



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

Al comparar el comportamiento de julio con lo corrido de agosto¹ (hasta el 29) se observa que la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR en promedio aumentó 8 p.b, 11 p.b, 12 p.b y 7 p.b. para la estimación a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta forma, el BEI promedio en lo corrido de agosto se ubica en 3,00%, 3,18%, 3,38% y 3,62% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 1).

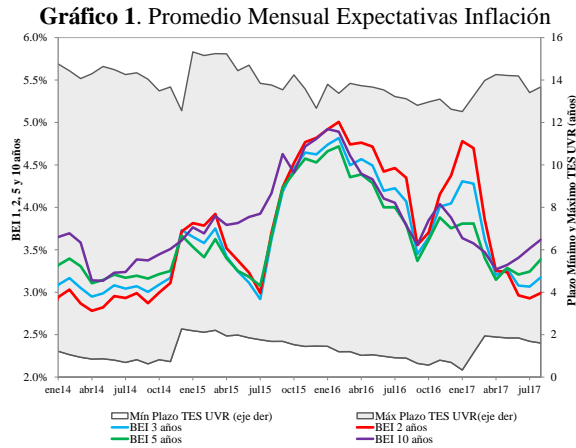
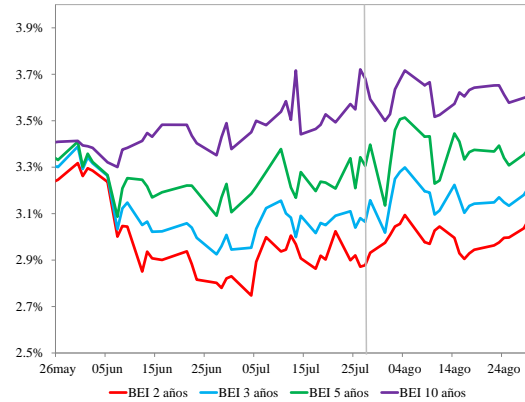


Gráfico 2. Expectativas Inflación Diarias



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

El Gráfico 3 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez² relativa 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 2,97% (julio: 2,82%) y para los próximos 5 años sea 3,18% (julio: 3,10%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años se redujo 2 p.b. y se situó en -0,28% en agosto, al tiempo que la de 5 años disminuyó 14 p.b. y se situó en -0,12%.

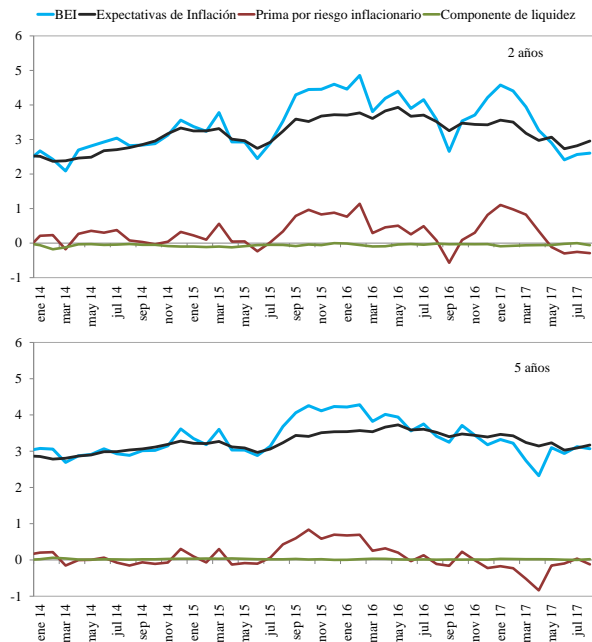
El Gráfico 4, muestra la estimación de los datos de inflación anual para los años 2018, 2019 y 2020 utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), los cuales corresponden a 3,43%, 3,60% y 3,69%, respectivamente. Así, el FBEI para 2018, 2019 y 2020 en agosto fue mayor al estimado en julio. Adicionalmente, en el mismo gráfico se presenta el dato de inflación implícito estimado para 2017, calculado utilizando la inflación año corrido observada y el BEI para lo restante de 2017. Dado que la inflación acumulada a julio se ubicó en 3,30% y el BEI para lo restante del año es 3,06%, la estimación de la inflación para 2017 es de 4,61%, inferior al 4,88% estimado en julio.

¹ Desde la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de 20 p.b, 15 p.b, 7 p.b. y -8 p.b. respectivamente. El 29 de agosto se ubicaron en 3,08%, 3,21%, 3,38% y 3,61%, respectivamente.

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

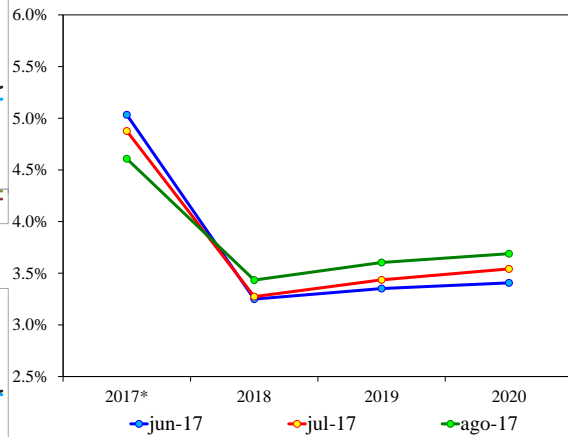
³ Utilizando la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. *Borradores de Economía*. 903. Banco de la República.

Gráfico 3. Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 4. Inflación esperada (FBEI)

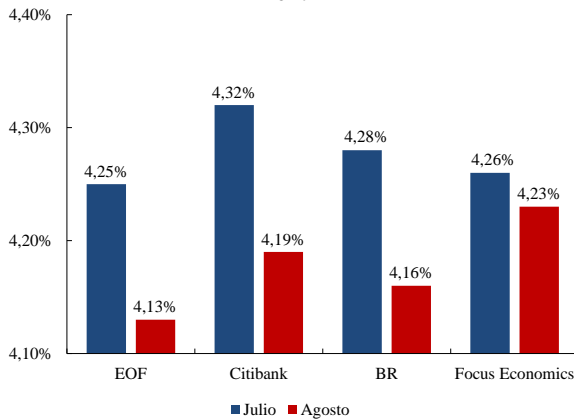


* Promedio datos mensuales. El dato de inflación implícito estimado para 2017 se construye aplicando el BEI calculado para lo restante de 2017 y la inflación año corrido observada hasta la respectiva estimación.

Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

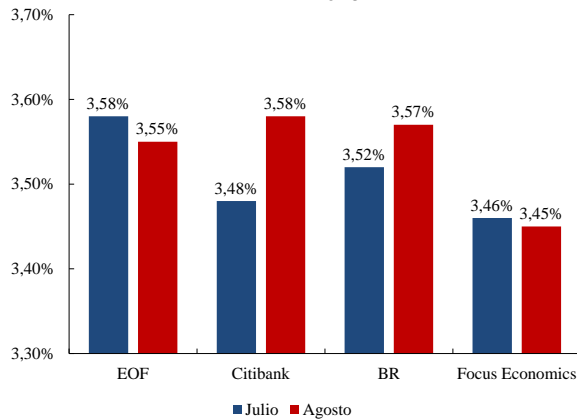
En cuanto a las encuestas de expectativas de inflación de agosto, todas reflejan una menor inflación esperada para el cierre de 2017 y dos de cuatro reflejan una menor inflación esperada para el cierre de 2018⁴. De acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR), la inflación esperada a dos años (agosto de 2019) se ubica en 3,42%, mientras que el mes anterior la inflación esperada para julio de 2019 era 3,38%.

Gráfico 5. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2017



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 28 de agosto con encuestas recolectadas entre el 14 y el 23 de este mismo mes, los del Citibank el 29 de agosto. La encuesta del BR se realizó entre el 8 y el 14 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 8 de agosto, con encuestas entre el 1 y el 7 de este mismo mes.

Gráfico 6. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018

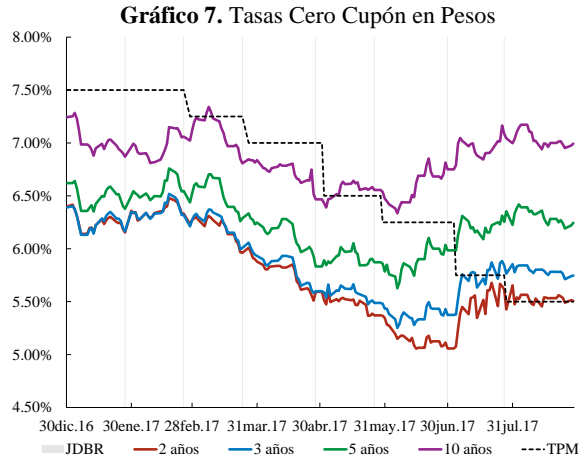


En resumen, frente al mes anterior el promedio de las encuestas de expectativas de inflación se redujo para el 2017 de 4,28% a 4,18% y para el 2018 aumentó de 3,51% a 3,54%. Por su parte, durante el mes el BEI presentó una tendencia creciente. En agosto, tanto encuestas como curvas de rendimiento anticipan una inflación en 2018 inferior a la de 2017.

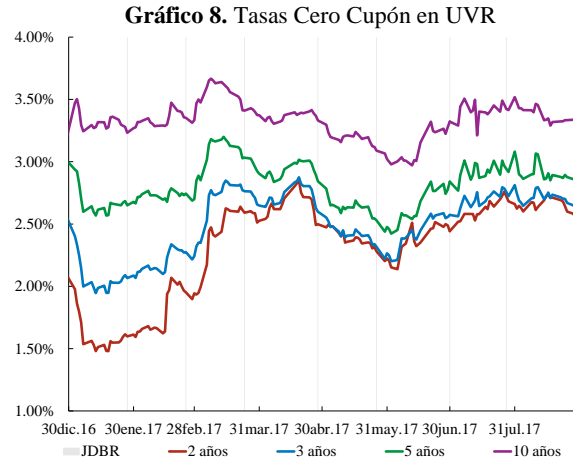
⁴ Encuestas del BR y Citibank. En esta última, el promedio aumentó ante el incremento en 100 p.b. y 24 p.b. de las proyecciones de dos agentes.

Análisis del Breakeven Inflation⁵

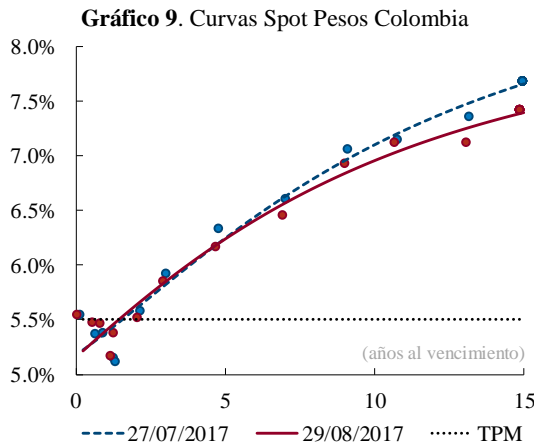
En lo corrido de agosto, el BEI registró un incremento en todos sus tramos (Gráficos 7 al 10). Lo anterior, debido a valorizaciones generalizadas de la curva denominada en UVR mayores a las de los títulos en pesos.



Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: BR.



Durante el periodo se observaron ligeras valorizaciones en la curva en pesos ante la reactivación de la demanda de títulos por parte de extranjeros (\$1,7 billones, Anexo 3) que compensó las ventas de entidades públicas (\$1,4 billones).

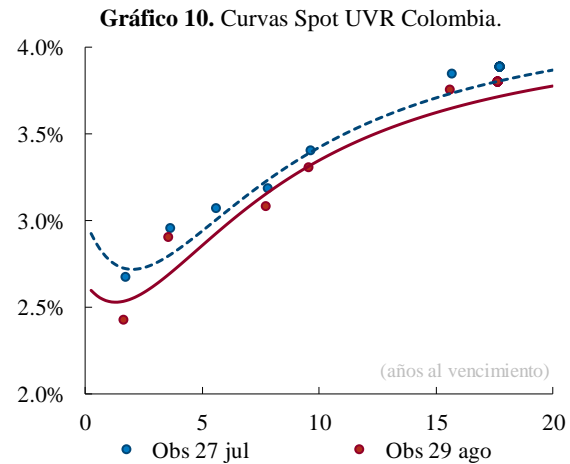


Cambios Promedio en la Curva por Plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
3	2	-1	-15

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.



Cambios Promedio en la Curva por Plazo

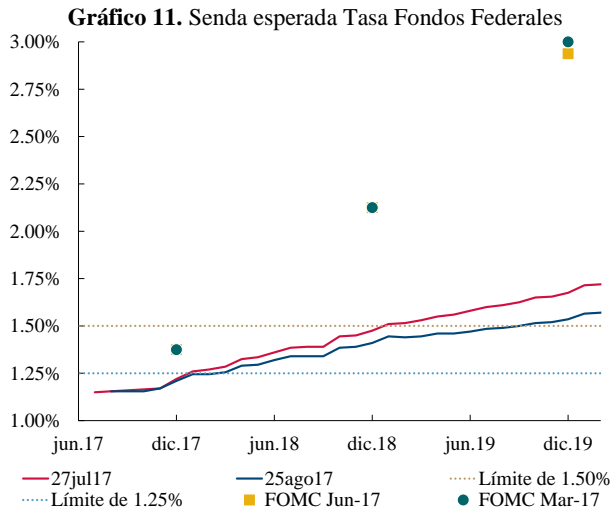
2 años	3 años	5 años	10 años
-17	-13	-9	-8

Cifras en puntos básicos

En cuanto a los títulos denominados en UVR, algunos agentes del mercado mencionaron que encontraban valor ante el repunte esperado de la inflación en los siguientes meses. Durante el mes se presentó una demanda activa por parte de fondos de pensiones (\$218 mm desde la última reunión de la JDBR, anexo 3) y de extranjeros (\$238 mm, anexo 3).

