



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 (18 de diciembre), y con información hasta el 22 de enero, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 17 pb, 41 pb, 51 pb, 52 pb y 28 pb para los plazos a 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, el 22 de enero el BEI se ubicó en 2,12%, 2,76%, 3,16%, 3,56% y 3,87% para los plazos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, en su orden (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de valorizaciones de la mayoría de los TES en pesos, inferiores a las valorizaciones de los TES denominados en UVR (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de diciembre contra las tasas promedio de lo corrido de enero, se observan aumentos del BEI de 21 pb, 22 pb, 22 pb, 19 pb y 8 pb para los tramos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente.

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

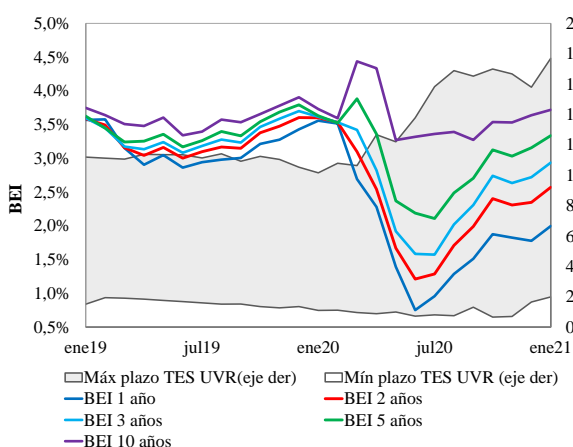
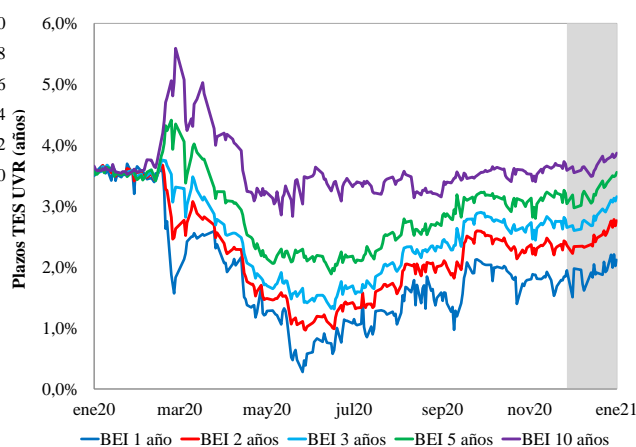


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



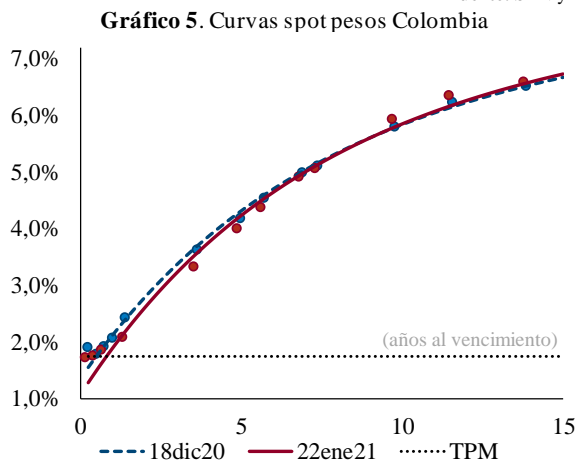
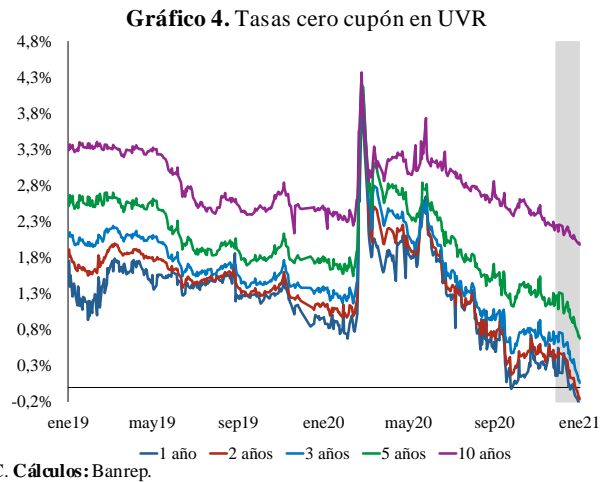
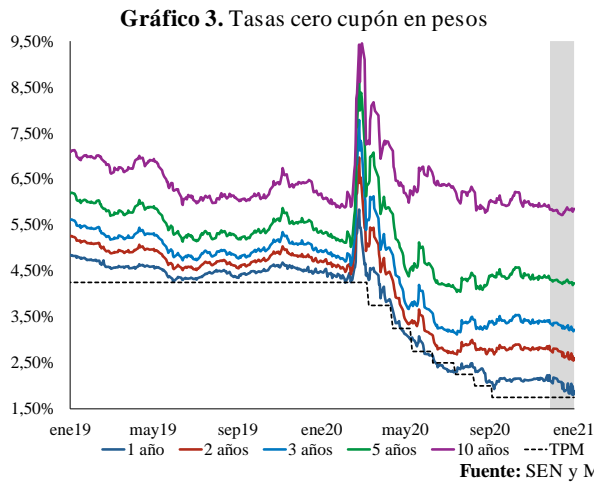
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)										
	TES pesos					TES UVR					
	1	2	3	5	10	1	2	3	5	10	
18dic20	2,11%	2,78%	3,36%	4,31%	5,84%	0,16%	0,42%	0,71%	1,27%	2,25%	
22ene21	1,89%	2,60%	3,22%	4,23%	5,85%	-0,23%	-0,16%	0,06%	0,68%	1,98%	
	Variaciones pb										
	-23	-18	-14	-8	2	-40	-58	-65	-59	-27	
Var. BEI	17	41	51	52	28						
	Promedios mensuales										
	dic20	2,14%	2,80%	3,39%	4,34%	5,88%	0,35%	0,46%	0,67%	1,19%	2,24%
	ene21*	1,93%	2,64%	3,26%	4,25%	5,80%	-0,06%	0,07%	0,32%	0,91%	2,09%
	Variaciones pb										
	-20	-16	-13	-9	-8	-41	-38	-35	-28	-16	
Var. BEI	21	22	22	19	8						

*Información disponible al 22 de enero de 2021.

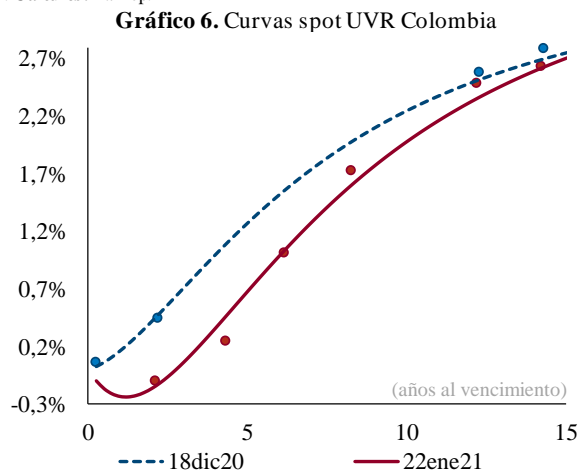
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.



Cambios en la curva por plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-18	-14	-8	2

Cifras en puntos básicos



Cambios en la curva por plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-58	-65	-59	-27

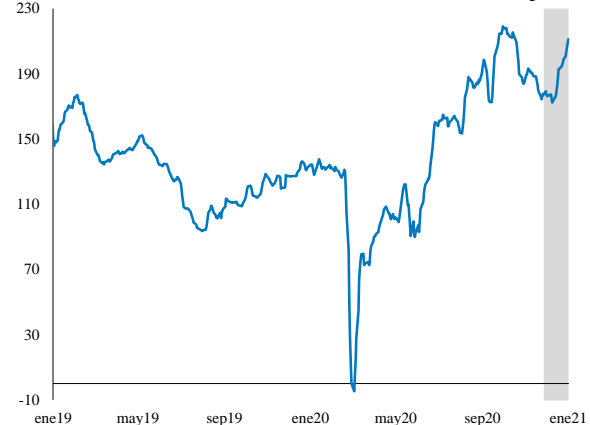
Cifras en puntos básicos

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años aumentó 20 pb para el caso de la curva de rendimientos de TES denominada en pesos, y 32 pb en el caso de la curva denominada en UVR (Gráficos 7 y 8).

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



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



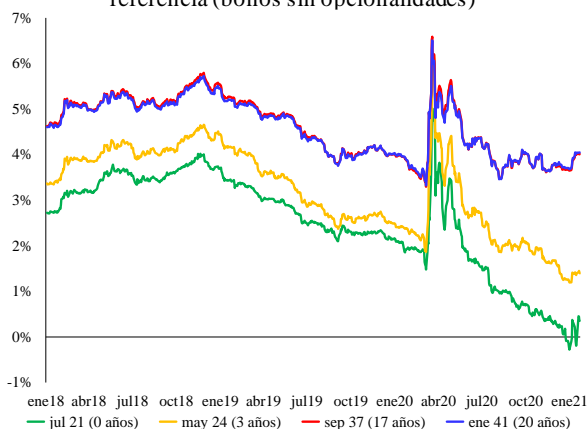
Luego de la última reunión de la JDBR, la curva de TES denominada en pesos se empujó ante valorizaciones del tramo corto, superiores a las del tramo medio, mientras que el tramo largo se mantuvo relativamente estable. De acuerdo con analistas del mercado, las valorizaciones del tramo corto pueden estar asociadas a expectativas de un recorte adicional de la tasa de política por parte de la JDBR ante las nuevas medidas de confinamiento en el país. Por su parte, el tramo largo de la curva se valorizó durante diciembre como consecuencia del optimismo a nivel global ante las primeras vacunaciones en el mundo contra el Covid-19, la aprobación de un nuevo paquete de estímulo fiscal en EE.UU, y el acuerdo del Brexit. Posteriormente, la incertidumbre ante las demoras en el proceso de vacunación, el surgimiento de nuevas cepas de Covid-19 y el aumento de nuevos casos del virus, así como el empujamiento de la curva de *Treasuries* tras las elecciones en el estado de Georgia, llevaron a que el tramo largo se desvalorizara, de manera que en neto presentó una desvalorización de 2 pb.

Por otro lado, la curva de TES en UVR también se empujó durante este periodo ante valorizaciones del tramo corto superiores a las del tramo medio y largo. Estas valorizaciones se presentaron tras la publicación del dato de inflación de diciembre (1,61%), que se ubicó por encima del dato anterior (1,49%) y de lo esperado por el mercado (1,45%), lo cual reforzó las expectativas de un repunte de la inflación en el mediano plazo. Además, reflejaron estrategias estacionales anticipando el crecimiento de la inflación en los primeros meses del año.

Por otra parte, algunos agentes del mercado mencionaron que estas valorizaciones también pudieron incorporar la demanda de estos títulos por parte de los inversionistas extranjeros (compraron \$139 mm en el mercado de contado y \$376 mm en el mercado a futuro), anticipando la inclusión de siete títulos UVR en los índices de Bloomberg Barclays *Emerging Markets Government Inflation-Linked* (EMGILB) y *Universal Government Inflation-Linked* (UGILB)¹.

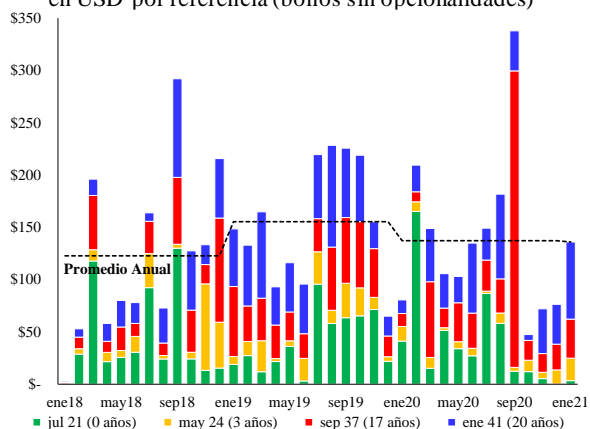
En lo corrido del mes de enero la volatilidad en el mercado de TES disminuyó y permaneció en un nivel de volatilidad bajo (ver Anexo 7). Respecto a la liquidez del mercado de TES, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio durante lo corrido de enero se ubicó por debajo de lo observado en diciembre; al tiempo que la profundidad promedio de los TES en pesos y UVR aumentó frente al mes anterior. Estos indicadores evidenciaron una mejora de la liquidez, que se acerca a los niveles observados antes del comienzo de la pandemia (ver Anexo 2).

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



Fuente: Bloomberg.

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

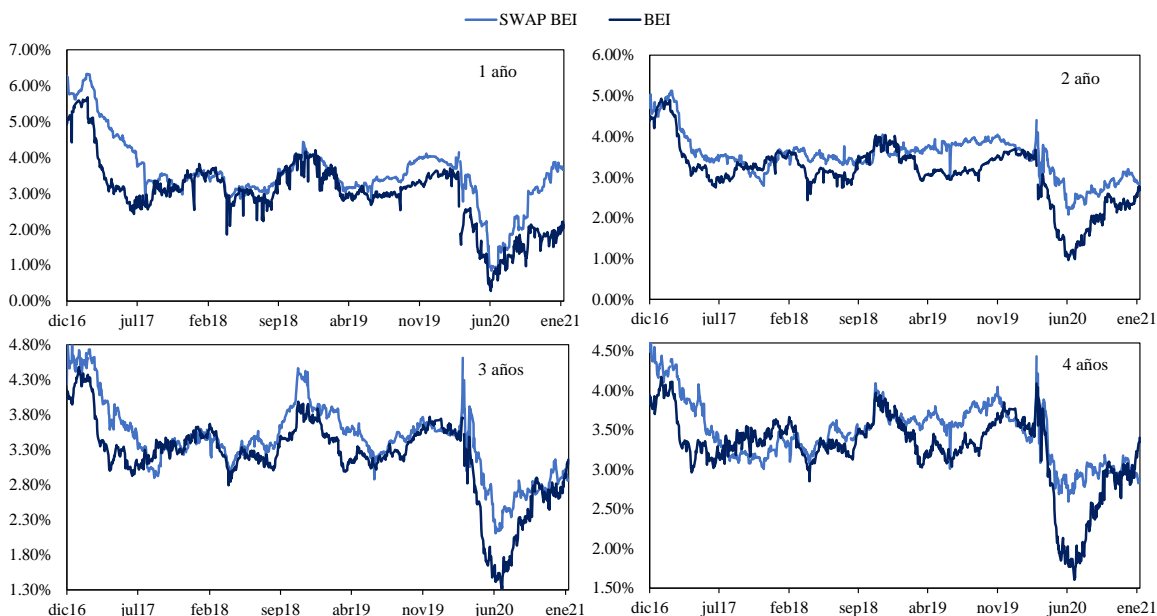


Fuente: Bloomberg, USD m. El dato del último mes corresponde a una aproximación con información al 22 de enero del 2021.

