



# Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

---



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

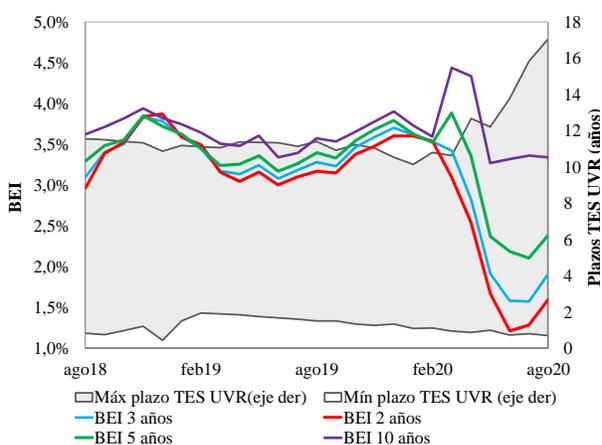
VERSIÓN PÚBLICA

## DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

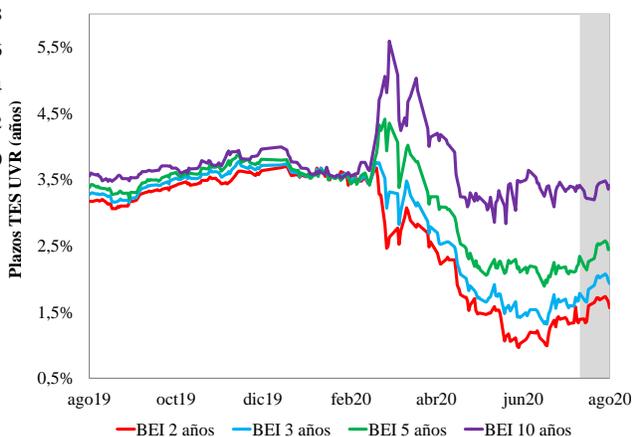
### 1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde la última reunión de la JDBR (31 de julio), y con información hasta el 21 de agosto, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 17 p.b, 15 p.b. y 12 p.b. para los plazos a 2, 3 y 5 años, y se mantuvo estable para la estimación a 10 años. De esta manera, el 21 de agosto el BEI se ubicó en 1,56%, 1,93%, 2,46% y 3,41% para los plazos de 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de mayores desvalorizaciones de los TES en pesos de los tramos corto y medio frente a los denominados en UVR, y valorizaciones de magnitud similar de los TES en pesos y UVR del tramo largo (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de julio contra las tasas promedio de lo corrido de agosto, se observan variaciones del BEI de 31 p.b, 34 p.b, 28 p.b. y -2 p.b. para los tramos de 2, 3, 5 y 10 años, en su orden.

**Gráfico 1.** Promedio mensual de expectativas de inflación



**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
<b>31jul20</b>		2,71%	3,17%	4,15%	6,31%	1,32%	1,39%	1,81%	2,90%
<b>21ago20</b>		2,89%	3,38%	4,32%	6,21%	1,33%	1,45%	1,85%	2,79%
		<b>Variaciones p.b.</b>							
		<b>18</b>	<b>20</b>	<b>16</b>	<b>-10</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>-11</b>
<b>Var. BEI</b>		<b>17</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>0</b>				

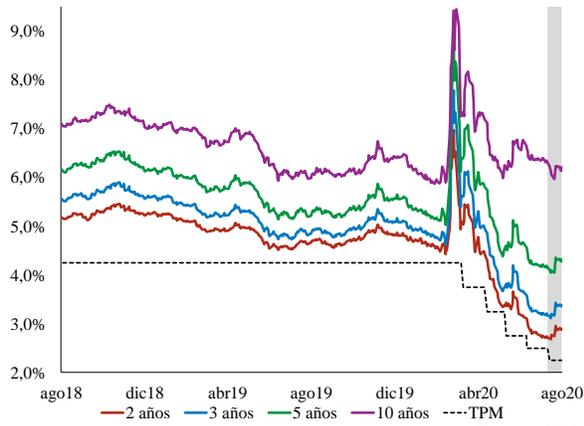
  

		Promedios mensuales							
		2	3	5	10	2	3	5	10
<b>jul20</b>		2,81%	3,27%	4,24%	6,39%	1,52%	1,69%	2,13%	3,03%
<b>ago20*</b>		2,82%	3,28%	4,21%	6,15%	1,22%	1,37%	1,82%	2,81%
		<b>Variaciones p.b.</b>							
		<b>1</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>-24</b>	<b>-30</b>	<b>-32</b>	<b>-31</b>	<b>-22</b>
<b>Var. BEI</b>		<b>31</b>	<b>34</b>	<b>28</b>	<b>-2</b>				

\*Información disponible al 21 de agosto de 2020.

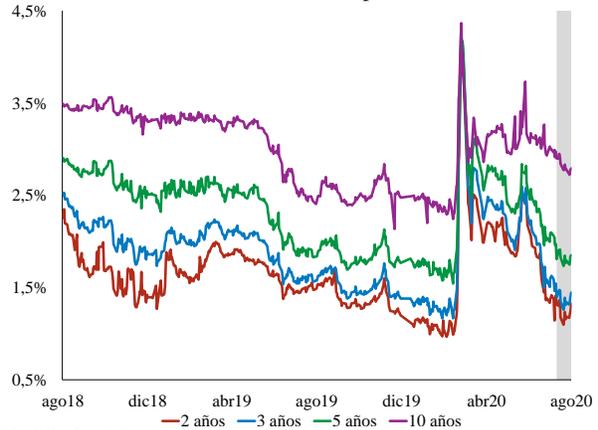
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.

**Gráfico 3. Tasas cero cupón en pesos**

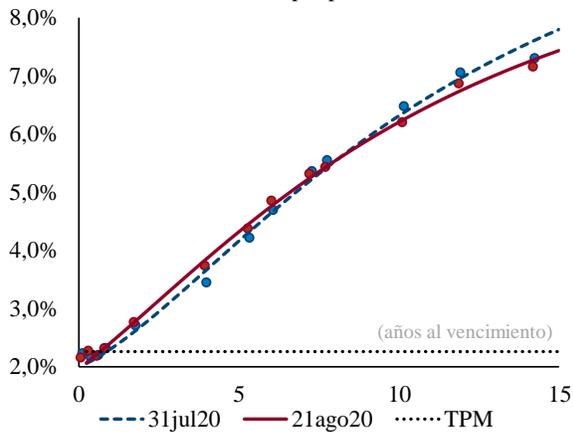


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

**Gráfico 4. Tasas cero cupón en UVR**



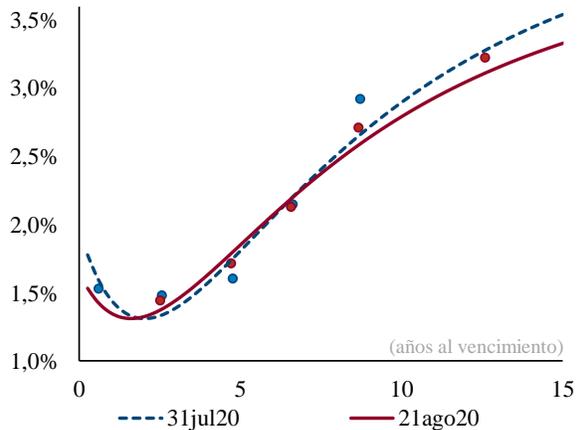
**Gráfico 5. Curvas spot pesos Colombia**



Cambios en la curva por plazo			
2 años	3 años	5 años	10 años
18	20	16	-10

*Cifras en puntos básicos*

**Gráfico 6. Curvas spot UVR Colombia**



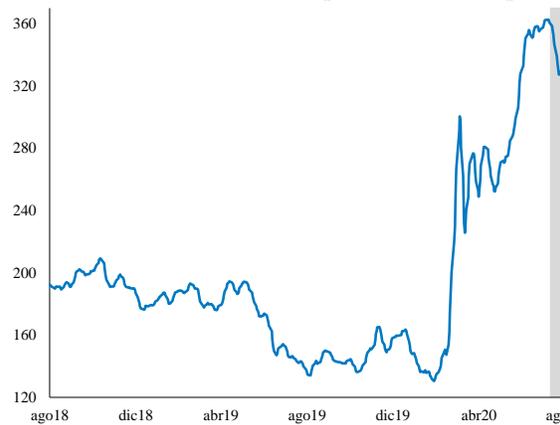
Cambios en la curva por plazo			
2 años	3 años	5 años	10 años
1	5	4	-11

*Cifras en puntos básicos*

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años disminuyó 28 p.b. para el caso de la curva de rendimientos de TES denominada en pesos y 12 p.b en el caso de la curva denominada en UVR (Gráficos 7 y 8).

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



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



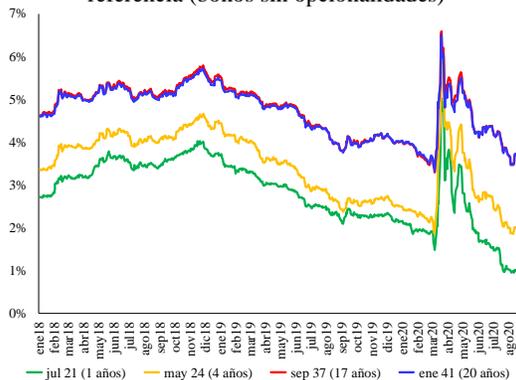
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: BR. Los datos corresponden al promedio móvil de cinco días.

Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES denominada en pesos presentó un aplanamiento como consecuencia de desvalorizaciones de los tramos corto y medio, y valorizaciones del tramo largo. Las desvalorizaciones estuvieron en línea con la publicación del dato de inflación de julio (obs: 1,97%; ant: 2,19%; esp: 1,82%), que se ubicó por encima de lo esperado por el mercado, lo que llevó a que el mercado ajustara sus expectativas frente a la senda de política monetaria, incorporando una menos expansiva. Por el contrario, el tramo largo de la curva se vio favorecido por la demanda por parte de extranjeros en el mercado de contado (\$1079 mm). De acuerdo con analistas del mercado, lo anterior se dio en un contexto de: *i*) correcciones luego del empujamiento observado desde marzo y que llevó a la pendiente de la curva a alcanzar en julio máximos no observados desde 2010; y *ii*) posibles flujos anticipándose a la inclusión de la deuda soberana del país en el índice *Bloomberg Barclays* a partir del 1 de septiembre<sup>1</sup>.

Por su parte, los títulos denominados en UVR se valorizaron luego de la publicación del dato de inflación, pero posteriormente corrigieron ante la toma de utilidades, de manera que en neto presentaron ligeras variaciones durante el mes. Adicionalmente, varios analistas mencionaron que la baja liquidez en este mercado pudo haber acentuado las desvalorizaciones de la semana pasada.

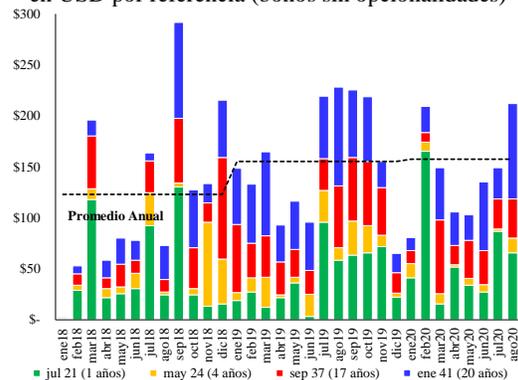
Durante este periodo la volatilidad en el mercado de TES aumentó pero se mantuvo en niveles cercanos al promedio de los últimos años (ver Anexo 7). En cuanto al *Bid-Ask Spread* (BAS) y la profundidad, estos presentaron unos niveles promedio similares a los observados en julio, y continuaron evidenciando una menor liquidez frente a lo observado durante los últimos años (ver Anexo 2).

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg. Millones de dólares. El dato del último mes corresponde a una aproximación con información al 20 de agosto.

En los Gráficos 9 y 10 se muestra la evolución de los rendimientos y los montos negociados de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares que se transan en los mercados internacionales<sup>2</sup>. Desde el 31 de julio, las tasas de los títulos con vencimientos a 1, 4, 17 y 21 años presentaron variaciones de -1 p.b, 5 p.b, 6 p.b. y 8 p.b, respectivamente, al tiempo que el monto negociado en lo corrido de agosto es superior al registrado el mes anterior.

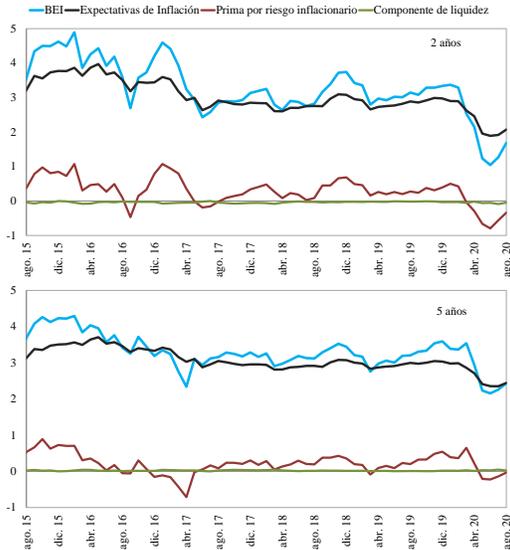
En el Gráfico 11, con información al 21 de agosto y tomando el último dato de cada mes, se presenta la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De esta manera, se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,07% (ant: 1,89%) y para los próximos 5 años sea 2,44% (ant: 2,37%). Por su parte, las primas por riesgo

<sup>1</sup> Lo anterior fue anunciado el 30 de enero del 2020, cuando se indicó que Colombia, junto con Perú y Rumania, serían elegibles para los índices de renta fija de *Bloomberg Barclays Global Aggregate* y *Global Treasury*. En el comunicado se señaló que, en conjunto, comprenderán el 0,2% del Índice *Global Aggregate* y el 0,5% del Índice *Global Treasury*.

<sup>2</sup> Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada con alta liquidez.

