb) y Chile (236 pb) disminuyeron 23 pb, 9 pb, 9 pb y 6 pb, mientras que la pendiente de Brasil (329 pb) aumentó 18 pb.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

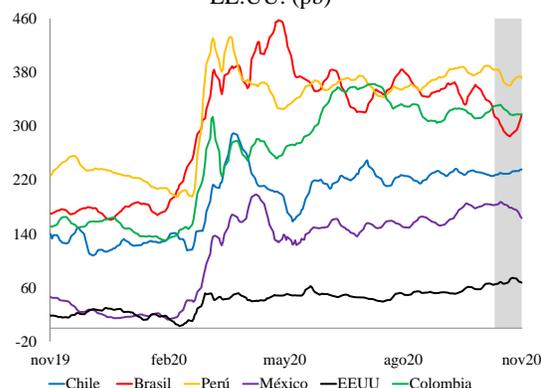
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas y de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*).

Expectativas de TPM

Las encuestas indican que los agentes esperan que la JDBR mantendrá inalterada la TPM durante su reunión de noviembre. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)⁶ el 100% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg⁷, los 18 encuestados esperan que la TPM se mantendrá inalterada. Por último, según las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros realizadas por Anif y Citibank⁸ para la reunión de la JDBR de noviembre se encuentra que, de las 29 entidades encuestadas, el 93% no espera ni recomienda cambios en la TPM y el 7% restante no espera cambios pero recomienda un recorte de 25 pb (Gráfico 21 y Anexo 1).

En el Gráfico 22 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2020 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre octubre y noviembre la tasa esperada se mantuvo en 1,75%.

Gráfico 20. Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



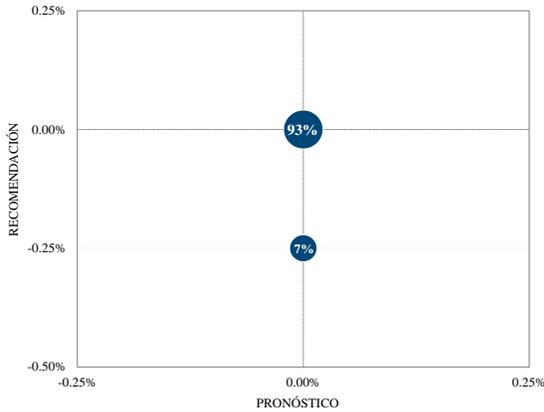
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep. Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 2 años. Se presenta el promedio móvil de cinco días.

⁶ Publicada el 23 de noviembre. Datos recolectados entre el 9 y el 17 de noviembre.

⁷ Datos al 23 de noviembre.

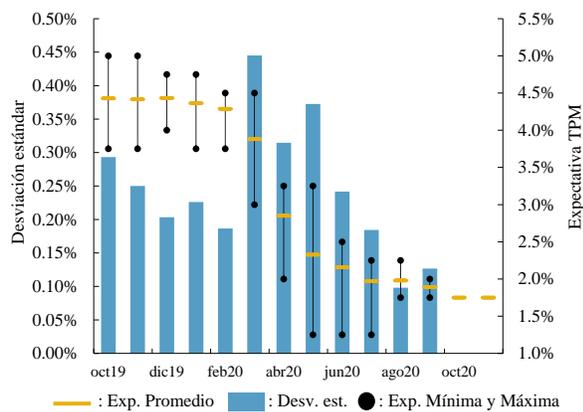
⁸ Recibidas el 23 de noviembre. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el de la encuesta de Citibank. En particular, en esta ocasión Casa de Bolsa recomendó un recorte de 25 pb en la encuesta de Anif pero en la de Citi no recomendó cambios; y Credicorp Capital no recomendó cambios según la encuesta de Anif mientras que en la de Citi recomendó un recorte de 25 pb.

Gráfico 21. Encuesta sobre TPM de Anif y Citibank



Fuente: Encuestas de Anif y Citibank.

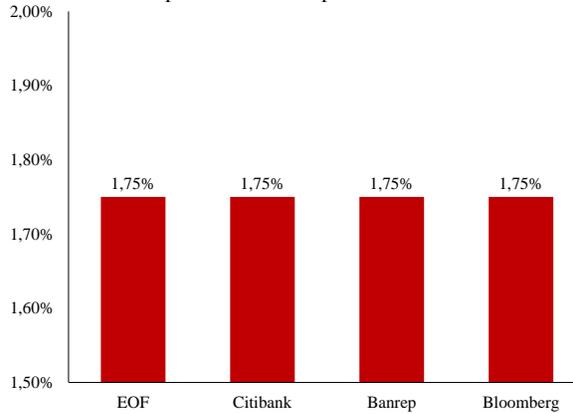
Gráfico 22. Expectativas TPM para diciembre de 2020



Fuente: Encuesta Citibank.

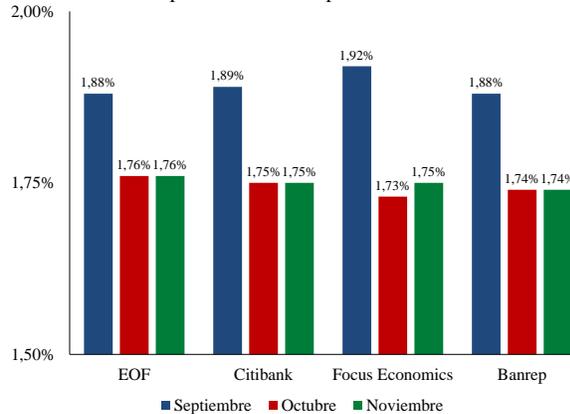
En los Gráficos 23 y 24 se muestran las expectativas sobre la TPM para las reuniones de noviembre y diciembre de 2020. En estas se observa que: *i*) los agentes esperan que no haya cambios de la TPM durante la reunión de noviembre; y *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2020 se mantuvo en 1,75%.

Gráfico 23. Expectativas TPM para noviembre de 2020



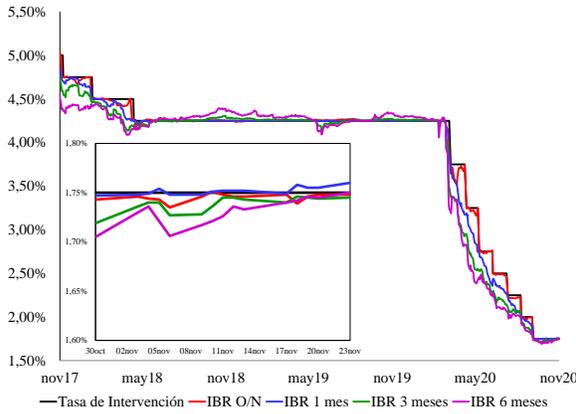
Fuente: EOF, Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de noviembre con encuestas recolectadas entre el 9 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 23 de noviembre. La encuesta del Banrep se realizó entre el 6 y el 11 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 10 de noviembre, con encuestas entre el 3 y el 8 de este mismo mes.

Gráfico 24. Expectativas TPM para diciembre de 2020



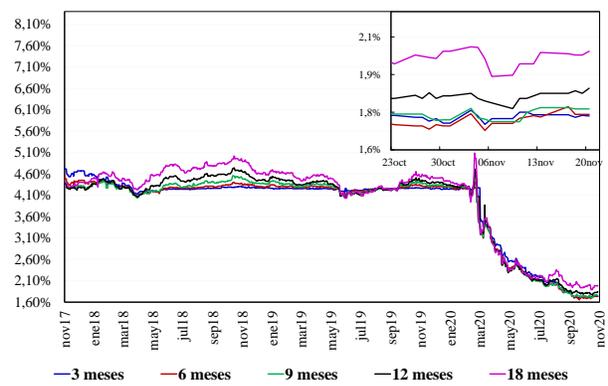
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 25 muestra la tasa de intervención del Banrep, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de octubre de 2020, donde se mantuvo la TPM en 1,75%, las tasas O/N y a 1 mes se mantuvieron estables, mientras que las tasas a 3 y 6 meses aumentaron 2 pb y 3pb, respectivamente. Desde entonces, la tasa O/N se ha mantenido estable, mientras que las tasas a 1, 3 y 6 meses han aumentado 1 pb, 3pb y 5 pb, en su orden. Así, el 23 de noviembre las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 1,75%, 1,76%, 1,75% y 1,75%, respectivamente.

Gráfico 25. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

Gráfico 26. Tasas OIS



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

Desde el día posterior a la reunión de la JDBR y hasta conocerse el dato de inflación, las tasas OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses bajaron 1 pb, 2 pb, 1 pb, 2 pb y 3 p.b, respectivamente. Después de conocerse el dato de inflación, las tasas OIS cayeron 6 pb, 7 pb, 4 pb, 3 pb. y 5 pb. Posteriormente, las tasas subieron 3 pb, 6 pb, 4 pb, 5 pb. y 3 pb, y el 20 de noviembre se ubicaron en 1,73%, 1,74%, 1,76%, 1,85% y 1,99%, para las tasas a 3, 6, 9, 12 y 18 meses, respectivamente (Gráfico 26). De acuerdo con estimaciones del DOAM a partir de las tasas de la curva OIS al 20 de noviembre, se espera que la TPM permanezca inalterada hasta julio de 2021, en donde el escenario más probable es un aumento de 25 p.b. Este aumento se repetiría en las reuniones de octubre de 2021, y de marzo y abril de 2022 (Gráficos 27, 28 y Anexo 6).