¹ El 15 de diciembre, Bloomberg Barclays anunció la inclusión de siete títulos UVR en sus índices EMGILB y UGILB, luego de haber anunciado el 28 de septiembre que estudiaría la posibilidad de incluirlos. De esta manera, la participación estimada de estos títulos en el EMGILB pasaría de 0,12% a 6,1%, a partir de la primera quincena de enero.

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 internacionales². Desde el 18 de diciembre, las tasas de los títulos con vencimientos a 0, 3, 17 y 20 años presentaron variaciones de 30,2 pb, 14,6 pb, 32,6 pb y 32,1 pb, respectivamente, en línea con la deuda pública externa de los países de la región³ y con el incremento de 14 pb en los Treasuries a 10 años. En cuanto a los montos negociados, en lo corrido de enero estos se han recuperado ubicándose por encima de lo observado en el 4T20.

Gráfico 11. BEI y Swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

En el Gráfico 11 se presenta las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* de IBR (OIS), los *Swaps UVR* (Swap BEI) y el BEI a 1, 2, 3 y 4 años. Desde la última reunión de la JDBR (18 de diciembre de 2020), y con información hasta el 22 de enero de 2021, los Swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años presentaron variaciones de -9 pb, -34 pb, -12 pb y -25 pb, y se ubicaron en 3,64%, 2,87%, 2,87% y 2,87%, respectivamente. De esta manera, la diferencia entre los Swap BEI y los BEI disminuyó⁴. En el Gráfico 12 se presentan los montos de las operaciones pactadas de los contratos OIS y Swaps UVR realizados por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), así, los montos registrados durante enero de los contratos OIS y Swaps UVR aumentaron.

² Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada con alta liquidez.

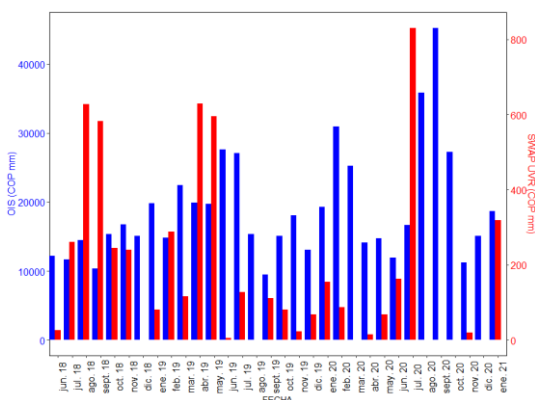
³ Entre el 18 de diciembre del 2020 y el 22 de enero del 2021 los rendimientos de los títulos de deuda externa denominada en dólares a 10 años para Brasil, Perú y México aumentaron 33 pb, 17 pb y 15 pb, respectivamente.

⁴ BCE (2003), Gospodinov & Weizes (2015), Hurd (2006), y Schulz & Stapf (2014) indican que las expectativas de inflación que se extraen de los swaps de inflación pueden ser mayores a las expectativas de inflación que se extraen de los bonos indexados a la inflación. Esta diferencia puede estar asociada a una prima por liquidez, el riesgo de contraparte que pueden tener los swaps de inflación, barreras reglamentarias que impiden a los inversionistas utilizar instrumentos derivados y costos de transacción. Ver:

- Gospodinov N y Wei B. *A note on extracting inflation expectations from market prices of tips and inflation derivatives* Federal Reserve Bank of Atlanta Research Department Note (2015).
- Hurd, M. *New Information from Inflation Swaps and Index-Linked Bonds*. Quarterly Bulletin, Spring 2006.
- Schulz, A, y Jelena S, 2011, Price discovery on traded inflation expectations: Does the financial crisis matter? BIS IFC Bulletin 34, 202– 234

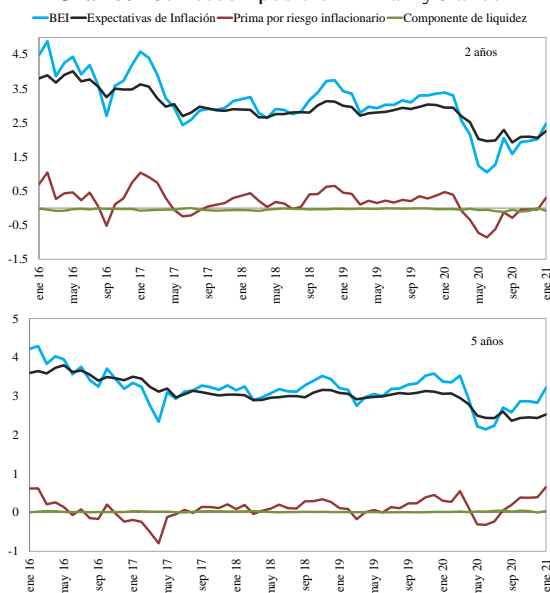
En el Gráfico 13, con información al 22 de enero y tomando el último dato de cada mes, se presenta la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De esta manera, se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,26% (ant: 2,04%) y para los próximos 5 años sea 2,53% (ant: 2,42%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio aumentaron 34 pb y 26 pb y se ubicaron en 0,30% y 0,66% para los plazos a 2 y 5 años, respectivamente. En el Gráfico 14 se compara el BEI desestacionalizado a 2 y 5 años con su tendencia estimada de acuerdo con el filtro de *Hodrick-Prescott*. La tendencia presenta un aplanamiento y refleja expectativas de inflación promedio para los próximos 2 y 5 años de 2,07% (ant: 2,05%) y 2,96% (ant: 2,83%), respectivamente.

Gráfico 12. Operaciones pactadas de los contratos OIS y Swaps UVR



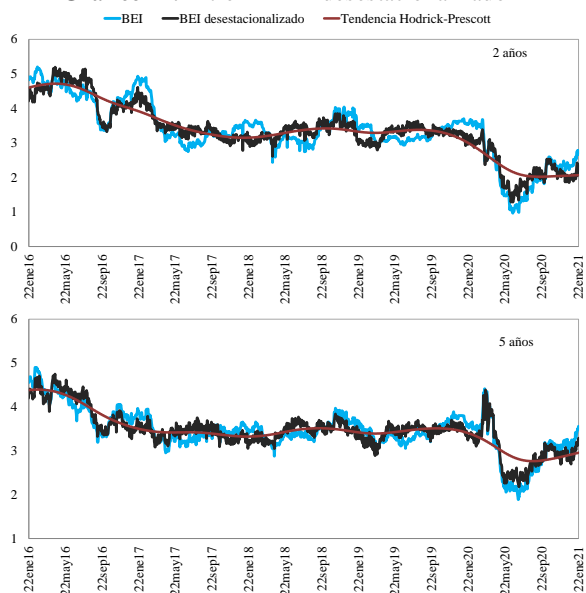
Fuentes: SFC. **Cálculos:** Banrep. Las operaciones pactadas de enero de 2021 se obtienen como el monto promedio de operaciones pactadas al 11 de enero multiplicado por los días hábiles de enero de 2021.

Gráfico 13. Descomposición BEI a 2 y 5 años



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

Gráfico 14. Filtro HP BEI desestacionalizado

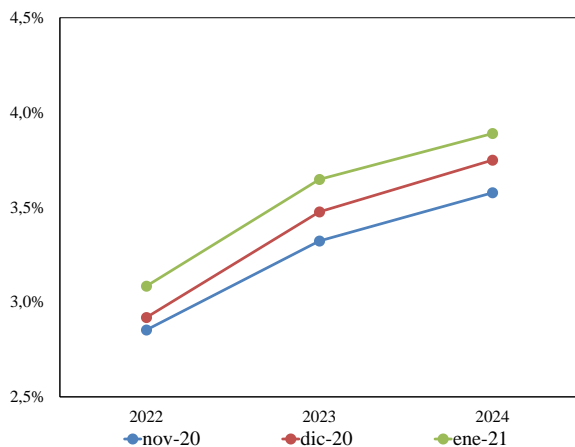


Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep.

El Gráfico 15 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2022, 2023 y 2024, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 3,08%, 3,65% y 3,89%, respectivamente⁵. Por otro lado, respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término de los TES en pesos subieron 12 pb y 26 pb para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente. En cuanto a las tasas neutras al riesgo, éstas cayeron 23 pb y 16 pb, y se ubicaron en 2,51% y 3,35% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 16).

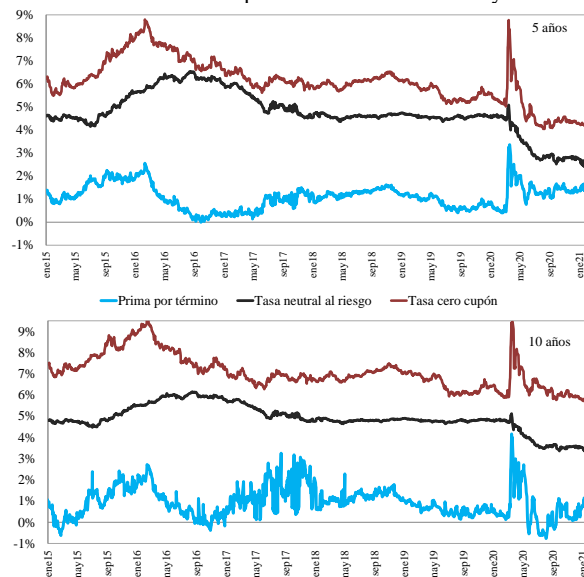
⁵ Frente a las estimaciones del mes anterior, la inflación esperada para 2022 pasó de 2,92% a 3,08%, para 2023 de 3,48% a 3,65% y para 2024 de 3,75% a 3,89%.

Gráfico 15. Inflación esperada a fin de año (FBEI)



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Gráfico 16. Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años

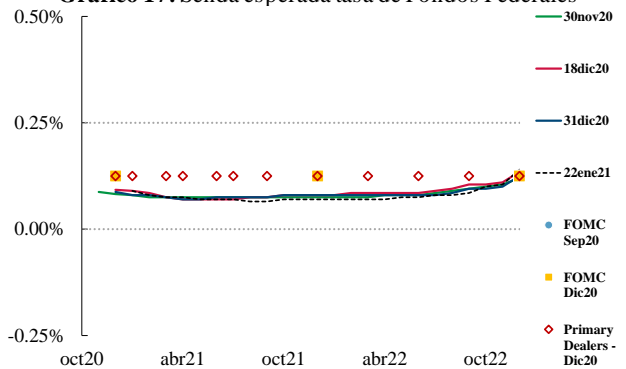


Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Frente a lo observado el 18 de diciembre 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 2021 pasó de 0,08% el 18 de diciembre a 0,07% el 22 de enero (Gráfico 17). Adicionalmente, según el CME⁶ la probabilidad de que el rango de tasas de los Fondos Federales se ubique en diciembre del 2021 en un nivel entre 0% y 0,25%, tal que no presente cambios frente al nivel actual, continúa ubicándose en 100%⁷ (Cuadro 2 y Anexo 5⁸).

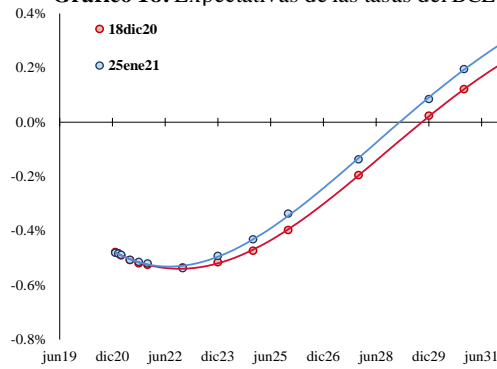
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo en el 2T29 (ant.: 4T29), con base en los futuros del índice *Eonia* (Gráfico 18).

Gráfico 17. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

Gráfico 18. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

⁶ Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.

⁷ Con información al 22 de enero de 2021, no se esperan cambios en la tasa de los fondos federales hasta diciembre de 2023.

⁸ Específicamente, el Gráfico A5.1 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.

Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2021

	0%-0,25%	0,25%-0,5%
18dic20	100%	0%
22ene21	100%	0%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange. *Rango actual.

En Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de enero disminuyó para diciembre de 2021 de 2,74% a 2,70%, mientras que para diciembre de 2022 se mantuvo estable en 3,10% (Gráficos 19 y 20). Así mismo, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (Banrep) la inflación esperada a dos años (enero de 2023) se ubicó en 3,05%, similar a la proyectada el mes anterior para diciembre de 2022 (3,06%).

Gráfico 19. Inflación esperada promedio para cierre 2021

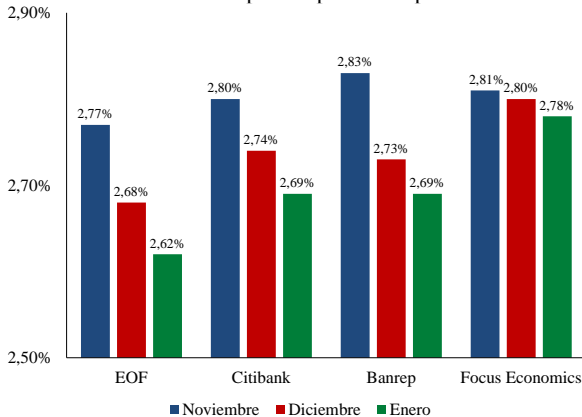
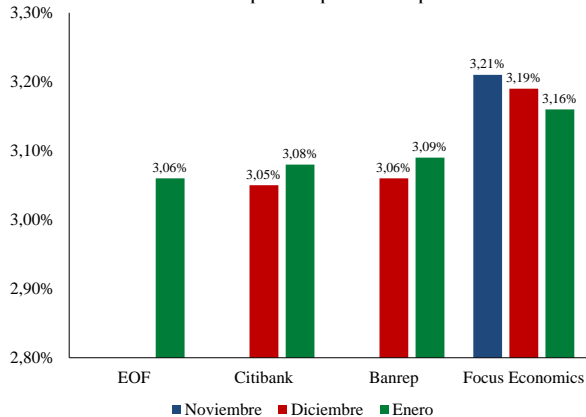


Gráfico 20. Inflación esperada promedio para cierre 2022



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 25 de enero con encuestas recolectadas entre el 12 y el 20 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 26 de enero. La encuesta del Banrep se realizó entre el 6 y el 12 de enero. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 19 de enero, con encuestas realizadas entre el 12 y 17 del mismo mes.