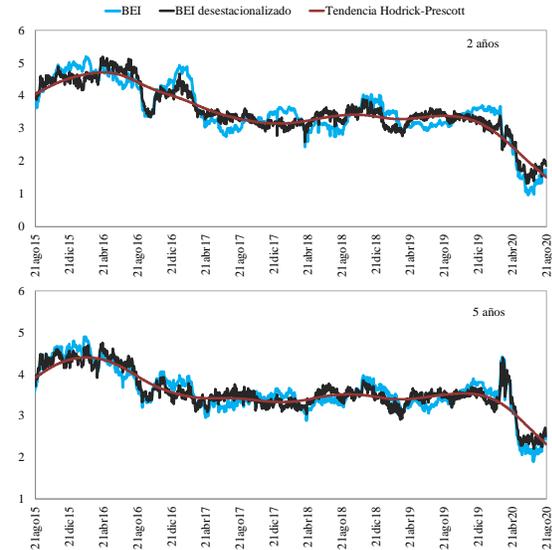
inflacionario promedio subieron 22 y 11 p.b. y se ubicaron en -0,34% y -0,03% para los plazos a 2 años y 5 años, respectivamente. En el Gráfico 12 se compara el BEI desestacionalizado a 2 y 5 años con su tendencia estimada de acuerdo con el filtro de *Hodrick-Prescott*. La tendencia presenta un comportamiento decreciente y refleja expectativas de inflación promedio para los próximos dos y cinco años de 1,51% (ant: 1,55%) y 2,31% (ant: 2,42%), respectivamente.

**Gráfico 11. Descomposición BEI a 2 y 5 años**



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

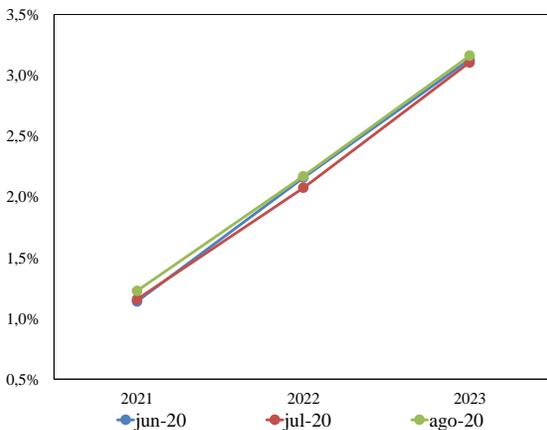
**Gráfico 12. Filtro HP BEI desestacionalizado**



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

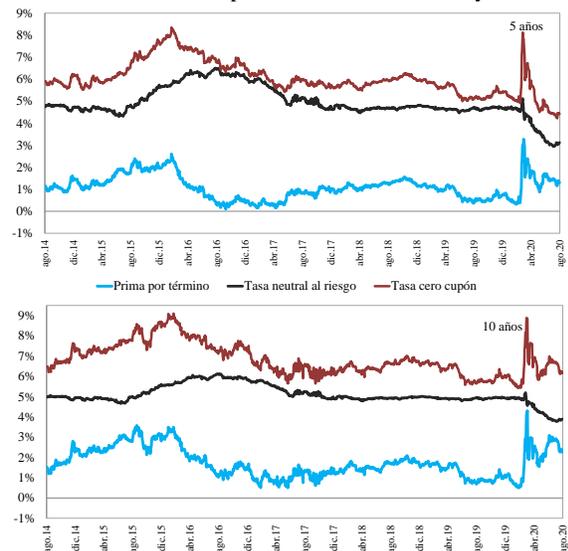
El Gráfico 13 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2021, 2022 y 2023, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 1,23%, 2,17% y 3,16%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en agosto para 2021, 2022 y 2023 es ligeramente superior al estimado en junio y julio. Por otro lado, respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término de los TES en pesos cayeron 14 p.b. y 54 p.b. para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente. En cuanto a las tasas neutras al riesgo, éstas subieron 15 p.b. y 10 p.b., y se ubicaron en 3,12% y 3,90% para los plazos a 5 y 10 años (Gráfico 14).

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



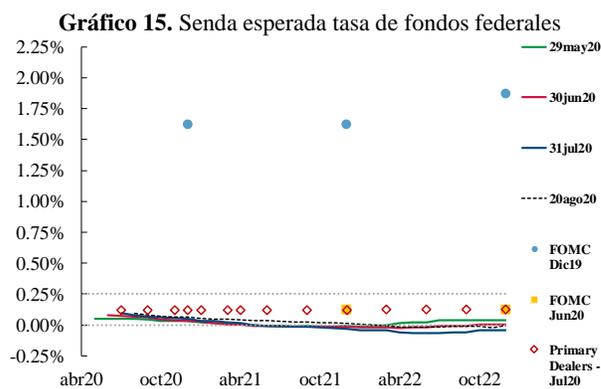
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

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

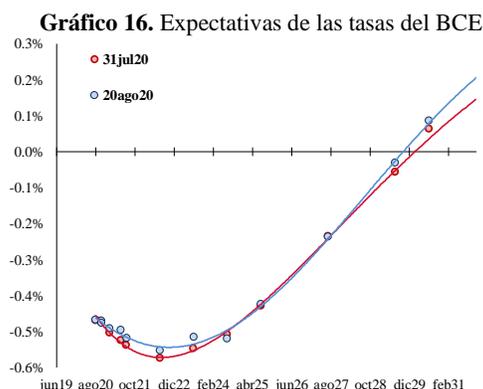


Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

Frente a lo observado el 31 de julio y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el mercado continúa anticipando que no habrá cambios en el rango de los fondos federales en el mediano plazo y la tasa esperada para diciembre de 2020 pasó de 0,05% el 31 de julio a 0,065% el 20 de agosto (Gráfico 15). Adicionalmente, según el CME<sup>3</sup> la probabilidad de que el rango de tasas de los fondos federales finalice en el 2020 en un nivel entre 0% y 0,25%, tal que no presente cambios durante el año frente al nivel actual, continúa ubicándose en 100% (Cuadro 2 y Anexo 5<sup>4</sup>).



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



**Fuente:** Bloomberg.

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

	<b>0%-0,25%</b>	<b>0,25%-0,5%</b>
31jul20	100%	0%
20ago20	100%	0%

**Fuente:** Chicago Mercantile Exchange. \*Rango actual.

En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, el momento esperado por el mercado en el que la tasa retornará a terreno positivo se ubicó en el 4T29 (ant: 1T30), con base en los futuros del índice *Eonia* (Gráfico 16).

Según la encuesta de la Fed de Nueva York realizada a *Primary Dealers* en julio<sup>5</sup>, la mediana refleja que los analistas encuestados no anticipan cambios en el rango actual de la tasa de los Fondos Federales en el mediano plazo, similar a lo observado en junio (Cuadro 3).

**Cuadro 3.** Pronósticos del Punto Medio del Rango de Fondos Federales de *Primary Dealers*

	<b>jul20</b>	<b>sep20</b>	<b>nov20</b>	<b>dic20</b>	<b>ene21</b>	<b>mar21</b>	<b>abr21</b>
<b>Mediana</b>	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
<b>No. Respuestas</b>	29	29	29	29	29	29	29
	<b>2T21</b>	<b>3T21</b>	<b>4T21</b>	<b>1T22</b>	<b>2T22</b>	<b>3T22</b>	<b>4T22</b>
<b>Mediana</b>	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
<b>No. Respuestas</b>	29	29	29	29	29	29	29

**Fuente:** Fed de NY.

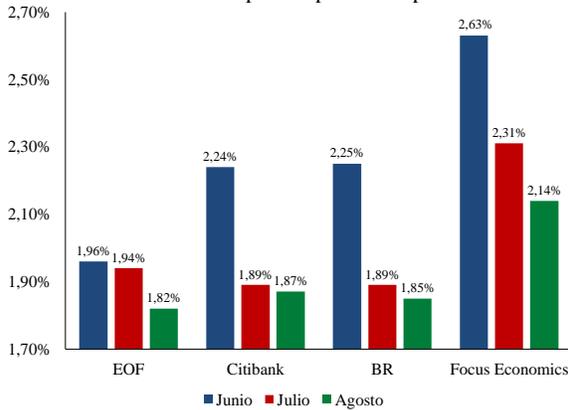
Respecto a las expectativas de inflación en Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de agosto disminuyó para diciembre de 2020 de 2,01% a 1,92%, y para diciembre de 2021 de 2,90% a 2,86% (Gráficos 17 y 18). Por otro lado, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR) la inflación esperada a dos años (agosto de 2022) aumentó a 3,12% frente a lo proyectado el mes anterior para julio de 2022 (3,07%).

<sup>3</sup> Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

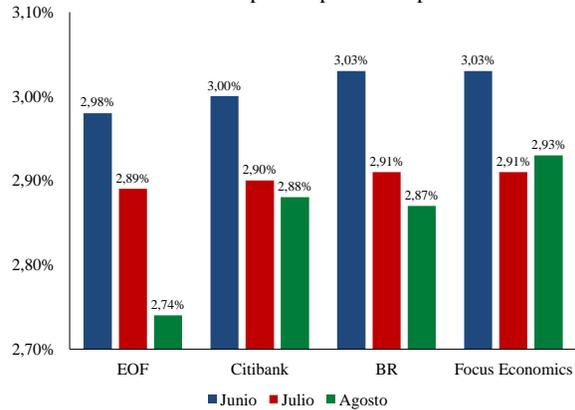
<sup>4</sup> Específicamente, el Gráfico A5.1 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.

<sup>5</sup> El 20 de julio del 2020 culminó la recepción de información de los agentes del mercado por parte de la Fed.

**Gráfico 17. Inflación esperada promedio para cierre 2020**



**Gráfico 18. Inflación esperada promedio para cierre 2021**



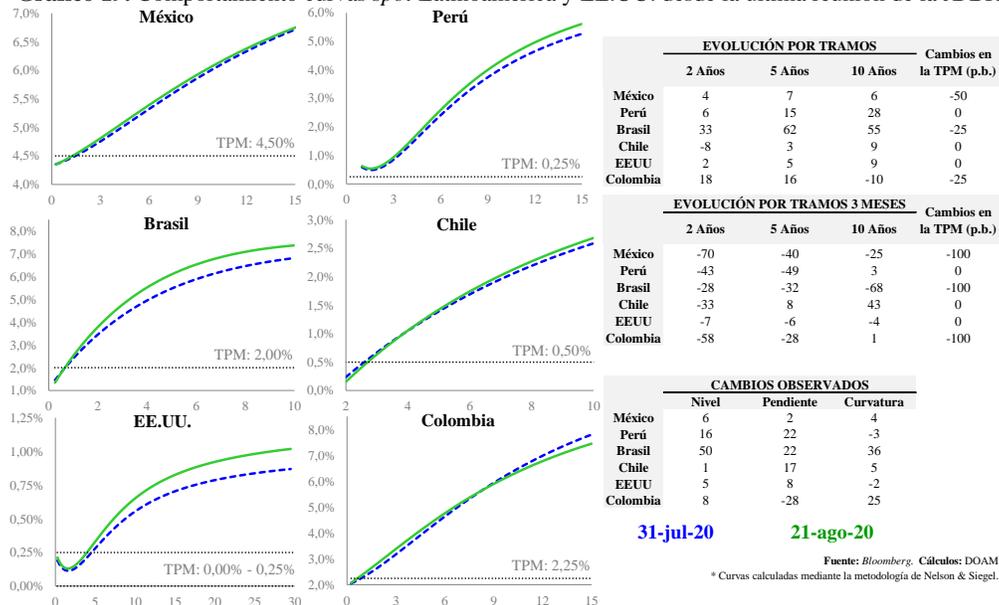
**Fuente:** Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 18 de agosto con encuestas recolectadas entre el 6 y el 13 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de agosto. La encuesta del BR se realizó entre el 10 y el 12 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 11 de agosto, con encuestas entre el 4 y el 9 de este mismo mes.

En conclusión, las encuestas reflejan una menor inflación esperada frente al mes anterior, sin embargo, la reducción fue inferior a la observada entre junio y julio. Por otro lado, el aumento del BEI incorpora la sorpresa al alza del dato de inflación de julio y las correcciones que se han venido dando durante los últimos meses. Las correcciones de este mes se dieron como consecuencia de las mayores desvalorizaciones de los TES en pesos de los tramos corto y medio, que desde mayo se habían valorizado de manera importante y que, de acuerdo con analistas del mercado, hacían que el BEI presentara niveles muy bajos.

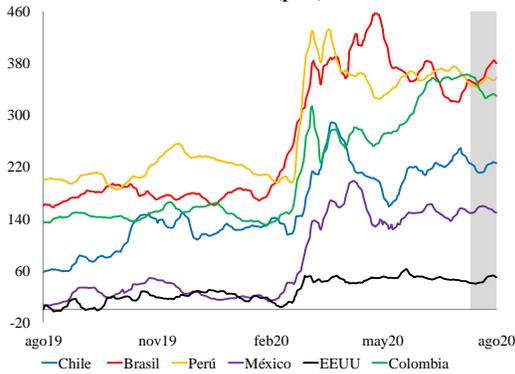
### Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región

Desde la última reunión de la JDBR, la mayoría de los títulos de la región se desvalorizaron en línea con el comportamiento de los *Treasuries*. Por su parte, los títulos de Brasil presentaron las mayores desvalorizaciones, lo cual se explica por: i) la incertidumbre ante la posibilidad de que el gasto público supere los límites fiscales establecidos; y ii) las expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva por parte del Banco Central. En el caso de Perú, la curva se vio afectada por la incertidumbre política luego que el Congreso retirara su apoyo al gabinete (Gráfico 19; Anexo 4).

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



**Gráfico 20.** Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU. (p.b.)



**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 2 años. Se presenta el promedio móvil de cinco días.

El Gráfico 20 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años para EE.UU. y los países de la región. Durante el periodo, la pendiente de Colombia disminuyó 28 p.b. hasta ubicarse en 332 p.b. Por su parte, las pendientes de Brasil (370 p.b.), Perú (361 p.b.), EE.UU. (47 p.b.) y Chile (223 p.b.) aumentaron 26 p.b, 17 p.b, 8 p.b. y 3 p.b, respectivamente, mientras que la pendiente de México (150 p.b.) disminuyó 2 p.b.

## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

### Expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM)

Las encuestas indican que la mayoría de agentes espera un recorte de 25 p.b. de la TPM por parte de la JDBR durante su reunión de agosto. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)<sup>6</sup> el 81,6% de los encuestados espera una reducción de 25 p.b, mientras que el 18,4% restante estima que la tasa se mantendrá inalterada. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg<sup>7</sup>, los 10 analistas encuestados esperan que la JDBR recorte la TPM en 25 p.b. Por último, según las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros realizadas por Anif y Citibank<sup>8</sup> para la reunión de la JDBR de agosto se encuentra que, de las 30 entidades encuestadas, el 90% espera y recomienda un recorte de 25 p.b. en la TPM, el 7% no espera cambios pero recomienda un recorte de 25 p.b, y el 3% restante espera un recorte de 25 p.b. pero recomienda uno de 50 p.b. (Gráfico 21 y Anexo 1).

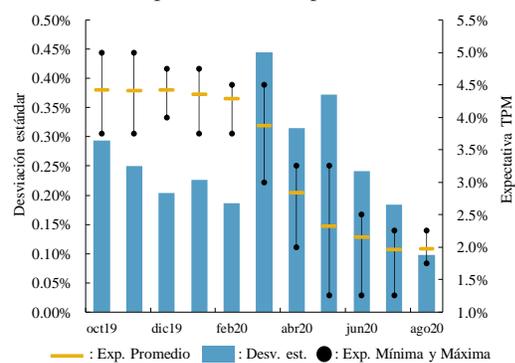
En el Gráfico 22 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2020 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre julio y agosto el promedio de la tasa esperada aumentó levemente de 1,97% a 1,98%.

**Gráfico 21.** Encuesta sobre TPM de Anif y Citibank



**Fuente:** Encuestas de Anif y Citibank.

**Gráfico 22.** Expectativas TPM para diciembre de 2020



**Fuente:** Encuesta Citibank.

<sup>6</sup> Publicada el 18 de agosto. Datos recolectados entre el 6 y el 13 de agosto.

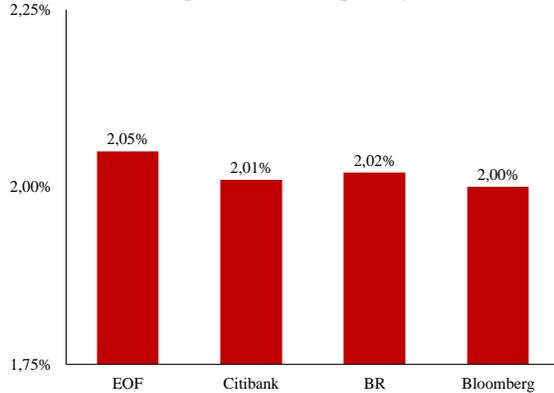
<sup>7</sup> Datos al 24 de agosto.

<sup>8</sup> Recibidas el 25 y 24 de agosto, respetivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el de la encuesta de Citibank. En particular, en esta ocasión Bancolombia no realizó ninguna recomendación en la encuesta de Citi mientras que en la de Anif recomendó un recorte de 25 p.b, y JP Morgan recomendó un recorte de 25 p.b. en la encuesta de Citi y uno de 50 p.b. en la de Anif..

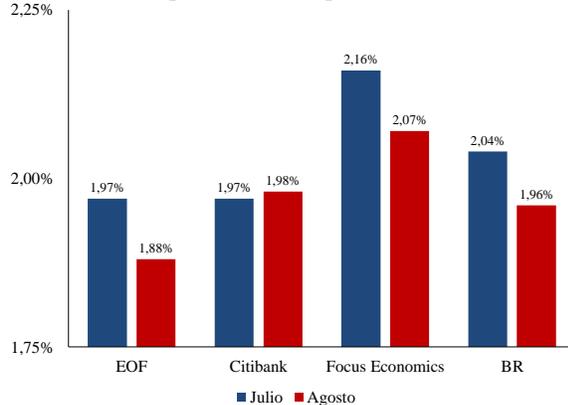
BBVA recomendó un recorte de 50 p.b. en la encuesta de Anif y en la encuesta de Citibank indicó uno de 25 p.b. p.b; y Ultraserfinco recomendó un recorte de 25 p.b. en la encuesta de Anif y en la encuesta de Citibank indicó uno de 50 p.b. p.b.

En los Gráficos 23 y 24 se muestran las expectativas sobre la TPM para las reuniones de agosto y diciembre de 2020. En estas se observa que: *i*) la mayoría de agentes espera un recorte de 25 p.b. durante la reunión de agosto; y *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2020 se redujo de 2,04% a 1,97%.

**Gráfico 23.** Expectativas TPM para agosto de 2020



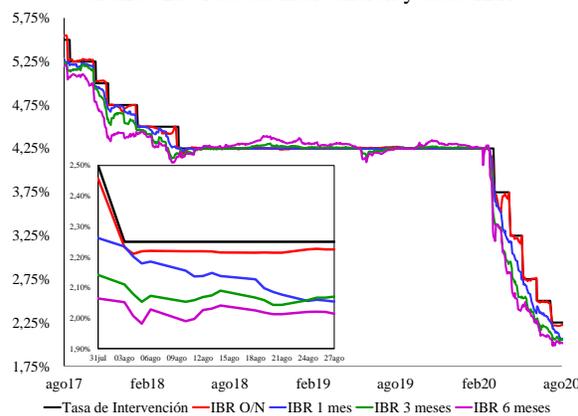
**Gráfico 24.** Expectativas TPM para diciembre de 2020



**Fuente:** Encuesta de Opinión Financiera (EOF), *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 18 de agosto con encuestas recolectadas entre el 6 y el 13 del mismo mes. La encuesta de *Citibank* se publicó el 24 de agosto. La encuesta del BR se realizó entre el 10 y el 12 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 11 de agosto, con encuestas entre el 4 y el 9 de este mismo mes.

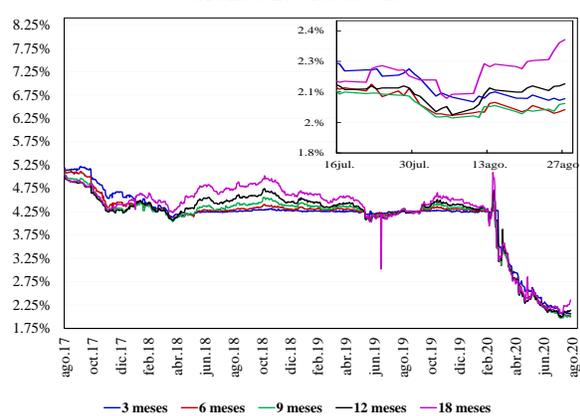
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 25 muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de julio de 2020, donde se redujo la TPM en 25 p.b, la tasa O/N, a 1, 3 y 6 meses se redujo 23 p.b, 3p.b, 3 p.b. y 1 p.b, respectivamente. Desde entonces estas tasas han disminuido 1 p.b, 18 p.b, 4 p.b. y 4 p.b. Así, el 27 de agosto las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 2,23%, 2,05%, 2,07% y 2,01%, respectivamente.

**Gráfico 25.** Tasa de intervención y tasas IBR



**Fuente:** BR. Cálculos: BR.

**Gráfico 26.** Tasas OIS

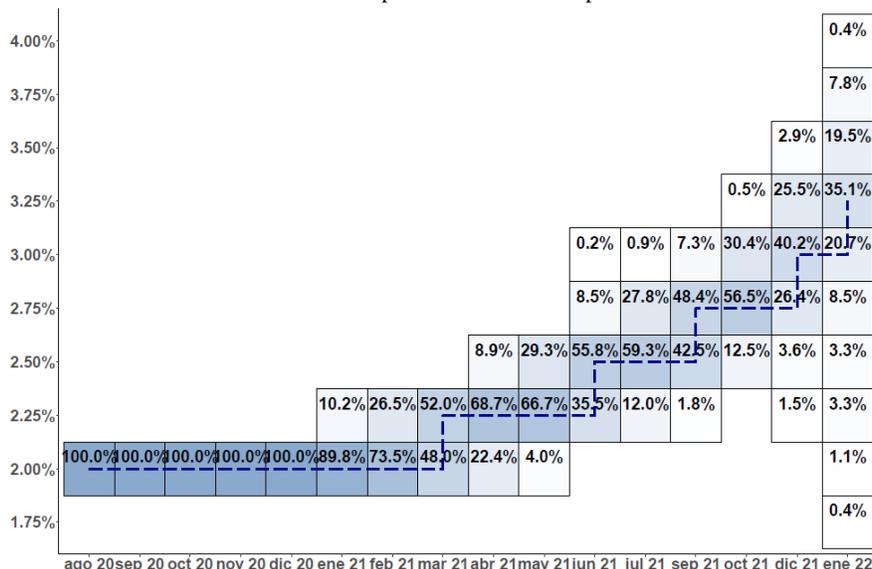


**Fuente:** BR. Cálculos: BR.

Desde el día posterior a la reunión de la JDBR y hasta conocerse el dato de inflación, las tasas OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses se redujeron 9 p.b, 5p.b, 6 p.b. 8 p.b, y 1 p.b, respectivamente. Después de conocerse el dato de inflación, las tasas han aumentado 1 p.b, 2 p.b, 7 p.b, 14 p.b. y 20 p.b, respectivamente (Gráfico 26). De acuerdo con estimaciones del DOAM a partir de las tasas de la curva OIS al 27 de agosto, se espera una reducción de 25 p.b. de la TPM en la reunión de agosto de 2020. A partir de ese punto la TPM permanecería inalterada hasta marzo de 2021, en donde el escenario más probable es un aumento de 25 p.b. Este aumento se repetiría en las reuniones de junio, septiembre, diciembre de 2021 y enero de 2022 (Gráficos 27, 28 y Anexo 6).

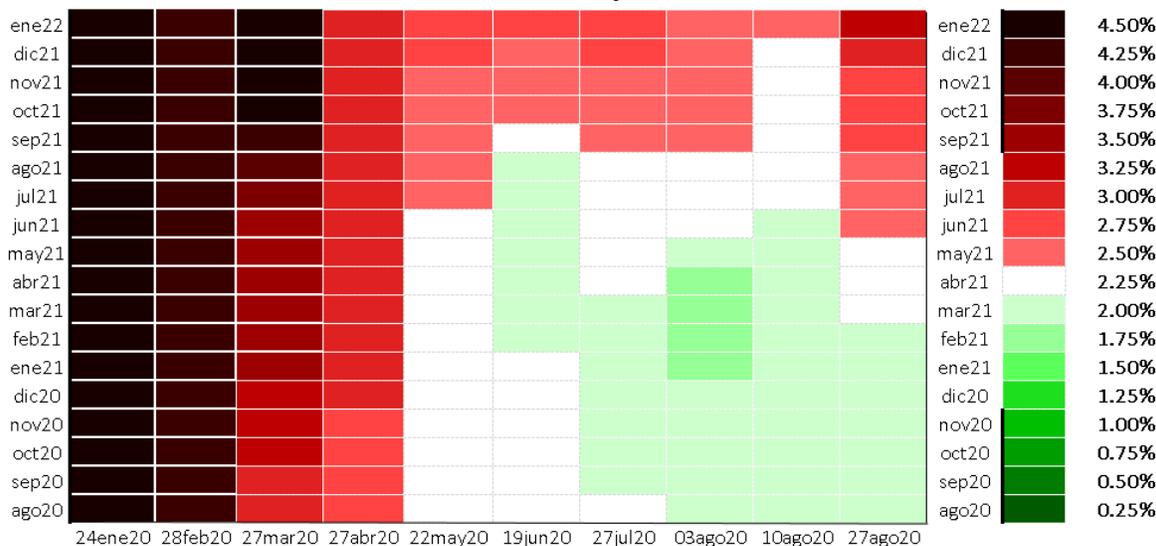
En el Gráfico 28 se observa que antes de la publicación del dato de inflación se esperaban dos recortes de 25 p.b. cada uno en las reuniones de agosto y enero de 2021. Tras la publicación de esta cifra, las expectativas se ajustaron de tal forma que el mercado sólo anticipa una reducción de 25 p.b. en agosto. Al 27 de agosto, la senda esperada es aún menos expansiva que aquella estimada con posterioridad a la publicación de la inflación, anticipando la primera subida de 25 p.b. en marzo y otra de igual magnitud en junio de 2020. A partir de ese punto y hasta enero del 2022 se esperan 3 subidas de 25 p.b.

**Gráfico 27.** Tasa de política monetaria implícita – OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos: BR.

**Gráfico 28.** Evolución de expectativas TPM – OIS

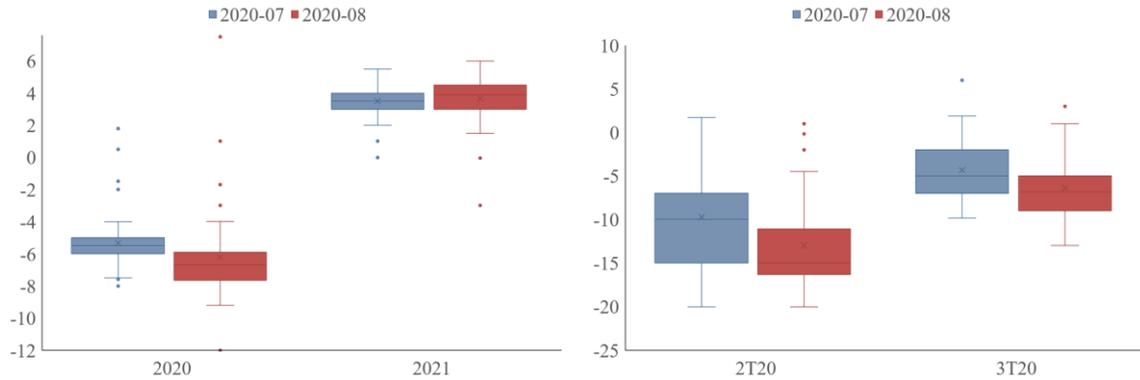


Fuente: Bloomberg. Cálculos: BR.

