



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 (22 de febrero), y con información hasta el 19 de marzo, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 48 p.b, 38 p.b, 26 p.b, y 18 p.b. para las estimaciones a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. Al 19 de marzo de 2019 el BEI a estos plazos se ubicó en 3,00%, 3,10%, 3,22% y 3,50%, respectivamente (Gráficos 1 y 2). Lo anterior se observó en un contexto de valorizaciones en todos los tramos de los TES en pesos, acompañadas de desvalorizaciones en la mayoría de los tramos de la curva de TES en UVR (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6)¹.

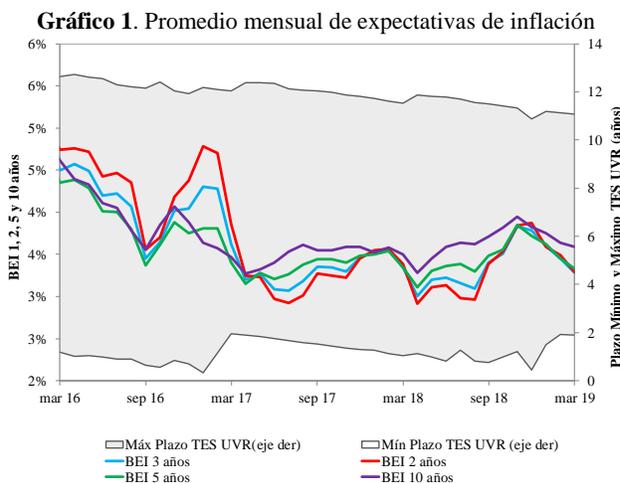
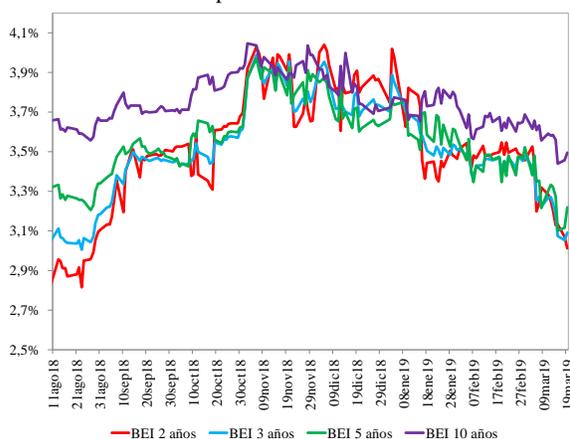


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

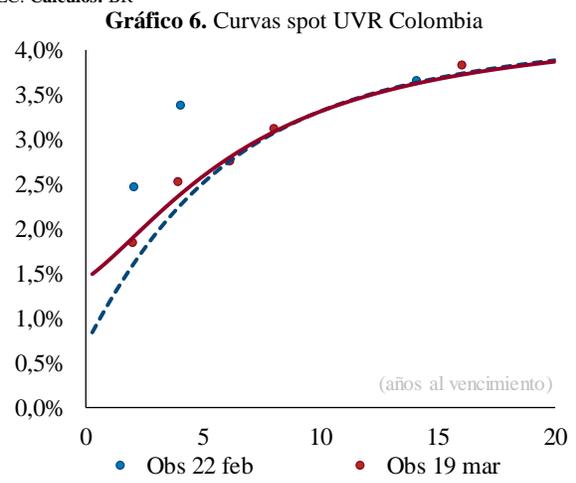
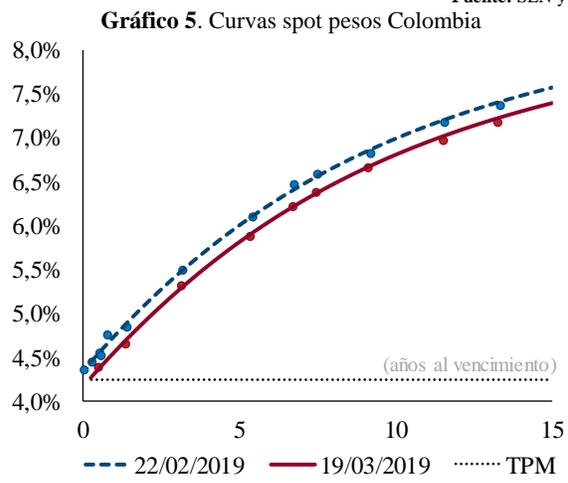
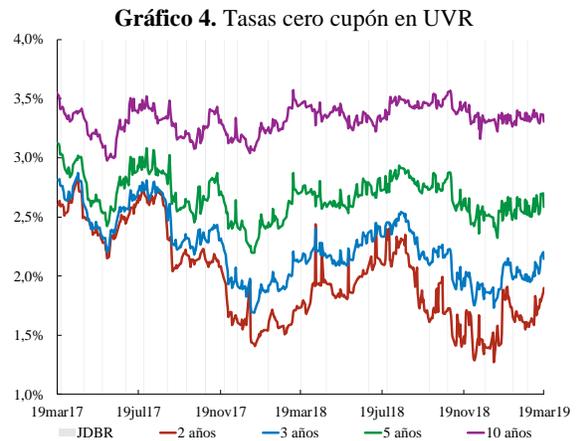
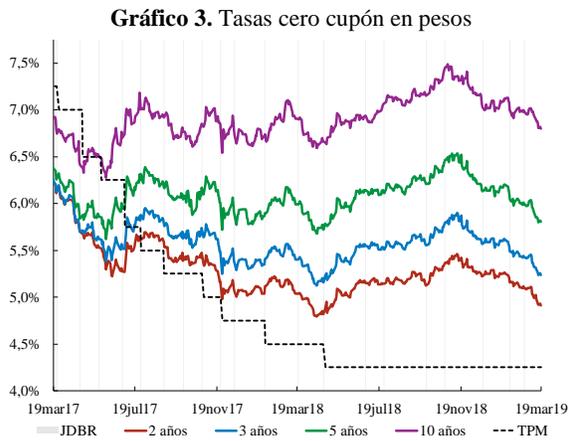
Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

Punto a Punto (Plazo en Años)								
	TES PESOS				TES UVR			
	2	3	5	10	2	3	5	10
22feb19	5,10%	5,43%	6,00%	6,98%	1,60%	1,96%	2,52%	3,31%
19mar19	4,91%	5,24%	5,81%	6,80%	1,90%	2,15%	2,59%	3,31%
Variaciones p.b.								
	-19	-19	-19	-18	30	19	7	-1
Var. BEI	-48	-38	-26	-18				

Promedios Mensuales								
feb19	5,12%	5,45%	6,01%	6,98%	1,63%	2,00%	2,56%	3,33%
mar19*	5,00%	5,33%	5,90%	6,91%	1,75%	2,08%	2,60%	3,34%
Variaciones p.b.								
	-12	-12	-11	-6	12	8	3	0
Var. BEI	-24	-20	-14	-7				

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.

¹ Ver comentarios del mercado en Anexo 2.



Cambios en la curva por plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-19	-19	-19	-18

Cifras en puntos básicos

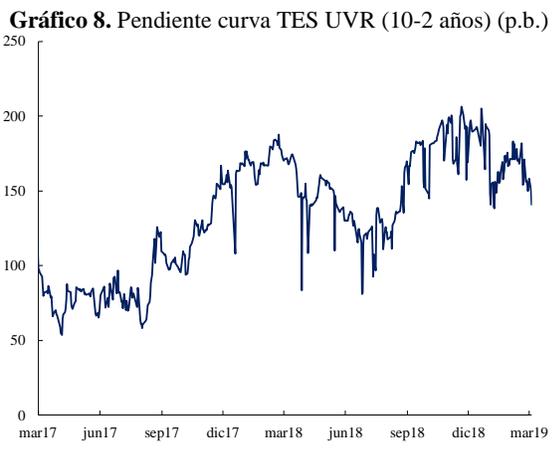
Cambios en la curva por plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
30	19	7	-1

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente de la curva de rendimientos de TES denominados en pesos se mantuvo estable, mientras que la de los TES en UVR disminuyó 30 p.b. (Gráficos 7 y 8).

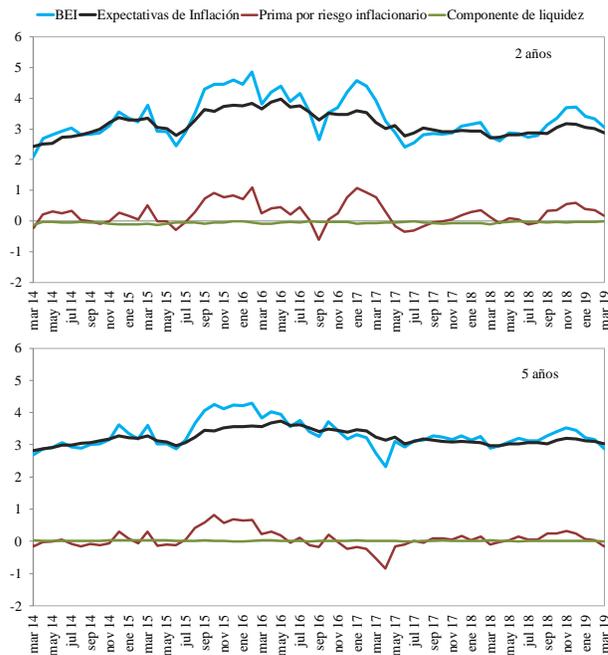


De acuerdo con diferentes agentes del mercado, las valorizaciones en la curva de TES en pesos se atribuyen principalmente a la publicación del dato de inflación de febrero que se volvió a ubicar por debajo de lo esperado por el mercado. Adicionalmente, los tramos corto y medio se vieron favorecidos por las expectativas de un canje de deuda por parte de la Tesorería, el cual finalmente se materializó el 19 de marzo (ver Anexo 2). Por último, el tramo largo respondió en parte a los movimientos observados en el mismo plazo de la curva de *Treasuries*.

En contraste, la curva de TES denominados en UVR se desvalorizó en sus tramos corto y medio ante el menor apetito de los inversionistas como consecuencia de unas menores expectativas de inflación y debido al componente cíclico del nivel de precios que hace que hacia el segundo trimestre del año los títulos indexados a la inflación empiecen a perder valor.

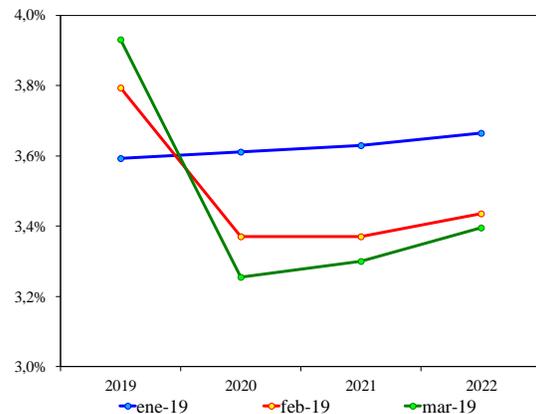
El Gráfico 9 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez² de los TES en pesos frente a los denominados en UVR³. De esta manera se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,90% (febrero: 3,0%) y para los próximos 5 años sea 3,0% (febrero: 3,11%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años disminuyó 18 p.b. y se situó en 0,17% en marzo, al tiempo que la de 5 años disminuyó 20 p.b. y se situó en -0,16%.

Gráfico 9. Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 10. Inflación esperada (FBEI)



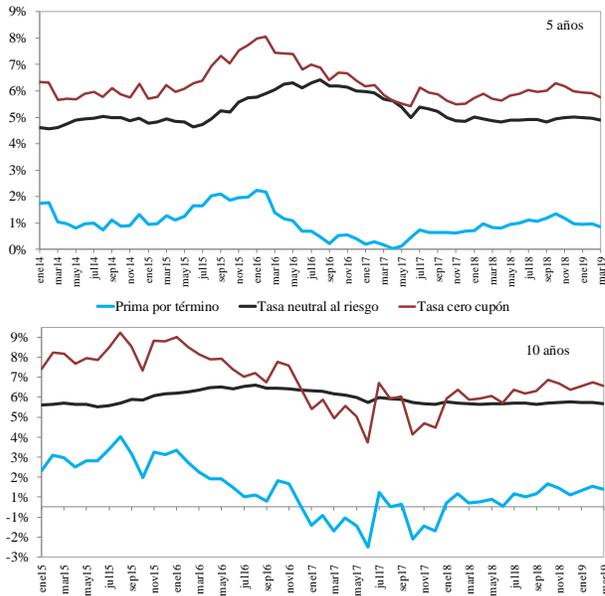
* Promedio datos mensuales. El dato de inflación implícito estimado para 2019 se construye aplicando el BEI calculado para lo restante de 2019 y la inflación año corrido observada hasta la respectiva estimación.

Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

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

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

Gráfico 11. Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años



Fuente y Cálculos: BR

Frente a lo observado el 22 de febrero y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, los recortes esperados del rango objetivo se adelantaron y la tasa esperada para diciembre de 2019 pasó de 2,37% a 2,305% el 20 de marzo (Gráfico 12). Adicionalmente, la probabilidad que en el 2019 no ocurran cambios en el rango de los fondos federales disminuyó de 82% a 62%, siendo el escenario más probable, seguido por el escenario de un rango entre 2%-2,25% (un recorte de 25 p.b.) cuya probabilidad aumentó de 14% a 31%. (Cuadro 2 y Anexo 5).

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

	1,5%-1,75%	1,75%-2%	2%-2,25%	2,25%-2,5%	2,5%-2,75%
20mar19	0.6%	6.2%	31.3%	61.8%	0.0%
22feb19	0.0%	0.9%	14.4%	82.3%	2.4%

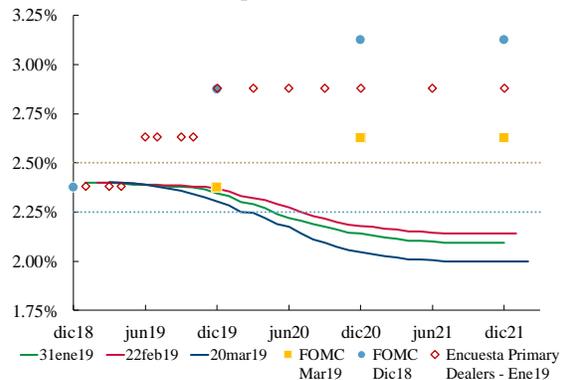
Fuente: Bloomberg.

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

El Gráfico 10 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2020, 2021 y 2022, utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), la cual corresponde a 3,25%, 3,30% y 3,40%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en marzo de 2019 para todos los plazos es menor a los de febrero y enero. El gráfico también muestra que la inflación implícita para 2019 es 3,93%, calculada con la inflación hasta enero (1,18%) y el FBEI anualizado para lo restante del año (2,72%).

Respecto a la última reunión de la JDBR, la prima a término de los TES en pesos disminuyó 10 p.b. y 14 p.b. a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 11). Por su parte, la tasa neutral al riesgo disminuyó 7 p.b. y 4 p.b. para 5 años y 10 años, en su orden.

Gráfico 12. Senda esperada tasa de fondos federales



Fuente: Bloomberg y Fed.

Gráfico 13. Inflación esperada promedio para el cierre de 2019

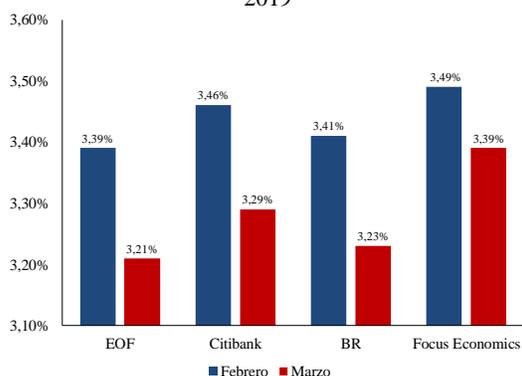
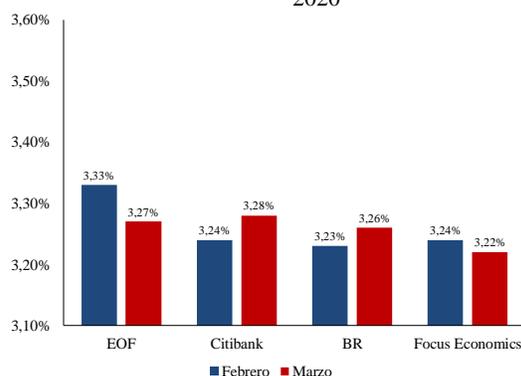


Gráfico 14. Inflación esperada promedio para el cierre de 2020



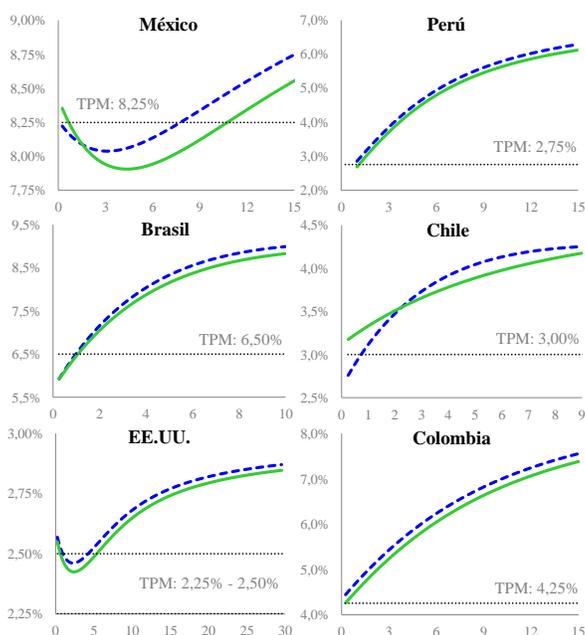
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se recibieron el 20 de marzo con encuestas recolectadas entre el 11 y el 20 del mismo mes, los de Citibank el 20 de marzo. La encuesta del BR se realizó entre el 9 y el 13 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 12 de marzo, con encuestas entre el 5 y el 11 de este mismo mes.

En resumen, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de marzo disminuyó para diciembre de 2019 a 3,28% desde el nivel de 3,44% observado en febrero, mientras que para diciembre de 2020 se mantuvo inalterado en 3,26%. Por su parte, el BEI disminuyó en todos los plazos ante la valorización de los TES denominados en pesos y la desvalorización de los denominados en UVR, movimientos explicados principalmente por los resultados de la inflación de febrero.

Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región

Entre el 22 de febrero y el 19 de marzo, a excepción del tramo corto de la curva de Chile, la deuda pública de la región se valorizó, en línea con el comportamiento de los Treasuries y ante la menor percepción de riesgo hacia economías emergentes (Gráfico 15). Adicionalmente, en México, se espera que el banco central mantenga inalterada su tasa de política en 8,25%, la cual resulta atractiva frente a los demás países de la región. Por su parte, en Chile y Perú se conocieron buenos datos de actividad económica. Finalmente, en Brasil continúa el optimismo del mercado frente al futuro de la reforma pensional impulsada por el Gobierno. (ver Anexo 4).

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



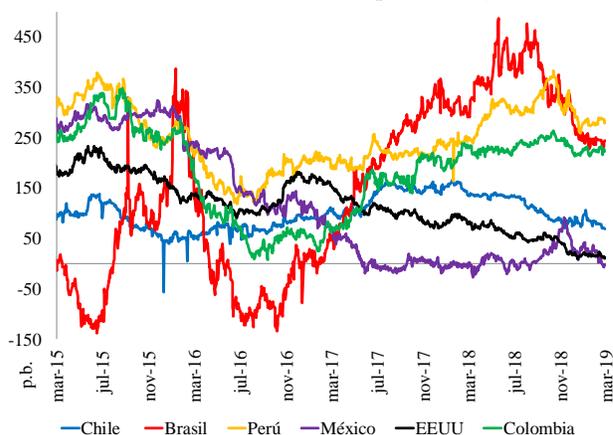
	EVOLUCIÓN POR TRAMOS			Cambios en la TPM (p.b.)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-4	-17	-22	0
Perú	-15	-14	-15	0
Brasil	-11	-17	-16	0
Chile	3	-16	-4	0
EEUU	-3	-4	-3	0
Colombia	-19	-19	-18	0

	CAMBIOS OBSERVADOS		
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	-14	-18	-9
Perú	-15	0	2
Brasil	-15	-5	-8
Chile	-6	-7	-31
EEUU	-3	0	-1
Colombia	-19	1	-1

22-feb-19
19-mar-19

Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM
*Para Chile y Brasil el spread es el de 9-1 año y 10-1 año, respectivamente.
** Las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel.

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



Fuente: Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República. *Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es 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 levemente hasta ubicarse en 222 p.b. (ant: 225 p.b.). Las pendientes de Perú, Brasil, Chile, México y EE.UU. se sitúan en 281 p.b, 244 p.b, 69 p.b, 21 p.b. y 12 p.b, respectivamente. La pendiente de EE.UU. continuó disminuyendo, ubicándose en niveles bajos no observados desde el 2007.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM)

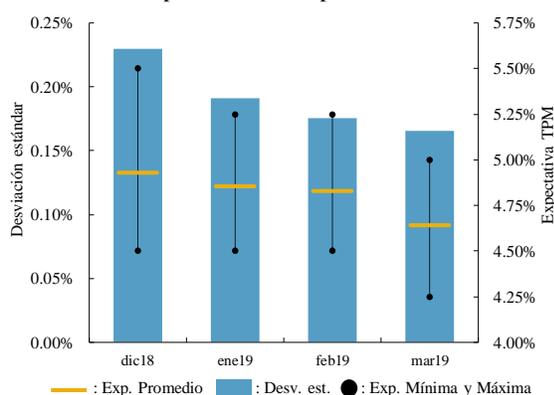
Las encuestas indican que los agentes del mercado esperan que la JDBR mantenga la tasa de interés de referencia en 4,25% en su reunión de marzo. Primero, según la EOF⁴ el 100% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada en 4,25%. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg, el 100% de los analistas espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de interés de referencia. Por último, según las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros realizadas por Anif y Citibank⁵ se encuentra que, de las 29 entidades encuestadas el 100% no espera ni recomienda cambios en la TPM (Gráfico 17 y Anexo 1). En el Gráfico 18 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2019 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre enero y febrero el promedio de la tasa esperada disminuyó de 4,83% a 4,64%.

Gráfico 17. Encuesta sobre TPM de Anif y Citibank



Fuente: Encuestas Anif y Citibank.

Gráfico 18. Expectativas TPM para diciembre de 2019



Fuente: Encuesta Citibank.

⁴ Recibida el 20 de marzo. Datos recolectados entre el 11 y el 20 de marzo.

⁵ Publicadas el 18 y el 20 de marzo, respectivamente.

Gráfico 19. Expectativas TPM para la próxima reunión

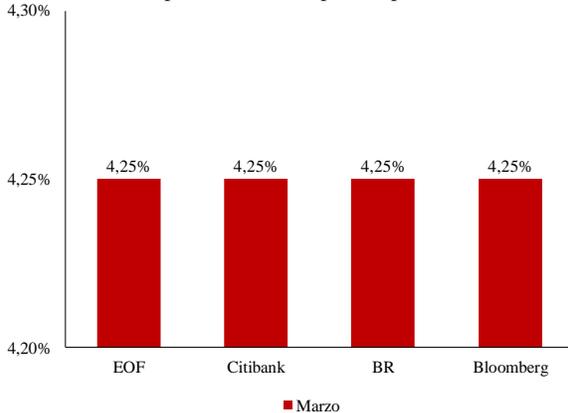
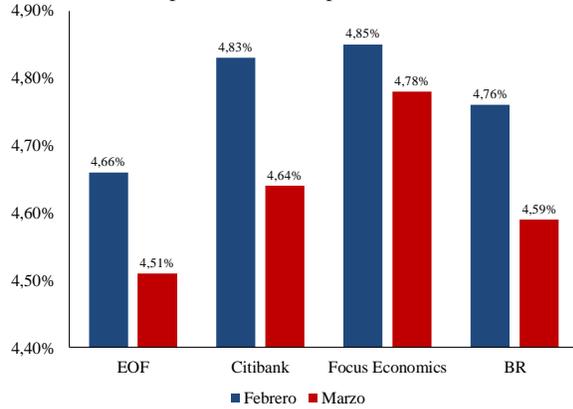


Gráfico 20. Expectativas TPM para diciembre de 2019

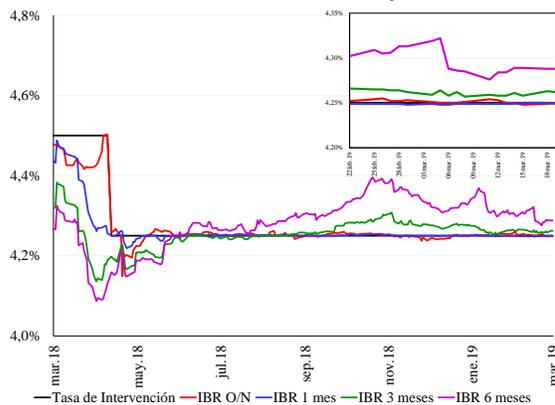


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se recibieron el 20 de marzo con encuestas recolectadas entre el 11 y el 20 del mismo mes, los de *Citibank* el 20 de marzo. La encuesta del BR se realizó entre el 11 y el 13 de este mismo mes. Los pronósticos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

En los Gráficos 19 y 20 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a marzo y diciembre de 2019. En estas se observa que: i) en marzo, 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 2019 disminuyó desde 4,78% en febrero a 4,63% en marzo.