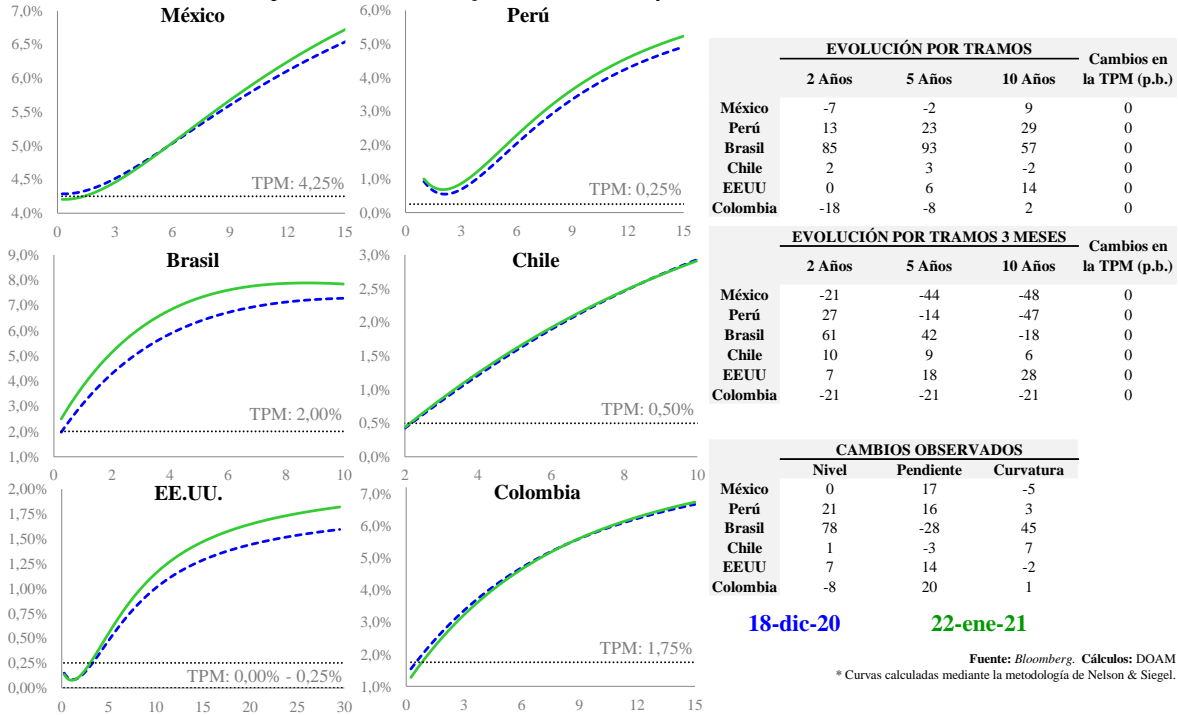
En conclusión, las encuestas reflejan una menor inflación esperada para 2021 y estabilidad en las expectativas para 2022. Por su parte, los BEI aumentaron, corrigiendo los bajos niveles observados durante los meses anteriores y acercándose a las expectativas de inflación de los agentes del mercado.

Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región

Desde la última reunión de la JDBR, la mayoría de las curvas de deuda pública de la región presentaron empinamientos, en línea con la curva de *Treasuries* en EE.UU. El empinamiento de la curva de EE.UU. se dio como consecuencia de estabilidad en el tramo corto y desvalorizaciones en el tramo largo. Estas desvalorizaciones se presentaron ante las expectativas de mayor estímulo fiscal que podría derivar en mayor emisión de deuda y mayor inflación, luego que el Partido Demócrata obtuviera el control del Senado tras las elecciones de Georgia durante la primera semana de enero. Por el contrario, la curva de Brasil se aplanó ante mayores desvalorizaciones del tramo corto frente a las observadas en el tramo largo. Las desvalorizaciones del tramo corto se explican por las recientes presiones inflacionarias, lo que ha generado expectativas de un aumento de la tasa de política por parte del Banco Central durante los próximos meses⁹. Por su parte, el tramo medio y largo de la curva se desvalorizó como consecuencia de la incertidumbre fiscal ante un posible quiebre del límite del gasto con el fin de enfrentar la nueva ola de contagios en el país (Gráfico 21; Anexo 4).

⁹ En su junta de enero, el Banco Central de Brasil mantuvo la tasa de interés Selic en 2%. Sin embargo, el comunicado fue interpretado como *hawkish* debido a que retiró su orientación futura de mantener bajos los costos del crédito por un largo período.

Gráfico 21. Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



El Gráfico 22 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 aumentó 20 pb hasta ubicarse en 325 pb. Por su parte, las pendientes de México (153 pb), Perú (302 pb) y EE.UU. (99 pb) aumentaron 17 pb, 16 pb y 14 pb, respectivamente, mientras que las pendientes de Brasil (272 pb) y Chile (237 pb) disminuyeron 28 pb y 3 pb.

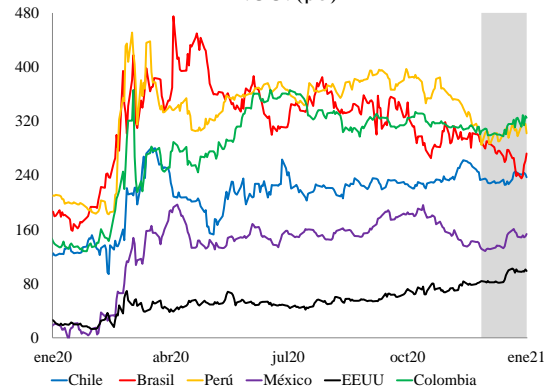
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

Expectativas de TPM

Las encuestas indican que los agentes esperan que la JDBR mantendrá inalterada la TPM durante su reunión de enero. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)¹⁰ el 97,7% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada, mientras que el 2,3% restante espera una reducción de 25 pb. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg¹¹, los 18 analistas encuestados esperan que la TPM se mantendrá inalterada. Por último, según las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros realizadas por Anif y Citibank¹² para la reunión de la JDBR de enero se encuentra que, de las 30 entidades encuestadas, el 93% no espera

Gráfico 22. Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



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

¹⁰ Publicada el 25 de enero. Datos recolectados entre el 12 y el 20 de enero.

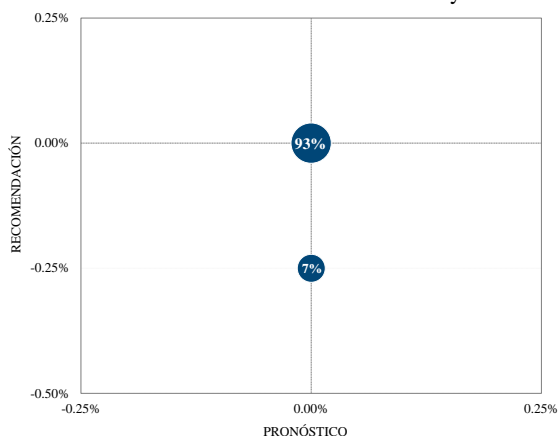
¹¹ Datos al 25 de enero.

¹² Recibidas el 26 de enero.

ni recomienda cambios en la TPM y el 7% restante no espera cambios pero recomienda un recorte de 25 pb (Gráfico 23 y Anexo 1).

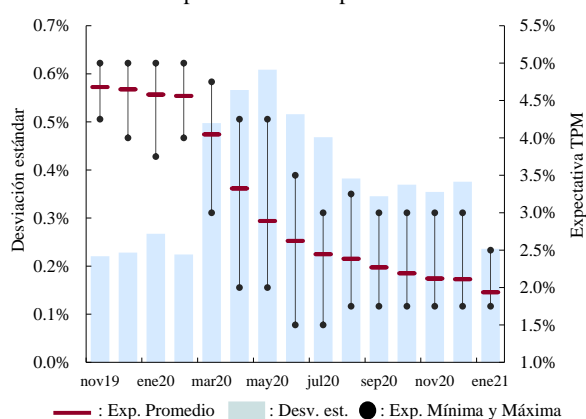
Por su parte, en el Gráfico 24 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2021 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre diciembre y enero la tasa promedio esperada disminuyó de 2,11% a 1,94%.

Gráfico 23. Encuestas sobre TPM de Anif y Citibank



Fuente: Citibank.

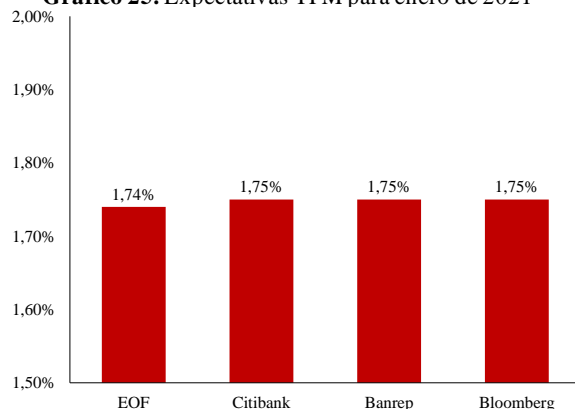
Gráfico 24. Expectativas TPM para diciembre de 2021



Fuente: Encuesta Citibank.

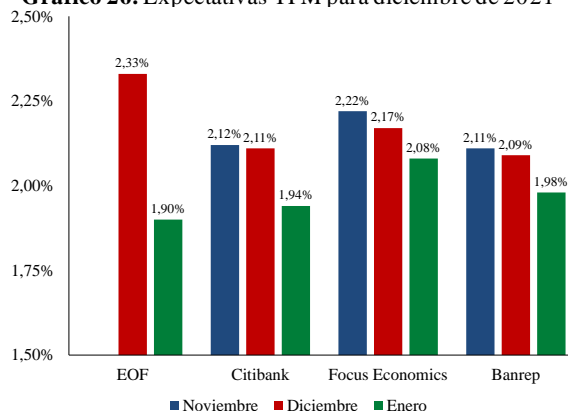
En los Gráficos 25 y 26 se muestran las expectativas sobre la TPM para las reuniones de enero y diciembre de 2021. En estas se observa que: *i*) la mayoría de los agentes espera que no haya cambios de la TPM durante la reunión de enero; y *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2021 se redujo de 2,18% a 1,98%.

Gráfico 25. Expectativas TPM para enero de 2021



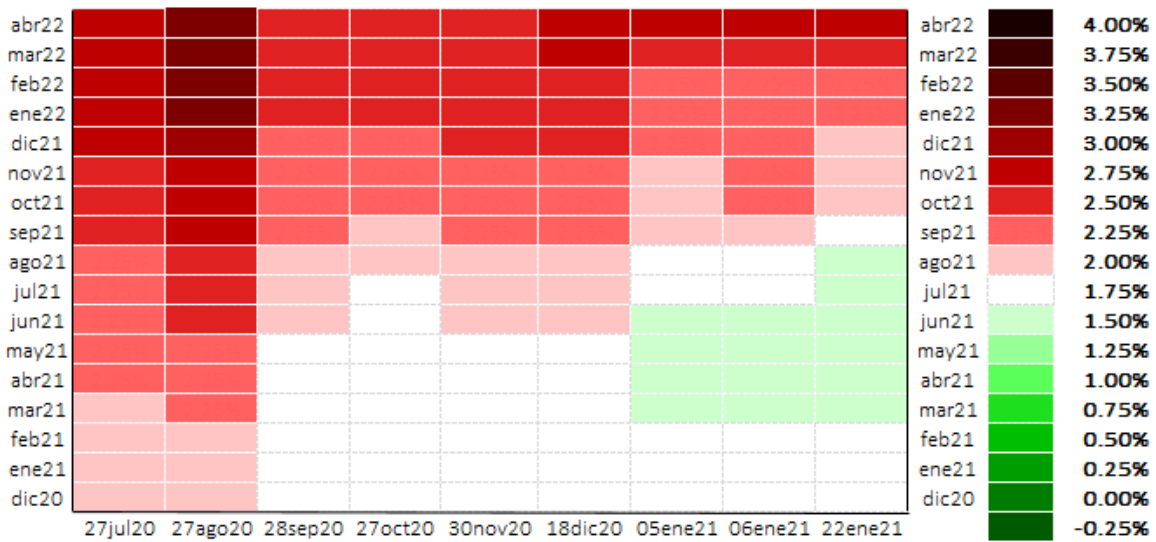
Fuente: EOF, Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 25 de enero con encuestas recolectadas entre el 12 y el 20 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 26 de enero. La encuesta del Banrep se realizó entre el 6 y el 12 de enero. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 19 de enero, con encuestas realizadas entre el 12 y el 17 del mismo mes..

Gráfico 26. Expectativas TPM para diciembre de 2021



En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 27 muestra la tasa de intervención del Banrep, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de diciembre de 2020, donde se mantuvo la TPM en 1,75%, las tasas O/N y a 1 mes se mantuvieron inalteradas, mientras que la tasa a 3 meses aumentó 1 pb y la tasa a 6 meses disminuyó 2 pb. Desde entonces, las tasas O/N, a 1, 3 y 6 meses han disminuído 2 pb, 5 pb, 8 pb y 8 pb, respectivamente. Así, el 22 de enero las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 1,73%, 1,70%, 1,66% y 1,64%, en su orden.

Gráfico 30. Evolución de expectativas TPM – OIS



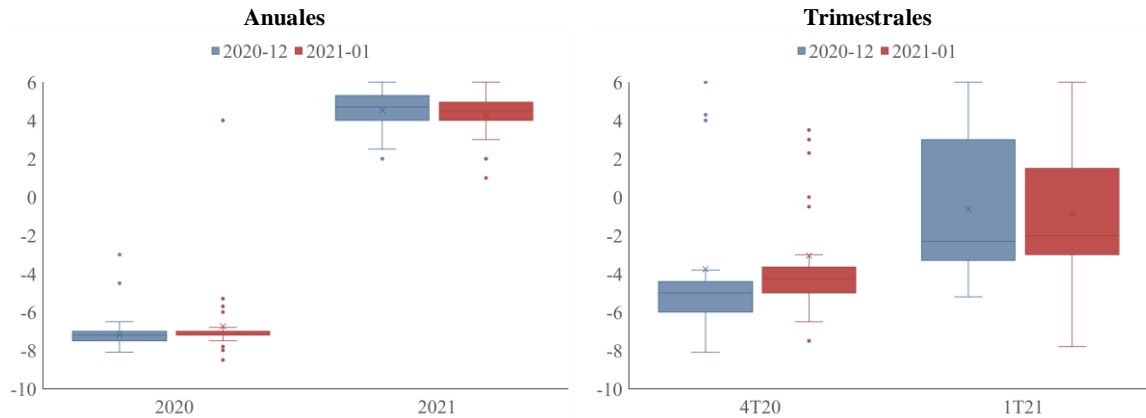
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

En el Gráfico 30 se observa que, después de la reunión de la JDBR de diciembre de 2020 y hasta el 5 de enero de 2021, el mercado anticipaba una reducción de la TPM de 25 pb en marzo de 2021 y aumentos de 25 pb en julio, septiembre y diciembre de 2021, y marzo y abril de 2022. Una vez se conoció el dato de inflación, el cual estuvo por encima de lo descontado por el mercado, las expectativas de TPM se tornaron menos expansivas, trasladando el tercer aumento de diciembre a octubre de 2021. Posteriormente, a partir de las tasas de la curva OIS al 22 de enero, se espera que la TPM permanezca inalterada hasta marzo de 2021, en donde el escenario más probable es una reducción de 25 pb y luego se espera que aumente en 25 pb durante las reuniones de septiembre y octubre de 2021, y enero, marzo y abril de 2022 (Gráficos 29, 30 y Anexo 6).