Gráfico 27. Tasa de política monetaria implícita – OIS

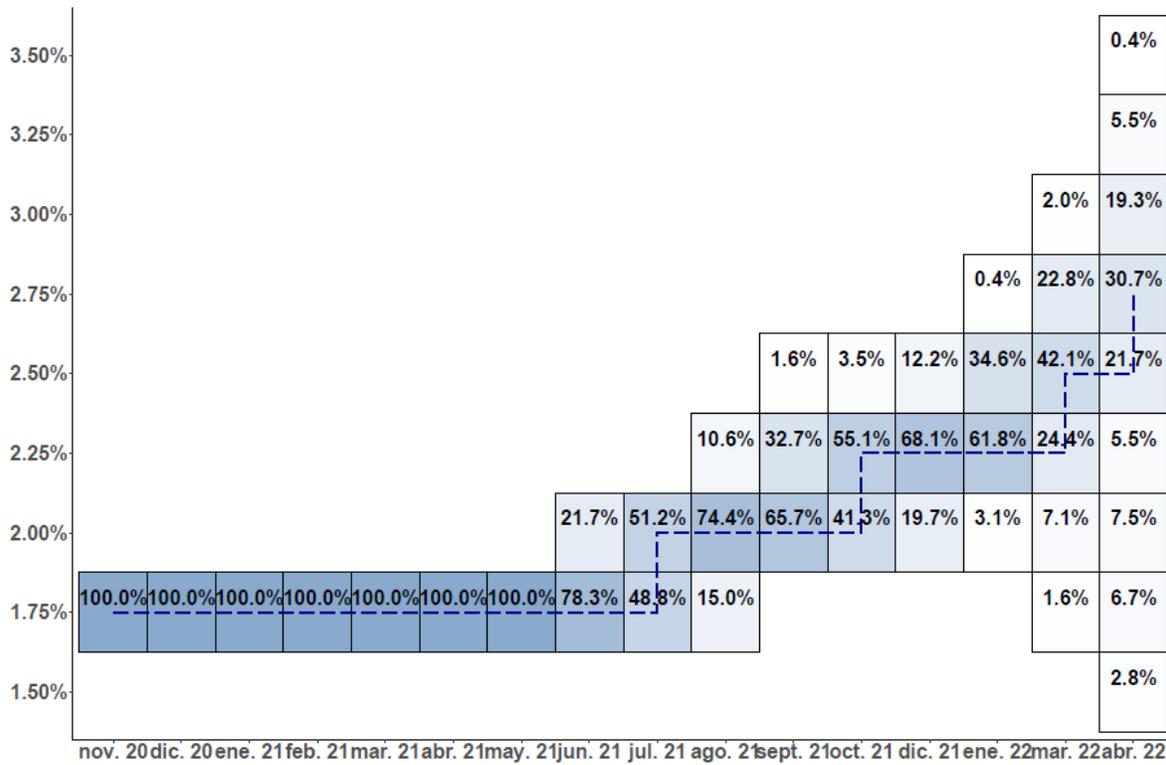
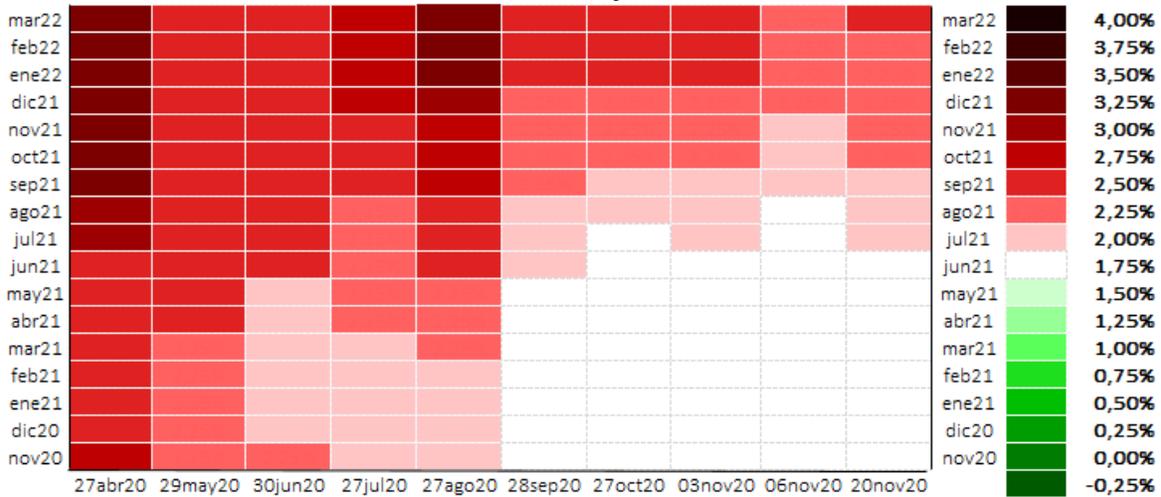


Gráfico 28. Evolución de expectativas TPM – OIS



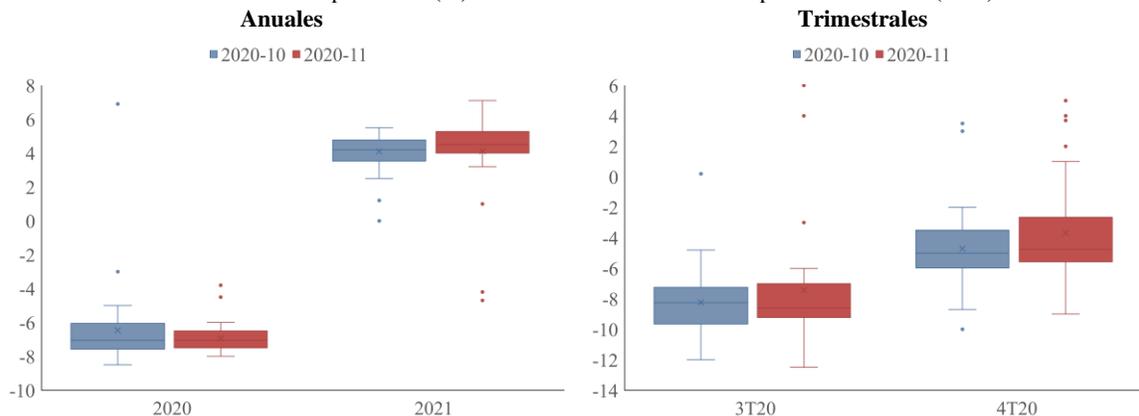
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

En el Gráfico 28 se observa que, después de la reunión de la JDBR de octubre, el modelo no anticipaba recortes de la TPM y el escenario mas probable era aumentos de 25 pb en las reuniones de julio y octubre de 2021 y enero de 2022. Tras la publicación del dato de inflación, el 6 de noviembre de 2020 el escenario mas probable mostraba una senda esperada mas expansiva en la cual los aumentos de 25 pb de la TPM se postergaron de julio a septiembre de 2021, y de octubre a diciembre. Posteriormente, luego de conocerse noticias favorables sobre los avances en la vacuna contra el Covid-19, las expectativas volvieron a retomar una senda similar a la observada a comienzos del mes, donde el primer aumento de 25 pb se daría en julio de 2021.

Expectativas de crecimiento económico

En el Gráfico 29 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 4T21 a -4,75% (ant: -5%) y 2021 a 4,5% (ant: 4,2%), las redujeron para el 3T21 a -8,6% (ant: -8,25%) y las mantuvieron estables para 2020 en -7,05%.

Gráfico 29. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: Banrep. 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.

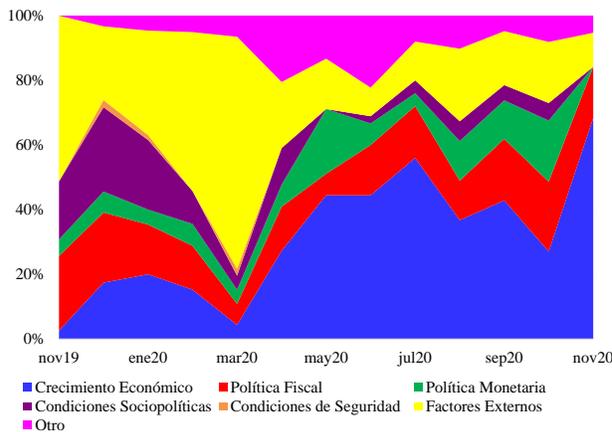
El 4 de noviembre Fedesarrollo anunció que proyecta una contracción de la economía colombiana de 6,5% durante 2020, luego de mantener por varios meses un rango esperado entre -5% y -7,9%. Para 2021 esta entidad espera un crecimiento de 4,4%. Por otro lado, el 6 de noviembre Fitch Ratings reiteró sus expectativas de contracción de 6,9% durante el 2020 y expansión de 4,9% en

2021. Posteriormente, el 17 de noviembre el DANE dio a conocer que la economía colombiana se contrajo 9% durante el 3T20 y 9,5% en términos desestacionalizados. Adicionalmente, el DANE revisó a la baja las cifras de crecimiento del 1T20 (1,2%; ant: 1,4%) y 2T20 (-15,8%; ant: -15,7%).

Información adicional extraída de la EOF

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una valorización cercana a 23 pb (ant: valorizaciones de 17 pb)⁹. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana a 13,9% (anterior: valorizaciones de 3,4%).

Gráfico 30. 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 68% resaltó el crecimiento económico (ant: 27%), un 16% la política fiscal (ant: 22%), un 11% los factores externos (ant: 19%), mientras que el 5% restante mencionó otros factores. Los agentes que respondieron otros factores mencionaron puntualmente al Covid-19 (Gráfico 30).

Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2020 disminuyeron en India, Costa Rica, El Salvador, Honduras y Panamá, permanecieron iguales en Chile y Noruega, y aumentaron en los demás países analizados. Los datos de inflación de octubre se ubicaron por debajo de las expectativas del mercado en Perú, EE.UU, China y Turquía, en línea con lo esperado en Rusia, y por encima del consenso del mercado en los demás países de la muestra. Las expectativas de inflación para diciembre de 2020 disminuyeron en Chile, Ecuador, Argentina, China, Honduras y Panamá, se mantuvieron estables en EE.UU, Rusia y Turquía, y aumentaron en los demás países. En cuanto a las expectativas de TPM, éstas aumentaron en México, Perú, India, China, Rusia, Turquía y Costa Rica, disminuyeron en Argentina y Guatemala, y se mantuvieron constantes en los demás países. En Colombia, la inflación observada en octubre resultó inferior a las expectativas del mercado, y de acuerdo con la encuesta de expectativas más reciente, se redujeron las proyecciones de crecimiento y de inflación, mientras que las expectativas de TPM se mantuvieron iguales para diciembre de 2020 (Cuadro 4).

Las expectativas de crecimiento económico para 2020 disminuyeron en India, Costa Rica, El Salvador, Honduras y Panamá, permanecieron iguales en Chile y Noruega, y aumentaron en los demás países analizados.

⁹ Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa promedio esperada por los analistas.

Cuadro 4. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Oct 2020		Esperada a Diciembre 2020		Vigente	Esperada a Diciembre 2020		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2020	
	Esp.	Obs.	Oct. 20	Nov. 20		Oct.20	Nov.20	Esp.	Obs.	Oct. 20	Nov. 20
Colombia	1,96%	1,75%	1,89%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	-9,00%	-9,00%	-6,89%	-7,18%
Chile	2,60%	3,00%	2,40%	2,30%	0,50%	0,50%	0,50%	-9,20%	-9,10%	-5,50%	-5,50%
México	4,06%	4,09%	3,71%	3,77%	4,25%	4,06%	4,12%	-8,60%	-8,58%	-9,86%	-9,73%
Perú	1,74%	1,72%	1,26%	1,41%	0,25%	0,25%	0,25%	-9,80%	-9,40%	-12,80%	-12,53%
Brasil	3,90%	3,92%	2,65%	3,45%	2,00%	2,00%	2,00%	-10,60%	-11,40%	-5,00%	-4,55%
Ecuador	n.d.	-1,60%	-0,55%	-0,62%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-12,42%	-8,85%	-8,58%
Argentina	36,30%	37,20%	37,71%	37,40%	38,00%	39,33%	37,44%	-19,60%	-19,10%	-11,62%	-11,62%
EE.UU.	1,30%	1,20%	1,20%	1,20%	0% - 0,25%	0,25%	0,25%	33,10%	33,10%	-4,00%	-3,60%
India	7,31%	7,61%	4,76%	5,40%	4,00%	3,58%	3,68%	-18,00%	-23,92%	-7,75%	-9,07%
Sudáfrica	n.d.	n.d.	3,29%	3,30%	3,50%	3,45%	3,45%	-16,00%	-17,10%	-8,50%	-8,48%
China	0,80%	0,50%	2,81%	2,80%	2,20%	2,06%	2,08%	5,50%	4,90%	1,98%	2,10%
Rusia	4,00%	4,00%	3,30%	3,30%	4,25%	4,10%	4,15%	-4,00%	-3,60%	-4,20%	-4,00%
Turquía	11,97%	11,89%	11,80%	11,80%	15,00%	10,35%	11,05%	-10,70%	-9,91%	-3,40%	-2,80%
Noruega	1,60%	1,70%	1,35%	1,40%	0,00%	0,00%	0,00%	5,20%	5,20%	-3,60%	-3,60%
Costa Rica	n.d.	0,45%	0,74%	0,75%	0,75%	0,61%	0,63%	n.d.	-8,60%	-4,91%	-5,01%
El Salvador	n.d.	-0,20%	-0,35%	-0,16%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-19,20%	-6,21%	-6,99%
Guatemala	n.d.	5,34%	2,58%	3,08%	1,75%	1,46%	1,45%	n.d.	-9,60%	-3,20%	-0,96%
Honduras	n.d.	3,70%	2,86%	2,65%	3,75%	3,13%	3,13%	n.d.	-18,50%	-5,01%	-6,14%
Panamá	n.d.	n.d.	-0,65%	-1,08%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,40%	-7,81%	-9,32%
Paraguay	n.d.	1,70%	1,14%	1,48%	0,75%	0,75%	0,75%	n.d.	-4,60%	-3,02%	-2,52%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 23 de noviembre.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 20 de noviembre.

