



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 (29 de enero), y con información hasta el 19 de febrero, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 12 pb, 14 pb, 14 pb, 12 pb y 10 pb para los plazos a 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, el 19 de febrero el BEI se ubicó en 2,00%, 2,59%, 2,97%, 3,37% y 3,76% para los plazos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, en su orden (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de desvalorizaciones de los TES en UVR superiores a las de los TES denominados en pesos (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de enero contra las tasas promedio de lo corrido de febrero, se observan variaciones del BEI de -2 pb, 1 pb, 2 pb, 3 pb y 4 pb para los tramos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente.

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

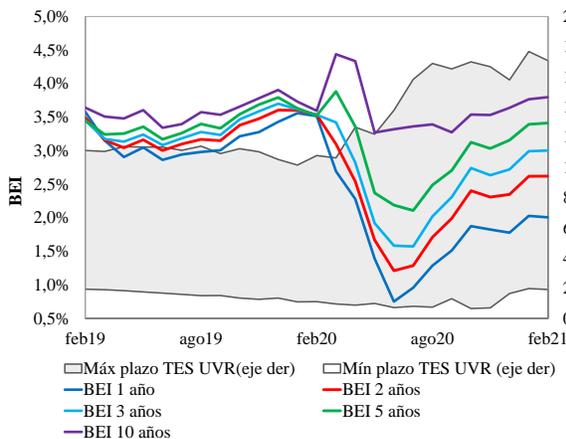
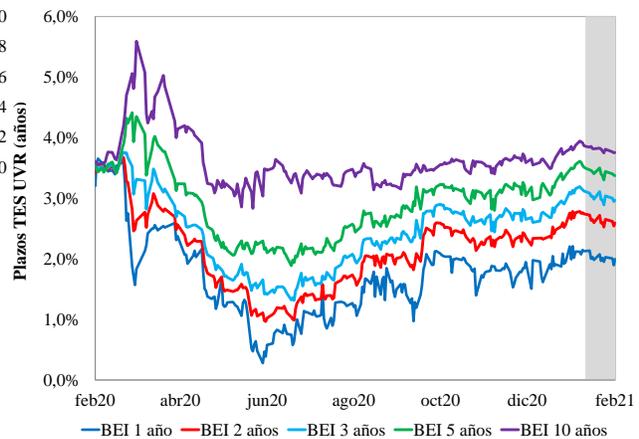


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



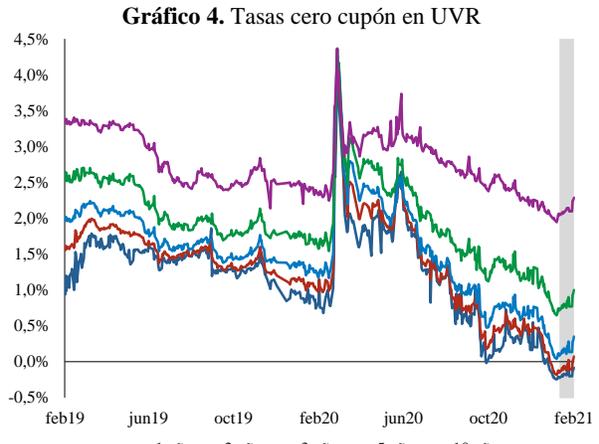
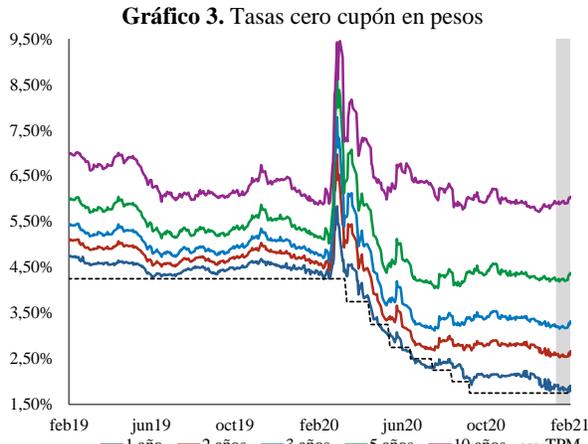
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