Expectativas de crecimiento económico

En el Gráfico 31 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 4T20 a -4,25% (ant: -5%) y 2020 a -7% (ant: -7,2%), mientras que las redujeron para el 2021 a 4,5% (ant: 4,7%).

Gráfico 31. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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

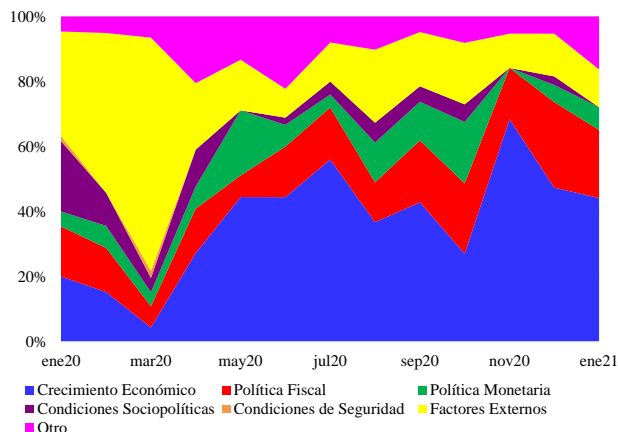
El 5 de enero el Banco Mundial redujo su proyección de crecimiento de la economía colombiana para 2020 de -4,9% estimado en junio a -7,5%. Para 2021, su proyección aumentó de 3,6% a 4,9%.

Para 2022 espera un crecimiento de 4,3%. El 8 de enero Fitch Ratings reiteró sus expectativas de contracción de 6,9% para 2020 y expansión de 4,9% para 2021. Ese mismo día Fedesarrollo empeoró sus estimaciones para 2020 de -6,5% a -7%, y para 2021 de 5% a 4,8%. El 15 de enero Anif reiteró su proyección de contracción para 2020 en 6%, dentro de un rango de -6,3% y -5,8%. Para 2021, Anif espera un crecimiento de 4,2%.

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 9 pb (ant: valorizaciones de 17 pb)¹³. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana a 11% (anterior: valorizaciones de 6%).

Gráfico 32. 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 44% resaltó el crecimiento económico (ant: 47%), un 21% la política fiscal (ant: 26%), un 16% otros factores (ant: 5%), un 12% los factores externos (ant: 13%), mientras que el 7% restante mencionó la política monetaria (ant: 5%). Los agentes que respondieron otros factores mencionaron el Covid-19 y el plan de vacunación (Gráfico 32).

Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2021 disminuyeron en Ecuador, Sudáfrica, Turquía, Costa Rica, El Salvador y Guatemala, y aumentaron en el resto de los países analizados. Los datos de inflación de diciembre se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado en México, EE.UU. e India, en línea en Sudáfrica y Noruega, y por encima de lo esperado para los analistas en los demás países de la muestra. Las expectativas de inflación para diciembre de 2021 disminuyeron en Ecuador, Argentina, Sudáfrica, China, Noruega y Costa Rica, permanecieron estables en Chile, y aumentaron para el resto de los países. En cuanto a las expectativas de TPM para diciembre de 2021, estas disminuyeron en México, Perú, Sudáfrica, Guatemala y Honduras, se mantuvieron estables en Chile, Rusia y Turquía, y aumentaron en los demás países. En Colombia, la inflación observada en diciembre resultó superior a las expectativas del mercado, y de acuerdo con la última encuesta publicada, se redujeron las expectativas de inflación y de tasa de política monetaria, mientras que aumentaron las proyecciones de crecimiento para diciembre de 2021 (Cuadro 4).

¹³ Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa promedio esperada por los analistas.

Cuadro 4. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Dic 2020		Esperada a Diciembre 2021		Vigente	Esperada a Diciembre 2021		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2021	
	Esp.	Obs.	Dic. 20	Ene. 21		Dic.20	Ene. 21	Esp.	Obs.	Dic. 20	Ene. 21
Colombia	1,45%	1,61%	2,74%	2,69%	1,75%	2,11%	1,94%	-9,00%	-9,00%	4,73%	4,78%
Chile	2,80%	3,00%	3,00%	3,00%	0,50%	0,50%	0,50%	-9,20%	-9,10%	4,70%	5,00%
México	3,16%	3,15%	3,54%	3,55%	4,25%	3,98%	3,82%	-8,60%	-8,57%	3,73%	3,92%
Perú	1,80%	1,97%	1,79%	1,95%	0,25%	0,43%	0,40%	-9,80%	-9,40%	9,14%	9,55%
Brasil	4,37%	4,52%	3,32%	3,43%	2,00%	3,00%	3,25%	-3,50%	-3,90%	3,40%	3,45%
Ecuador	n.d.	-0,93%	0,93%	0,91%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-8,78%	3,84%	3,59%
Argentina	36,10%	36,30%	49,82%	48,91%	38,00%	37,18%	37,32%	-10,70%	-10,20%	4,66%	4,97%
EE.UU.	1,30%	1,20%	2,00%	2,15%	0,25%	0,25%	0,30%	33,10%	33,40%	3,90%	4,10%
India	5,00%	4,59%	4,11%	4,50%	4,00%	3,65%	3,85%	-8,20%	-7,54%	9,19%	9,70%
Sudáfrica	3,10%	3,10%	3,94%	3,80%	3,50%	3,65%	3,50%	-7,50%	-6,00%	3,80%	3,50%
China	0,00%	0,20%	2,04%	1,90%	2,20%	2,20%	2,23%	5,50%	4,90%	7,95%	8,10%
Rusia	4,80%	4,91%	3,75%	3,80%	4,25%	4,05%	4,05%	-3,40%	-3,40%	3,00%	3,00%
Turquía	14,20%	14,60%	11,90%	12,20%	17,00%	13,90%	13,90%	4,75%	6,70%	4,00%	3,70%
Noruega	1,40%	1,40%	2,60%	2,40%	0,00%	0,00%	0,05%	5,20%	5,20%	3,40%	3,50%
Costa Rica	n.d.	0,89%	2,51%	2,40%	0,75%	1,16%	1,45%	n.d.	-7,20%	3,24%	3,08%
El Salvador	n.d.	-0,20%	0,63%	0,65%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-10,20%	3,76%	3,66%
Guatemala	n.d.	4,82%	3,66%	3,76%	1,75%	1,88%	1,79%	n.d.	-1,80%	3,67%	3,47%
Honduras	n.d.	4,00%	3,79%	3,96%	3,00%	3,38%	3,00%	n.d.	-7,90%	5,08%	5,14%
Panamá	n.d.	-1,60%	0,65%	1,20%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-23,60%	6,45%	7,21%
Paraguay	n.d.	2,20%	2,63%	2,91%	0,75%	1,45%	1,62%	n.d.	1,60%	3,98%	4,15%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 26 de enero.

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

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 13 de enero

China: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de enero. 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 enero.

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 3T20 con respecto al 3T19, excepto China cuya información corresponde al 4T20. 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 noviembre y diciembre, con datos definitivos, el IDOAM disminuyó ante la mayor confianza de los consumidores, la mayor confianza industrial, el menor margen entre las tasas activas y las de los TES para las carteras de tesorería y preferencial, la menor volatilidad en el mercado accionario y la menor incertidumbre sobre la inflación a 12 meses según la encuesta del Banrep. Con datos preliminares para enero (EOF¹⁴, volatilidades¹⁵ y márgenes crediticios¹⁶) este indicador aumentó reflejando principalmente el incremento significativo del *spread* entre las tasas activas y las de los TES (Gráfico 33 y Anexo 7).

En diciembre, la confianza de los consumidores (obs: -10,4; esp: -11,8%; ant: -13,6%) presentó una mejora frente a noviembre, superior a lo esperado por el mercado, aunque continuó en terreno negativo. Esta mejora estuvo explicada principalmente por las expectativas más favorables del consumidor (obs: 11,0%; ant: 6,5%), y en menor medida por una mejor percepción de las condiciones económicas (obs: -42,6%; ant: -43,9%). Así mismo, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -12,76% a -10,97% (Gráficos 34 y 35). Durante noviembre, la confianza de los comerciantes (obs: 26,2%; ant: 24,1%) continuó mejorando, aunque en diciembre presentó un deterioro (obs: 23%). El comportamiento de noviembre se explica principalmente por las expectativas de una mejor situación económica y en menor medida por una percepción más favorable de la situación actual de la empresa, mientras que la caída de diciembre obedece a un deterioro tanto de las expectativas como de la percepción de la situación económica actual. Por el contrario, la confianza de los industriales (obs: -6,7%; ant: -3%) presentó un deterioro en diciembre y una

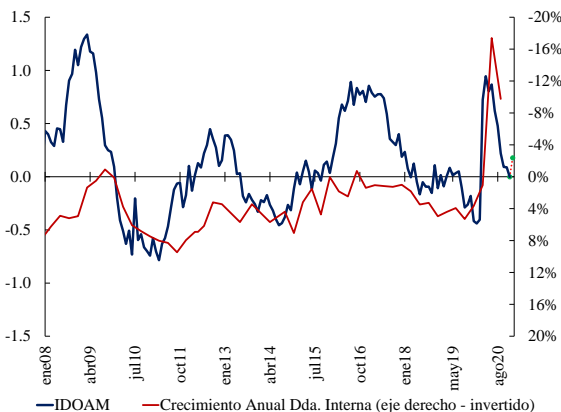
¹⁴ Recibida el 25 de enero.

¹⁵ Datos al 22 de enero.

¹⁶ Datos al 15 de enero.

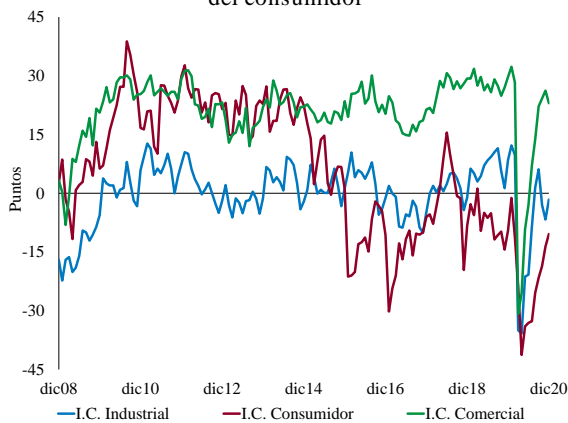
mejora en diciembre (obs: -1,6%). El comportamiento de noviembre se explica por las expectativas de una menor producción para próximo trimestre y un mayor nivel de existencias, mientras que el mejor desempeño en diciembre obedece a expectativas de mayor producción y una reducción del nivel de existencias.

Gráfico 33. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



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

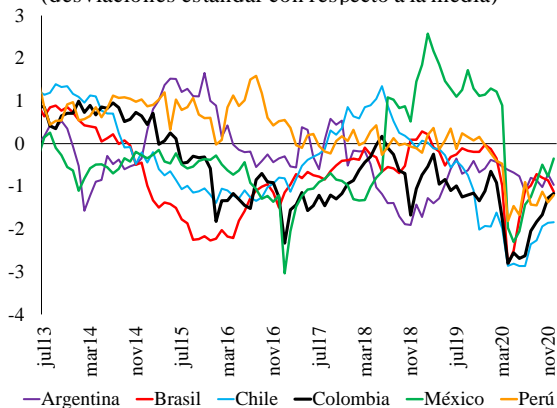
Gráfico 34. Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor



Fuente: Fedesarrollo.

Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor (obs: 4,1%; esp: 5,6%; ant: 3,0%) y producción manufacturera (obs: -0,2%; esp: 1%; ant: -2,7%) de noviembre. En ambos casos, estas cifras evidenciaron una recuperación frente al mes anterior, pero por debajo de lo proyectado por los analistas.

Gráfico 35. Índices de confianza de Latinoamérica* (desviaciones estándar con respecto a la media)



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

El Gráfico 35 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 noviembre y diciembre desmejoraron los de Argentina y Brasil, al tiempo que mejoraron los de los demás países. Todos estos indicadores se ubican por debajo de su media histórica.

Por su parte, la percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*¹⁷, el *Vstox*¹⁸ y el *Skew*¹⁹, presentó una alta volatilidad y se mantuvo en niveles elevados como consecuencia de la incertidumbre ante el surgimiento de nuevas cepas y el aumento

de nuevos casos de Covid-19, así como las medidas de confinamiento impuestas en varias partes del mundo para contener el avance del virus. Sin embargo, durante las últimas semanas de diciembre y primera semana de enero hubo optimismo a nivel global ante la aprobación de un nuevo paquete de estímulo fiscal en EE.UU. y expectativas de mayor estímulo tras las elecciones en el estado de Georgia, el acuerdo del Brexit que permitió al Reino Unido una salida ordenada de la Unión

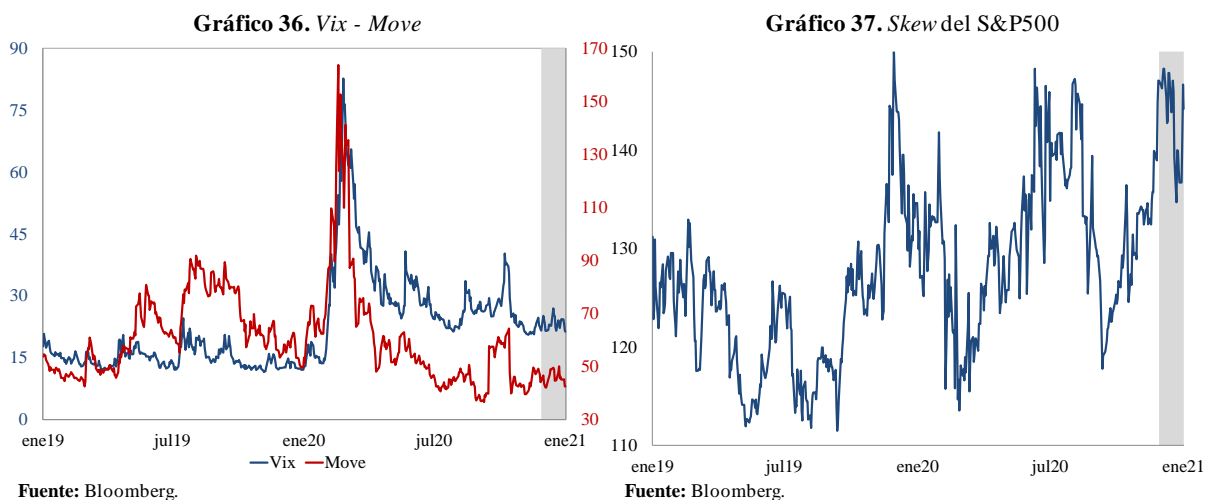
¹⁷ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

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

¹⁹ 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.