China: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de septiembre. La TPM corresponde a la tasa repo de siete días.

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

Chile, México, Perú, Ecuador, Argentina, India, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá & Paraguay: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de noviembre.

* Los datos corresponden a la información observada del 3T20 con respecto al 3T19, excepto para Brasil, Ecuador, Argentina, India, Sudáfrica, Turquía, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá, Paraguay cuya información corresponde al 2T20 y para Panamá, cuya información corresponde al 1T20. 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.

** Los datos esperados de inflación y PIB que se publican junto a la cifra observada se extraen de Bloomberg.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

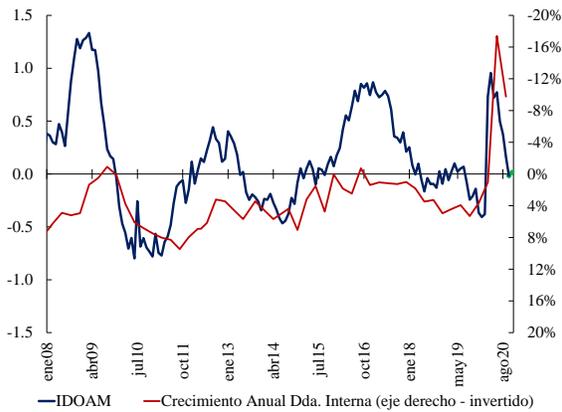
Entre septiembre y octubre, con datos definitivos, el IDOAM disminuyó reflejando principalmente la reducción del margen entre las tasas activas y las de los TES para las carteras preferencial y de consumo, la menor volatilidad en los mercados de deuda pública y accionario, la mejora en la confianza de los consumidores y la mayor inflación y crecimiento esperados según la EOF (Gráfico 31 y Anexo 7). Con datos preliminares para noviembre (EOF¹⁰, volatilidades¹¹ y márgenes crediticios¹²) este indicador aumentó ligeramente ante la mayor volatilidad en los mercados accionario y de deuda pública, y el menor crecimiento e inflación esperados según la EOF.

¹⁰ Recibida el 23 de noviembre.

¹¹ Datos al 20 de noviembre.

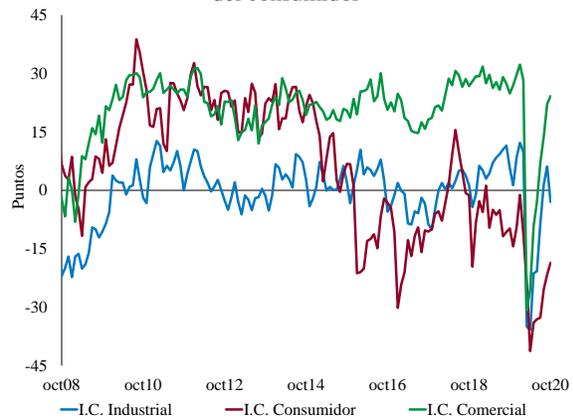
¹² Datos al 13 de noviembre.

Gráfico 31. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



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

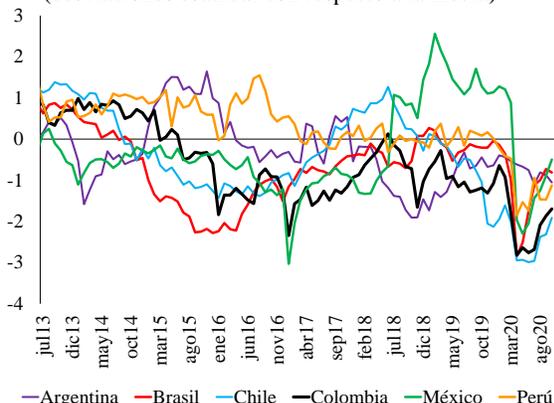
Gráfico 32. Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor



Fuente: Fedesarrollo.

En octubre, la confianza de los consumidores (obs: -18,6; esp: -18,0%; ant: -21,6%) presentó una mejora frente a septiembre, en línea con lo esperado por el mercado, aunque continuó en terreno negativo. Esta mejora estuvo explicada por una mejor percepción de las condiciones económicas (obs: -47,3%; ant: -57,6%), que compensó las expectativas menos favorables del consumidor (obs: 0,5%; ant: 2,4%). Así mismo, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -22,35% a -19,46% (Gráficos 32 y 33). Por otro lado, la confianza de los industriales (obs: -3,0%; ant: 6,1%) presentó un deterioro mientras que la confianza de los comerciantes (obs: 24,2%; ant: 22,%) continuó recuperándose durante octubre. En el caso de la confianza industrial, esto se dio como consecuencia de una reducción de las expectativas de producción para el próximo trimestre, un incremento del nivel de existencias y una disminución del volumen actual de pedidos; mientras que la mejora de la confianza comercial se explica principalmente por una mejor percepción de la situación económica actual de la empresa y una reducción del nivel de existencias.

Gráfico 33. Índices de confianza de Latinoamérica* (desviaciones estándar con respecto a la media)



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

estos indicadores se ubican por debajo de su media histórica.

Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor (obs: -0,8%; esp: -9,3%; ant: -17,1%) y producción manufacturera (obs: -3,0%; esp: -4,0%; ant: -10,3%) de septiembre. En ambos casos, las cifras de crecimiento evidenciaron una contracción anual inferior a la observada el mes anterior y a la pronosticada por el mercado.

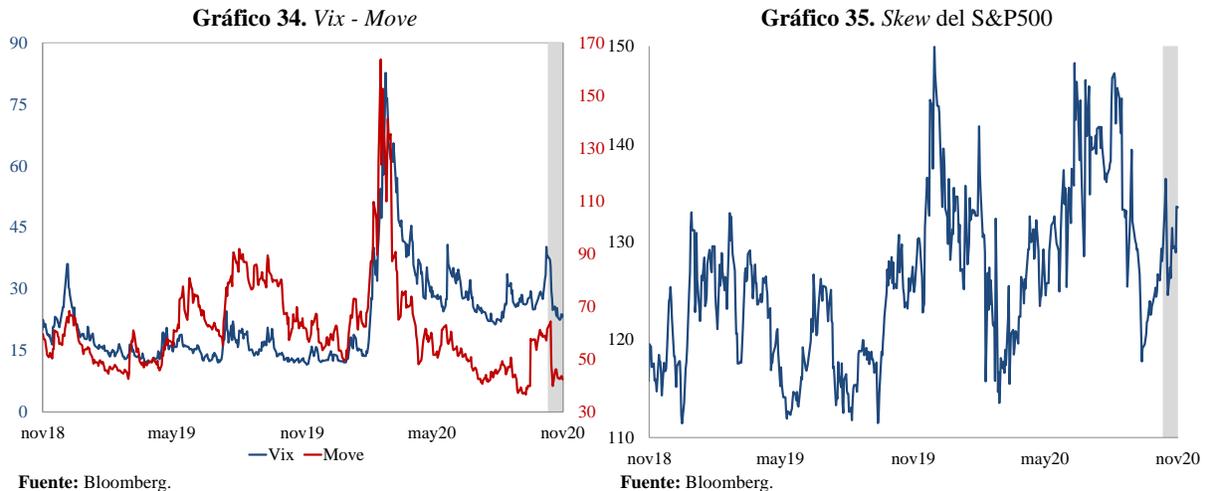
El Gráfico 33 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media histórica en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre septiembre y octubre desmejoraron los de Argentina y Brasil al tiempo que mejoraron los de los demás países. Todos

Por su parte, la percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del Vix^{13} , el $Vstoxx^{14}$ y el $Skew^{15}$, disminuyó durante el mes, aunque se mantuvo en niveles

¹³ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice $S\&P 500$.

históricamente altos. Lo anterior estuvo en línea con el buen desempeño de los mercados bursátiles a nivel global, consecuencia de: *i*) las noticias positivas por parte de varias farmacéuticas sobre los resultados del desarrollo de sus vacunas contra el Covid-19; y *ii*) la menor incertidumbre electoral en EE.UU. luego que Joe Biden fuera elegido presidente.

En cuanto al *Move*¹⁶, este también presentó una reducción importante. De acuerdo con varios analistas, la mayor probabilidad de que los republicanos continúen controlando el Senado de EE.UU. reduce significativamente el tamaño del futuro estímulo fiscal bajo el Gobierno Biden, lo cual implicaría que la Reserva Federal responda manteniendo las tasas en niveles mínimos por un tiempo prolongado. Finalmente, los CDS a cinco años y los EMBI de los países de la región disminuyeron durante este periodo (Gráficos 34 y 35; Anexo 8).



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

¹⁵ 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.