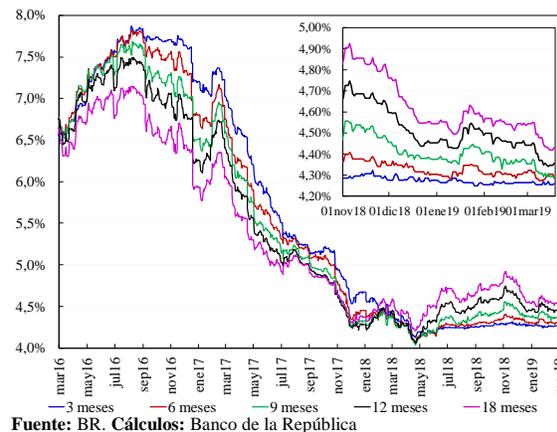
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 21 muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de febrero de 2019, las tasas del IBR a 1 y 3 meses permanecieron inalteradas, mientras que la tasa a 6 meses aumentó 1 p.b. Desde dicha reunión, las tasas IBR a 1 y 3 meses no han cambiado, mientras que la tasa IBR a 6 meses se ha reducido 1 p.b. Así, el 19 de marzo las tasas IBR a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 4,25%, 4,26% y 4,29%, respectivamente.

Gráfico 21. Tasa de intervención y tasas IBR



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

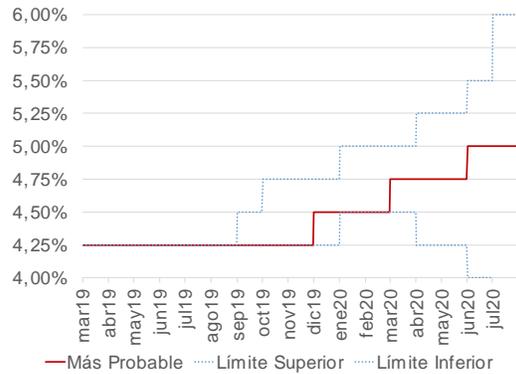
Gráfico 22. Tasas OIS



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

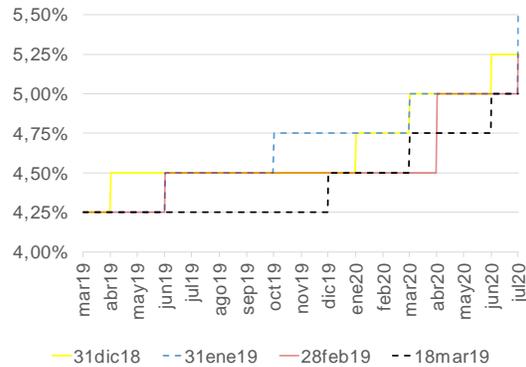
Desde el 22 de febrero, las tasas de los OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses presentaron variaciones de 1 p.b, 0 p.b, -10 p.b, -10 p.b. y -10 p.b, ubicándose el 18 de marzo en 4,26%, 4,28%, 4,29%, 4,36% y 4,43%, respectivamente (Gráfico 22). Adicionalmente, de acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS, se encontró que se espera que el próximo incremento de la tasa de referencia sea en diciembre de 2019, a diferencia de lo que se observó en febrero, cuando el próximo incremento se esperaba para junio de 2019. Por su parte, el segundo incremento se espera en marzo de 2020 (Gráficos 23, 24 y Anexo 6).

Gráfico 23. Tasa de política monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

Gráfico 24. Evolución de expectativas TPM - OIS

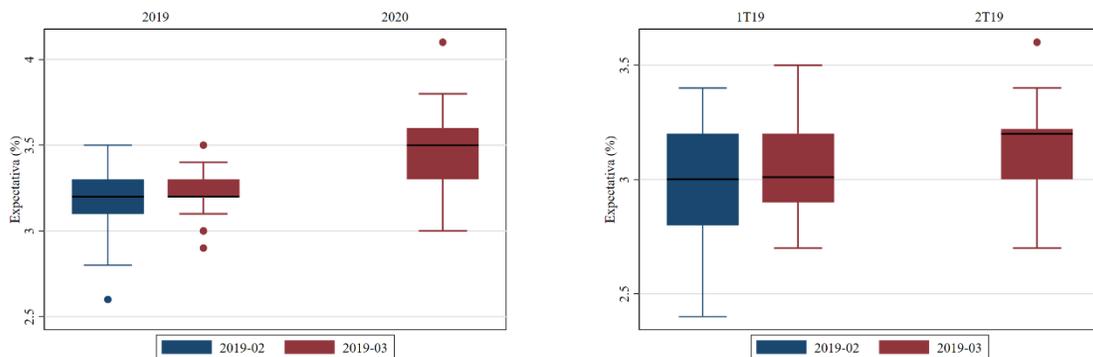


Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

b) Expectativas de crecimiento económico

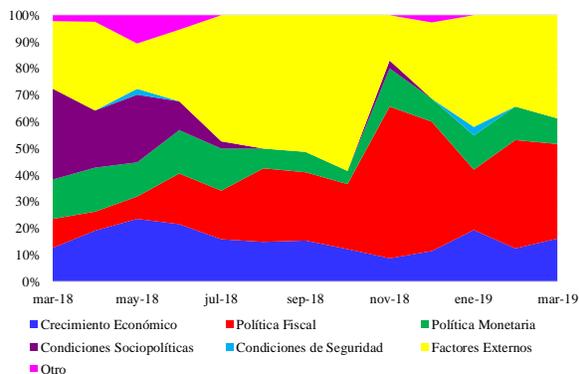
En el Gráfico 25 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 2019 y 1T19 a 3,23% (ant: 3,17%) y 3,06% (ant: 2,98%), respectivamente. Para 2020 y 2T19 los analistas esperan que la economía crezca 3,46% y 3,14%, respectivamente.

Gráfico 25. Expectativas de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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.

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

El 8 de marzo el Fondo Monetario Internacional (FMI) aumentó su pronóstico de crecimiento para Colombia en 2019 desde 3,3% hasta 3,5%, impulsado por un aumento de la demanda interna y una recuperación de la inversión. Para el 2020, el FMI espera que el crecimiento sea 3,6%.

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 valorización cercana a 2 p.b. (ant: valorizaciones de 21 p.b.)⁶. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas

⁶ 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.

financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana al 5,71% (anterior: valorizaciones de 2,67%)⁷.

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 39% resaltó los factores externos (ant: 34%), un 36% la política fiscal (ant: 41%), un 16% el crecimiento económico (ant: 13%) y un 10% la política monetaria (ant: 13%) (Gráfico 26).

d) Expectativas macroeconómicas de otros países

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

Cuadro 3. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Febrero 2019**		Esperada a Diciembre 2019		Vigente	Esperada a Diciembre 2019		Ultimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2019	
	Esp*	Obs	Feb. 2019	Mar. 2019		Feb. 2019	Mar. 2019	Esp*	Obs	Feb. 2019	Mar. 2019
Colombia	3.17%	3.01%	3.46%	3.29%	4.25%	4.75%	4.75%	2.80%	2.80%	3.21%	3.22%
Chile	1.80%	1.70%	2.70%	2.70%	3.00%	3.25%	3.25%	3.30%	3.60%	3.50%	3.40%
México	3.95%	3.94%	3.80%	3.65%	8.25%	8.25%	8.25%	1.70%	1.70%	1.80%	1.63%
Perú	2.10%	2.00%	2.47%	2.45%	2.75%	3.42%	3.37%	4.80%	4.80%	3.76%	3.77%
Brasil	3.84%	3.89%	3.87%	3.89%	6.50%	6.50%	6.50%	1.40%	1.10%	2.48%	2.01%
Ecuador	n.d.	0.16%	1.21%	1.46%	5.50%	5.30%	5.15%	n.d.	1.40%	0.80%	0.77%
Argentina	n.d.	51.30%	28.78%	30.72%	63.87%	36.57%	37.33%	-3.50%	-3.50%	-0.98%	-1.09%
EE.UU.	1.50%	1.60%	2.00%	1.80%	2,25% - 2,50%	2.80%	2.75%	3.50%	3.50%	2.50%	2.40%
India	2.40%	2.57%	4.49%	4.24%	6.25%	6.53%	6.04%	6.70%	6.60%	7.30%	7.31%
Sudáfrica	4.30%	4.00%	5.20%	5.00%	6.75%	6.95%	7.00%	0.60%	1.10%	1.50%	1.50%
China	1.50%	1.50%	2.20%	2.19%	4.35%	4.32%	4.28%	6.40%	6.40%	6.23%	6.20%
Rusia	5.10%	5.00%	5.00%	4.90%	7.75%	7.75%	7.75%	1.50%	1.50%	1.49%	1.50%
Turquía	19.90%	19.67%	17.20%	17.20%	24.00%	20.40%	19.45%	-2.50%	-3.00%	0.20%	0.20%
Noruega	2.80%	3.00%	2.10%	2.20%	1.00%	1.20%	1.25%	0.60%	0.50%	2.30%	2.20%
Costa Rica	n.d.	1.54%	3.20%	3.08%	5.25%	5.50%	5.50%	n.d.	1.80%	2.82%	2.78%
El Salvador	n.d.	0.40%	1.41%	1.67%	4.30%	4.50%	4.50%	n.d.	2.10%	2.30%	2.31%
Guatemala	n.d.	4.50%	3.74%	3.82%	2.75%	3.17%	3.06%	n.d.	3.50%	3.10%	3.14%
Honduras	n.d.	4.10%	4.41%	4.34%	5.75%	6.17%	6.17%	n.d.	3.50%	3.76%	3.73%
Panamá	n.d.	-0.50%	1.64%	1.65%	7.67%	7.82%	7.82%	n.d.	4.00%	5.00%	4.98%
Paraguay	n.d.	2.70%	4.07%	4.07%	5.00%	5.38%	5.25%	n.d.	1.10%	4.07%	3.77%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por *Citibank* el 20 de marzo.

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

México: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco de México el 1 de marzo con respuestas recibidas entre el 20 y el 27 de Febrero.

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

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

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

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

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

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

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

Perú, India, Costa Rica, Guatemala, Honduras & Paraguay: Expectativas extraídas de la encuesta de *Focus Economics* de marzo.

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

** Todos los datos corresponden al mes de Febrero.

*** Todos los datos corresponden a la información observada del 4T18 con respecto al 4T17, excepto Ecuador, Argentina, Rusia, Costa Rica y EE.UU, cuyos datos corresponden al 3T18. 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.

⁷ 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.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

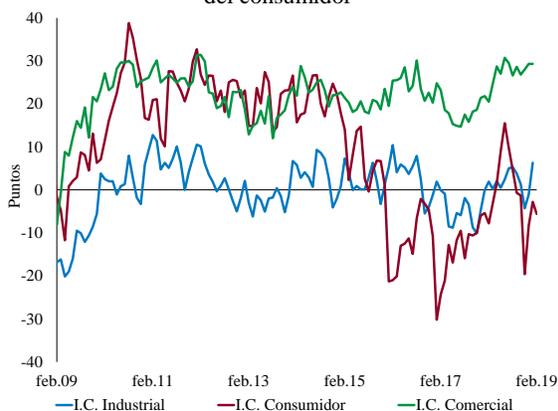
Con datos preliminares para marzo (EOF⁸, volatilidades⁹ y márgenes crediticios¹⁰), el índice de percepción de riesgo IDODM aumentó entre febrero y marzo (Gráfico 27 y Anexo 7), lo cual se explicó por el mayor *spread* entre las tasas activas y las de los TES y por una mayor volatilidad en el mercado accionario.