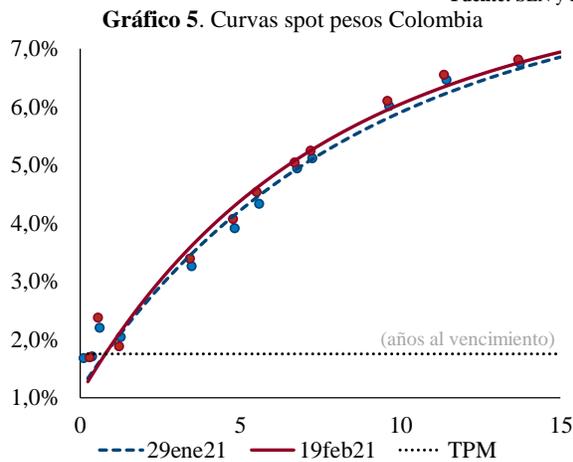
	Punto a punto (plazo en años)										
	TES pesos					TES UVR					
	1	2	3	5	10	1	2	3	5	10	
29ene21	1,90%	2,59%	3,20%	4,21%	5,90%	-0,23%	-0,15%	0,09%	0,71%	2,04%	
19feb21	1,91%	2,67%	3,32%	4,37%	6,04%	-0,08%	0,07%	0,35%	1,00%	2,29%	
	Variaciones pb										
	1	8	12	16	14	14	22	26	28	24	
Var. BEI	-13	-14	-14	-12	-10						
	Promedios mensuales										
	ene21	1,92%	2,63%	3,25%	4,25%	5,83%	-0,11%	0,01%	0,26%	0,86%	2,07%
	feb21*	1,84%	2,57%	3,21%	4,25%	5,94%	-0,17%	-0,06%	0,20%	0,83%	2,13%
	Variaciones pb										
	-8	-6	-4	0	11	-6	-7	-6	-3	7	
Var. BEI	-2	1	2	3	4						

*Información disponible al 19 de febrero de 2021.

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.



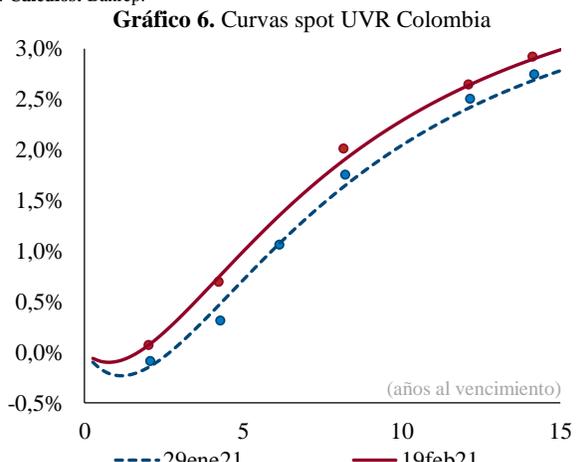
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.



Cambios en la curva por plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
8	12	16	14

Cifras en puntos básicos



Cambios en la curva por plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
22	26	28	24

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años aumentó 6 pb para el caso de la curva de rendimientos de TES denominada en pesos, y 2 pb en el caso de la curva denominada en UVR (Gráficos 7 y 8).

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

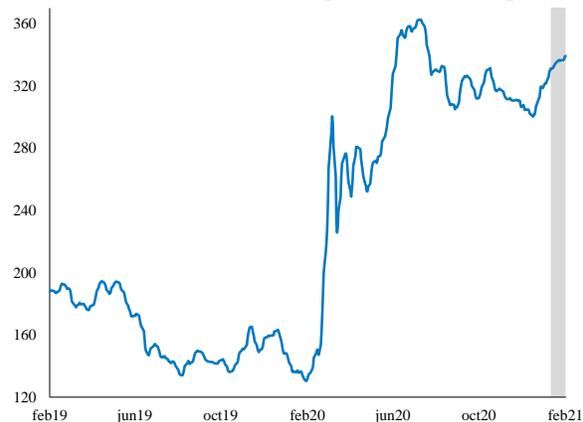
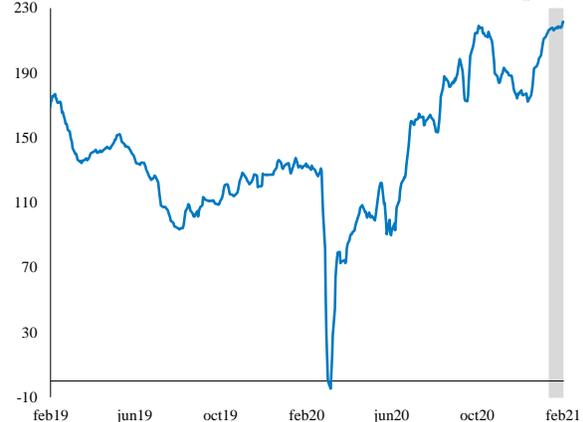