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

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

Cuadro A1.1. Encuesta de expectativas de Bloomberg sobre tasa de política monetaria para la próxima reunión de la JDBR

Actualizada el 23 de noviembre

	Empresa	Estimación	Fecha
1	Banco Agrario de Colombia	1,75%	13/11/2020
2	Banco Mizuho do Brasil	1,75%	22/11/2020
3	Banco Popular	1,75%	20/11/2020
4	Banco de Bogotá	1,75%	20/11/2020
5	Bancolombia	1,75%	20/11/2020
6	Barclays Capital	1,75%	22/11/2020
7	BNP Paribas	1,75%	20/11/2020
8	Coopcentral	1,75%	13/11/2020
9	Corficolombiana	1,75%	17/11/2020
10	Finagro	1,75%	20/11/2020
11	Global Sec Comision	1,75%	18/11/2020
12	Goldman Sachs	1,75%	20/11/2020
13	Itau Corpbanca	1,75%	20/11/2020
14	JP Morgan	1,75%	13/11/2020
15	Merrill Lynch	1,75%	20/11/2020
16	Positiva Compañía de Seguros	1,75%	13/11/2020
17	UBS Securities	1,75%	20/11/2020
18	Universidad Jorge Tadeo Lozano	1,75%	13/11/2020
	Tasa	Obs.	Prob.
	1,75%	18	100%
	Tasa esperada ponderada	1,75%	

Cuadro A1.2. Encuestas de expectativas de Anif y Citibank sobre la tasa de política monetaria

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza	1.75%	1.75%
ANIF	1.75%	1.75%
Asobancaria	1.75%	1.75%
Axa Colpatria	1.75%	1.75%
Banco Agrario	1.75%	1.75%
Banco de Bogotá	1.75%	1.75%
Banco de Occidente	1.75%	1.75%
Banco Popular	1.75%	1.75%
BBVA	1.75%	1.75%
BTG Pactual	1.75%	1.75%
Casa de Bolsa	1.75%	1.75%
CEDE	1.75%	1.50%
Citi	1.75%	1.75%
Colfondos	1.75%	1.75%
Corficolombiana	1.75%	1.75%
Credicorp Capital	1.75%	1.50%
Fedesarrollo	1.75%	1.75%
Fidubogotá	1.75%	1.75%
Fiduoccidente	1.75%	1.75%
Fiduprevisora	1.75%	1.75%
Grupo Bancolombia	1.75%	1.75%
Itaú	1.75%	1.75%
JP Morgan	1.75%	1.75%
Moodys Economy	1.75%	1.75%
Positiva	1.75%	1.75%
Protección	1.75%	1.75%
Scotiabank Colpatria	1.75%	1.75%
Skandia	1.75%	1.75%
XP Securities	1.75%	1.75%
Promedio	1.75%	1.73%
Mediana	1.75%	1.75%
STDV	0.00%	0.06%
Máximo	1.75%	1.75%
Mínimo	1.75%	1.50%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
1.25%	0%	0
1.50%	7%	2
1.75%	93%	27
2.00%	0%	0
2.25%	0%	0
Total	100%	29

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
1.25%	0%	0
1.50%	0%	0
1.75%	100%	29
2.00%	0%	0
2.25%	0%	0
Total	100%	29

Cuadro A1.3. Encuesta de expectativas de Citibank sobre inflación

Participantes	2020	2021
Alianza	1.78%	3.20%
Asobancaria	1.80%	2.50%
Axa Colpatría	1.80%	2.50%
Banco Agrario	1.75%	2.77%
Banco de Bogotá	1.70%	2.70%
Banco de Occidente	1.72%	3.01%
Banco Popular	1.75%	2.50%
BBVA	1.70%	2.84%
BTG Pactual	1.75%	2.70%
Casa de Bolsa	1.70%	3.00%
Citi	1.70%	2.50%
Colfondos	1.61%	2.54%
Corficolombiana	1.70%	3.00%
Credicorp Capital	1.70%	2.50%
Fidubogotá	1.66%	2.78%
Fiduoccidente	1.72%	3.01%
Fiduprevisora	1.85%	2.87%
Grupo Bancolombia		2.50%
Itaú	2.00%	3.00%
JP Morgan	1.68%	2.82%
Moodys Economy	1.80%	3.00%
Positiva	1.80%	2.90%
Scotiabank Colpatría	1.76%	2.79%
Skandia	1.76%	3.07%
XP Securities	1.79%	3.10%
Promedio	1.75%	2.80%
Mediana	1.75%	2.82%
STDV	0.08%	0.23%
Máximo	2.00%	3.20%
Mínimo	1.61%	2.50%

Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre tasa de política monetaria

Encuestas realizadas entre el 3 y el 8 de noviembre

Empresa		Estimación 2021	Estimación 2022
1	AGPV	1,75%	-
2	ANIF	2,00%	-
3	Banco Davivienda	1,75%	-
4	Bancolombia	2,00%	3,50%
5	Barclays Capital	1,75%	-
6	BBVA Research	1,75%	2,75%
7	CABI	2,75%	-
8	Capital Economics	1,75%	1,75%
9	Citigroup Global Mkts	1,75%	3,25%
10	Corficolombiana	2,50%	-
11	Credicorp Capital	1,75%	-
12	Credit Suisse	2,50%	-
13	EIU	1,75%	-
14	Fedesarrollo	1,75%	3,00%
15	Fitch Ratings	3,00%	4,50%
16	Fitch Solutions	1,75%	2,25%
17	Goldman Sachs	2,25%	3,25%
18	HSBC	2,50%	4,50%
19	Itaú Unibanco	2,00%	3,50%
20	JPMorgan	2,50%	-
21	Moody's Analytics	2,50%	4,50%
22	Oxford Economics	2,00%	2,75%
23	Pezco Economics	2,50%	3,00%
24	Positiva Compañía de Seguros	3,00%	4,50%
25	S&P Global	2,75%	4,00%
26	Scotiabank	2,75%	4,00%
27	Torino Capital	2,50%	-
28	UBS	2,75%	-

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,75%	10	35,7%	1	6,3%
2,00%	4	14,3%	0	0,0%
2,25%	1	3,6%	1	6,3%
2,50%	7	25,0%	0	0,0%
2,75%	4	14,3%	2	12,5%
3,00%	2	7,1%	2	12,5%
3,25%	0	0,0%	2	12,5%
3,50%	0	0,0%	2	12,5%
4,00%	0	0,0%	2	12,5%
4,50%	0	0,0%	4	25,0%
Media		2,22%		3,44%
Mediana		2,13%		3,38%

Cuadro A1.5. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre inflación

Encuestas realizadas entre el 3 y el 8 de noviembre

Empresa		Estimación 2021		Estimación 2022	
1	AGPV	3,00%	-	-	-
2	ANIF	2,90%	-	-	-
3	Banco Davivienda	3,27%	-	-	-
4	Bancolombia	2,50%	3,28%	3,28%	-
5	Barclays Capital	2,76%	-	-	-
6	BBVA Research	2,80%	3,10%	3,10%	-
7	Citigroup Global Mkts	2,50%	-	-	-
8	Corficolombiana	3,00%	-	-	-
9	Credicorp Capital	2,50%	-	-	-
10	Credit Agricole	3,00%	-	-	-
11	Credit Suisse	3,10%	-	-	-
12	EIU	3,40%	4,80%	4,80%	-
13	Fedesarrollo	2,60%	3,00%	3,00%	-
14	Fitch Solutions	2,95%	3,26%	3,26%	-
15	Goldman Sachs	2,80%	3,20%	3,20%	-
16	HSBC	2,70%	2,70%	2,70%	-
17	Itaú Unibanco	3,00%	3,00%	3,00%	-
18	JPMorgan	2,80%	-	-	-
19	Moody's Analytics	3,08%	3,60%	3,60%	-
20	Oxford Economics	2,56%	2,97%	2,97%	-
21	Pezco Economics	2,60%	3,00%	3,00%	-
22	Polinomics	3,00%	-	-	-
23	Positiva Compañía de Seguros	2,90%	3,00%	3,00%	-
24	S&P Global	2,70%	3,00%	3,00%	-
25	Scotiabank	2,80%	3,00%	3,00%	-
26	Torino Capital	1,59%	-	-	-
27	UBS	3,07%	-	-	-

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,50% - 1,75%	1	3,70%	0	0,00%
2,50% - 2,75%	8	29,63%	1	7,14%
2,75% - 3,00%	8	29,63%	1	7,14%
3,00% - 3,25%	8	29,63%	8	57,14%
3,25% - 3,50%	2	7,41%	2	14,29%
3,50% - 3,75%	0	0,00%	1	7,14%
4,75% - 5,00%	0	0,00%	1	7,14%
Media		2,81%		3,21%
Mediana		2,80%		3,00%

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 1,75% tal como anticipaba el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 0 pb, 1 pb y 0 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 4 pb, 5 pb y 3 pb para estos mismos plazos.

El Dane publicó el 5 de noviembre la variación del índice de precios al consumidor en octubre, ubicándose en -0,06% mes a mes. Dicho resultado fue inferior al dato de la encuesta del Banrep (0,14%), a las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,15%) y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2019 (0,16%). La variación anual fue de 1,75% (esp: 1,96%). Entre el 5 y el 6 de noviembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -6 pb, -7 pb y -6 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -1 pb, -3 pb y -2 pb para estos mismos plazos.

El 6 de noviembre la agencia calificadora de riesgo Fitch Ratings ratificó la calificación crediticia de la deuda a largo plazo de Colombia en “BBB-” con perspectiva negativa, señalando una sólida trayectoria de políticas macroeconómicas prudentes que han asegurado la estabilidad macroeconómica y financiera, y respaldan la resiliencia de la economía. No obstante, la entidad resaltó la importancia de aumentar los ingresos para lograr la consolidación fiscal en el mediano plazo que permita estabilizar y posteriormente reducir la deuda, tras el choque de la pandemia. La firma detalló que la calificación está acotada por la alta dependencia a los productos básicos, una carga de deuda pública en aumento, debilidades estructurales en términos de un PIB per cápita más bajo e indicadores de gobernanza más débiles en comparación con nuestros pares. Entre el 6 y el 9 de noviembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 pb, -4 pb y -10 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 7 pb, 5 pb y -3 pb para estos mismos plazos.

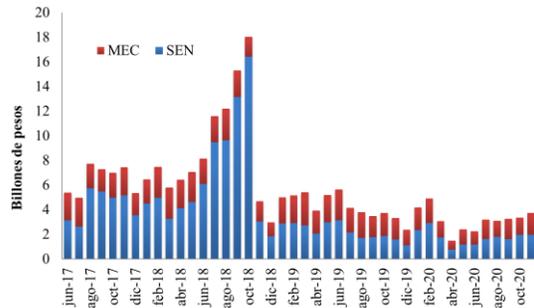
El Comité Consultivo de la Regla Fiscal se reunió el día 13 de noviembre con el fin de realizar seguimiento a las finanzas públicas. En particular, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público revisó la proyección contenida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo para 2020, estimando una contracción del PIB de 6,8% para 2020 y una expansión de 5,0% para 2021 (vs. -5,5% y 6,6%, respectivamente). En consecuencia, el déficit fiscal proyectado para 2020 se ubicó en 8,9% del PIB, y en 7,6% del PIB para 2021 (vs. 8,2% y 5,1%, respectivamente). Esta actualización frente a lo planteado en junio reflejó la duración más prolongada de los efectos de la pandemia. Entre el 13 y el 17 de noviembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 0 pb, 1 pb y 3 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -15 pb, 5 pb y 4 pb para estos mismos plazos.

El 17 de noviembre el DANE informó que el PIB durante el 3T20 presentó una contracción de 9% (ant. -15,8%) y se ubicó por debajo del 3,3% que experimentó en el 3T19. De esta manera, al completar dos trimestres consecutivos con variaciones negativas, Colombia entró en un periodo de recesión. De acuerdo con esta entidad, los sectores de comercio, construcción y explotación de minas y canteras explicaron una caída de 6,9 pp de la variación anual. Por su parte las actividades de agricultura, financieras e inmobiliarias presentaron variaciones positivas. Entre el 17 y el 18 de noviembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 pb, -6 pb y -6 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 3 pb, -1 pb y -4 pb para estos mismos plazos.