⁵ El Anexo 2 resume los elementos relevantes en el mercado local durante el periodo posterior a la última reunión de la JDBR.

En el periodo analizado, el título UVR con vencimiento en 2021 presentó altos volúmenes negociados (registrando máximos desde 2014), como resultado de la alta rotación de posiciones intradía por parte de agentes creadores de mercado con interés en aumentar su puntaje y aprovechando la baja volatilidad de este título en particular (Anexo 2).



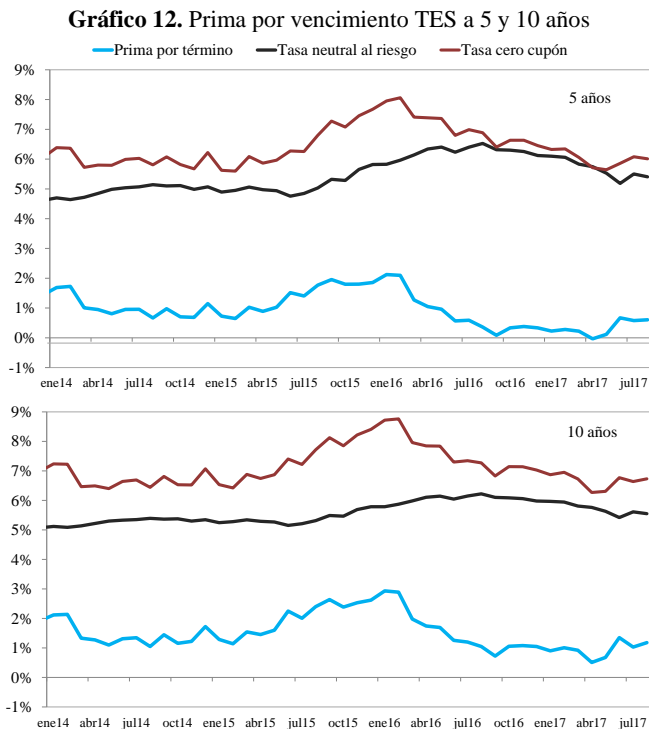
Fuente: Bloomberg.

año aumentó de 58% a 66%, mientras que la probabilidad de que se ubique en un rango entre 1,25%-1,5% disminuyó de 40% a 33% (Cuadro 1).

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

	1,00%-1,25%	1,25%-1,50%	1,50%-1,75%
25Ago17	66%	33%	1%
37Jul17	58%	40%	2%

Fuente: Bloomberg.



Fuente y Cálculos: BR

El moderado incremento en las expectativas sobre una política monetaria más acomodativa en EE.UU. pudo explicar la demanda del *offshore*. Frente a lo observado en la última reunión de la JDBR y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre los fondos federales, se espera una senda de incrementos menos acelerada del rango por parte de la Fed, particularmente en el largo plazo. La tasa esperada para diciembre de 2017 pasó de 1,22% a 1,21% (Gráfico 11). Adicionalmente, la probabilidad de que la tasa de fondos federales de la Fed se encuentre en el nivel actual (entre 1,0%-1,25%) a final de

En agosto, la prima a término de los TES en pesos subió 3 p.b. a 5 años y 15 p.b. a 10 años (Gráfico 12). Por su parte, la tasa neutral al riesgo se redujo 10 p.b. para 5 años y 6 p.b. para 10 años.

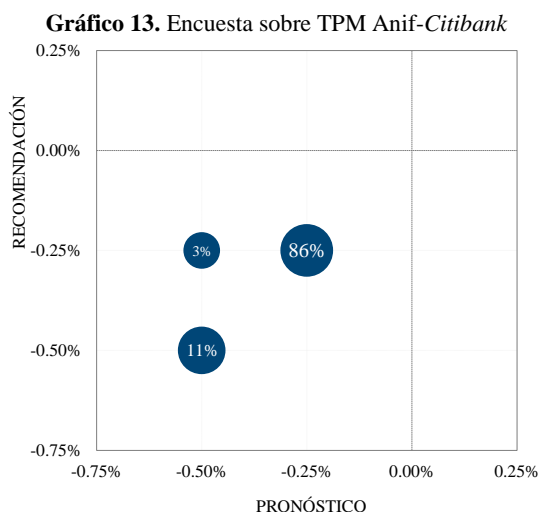
En síntesis, el incremento del BEI en el periodo está en línea con expectativas de una mayor inflación a final de año, frente a lo observado en junio y julio. Esto generó una valorización más pronunciada de los títulos UVR que la de los títulos en pesos.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes del mercado espera que la JDBR recorte la tasa de interés de referencia en su reunión de agosto en 25 p.b.

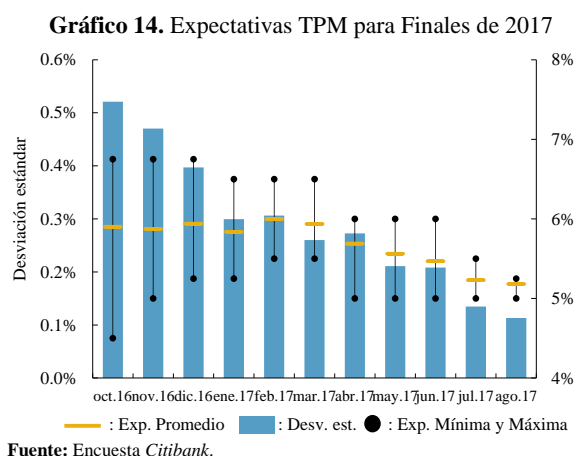


Fuente: Encuestas de Anif y Citibank.

recomienda un recorte de 25 p.b. (Gráfico 13).

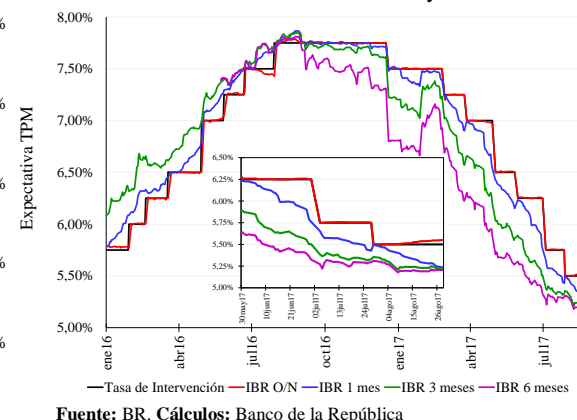
Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia publicada el 28 de agosto⁶, un 2% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada, un 92% que será reducida en 25 p.b y el 6% restante que será reducida 50 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg*⁷, el 100% de los analistas espera que la JDBR reduzca en 25 p.b. la tasa de interés de referencia. Por último, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y *Citibank*⁸ se encuentra que, de las 36 entidades encuestadas, el 86% espera y recomienda que la tasa sea recortada 25 p.b, el 11% espera y recomienda un recorte de 50 p.b. y el 3% restante espera un recorte de 50 p.b. pero

En el Gráfico 14 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para finales de 2017 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*. Entre julio y agosto la tasa esperada promedio pasó de 5,23% a 5,18% (Anexo 1). En el Gráfico 15 se muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El 28 de agosto las tasas del IBR a 1, 3 y 6 meses fueron 5,23%, 5,22% y 5,20%, respectivamente. Frente al día posterior a la última JDBR, las tasas IBR a 3 y 6 meses presentaron caídas de 12 p.b. y 10 p.b., respectivamente.



Fuente: Encuesta *Citibank*.

Gráfico 15. Tasa de Intervención y Tasas IBR



Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

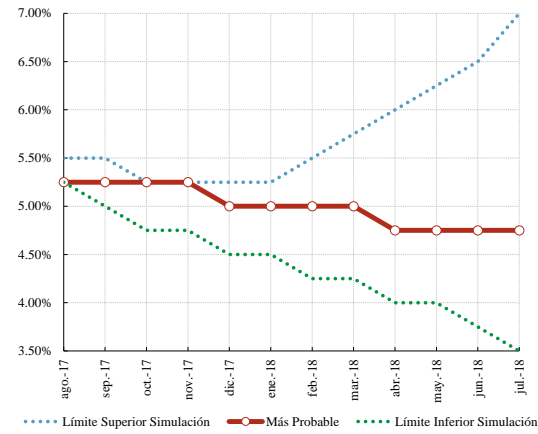
⁶ Realizada entre el 14 y el 23 de agosto.

⁷ Actualizada el 28 de agosto. Datos recolectados entre el 17 y el 28 de agosto.

⁸ Encuestas publicadas el 28 y el 29 de agosto, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de *Citibank*. En particular, en esta ocasión Casa de Bolsa recomendó que la tasa permaneciera inalterada en la encuesta de Anif mientras que en la encuesta de *Citibank* recomendó un recorte de 25 p.b; y Alianza Valores recomendó un recorte de 50 p.b. en la encuesta de Anif y uno de 25 p.b. en la encuesta de *Citibank*.

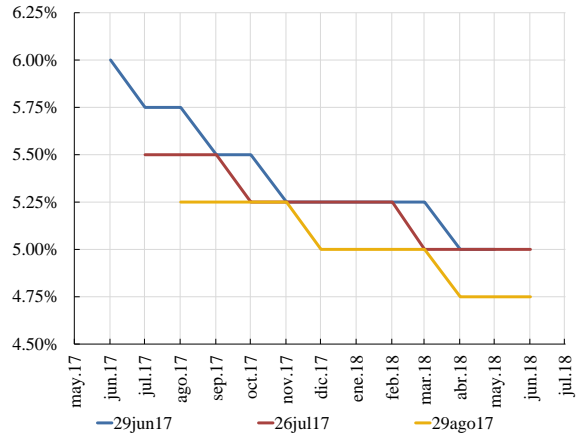
De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia sea recortada 25 p.b. a 5,25% y que se ubique alrededor de 5% a finales de 2017 (Gráficos 16, 17 y Anexo 6). Adicionalmente, la senda proyectada el 29 de agosto se ubica por debajo del pronóstico previo a la reunión de la JDBR el mes anterior, momento en el que se descontaba una tasa de 5,25% para el cierre del 2017.

Gráfico 16. Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

Gráfico 17. Evolución Expectativas TPM - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

En los Gráficos 18 y 19 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a agosto y diciembre de 2017. En estas se observa que: i) en agosto, todas las encuestas reflejan expectativas de recortes de alrededor de 25 p.b; ii) para el cierre de 2017, todas las encuestas son inferiores a las expectativas de julio (el promedio de las encuestas para el cierre de 2017 descendió desde 5,23% en julio a 5,17% en agosto); y iii) el promedio de la tasa esperada de política monetaria para la reunión de diciembre de 2017 es inferior en 6 p.b. al proyectado en julio.

Gráfico 18. Expectativas TPM para la reunión de agosto

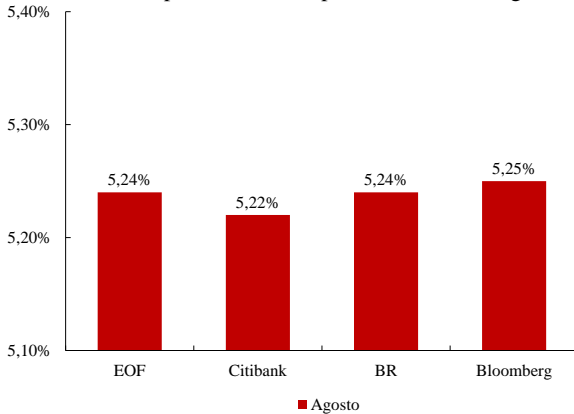
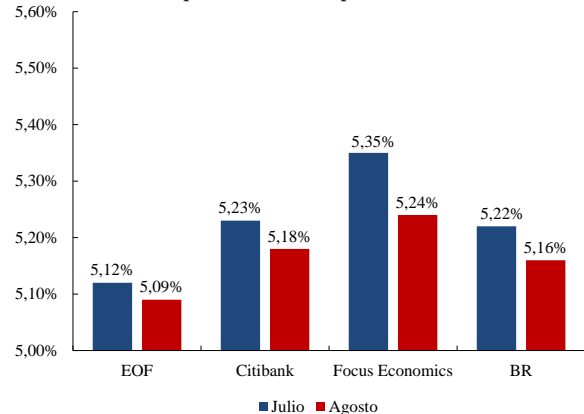


Gráfico 19. Expectativas TPM para diciembre de 2017

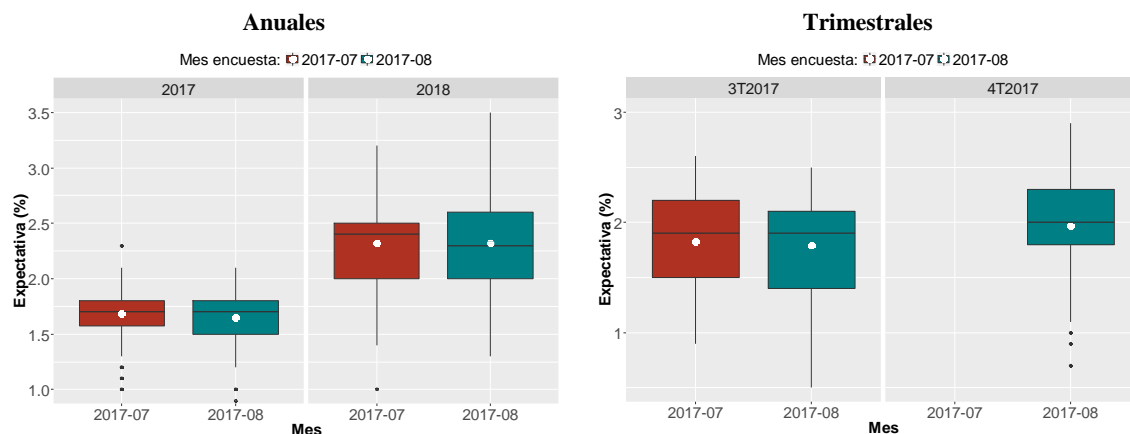


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 28 de agosto con encuestas recolectadas entre el 14 y el 23 de este mismo mes, los del Citibank el 29 de agosto. La encuesta del BR se realizó entre el 8 y el 14 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 8 de agosto, con encuestas entre el 1 y el 7 de este mismo mes. Los datos de Bloomberg se actualizaron el 28 de agosto.

b) Expectativas de Crecimiento Económico

En el Gráfico 20 se observa que de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para el 2017 a 1,65% (ant: 1,68%) y para el 3T17 a 1,79% (ant: 1,82%). Por su parte, para el 2018 se mantuvieron constantes las expectativas de crecimiento en 2,32%, y se espera un crecimiento de 1,96% en el 4T17.