Gráfico 8. Pendiente curva TES UVR (10-2 años) (p.b.)



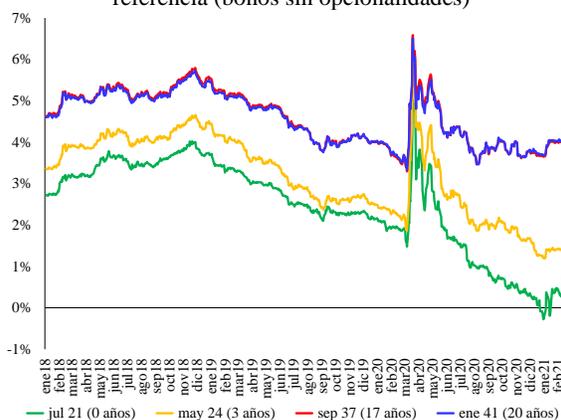
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep. Los datos corresponden al promedio móvil de cinco días.

Luego de la última reunión de la JDBR, la curva de TES denominada en pesos se empujó ante desvalorizaciones de los tramos medio y largo superiores a las del tramo corto. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con lo observado en los títulos de los demás países de la región, los cuales respondieron al empujamiento de la curva de *Treasuries* en EE.UU. Este empujamiento se ha dado durante las últimas semanas como consecuencia de las expectativas de una rápida recuperación económica en EE.UU. que vendría acompañada de presiones inflacionarias, producto de la posible aprobación del paquete de estímulo fiscal por USD 1,9 billones propuesto por el Gobierno Biden (*reflation trade*). Durante este periodo, los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas de TES en pesos por \$973 mm en el mercado de contado (principalmente en el tramo largo) y \$1.109 mm en el mercado a futuro (principalmente por vencimientos de contratos de compras de títulos con vencimiento en mayo de 2022), de manera que la posición neta agregada se redujo \$2.082 mm. Ventas mensuales de esta magnitud no se veían desde noviembre de 2019 (\$3.257 mm). Por otro lado, las desvalorizaciones del tramo largo fueron inferiores a las observadas en los demás países de la región, lo cual pudo estar asociado a la publicación del dato del PIB del 2020, por encima de lo esperado, y al aumento de los precios del petróleo¹. Finalmente, las desvalorizaciones del tramo corto se han visto contenidas ante la demanda de entidades públicas, particularmente del título que vence en 2022 (\$3.140 mm).

Por otro lado, la curva de TES en UVR también se empujó durante este periodo ante desvalorizaciones de los tramos medio y largo superiores a las del tramo corto. Este comportamiento estuvo en línea con el desempeño de la curva de TES denominados en pesos. Además, las desvalorizaciones del tramo corto también estuvieron asociadas a la publicación del dato de inflación de enero (1,60%), que se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado (1,65%).