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 y ventas al por menor para enero. El crecimiento de la producción industrial (obs: 2,9%; ant: 0,3%) se ubicó por encima de lo observado en diciembre. Por su parte, el crecimiento de las ventas al por menor (obs: 3,0%; esp: 4,3%; ant: 7,0%) se ubicó por debajo de lo registrado el mes anterior y de lo esperado por el mercado.

En febrero, la confianza de los consumidores (obs: -5,6%; esp: -0,5%; ant: -2,8%) presentó una reducción y se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado. Esta disminución estuvo explicada por un deterioro tanto de las expectativas del consumidor (obs: -2,7%; ant: -0,4%) como de la percepción de las condiciones económicas (obs: -9,9%; ant: -6,4%). Por su parte, en enero el índice de confianza industrial aumentó (obs: 6,3%; ant: -1,1%) mientras que el índice de confianza comercial permaneció inalterado (obs: 29,3%; ant: 29,3%).

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

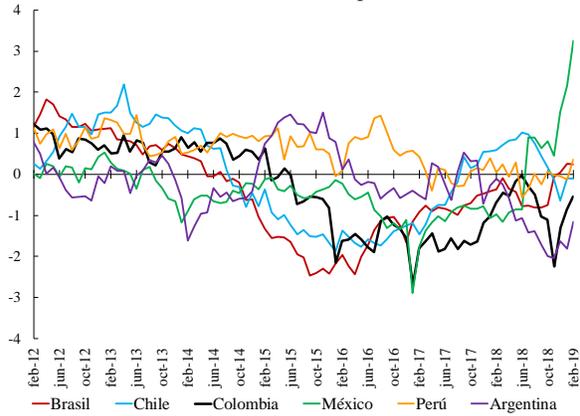
Con datos preliminares al 20 de marzo, el Indicador de Incertidumbre en Política Económica para Colombia (IPEC) disminuyó desde 319 en febrero hasta 45 en marzo (Gráfico 30). El principal tema que explicó el nivel del indicador en marzo estuvo asociado con la incertidumbre frente a las elecciones locales de 2019.

⁸ Publicada el 20 de marzo.

⁹ Datos al 18 de marzo.

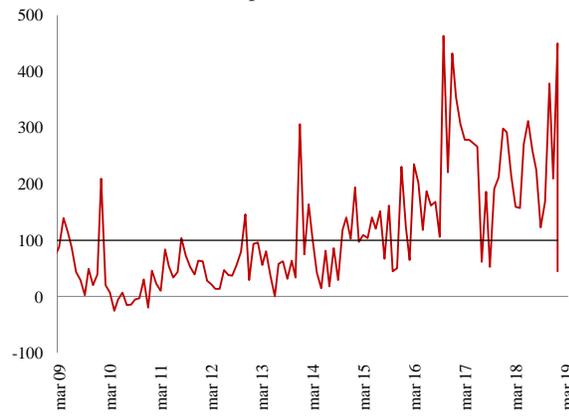
¹⁰ Datos al 8 de marzo.

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



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

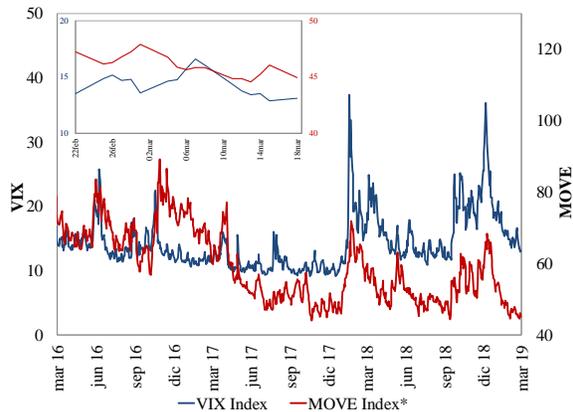
Gráfico 30. Indicador de Incertidumbre en Política Económica para Colombia (IPEC)



Fuentes: Artículos de Revista Semana, Dinero y periódicos El Tiempo y El Espectador. Cálculos: BR. La línea horizontal en 100 representa la media. La metodología se encuentra publicada en el documento Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales correspondiente al mes de marzo de 2018¹¹.

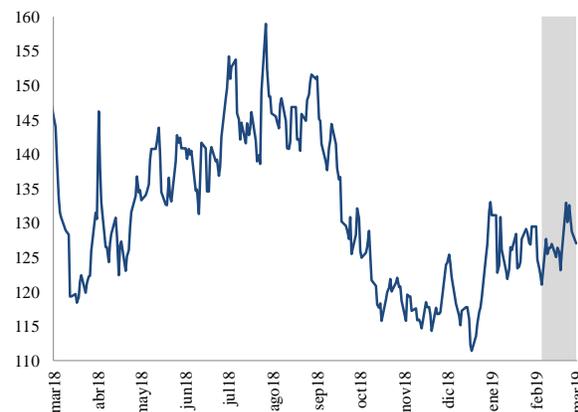
Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*¹², el *Vstox*¹³ y el *Move*¹⁴ disminuyó ligeramente, aunque el *Vix* presentó un comportamiento volátil, en línea con el aumento del *Skew*¹⁵ (Gráficos 31, 32 y Anexo 8). Por su parte, en general los CDS a 5 años y los EMBI presentaron reducciones en la región.

Gráfico 31. VIX - MOVE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 32. Skew del S&P500



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

¹¹ http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/amjdttes_mar_2018.pdf

¹² El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

¹³ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

¹⁴ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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.

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 19 de marzo

	Empresa	Estimación	Fecha
1	4CAST/Continuum Economics	4,25%	08/03/2019
2	Alianza Valores	4,25%	11/03/2019
3	BNP Paribas	4,25%	17/03/2019
4	Banco Davivienda SA	4,25%	18/03/2019
5	Banco Mizuho DO Brasil SA	4,25%	17/03/2019
6	Banco de Bogotá SA	4,25%	17/03/2019
7	Bancolombia SA	4,25%	15/03/2019
8	Barclays Capital Inc	4,25%	17/03/2019
9	Bloomberg Economics	4,25%	14/03/2019
10	Capital Economics Ltda	4,25%	17/03/2019
11	Casa de Bolsa SA	4,25%	15/03/2019
12	Credicorp Capital Colombia SA	4,25%	17/03/2019
13	Global Securities	4,25%	08/03/2019
14	Itau Corpbanca	4,25%	15/03/2019
15	Merrill Lynch/Mexico	4,25%	15/03/2019
16	Nomura Securities International Inc	4,25%	14/03/2019
17	Pantheon Macroeconomics Ltd	4,25%	17/03/2019
18	Positiva Compania de Seguros	4,25%	11/03/2019
19	Santander Investment Securities Inc	4,25%	14/03/2019
20	Societe Generale Gsc Pvt Ltd	4,25%	14/03/2019
21	UBS Securities LLC	4,25%	15/03/2019
22	Universidad Jorge Tadeo Lozano	4,25%	17/03/2019
23	XP Investments	4,25%	12/03/2019
	Tasa	Obs.	Prob.
	4,25%	23	100%
	Tasa Esperada Ponderada		4,25%

**Cuadro A1.2. Resultado encuesta de expectativas de Anif y Citibank de marzo de 2019
(para la reunión de marzo del 2019)**

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza Valores	4.25%	4.25%
Anif	4.25%	4.25%
Asobancaria	4.25%	4.25%
Axa 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%	4.25%
BBVA	4.25%	4.25%
BTG Pactual	4.25%	4.25%
Camacol	4.25%	4.25%
Casa de Bolsa	4.25%	4.25%
Cede	4.25%	4.25%
Citibank	4.25%	4.25%
Colfondos	4.25%	4.25%
Corficolombiana	4.25%	4.25%
Credicorp Capital	4.25%	4.25%
Fedesarrollo	4.25%	4.25%
Fidubogotá	4.25%	4.25%
Fiduprevisora	4.25%	4.25%
Grupo Bancolombia	4.25%	4.25%
Itaú	4.25%	4.25%
J.P.Morgan	4.25%	4.25%
Moodys Economy	4.25%	4.25%
Old Mutual	4.25%	4.25%
Positiva	4.25%	4.25%
Protección	4.25%	4.25%
Scotiabank Colpatria	4.25%	4.25%
Ultraserfinco	4.25%	4.25%
Promedio	4.25%	4.25%
Mediana	4.25%	4.25%
STDV	0.00%	0.00%
Máximo	4.25%	4.25%
Mínimo	4.25%	4.25%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.00%	0%	0
4.25%	100%	29
4.50%	0%	0
Total	100%	29

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.00%	0%	0
4.25%	100%	29
4.50%	0%	0
Total	100%	29

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

Participantes	2019	2020
Alianza Valores	3.22%	3.40%
Asobancaria	3.20%	3.30%
Axa Colpatría	3.05%	3.60%
Banco Agrario	3.34%	3.08%
Banco Davivienda	3.38%	
Banco de Bogotá	3.24%	3.00%
Banco de Occidente	3.56%	3.82%
BTG Pactual	3.20%	3.00%
Casa de Bolsa	3.80%	3.50%
Citibank	3.30%	3.00%
Colfondos	3.04%	3.00%
Corficolombiana	3.80%	3.50%
Credicorp Capital	3.30%	3.20%
Fidubogotá	3.10%	3.33%
Fiduprevisora	3.18%	3.60%
Grupo Bancolombia	3.40%	3.20%
Itaú	3.00%	3.00%
JP Morgan	3.36%	3.56%
Moodys Economy	3.30%	3.20%
Old Mutual	3.24%	3.34%
Positiva	3.40%	3.40%
Scotiabank Colpatría	3.15%	3.10%
Ultraserfinco	3.08%	3.11%
Promedio	3.29%	3.28%
Mediana	3.24%	3.25%
STDV	0.21%	0.24%
Máximo	3.80%	3.82%
Mínimo	3.00%	3.00%

Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre tasa de política monetaria para 2019 y 2020

Encuestas realizadas entre el 5 y el 11 de marzo

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,25%	1	4,17%	0	0,00%
4,50%	5	20,83%	3	15,00%
4,75%	9	37,50%	3	15,00%
5,00%	8	33,33%	9	45,00%
5,25%	1	4,17%	4	20,00%
5,50%	0	0,00%	0	0,00%
5,75%	0	0,00%	1	5,00%
Media		4,78%		4,98%
Mediana		4,75%		5,00%

Cuadro A1.5. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre la inflación para 2019 y 2020

Encuestas realizadas entre el 5 y el 11 de marzo

Empresa		Estimación 2019		Estimación 2020	
1	ANIF	3,50%		3,40%	
2	Banco Davivienda	3,59%		-	
3	Banco de Bogotá	3,34%		2,99%	
4	Bancolombia	3,40%		3,20%	
5	Barclays Capital	3,34%		3,30%	
6	BBVA Research	3,04%		3,22%	
7	CABI	4,00%		-	
8	Citigroup Global Mkts	3,30%		3,00%	
9	Corficolombiana	3,80%		-	
10	Credicorp Capital	3,33%		3,24%	
11	Credit Agricole	3,60%		3,00%	
12	Credit Suisse	3,30%		3,20%	
13	Ecoanalítica	3,41%		4,18%	
14	EIU	3,30%		2,40%	
15	Fedesarrollo	3,50%		3,00%	
16	Fitch Solutions	3,38%		3,50%	
17	Goldman Sachs	3,30%		3,00%	
18	HSBC	3,30%		3,00%	
19	Itaú BBA	3,40%		3,00%	
20	JPMorgan	3,40%		3,60%	
21	Moody's Analytics	3,02%		3,68%	
22	Nomura	3,20%		3,00%	
23	Oxford Economics	3,02%		3,00%	
24	Pezco Economics	3,30%		3,20%	
25	Polinomics	3,50%		3,40%	
26	Positiva Compañía de Seguros	3,45%		3,50%	
27	Scotiabank	3,30%		3,10%	
28	UBS	3,60%		3,60%	
29	Ultraserfinco	3,34%		3,10%	
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.	
2,25%-2,50%	0	0,00%	1	3,85%	
2,50%-2,75%	0	0,00%	0	0,00%	
2,75%-3,00%	0	0,00%	1	3,85%	
3,00%-3,25%	4	13,79%	15	57,69%	
3,25%-3,50%	17	58,62%	3	11,54%	
3,50%-3,75%	6	20,69%	5	19,23%	
3,75%-4,00%	1	3,45%	0	0,00%	
4,00%-4,25%	1	3,45%	1	3,85%	
Media		3,39%		3,22%	
Mediana		3,34%		3,20%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El Dane publicó el 5 de marzo la variación del índice de precios al consumidor de febrero, ubicándose en 0,57% mes a mes bajo la nueva metodología de cálculo del IPC. Dicho resultado estuvo por debajo de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,73%), del dato extraído de la encuesta del BR (0,73%) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2018 (0,71%). La variación anual fue 3,01%¹⁶ (esp: 3,17%). Entre el 5 y el 6 de marzo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -7 p.b., -7 p.b. y -2 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 16 p.b., 6 p.b. y 3 p.b. para los mismos plazos.