Gráfico 20. Expectativas de Crecimiento Encuesta de Opinión Financiera



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

c) Información Adicional Extraída de la Encuesta de Opinión Financiera

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 53% resaltó el crecimiento económico (ant: 46%), un 15% señaló la política fiscal (ant: 21%), un 15% los factores externos (ant: 17%), un 11% la política monetaria (ant: 10%) y un 6% las condiciones sociopolíticas (ant: 4%).

Adicionalmente, los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una valorización cercana a 6 p.b. (ant: valorización de 6 p.b.)⁹. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una valorización cercana al 0,30% (ant: valorizaciones 0,95%)¹⁰.

d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

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

⁹ 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.

¹⁰ El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

Cuadro 2. Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Jul. 2017**		Esperada a Diciembre 2017		Vigente	Esperada a Diciembre 2017		Últimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2017	
	Esp*	Obs	Jul. 2017	Ago. 2017		Jul. 2017	Ago. 2017	Esp*	Obs	Jul. 2017	Ago. 2017
Colombia	3,56%	3,40%	4,32%	4,19%	5,50%	5,23%	5,18%	1,20%	1,30%	1,82%	1,73%
Chile	1,60%	1,70%	2,50%	2,40%	2,50%	2,50%	2,25%	0,98%	0,90%	1,50%	1,40%
México	6,37%	6,44%	6,02%	6,05%	7,00%	7,05%	7,03%	1,80%	1,80%	1,98%	1,99%
Perú	2,80%	2,85%	2,77%	2,74%	3,75%	3,60%	3,55%	2,40%	2,40%	2,81%	2,67%
Brasil	2,65%	2,71%	3,33%	3,45%	9,25%	8,00%	7,25%	-0,40%	-0,40%	0,34%	0,39%
Ecuador	n.d.	0,10%	1,45%	1,33%	5,96%	5,50%	5,50%	n.d.	2,60%	0,46%	0,54%
Argentina	n.d.	21,50%	22,2%	22,75%	26,25%	17,65%	18,96%	0,10%	0,30%	2,60%	2,59%
EE.UU.	1,80%	1,70%	2,10%	2,00%	1%-1,25%	1,50%	1,27%	2,70%	2,60%	2,20%	2,10%
India	2,05%	2,36%	4,66%	3,94%	6,00%	6,17%	5,95%	7,10%	6,10%	7,25%	7,22%
Sudáfrica	4,70%	4,60%	5,60%	5,40%	6,75%	6,82%	6,64%	1,00%	1,00%	0,80%	0,60%
China	1,50%	1,40%	2,02%	1,79%	4,35%	4,38%	4,36%	6,80%	6,90%	6,55%	6,65%
Alemania	1,50%	1,70%	1,70%	1,60%	-	-	-	0,60%	0,80%	1,90%	1,90%
Noruega	1,40%	1,50%	2,10%	2,00%	0,50%	0,50%	0,50%	0,60%	1,10%	1,60%	1,70%

Colombia: La inflación esperada, las exp. de crecimiento y de TPM se tomaron de la encuesta de Citibank publicada el 28 de agosto.

Chile: Encuesta enviada el 3 de agosto con plazo máximo de recepción el 9 de agosto.

México: Encuesta publicada por el BCM el 1 de agosto con respuestas recibidas entre el 18 y el 28 de julio. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics de agosto.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 25 de agosto.

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

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

EE.UU: Expectativas extraídas de *Bloomberg*.

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

Sudáfrica: Expectativas extraídas de *Bloomberg*.

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

Alemania: Datos obtenidos de *Bloomberg*.

Noruega: Expectativas obtenidas de *Bloomberg*.

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

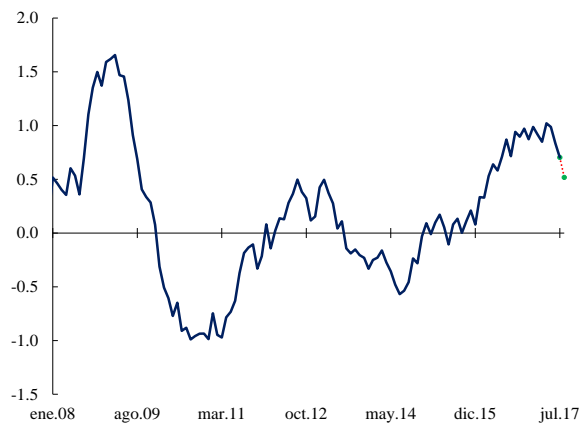
** Todos los datos corresponden al mes de julio.

*** Todos los datos corresponden al 2T17, excepto Brasil, Ecuador, Argentina, India y Sudáfrica cuyos datos corresponden al 1T17. Todos los datos corresponden al año, excepto EE.UU. el cual es anualizado respecto al trimestre, y Noruega, el cual corresponde al trimestre.

3. SENTIMIENTO Y PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

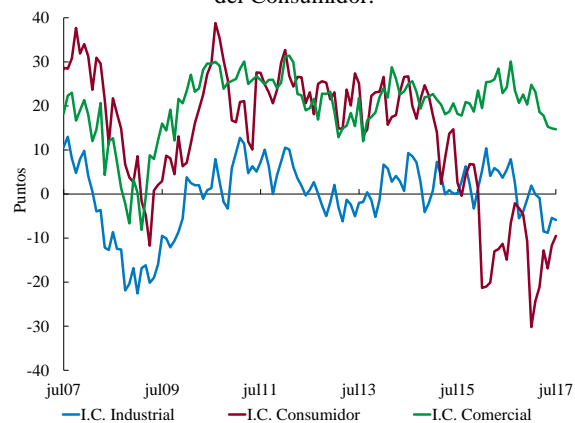
Con datos preliminares de agosto (EOF¹¹, volatilidades¹² y márgenes crediticios¹³), el índice de percepción de riesgo IDODM disminuyó frente al de julio (Gráfico 21 y Anexo 7), lo cual se explica por la reducción de los márgenes de cartera, expectativas de menor inflación, un menor EMBI Colombia esperado y una menor volatilidad en el mercado de deuda pública local.

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



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

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



Fuente: Fedesarrollo.

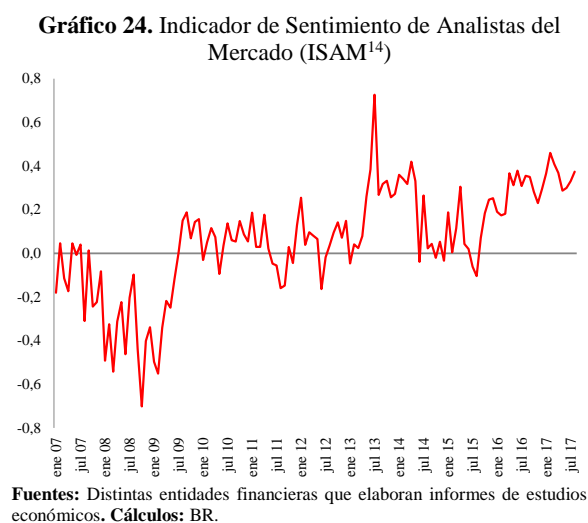
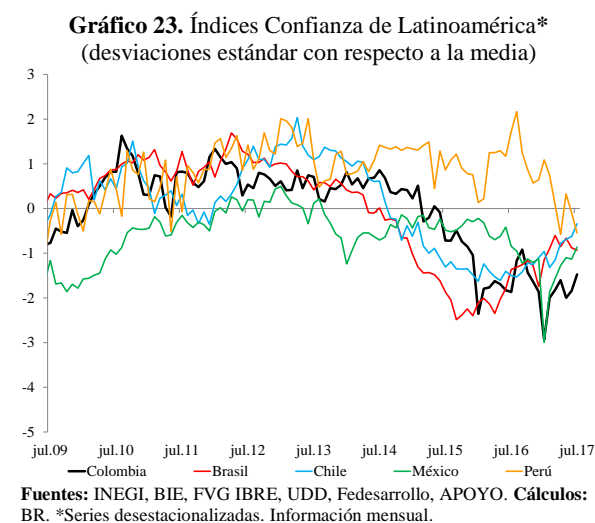
¹¹ Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo publicada el 28 de agosto.

¹² Datos al 25 de agosto.

¹³ Datos al 18 de agosto.

El índice de confianza de los consumidores aumentó al pasar desde -11,7% en junio a -9,5% en julio. Este incremento estuvo explicado por una mejoría del índice de condiciones económicas (obs: -12,7%, ant: -13,0%) y el índice de expectativas del consumidor (obs: -7,3%, ant: -10,9%). En este último, su aumento estuvo justificado principalmente por una mejor percepción sobre la situación del país dentro de un año (obs: -13,1%; ant: -21,2%). Por su parte, los índices de confianza comercial (obs: 14,7%; ant: 14,9%) e industrial (obs: -5,9%; ant: -5,4%) se redujeron ligeramente (Gráfico 22). Durante el mes se conoció que en junio, el Índice de Actividad Económica resultó superior a las expectativas del mercado (obs: 1,4%; esp: 1,2%; ant: 1,2%), el crecimiento de las ventas al por menor coincidió con las proyecciones de los agentes (obs: 1%; ant: 1%; esp: -0,5%) y el de la producción industrial resultó inferior a las expectativas (obs: -1,9%; esp: -1,5%; ant: -0,6%).

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



El Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) aumentó de 0,33 en julio a 0,37 en agosto (Gráfico 24). Este incremento se dio en un contexto donde los principales temas con sentimiento positivo estuvieron relacionados con el comportamiento favorable de la Euro Zona¹⁵, el incremento del precio en metales preciosos e industriales¹⁶ y el dato superior a las expectativas en crecimiento en Colombia. Por su parte, los principales temas con sentimiento negativo estuvieron relacionados con el cumplimiento de la regla fiscal y la tensión entre EE.UU. y Corea del Norte.

Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*¹⁷, el *Vstox*¹⁸ y el *Move*¹⁹ aumentó, pero continuó en niveles bajos, particularmente en el mercado de renta fija, de acuerdo a lo observado en el *Move*. Este incremento se justificó por las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y Corea del Norte, un ataque terrorista en Europa, y algunos comentarios del presidente Trump, particularmente la advertencia de que cerraría el acceso del

¹⁴ El ISAM es un indicador fundamentado en el análisis del lenguaje contenido en los documentos escritos por los equipos de investigaciones económicas de diferentes entidades del sector financiero. Un incremento en el índice señala una percepción más positiva.

¹⁵ Durante el mes se conoció que el crecimiento en la Zona Euro resultó superior a las expectativas del mercado (obs: 2,2%; esp: 2,1%; ant: 1,9%).

¹⁶ El oro, la plata, el cobre, el aluminio, el níquel y el hierro aumentaron 3,1%; 3,9%, 6,15%, 9%, 14,9 y 9,9%, respectivamente.

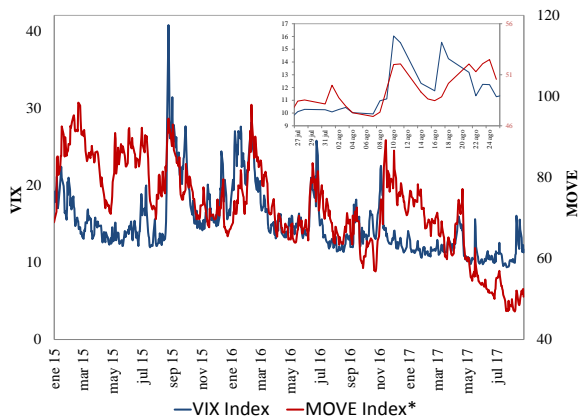
¹⁷ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

¹⁸ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

¹⁹ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *treasuries*.