Europea, y las primeras vacunaciones en el mundo contra el Covid-19. Las demoras recientes en el proceso de vacunación han sido otro factor de riesgo adicional.

En cuanto al *Move*²⁰, este continuó en niveles históricamente bajos ante las expectativas de estabilidad del rango de los Fondos Federales por un tiempo prolongado. Finalmente, los CDS a cinco años de los países de la región aumentaron mientras que los EMBI presentaron un comportamiento mixto durante este periodo (Gráficos 36 y 37; Anexo 8).



²⁰ 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 25 de enero

Empresa	Estimación	Fecha
1 Banco Agrario	1,75%	25/01/2021
2 Banco Popular	1,75%	21/01/2021
3 Banco de Bogotá	1,75%	21/01/2021
4 Bancolombia	1,75%	22/01/2021
5 Barclays Capital	1,75%	22/01/2021
6 Bloomberg LP	1,75%	21/01/2021
7 BNP Paribas	1,75%	21/01/2021
8 Capital Economics	1,75%	17/01/2021
9 Casa de Bolsa	1,75%	14/01/2021
10 Coopcentral	1,75%	15/01/2021
11 Corficolombiana	1,75%	19/01/2021
12 Goldman Sachs	1,75%	25/01/2021
13 Itau Corpbanca	1,75%	22/01/2021
14 JP Morgan	1,75%	15/01/2021
15 Merrill Lynch	1,75%	21/01/2021
16 Pantheon Macroeconomics	1,75%	25/01/2021
17 UBS Securities	1,75%	22/01/2021
18 Universidad Jorge Tadeo Lozano	1,75%	21/01/2021
Tasa	Obs.	Prob.
1,75%	18	100%
Tasa esperada ponderada	1,75%	

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

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

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
1.25%	0%	0
1.50%	7%	2
1.75%	93%	28
2.00%	0%	0
2.25%	0%	0
Total	100%	30

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
1.25%	0%	0
1.50%	0%	0
1.75%	100%	30
2.00%	0%	0
2.25%	0%	0
Total	100%	30

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

Participantes	2021	2022
Alianza	3.15%	3.35%
Asobancaria	2.63%	2.92%
Axa Colpatría	2.50%	3.00%
Banco Agrario	2.65%	2.91%
Banco de Occidente	2.54%	2.90%
Banco Popular	2.85%	3.10%
BBVA	2.80%	3.80%
BNP Paribas	2.70%	3.00%
BTG Pactual	2.70%	3.00%
Casa de Bolsa	2.58%	3.00%
Citi	2.50%	3.00%
Corficolombiana	2.58%	3.00%
Credicorp Capital	2.50%	3.00%
Fidubogotá	2.80%	3.16%
Fiduoccidente	2.54%	2.90%
Fiduprevisora	2.63%	3.04%
Grupo Bancolombia	2.50%	3.30%
Grupo Bolívar	2.74%	
Itaú	2.80%	3.00%
JP Morgan	2.67%	3.15%
Moodys Economy	2.90%	3.20%
Positiva	2.90%	3.00%
Scotiabank Colpatría	2.77%	3.15%
Skandia	2.63%	3.02%
XP Securities	2.80%	3.00%
Promedio	2.69%	3.08%
Mediana	2.67%	3.00%
STDV	0.16%	0.19%
Máximo	3.15%	3.80%
Mínimo	2.50%	2.90%

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

Encuestas realizadas entre el 12 y el 17 de enero

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,50%	1	3,4%	0	0,0%
1,75%	10	34,5%	1	5,3%
2,00%	6	20,7%	2	10,5%
2,25%	5	17,2%	0	0,0%
2,50%	5	17,2%	1	5,3%
2,75%	2	6,9%	2	10,5%
3,00%	0	0,0%	2	10,5%
3,25%	0	0,0%	2	10,5%
3,50%	0	0,0%	6	31,6%
4,00%	0	0,0%	1	5,3%
4,50%	0	0,0%	2	10,5%
Media		2,08%		3,17%
Mediana		2,00%		3,25%

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

Encuestas realizadas entre el 12 y el 17 de enero

Empresa		Estimación 2021		Estimación 2022	
1	AGPV	2,90%	-	-	-
2	ANIF	2,90%	-	-	-
3	Banco Davivienda	2,74%	-	-	-
4	Bancolombia	2,46%	3,30%	3,30%	3,30%
5	Barclays Capital	2,76%	3,30%	3,30%	3,30%
6	BBVA Research	2,80%	3,00%	3,00%	3,00%
7	Citigroup Global Mkts	2,50%	-	-	-
8	Corficolombiana	3,00%	-	-	-
9	Credicorp Capital	2,32%	-	-	-
10	Credit Agricole	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
11	Credit Suisse	3,05%	3,17%	3,17%	3,17%
12	EIU	3,70%	4,60%	4,60%	4,60%
13	Fedesarrollo	2,80%	3,00%	3,00%	3,00%
14	Fitch Solutions	2,77%	2,94%	2,94%	2,94%
15	Goldman Sachs	2,80%	3,20%	3,20%	3,20%
16	HSBC	2,70%	3,00%	3,00%	3,00%
17	Itaú Unibanco	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
18	JPMorgan	2,70%	3,20%	3,20%	3,20%
19	Moody's Analytics	3,11%	3,56%	3,56%	3,56%
20	Oxford Economics	2,48%	2,90%	2,90%	2,90%
21	Pezco Economics	2,60%	3,00%	3,00%	3,00%
22	Polinomics	2,70%	3,00%	3,00%	3,00%
23	Positiva Compañía de Seguros	2,90%	3,00%	3,00%	3,00%
24	S&P Global	2,70%	3,00%	3,00%	3,00%
25	Scotiabank	2,80%	3,00%	3,00%	3,00%
26	Torino Capital	2,17%	-	-	-
27	UBS	2,75%	3,01%	3,01%	3,01%
Tasa		Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,00% - 2,25%		1	3,70%	0	0,00%
2,25% - 2,50%		3	11,11%	0	0,00%
2,50% - 2,75%		7	25,93%	0	0,00%
2,75% - 3,00%		10	37,04%	2	10,00%
3,00% - 3,25%		5	18,52%	14	70,00%
3,25% - 3,50%		0	0,00%	2	10,00%
3,50% - 3,75%		1	3,70%	1	5,00%
4,50% - 4,75%		0	0,00%	1	5,00%
Media		2,78%		3,16%	
Mediana		2,77%		3,00%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de diciembre, en la cual la tasa de referencia se mantuvo sin cambios en 1,75% tal como anticipaba el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -3 pb, -2 pb y -1 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que la tasa del único TES UVR que se transó en la jornada²¹ presentó una disminución de 6 pb.

El Dane publicó el 5 de enero la variación del índice de precios al consumidor en diciembre, el cual se ubicó en 0,38% mes a mes. Dicho resultado fue superior al dato de la encuesta del Banrep (0,19%), a las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,19%) y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2019 (0,26%). La variación anual fue de 1,61% (esp: 1,45%). Entre el 5 y el 6 de enero las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 8 pb, 3 pb y 2 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -10 pb, -9 pb y -7 pb para estos mismos plazos.

El 30 de diciembre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) expidió la Resolución No. 2684 de 2020, “Por la cual se realiza la designación de los Creadores de Mercado del Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública para la vigencia 2021”. Para esta nueva vigencia, el programa contará con la participación de 14 entidades²² dentro de las cuales se destacó la inclusión de un nuevo Creador de Mercado: el Banco Santander de Negocios de Colombia S.A, toda vez que esta es la primera ampliación del esquema desde 2016. El MHCP destacó que “la llegada de una nueva entidad confirma la solidez y el atractivo del mercado de deuda pública colombiano. El país cuenta con un grupo plural de instituciones financieras nacionales y extranjeras de primer nivel que le brindan competitividad, liquidez y confianza a los inversionistas que negocian nuestros TES”. Entre el 30 de diciembre y el 4 de enero las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 pb, -4 pb y -4 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -7 pb, 16 pb y 12 pb para estos mismos plazos.

El 13 de enero Colombia lanzó una operación en el mercado internacional de capitales, consistente en la emisión de una nueva referencia a 40 años por un monto de US\$1.300 millones con vencimiento en el año 2061 y la reapertura del Bono Global 2031 por US\$1.540 millones dentro de un esquema de manejo de deuda. De la operación se destacó que: i) la nueva referencia era “el título de mayor plazo en dólares – 40 años – y con la tasa cupón más baja de la historia en la parte larga de la curva – 3,875% –; y ii) se sustituyó US\$1.228 millones de bonos en la parte corta de la curva en dólares – 2021, 2024 y 2027 – con una tasa cupón promedio ponderado de 4,01%, por títulos con vencimiento en 2031- con una tasa cupón de 3,125%. Con la operación de manejo de deuda, la vida media del portafolio de bonos de deuda externa se extiende de 13,55 años a 13,67 años y el cupón promedio disminuye de 5,02% a 4,99%”. Entre el 13 y el 14 de enero las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -13 pb, -3 pb y 0 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -6 pb, -5 pb y -2 pb para estos mismos plazos.

El 14 de enero el MHCP subastó exitosamente \$1,05 billones de una nueva referencia de TES denominados en pesos colombianos (COP) con vencimiento en 2036. El nuevo bono servirá como referencia en el nodo de 15 años de la curva de rendimientos. Se informó que “la colocación atrajo alta demanda de inversionistas locales y extranjeros. Se recibieron ofertas de compra por \$2,57

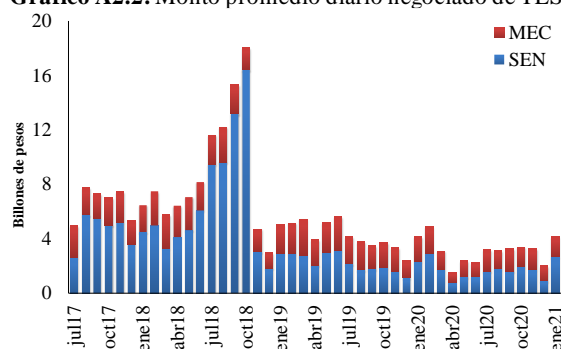
²¹ Con vencimiento en febrero del 2023.

²² Para esta nueva vigencia, el programa contará con la participación de 14 entidades las cuales cumplieron con los requisitos establecidos en la Resolución 5112 del 21 de diciembre de 2018: Bancolombia S.A, BBVA Colombia, Scotiabank, Citibank, JPMorgan Corporación Financiera S.A, Credicorp Capital Colombia S.A, Banco Davivienda S.A, Banco de Bogotá, Corporación Financiera Colombiana S.A, Banco Agrario de Colombia S.A, Banco GNB Sudameris S.A, BTG Pactual S.A. Comisionista de Bolsa, Itaú Corbanca Colombia S. A. y Banco Santander de Negocios de Colombia S.A.

billones, 3.7 veces el monto convocado inicialmente. La sólida demanda permitió activar cláusulas de sobre adjudicación del 50%, equivalente a \$350 mil millones adicionales al monto inicialmente subastado de \$700 mil millones”. Además, junto con esta colocación, el MHCP reiteró su interés en lanzar una nueva referencia de 25 años de TES Pesos en el transcurso del 1T21. Entre el 14 y el 15 de enero las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 pb, -2 pb y -1 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -6 pb, -7 pb y -4 pb para estos mismos plazos.

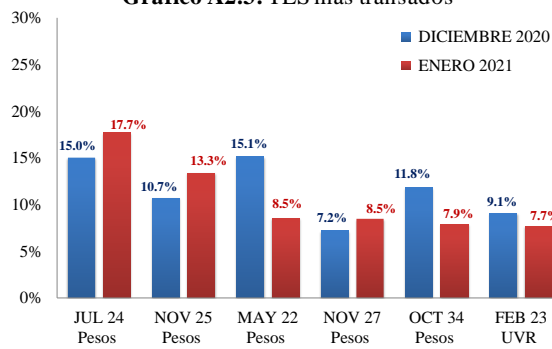
En lo corrido del mes de enero, el monto promedio diario negociado ha sido \$4.14 billones, superior al observado el mes anterior (\$2 billones) pero por debajo del dato registrado en enero de 2020 (\$4.18 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos más transados han sido aquellos en pesos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 15,0% a 17,7%, seguidos por aquellos denominados en pesos que vencen en noviembre de 2025, cuya participación aumentó de 10,7% a 13,3% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



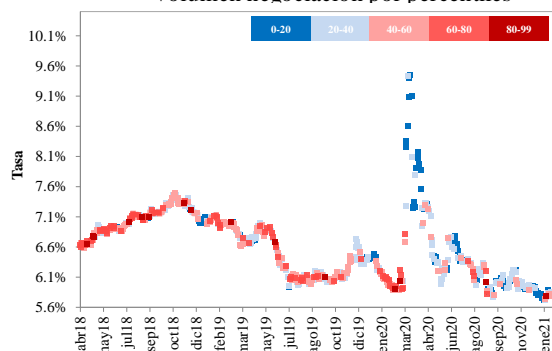
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 22 de enero del 2021.