El 18 de marzo, posterior al cierre del mercado de deuda local, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) anunció una operación de manejo de deuda interna con los Creadores de Mercado que tendría lugar el día 19 de marzo y cumplimiento el 22 de marzo, de la siguiente forma:

TES que recibirá el MHCP	TES que entregará el MHCP
TES UVR con vencimiento en 2019	TES UVR con vencimiento en 2023
TES en pesos con vencimiento en 2019	TES en pesos con vencimiento en 2025, 2028 y 2034
TES en pesos con vencimiento en 2020	TES en pesos con vencimiento en 2022

Entre el 18 y el 19 de marzo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 p.b., -1 p.b. y -2 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 4 p.b., -12 p.b. y -6 p.b. para los mismos plazos. Adicionalmente, el 19 de marzo el MHCP anunció los resultados de la operación señalando que la Nación intercambió con los Creadores de Mercado \$4.2 billones y se recibieron demandas por \$5,3 billones. Los detalles de la operación fueron los siguientes:

TES recibidos por el MHCP		TES entregados por MHCP	
Vencimiento	Monto	Vencimiento	Monto
17-abr-19 (UVR)	\$2'817'348	04-may-22 (COP)	899'496
11-sep-19 (COP)	\$523'455	23-feb-23 (UVR)	2'697'648
24-jul-20 (COP)	\$899'496	26-nov-25 (COP)	161'138
		28-abr-28 (COP)	62'500
		18-oct-34 (COP)	299'817
Total	4'240'300	Total	4'120'600

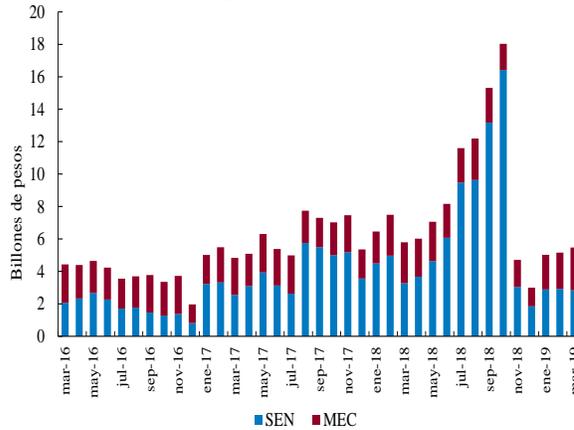
*Cifras en millones de pesos.

El 12 de marzo se venció un TES pesos que junto con el pago de su cupón totalizó \$3397 mm. Adicionalmente, para el mes de marzo se pagaron cupones por \$707,3 mm del TES en UVR que vence el 10 de marzo de 2021, \$295,3 mm correspondiente al título UVR que vence el 25 de marzo de 2033 y por \$384,0 mm correspondiente al título UVR que vence el 17 de marzo de 2027. En lo corrido de este mes (hasta el 18 de marzo), el monto promedio diario negociado ha sido \$5,47 billones, superior al observado el mes anterior (\$5,15 billones) e inferior al registrado en marzo de 2018 (\$5,79 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos más transados han sido aquellos en pesos que vencen en noviembre del 2025, cuya participación pasó de 11,8% a 15,3%, seguidos por aquellos

¹⁶ Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2018 (3,37%).

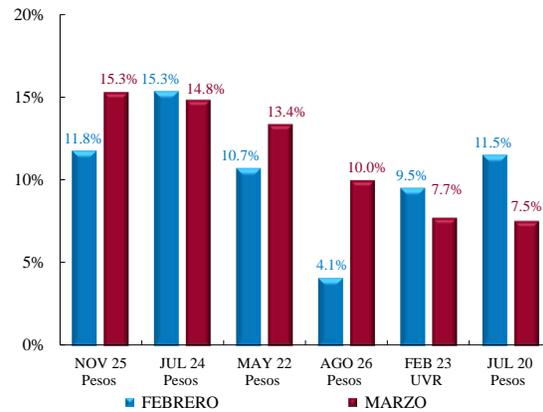
denominados en pesos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 15,3% a 14,8% (Gráfico A2.2).

Gráfico A2.1. Monto promedio diario negociado de TES



Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 18 de marzo del 2018.

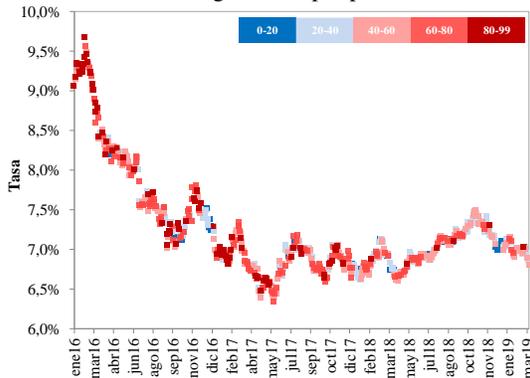
Gráfico A2.2. TES más transados



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

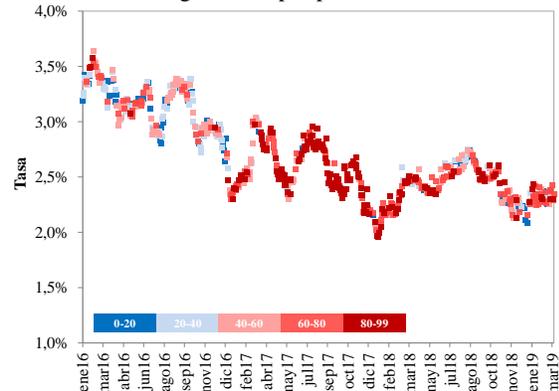
En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 4 años). En marzo los montos de negociación del título en pesos del 2024 se han ubicado entre los percentiles 20 y 60. En el caso del título UVR del 2023, la mayoría de los días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

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



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

Gráfico A2.4. Tasa Cero Cupón TUVT 2023 y Volumen Negociación por percentiles



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

El *bid-ask* spread promedio en marzo se mantuvo estable frente a lo observado a finales de febrero para los TES en pesos y se ubicó en 1,18 p.b. en marzo 14 (febrero 22: 1,18 p.b, Gráfico A2.5). En el caso de TES denominados en UVR esta medida aumentó de 1,60 p.b. en febrero 22 a 2,63 p.b. en marzo 14 (Gráfico A2.6). Durante ese mismo periodo, la profundidad del mercado de TES en pesos disminuyó \$74,1 mm mientras que la de los TES denominados en UVR aumentó \$16,1 mm (Gráficos A.7 y A2.8).

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

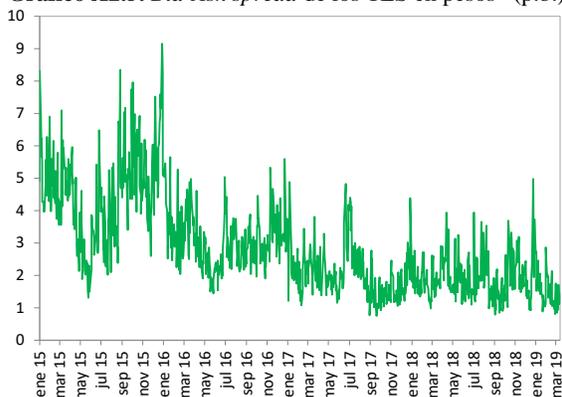
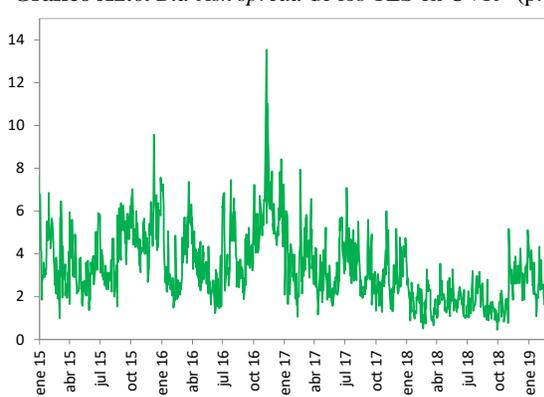


Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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

Gráfico A2.7. Profundidad promedio TES en pesos*

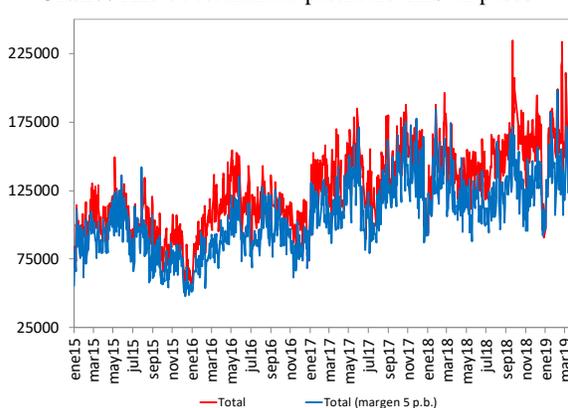
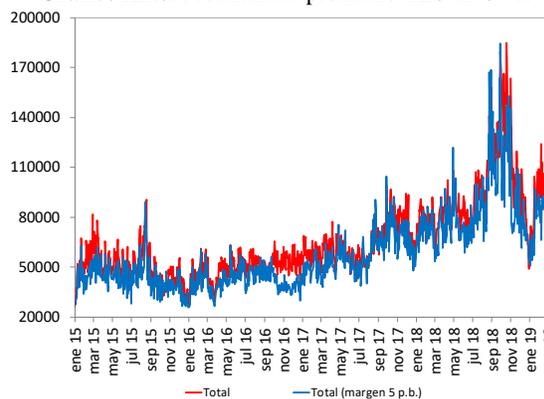


Gráfico A2.8. Profundidad promedio TES en UVR*



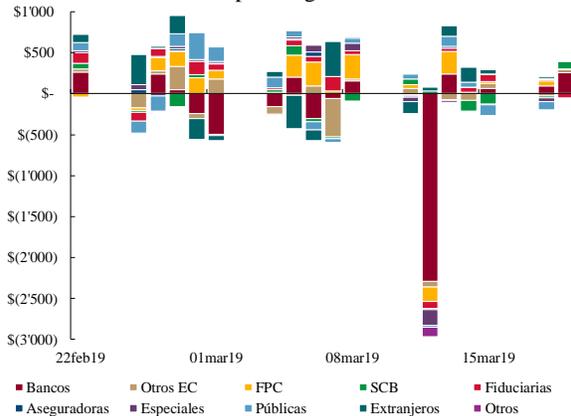
Fuente y Cálculos: Banco de la República. * Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total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

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

Desde el 22 de febrero los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los pasivos pensionales (\$1736 mm), los agentes del exterior (\$561 mm), las entidades públicas (\$442 mm) y los FIC abiertos a través de sociedades fiduciarias (\$406 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$2246 mm) y las sociedades comisionistas de bolsa en posición propia (\$367 mm). Las ventas del tramo corto incorporan el vencimiento de un título el 12 de marzo del 2019 por un monto aproximado de \$3250 mm.