En lo corrido del mes de noviembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$3,74 billones, superior al observado el mes anterior (\$3,37 billones) y al dato registrado en noviembre de 2019 (\$3,32 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos más transados han sido aquellos en pesos que vencen en

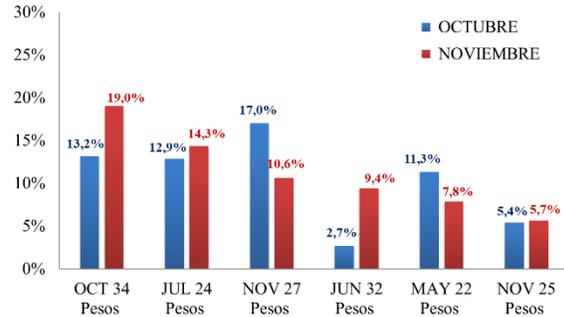
octubre del 2024, cuya participación pasó de 13,2% a 19%, seguidos por aquellos denominados en pesos que vencen en julio de 2024, cuya participación aumentó de 12,9% a 14,3% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



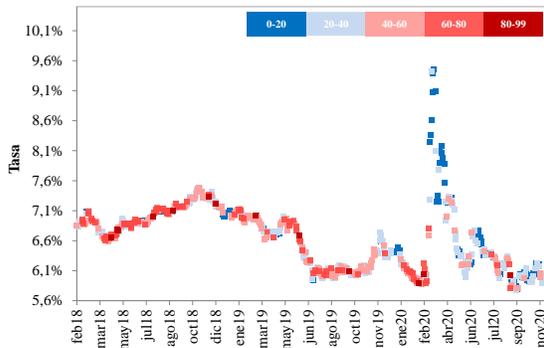
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 20 de noviembre del 2020.

Gráfico A2.3. TES más transados



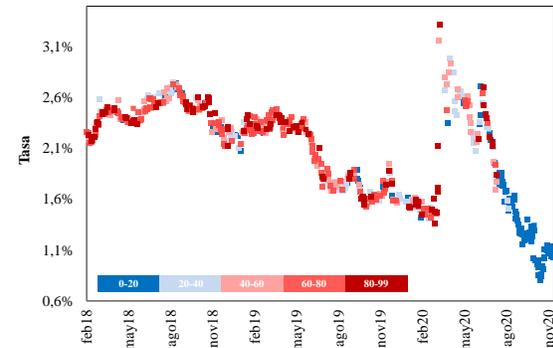
Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

Gráfico A2.4. Tasa cero cupón pesos TFIT 2024 y volumen negociación por percentiles



Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep.

Gráfico A2.5. Tasa cero cupón TUVT 2023 y volumen Negociación por percentiles



Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep.

En los Gráficos A2.4 y A2.5 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 4 años, UVR: 3 años). En noviembre los montos de negociación del título en pesos del 2024 se ubicaron en su mayoría entre los percentiles 20 y 40, mientras que los montos de negociación del título en UVR del 2023 se ubicaron en su mayoría entre los percentiles 0 y 20.

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

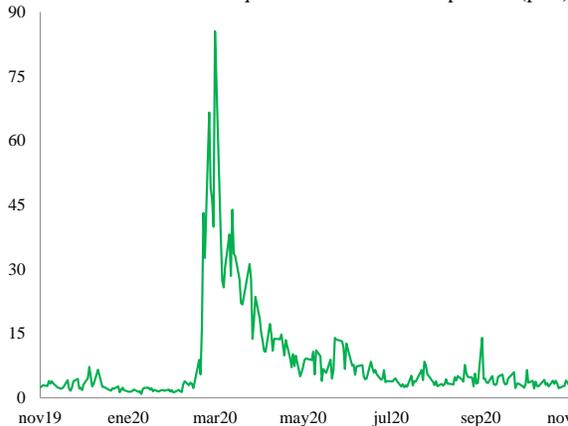
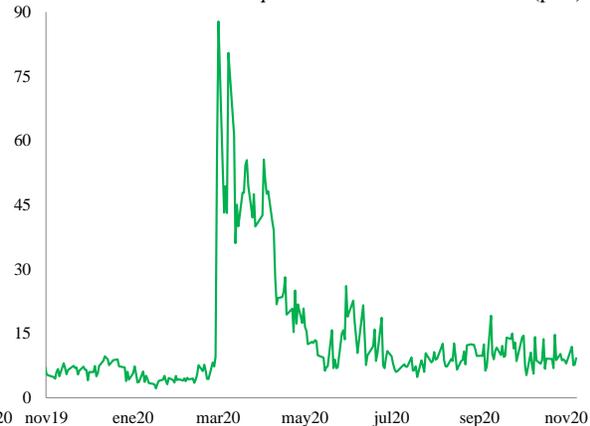


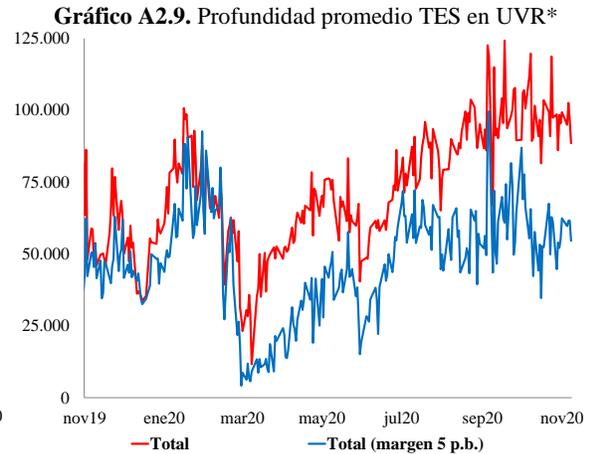
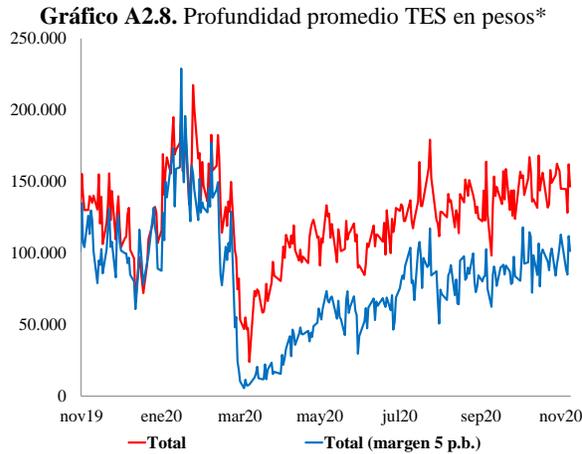
Gráfico A2.7. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



Fuente y Cálculos: Banrep. *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 todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A los títulos sin posturas se le asigna el máximo *bid-ask* del día para los títulos que presentaron posturas.

Frente a lo observado en octubre, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio en lo corrido de noviembre disminuyó para los TES en pesos y UVR, aunque aún se ubica por encima de los niveles observados

antes de marzo. Al 20 de noviembre el BAS promedio se ubicó en 3,4 pb y 9,3 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles de 3,6 pb y 10,5 pb observados durante octubre (Gráficos A2.6 y A2.7). Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES denominados en pesos aumentó en \$2,5 mm, mientras que para los TES en UVR disminuyó \$1,7 mm (Gráficos A.8 y A2.9).

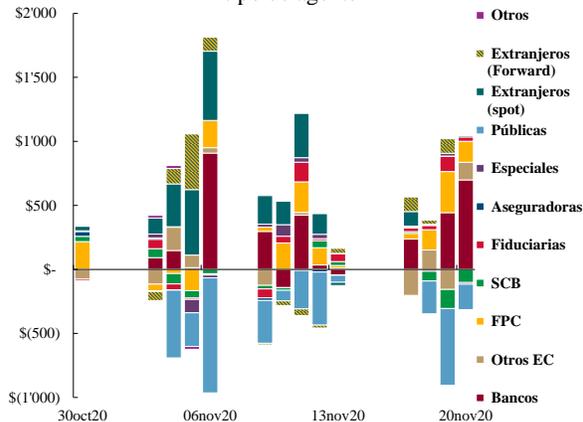


Fuente y Cálculos: Banrep. * COP m. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total del mercado y las mejores 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. Los títulos sin posturas tienen una profundidad de 0.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

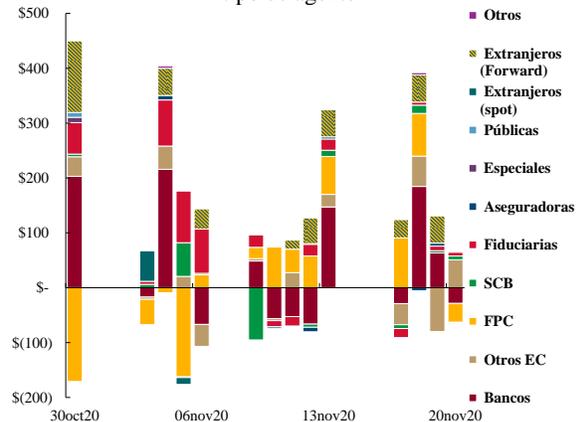
Desde el 30 de octubre, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (\$3.094 mm) y los inversionistas extranjeros (\$2.506 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (\$3.940 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR fueron los bancos comerciales (\$343 mm) y los fondos de pensiones (\$203 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

Gráfico A3.1. Compras diarias netas de TES en pesos por tipo de agente



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

Gráfico A3.2. Compras diarias netas de TES en UVR por tipo de agente



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

En lo corrido del 2020 (al 20 de noviembre) los inversionistas extranjeros han realizado compras netas en el mercado de contado de TES en pesos por \$10.983 mm (al tiempo que se les han vencido TES pesos por \$996 mm) y ventas netas de TES UVR por \$462 mm. Desde el 30 de octubre, compraron en neto TES en pesos por \$66 mm, \$268 mm y \$2.172 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Por su parte, en este mismo periodo compraron en neto TES UVR por \$16 mm y \$33 mm en los tramos medio y largo, 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 2020	Corrido del 2020	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		17'519	1'464	680	457	1'957	3'094	(72)	456	(41)	343
Compañía de Financiamiento Comercial		8	(1)	4	-	(3)	1	-	-	(0)	(0)
Cooperativas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras		778	1'126	(112)	87	67	42	-	41	17	58
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO		18'305	2'589	573	544	2'021	3'137	(72)	496	(24)	400
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	55	138	20	-	1	20	-	-	-	-
	Terceros	11'011	(2'369)	(101)	(588)	1'954	1'265	(0)	(696)	899	203
Fondos de Pensiones - Prima Media		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías		11'066	(2'231)	(82)	(588)	1'955	1'285	(0)	(696)	899	203
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	(172)	232	(56)	(81)	(137)	(274)	(17)	(7)	14	(10)
	Terceros	173	(35)	(28)	10	(94)	(112)	7	6	(5)	8
	Extranjeros	2	-	-	-	(0)	(0)	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa		1	197	(84)	(71)	(231)	(386)	(9)	(1)	9	(1)
Sociedades Fiduciarias	Propia	(23)	142	10	(1)	(2)	8	15	18	3	36
	Terceros	14'255	2'506	327	386	2'226	2'939	67	183	67	317
	Extranjeros***	10'982	(462)	66	268	2'172	2'506	-	16	33	48
	FIC	3'926	1'224	340	80	(48)	372	49	81	(2)	128
	Pasivos Pensionales	(745)	459	(17)	(37)	37	(17)	-	44	29	73
Total Sociedades Fiduciarias		14'233	2'648	337	385	2'225	2'947	82	201	70	352
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	615	1'161	-	8	(27)	(19)	-	-	(6)	(6)
	Terceros	8	12	-	-	-	-	-	-	-	-
	Pasivos Pensionales	8	12	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización		623	1'174	-	8	(27)	(19)	-	-	(6)	(6)
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS		25'923	1'787	171	(266)	3'922	3'827	72	(496)	973	549
Total Entidades Financieras Especiales**		2'658	383	(14)	95	39	120	-	-	-	-
Total Entidades Públicas****		8'098	6'609	-	(372)	(3'568)	(3'940)	-	-	0	0
Otros*****		731	438	20	-	-	20	-	-	8	8
	Extranjeros	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO		55'715	11'805	750	-	2'414	3'164	-	-	957	957

Fuente: Banrep. Información actualizada al 20 de noviembre del 2020. *Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos y emisiones. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corbanca 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 19 de noviembre, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$5.018 mm y ventas por \$616 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$4.094 mm y de ventas por \$459 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$767 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 \$4.742 mm el 30 de octubre a \$5.509 mm el 19 de noviembre del 2020.