Gráfico A2.3. TES más transados



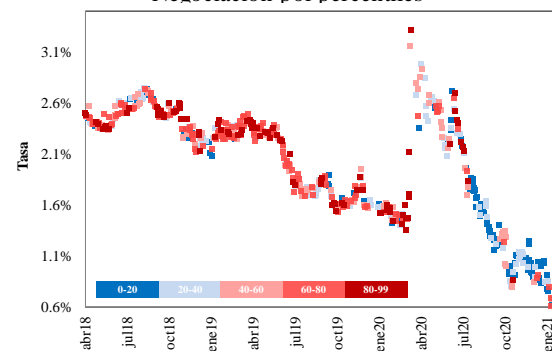
Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

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



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

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



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

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

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

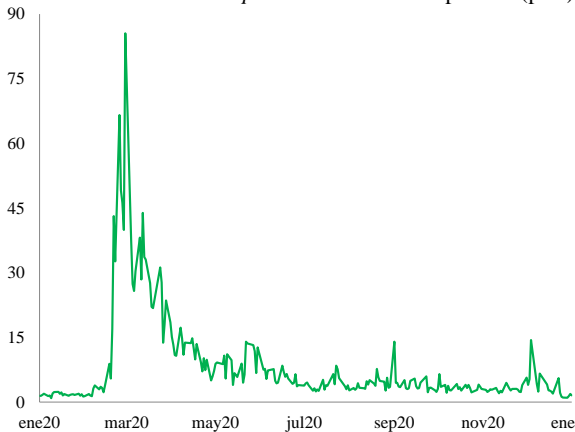
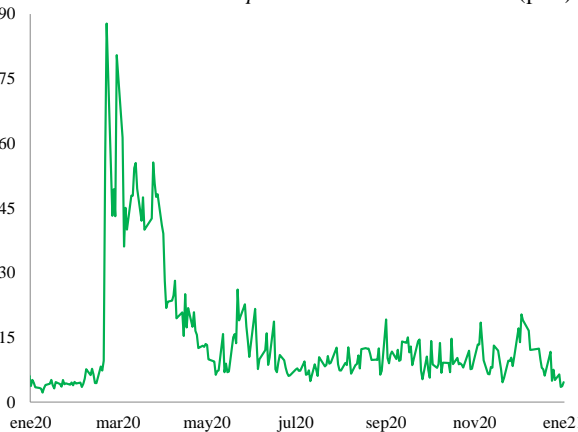


Gráfico A2.7. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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

Frente a lo observado en diciembre, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio en el corrido de enero disminuyó para los TES en pesos y UVR, y se ubica cerca a los niveles observados antes de marzo. Al 21 de enero el BAS promedio se ubicó en 2,3 pb y 7,0 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles de 4,0 pb y 11,2 pb observados durante diciembre (Gráficos A2.6 y A2.7). Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES denominados en pesos y UVR aumentó en \$25,4 mm y \$26,3 mm, respectivamente (Gráficos A.8 y A2.9).

Gráfico A2.8. Profundidad promedio TES en pesos*

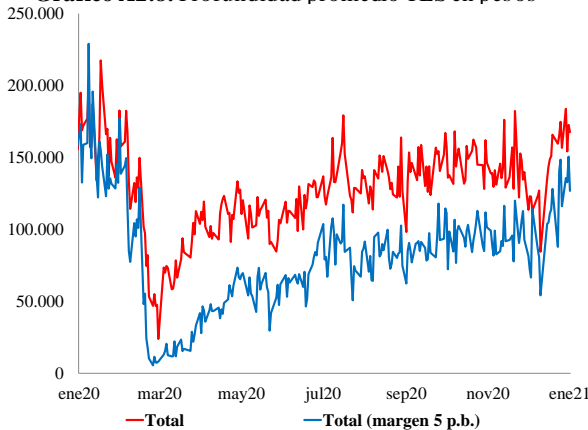
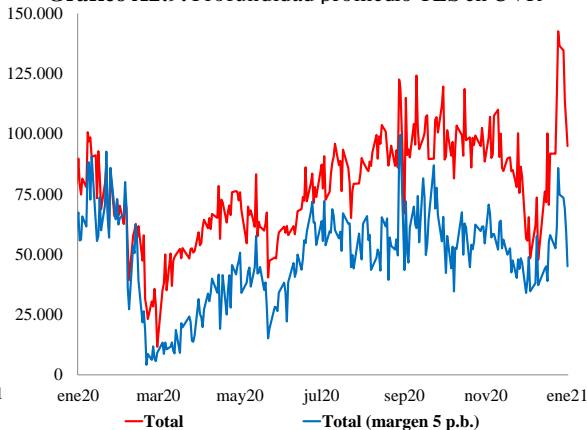


Gráfico A2.9. Profundidad promedio TES en UVR*

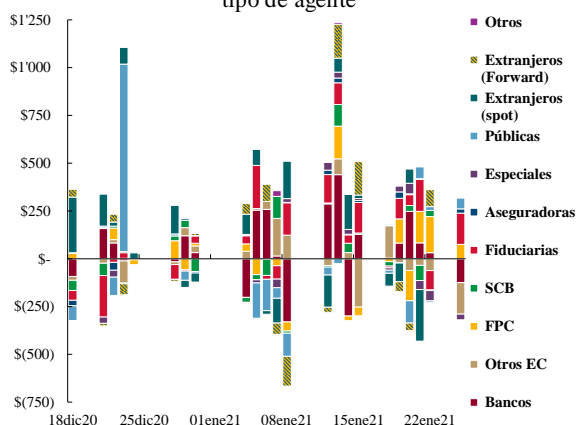


Fuente y Cálculos: Banrep. * COP m. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total del mercado y las mejores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

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

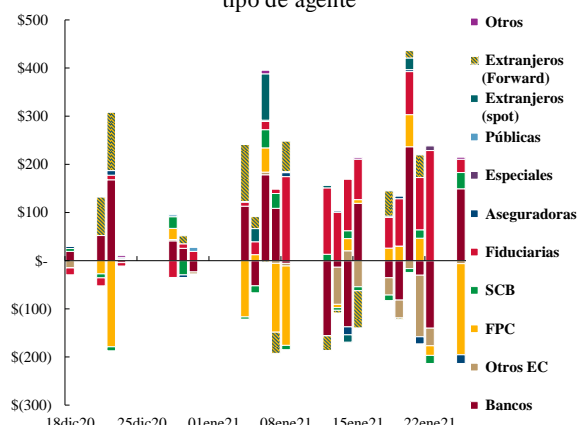
Desde el 18 de diciembre, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (\$1.236 mm), los FIC a través de sociedades fiduciarias (\$785 mm), los fondos de pensiones y cesantías (\$450 mm) y los inversionistas del exterior (\$351 mm); al tiempo que los principales vendedores netos fueron los pasivos pensionales a través de sociedades fiduciarias (\$118 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR fueron los FIC a través de sociedades fiduciarias (\$641 mm), los terceros a través de sociedades fiduciarias (\$602 mm) y los bancos comerciales (\$511 mm), mientras que los principales oferentes netos fueron los fondos de pensiones y cesantías (\$557 mm) y las corporaciones financieras (\$378 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

En lo corrido del 2020 los inversionistas extranjeros realizaron compras netas en el mercado de contado de TES en pesos por \$12.475 mm (al tiempo que se les vencieron TES pesos por \$1.195 mm) y ventas netas de TES UVR por \$525 mm. Desde el 18 de diciembre, compraron en neto TES en pesos por \$20 mm, \$43 mm y \$289 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que en este mismo periodo compraron en neto TES UVR por \$22 mm y \$117 mm en los tramos medio y largo, respectivamente.

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

	2020	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	4'232	2'555	(271)	480	1'026	1'236	(550)	1'130	(68)	511
Compañía de Financiamiento Comercial	6	(1)	-	2	(0)	2	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(0)	803	223	447	(666)	3	-	(344)	(34)	(378)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	4'239	3'356	(48)	928	360	1'241	(550)	786	(102)	134
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	67	26	24	75	-	99	-	-	-	-
Terceros	9'973	(3'541)	(69)	(655)	1'075	351	25	(1'251)	670	(557)
Fondos de Pensiones - Prima Media										
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	10'039	(3'514)	(45)	(581)	1'075	450	25	(1'251)	670	(557)
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	(153)	167	87	28	(52)	63	77	(40)	9	46
Terceros	183	(34)	(66)	(35)	63	(38)	11	(17)	12	6
Extranjeros	(0)	-	-	-	0	0	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	30	133	20	(8)	12	24	88	(57)	20	51
Sociedades Fiduciarias										
Propia	(37)	67	(2)	2	12	12	5	5	4	15
Terceros	12'228	2'375	479	(137)	943	1'284	432	488	465	1'384
Extranjeros***	11'280	(525)	20	43	289	351	-	22	117	139
FIC	2'402	1'005	433	282	70	785	272	290	79	641
Pasivos Pensionales	(1'103)	488	(63)	(448)	393	(118)	5	(139)	136	2
Total Sociedades Fiduciarias	12'191	2'442	477	(135)	955	1'296	437	493	469	1'400
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	246	1'193	16	(14)	87	88	-	11	(30)	(19)
Terceros	11	12	-	6	2	8	-	3	1	4
Pasivos Pensionales	11	12	-	6	2	8	-	3	1	4
Total Compañías de Seguros y Capitalización	256	1'205	16	(8)	89	96	-	14	(28)	(15)
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	22'517	266	469	(731)	2'129	1'867	550	(801)	1'131	880
Total Entidades Financieras Especiales**	1'534	383	144	(65)	(140)	(61)	-	7	3	10
Total Entidades Públicas****	1'182	123	183	(133)	224	274	-	8	4	12
Otros*****	581	(354)	2	1	47	49	-	-	19	19
Extranjeros	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	30'051	3'774	750	-	2'620	3'370	-	-	1'054	1'054

Fuente: Banrep. Información actualizada al 25 de enero del 2021. *Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos y emisiones. ** Fogafin, BancoldeX, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, 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 22 de enero, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$6.762 mm y ventas por \$795 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$6.524 mm y de ventas por \$788 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$231 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$4.549 mm el 18 de diciembre a \$4.780 mm el 22 de enero del 2021.

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

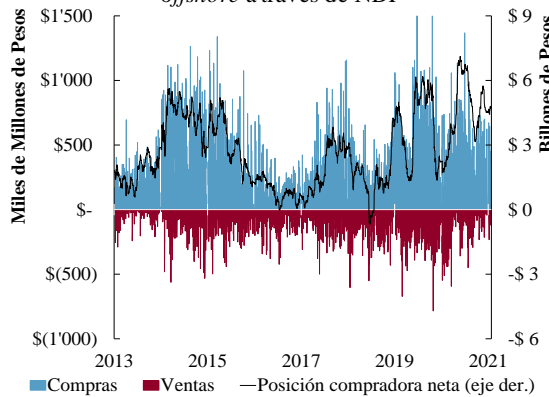


Gráfico A3.4. Saldo de compras netas *offshore* de TES en pesos en NDF por título

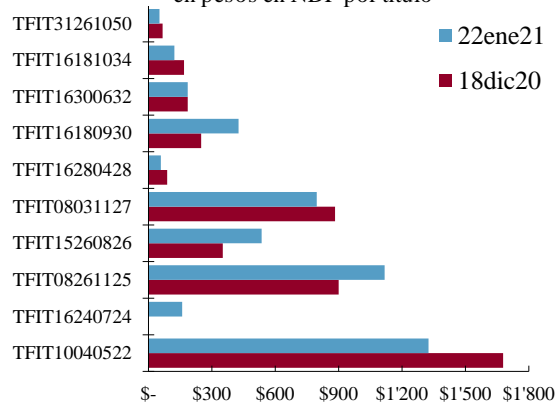
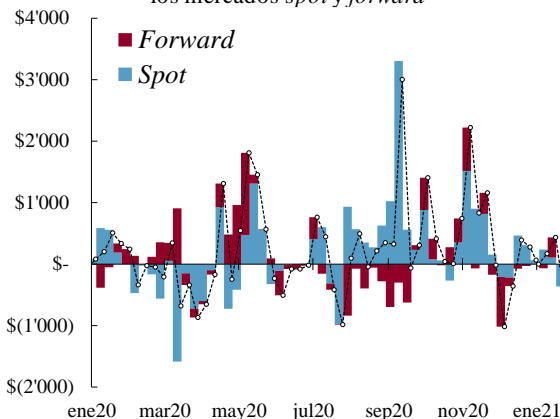
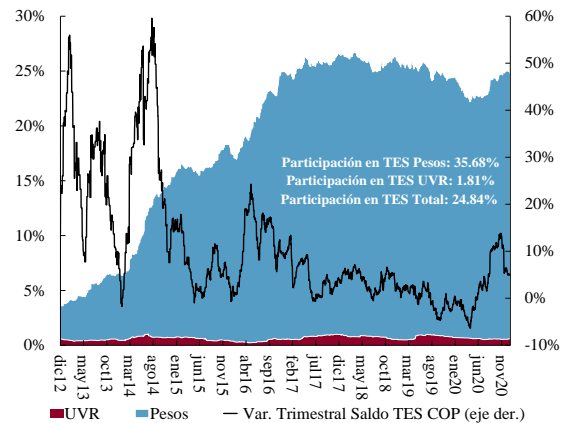


Gráfico A3.5. Compras netas de TES en pesos *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



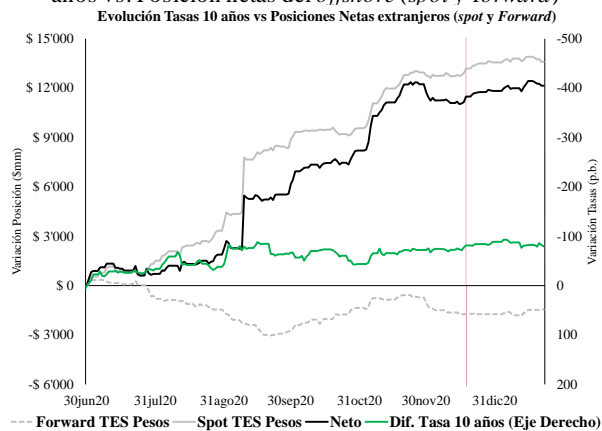
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



Fuente: Banrep.

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



Fuente: Banrep. Datos diarios.