### Expectativas de crecimiento económico

En el Gráfico 29 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para 2020 a -6,7% (ant: -5,5%), 2T20 a -15,0% (ant: -10,0%) y 3T20 a -6,8% (ant: -5,0%), mientras que la aumentaron para 2021 a 3,9% (ant: 3,5%).

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



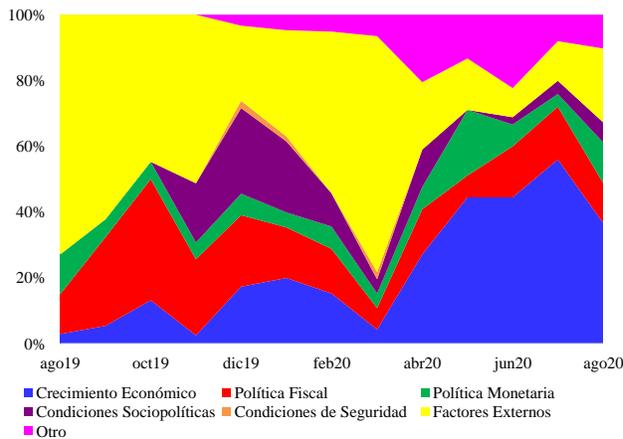
**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** BR. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

El 14 de agosto, posterior a la fecha de recolección de datos de la EOF, el DANE publicó que la economía colombiana se contrajo 15,7% durante el 2T20 frente al mismo trimestre del año anterior, mientras que la cifra desestacionalizada se ubicó en -15,5%. Por otro lado, el DANE revisó al alza la cifra de crecimiento del 1T20 de 1,1% a 1,4%. El 18 de agosto *S&P Global Ratings* redujo su estimación de crecimiento para 2020 de -5% a -6%, y para 2021 de 4,5% a 3%. Por otro lado, el 20 de agosto *Moody's Investor Service* redujo su proyección de crecimiento para 2020 de -5,5% a -7,3%, mientras que para 2021 la aumentó de 4,2% a 5,3%. Por último, el 24 de agosto la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) reiteró su estimación de crecimiento para 2020 de -5,6%. Ese mismo día, *Fitch Ratings* reiteró sus expectativas de contracción de 6,9% durante el 2020 y expansión de 4,9% en 2021.

### 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 28 p.b. (ant: valorizaciones de 3 p.b.)<sup>9</sup>. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana a 5,5% (anterior: valorizaciones de 4,1%).

**Gráfico 30. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión - EOF**



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 37% resaltó el crecimiento económico (ant: 56%), un 23% los factores externos (ant: 12%), un 12% la política fiscal (ant: 16%), otro 12% la política monetaria (ant: 4%), un 10% otros factores (ant: 8%), mientras que el 6% restante mencionó las condiciones sociopolíticas (ant: 4%). Los agentes que respondieron otros factores mencionaron la emergencia sanitaria a raíz de la pandemia del Covid-19 (Gráfico 30).

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

### Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2020 disminuyeron para todos los países de la muestra, excepto para Chile, Brasil y China donde aumentaron, y para EE.UU, Sudáfrica, Turquía, Rusia y Noruega donde se mantuvieron inalteradas. Los datos de inflación de julio se ubicaron por encima de lo esperado por el mercado para todos los países de la muestra, excepto para Argentina y Turquía donde estuvo por debajo, y para México y Rusia donde estuvieron en línea con lo estimado por los analistas. Las expectativas de inflación para diciembre de 2020 aumentaron para Chile, México, India, Costa Rica, Guatemala y Honduras, permanecieron iguales para Perú, EE.UU, Sudáfrica, Rusia, Turquía y Noruega, y disminuyeron para los demás países. En cuanto a las expectativas de TPM para diciembre de 2020, estas se mantuvieron estables para todos los países de la muestra, excepto para México, Perú, Argentina, India y Honduras donde se redujeron, y para China, Costa Rica y Guatemala donde aumentaron. En Colombia, la inflación observada en julio resultó superior a las expectativas del mercado, y de acuerdo con la última encuesta publicada, se redujeron las proyecciones de crecimiento e inflación, y aumentaron levemente las de TPM para diciembre de 2020 (Cuadro 4).

**Cuadro 4. Expectativas macroeconómicas**

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Julio 2020		Esperada a Diciembre 2020		Vigente	Esperada a Diciembre 2020		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2020	
	Esp.	Obs.	Jul. 20	Ago. 20		Jul. 20	Ago. 20	Esp.	Obs.	Jul.20	Ago. 20
<b>Colombia</b>	1,82%	1,97%	1,89%	1,87%	2,25%	1,97%	1,98%	-15,40%	-15,70%	-5,95%	-6,61%
<b>Chile</b>	2,49%	2,50%	2,00%	2,10%	0,50%	0,50%	0,50%	-14,00%	-14,10%	-6,10%	-6,00%
<b>México</b>	3,62%	3,62%	3,10%	3,33%	4,50%	4,24%	4,17%	-18,80%	-18,68%	-8,50%	-9,30%
<b>Perú</b>	1,65%	1,86%	1,02%	1,02%	0,25%	0,25%	0,24%	-3,50%	-30,20%	-10,49%	-11,70%
<b>Brasil</b>	2,30%	2,31%	1,78%	1,67%	2,00%	2,00%	2,00%	-0,30%	-0,25%	-5,95%	-5,52%
<b>Ecuador</b>	n.d.	-0,54%	-0,15%	-0,20%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2,40%	-8,10%	-8,58%
<b>Argentina</b>	42,70%	42,40%	42,24%	41,30%	38,00%	38,68%	38,56%	-5,40%	-5,40%	-10,96%	-11,30%
<b>EE.UU.</b>	0,70%	1,00%	1,00%	1,00%	0% - 0,25%	0,25%	0,25%	-32,50%	-32,90%	-5,00%	-5,00%
<b>India</b>	6,26%	6,93%	3,67%	3,73%	4,00%	3,60%	3,51%	1,60%	3,10%	-2,73%	-4,00%
<b>Sudáfrica</b>	3,00%	3,20%	3,30%	3,30%	3,50%	3,35%	3,35%	-0,90%	-0,10%	-8,00%	-8,00%
<b>China</b>	2,60%	2,70%	2,97%	2,80%	2,20%	1,76%	1,91%	2,40%	3,20%	1,46%	1,52%
<b>Rusia</b>	3,40%	3,40%	3,30%	3,30%	4,25%	3,95%	3,95%	-9,60%	-8,50%	-4,80%	-4,80%
<b>Turquía</b>	12,00%	11,76%	11,40%	11,40%	8,25%	8,35%	8,35%	4,90%	4,54%	-4,00%	-4,00%
<b>Noruega</b>	1,20%	1,30%	1,20%	1,20%	0,00%	0,00%	0,00%	-6,30%	-6,30%	-4,40%	-4,40%
<b>Costa Rica</b>	n.d.	-0,17%	0,64%	0,76%	0,75%	0,56%	0,60%	n.d.	0,50%	-3,74%	-4,24%
<b>El Salvador</b>	n.d.	-0,10%	0,14%	-0,03%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,80%	-4,80%	-5,70%
<b>Guatemala</b>	n.d.	2,88%	2,36%	2,40%	1,75%	1,31%	1,45%	n.d.	0,70%	-2,46%	-2,82%
<b>Honduras</b>	n.d.	3,10%	2,54%	2,71%	3,75%	4,25%	2,75%	n.d.	-1,50%	-4,18%	-4,39%
<b>Panamá</b>	n.d.	n.d.	-0,31%	-0,50%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,40%	-3,80%	-5,34%
<b>Paraguay</b>	n.d.	1,10%	1,67%	1,63%	0,75%	0,75%	0,75%	n.d.	5,20%	-1,99%	-2,77%

**Colombia:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por *Citibank* el 24 de agosto.

**Chile:** Expectativas extraídas de la encuesta enviada por el Banco Central de Chile el 4 de agosto con plazo máximo de recepción al 10 de este mes.

**Brasil:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 17 de Agosto.

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

**EE.UU, Sudáfrica, Rusia, Turquía & Noruega:** Expectativas extraídas de *Bloomberg*. **México, Perú, Ecuador, Argentina, India, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá & Paraguay:** Expectativas extraídas de la encuesta de *Focus Economics* de julio.

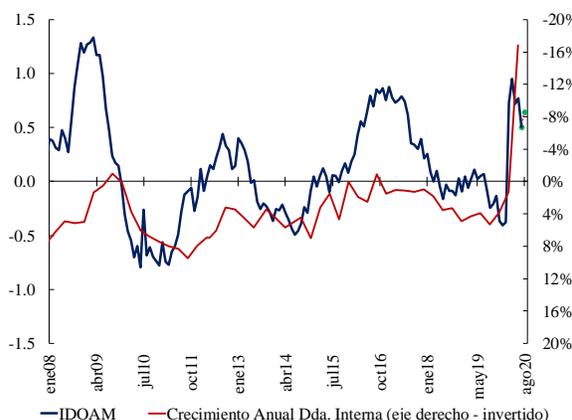
\* Los datos corresponden a la información observada del 2T20 con respecto al 2T19, excepto para Brasil, Ecuador, Argentina, India, Sudáfrica, Turquía, Noruega, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay, cuya información corresponde al 120. Para EE.UU, el dato del trimestre es anualizado respecto al trimestre inmediatamente anterior. Para Noruega, el dato corresponde a la variación trimestral sin anualizar. \*\* Los datos esperados de inflación y PIB que se publican junto a la cifra observada se extraen de *Bloomberg*.

### 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Entre junio y julio, tal como se observó en la versión preliminar de este índice, con datos definitivos el IDOAM disminuyó ante la reducción en la volatilidad de los mercados accionario y de deuda pública, el menor margen entre las tasas activas y las de los TES para la cartera preferencial, la mejoría en los indicadores de confianza comercial e industrial, así como la menor incertidumbre en torno a la inflación en el mediano plazo (Gráfico 31 y Anexo 7). Con datos preliminares para agosto

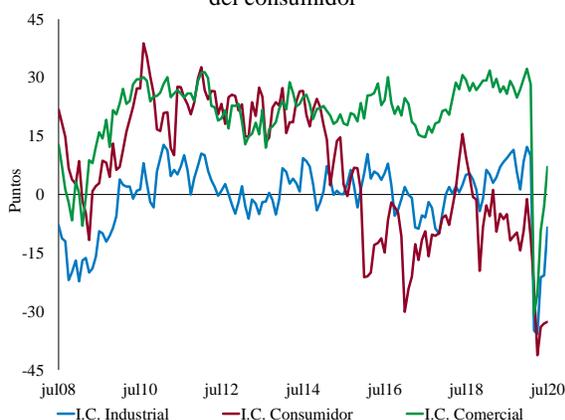
(EOF<sup>10</sup>, volatilidades<sup>11</sup> y márgenes crediticios<sup>12</sup>) este indicador aumentó reflejando el mayor margen entre las tasas activas y las de los TES para las carteras de tesorería y consumo, la mayor volatilidad del mercado accionario, y el menor crecimiento e inflación esperados según la EOF.

**Gráfico 31.** Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



Fuente: 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 32.** Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor



Fuente: Fedesarrollo.

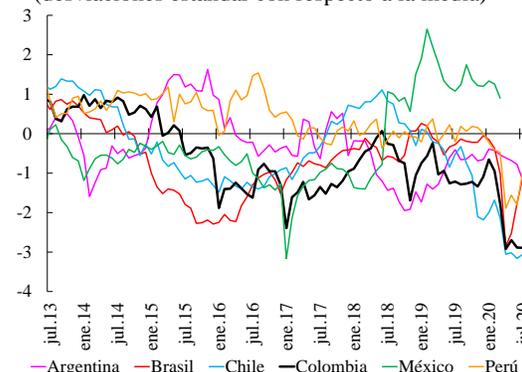
En julio, la confianza de los consumidores (obs: -32,7%; esp: -27,5%; ant: -33,1%) presentó una leve mejora frente a junio, pero continuó en terreno negativo y se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado. Esta mejora estuvo explicada por una mejor percepción de las condiciones económicas (obs: -59,9%; ant: -63,6%), lo que compensó el deterioro de las expectativas del consumidor a 12 meses (obs: -14,6%; -12,7%). Por el contrario, la serie desestacionalizada se redujo ligeramente al pasar de -38,41% a -38,49% (Gráfico 33). Por otro lado, la confianza de los industriales (obs: -8,5%; ant: -20,8%) y comerciantes (obs: 7,1%; ant: -3,0%) presentó una recuperación parcial y volvió a terreno positivo durante julio. En el caso de la confianza industrial, esto se dio como consecuencia de un mayor volumen de pedidos y expectativas de una mayor producción para el próximo trimestre; mientras que la mejora de la confianza comercial se explicó por una reducción del nivel de existencias y expectativas de una mejor situación económica para el próximo semestre (Gráfico 32).

Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento de las ventas al por menor y producción manufacturera de junio. Las ventas al por menor (obs: -14,2%; esp: -12,0%; ant: -26,8%) se contrajeron menos de lo observado el mes anterior pero más de lo esperado por el mercado. Por su parte, la producción manufacturera (obs: -9,9%; esp: -15,0%; ant: -26,2%) se contrajo menos frente a lo observado en mayo y a lo anticipado por los analistas.

El Gráfico 33 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media histórica en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados).

Entre junio y julio mejoraron los indicadores de Brasil, Chile y Perú, al tiempo que desmejoraron

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



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

<sup>10</sup> Recibida el 18 de agosto.

<sup>11</sup> Datos al 21 de agosto.