Gráfico A3.3. Compras y ventas pactadas de TES en pesos offshore a través de NDF

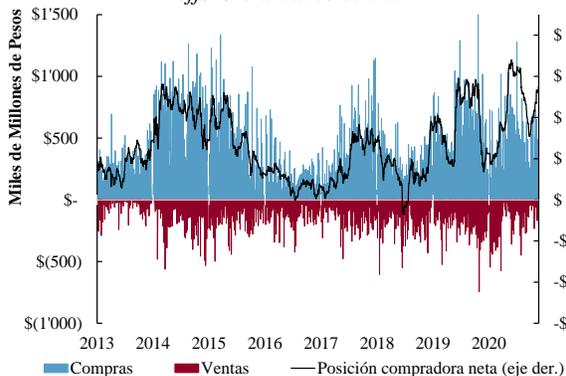


Gráfico A3.4. Saldo de compras netas offshore de TES en pesos en NDF por título

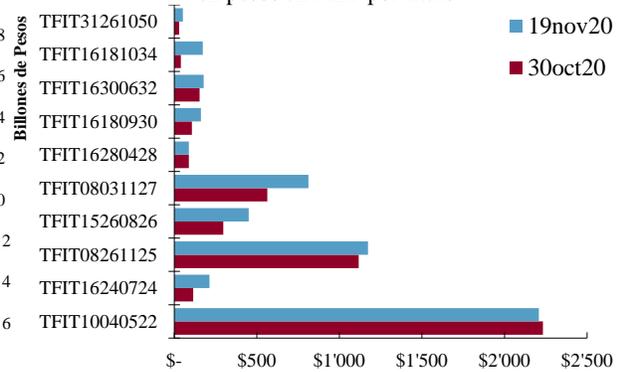
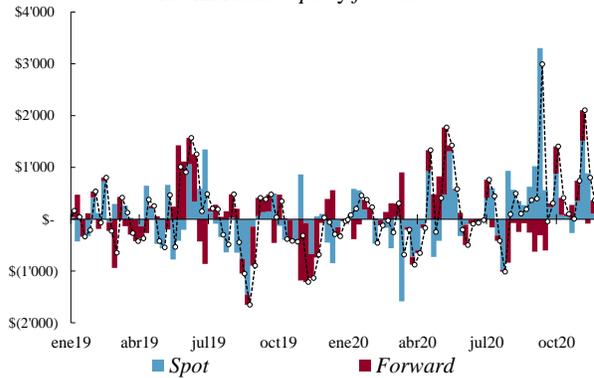
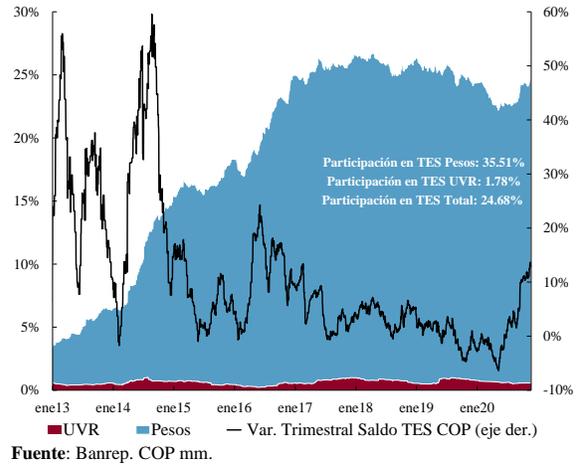


Gráfico A3.5. Compras netas de TES en pesos *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



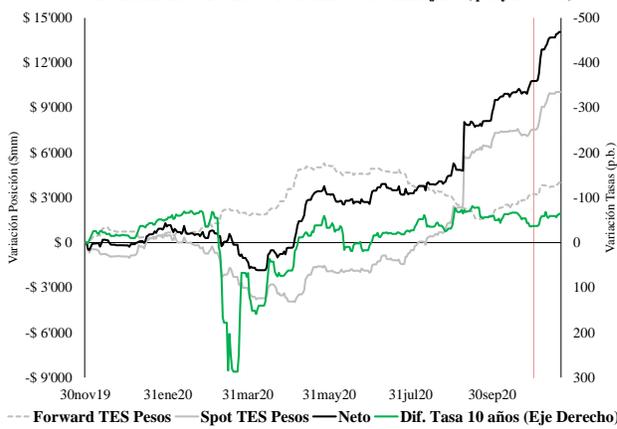
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

Gráfico A3.6. Saldo de TES *offshore* sobre saldo total



Fuente: Banrep. COP mm.

Gráfico A3.7. Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición netas del *offshore* (*spot* y *forward*)



Fuente: Banrep. Datos diarios.

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *Offshore* aumentó para los TES que vencen en 2024, 2025, 2026, 2027, 2030, 2032, 2034 y 2050, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2022, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2028, (Gráfico A3.4). En resumen, los inversionistas extranjeros compraron TES en pesos en el mercado de contado por \$2.506 mm y en el mercado a futuro por \$767 mm, de manera que la posición neta agregada en TES pesos aumentó \$3.273 mm (Gráfico A3.7).

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* (en el caso de las ventas en el mercado *spot*, estas incorporan vencimientos). 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

	2019			Corrido de 2020			sep-20			oct-20			Corrido de nov-20		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 1'501	\$ 1'177	\$ 2'678	\$ 6'668	\$ (3'261)	\$ 3'407	\$ (1'852)	\$ 1'147	\$ (704)	\$ 4'213	\$ (1'380)	\$ 2'834	\$ 3'137	\$ (767)	\$ 2'370
Offshore	\$ (1'843)	\$ (1'177)	\$ (3'020)	\$ 9'987	\$ 3'261	\$ 13'249	\$ 5'016	\$ (1'147)	\$ 3'869	\$ 679	\$ 1'380	\$ 2'058	\$ 2'506	\$ 767	\$ 3'273

Cifras en COP mm. Información actualizada al 19 y 20 de noviembre del 2020 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

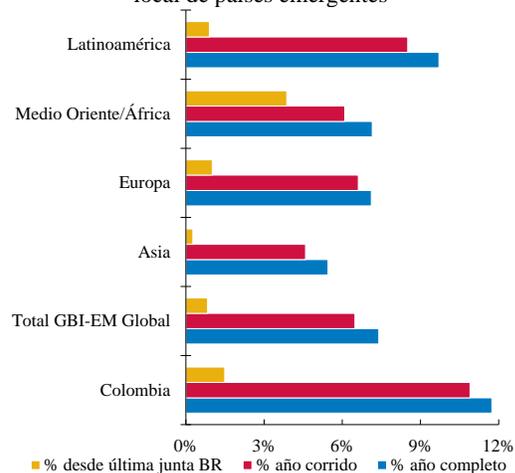
Desde la última reunión de la JDBR, en línea con lo observado en Colombia, los títulos de deuda pública de la región se vieron favorecidos por la menor percepción de riesgo a nivel internacional. Sin embargo, los títulos de Brasil y Chile presentaron un comportamiento opuesto. En el caso de Brasil, esto se debió principalmente a: i) las presiones inflacionarias que podrían llevar al Banco Central a subir la TPM a inicios del próximo año; ii) la incertidumbre en torno a la aprobación de

reformas estructurales; y *iii*) los riesgos fiscales asociados a el gasto necesario para combatir las consecuencias del Covid-19. En Chile, las desvalorizaciones pudieron estar asociadas al avance en el Congreso de una ley que permitiría una segunda ronda de retiros de ahorros de los fondos de pensiones. Por último, la curva de Perú presentó una alta volatilidad como consecuencia de: *i*) la incertidumbre política tras la destitución del presidente Vizcarra; *ii*) la aprobación por parte del Congreso de una segunda ronda de retiros de ahorros de los fondos de pensiones; y *iii*) el mejor desempeño de la economía luego que se relajaran las restricciones a la movilidad impuestas para hacer frente al Covid-19.

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes¹⁷ (incluyendo Colombia) desde el 30 de octubre, en lo corrido de 2020 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR, el indicador aumentó para todas las regiones, siendo el que presentó el mayor incremento el de Medio Oriente/África (3,9%). Los índices *Total GBI-EM Global* y el de Colombia aumentaron 0,8% y 1,5%, respectivamente.

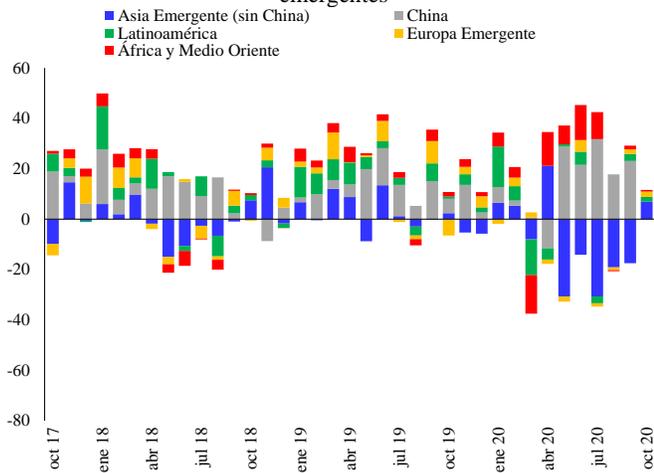
Adicionalmente, el IIF¹⁸ estimó flujos de inversión de portafolio de economías emergentes en octubre por US\$17,9 mm, conformado por entradas de US\$11,6 mm en renta fija y US\$6,3 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$1,9 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



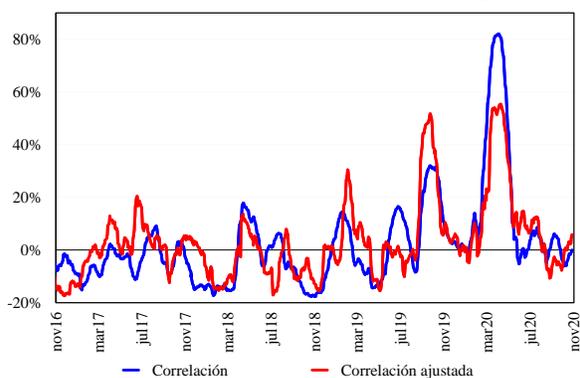
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

En el Gráfico A4.4 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) subió y se ubica en niveles cercanos al -0,03%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en 5,83%. Lo anterior estaría indicando que las pendientes de los países de la región están reaccionando a factores propios de cada economía. Por su parte, con los últimos datos disponibles, entre octubre y noviembre las primas por vencimiento de los Treasuries cayeron 2 pb y 6 pb para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,57% y -0,55%, respectivamente. Por otro lado, las tasas neutras al riesgo subieron y se ubicaron en 0,98% y 1,40% para los plazos a 5 y 10 años (Gráfico A4.5).