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los TES que vencen en 2024, 2025, 2026, 2030 y 2032, y disminuyó para aquellos con vencimiento en 2022, 2027, 2028, 2034 y 2050 (Gráfico A3.4). En resumen, los inversionistas extranjeros compraron TES en pesos en el mercado de contado por \$351 mm y en el mercado a futuro por \$231 mm, de manera que la posición neta agregada en TES pesos aumentó \$582 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

	2020			Corrido de 2021			nov-20			dic-20			Corrido de ene-21		
	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	Total	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	Total	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	Total	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	Total	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	Total
Sistema Financiero*	\$ 4'239	\$ (2'293)	\$ 1'946	\$ 938	\$ (259)	\$ 679	\$ 2'562	\$ (512)	\$ 2'049	\$ (1'854)	\$ 754	\$ (1'100)	\$ 938	\$ (259)	\$ 679
<i>Offshore</i>	\$ 11'280	\$ 2'293	\$ 13'573	\$ (20)	\$ 259	\$ 239	\$ 3'199	\$ 512	\$ 3'712	\$ 599	\$ (754)	\$ (155)	\$ (20)	\$ 259	\$ 239

Cifras en COP mm. Información actualizada al 22 y 25 de enero 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 las curvas de deuda pública de la región presentaron empinamientos, en línea con la curva de *Treasuries* en EE.UU. El empinamiento de la curva de EE.UU. se dio como consecuencia de estabilidad en el tramo corto y desvalorizaciones en el tramo largo. Estas desvalorizaciones se presentaron ante las expectativas de mayor estímulo fiscal que podría derivar en mayor emisión de deuda y mayor inflación, luego que el Partido Demócrata obtuviera el control del Senado tras las elecciones de Georgia durante la primera semana de enero. Por el contrario, la curva de Brasil se aplanó ante mayores desvalorizaciones del tramo corto frente a las observadas en el tramo largo. Las desvalorizaciones del tramo corto se explican por las recientes presiones inflacionarias, lo que ha generado expectativas de un aumento de la tasa de política por parte del Banco Central durante los próximos meses²³. Por su parte, el tramo medio y largo de la curva se desvalorizó como consecuencia de la incertidumbre fiscal ante un posible quiebre del límite del gasto con el fin de enfrentar la nueva ola de contagios en el país.

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes²⁴ (incluyendo Colombia) desde el 18 de diciembre, en lo corrido de 2020 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR, estos indicadores presentaron un comportamiento mixto para las regiones, de tal manera que disminuyó para Latinoamérica y Medio Oriente/África, aumentó para Asia y se mantuvo estable en el caso de Europa. Los índices *Total GBI-EM Global* y el de Colombia aumentaron 0,01% y 0,66%, respectivamente.

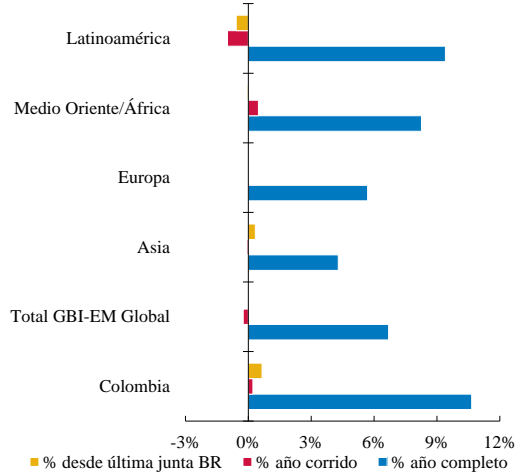
Adicionalmente, el IIF²⁵ estimó flujos de inversión de portafolio de economías emergentes en diciembre por US\$45,9 mm, conformado por entradas de US\$16,6 mm en renta fija y US\$29,3 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$3,4 mm (Gráfico A4.3).

²³ En su junta de enero, el Banco Central de Brasil mantuvo la tasa de interés Selic en 2%. Sin embargo, el comunicado fue interpretado como *hawkish* debido a que retiró su orientación futura de mantener bajos los costos del crédito por un largo período.

²⁴ 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.

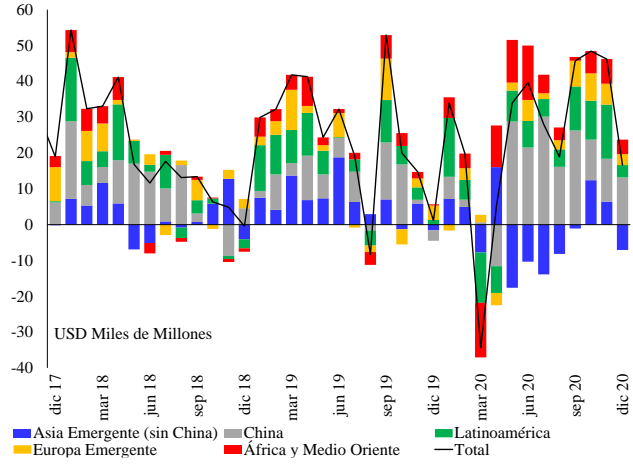
²⁵ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

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



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

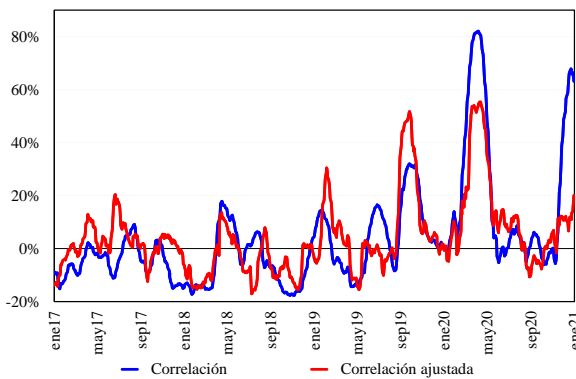
Gráfico A4.3: Flujos de portafolio hacia renta fija economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

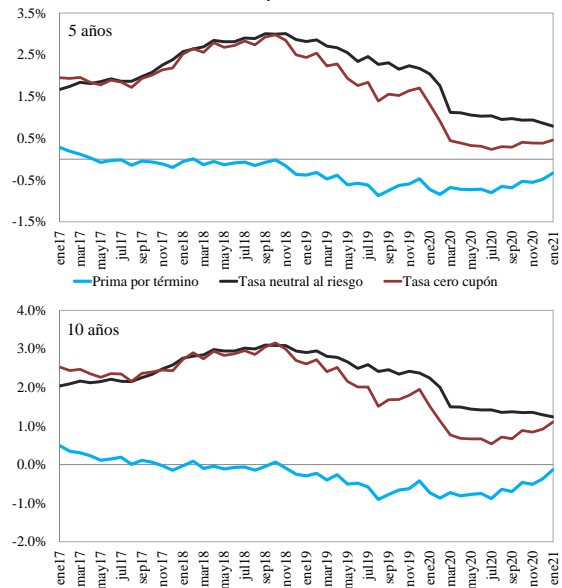
En el Gráfico A4.4 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) subió y se ubicó en niveles cercanos al 63,15%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en 20,05%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en parte por factores externos. Por su parte, con los últimos datos disponibles, entre diciembre y enero las primas por vencimiento de los Treasuries subieron 15 pb y 24 pb para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,33% y -0,13%, respectivamente. Por otro lado, las tasas neutras al riesgo cayeron y se ubicaron en 0,79% y 1,24% para los plazos a 5 y 10 años (Gráfico A4.5).

Gráfico A4.4. Correlación pendientes región



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

Gráfico A4.5. Prima por vencimiento Treasuries



Fuente y Cálculos: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Países Desarrollados

Desde la última reunión de la JDBR, los bancos centrales de Canadá, Israel y Noruega decidieron mantener sus tasas de política monetaria en 0,25%, 0,1% y 0% respectivamente. Adicionalmente, el Banco Central de Canadá mantuvo sin cambios su programa de flexibilización cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés), de manera que continuará comprando semanalmente al menos CAD\$4 mm de bonos gubernamentales.

En su junta del 21 de enero, el Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) decidió mantener, en -0,1%, la tasa de interés de referencia aplicable a los balances que mantienen en el banco central las instituciones financieras, y dio continuidad a su política de tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (*Japanese Government Bonds*). Además, señaló que continuará con las compras de ETFs (*Exchange-Traded Funds*) y J-REITs (*Japan Real Estate Investment Trust*) tal que sus tenencias crezcan a un ritmo anual de ¥12 billones y ¥180 mm, respectivamente. En cuanto a papeles comerciales y bonos corporativos, la entidad mantendrá sus tenencias en aproximadamente ¥2 billones y ¥3 billones, respectivamente, y continuará con las compras adicionales de estos activos hasta septiembre de 2021, de tal forma que estas tenencias asciendan a un nivel menor o igual a ¥20 billones²⁶. Por último, el BoJ anunció que los desembolsos de préstamos hechos bajo los programas de asistencia crediticia para instituciones financieras, empresas y particulares²⁷ fueron extendidos por un año.

En su junta del 21 de enero, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito en 0%, 0,25% y -0,50%, respectivamente, en línea con lo esperado por el mercado. A su vez, la entidad continuará con su programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) que cuenta con un monto total de €1,85 billones. En línea con lo anunciado en diciembre, este programa se mantendrá al menos hasta marzo de 2022. Así mismo, el BCE continuará reinvertiendo, al menos hasta finales de 2023, el principal de los activos adquiridos bajo este programa y que se vayan venciendo durante este periodo. En cuanto al programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), el BCE continuará realizando compras a un ritmo mensual de €20 mm, y seguirá reinvertiendo el principal de los activos que vayan venciendo durante un periodo prolongado tras la fecha en que comience a subir los tipos de interés. Por último, la entidad continuará proporcionando liquidez extraordinaria a través de sus esquemas de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés).

El 27 de enero, la Reserva Federal de EE.UU. decidió mantener su tasa de política monetaria en el rango objetivo entre 0% y 0,25% y la tasa de interés pagada sobre los saldos de reservas requeridos y en exceso en 0,1%, en línea con lo esperado por el mercado, con el objetivo de brindar soporte a la economía durante la crisis provocada por la pandemia del Covid-19. Además, indicó que el ritmo de recuperación de la actividad económica y el empleo se ha moderado en los últimos meses, con la debilidad concentrada en los sectores más afectados por la pandemia; en particular, el FOMC señaló que la trayectoria de la economía dependerá en gran medida del curso del virus y del proceso de vacunación.

Adicionalmente, la Fed señaló que espera mantener su postura acomodaticia de política monetaria actual con el propósito alcanzar sus objetivos de máximo empleo y una inflación del 2% en el largo

²⁶ De los ¥20 billones, los ¥15 billones que corresponden a las compras adicionales de papeles comerciales y bonos corporativos se distribuirán entre cada activo según las condiciones del mercado.

²⁷ *Fund-Provisioning Measure to Stimulate Bank Lending* y *Fund-Provisioning Measure to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth*.

plazo²⁸; y continuará comprando *Treasuries* y valores respaldados por hipotecas de agencias por al menos USD\$80 mm y USD\$40 mm por mes, respectivamente, para mantener el buen funcionamiento del mercado y fomentar condiciones financieras sólidas que respalden el flujo de crédito hacia los hogares y negocios de ese país.

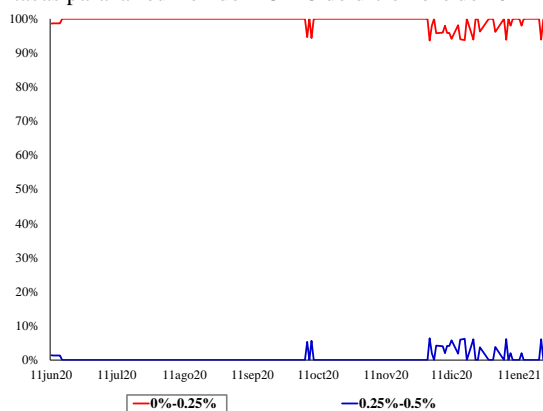
Por último, el FOMC indicó que, para determinar la postura de la política monetaria más apropiada, continuará monitoreando las implicaciones de la información entrante sobre las perspectivas económicas. El comité también destacó su disposición a ajustar la orientación de la política monetaria según corresponda si surgen riesgos que pudieran impedir el logro de las metas previamente señaladas, al tiempo que sus evaluaciones tomarán en cuenta una amplia gama de información, incluidas lecturas sobre salud pública, condiciones del mercado laboral, presiones inflacionarias y expectativas de inflación, y desarrollos financieros e internacionales.

Países Emergentes

El Banco Popular de China dedició mantener la *1-Year Loan Prime Rate* y la *5-Year Loan Prime Rate* en 3,85% y 4,65%, respectivamente. Por su parte, los bancos centrales de Egipto (8,25%), Indonesia (3,75%), Brasil (2%), Malasia (1,75%), Perú (0,25%), Polonia (0,1%), Rusia (4,25%), Tailandia (0,5%), Ucrania (6%), Serbia (1%), Corea del Sur (0,5%), Turquía (17%), Sudáfrica (3,5%), Hungría (0,6%) y Paraguay (0,75%) mantuvieron sus tasas de política pública inalteradas, al tiempo que el de Rumania la recortó 25 pb a 1,25% y el de Turquía la incrementó 200 pb a 17%.

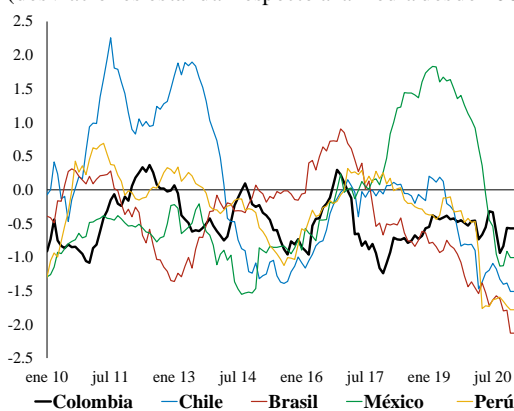
En el Gráfico A5.2. se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales²⁹ desde el año 2005. Se puede observar que en diciembre disminuyeron para todos los países. Además, con los últimos datos disponibles, estas no han presentado variaciones en lo corrido de enero³⁰ y todas se ubican por debajo de sus medias históricas.

Gráfico A5.1. Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2021



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.