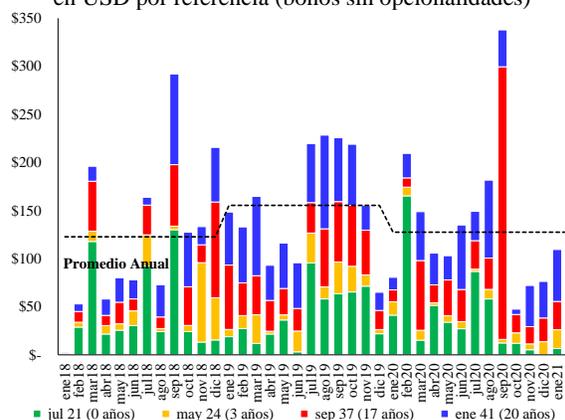
En lo corrido del mes de febrero la volatilidad en el mercado de TES aumentó y permaneció en un nivel de volatilidad bajo (ver Anexo 7). Respecto a la liquidez del mercado de TES, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio durante lo corrido de febrero se ubicó por debajo de lo observado en enero; al tiempo que la profundidad promedio de los TES en pesos y UVR aumentó frente al mes anterior. Estos indicadores continuaron evidenciando 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)



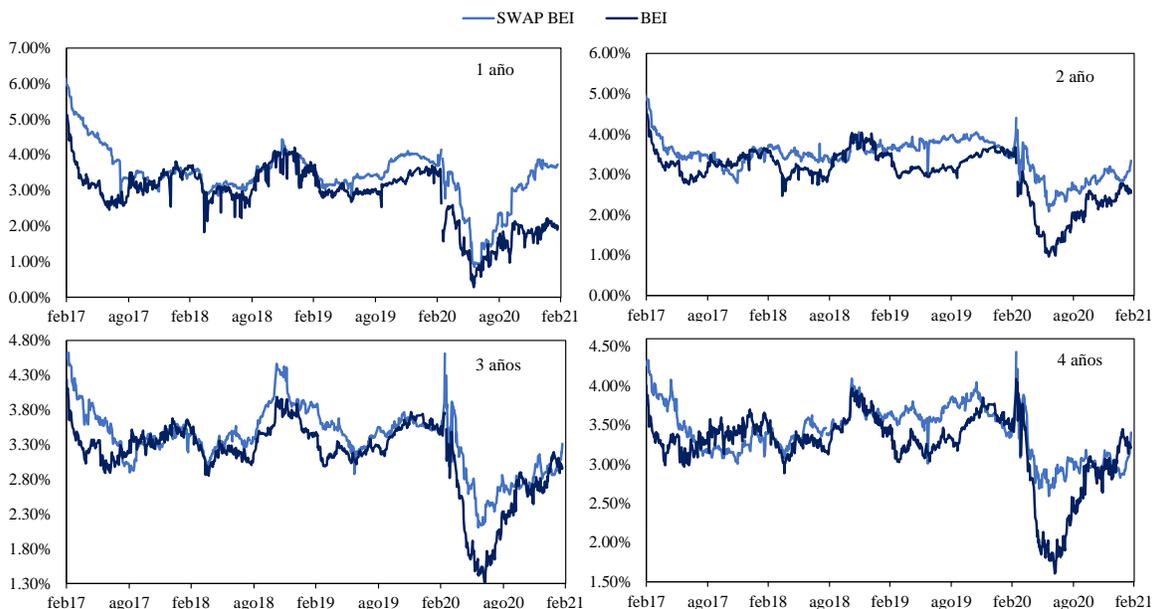
Fuente: Bloomberg. USD m. El dato del último mes corresponde a una aproximación con información al 19 de febrero del 2021.

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

¹ El 15 de diciembre el DANE dio a conocer que la economía colombiana se contrajo 6,8% durante 2020 (esp: -7%). Por otro lado, al 19 de febrero los precios del petróleo han aumentado 14,3% y 13,5% para las referencias Brent y WTI, respectivamente.

internacionales². Desde el 29 de enero, las tasas de los títulos con vencimientos a 0, 3, 17 y 20 años presentaron variaciones de 47 pb, 5 pb, 17 pb y 20 pb, respectivamente; donde los títulos de corto plazo continuaron presentando una baja liquidez ante la proximidad de su vencimiento, y las desvalorizaciones del tramo largo estuvieron en línea con la deuda pública externa de México y Perú³, y con el empinamiento de la curva de *Treasuries*. En cuanto a los montos negociados, en lo corrido de febrero estos se han ubicado por debajo de lo observado en los últimos meses.