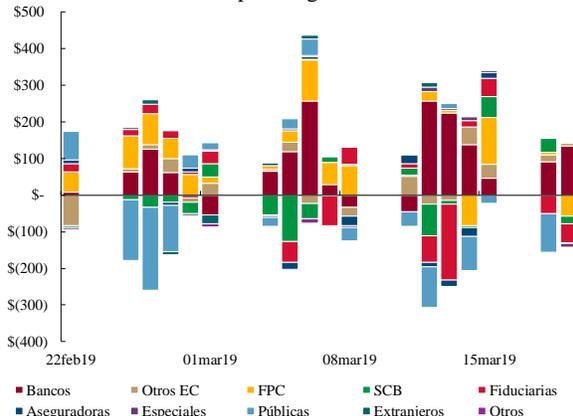
Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR fueron bancos comerciales (\$1471 mm), los pasivos pensionales (\$505 mm) y terceros a través de fondos de pensiones y cesantías (distintos a pasivos pensionales, \$218 mm), mientras que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (\$808 mm) y terceros a través de sociedades fiduciarias (distintos a extranjeros, FICs y pasivos pensionales, \$239 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: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



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

En lo corrido del 2019 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas por \$1063 mm; y desde el 22 de febrero han realizado ventas netas por \$381 mm en el tramo corto, al tiempo que han comprado en neto \$52 mm y \$890 mm en los tramos medio y largo, respectivamente.

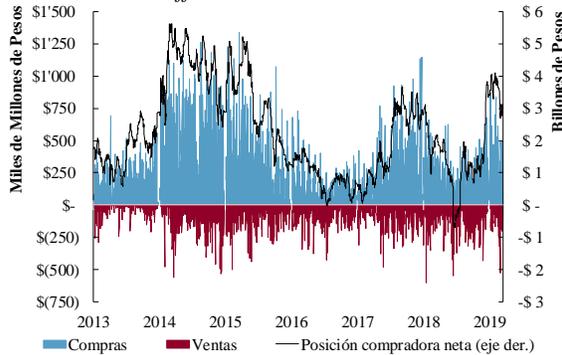
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)* (valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2019	Corrido del 2019	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	(89)	2'745	(1'592)	(922)	267	(2'246)	764	707	(1)	1'471
Compañía de Financiamiento Comercial	8	5	(10)	1	-	(9)	-	5	-	5
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(1'077)	100	39	(203)	(106)	(270)	5	145	32	183
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	(1'159)	2'850	(1'562)	(1'124)	161	(2'526)	770	857	32	1'659
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	32	8	26	22	5	53	-	3	2	5
Terceros	3'191	2'937	(139)	303	1'570	1'734	(226)	55	798	627
Pasivos Pensionales	2'524	1'895	(58)	512	1'240	1'693	(33)	(50)	491	409
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	3'223	2'945	(113)	325	1'575	1'786	(226)	57	801	632
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	(281)	(102)	(430)	53	10	(367)	(141)	(7)	(53)	(200)
Terceros	226	(175)	(46)	125	28	106	(8)	(61)	(3)	(72)
Extranjeros	0	-	(11)	-	-	(11)	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(55)	(277)	(477)	178	37	(261)	(149)	(68)	(55)	(272)
Sociedades Fiduciarias										
Propia	(78)	70	(35)	2	(8)	(41)	28	32	(3)	57
Terceros	2'849	18	(220)	122	1'391	1'294	(290)	(249)	187	(352)
Extranjeros***	1'024	(98)	(370)	51	889	570	-	(5)	5	(0)
FIC	674	(172)	153	175	78	406	(230)	2	19	(210)
Pasivos Pensionales	384	81	1	(131)	172	42	28	(47)	116	97
Total Sociedades Fiduciarias	2'771	88	(255)	124	1'383	1'253	(262)	(218)	184	(296)
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	157	69	(2)	92	77	167	16	(166)	108	(42)
Terceros	-	-	-	-	1	1	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	1	1	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	157	69	(2)	92	77	167	16	(166)	108	(42)
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	6'096	2'824	(846)	719	3'072	2'945	(622)	(394)	1'037	22
Total Entidades Financieras Especiales**	701	(236)	(39)	182	(148)	(6)	28	3	(1)	29
Total Entidades Públicas****	1'983	(2'151)	704	222	(484)	442	(176)	(380)	(253)	(808)
Otros*****	3	(21)	(107)	1	19	(87)	-	(30)	7	(23)
Extranjeros	39	-	-	1	2	3	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	7'624	3'266	(1'850)	-	2'619	769	-	56	823	879

Fuente: BR. Información actualizada al 19 de marzo del 2019. Cabe señalar que las ventas pueden incluir vencimientos de TES y, en el caso de entidades públicas, redenciones anticipadas de TES. * Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). ** 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.

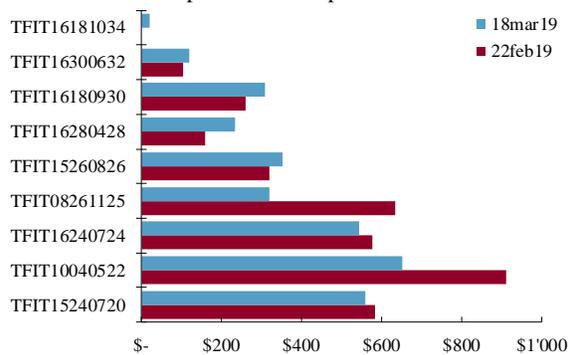
Por otra parte, con información al 18 de marzo, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$4380 mm y ventas por \$2264 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$4878 mm y de ventas por \$2240 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$522 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 \$3635 mm el 22 de febrero a \$3113 mm el 18 de marzo del 2019.

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



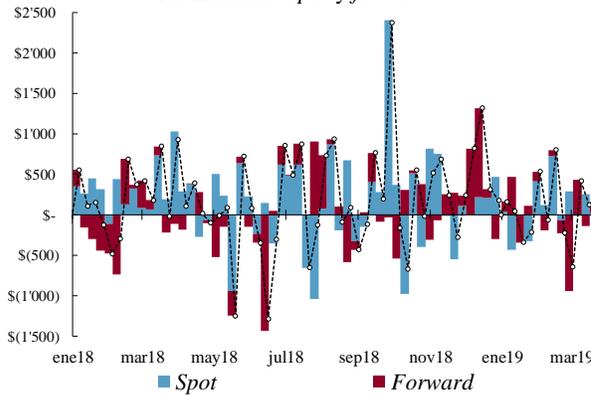
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



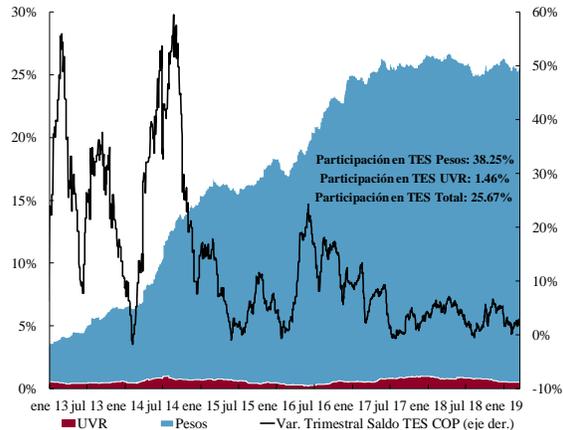
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos.

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



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

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



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

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los TES que vencen en 2026, 2028, 2030, 2032 y 2034 y disminuyó para aquellos con vencimiento en 2020, 2022, 2024 y 2025 (Gráfico A3.4).

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

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

	2018		Corrido de 2019			ene-19		feb-19		Corrido de mar-19					
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total			
Sistema Financiero*	\$ 3'897	\$ (624)	\$ 3'273	\$ 2'850	\$ 312	\$ 3'161	\$ 2'850	\$ (689)	\$ 2'161	\$ 2'478	\$ 770	\$ 3'248	\$ 1'368	\$ 231	\$ 1'599
Offshore	\$ 10'538	\$ 624	\$ 11'161	\$ 1'063	\$ (312)	\$ 751	\$ (345)	\$ 689	\$ 343	\$ 1'200	\$ (770)	\$ 430	\$ 208	\$ (231)	\$ (23)

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 18 y 19 de marzo del 2019 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región

En este periodo (22 de febrero al 19 de marzo), a excepción del tramo corto de la curva de Chile, la deuda pública de la región se valorizó en línea con el comportamiento de los *Treasuries* y ante la menor percepción de riesgo hacia economías emergentes. La curva de EE.UU. se valorizó ante unas menores expectativas de contracción monetaria por parte de la Fed como consecuencia de los pronunciamientos *dovish* de varios de sus miembros¹⁷.

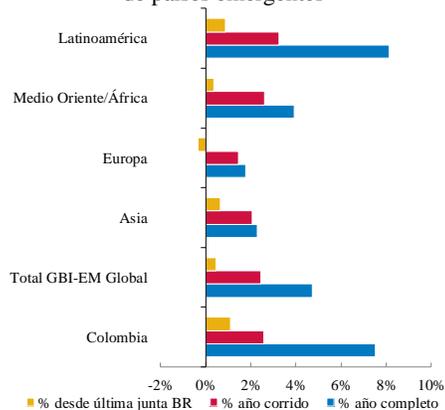
Por su parte, la curva de México se aplanó ante unas mayores valorizaciones en los tramos medio y largo como consecuencia de la mayor expectativa de que el banco central mantenga su tasa de interés en 8,25%, la cual resulta atractiva frente a los demás países de la región. Adicionalmente, el tramo corto se vio favorecido tras la publicación del dato de inflación de febrero que se ubicó por primera vez en dos años dentro del rango meta del Banco de México.

Así mismo, la curva de Brasil se aplanó como consecuencia de unas mayores valorizaciones de los tramos medio y largo ante el optimismo del mercado frente al futuro de la reforma pensional. De esta manera, la Cámara Baja conformó el Comité de la Constitución y de Justicia que se encargará de darle trámite a la propuesta de reforma que el Gobierno presentó a finales de febrero y que fue percibida como ambiciosa por el mercado.

En Chile, los tramos medio y largo presentaron valorizaciones en línea con la publicación de buenas cifras macroeconómicas¹⁸. Por último, la curva de Perú se valorizó como consecuencia del buen desempeño de la actividad económica, teniendo en cuenta que el dato del PIB del 4T18 se ubicó en 4,8% a/a, el valor más alto para el último trimestre del año desde el 2013.

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 22 de febrero, en lo corrido de 2019 y en los últimos 12 meses. En el periodo, los índices regionales aumentaron para todas las regiones, salvo Europa. El índice *Total GBI-EM Global* y el de Colombia aumentaron 0,5% y 1,1%, respectivamente.

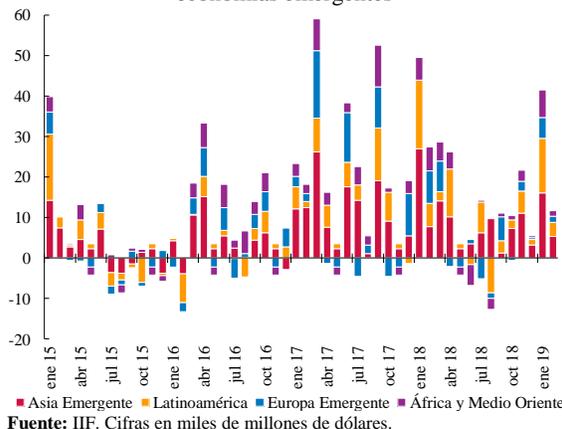
Gráfico A4.2. Variación índices de deuda en moneda local de países emergentes*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

Gráfico A4.3: Flujos de portafolio hacia renta fija economías emergentes

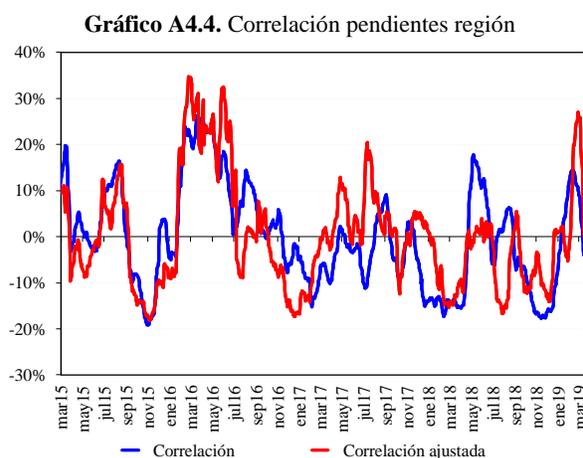


Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares.