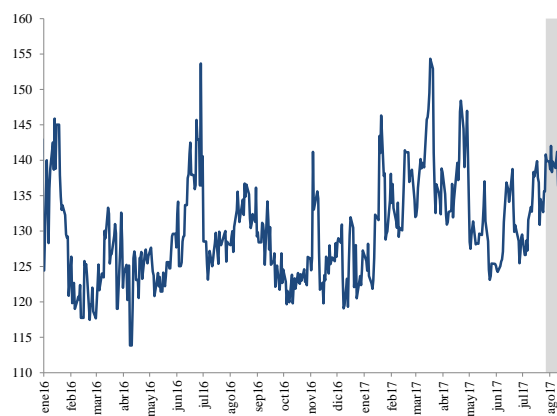
Gobierno a fondos públicos en caso de que el Congreso no aprobara la construcción del muro entre EE.UU. y México, y la intención de finalizar la renegociación del TLCAN con este país. Por su parte, el *Skew* del *S&P500*²⁰ disminuyó, pero presentó movimientos al alza ante los eventos descritos anteriormente.

Gráfico 25. VIX - MOVE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 26. Skew del S&P500



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

Por último, frente a la dinámica de la percepción de riesgo en la región, se observó un comportamiento mixto, con disminuciones de los CDS a 5 años en todos los países, a excepción de México, e incrementos de los EMBI, en la mayoría de países, a excepción de Argentina, Brasil y Chile (Gráficos 25, 26 y Anexo 8).

²⁰ Este último es una medida de riesgo dada por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* –una asimetría más negativa-, se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad percibida de eventos negativos en el mercado accionario.

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

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

Actualizada el 28 de agosto

	Empresa	Estimación	Fecha
1	Univ Jorge Tadeo Lozano	5,25%	8/17/2017
2	BofA Merrill Lynch	5,25%	8/25/2017
3	Finagro	5,25%	8/28/2017
4	Casa de Bolsa	5,25%	8/17/2017
5	Valora Inversiones	5,25%	8/17/2017
6	Barclays	5,25%	8/25/2017
7	Fiduciaria Central	5,25%	8/24/2017
8	Itau Unibanco	5,25%	8/25/2017
9	BTG Pactual	5,25%	8/25/2017
10	HSBC	5,25%	8/25/2017
11	Bancolombia	5,25%	8/23/2017
12	Banco Agrario de Colombia	5,25%	8/17/2017
13	Pantheon Macroeconomics	5,25%	8/25/2017
14	Positiva Compania de Seguros	5,25%	8/28/2017
15	Deutsche Bank Securities	5,25%	8/28/2017
16	Alianza Valores	5,25%	8/22/2017
17	XP Securities	5,25%	8/18/2017
18	Goldman Sachs	5,25%	8/28/2017
19	UBS Securities	5,25%	8/25/2017
20	4Cast-RGE	5,25%	8/18/2017
21	Banco de Bogota	5,25%	8/17/2017
22	Ultraserfinco	5,25%	8/24/2017
23	BNP Paribas	5,25%	8/21/2017
24	Acciones Y Valores	5,25%	8/25/2017
25	Banco Mizuho	5,25%	8/28/2017
26	Global Securities	5,25%	8/17/2017
27	Corp Financiera Colombiana	5,25%	8/17/2017
28	Banco Bradesco SA	5,25%	8/25/2017
29	Fiduciaria la Previsora	5,25%	8/24/2017
30	Credicorp Capital	5,25%	8/25/2017
31	Banco Davivienda	5,25%	8/28/2017
	Tasa	Obs.	Prob.
	5,25%	31	100%
	Tasa Esperada Ponderada		5,25%

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
4cast	5.25%	5.25%
AdCap	5.00%	5.00%
Alianza Valores	5.25%	5.25%
Anif	5.25%	5.25%
Asobancaria	5.25%	5.25%
Axa Colpatria	5.25%	5.25%
Banco Agrario	5.25%	5.25%
Banco Davivienda	5.25%	5.25%
Banco de Bogotá	5.25%	5.25%
Banco de Occidente	5.25%	5.25%
Banco Popular	5.25%	5.25%
Bancoldex	5.25%	5.25%
BBVA	5.25%	5.25%
BTG Pactual	5.25%	5.25%
Camacol	5.00%	5.00%
Casa de Bolsa	5.25%	5.25%
Cede	5.25%	5.25%
Citibank	5.25%	5.25%
Colfondos	5.25%	5.25%
Corficolombiana	5.25%	5.25%
Credicorp Capital	5.25%	5.25%
Credit Suisse	5.25%	5.25%
Deutsche Bank	5.25%	5.25%
Fedesarrollo	5.00%	5.00%
Fidubogotá	5.00%	5.00%
Fiduprevisora	5.25%	5.25%
Grupo Bancolombia	5.25%	5.25%
Itaú	5.25%	5.25%
JP Morgan	5.00%	5.25%
Moodys Economy	5.25%	5.25%
Nomura	5.25%	5.25%
Old Mutual	5.25%	5.25%
Positiva	5.25%	5.25%
Protección	5.25%	5.25%
Ultraserfinco	5.25%	5.25%
XP Securities	5.25%	5.25%
Promedio	5.22%	5.22%
Mediana	5.25%	5.25%
STDV	0.09%	0.08%
Máximo	5.25%	5.25%
Mínimo	5.00%	5.00%

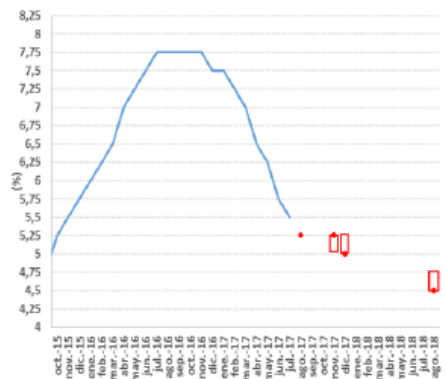
RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.00%	11%	4
5.25%	89%	32
5.50%	0%	0
Total	100%	36

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.00%	14%	5
5.25%	86%	31
5.50%	0%	0
Total	100%	36

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

Participantes	Agosto	2017	2018
4cast	3.85%	4.20%	3.60%
AdCap	3.83%	4.13%	3.40%
Alianza Valores	3.79%	4.15%	3.50%
Anif	3.87%	4.22%	3.30%
Axa Colpatría	3.84%	4.36%	3.50%
Banco Agrario	3.82%	4.09%	3.40%
Banco Davivienda	3.96%	4.45%	4.53%
Banco de Bogotá	3.94%	4.23%	3.44%
Banco de Occidente	3.84%	4.14%	4.06%
Bancoldex	3.80%	4.22%	3.60%
BBVA	3.89%	4.21%	3.20%
BTG Pactual	3.96%	4.10%	3.30%
Casa de Bolsa	3.88%	4.80%	4.45%
Citibank	3.80%	4.00%	3.10%
Colfondos	3.89%	4.17%	3.21%
Corficolombiana	3.82%	3.90%	3.50%
Credicorp Capital	3.95%	4.10%	2.90%
Fidubogotá	3.84%	4.10%	3.51%
Fiduprevisora	3.87%	4.25%	4.90%
Grupo Bancolombia	3.79%	4.20%	3.50%
Itaú	3.85%	4.20%	3.80%
JP Morgan	3.80%	3.95%	3.86%
Moody's Economy	3.60%	4.00%	3.50%
Positiva	3.84%	4.40%	3.00%
Ultraserfinco	3.86%	4.30%	3.46%
XP Securities	3.79%	3.98%	3.40%
Promedio	3.85%	4.19%	3.57%
Mediana	3.84%	4.19%	3.50%
STDV	0.07%	0.18%	0.46%
Máximo	3.96%	4.80%	4.90%
Mínimo	3.60%	3.90%	2.90%

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



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

Rango
 • Mediana

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera.

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

Encuestas realizadas entre el 1 y el 7 de agosto

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

Tasa	Obs.	Prob.
5,00%	5	19,23%
5,25%	17	65,38%
5,50%	4	15,38%
Media		5,24%
Mediana		5,25%

Cuadro A1.5. Encuesta de Expectativas del Focus Economics Sobre la Inflación para 2017
Encuestas realizadas entre el 1 y el 7 de agosto

	Empresa	Estimación
1	Barclays Capital	3,23%
2	Banco Bradesco	3,90%
3	Corficolombiana	3,90%
4	BMI Research	4,00%
5	Citigroup Global Mkts	4,00%
6	JPMorgan	4,00%
7	UBS	4,10%
8	BTG Pactual	4,10%
9	ANIF	4,20%
10	Bancolombia	4,20%
11	Goldman Sachs	4,20%
12	Itaú BBA	4,20%
13	Scotiabank	4,20%
14	Credicorp Capital	4,30%
15	Deutsche Bank	4,30%
16	EIU	4,30%
17	Fedesarrollo	4,30%
18	HSBC	4,30%
19	Polinomics	4,30%
20	Société Générale	4,30%
21	BBVA Research	4,30%
22	Banco de Bogotá	4,35%
23	Banco Davivienda	4,38%
24	Kiel Institute	4,40%
25	Oxford Economics	4,40%
26	Nomura	4,50%
27	Credit Suisse	4,50%
28	Ultraserfinco	4,52%
29	Capital Economics	4,60%
30	Positiva Compañía de Seguros	4,60%
31	Ecoanalítica	4,65%

Tasa	Obs.	Prob.
3,0% - 3,5%	1	3,23%
3,5% - 4%	2	6,45%
4% - 4,5%	22	70,97%
4,5% - 5%	6	19,35%
Media		4,24%
Mediana		4,30%

Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de julio, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 2 p.b, 7 p.b. y -10 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones de -4 p.b, -2 p.b. y -1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 2 de agosto se realizó la reapertura de un bono global denominado en dólares con vencimiento en el 2027 por USD\$1.400 millones a una tasa de 3,816% (con un margen de 155p.b. sobre *Treasuries*) y con una demanda aproximada de USD\$5.600 millones. Se indicó que los recursos obtenidos de la operación serán destinados a la financiación de las necesidades establecidas en el plan financiero de 2017 por USD\$500 millones, y para pre-financiar las necesidades del 2018 por USD\$900 millones. Entre el 2 y el 3 de agosto las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -1 p.b, 3 p.b. y 4 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -2 p.b, -2 p.b. y 0 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El Dane publicó el 5 de agosto la variación del índice de precios al consumidor de julio del 2017, ubicándose en -0,05% mes a mes. Dicho resultado fue inferior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,11%), al dato extraído de la encuesta del BR (0,12%) y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2016 (0,52%). La variación anual fue 3,40%²¹ (esp: 3,56%). Entre el 4 y el 8 de agosto las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -4 p.b, -5 p.b. y -6 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 8 p.b, 4 p.b. y 0 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente. El comportamiento de las tasas de los TES reflejó la sorpresa del dato de inflación que se ubicó por debajo del consenso del mercado y llevó a la inflación anual a ubicarse dentro del rango meta por segundo mes consecutivo. Además, algunos analistas del mercado indicaron que este resultado podría permitir mayores recortes de la TPM.

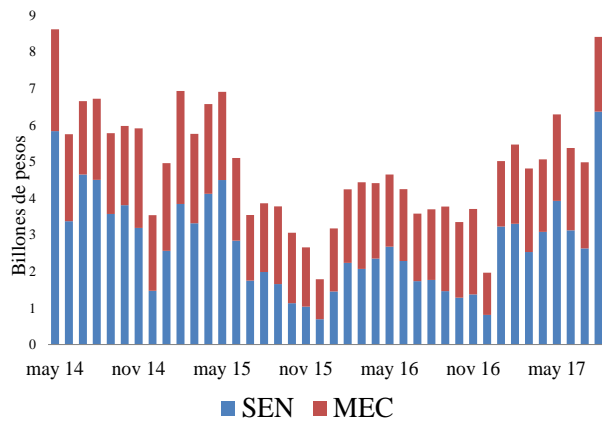
El 15 de agosto se dio a conocer que el crecimiento económico del segundo trimestre del año fue 1,3% anual (esperado de *Bloomberg*: 1.2%; *Reuters*: 1.3%), al tiempo que el crecimiento del primer trimestre fue corregido al alza de 1,1% a 1,2%. Los sectores que más crecieron fueron pesca, agricultura y ganadería (4,4%), establecimientos financieros (3.9%) y servicios sociales (3%); mientras que los sectores que más cayeron fueron explotación de minas (-6%) e industria manufacturera (-3.3%). Entre el 15 y el 16 de agosto las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -1 p.b, 3 p.b. y -1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 1 p.b, 4 p.b. y 1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

En lo corrido de agosto, el monto promedio diario negociado ha sido \$8,4 billones²², superior al observado el mes anterior (\$4,9 billones), así como al registrado en agosto de 2016 (\$3,6 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos más transados han sido los UVR que vencen en marzo de 2021, cuya participación pasó de 6% a 39%, seguidos por los TES en pesos que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 28% a 17% (Gráfico A2.2).

²¹ Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2016 (8,97%).