¹⁷ 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.

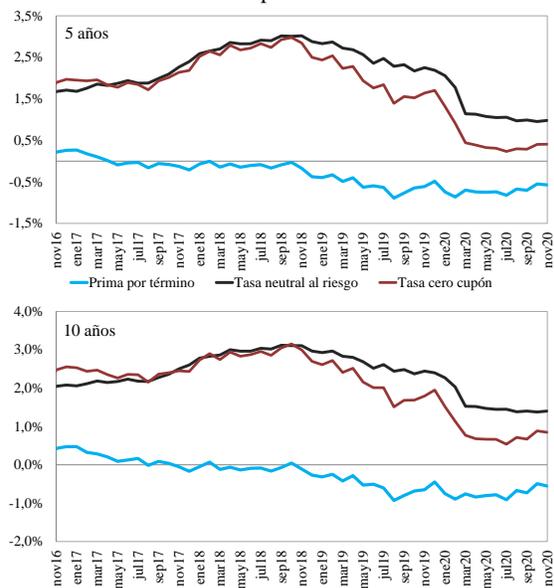
¹⁸ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

Gráfico A4.4. Correlación pendientes región



Fuente: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banrep.

Gráfico A4.5. Prima por vencimiento Treasuries



Fuente y Cálculos: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Países Desarrollados

En lo corrido de noviembre, los bancos centrales de Australia e Islandia recortaron sus tasas de política monetaria 15 pb y 25 pb a 0,1% y 0,75%, respectivamente, mientras que el de Noruega la mantuvo inalterada en 0%. De igual forma, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda mantuvo su tasa de referencia en 0,25% y el límite de su programa de compra de activos a gran escala (LSAP¹⁹) en NZ100 mm²⁰. Finalmente, el Banco de Inglaterra decidió mantener su tasa de interés de referencia en 0,1% pero incrementó su programa de compra de bonos del gobierno británico en £150 mm, fijando el objetivo de tenencias en estos activos en £875 mm²¹.

El 5 de noviembre, la Reserva Federal de Estados Unidos decidió mantener su tasa de política monetaria en el rango objetivo de 0% a 0,25% y la tasa de interés pagada sobre los saldos de reservas requeridos y en exceso en 0,1%, en línea con lo esperado por el mercado, con el objetivo de brindar soporte a la economía durante la crisis provocada por la pandemia del Covid-19. Además, señaló que espera mantener inalterados los lineamientos de política monetaria actuales hasta alcanzar los objetivos de inflación y empleo fijados en agosto del año en curso. Por último, indicó que aumentará sus tenencias de *Treasuries* y valores respaldados por hipotecas de agencias al menos al ritmo actual para mantener el buen funcionamiento del mercado y fomentar condiciones financieras sólidas que mejoren el flujo de crédito hacia los hogares y negocios de ese país.

Países Emergentes

Los bancos centrales de Egipto, Indonesia y Filipinas recortaron sus tasas de referencia 50 pb, 25 pb y 25 pb a 8,25%, 3,75% y 2%, respectivamente, mientras que el Banco Central de Turquía decidió incrementar su tasa de interés de referencia en 475 pb, fijándola en 15%. Por su parte, los bancos centrales de Malasia (1,75%), República Checa (0,25%), Rumania (1,5%), Serbia (1,25%), México (4,25%), Tailandia (0,5%), Sudáfrica (3,5%), Paraguay (0,75%), Hungría (0,6%), Polonia (0,1%) y

¹⁹ Por sus siglas en inglés, *Large Scale Asset Purchases*.

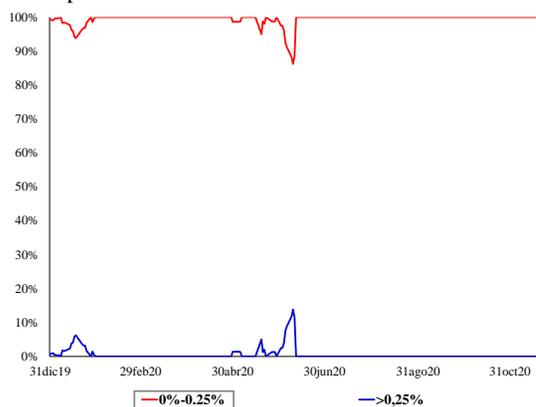
²⁰ A través del cual comprará en el mercado secundario bonos gubernamentales y bonos de la agencia de financiación del gobierno local (*Local Government Funding Agency*, LGFA) hasta junio de 2022.

²¹ Cabe precisar que el saldo objetivo de tenencias totales en activos establecido por el Banco de Inglaterra se ubica en £895 mm, de los cuales £20 mm están destinados a la compra de bonos corporativos.

Perú (0,25%) mantuvieron sus tasas de política monetaria inalteradas. Finalmente, el Banco Popular de China decidió mantener la *1-Year Loan Prime Rate* y la *5-Year Loan Prime Rate* en 3,85% y 4,65%, respectivamente.

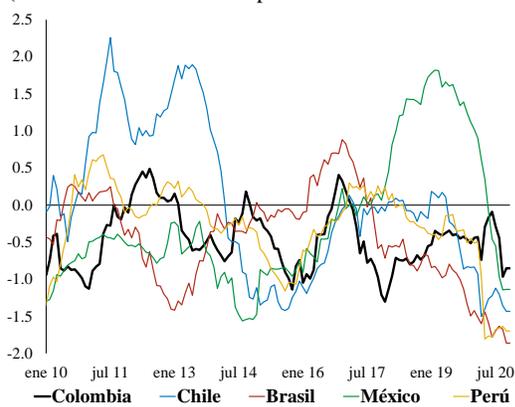
En el Gráfico A5.2. se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales²² desde el año 2005. Se puede observar que en octubre²³ aumentaron los de Colombia y México y disminuyeron para los demás países. Además, con los últimos datos disponibles, estas no han presentado variaciones en lo corrido de noviembre y se ubican por debajo de sus medias históricas en todos los países analizados.

Gráfico A5.1. Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2020



Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

Gráfico A5.2. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



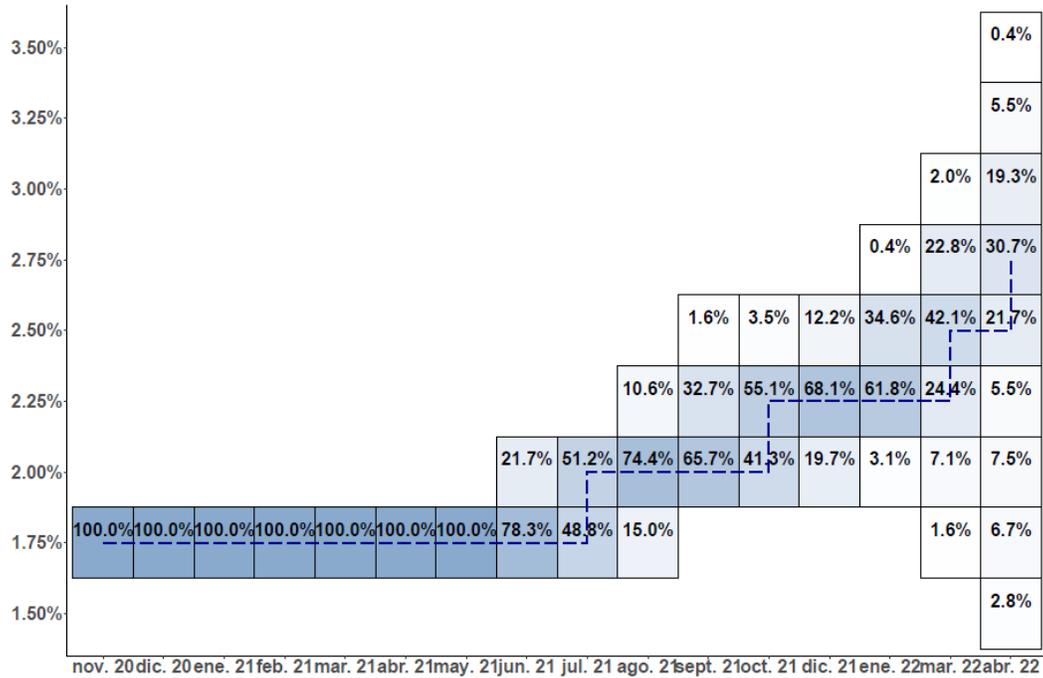
Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

²² Deflactadas con medidas de inflación básica.

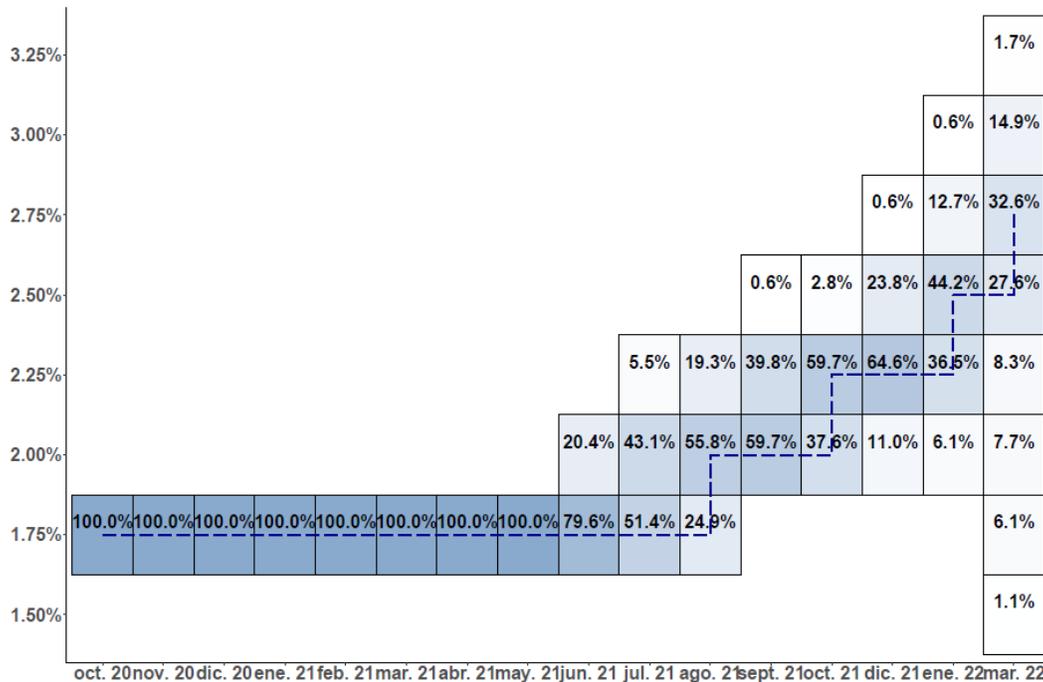
²³ Información al 18 de septiembre con datos de inflación núcleo de agosto.