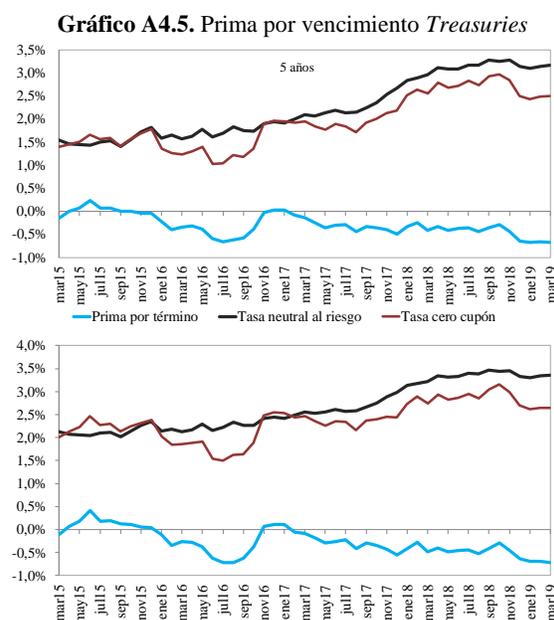
¹⁷ De acuerdo con el Chicago Mercantile Exchange (CME), la probabilidad descontada por el mercado de que el rango de fondos federales se ubique por debajo del rango actual (2,25% - 2,5%) pasó de 10,9% el 22 de febrero a 24,3% el 19 de marzo.

¹⁸ El 4 de marzo se conoció que la confianza empresarial de febrero se ubicó en un máximo desde septiembre de 2018. Además, la actividad económica en enero creció 4,4%, por encima del 2,8% observado en diciembre. Por último, se supo que el PIB del 4T18 aumentó 3,6% interanual, de manera que la economía chilena registró durante el 2018 un crecimiento de 4%.

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.



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



Fuente y Cálculos: Fed.

Adicionalmente, el IIF²⁰ estimó entradas de inversión de portafolio de economías emergentes en febrero por US\$25,6 mm. En particular, estimó entradas netas en los mercados de renta fija por US\$11,8 mm y de US\$13,8 mm para los mercados de renta variable. Para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó compras netas por US\$3,5 mm (Gráfico A4.3).

En el Gráfico A4.4 puede observarse que la correlación entre las pendientes de las curvas de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) disminuyó, revirtiendo la tendencia creciente que llevaba hasta febrero, y alcanzó terreno negativo ubicándose en -4,05% en marzo 15. A esta misma fecha, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (*VIX* y pendiente de Estados Unidos -línea roja) también disminuyó, y se encuentra en un nivel cercano a cero. Esto indica que la correlación negativa de las pendientes de la región ha sido amplificada por el comportamiento de los factores internacionales. Por su parte, entre febrero y marzo la prima por vencimiento de los *Treasuries* disminuyó 1 p.b. para 5 años y 2 p.b. para 10 años, y se situó en -0,67% y -0,72%, respectivamente, mientras que la tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó 2 p.b. para 5 y 10 años (Gráfico A4.5).

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Países Desarrollados

En reuniones ordinarias los bancos centrales de Israel (0,25%), Corea del Sur (1,75%), Australia (1,5%), Islandia (4,5%), Canadá (1,75%), Japón (-0,1%), Suiza (-1,25%, -0,25%), la Zona Euro (BCE) (0%)²¹ y Reino Unido (0,75%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. 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.

Por su parte, el BCE señaló que, en relación a los tipos de interés oficiales, esperan que estos se mantengan en los niveles actuales al menos hasta el final del 2019 y en todo caso durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles

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

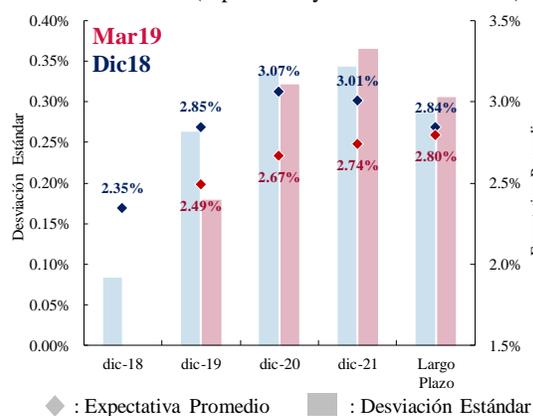
²¹ Así mismo, mantuvo la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la tasa de depósitos en -0,40%.

inferiores, aunque próximos, al 2% en el mediano plazo. Con relación a sus medidas no convencionales de política monetaria, el BCE prevé seguir reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

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.

El 20 de marzo, la Fed mantuvo el rango objetivo de los fondos federales en línea con lo esperado por el mercado (2,25% - 2,50) y aseguró que, ante los recientes eventos financieros y económicos y el comportamiento de la inflación, adoptará un enfoque paciente esperando mayor información que le permita tomar decisiones de política monetaria en el futuro. La entidad señaló que, si bien el mercado laboral permanece fuerte, la actividad económica se ha desacelerado frente al dato sólido observado en el 4T18; Además, en cuanto a la normalización de su hoja de balance, el organismo indicó que desaceleraría la reducción mensual de sus tenencias de Bonos del Tesoro de US\$30000 millones mensuales a US\$15000 millones mensuales a partir de mayo, y anticipa que finalizará este proceso en septiembre del 2019 siempre y cuando las condiciones de la economía y mercado monetario evolucionen según lo anticipado.

Gráfico A5.1. Pronósticos de la Fed de la Tasa de los Fondos Federales (septiembre y diciembre del 2018)



Fuente: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

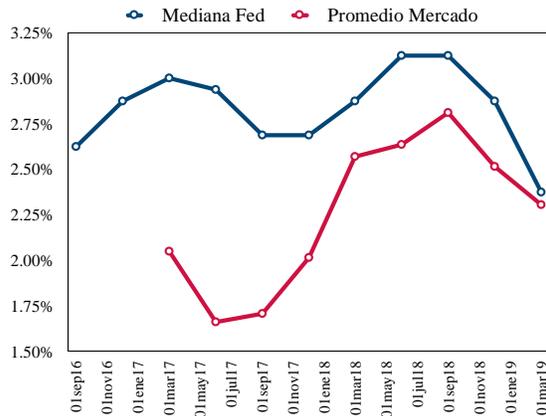
El organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que, entre otras cifras y comparando con sus proyecciones de diciembre del 2018, el punto medio de la proyección de crecimiento económico disminuyó de 2,3% a 2,1% y de 2,0% a 1,9% para 2019 y 2020, y se mantuvo estable en 1,8% y 1,9% para 2021 y el Largo Plazo (LP); el punto medio de la proyección de desempleo aumentó de 3,5% a 3,7%, de 3,6% a 3,8% y de 3,8% a 3,9% para 2019, 2020 y 2021, respectivamente, mientras que disminuyó de 4,4% a 4,3% para el LP; y el punto medio de la proyección de inflación disminuyó de 1,9% a 1,8%, de 2,1% a 2,0% y de 2,1% a 2,0% para 2019, 2020 y 2021, respectivamente, mientras que se mantuvo en 2,0% para el LP.

En cuanto a los pronósticos de marzo del 2019 sobre la tasa de los fondos federales, en los Gráficos A5.1²² y A5.2²³ se observa que: i) las estimaciones promedio del FOMC y del mercado están convergiendo para el cierre del 2019, y ii) las estimaciones del mercado continúan ubicándose ligeramente por debajo del pronóstico del FOMC. Por su parte, el escenario más probable del rango de los fondos federales para el cierre del 2019 es que este permanezca inalterado entre 2,25%-2,50%, seguido por un escenario en donde este rango sea reducido en 25 p.b. (Gráfico A5.3).

²² En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en diciembre de 2018 y marzo del 2019 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2019, 2020, 2021 y para el largo plazo.

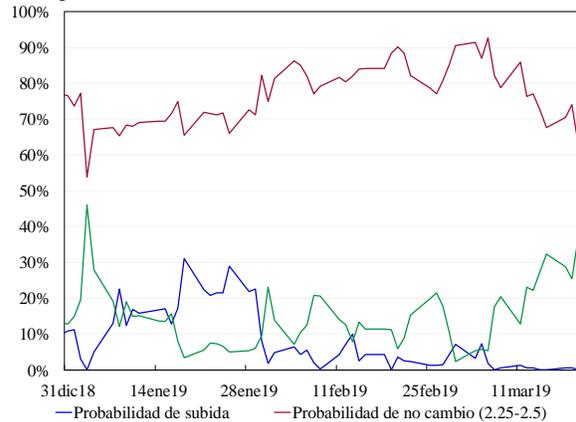
²³ Presenta la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre del 2019.

Gráfico A5.2: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2019



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

Gráfico A5.3. Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2019



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

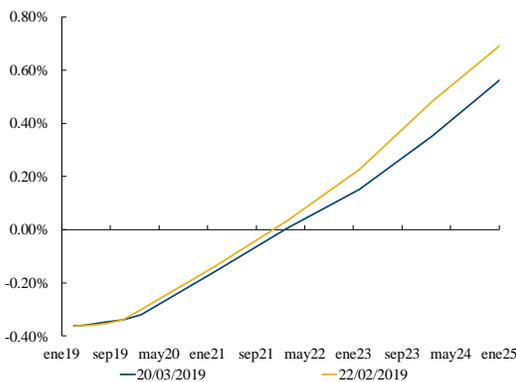
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 1T22 (ant.: 4T21, Gráfico A5.2).

Países Emergentes

Los bancos centrales de Hungría (0,9%), Malasia (3,25%), Indonesia (6%), Turquía (24,0%), Polonia (1,5%), Serbia (3,0%) y Tailandia (1,75%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. En Latinoamérica, de acuerdo con lo esperado, los bancos centrales de Perú y Brasil mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 2,75% y 6,5%, respectivamente.

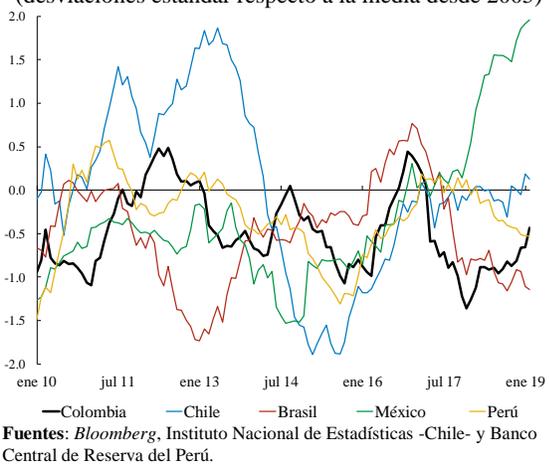
En el Gráfico A5.3 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales²⁴ desde el año 2005. Se puede observar que en febrero aumentaron las de Colombia y México, disminuyeron las de Chile y Brasil, y se mantuvo la de Perú; además, se ubicaron por debajo de su media histórica en Colombia, Brasil y Perú, y por encima en Chile y México²⁵.

Gráfico A5.2. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A5.3. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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

²⁴ Deflactadas con medidas de inflación básica.

²⁵ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,69%; Chile 0,76%; Brasil 5,34%, México 1,80 y Perú 0,76%.

Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)

Cuadro A6.1. Mes actual

TPM	mar19	abr19	jun19	jul19	sep19	oct19	dic19	ene20	mar20	abr20	jun20	jul20
6,25%												0%
6,00%												3%
5,75%											3%	14%
5,50%										3%	18%	26%
5,00%							2%	14%	30%	35%	27%	
4,75%					5%	17%	37%	45%	41%	26%	16%	
4,50%					11%	22%	48%	62%	41%	24%	14%	9%
4,25%	100%	100%	100%	100%	89%	73%	35%			2%	3%	4%
4,00%											0%	1%
3,75%												0%
3,50%												
3,25%												

Cuadro A6.2. 28 de febrero del 2019

TPM	mar19	abr19	jun19	jul19	sep19	oct19	dic19	ene20	mar20	abr20	jun20	jul20
6,25%												1%
6,00%											0%	4%
5,75%											3%	10%
5,50%										2%	13%	18%
5,25%								1%	8%	20%	25%	21%
5,00%					6%	13%	25%	35%	34%	23%	14%	
4,75%					16%	40%	47%	49%	39%	25%	16%	11%
4,50%			29%	58%	72%	54%	39%	26%	19%	17%	15%	13%
4,25%	100%	100%	71%	42%	12%					2%	5%	8%
4,00%												1%
3,75%												
3,50%												
3,25%												

Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 24,2% de agentes espera que aumente (ant.: 44,1%), mientras un 42,4% espera que se mantenga igual (ant.: 35,3%) y un 33,3% espera que disminuya (ant.: 20,6%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 37,5% espera que esta se mantenga estable (ant.: 51,5%), un 46,9% que aumente (ant.: 12,1%) y un 0% que disminuya (ant.: 15,2%)²⁶.