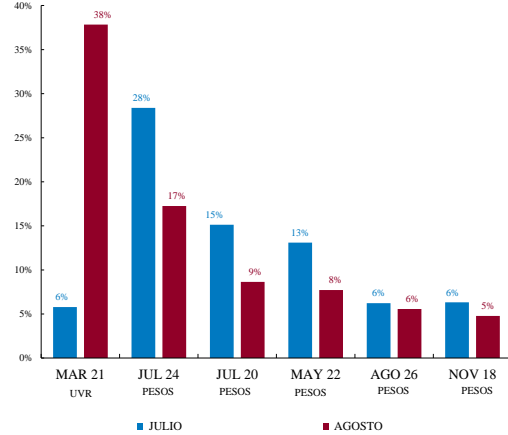
²² Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

Gráfico A2.1. Monto Promedio Diario Negociado de TES



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

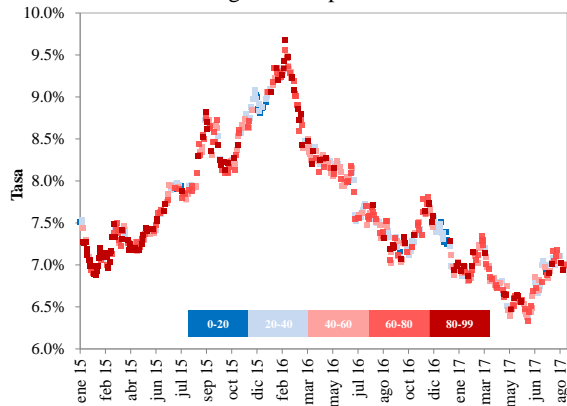
Gráfico A2.2. TES más transados*



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

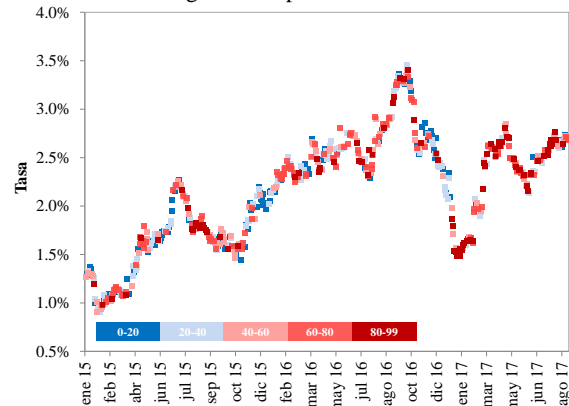
En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos con vencimiento en 2024 (título más transado en pesos) y el UVR con vencimiento en 2019 (títulos de menor maduración en UVR). Desde la última reunión de la JDBR, los montos de negociación del título del 24 aumentaron respecto al mes anterior con negociaciones entre los percentiles 60 y 80 para la mayoría de los días. En el caso del título UVR la mayoría de los días las negociaciones se situaron en los percentiles 60 y 80, lo que significa un incremento respecto al mes anterior.

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



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

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



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

En agosto, el *bid-ask spread* promedio disminuyó tanto para TES en pesos como para los títulos denominados en UVR. Para los títulos de cotización obligatoria denominados en pesos, el promedio se ubicó en 1,96 p.b. (Julio: 2,87 p.b, Gráfico A2.5), mientras que para los TES denominados en UVR se ubicó en 2,83 p.b. (Julio: 4,23 p.b, Gráfico A2.6). La profundidad de estos mercados (Gráficos A2.7 y A2.8) aumentó en \$19 mm para los títulos en pesos y \$15 mm para los TES UVR, respecto al mes anterior. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos pasó de \$95 mm a \$121 mm, mientras que en TES UVR pasó de \$51 mm a \$67 mm.

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

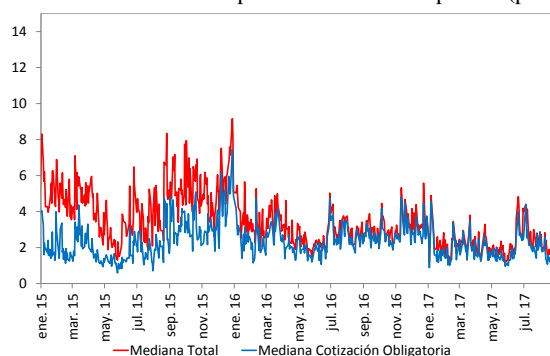
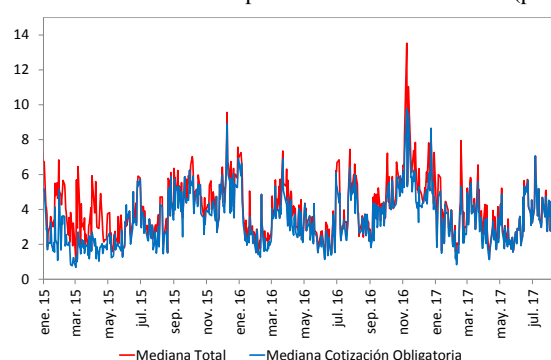


Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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

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

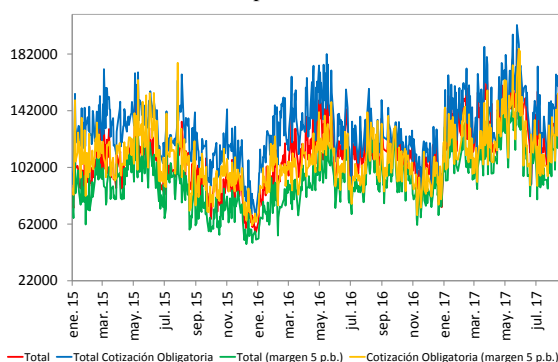
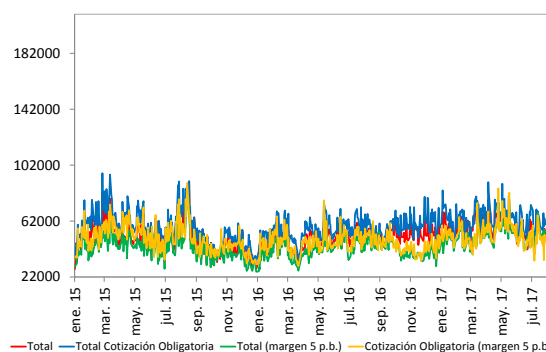


Gráfico A2.8. Profundidad promedio de los TES en UVR*

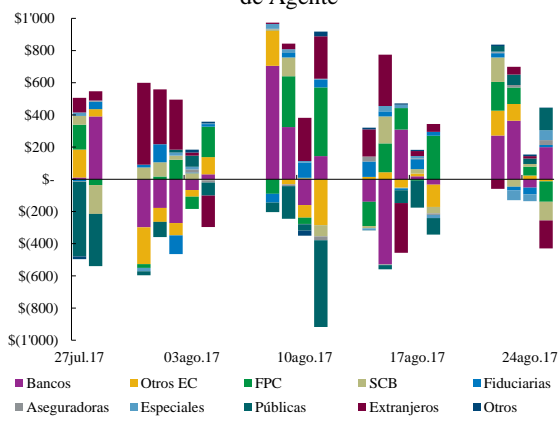


Fuente y Cálculos: Banco de la República. *Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total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

Anexo 3. Inversionistas en el Mercado de Deuda Local

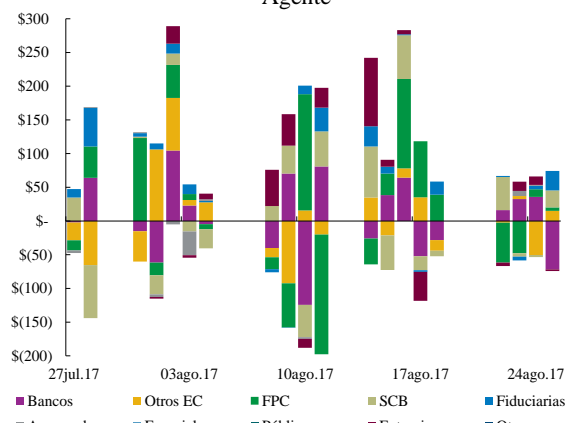
Desde la última reunión de la JDBR los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$1705 mm, principalmente en los tramos medio y largo), los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$1463, tramos medio y largo) y los bancos comerciales (\$1031 mm, tramos corto y medio), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (\$1381, tramos medio y largo) y las corporaciones financieras (\$303 mm, tramo largo). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$238 mm, tramo largo), los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$210 mm, tramo largo) y los bancos comerciales (\$106 mm, tramo medio) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



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

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



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

En lo corrido del 2017 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$6204 mm. Adicionalmente, desde el 27 de julio registraron ventas netas por \$386 mm en el tramo corto, al tiempo que compraron en neto \$1132 mm y \$959 mm en los tramos medio y largo.

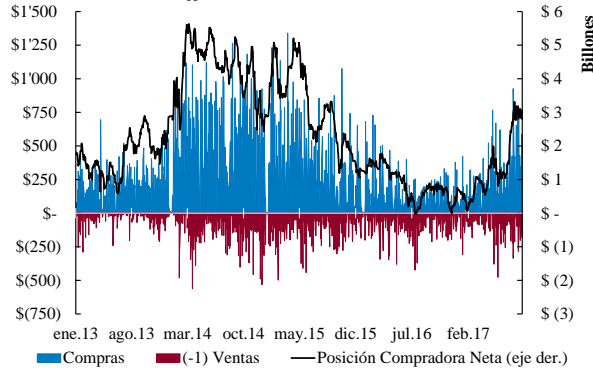
Cuadro A3.1. Compras Netas de TES en Pesos (Azul) y TES UVR (Amarillo)*
(Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

		Corrido			Desde la Última			Desde la Última			
		2017	2017	Tramos	Reunión de la	Tramos	Reunión de la	Tramos	Reunión de la		
				Corto	Medio	Largo	JDBR	Corto	Medio	Largo	JDBR
Bancos Comerciales		7'666	(3'215)	91	609	330	1'031	(43)	137	13	106
Compañía de Financiamiento Comercial		(2)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras		(323)	125	167	(84)	(386)	(303)	(16)	(45)	73	12
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO		7'342	(3'090)	259	526	(56)	728	(59)	92	86	119
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	(33)	2	8	18	13	39	-	-	-	8
	Terceros	1'558	3'870	(43)	561	945	1'463	(166)	55	320	210
	Pasivos Pensionales	14	2'490	-	281	672	953	(141)	115	189	162
Fondos de Pensiones - Prima Media		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías		1'525	3'872	(35)	579	958	1'502	(166)	55	328	217
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	(332)	160	254	(131)	29	153	4	91	(28)	66
	Terceros	264	(5)	2	40	55	97	(6)	8	(5)	(3)
	Extranjeros	(2)	16	-	-	-	-	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa		(68)	155	257	(91)	83	250	(3)	98	(33)	63
Sociedades Fiduciarias	Propia	59	16	(22)	121	(39)	61	(5)	(5)	(19)	(29)
	Terceros	8'025	1'486	(159)	1'099	1'012	1'952	243	21	291	554
	Extranjeros***	6'219	832	(386)	1'132	959	1'705	(6)	(6)	251	238
	FIC	813	139	214	(46)	(10)	158	70	7	-	77
	Pasivos Pensionales	1	91	(34)	(4)	(27)	(65)	19	15	19	53
Total Sociedades Fiduciarias		8'084	1'502	(181)	1'220	973	2'012	237	16	272	525
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	251	(76)	(19)	16	53	49	(9)	(14)	(10)	(33)
	Terceros	-	-	-	-	(1)	(1)	-	-	-	-
	Pasivos Pensionales	-	-	-	-	(1)	(1)	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización		251	(76)	(19)	16	52	49	(9)	(14)	(10)	(33)
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS		9'791	5'452	23	1'724	2'066	3'813	60	156	556	772
Total Entidades Financieras Especiales**		(260)	(15)	(19)	76	36	92	(1)	-	1	-
Total Entidades Públicas****		995	(2'306)	540	(1'408)	(513)	(1'381)	-	-	-	-
Otros*****		26	(248)	(2)	9	65	72	-	-	-	-
	Extranjeros	(14)	(0)	-	0	(0)	(0)	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO		17'893	(206)	800	926	1'599	3'324	(0)	248	643	891

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

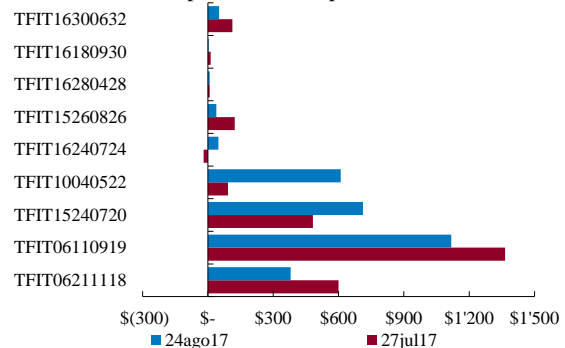
Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$7104 mm y ventas por \$1643 mm²³, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$194 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$2777 mm el 27 de julio a \$2971 mm el 24 de agosto de 2017. Durante el periodo analizado, la posición compradora neta aumentó para los TES que vencen en julio de 2020, mayo de 2022 y julio de 2024, se mantuvo estable para la referencia que vence en abril del 2028 y disminuyó para los demás títulos (Gráfico A3.4).