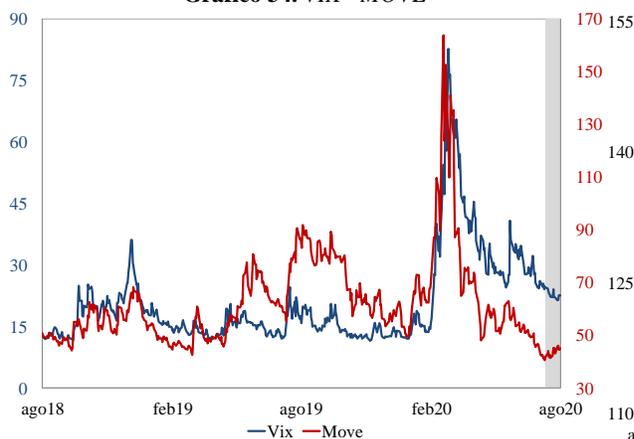
<sup>12</sup> Datos al 14 de agosto.

los de los demás países. El indicador de México<sup>13</sup> es el único que se ubica por encima de su media histórica.

Por su parte, la percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*<sup>14</sup> y el *Vstox*<sup>15</sup> continuó disminuyendo, aunque se mantuvo en niveles históricamente altos. Lo anterior en un contexto de datos económicos favorables en países desarrollados, menor número de casos nuevos de Covid-19 en EE.UU. y avances en la vacuna contra el virus. Por su parte, el *Skew*<sup>16</sup> también disminuyó durante la mayor parte del mes, pero presentó un repunte durante la última semana luego que aumentarían los casos de Covid-19 en Europa y aumentarían las tensiones entre EE.UU. y China.

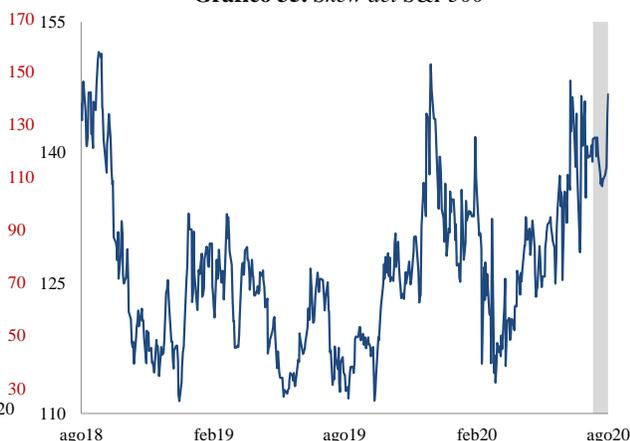
En cuanto al *Move*<sup>17</sup>, este aumentó durante este periodo, aunque se mantuvo en niveles históricamente bajos ante la expectativa de que la Reserva Federal mantenga el rango de las tasas de los Fondos Federales en el nivel actual por lo menos hasta 2022. Finalmente, los CDS a cinco años y los EMBI de los países de la región continuaron disminuyendo durante este periodo (Gráficos 34 y 35; Anexo 8).

**Gráfico 34. VIX - MOVE**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 35. Skew del S&P500**



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

<sup>13</sup> Salvo el indicador para México el cual, por la emergencia sanitaria, canceló la publicación de resultados de la Encuesta Nacional Sobre Confianza del Consumidor del periodo de mayo a agosto de 2020.

<sup>14</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

<sup>15</sup> El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>16</sup> 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.

<sup>17</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

#### 4. RECUADROS/ANEXOS

##### Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 24 de agosto		
Empresa	Estimación	Fecha
1 4CAST/Continuum Economics	2,00%	16/08/2020
2 Alianza Valores	2,00%	21/08/2020
3 Banco Agrario de Colombia	2,00%	21/08/2020
4 Barclays Capital	2,00%	21/08/2020
5 BNP Paribas	2,00%	20/08/2020
6 Casa de Bolsa	2,00%	13/08/2020
7 Pantheon Macroeconomics Ltd	2,00%	24/08/2020
8 Positiva Compañía de Seguros	2,00%	13/08/2020
9 Scotia Capital	2,00%	20/08/2020
10 UBS Securities	2,00%	21/08/2020
Tasa	Obs.	Prob.
2,00%	10	100%
Tasa esperada ponderada	<b>2,00%</b>	

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza	2.00%	2.00%
Anif	2.00%	2.00%
Asobancaria	2.00%	2.00%
Axa Colpatria	2.00%	2.00%
Banco Agrario	2.00%	2.00%
Banco Davivienda	2.00%	2.00%
Banco de Bogotá	2.00%	2.00%
Banco de Occidente	2.00%	2.00%
Banco Popular	2.25%	2.00%
BBVA	2.00%	2.00%
BTG Pactual	2.25%	2.00%
Camacol	2.00%	2.00%
Casa de Bolsa	2.00%	2.00%
CEDE	2.00%	1.75%
Citibank	2.00%	2.00%
Colfondos	2.00%	2.00%
Continuum Economics	2.00%	2.00%
Corficolombiana	2.00%	2.00%
Credicorp Capital	2.00%	2.00%
Fidubogotá	2.00%	2.00%
Fiduoccidente	2.00%	2.00%
Fiduprevisora	2.00%	2.00%
Grupo Bancolombia	2.00%	2.00%
Itaú	2.00%	2.00%
JP Morgan	2.00%	2.00%
Moodys Economy	2.00%	2.00%
Positiva	2.00%	2.00%
Scotiabank Colpatria	2.00%	2.00%
Skandia	2.00%	2.00%
XP Securities	2.00%	2.00%
<b>Promedio</b>	<b>2.02%</b>	<b>1.99%</b>
Mediana	2.00%	2.00%
STDV	0.06%	0.05%
Máximo	2.25%	2.00%
Mínimo	2.00%	1.75%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
1.50%	0%	0
1.75%	3%	1
2.00%	97%	29
2.25%	0%	0
2.50%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>30</b>

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
1.50%	0%	0
1.75%	0%	0
2.00%	93%	28
2.25%	7%	2
2.50%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>30</b>

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

<b>Participantes</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Alianza	1.72%	3.46%
Anif	1.71%	3.02%
Asobancaria	1.75%	2.51%
Axa Colpatría	2.10%	2.90%
Banco Agrario	1.82%	2.96%
Banco Davivienda	1.88%	3.22%
Banco de Bogotá	1.74%	2.70%
Banco de Occidente	1.65%	3.00%
BBVA	1.86%	2.76%
BTG Pactual	1.90%	2.70%
Casa de Bolsa	1.80%	3.00%
Citi	1.70%	2.50%
Colfondos	1.89%	2.79%
Continuum Economics	2.65%	2.94%
Corficolombiana	1.80%	3.00%
Credicorp Capital	1.50%	2.30%
Fidubogotá	1.67%	2.78%
Fiduoccidente	1.65%	
Fiduprevisora	2.05%	3.39%
Grupo Bancolombia	1.50%	2.30%
Itaú	2.00%	3.00%
JP Morgan	1.74%	2.69%
Moodys Economy	2.10%	3.00%
Skandia	1.80%	2.90%
Positiva	2.40%	3.00%
Scotiabank Colpatría	1.99%	2.96%
XP Securities	2.00%	3.10%
<b>Promedio</b>	<b>1.87%</b>	<b>2.88%</b>
Mediana	1.80%	2.95%
STDV	0.25%	0.28%
Máximo	2.65%	3.46%
Mínimo	1.50%	2.30%

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

Encuestas realizadas entre el 4 y el 9 de julio

Empresa		Estimación 2020	Estimación 2021	
1	Banco Davivienda	2,25%	-	-
2	Barclays Capital	2,25%	-	-
3	BBVA Research	2,00%	2,00%	2,00%
4	Capital Economics	1,75%	1,75%	1,75%
5	Citigroup Global Mkts	2,00%	2,00%	2,00%
6	Corficolombiana	2,00%	2,00%	2,00%
7	Credicorp Capital	1,75%	1,75%	1,75%
8	Credit Suisse	2,25%	3,00%	3,00%
9	EIU	2,00%	2,00%	2,00%
10	Fedesarrollo	2,00%	-	-
11	Fitch Solutions	2,25%	2,50%	2,50%
12	Goldman Sachs	2,25%	2,25%	2,25%
13	HSBC	2,00%	2,75%	2,75%
14	Itaú Unibanco	2,00%	2,00%	2,00%
15	JPMorgan	2,00%	-	-
16	Moody's Analytics	2,25%	4,00%	4,00%
17	Oxford Economics	2,25%	2,50%	2,50%
18	Pezco Economics	2,00%	2,50%	2,50%
19	Positiva Compañía de Seguros	2,00%	3,25%	3,25%
20	Scotiabank	2,00%	3,00%	3,00%
21	Société Générale	2,00%	-	-
22	UBS	2,25%	2,75%	2,75%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,75%	2	9,1%	2	11,8%
2,00%	12	54,5%	5	29,4%
2,25%	8	36,4%	1	5,9%
2,50%	0	0,0%	3	17,6%
2,75%	0	0,0%	2	11,8%
3,00%	0	0,0%	2	11,8%
3,25%	0	0,0%	1	5,9%
4,00%	0	0,0%	1	5,9%
<b>Media</b>		<b>2,07%</b>		<b>2,47%</b>
<b>Mediana</b>		<b>2,00%</b>		<b>2,50%</b>

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

**Encuestas realizadas entre el 4 y el 9 de julio**

<b>Empresa</b>		<b>Estimación 2020</b>		<b>Estimación 2021</b>	
1	AGPV	2,20%		3,00%	
2	Banco Davivienda	1,83%		-	
3	Bancolombia	1,50%		-	
4	Barclays Capital	1,69%		3,20%	
5	BBVA Research	1,86%		2,76%	
6	Citigroup Global Mkts	1,70%		2,50%	
7	Corficolombiana	1,80%		3,00%	
8	Credicorp Capital	1,56%		2,32%	
9	Credit Agricole	2,90%		3,00%	
10	Credit Suisse	2,70%		3,20%	
11	EIU	1,10%		4,30%	
12	Fedesarrollo	2,00%		-	
13	Fitch Solutions	2,96%		3,18%	
14	Goldman Sachs	1,70%		3,00%	
15	HSBC	2,90%		2,70%	
16	Itaú Unibanco	2,00%		3,00%	
17	JPMorgan	1,60%		2,70%	
18	Moody's Analytics	2,80%		3,34%	
19	Oxford Economics	1,88%		2,43%	
20	Pezco Economics	2,20%		2,60%	
21	Polinomics	2,50%		3,00%	
22	Positiva Compañía de Seguros	2,40%		3,00%	
23	S&P Global	2,50%		3,50%	
24	Scotiabank	1,90%		3,10%	
25	Torino Capital	3,11%		1,59%	
26	UBS	2,24%		3,07%	
<b>Tasa</b>		<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
1,00% - 1,25%		1	3,85%	0	0,00%
1,50% - 1,75%		6	23,08%	1	4,35%
1,75% - 2,00%		5	19,23%	0	0,00%
2,00% - 2,25%		5	19,23%	0	0,00%
2,25% - 2,50%		1	3,85%	2	8,70%
2,50% - 2,75%		3	11,54%	4	17,39%
2,75% - 3,00%		4	15,38%	1	4,35%
3,00% - 3,25%		1	3,85%	12	52,17%
3,25% - 3,50%		0	0,00%	1	4,35%
3,50% - 3,75%		0	0,00%	1	4,35%
4,25% - 4,50%		0	0,00%	1	4,35%
<b>Media</b>		<b>2,14%</b>		<b>2,93%</b>	
<b>Mediana</b>		<b>2,00%</b>		<b>3,00%</b>	

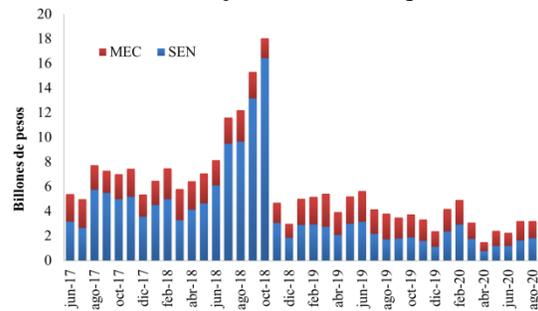
## Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de julio, en la cual la tasa de referencia se redujo 25 p.b. a 2,25%, tal como lo anticipaba el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -1 p.b., -5 p.b. y -8 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 1 p.b., 10 p.b. y 0 p.b. para estos mismos plazos.

El Dane publicó el 5 de agosto la variación del índice de precios al consumidor en julio, ubicándose en 0,00% mes a mes. Dicho resultado fue superior al dato de la encuesta del BR (-0,13%) y a las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (-0,15%). Este dato fue inferior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2019 (0,22%). La variación anual fue de 1,97% (esp: 1,82%). Entre el 5 y el 6 de agosto las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 9 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 -15 p.b., -8 p.b. y -6 p.b. para estos mismos plazos.

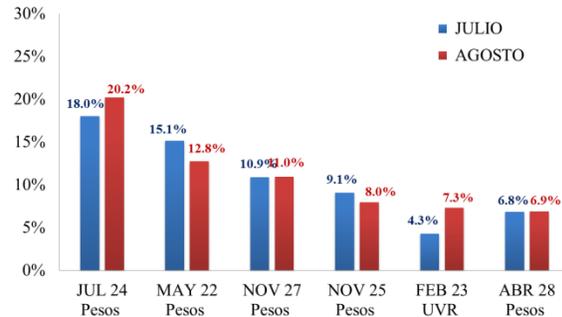
En lo corrido del mes de agosto, el monto promedio diario negociado ha sido \$3,21 billones, superior al observado el mes anterior (\$3,19 billones) e inferior al registrado en agosto de 2019 (\$3,80 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos más transados han sido aquellos en pesos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 18,0% a 20,2%, seguidos por aquellos denominados en pesos que vencen en mayo de 2022, cuya participación disminuyó de 15,1% a 12,8% (Gráfico A2.3).

**Gráfico A2.2.** Monto promedio diario negociado de TES



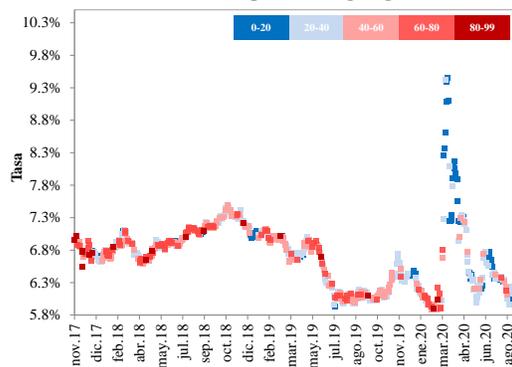
**Fuente y Cálculos:** Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 21 de Agosto del 2020.