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 (29 de enero de 2021), y con información hasta el 19 de febrero de 2021, los Swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años presentaron variaciones de 5 pb, 47 pb, 41 pb y 54 pb, y se ubicaron en 3,73%, 3,34%, 3,31% y 3,40%, respectivamente. De esta manera, la diferencia entre los Swap BEI y los BEI aumentó⁴. 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). Se observa que estos montos disminuyeron durante febrero, frente a lo observado en enero.

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

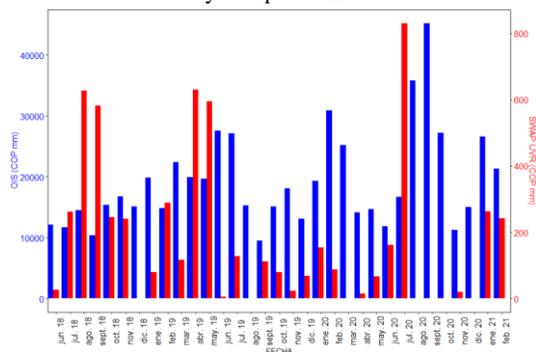
³ Entre el 29 de enero y el 19 de febrero del 2021 los rendimientos de los títulos de deuda externa denominada en dólares a 10 años para Brasil, Perú y México presentaron variaciones de -1 pb, 25 pb y 7 pb, respectivamente.

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

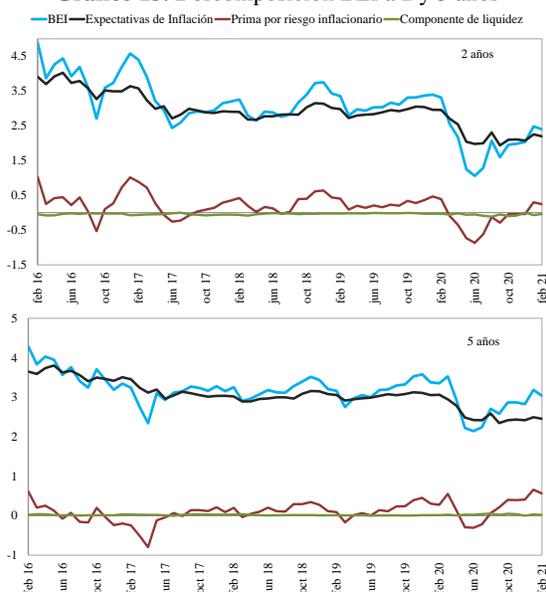
En el Gráfico 13, con información al 19 de febrero y tomando el último dato de cada mes, se presenta la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De esta manera, se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,19% (ant: 2,26%) y para los próximos 5 años sea 2,45% (ant: 2,53%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio cayeron 6 pb y 9 pb y se ubicaron en 0,24% y 0,56% 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 ligero repunte y refleja expectativas de inflación promedio para los próximos 2 y 5 años de 2,10% (ant: 2,07%) y 3,08% (ant: 2,96%), respectivamente.

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



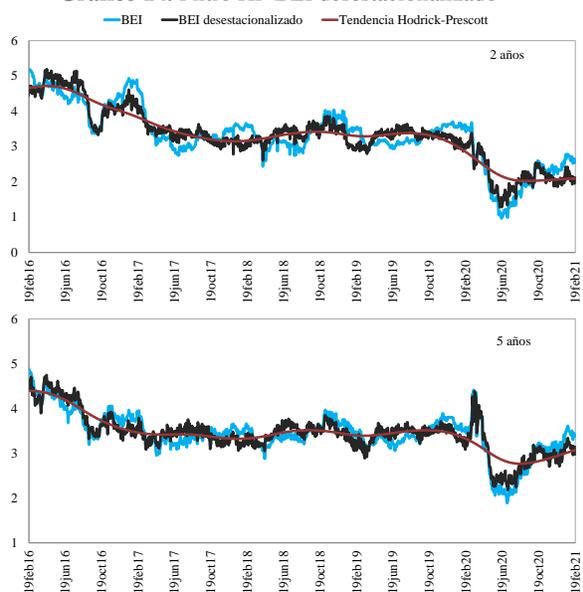
Fuente: SFC. **Cálculos:** Banrep. Las operaciones pactadas de enero de 2021 se obtienen como el monto promedio de operaciones pactadas al 12 de febrero multiplicado por los días hábiles de febrero de 2021.