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



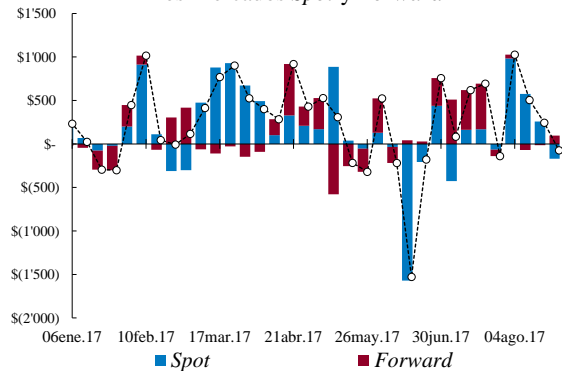
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



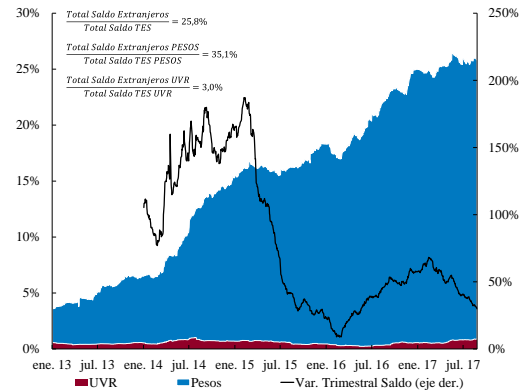
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

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



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

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



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

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

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

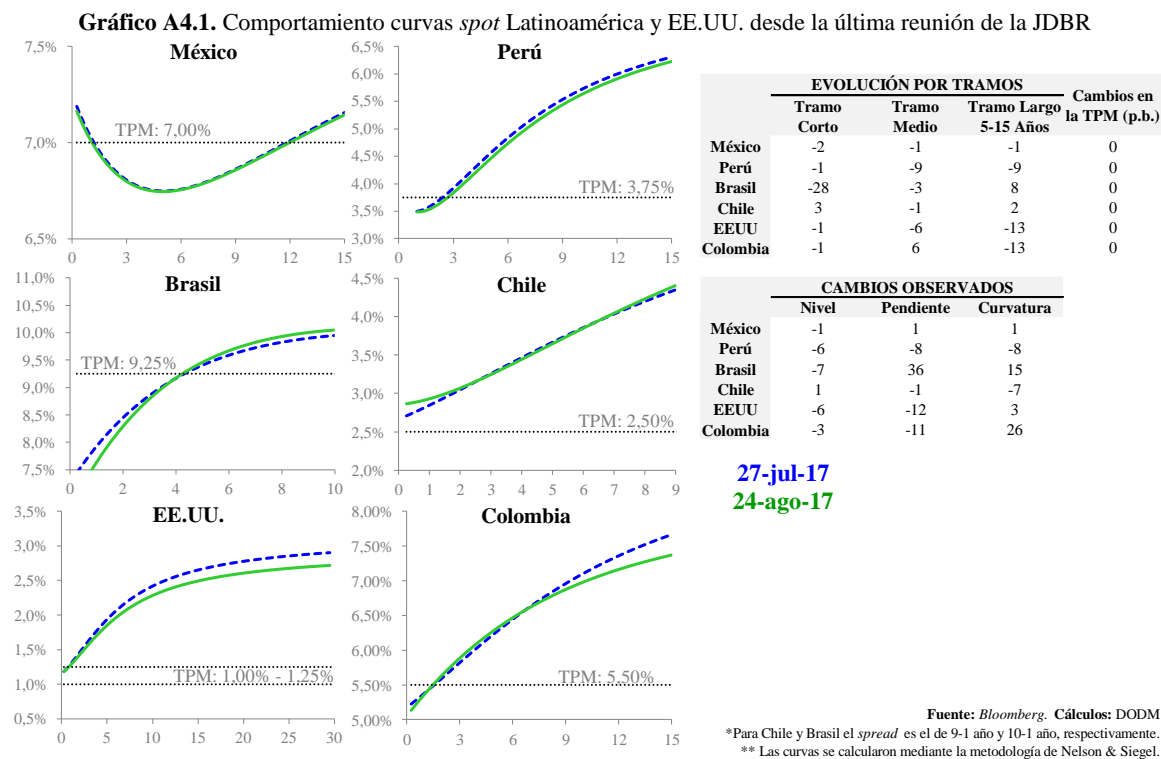
Sistema Financiero*	2016			Corrido de 2017			Jun-17			Jul-17			Corrido de Ago-17		
	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'293)	\$ 617	\$ (4'676)	\$ 7'342	\$ (2'332)	\$ 5'009	\$ (1'178)	\$ (318)	\$ (1'496)	\$ 2'764	\$ (1'400)	\$ 1'364	\$ 819	\$ (75)	\$ 744
Offshore	\$ 20'884	\$ (617)	\$ 20'267	\$ 6'204	\$ 2'332	\$ 8'536	\$ (1'229)	\$ 318	\$ (911)	\$ 348	\$ 1'400	\$ 1'748	\$ 1'139	\$ 75	\$ 1'214

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 25 y el 24 de agosto del 2017 para los casos *spot* y *forward*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

²³ Al tiempo que registraron vencimientos de contratos de compra de TES por \$7283 mm y de venta por \$2015 mm. Datos actualizados al 24 de agosto de 2017.

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

En este periodo (27 de julio al 24 de agosto de 2017), los títulos de deuda pública de la región presentaron valorizaciones, a excepción del tramo largo de Brasil y Chile, el tramo medio de Colombia y el tramo corto de Chile. Esta dinámica estuvo influenciada de manera idiosincrática por los comentarios de las calificadoras frente a estos países, las noticias sobre el desempeño macroeconómico de cada país y el impacto de los eventos de riesgo internacional.



La curva de rendimiento de los *treasuries* presentó un aplanamiento desde la última reunión de la JDBR ante las valorizaciones observadas en el tramo largo y medio que resultaron superiores a las de su tramo corto.

Durante la primera semana de agosto se observaron valorizaciones, principalmente en el tramo medio y largo, ante datos observados inferiores a las expectativas en crecimiento durante el 2T17 (obs: 2,6%; esp: 2,7%; ant: 1,4%) y ventas de autos durante julio (obs: 16,7 m; esp: 16,8 m; ant: 16,4 m). Estas valorizaciones se corrigieron ante las señales positivas sobre el comportamiento del mercado laboral estadounidense en el mes de julio, y expectativas de mayor oferta de títulos en caso de que el Congreso apruebe el incremento del límite de la deuda pública en este país. Con respecto al mercado laboral, los incrementos superiores a las expectativas en las nóminas no agrícolas (obs: 209,000; esp: 180,000), la tasa de participación de la fuerza laboral (obs: 62,9%; esp: 62,8%) y los salarios (obs: 2,5%; ant: 2,4%), y la reducción en la tasa de desempleo (obs: 4,3%; ant: 4,3%; ant: 4,4%) fueron vistas como prueba del estado favorable de la producción estadounidense.

Por su parte, el Departamento del Tesoro publicó su informe mensual sobre el estado de la deuda pública y el anuncio trimestral sobre las necesidades de fondeo. De acuerdo a *JP Morgan*, de estos informes se extrae que ante el límite a la deuda pública impuesto por el Congreso en marzo, y el uso actual de medidas extraordinarias de fondeo que están llegando a su límite, los balances de efectivo serían como máximo suficientes hasta el 13 de octubre. Junto a esto, la expectativa de desvalorizaciones ante la menor demanda por la reducción en la reinversión de los balances de la Fed,

llevaron al *TBAC*²⁴ a recomendar que una aproximación prudente y flexible debería incrementar los cupones de deuda en los últimos meses del presente año para cumplir con sus necesidades de liquidez. De acuerdo a las proyecciones del Departamento del Tesoro, las necesidades de fondeo en el 4T17 ascienden a USD 501 mm, lo cual implicaría un incremento del *outstanding* en un 20%²⁵.

A partir de la segunda semana de agosto se presentaron valorizaciones debido a: i) el incremento de la percepción de riesgo a nivel internacional ante la tensión entre EE.UU. y Corea del Norte, y un atentado terrorista en Barcelona (ver Anexo 8); ii) el dato de inflación de julio inferior a las expectativas del mercado por quinto mes consecutivo; iii) la publicación de las minutas de la Fed de su reunión de julio, en donde, ante los débiles datos en inflación, la mayoría de los miembros del FOMC señalaron que consideraban probable que la inflación se mantuviera por debajo de su objetivo del 2% más allá de lo inicialmente esperado. Varios miembros indicaron que los riesgos inflacionarios a la baja habían aumentado, y algunos miembros presentaron sus dudas sobre la utilidad coyuntural de la Curva de Phillips como herramienta para entender la inflación. Y iv) el discurso de Janet Yellen en Jackson Hole, en donde, contrario a lo esperado por algunos agentes del mercado, su discurso no hizo referencia al actual ciclo monetario contractivo y se concentró en la importancia de mantener la regulación bancaria posterior a la crisis.

Cabe agregar que los *treasuries* con vencimiento en septiembre y octubre del presente año presentaron desvalorizaciones ante la advertencia por parte del presidente Trump de que cerraría el acceso del Gobierno a fondos públicos en caso de que el Congreso no apruebe la construcción del muro entre EE.UU. y México.

Por su parte, la curva del mercado de deuda pública de Brasil presentó un empinamiento ante las valorizaciones observadas en el tramo corto y medio, y las desvalorizaciones de su tramo largo. Esta dinámica se puede dividir en dos periodos. En primer lugar, durante la primera semana de agosto se presentaron valorizaciones en todos los tramos de la curva ante la reducción de la incertidumbre política generada por la decisión de la Cámara de Diputados de rechazar las acusaciones por cargos de corrupción contra el Presidente Temer. A partir de la segunda semana de este mes, mientras el tramo corto de la curva continuó presentando valorizaciones ante la reducción en los niveles observados de inflación²⁶, el tramo largo presentó desvalorizaciones una vez el Gobierno se vio obligado a aumentar el déficit fiscal proyectado para el periodo 2017-2020. Esta última noticia llevó a que *Standard & Poor's* mantuviera la calificación BB del país, pero cambiara la perspectiva de estable a negativa. Durante el periodo, el mercado accionario de Brasil presentó valorización de 8,87%, y el precio del hierro, su segunda exportación, incrementó 9,90%.

De la misma forma, la curva de Chile presentó valorizaciones en su tramo corto y medio durante la primera semana de agosto ante los datos favorables del mercado laboral y la actividad económica²⁷. Estas valorizaciones se corrigieron en los tramos corto y medio, una vez la inflación observada resultó superior a lo esperado, y se observaron desvalorizaciones en el tramo largo una vez la calificación soberana del país se vio reducida. En concreto, *Fitch* redujo su calificación de la deuda soberana de A+ con perspectiva negativa a A con perspectiva estable, y *Moody's* mantuvo su calificación en Aa3, pero pasó la perspectiva de estable a negativa. El principal argumento para estas decisiones fue el prolongado periodo de debilidad económica.

En Perú se observó un aplanamiento de la curva ante valorizaciones generalizadas en todos los tramos que resultaron superiores en los tramos medio y largo. Esta dinámica coincidió con un incremento en

²⁴ *Treasury Borrowing Advisory Committee*.

²⁵ Para comprender mejor estas cifras, vale la pena resaltar, que si se mantuvieran las condiciones actuales de las subastas, durante el 4T17, el Departamento del Tesoro recogería solamente USD 128 mm.

²⁶ De acuerdo al índice IPCA para Julio, los precios han aumentado durante el último año un 2,71% (ant: 3%). Por su parte, de acuerdo al IPCA 15, los precios se incrementaron un 2,68% (ant: 2,78%). Estos datos corresponden al menor nivel de inflación observado desde febrero de 1999.

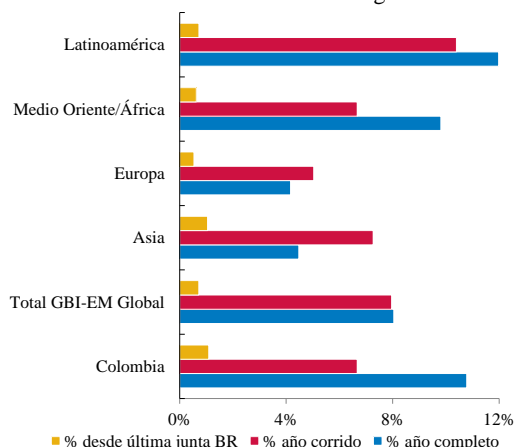
²⁷ En junio, la tasa de desempleo cayó a 7% (ant: 7,1%), el índice de actividad de comercio aumentó 3,1% (acumuló 2,7% en el primer semestre), y el índice de actividad de comercio al por menor aumentó 4,2% (acumuló 3,1% en el primer semestre).

el precio del cobre de 6,15%, y estuvo influenciada por el buen desempeño macroeconómico del país ante el incremento en su superávit comercial y en la producción nacional debido a la mayor demanda externa²⁸.

Por último, en México se observaron leves valorizaciones en todos los tramos de la curva. Durante el periodo no se presentó una tendencia clara, pero cuando se observaron desvalorizaciones, estas estuvieron explicadas por los datos de inflación superiores a las proyecciones del mercado²⁹ y por las minutas del Banco Central en donde se indicó que la mayoría de los miembros de la Junta prevé que en los próximos meses la inflación seguirá por encima del 6%. Por su parte, cuando se observaron valorizaciones, estas estuvieron explicadas por las expectativas de un acuerdo favorable a México en la renegociación del TLCAN, y por los inesperados resultados favorables en producción, de acuerdo con los cuales, durante el 2T17, el producto creció 0,6% trimestre a trimestre (esp: 0,2%; ant: 0,7%).

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes³⁰ (incluyendo Colombia) desde la última reunión de la JDBR, en lo corrido de 2017 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR todos los índices regionales se valorizaron, en mayor medida el de Asia (1%). El índice *Total GBI-EM Global* aumentó 0,7% y el de Colombia 1,1%.

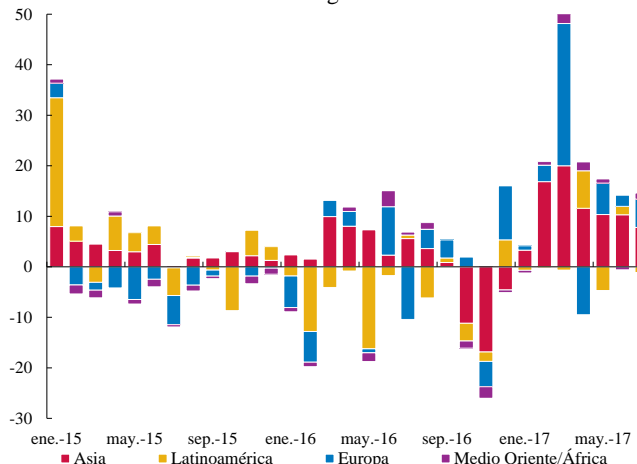
Gráfico A4.2. Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes*



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.