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



Cuadro A6.2. 26 de octubre de 2020



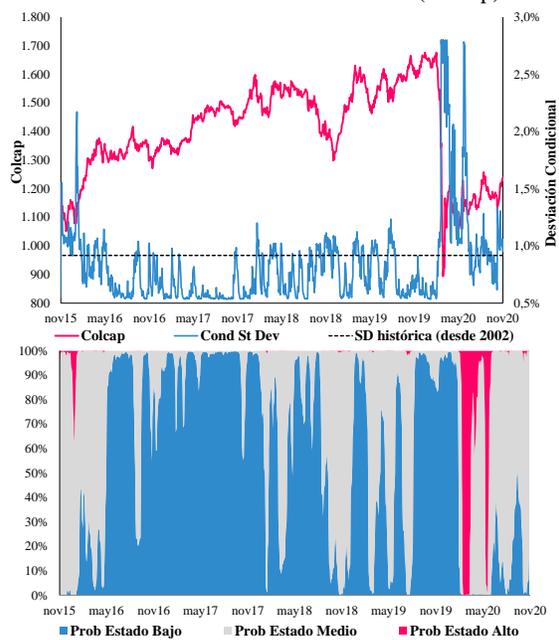
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, el 41% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia disminuya (ant: 13%), el 38% espera que se mantenga igual (ant: 33%), mientras que el 21% restante espera que aumente (ant: 55%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 40% espera que aumente (ant: 30%), un 28% que permanezca estable (ant: 27%) y un 10% que disminuya (ant: 22%)²⁴.

Con información al 13 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 al mes anterior de -2 pb, -38 pb y -1 pb para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El margen para la cartera de tesorería reflejó la mayor caída de las tasas activas frente a las de los TES (activas -14 p.b. versus TES -12 pb), mientras que el de las carteras de consumo y preferencial reflejó la caída de las tasas activas frente a la estabilidad de las de los TES (activas -38 pb versus TES 0 pb en el caso de la cartera preferencial; activas -1 p.b. versus TES 0 p.b. en el caso de la cartera de consumo).

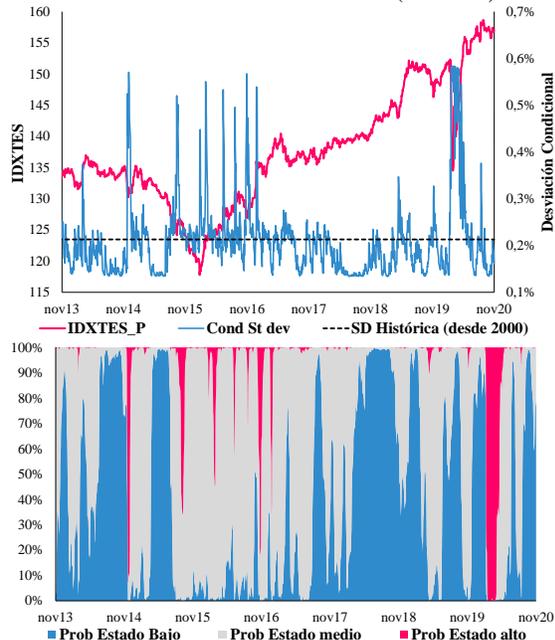
Entre el 30 de octubre y el 23 de noviembre de 2020 el COLCAP se valorizó 9,8%. Las acciones que tuvieron el mejor desempeño durante el periodo fueron Ecopetrol (22,8%), Éxito (16,6%) y Bancolombia (15,1%). En lo corrido de noviembre, la volatilidad promedio del mercado accionario subió frente a los niveles observados el mes anterior y al 20 de noviembre el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1). De manera similar, la volatilidad en el mercado de TES aumentó, aunque el escenario más probable continúa siendo el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.2).

Gráfico A7.1. Volatilidad condicional y regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

Gráfico A7.2. Volatilidad condicional y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



Fuente: Banco de la República, Cálculos: Banrep.

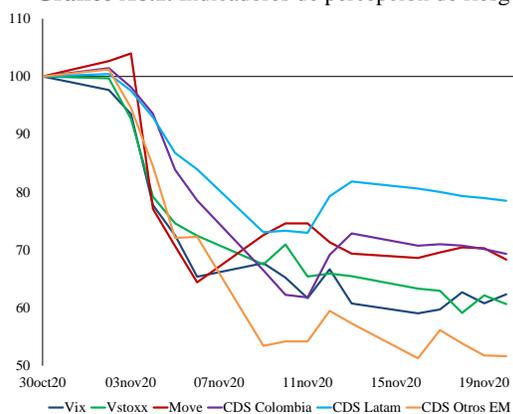
²⁴ Al 23% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant.: 22%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*²⁵, el *Vstoxx*²⁶ y el *Skew*²⁷, disminuyó durante el mes, aunque se mantuvo en niveles históricamente altos. Lo anterior estuvo en línea con el buen desempeño de los mercados bursátiles a nivel global, consecuencia de: i) las noticias positivas por parte de varias farmacéuticas sobre los resultados del desarrollo de sus vacunas contra el Covid-19; y ii) la menor incertidumbre electoral en EE.UU. luego que Joe Biden fuera elegido presidente.

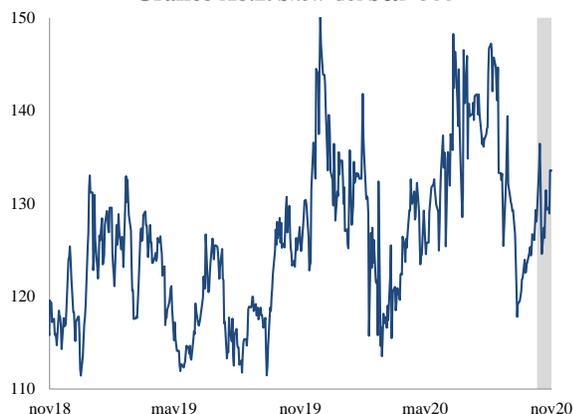
En cuanto al *Move*²⁸, este también presentó una reducción importante. De acuerdo con varios analistas, la mayor probabilidad de que los republicanos continúen controlando el Senado de EE.UU. reduce significativamente el tamaño del futuro estímulo fiscal bajo el Gobierno Biden, lo cual implicaría que la Reserva Federal responda manteniendo las tasas en niveles mínimos por un tiempo prolongado.

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg. Los CDS se muestran en el eje derecho como cambios en pb.

Gráfico A8.2. Skew del S&P 500



Fuente: Bloomberg.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global se redujo desde 302 en septiembre a 298 en octubre. En EE.UU., durante octubre el indicador agregado aumentó (obs: 261; ant: 226), al igual que los indicadores de política comercial (obs: 349; ant: 97), fiscal (obs: 288; ant: 208) y sanitaria (obs: 449; ant: 431), mientras que el indicador de política monetaria (obs: 110; ant: 124) disminuyó. En Europa, estos indicadores presentaron aumentos en Alemania (obs: 429; ant: 295), Reino Unido (obs: 298; ant: 280), Italia (obs: 174; ant: 169) y España (obs: 181; ant: 179), mientras que disminuyó en Francia (obs: 358; ant: 433; Gráficos A8.3 y A8.4).

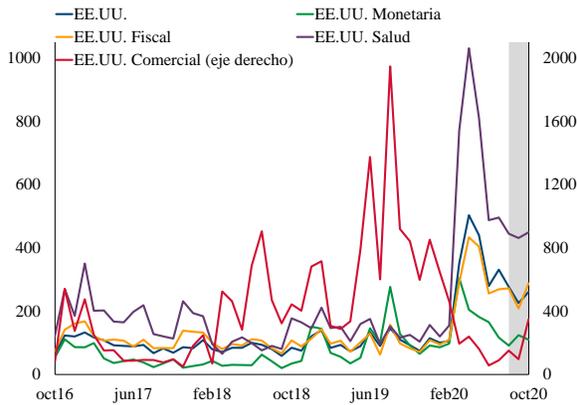
²⁵ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

²⁶ El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²⁷ 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.

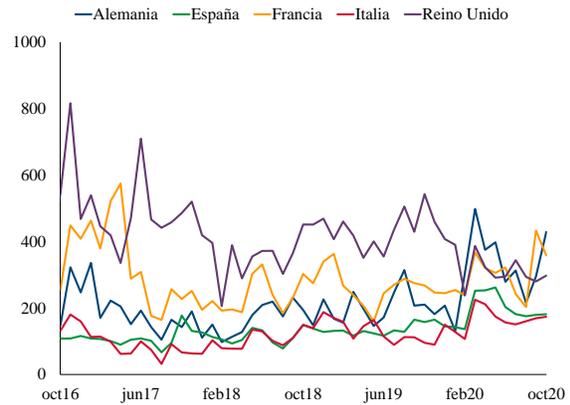
²⁸ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

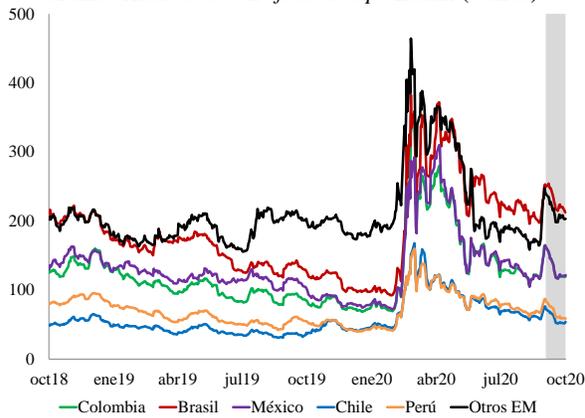
Gráfico A8.4. Incertidumbre en política económica en Europa



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

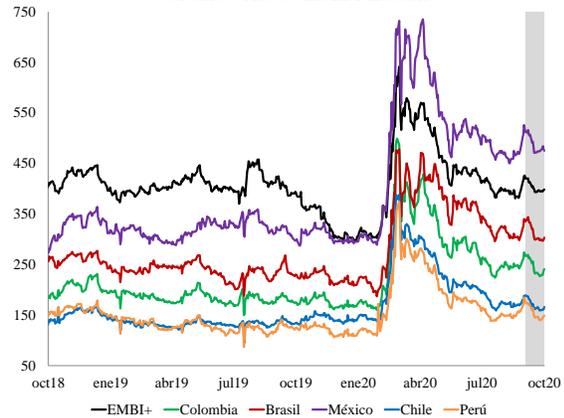
Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años presentaron reducciones en la mayoría de los países de la región, al igual que los índices EMBI²⁹. El CDS a 5 años disminuyó 44 pb en Brasil, 33 pb en México, 31 pb en Colombia y 4 pb en Chile, mientras que aumentó 4 pb en Perú. De manera similar, el EMBI se redujo 42 pb en México, 41 pb en Brasil, 27 pb en Colombia, 21 pb en Chile y 7 pb en Perú (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.6. EMBI Latam



Fuente: Bloomberg.

²⁹ Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.