Gráfico 13. Descomposición BEI a 2 y 5 años



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

Gráfico 14. Filtro HP BEI desestacionalizado

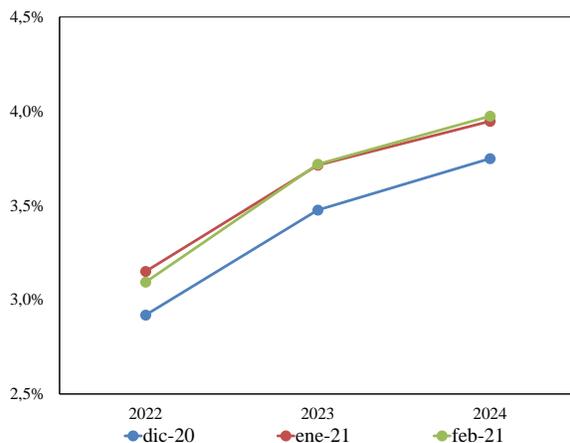


Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep.

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 3,09%, 3,72% y 3,97%, 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 11 pb para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente. En cuanto a las tasas neutras al riesgo, éstas aumentaron 4 pb y 2 pb, y se ubicaron en 2,03% y 3,03% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 16).

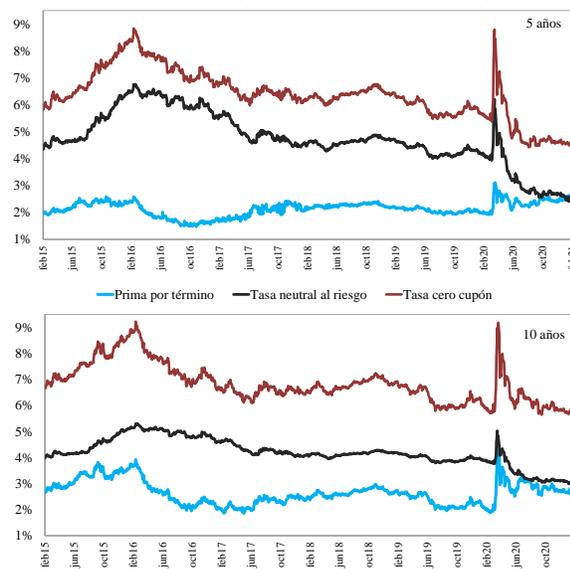
⁵ Frente a las estimaciones del mes anterior, la inflación esperada para 2022 pasó de 3,15% a 3,09%, para 2023 de 3,71% a 3,72% y para 2024 de 3,95% a 3,97%.

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



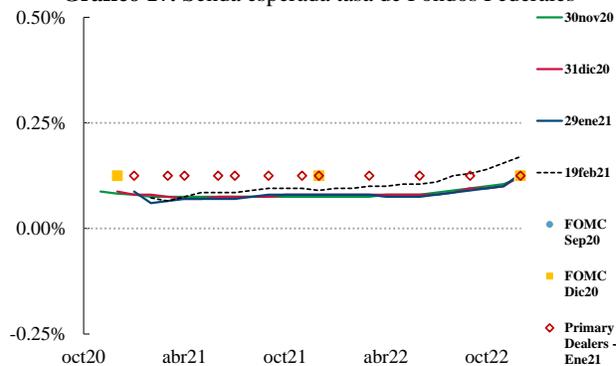
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

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



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

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%.

Frente a lo observado el 29 de enero 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, aunque la senda aumentó ligeramente y la tasa esperada para diciembre de 2021 pasó de 0,08% el 29 de enero a 0,09% el 19 de febrero (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

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

	0%-0,25%	0,25%-0,5%
29ene21	89%	10%
19feb21	90%	9%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange. *Rango actual.