Adicionalmente, el IIF³¹ estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en julio por US\$19,94 mm. En particular, estimó entradas netas a los mercados de renta variable por US\$6,44 mm y de US\$13,50 mm a los mercados de renta fija, y específicamente para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó salidas netas por US\$1,11 mm (Gráfico A4.3).

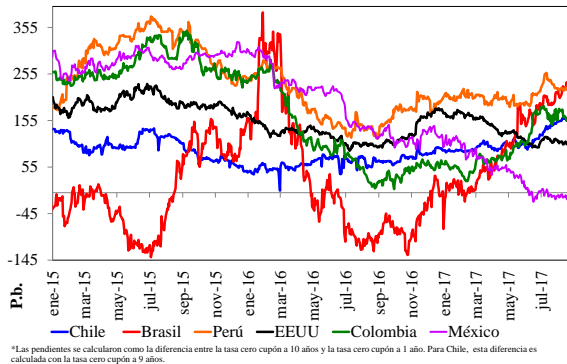
²⁸ El 3 de agosto se conoció que el superávit comercial pasó a USD 582 m (ant: USD 185 m). El 15 de agosto se publicó el dato de producción nacional para junio, la cual aumentó 3,64%, principalmente ante el incremento de 31,5% en las exportaciones. El 23 de agosto se publicó el PIB del 2T17 con un crecimiento del 2,4% (ant: 3,4%; esp: 3,5%), superior a las expectativas y a su observación anterior (esp: 2,4%; ant: 2,1).

²⁹ El 9 de agosto se publicó la inflación para julio con una observación de 6,44% (esp: 6,37%; ant: 6,31%) que constituye el mayor nivel en ocho años. En el mismo sentido, el 24 de agosto se conoció que durante los primeros 15 días de agosto, la inflación ascendió a 6,59%, por encima del 6,5% esperado por el mercado.

³⁰ 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.

³¹ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

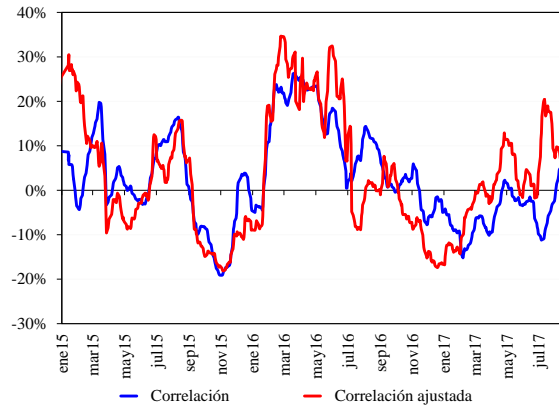
Gráfico A4.4. Pendiente Curva Cero Cupón Latam y EE.UU.*



*Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

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

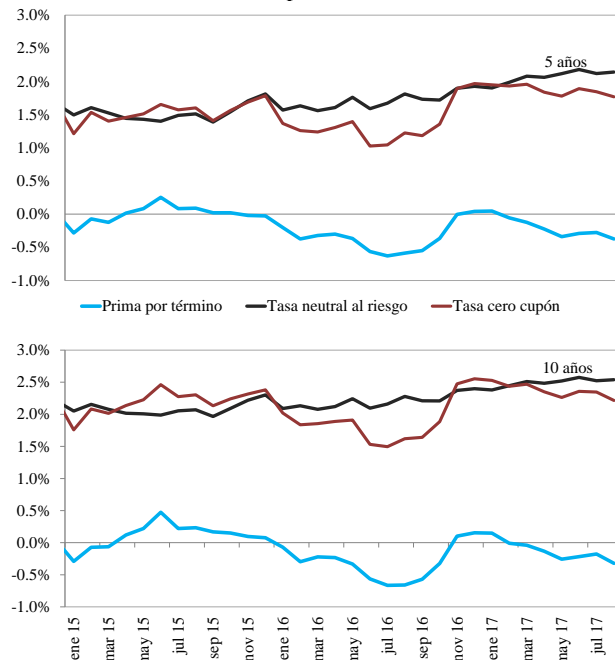
Gráfico A4.5. Correlación Pendientes Región



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

El Gráfico A4.4 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia descendió a 158 p.b. (ant: 171 p.b.). Las pendientes de Brasil, Perú, Chile, EE.UU. y México se sitúan en 255 p.b, 210 p.b, 159 p.b, 99 p.b. y -13 p.b, respectivamente. En el Gráfico A4.5 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha aumentado y se encuentra actualmente en 7,19%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (*VIX* y pendiente de Estados Unidos -línea roja) se encuentra en 1,08%.

Gráfico A4.6. Prima por vencimiento Treasuries.



Fuente y Cálculos: Fed.

Por su parte, la prima por vencimiento de los *treasuries* se redujo 10 p.b. para 5 años y 15 p.b. a 10 años, y se situó en -0,37% y -0,32%, respectivamente. La tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó cerca de 2 p.b. para 5 y 10 años (Gráfico A4.6).

Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

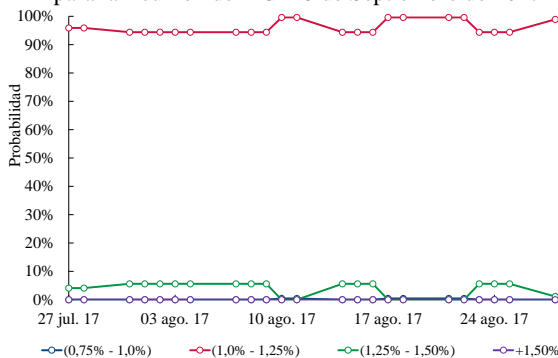
En sus reuniones ordinarias los bancos centrales de Nueva Zelanda (1,75%), Islandia (4,5%), Israel (0,1%), Reino Unido (0,25%) y Australia (1,5%) mantuvieron sus tasas de intervención sin modificación, en línea con las expectativas del mercado. Además, el Banco Central de Reino Unido decidió continuar con sus medidas de estímulo, de manera que continúa 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.

El 16 de agosto se publicaron las minutas de la reunión celebrada por la Fed entre el 25 y el 26 de julio. Estas reflejaron un panorama consistente con los comentarios hechos por oficiales de la Fed recientemente: un mercado laboral que muestra síntomas de mejora y expectativas sobre un mejor crecimiento económico frente a lo observado en el primer trimestre del año. Ahora bien, ante los débiles datos en inflación, la mayoría de los miembros del FOMC señalaron que consideraban probable que la inflación se mantuviera por debajo de su objetivo del 2% más allá de lo inicialmente esperado. En adición, se mencionó que se espera implementar la normalización de la hoja de balance “relativamente pronto” este año.

El 17 de agosto se publicaron las minutas del Banco Central Europeo (BCE) correspondientes a la reunión del 19 y 20 de julio. En estas se mostró una preocupación por el fortalecimiento del euro y su efecto sobre las exportaciones netas del bloque, lo cual podría repercutir en los esfuerzos del BCE para llevar la inflación a su nivel objetivo. Adicionalmente, se indicó que las condiciones favorables de financiamiento no podían darse por sentado y dependen en gran medida del alto grado de apoyo de la política monetaria.

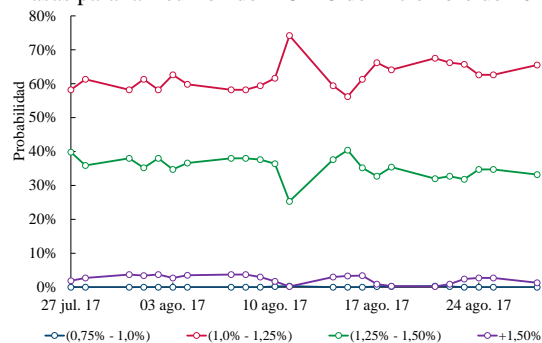
Durante el periodo, aumentó la probabilidad de que el rango de los fondos federales permanezca inalterado entre 1,00% y 1,25% para las reuniones de septiembre y diciembre de 2017, siendo este el escenario más probable para ambas reuniones (Gráficos A5.1 y A5.2). Además, según lo publicado por *CME Group Inc.*³², con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de la Fed de diciembre de 2017 la probabilidad de que el rango de tasas se ubique entre 0,75% y 1% es 1,9% (ant.: 0%), la de uno entre 1,0% y 1,25% es 70% (ant.: 53,2%), la de uno entre 1,25% y 1,5% es 27% (ant.: 42,8%), la de uno entre 1,5% y 1,75% es 1% (ant.: 3,9%), y la de uno entre 1,75% y 2,0% es 0% (ant.: 0,1%).

Gráfico A5.1. Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Septiembre de 2017



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico A5.2. Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Diciembre de 2017



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

³² Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade*. Consulta actualizada el 28 de agosto, al tiempo que el valor previo corresponde a las cifras consultadas el 28 de julio.

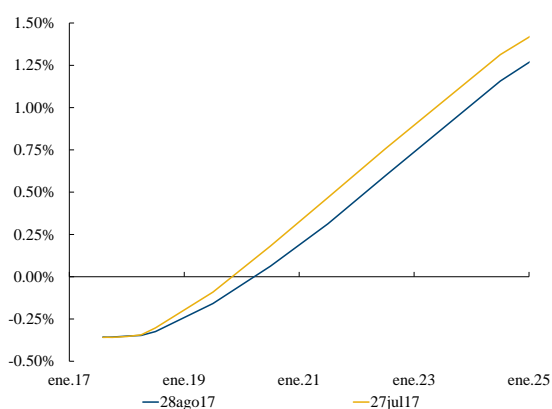
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 1T20 (ant.: 4T19) (Gráfico A5.3).

Países Emergentes

Los bancos centrales de Turquía (8%³³), Rusia (9%), Ucrania (12,5%), Serbia (4%), Hungría (0,9%) y Tailandia (1,5%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado por el mercado. Por otra parte, el Banco Central de India recortó su tasa de interés de referencia en 25 p.b. a 6%³⁴, tal como lo anticipaba el mercado, el de República Checa la aumentó 20 p.b. a 0,25%, también esperado, y el de Indonesia la recortó sorpresivamente 25 p.b. a 4,5%.

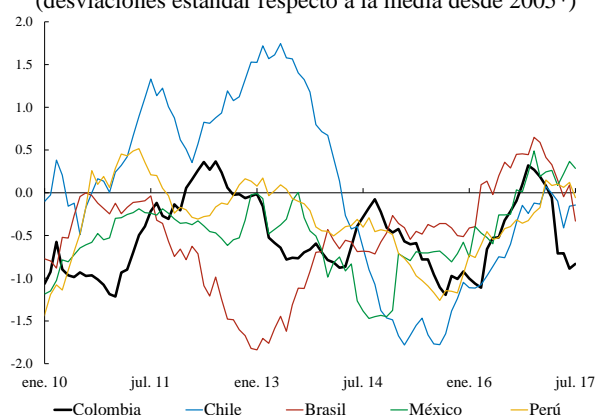
En Latinoamérica, en línea con lo esperado, los bancos centrales de Argentina, México, Perú y Chile mantuvieron sus tasas de interés de referencia inalteradas en 26,25%, 7%, 3,75% y 2,5%, respectivamente.

Gráfico A5.3. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

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



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

En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales³⁵ desde el año 2005. Se puede observar que en julio la tasa real de México se ubicó por encima de su media histórica, mientras que las de los demás se ubicaron por debajo³⁶.

³³ Con la medida, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) se mantuvo en 9,25%, la tasa de depósitos (*Borrowing Rate*) en 7,25% y las tasas de la ventanilla de liquidez (entre las 4:00 p.m. - 5:00 p.m.) se mantuvieron en 0% (para depósitos) y 12,25% (para préstamos).

³⁴ Además, redujo su tasa de repo reverso de 6% a 5,75% y mantuvo el coeficiente de reserva de efectivo en 4%.

³⁵ Deflactadas con medidas de inflación básica.

³⁶ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,86%; Chile 0,77%; Brasil 5,61%, México 1,59 y Perú 0,79%.

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	ago17	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18	may18	jun18	jul18
7.00%												0%
6.75%												0%
6.50%											0%	0%
6.25%										0%	0%	1%
6.00%									0%	0%	1%	2%
5.75%							0%	1%	1%	3%	4%	3%
5.50%	2%	1%					0%	1%	1%	3%	4%	3%
5.25%	98%	78%	60%	45%	34%	25%	20%	16%	13%	11%	8%	6%
5.00%		21%	37%	45%	47%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	16%
4.75%			3%	10%	18%	27%	32%	33%	33%	31%	28%	25%
4.50%					1%	3%	8%	14%	19%	22%	24%	25%
4.25%							0%	1%	3%	7%	11%	14%
4.00%									0%	0%	2%	4%
3.75%											0%	0%
3.50%												0%

Cuadro A6.2. Mes Anterior

TPM	jul17	ago17	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18	may18	jun18
7.00%												0%
6.75%												0%
6.50%											0%	0%
6.25%										0%	0%	1%
6.00%								0%	0%	0%	1%	2%
5.75%							0%	0%	0%	2%	3%	3%
5.50%	100%	75%	56%	42%	31%	22%	17%	13%	10%	10%	8%	6%
5.25%		25%	39%	45%	45%	42%	38%	34%	29%	24%	19%	16%
5.00%			5%	13%	22%	28%	31%	32%	32%	30%	27%	25%
4.75%				1%	3%	7%	12%	17%	21%	22%	24%	24%
4.50%						0%	1%	3%	7%	10%	13%	16%
4.25%								0%	0%	2%	4%	6%
4.00%										0%	0%	1%
3.75%											0%	0%

Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

De acuerdo a la EOF, respecto al EMBI Colombia el 56,6% de agentes espera que aumente (anterior: 57,1%), mientras un 11,3% que se mantenga igual (anterior: 32,1%) y un 32,1% que disminuya (anterior: 10,7%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 30,2% espera que esta se mantenga estable (anterior: 36,5%), un 18,9% que aumente (anterior: 15,4%) y un 28,3% que disminuya (anterior: 32,7%)³⁷.