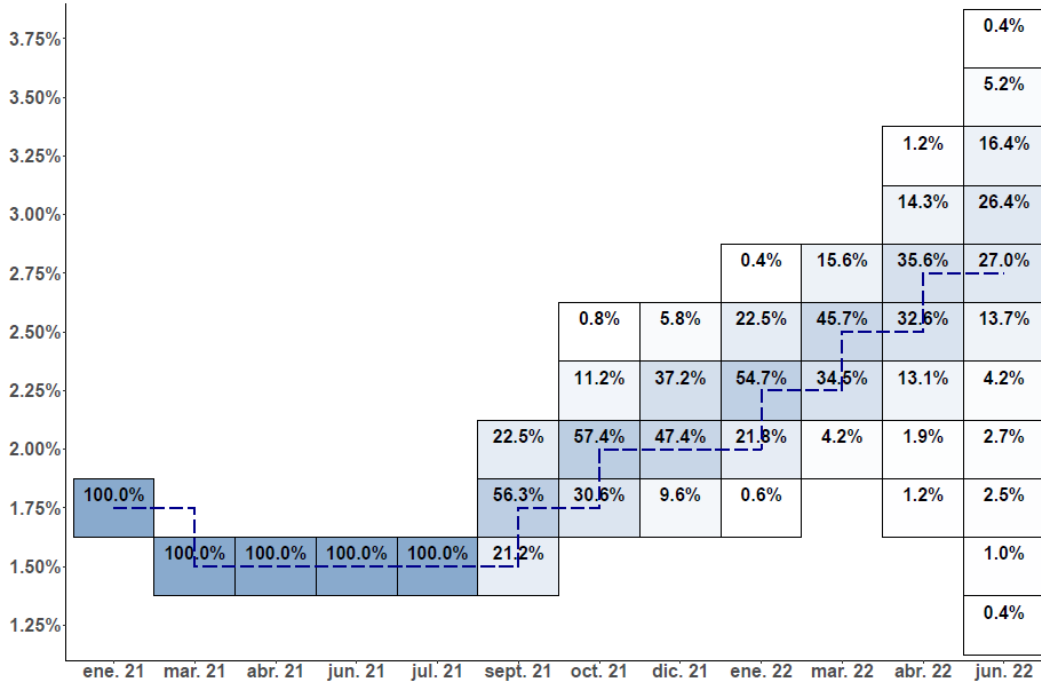
²⁸ Con la inflación persistentemente por debajo de esta meta, el FOMC apuntará a una inflación moderadamente superior al 2% durante algún tiempo para que la inflación promedie 2% a lo largo del tiempo y las expectativas de inflación a largo plazo se mantengan ancladas en el 2%

²⁹ Deflactadas con medidas de inflación básica.

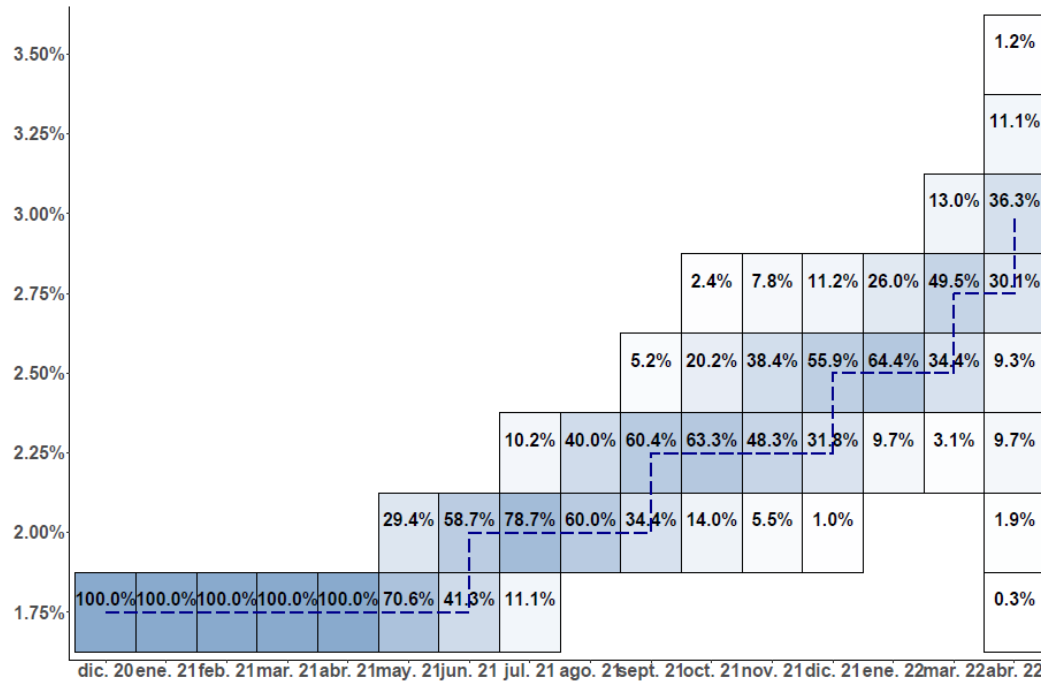
³⁰ Información al 22 de enero con datos de inflación núcleo de diciembre.

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. 14 de diciembre de 2020



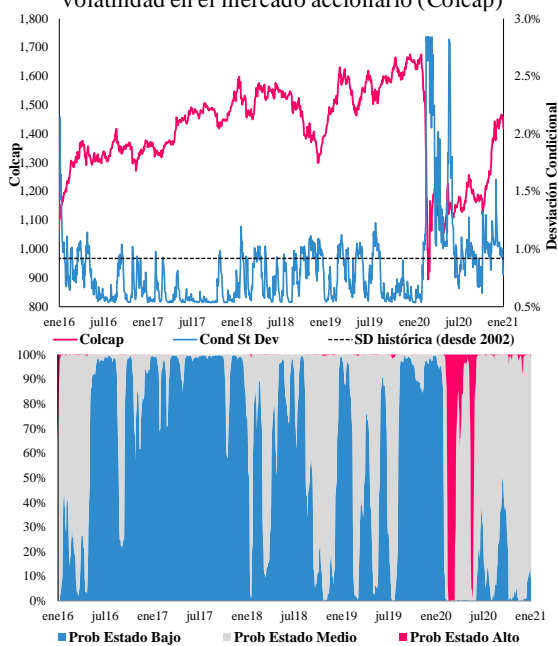
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, el 55% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia se mantenga igual (59%), el 32% espera que aumente (ant: 23%), mientras que el 14% restante espera que disminuya (ant: 18%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 45% espera que permanezca estable (ant: 26%), un 30% que aumente (ant: 39%) y un 9% que disminuya (ant: 13%)³¹.

Con información al 15 de enero, 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 200 pb, 57 pb y 76 pb para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente, reflejando los aumentos de las tasas activas frente a la caída de las tasas de los TES (activas 201 p.b. versus TES -2 pb en el caso de tesorería; activas 46 pb versus TES -14 pb en el caso de la cartera preferencial; activas 64 p.b. versus TES -14 p.b. en el caso de la cartera de consumo).

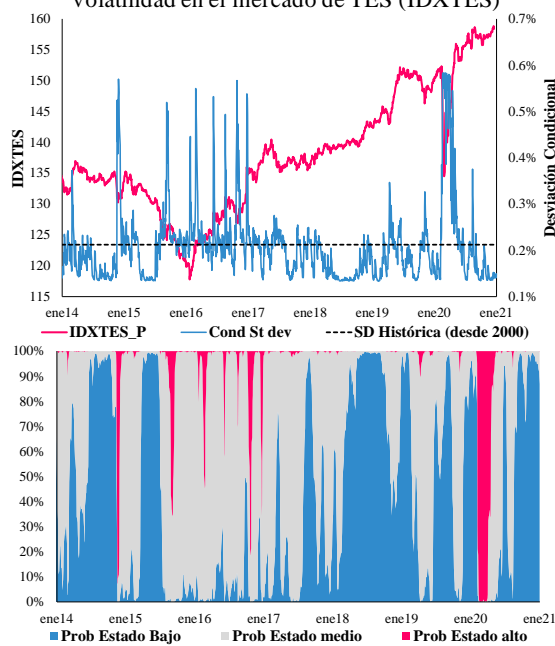
Entre el 18 de diciembre de 2020 y el 25 de enero de 2021 el COLCAP se desvalorizó 2%. Las acciones que tuvieron el peor desempeño durante el periodo fueron Bancolombia (12,7%), PF-Bancolombia (11,9%) y Davivienda (11,4%). En lo corrido de enero, la volatilidad promedio del mercado accionario cayó frente a los niveles observados el mes anterior y al 22 de enero el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1). Por otro lado, la volatilidad en el mercado de TES cayó y el escenario más probable continúa siendo el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.2).

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

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



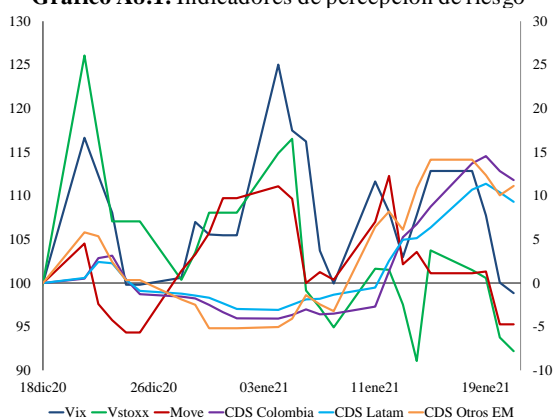
Fuente: Banco de la República, Cálculos: Banrep.

³¹ Al 16% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 23%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

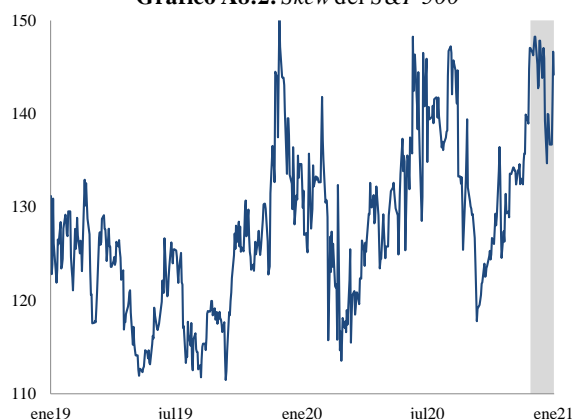
Por su parte, la percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*³², el *Vstox*³³ y el *Skew*³⁴, presentó una alta volatilidad y se mantuvo en niveles elevados como consecuencia de la incertidumbre ante el surgimiento de nuevas cepas y el aumento de nuevos casos de Covid-19, así como las medidas de confinamiento impuestas en varias partes del mundo para contener el avance del virus. Sin embargo, durante las últimas semanas de diciembre y primera semana de enero hubo optimismo a nivel global ante la aprobación de un nuevo paquete de estímulo fiscal en EE.UU. y expectativas de mayor estímulo tras las elecciones en el estado de Georgia, el acuerdo del Brexit que permitió al Reino Unido una salida ordenada de la Unión Europea, y las primeras vacunaciones en el mundo contra el Covid-19. Las demoras recientes en el proceso de vacunación han sido otro factor de riesgo adicional. En cuanto al *Move*³⁵, este continuó en niveles históricamente bajos ante las expectativas de estabilidad del rango de los Fondos Federales por un tiempo prolongado.

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



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

Gráfico A8.2. Skew del S&P 500



Fuente: Bloomberg.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) en EE.UU. se redujo al pasar de 253 en noviembre a 205 en diciembre. Así mismo, los indicadores de política comercial (obs: 93; ant: 202), monetaria (obs: 77; ant: 147) y fiscal (201; ant: 230) disminuyeron, mientras que el indicador de política sanitaria (obs: 461; ant: 427) aumentó. En Europa, estos indicadores presentaron reducciones en Alemania (obs: 195; ant: 387), Francia (obs: 257; ant: 404), Italia (obs: 142; ant: 279), Reino Unido (obs: 248; ant: 309) y España (obs: 155; ant: 175; Gráficos A8.3 y A8.4).

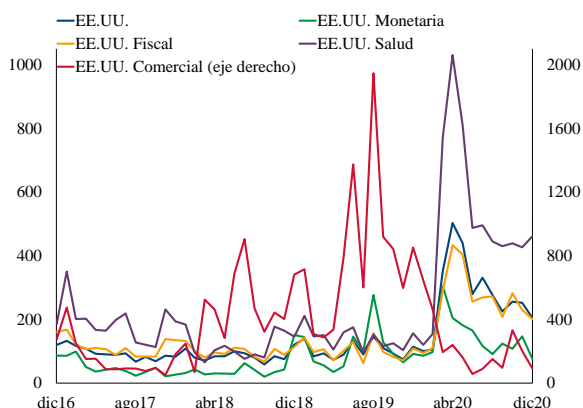
³² El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

³³ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

³⁴ 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.

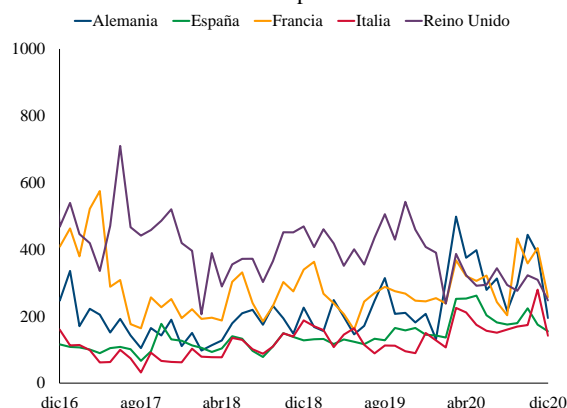
³⁵ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

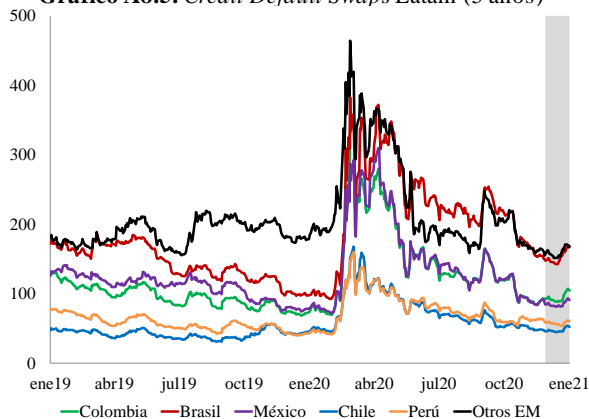
Gráfico A8.4. Incertidumbre en política económica en Europa



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016); Ghirelli, Perez & Urtasun (2019).

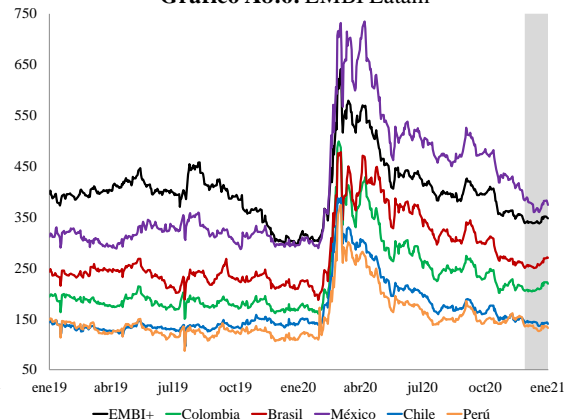
Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años presentaron aumentos en los países de la región, mientras que los índices EMBI³⁶ presentaron un comportamiento mixto. El CDS a 5 años aumentó 20 pb en Brasil, 12 pb en Colombia, 6 pb en México y Chile, y 2 pb en Perú. Por su parte, el EMBI aumentó 20 pb en Brasil y 14 pb en Colombia, mientras que en México, Perú y Chile se redujo 9 pb, 3 pb y 2 pb, respectivamente (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.6. EMBI Latam



Fuente: Bloomberg.

³⁶ 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.