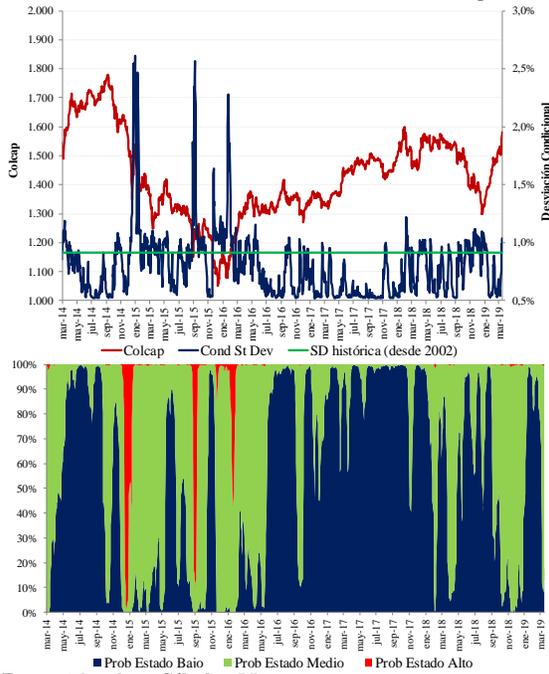
Con información al 8 de marzo los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a febrero de 22 p.b, 28 p.b. y 39 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento de los márgenes reflejó el incremento de las tasas activas y la reducción de las de los TES (22 p.b, 25 p.b. y 36 p.b. versus -1 p.b, -4 p.b. y -4 p.b, respectivamente).

Entre el 22 de febrero y el 18 de marzo el COLCAP se valorizó 7,7% debido a las ganancias observadas en el sector financiero y el de energía. Durante dicho periodo las acciones que más se

²⁶ Al 15,6% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant.: 21,2%).

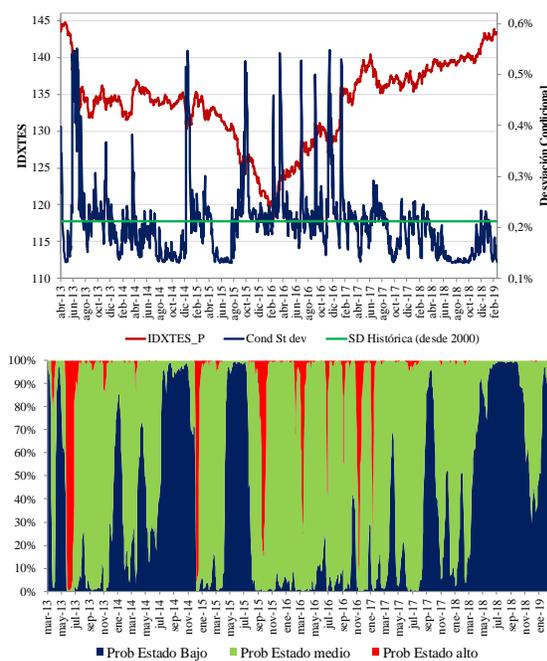
valorizaron fueron Concreto (37,5%), ISA (17,6%) y Corficolombiana (15,45%). Para lo corrido de marzo, la volatilidad promedio del mercado accionario ha venido incrementándose, llegando a niveles parecidos a los observados a finales de 2018, y al 15 de marzo el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1). Con datos al 20 de febrero, se observa una disminución de la volatilidad en el mercado de TES y un estado de probabilidad bajo predominante (Gráfico A7.2).

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

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



Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*²⁷, el *Vstox*²⁸ y el *Move*²⁹ disminuyó, aunque el *Vix* presentó una alta volatilidad, en línea con el aumento del *Skew*³⁰ (Gráficos A8.1 y A8.2).

Desde la reunión de la JDBR del 22 de febrero, se observó una disminución de la volatilidad esperada en el corto plazo en el mercado accionario estadounidense como consecuencia de la continuación de la recuperación observada desde los primeros días de enero. La menor incertidumbre que presentan los indicadores ha estado explicada principalmente por: i) los comentarios de varios miembros de la Fed, incluido su presidente Jerome Powell, de que la Fed no se encuentra en una senda predeterminada de política monetaria por lo que, si los datos macroeconómicos reflejan un deterioro de la actividad económica, la institución podría hacer una pausa en su proceso de normalización monetaria; y ii) la probabilidad de que EE.UU. y China alcancen un acuerdo comercial.

Sin embargo, se observó una alta volatilidad del *Vix* ante: i) la terminación repentina de la reunión entre los mandatarios de EE.UU. y Corea del Norte tras no llegar a ningún acuerdo; ii) la demanda

²⁷ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

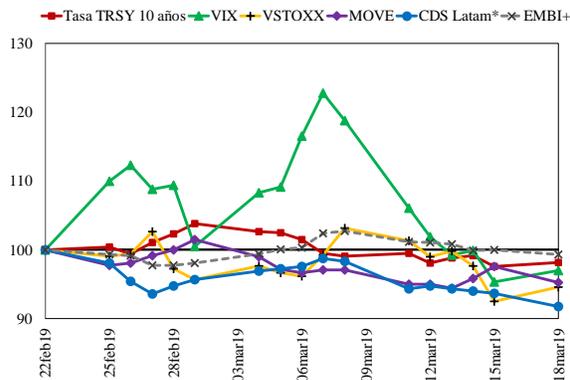
²⁸ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²⁹ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

³⁰ 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.

de la empresa china *Huawei* al Gobierno de EE.UU. ante una corte federal en Texas por imponer restricciones a la comercialización de sus productos; y iii) los comentarios de varios miembros del Gobierno de EE.UU. que han dejado entrever que las negociaciones comerciales con China tomarían más tiempo de lo previsto antes de alcanzar un acuerdo definitivo.

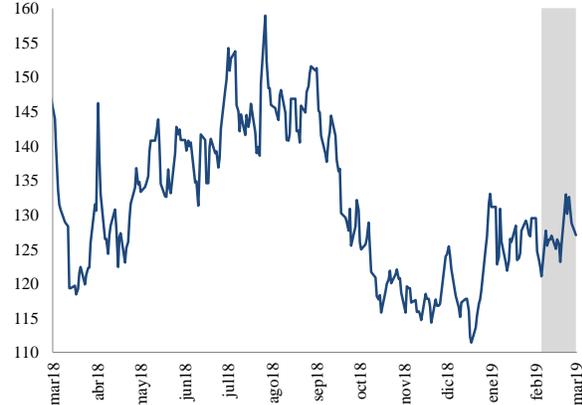
Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



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

Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.2. Skew del S&P 500



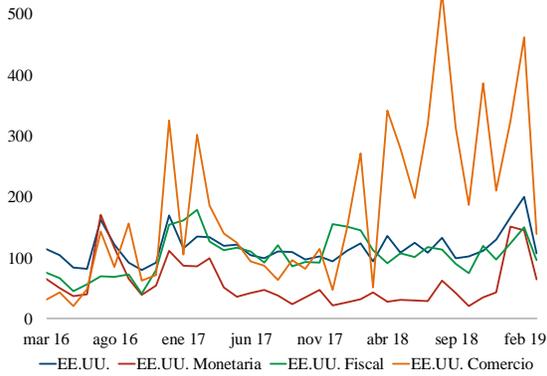
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, en los mercados accionarios europeos también se observó una reducción de la volatilidad esperada en el corto plazo ante el mejor desempeño de los índices bursátiles, en línea con el comportamiento del mercado en EE.UU. No obstante, la recuperación del mercado europeo ha estado contenida ante la incertidumbre que continúa generando el futuro del *Brexit*, la incertidumbre política en Francia, y la publicación de débiles cifras macroeconómicas que han hecho temer una mayor desaceleración económica en la Eurozona. Frente al *Brexit*, tras los intentos infructuosos por parte de la Primera Ministra de modificar el acuerdo de salida con la Unión Europea (UE), el Parlamento británico volvió a rechazar el acuerdo propuesto por el Gobierno, aunque también votó en contra de una salida sin acuerdo, por lo que actualmente el mercado espera que se postergue la fecha límite para que el Reino Unido salga de la UE. Por su parte, en Francia el presidente continúa bajo presión debido a que las protestas de los chalecos amarillos no han cesado desde noviembre.

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

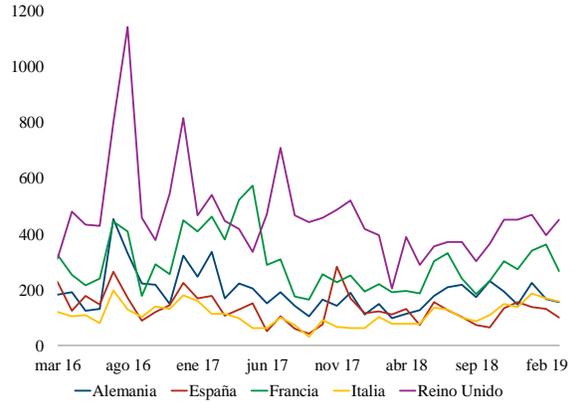
El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global se redujo desde 274 en enero a 236 en febrero. En EE.UU., entre enero y febrero disminuyó el indicador agregado (obs: 108; ant: 200) y los indicadores específicos de política comercial (obs: 139; ant: 462), monetaria (obs: 64; ant: 145) y fiscal (obs: 96; ant: 150). En Europa, el indicador agregado disminuyó desde 246 en enero a 229 en febrero, y a nivel de países se redujo en Francia (obs: 268; ant: 363), España (obs: 100; ant: 132), Alemania (obs: 156; ant: 168) e Italia (obs: 159; ant: 170), mientras que aumentó en el Reino Unido (obs: 452; ant: 397) (Gráficos A8.3 y A8.4).

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

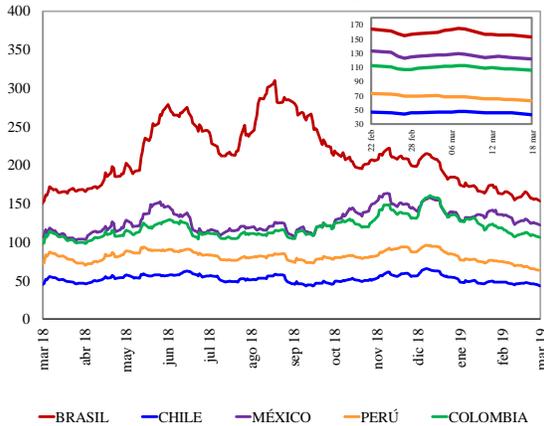
Gráfico A8.4. Incertidumbre en política económica en Europa, Francia y el Reino Unido



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

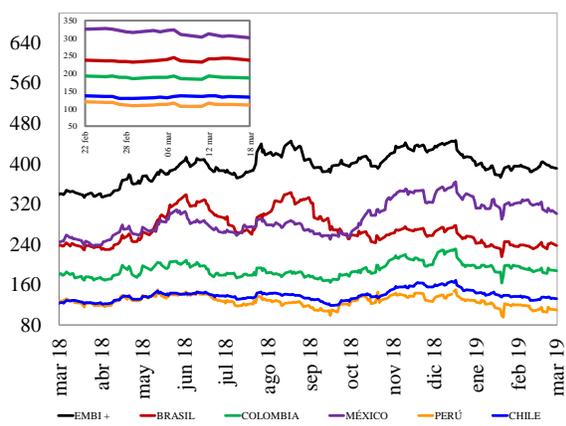
Los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI presentaron principalmente reducciones. El CDS a 5 años disminuyó 12 p.b. en México, 11 p.b. en Brasil, 10 p.b. en Perú, 7 p.b. en Colombia y 4 p.b. en Chile, mientras que aumentó 64 p.b. en Argentina. De manera similar, el EMBI se redujo 25 p.b. en México, 8 p.b. en Perú, 5 p.b. en Colombia, 4 p.b. en Chile y 1 p.b. en Brasil, mientras que aumentó 26 p.b. en Argentina (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.6. EMBI Latam



Fuente: Bloomberg.