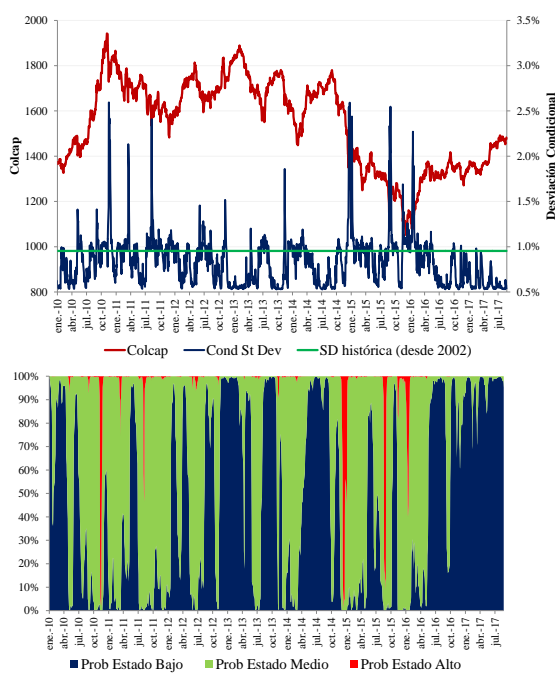
Entre el 27 de julio y el 25 de agosto, el Colcap se desvalorizó 0,3%, jalonado por la desvalorización de Canacol (-8,6%) y el comportamiento negativo de las acciones de ETB (-3,4%).

Para lo corrido de agosto, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó ligeramente respecto al promedio de julio y se ubica alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.1).

De igual forma durante el mes, la volatilidad promedio del mercado de TES se redujo respecto a lo observado en julio y se ubicó alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico A7.2).

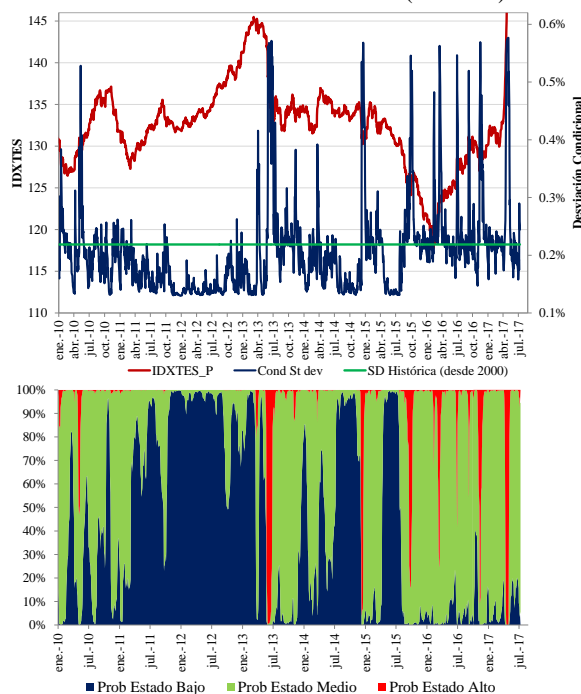
Con información al 18 de agosto los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a julio de -94 p.b., -41 p.b. y -4 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del margen para las carteras de tesorería y preferencial se explicó por el aumento de las tasas de los TES frente a una disminución de las tasas activas; mientras que el del margen de la cartera de consumo se explicó por un incremento de las tasas de los TES superior al de las tasas activas.

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)



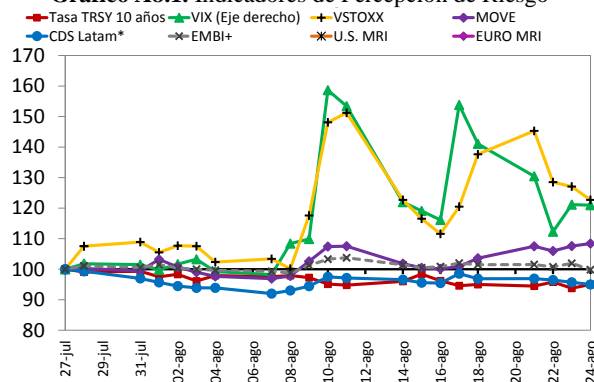
Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

³⁷ Al 22,6% restante no les aplica la pregunta (anterior: 15,4%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Entre el 27 de julio y el 25 de agosto la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados aumentó. Este incremento se explicó por las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y Corea del Norte, un ataque terrorista en Europa y algunos comentarios del presidente Trump. Cabe agregar, que a diferencia de los mercados accionarios, en donde los índices de percepción de riesgo presentaron una alta volatilidad, en los mercados de renta fija la percepción de riesgo permaneció relativamente estable (Gráficos A8.1 y A8.2).

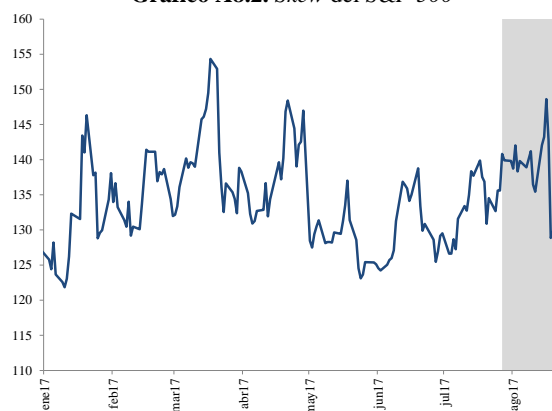
Gráfico A8.1. Indicadores de Percepción de Riesgo



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

Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.2. Skew del S&P 500



Fuente: Bloomberg.

Durante la primera semana del mes de agosto se continuó con los bajos niveles de volatilidad observados durante el mes de julio, y los indicadores de riesgo, tanto de mercados accionarios como de renta fija fueron poco reactivos a los eventos del mercado, entre los cuales se cuenta la publicación del dato de crecimiento en EE.UU. para el 2T17 y el desempeño del mercado laboral en el mes de julio (ver anexo 4).

A partir del 9 de agosto, los indicadores de riesgo a nivel internacional, tanto de mercados accionarios como de renta fija, incrementaron ante las amenazas del Gobierno norcoreano sobre la posibilidad de llevar a cabo un ataque nuclear a Guam, y las respuestas del presidente Trump frente a estos comentarios. En particular, durante estos días, los índices accionarios estadounidenses presentaron desvalorizaciones y los cambios en la probabilidad estimada a partir de contratos futuros sobre la tasa de fondos federales de que la Fed no lleve a cabo incrementos en lo restante del 2017 aumentó³⁸. Entre el 7 y el 10 de agosto, el *Vix*, el *Vstox* y el *Move* aumentaron 61,5%, 43,28% y 10,85%, respectivamente. Por su parte, entre el 7 y el 16 de agosto el *Skew* se incrementó 6,99%. Estos niveles se mantuvieron elevados hasta el 14 de agosto, ante las declaraciones de funcionarios del Gobierno estadounidense indicando que una guerra entre los dos países no resultaba inminente y el llamado del presidente chino y surcoreano a abordar la situación de una manera pacífica.

Ante el atentado terrorista del 17 de agosto en Barcelona, los mercados accionarios estadounidenses y europeos reaccionaron, presentando entre el 16 y el 18 de agosto desvalorizaciones en los índices Down Jones, *S&P 500*, Nasdaq y Euro Stoxx de 1,5%, 1,7%, 2,0% y 1,1%, respectivamente. La percepción de riesgo disminuyó ligeramente en los mercados accionarios una vez el presidente Trump despidió a Steve Bannon, consejero de la Casa Blanca, pero volvió a incrementarse levemente a partir del 22 de agosto ante las advertencias del presidente de cerrar el acceso del Gobierno a fondos públicos

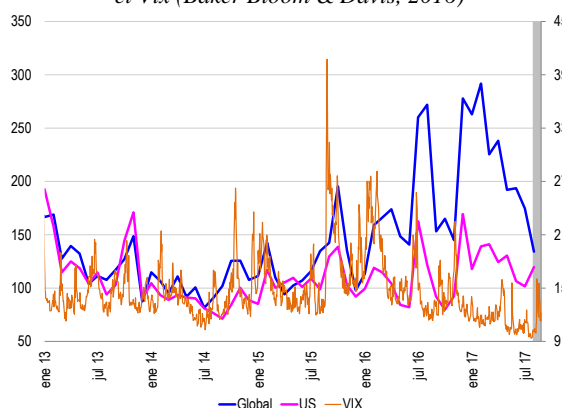
³⁸ En particular, entre el 8 y el 11 de agosto, los índices Down Jones, *S&P 500* y Nasdaq presentaron desvalorizaciones de 1%, 1,3% y 1,7%, respectivamente. En el mismo periodo, la probabilidad de que en durante lo restante del 2017 se presente un incremento en la tasa de fondos federales pasó de 46,8% a 37,4%.

en caso de que el Congreso no aprobara la construcción del muro entre EE.UU. y México, y la intención de finalizar la renegociación del tratado de libre comercio (TLCAN) con este país.

Durante la última semana de agosto se llevaron a cabo los discursos de Janet Yellen y Mario Draghi en el marco de la convención de Jackson Hole. Contrario a las expectativas de algunos agentes del mercado, sus discursos no se enfocaron en el ciclo contractivo actual de la política monetaria, sino, respectivamente, en la necesidad de mantener la regulación financiera creada después de la crisis y el rol de las entidades multilaterales en garantizar una apertura económica justa, segura y equitativa.

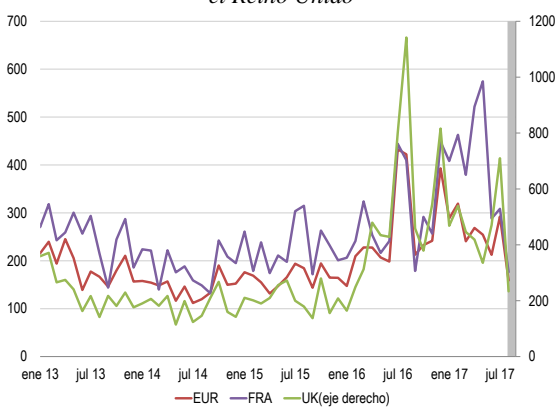
Durante julio el índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global disminuyó a un nivel de 134,11, desde una observación en junio de 174,6, al igual que a nivel regional en Europa (obs: 158,98; ant: 292,27), Francia (obs: 176,47; ant: 308,57) y el Reino Unido (obs: 233,44; ant: 709,76). Por el contrario, en EE.UU. el índice se incrementó al pasar de 101,57 a 119,62 (Gráficos A8.3 y A8.4).

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

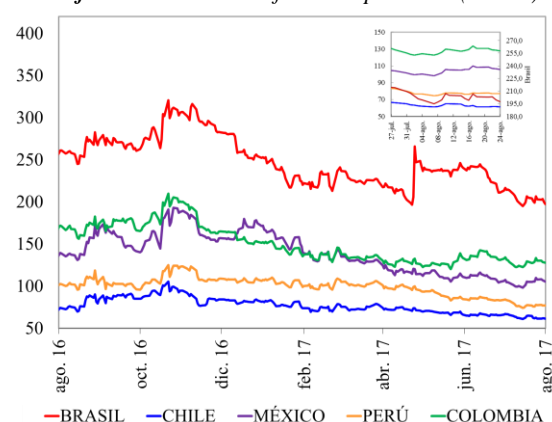
Gráfico A8.4. Incertidumbre política Europa, Francia y el Reino Unido



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

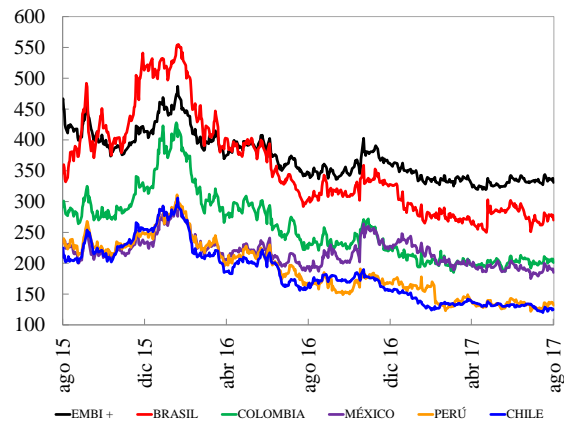
Los *Credit Default Swaps* (CDS) y los EMBI de la región presentaron una dinámica heterogénea. Los CDS a 5 años disminuyeron 47 p.b. en Argentina, 17 p.b. en Brasil, 6 p.b. en Perú, 5 p.b. en Chile y 3 p.b. en Colombia, y aumentó 1 p.b. en México. Por su parte, los EMBI se redujeron 29 p.b. en Argentina, 8 p.b. en Brasil, 2 p.b. en Chile, y aumentaron 2 p.b. en Colombia y México, y 4 p.b. en Perú (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.6. EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.