**Gráfico A2.3.** TES más transados



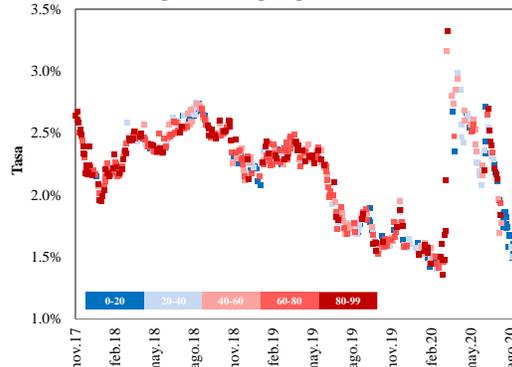
**Fuentes:** SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. \* Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

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



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

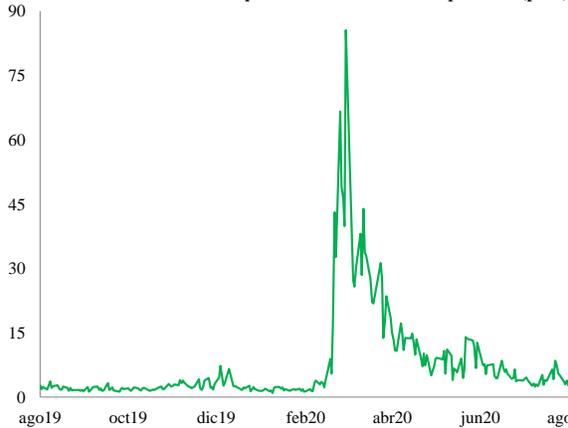
**Gráfico A2.5.** Tasa cero cupón TUVT 2023 y volumen Negociación por percentiles



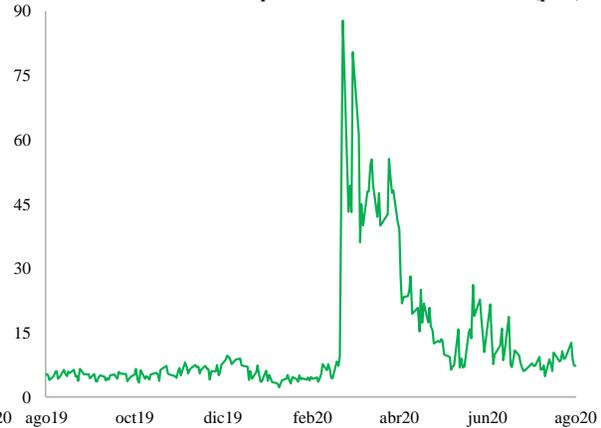
**Fuentes:** SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.

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

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



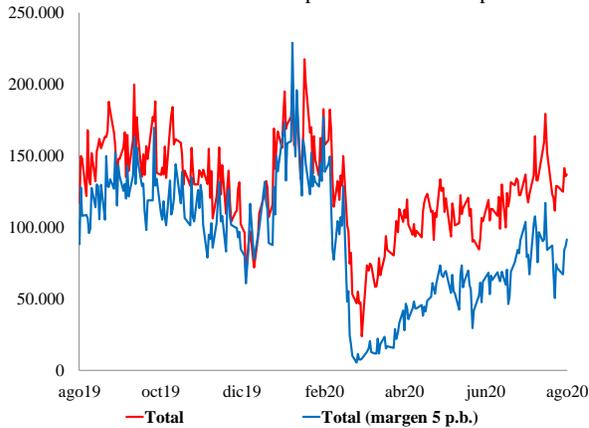
**Gráfico A2.7.** Bid-Ask spread de los TES en UVR\* (p.b.)



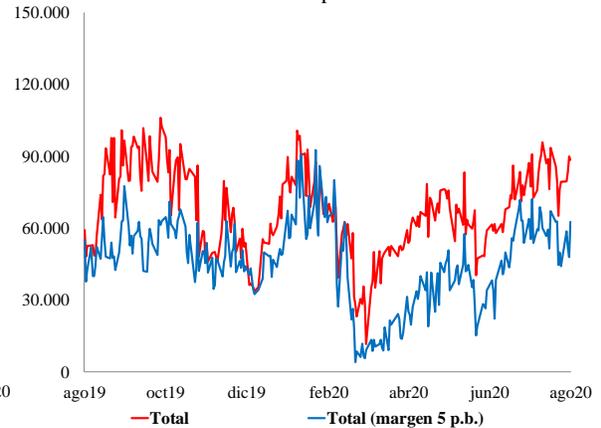
**Fuente y Cálculos:** Banco de la República. \*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran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

Frente a lo observado en julio, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio en lo corrido de agosto aumentó levemente y se mantuvo por encima de los niveles observados antes de marzo. Al 21 de agosto el BAS promedio se ubicó en 4,7 p.b. y 8,8 p.b para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles de 4,6 p.b. y 8,6 p.b. observados durante julio (Gráficos A2.6 y A2.7). Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES denominados en pesos y UVR aumentó en \$11,7 mm y \$4,8 mm, en su orden (Gráficos A.8 y A2.9).

**Gráfico A2.8.** Profundidad promedio TES en pesos\*



**Gráfico A2.9.** Profundidad promedio TES en UVR\*

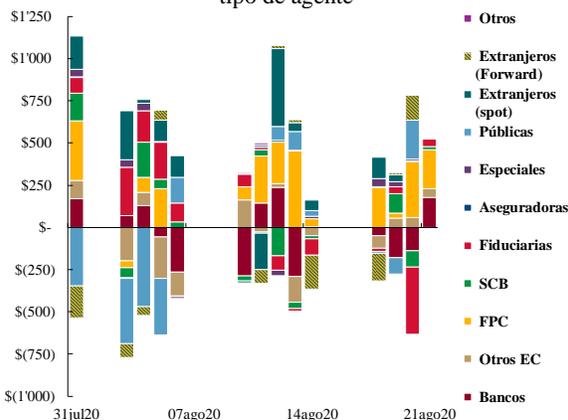


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República. \* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el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

### **Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local**

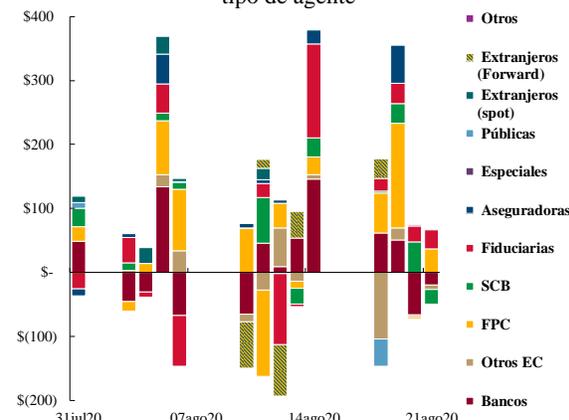
Desde el 31 de julio, los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$2286 mm), los inversionistas extranjeros (\$1079 mm) y los FIC a través de sociedades fiduciarias (\$612 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (\$678 mm), los bancos comerciales (\$502 mm) y las corporaciones financieras (\$463 mm). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR fueron los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$322 mm) y los bancos comerciales (\$205 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 2020 (al 21 de agosto) los inversionistas extranjeros han realizado compras netas en el mercado de contado de TES en pesos por \$1511 mm y ventas netas de TES UVR por \$661 mm. Desde el 31 de julio, compraron en neto TES en pesos por \$3 mm, \$36 mm y \$1041 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES UVR por \$5 mm en el tramo medio y compraron \$79 mm en el tramo largo.

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

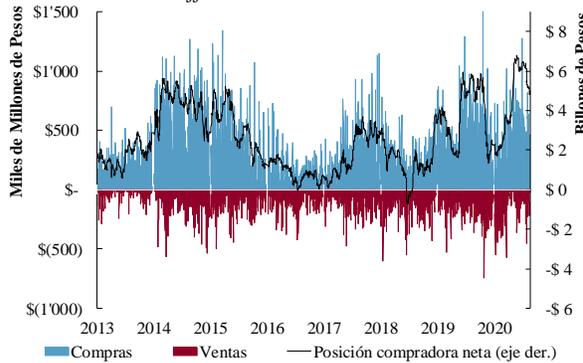
	Corrido del 2020	Corrido del 2020	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	8'977	(668)	(1'415)	998	(85)	(502)	100	193	(88)	205
Compañía de Financiamiento Comercial	4	(1)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	99	648	(132)	50	(380)	(463)	(0)	7	(32)	(25)
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>	<b>9'079</b>	<b>(21)</b>	<b>(1'547)</b>	<b>1'048</b>	<b>(465)</b>	<b>(964)</b>	<b>100</b>	<b>201</b>	<b>(121)</b>	<b>180</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(3)	(1)	(58)	(24)	7	(74)	-	-	-	-
Terceros	8'508	(609)	1'002	90	1'194	2'286	(6)	(515)	950	429
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>	<b>8'505</b>	<b>(610)</b>	<b>944</b>	<b>67</b>	<b>1'201</b>	<b>2'211</b>	<b>(6)</b>	<b>(515)</b>	<b>950</b>	<b>429</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	288	195	(9)	8	(27)	(28)	22	83	24	129
Terceros	118	(168)	1	51	36	88	0	42	(4)	38
Extranjeros	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>	<b>406</b>	<b>27</b>	<b>(8)</b>	<b>59</b>	<b>9</b>	<b>60</b>	<b>22</b>	<b>125</b>	<b>20</b>	<b>167</b>
Sociedades Fiduciarias										
Propia	(28)	46	1	4	6	11	(1)	4	-	3
Terceros	3'479	431	538	(112)	1'006	1'432	(113)	180	162	230
Extranjeros***	1'510	(661)	3	36	1'041	1'079	-	(5)	79	74
FIC	2'967	132	524	33	55	612	(94)	151	27	83
Pasivos Pensionales	(886)	91	7	(253)	(55)	(300)	(4)	4	39	39
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>	<b>3'452</b>	<b>477</b>	<b>539</b>	<b>(109)</b>	<b>1'012</b>	<b>1'442</b>	<b>(114)</b>	<b>184</b>	<b>162</b>	<b>232</b>
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	391	819	(5)	18	-	13	-	5	148	153
Terceros	13	3	-	-	4	4	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	13	3	-	-	4	4	-	-	-	-
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>	<b>404</b>	<b>822</b>	<b>(5)</b>	<b>18</b>	<b>4</b>	<b>17</b>	<b>-</b>	<b>5</b>	<b>148</b>	<b>153</b>
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>	<b>12'767</b>	<b>716</b>	<b>1'470</b>	<b>35</b>	<b>2'225</b>	<b>3'730</b>	<b>(97)</b>	<b>(201)</b>	<b>1'280</b>	<b>982</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	1'523	(29)	47	146	(25)	168	(3)	-	3	-
Total Entidades Públicas****	10'105	6'846	770	(1'229)	(219)	(678)	-	-	(43)	(43)
Otros*****	248	86	11	-	8	19	-	-	3	3
Extranjeros	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>	<b>33'723</b>	<b>7'598</b>	<b>750</b>	<b>-</b>	<b>1'525</b>	<b>2'275</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1'122</b>	<b>1'122</b>

Fuente: BR. Información actualizada al 21 de agosto del 2020. \*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423) y emisiones. \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, 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 20 de agosto, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$5987 mm y ventas por \$1005

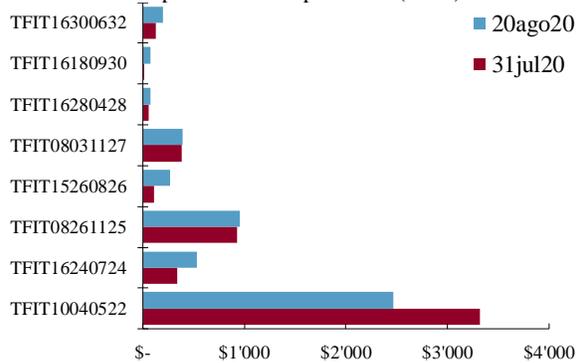
mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$7205 mm y de ventas por \$1898 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$324 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$5298 mm el 31 de julio a \$4974 mm el 20 de agosto del 2020.

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



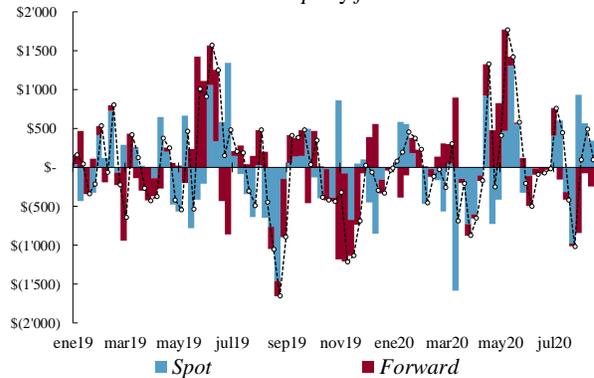
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

**Gráfico A3.4.** Saldo de compras netas *offshore* de TES en pesos en NDF por título (\$mm)



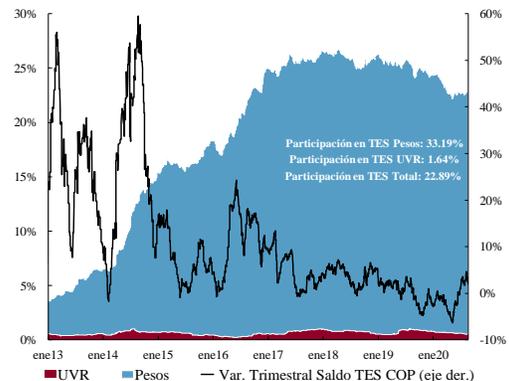
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos.

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



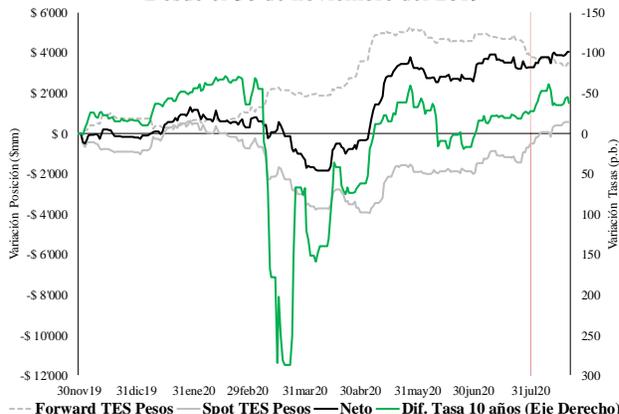
Fuente: Banco de la República. Miles demillones de pesos. Datos semanales.

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



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

**Gráfico A3.7.** Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición netas del *offshore* (*spot* y *Forward*) Desde el 30 de noviembre del 2019



Fuente: Banco de la República. Datos diarios.

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los TES que vencen en 2024, 2025, 2026, 2027, 2028, 2030 y 2032, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2022, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2034 (Gráfico A3.4). En resumen, los inversionistas extranjeros compraron TES en pesos en el mercado de contado por \$1079 mm al tiempo que vendieron en el mercado a futuro \$324 mm, de manera que la posición neta agregada en TES pesos aumentó \$755 mm (Gráfico A3.7).

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5, A3.6 y en el Cuadro A3.2. El

Gráfico A3.5 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros

en los mercados *spot* y *forward* (en el caso de las ventas en el mercado *spot*, estas incorporan vencimientos). El Gráfico A3.6 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro A3.2 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*.

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

	2019			Corrido de 2020			jun-20			jul-20			Corrido de ago-20		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 13'810	\$ 1'177	\$ 14'986	\$ 9'079	\$ (2'726)	\$ 6'354	\$ (811)	\$ 550	\$ (260)	\$ (1'511)	\$ 799	\$ (712)	\$ (964)	\$ 324	\$ (640)
Offshore	\$ (627)	\$ (1'177)	\$ (1'804)	\$ 1'511	\$ 2'726	\$ 4'237	\$ (102)	\$ (550)	\$ (653)	\$ 1'516	\$ (799)	\$ 717	\$ 1'079	\$ (324)	\$ 755

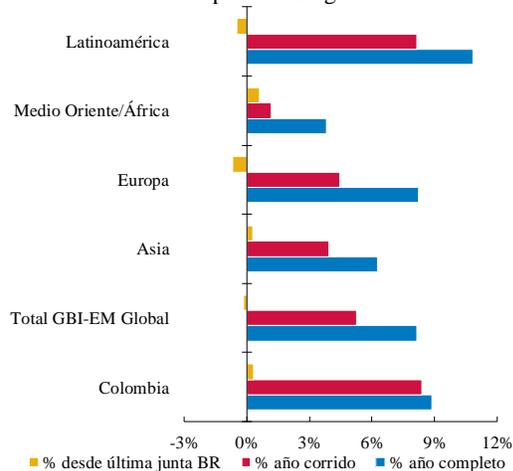
Cifras en miles de millones de Pesos. No tiene en cuenta vencimientos de TES. Información actualizada al 20 y 21 de agosto del 2020 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

Desde la última reunión de la JDBR, la mayoría de los títulos de la región se desvalorizaron en línea con el comportamiento de los *Treasuries*. Por su parte, los títulos de Brasil presentaron las mayores desvalorizaciones, lo cual se explica por: i) la incertidumbre ante la posibilidad de que el gasto público supere los límites fiscales establecidos; y ii) las expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva por parte del Banco Central. En el caso de Perú, la curva se vio afectada por la incertidumbre política luego que el Congreso retira su apoyo al gabinete.

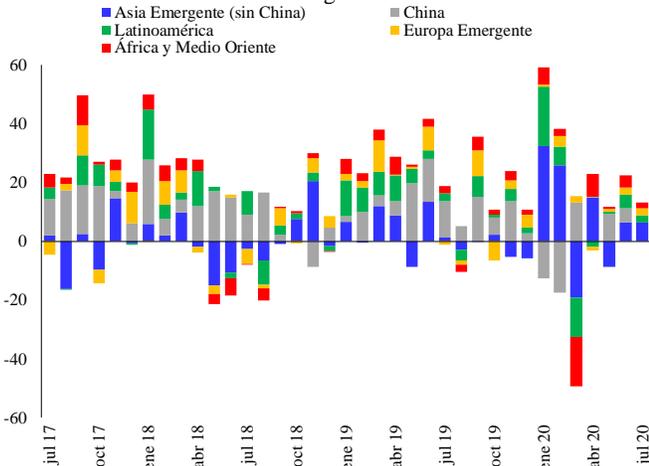
En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>18</sup> (incluyendo Colombia) desde el 31 de julio, en lo corrido de 2020 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR, el indicador aumentó para Medio Oriente/África y Asia y cayó para Europa y Latinoamérica. El índice *Total GBI-EM Global* disminuyó 0,2% y el de Colombia aumentó 0,3%.

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



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

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



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

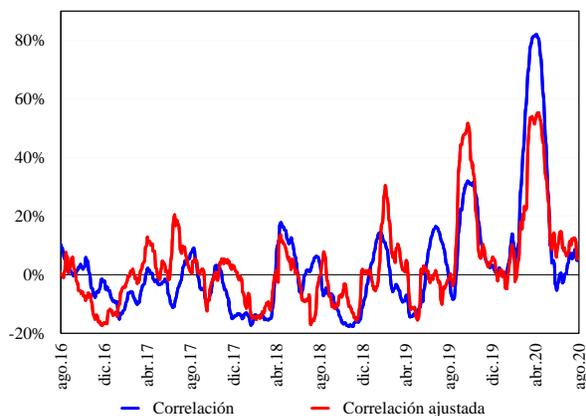
Adicionalmente, el IIF<sup>19</sup> estimó flujos de inversión de portafolio de economías emergentes en julio por US\$15,1 mm, US\$13,2 mm en renta fija y de US\$1,9 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$2,5 mm (Gráfico A4.3).

<sup>18</sup> 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.

<sup>19</sup> Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

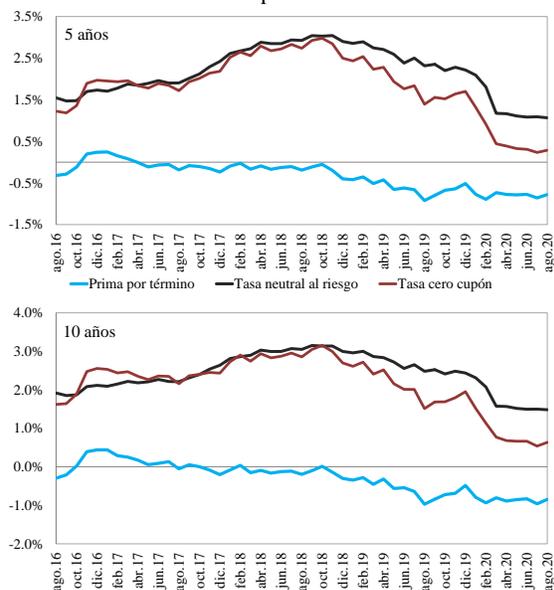
En el Gráfico A4.4 se observa la correlación entre las pendientes de las curvas de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) la cual se mantuvo estable y llegó a un nivel de 4,84% el 21 de agosto. A esta misma fecha, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos -línea roja) disminuyó levemente y se ubicó en 5,57%, lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas por factores idiosincráticos. Por su parte, con los últimos datos disponibles, entre julio y agosto las primas por vencimiento de los *Treasuries* subieron 8 p.b. y 11 p.b. para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,78% y -0,85%, respectivamente. Por otro lado, las tasas neutras al riesgo se mantuvieron estables en 1,12% y 1,53% para los plazos a 5 y 10 años (Gráfico A4.5).

**Gráfico A4.4.** Correlación pendientes región



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

**Gráfico A4.5.** Prima por vencimiento *Treasuries*



Fuente y Cálculos: Fed.

## Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

### Países Desarrollados

Durante este periodo, los bancos centrales de Islandia (1%), Australia (0,25%), Israel (0,1%) y Noruega (0%) decidieron mantener inalteradas sus tasas de interés de referencia. Asimismo, el Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de política monetaria en 0,1% y mantuvo sin cambios el saldo objetivo de su programa de compra de activos en £745.000 millones. Finalmente, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda decidió mantener su tasa de referencia inalterada en 0,25% y optó por expandir el límite de su programa de compra de activos a gran escala (LSAP<sup>20</sup>) de NZ\$60 a NZ\$100 mm<sup>21</sup>.

El Banco de Japón, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza y la Reserva Federal de Estados Unidos, decidieron reducir la frecuencia de sus operaciones de suministro de liquidez en dólares a 7 días de tres veces por semana a solo una vez por semana a partir del 1 de septiembre del año en curso. Dicha decisión se da como resultado de la continua mejoría en las condiciones de financiamiento en esta divisa y una baja demanda en las recientes operaciones de este tipo.

El día 27 de agosto, la Reserva Federal de Estados Unidos actualizó su documento de objetivos de largo plazo y estrategias de política monetaria (*Statement on Longer-Run Goals and Monetary*

<sup>20</sup> Por sus siglas en inglés, *Large Scale Asset Purchases*.

<sup>21</sup> A través del cual comprará en el mercado secundario bonos gubernamentales y bonos de la agencia de financiación del gobierno local (*Local Government Funding Agency*, LGFA) hasta junio de 2022.

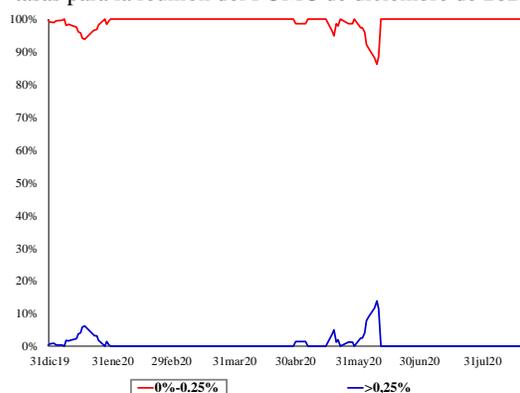
*Policy Strategy*)<sup>22</sup> con el fin de incorporar nuevas herramientas que permitan una mejor adaptación de las determinaciones de política a la coyuntura económica actual, así como mejorar la transparencia, la rendición de cuentas y la eficacia de la política monetaria. En particular, la entidad estableció lo siguiente:

- Se dará prioridad al objetivo de garantizar empleo generalizado e inclusivo, de manera que las determinaciones de política se basarán en "evaluaciones de las deficiencias de empleo desde su nivel máximo", cuando anteriormente se refería a "desviaciones de su nivel máximo". Esta modificación refleja el interés de la Fed por promover un mercado laboral fuerte, "particularmente para muchas comunidades de ingresos bajos y moderados". No obstante, se aclaró que la Fed no establecerá una meta específica sino que permitirá que las condiciones dicten lo que pueda considerarse como pleno empleo.
- En cuanto a la estabilidad de precios, el FOMC ajustó su estrategia para lograr su meta de inflación a largo plazo del 2% indicando que "busca lograr una inflación promedio del 2%". En línea con lo anterior, estableció que "después de períodos en los que la inflación ha estado persistentemente por debajo del 2%, la política monetaria adecuada probablemente apuntará a lograr una inflación moderadamente superior al 2% durante algún tiempo".
- Las actualizaciones reconocen explícitamente los desafíos para la política monetaria que plantea un entorno de tasas de interés persistentemente bajas.

### Países Emergentes

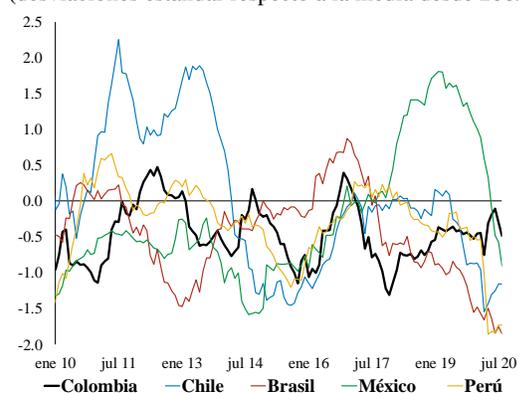
Los bancos centrales de Brasil, Rumania y México recortaron sus tasas de referencia 25 p.b, 25 p.b y 50 p.b a 2%, 1,5% y 4,5%, respectivamente, mientras que los de Guatemala (1,75%), Corea del Sur (0,5%), Hungría (0,6%), Paraguay (0,75%), Tailandia (0,5%), India (4%), República Checa (0,25%), Egipto (9,25%), Indonesia (4%), Turquía (8,25%), Filipinas (2,25%) y Perú (0,25%) las mantuvieron inalteradas. Por su parte, el Banco Popular de China mantuvo la *1-Year Loan Prime Rate* y la *5-Year Loan Prime Rate* en 3,85% y 4,65%, respectivamente.

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



Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

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



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

En el Gráfico A5.2. se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales<sup>23</sup> desde el año 2005. Se puede observar que en agosto<sup>24</sup> disminuyeron las de Colombia, Brasil y México al

<sup>22</sup> Que articula su enfoque de política monetaria y sirve como base para sus acciones de política.

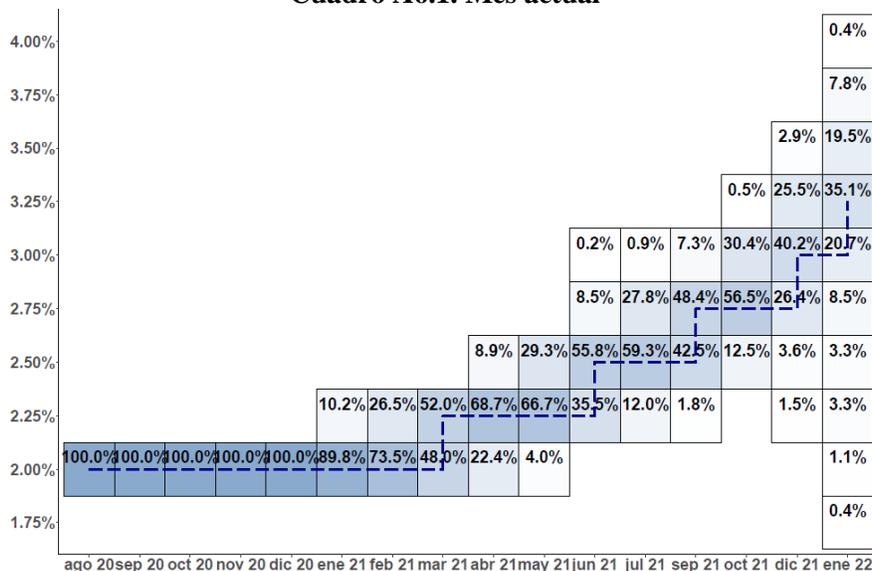
<sup>23</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

<sup>24</sup> Información al 23 de julio con datos de inflación núcleo de junio.

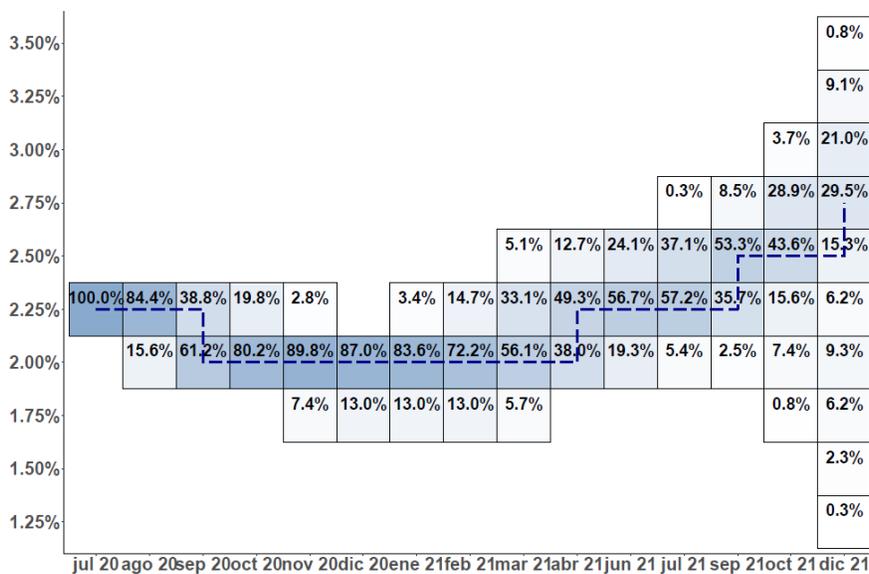
tiempo que, con los últimos datos disponibles, estas no han presentado variaciones para los demás países. Además, en todos los países analizados estas se ubican por debajo de sus medias históricas<sup>25</sup>.

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

**Cuadro A6.1. Mes actual**



**Cuadro A6.2. 27 de julio de 2020**



<sup>25</sup> Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,47%; Chile 0,80%; Brasil 4,96%, México 1,94 y Perú 0,65%.

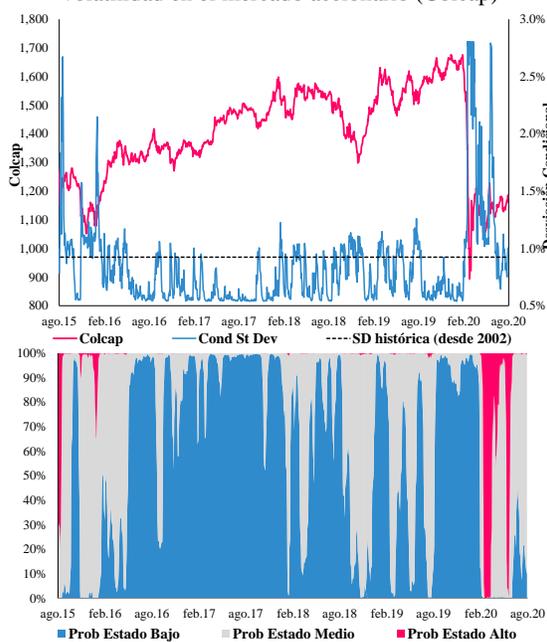
### Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 41% de los agentes encuestados espera que se mantenga igual (ant: 39%), el 35% espera que disminuya (ant: 26%), mientras que el 25% restante espera que aumente (ant: 35%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 45% espera que aumente (ant: 34%), un 29% que permanezca estable (ant: 38%) y un 16% que disminuya (ant: 16%)<sup>26</sup>.

Con información al 14 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 al mes anterior de 115 p.b, -37 p.b. y 61 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El margen para la cartera preferencial reflejó las mayores valorizaciones de las tasas activas frente a las de los TES (activas -37 p.b. versus TES -12 p.b.), mientras que el de las carteras de tesorería y de consumo reflejó el incremento en las tasas activas y la caída de las de los TES (activas +104 p.b. versus TES -13 p.b. en la cartera de tesorería y activas +50 p.b. versus TES -12 p.b. en la cartera de consumo).

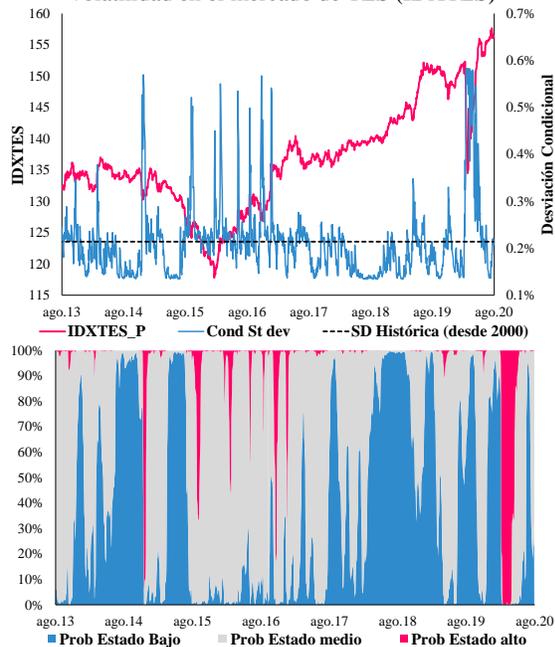
Entre el 31 de julio y el 24 de agosto de 2020 el COLCAP se valorizó 6,2%. Las acciones que tuvieron el mejor desempeño durante el periodo fueron Cementos Argos (28,4%), Cemex (19,2%) y Preferencial Cementos Argos (17,5%). En lo corrido de agosto, la volatilidad promedio del mercado accionario subió frente a los niveles observados el mes anterior y al 21 de agosto el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1). De manera similar, la volatilidad en el mercado de TES aumentó y el escenario más probable es el estado de volatilidad medio (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)



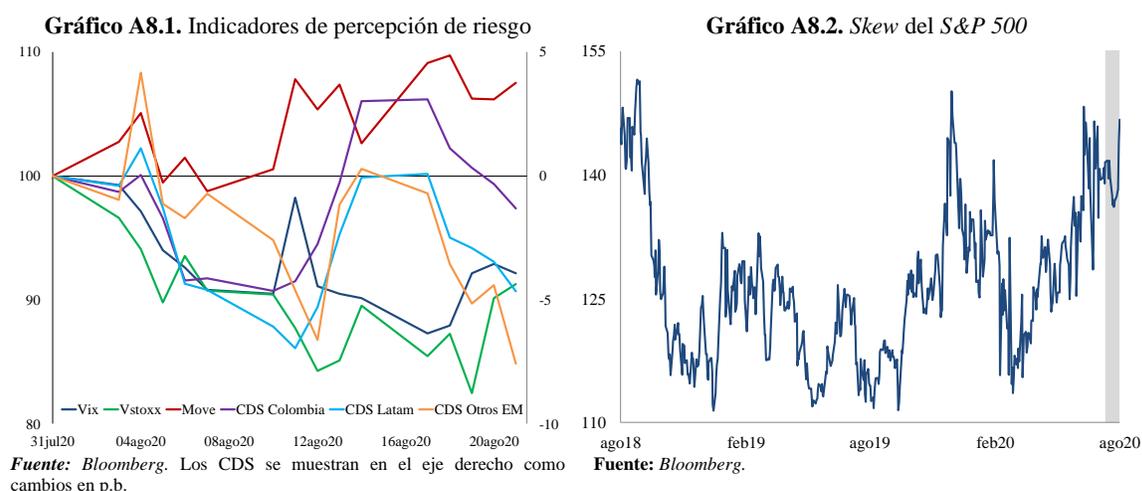
Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

<sup>26</sup> Al 10% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant.: 12%).

### Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*<sup>27</sup> y el *Vstox*<sup>28</sup> continuó disminuyendo, aunque se mantuvo en niveles históricamente altos. Lo anterior en un contexto de datos económicos favorables en países desarrollados, menor número de casos nuevos de Covid-19 en EE.UU. y avances en la vacuna contra el virus. Por su parte, el *Skew*<sup>29</sup> también disminuyó durante la mayor parte del mes, pero presentó un repunte durante la última semana luego que aumentaran los casos de Covid-19 en Europa y aumentaran las tensiones entre EE.UU. y China.

Por su parte, el *Move*<sup>30</sup> aumentó durante este periodo aunque se mantuvo en niveles históricamente bajos ante la expectativa de que la Reserva Federal mantenga el rango de las tasas de los Fondos Federales en el nivel actual por lo menos hasta 2022.



El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global se redujo ligeramente desde 333 en junio a 332 en julio. En EE.UU., durante julio el indicador agregado aumentó (obs: 330; ant: 281), al igual que los indicadores de política comercial (obs: 88; ant: 57), sanitaria (obs: 517; ant: 490) y fiscal (obs: 269; ant: 257), mientras que el indicador de política monetaria se redujo (obs: 119; ant: 166). En Europa, estos indicadores presentaron reducciones en Francia (obs: 242; ant: 322), España (obs: 181; ant: 203) e Italia (obs: 151; ant: 156), mientras que aumentaron en Alemania (obs: 306; ant: 279) y Reino Unido (obs: 308; ant: 294; Gráficos A8.3 y A8.4).

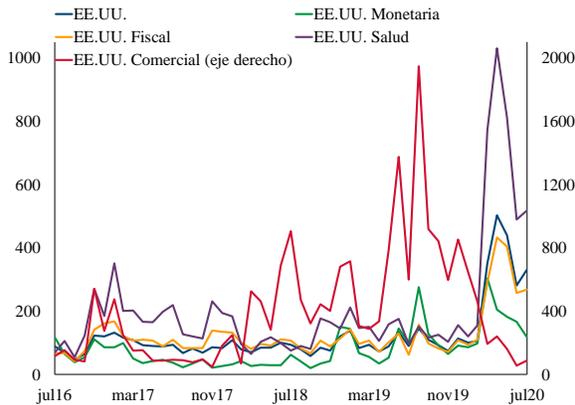
<sup>27</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

<sup>28</sup> El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>29</sup> 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.

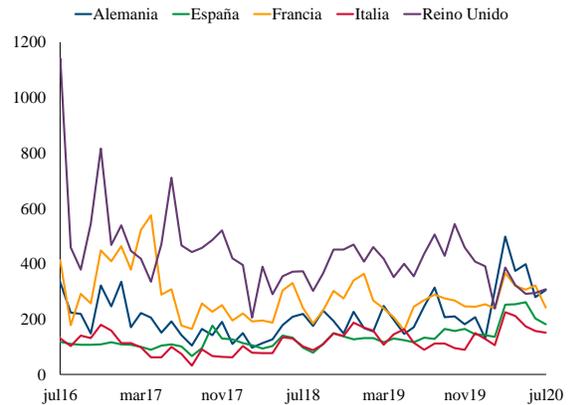
<sup>30</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

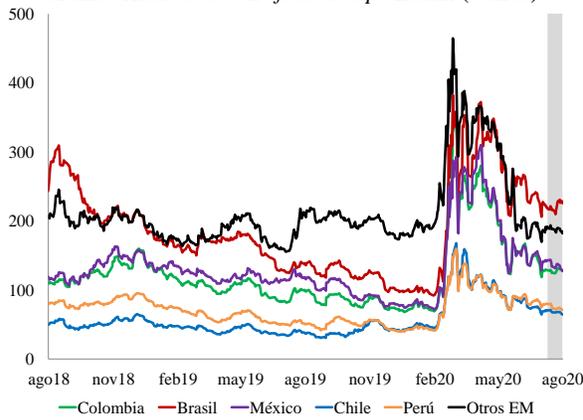
**Gráfico A8.4. Incertidumbre en política económica en Europa**



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

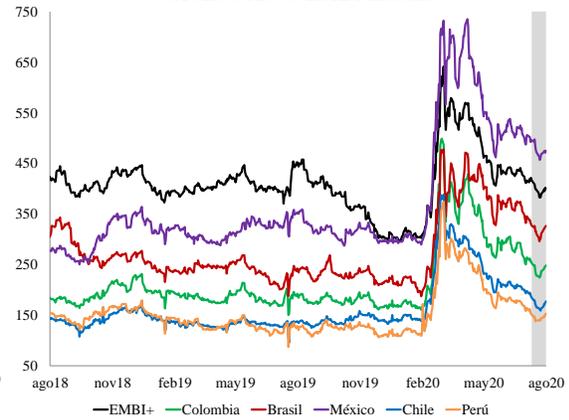
Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años presentaron reducciones en la mayoría de los países de la región, al igual que los índices EMBI<sup>31</sup>. El CDS a 5 años disminuyó 15 p.b. en México, 9 p.b. en Perú, 6 p.b. en Chile y 1 p.b. en Colombia, mientras que aumentó 8 p.b. en Brasil. De manera similar, el EMBI se redujo 21 p.b. en México, 7 p.b. en Chile, 6 p.b. en Colombia, 1 p.b. en Brasil, y aumentó 2 p.b. en Perú (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico A8.6. EMBI Latam**



Fuente: Bloomberg.

<sup>31</sup> Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.