0,25%, tal que no presente cambios frente al nivel actual, continúa ubicándose alrededor del 90% (Cuadro 2 y Anexo 5⁷).

Según la encuesta de la Fed de Nueva York realizada a *Primary Dealers* en enero⁸, 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 (Cuadro 3). Sin embargo, se destaca que la tasa para diciembre del 2023 se ubicó en 0,38%, mientras que en diciembre estimaban una tasa de 0,13% para este mismo periodo.

⁶ Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.

⁷ Específicamente, el Gráfico A5.1 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.

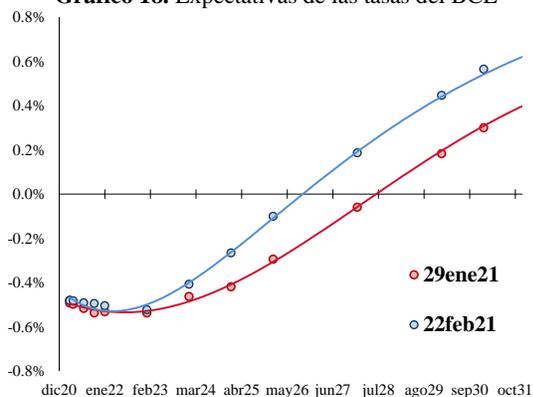
⁸ El 19 de enero del 2021 culminó la recepción de información de los agentes del mercado por parte de la Fed.

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

	ene21	mar21	abr21	jun21	jul21	sep21	nov21	4T21
Mediana	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
No. Respuestas	24	24	24	24	24	24	24	24
	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23
Mediana	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%
No. Respuestas	24	24	24	24	21	21	21	21

Fuente: Fed de NY.

Gráfico 18. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo en el 4T26 (ant.: 3T28), con base en los futuros del índice *Eonia* (Gráfico 18).

En Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de febrero disminuyó para diciembre de 2021 de 2,70% a 2,68%, y para diciembre de 2022 de 3,10% a 3,08% (Gráficos 19 y 20). Por otro lado, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (Banrep) la inflación esperada a dos años (febrero de 2023) se ubicó en 3,08%, similar a la proyectada el mes anterior para enero de 2023 (3,05%).

Gráfico 19. Inflación esperada promedio para cierre 2021

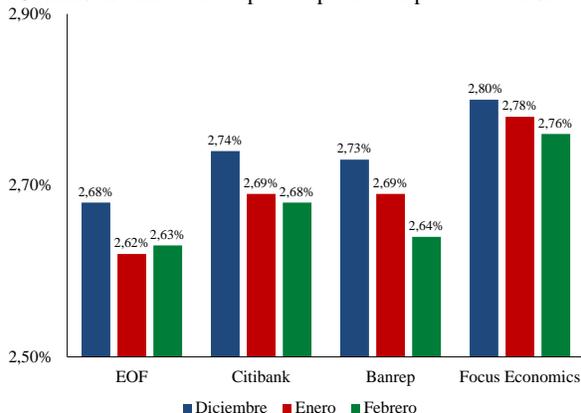
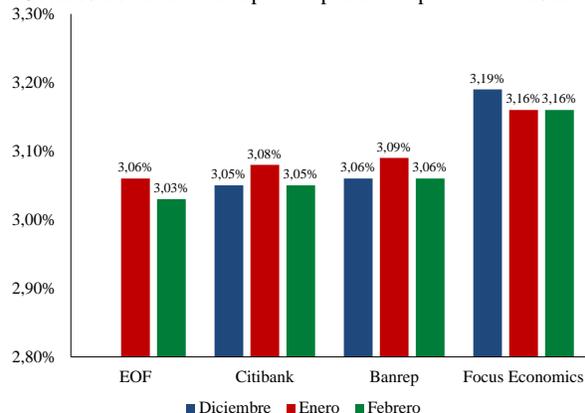


Gráfico 20. Inflación esperada promedio para cierre 2022



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 22 de febrero con encuestas recolectadas entre el 9 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 22 de febrero. La encuesta del Banrep se realizó entre el 8 y el 11 de febrero. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 16 de febrero, con encuestas realizadas entre el 9 y 14 del mismo mes.

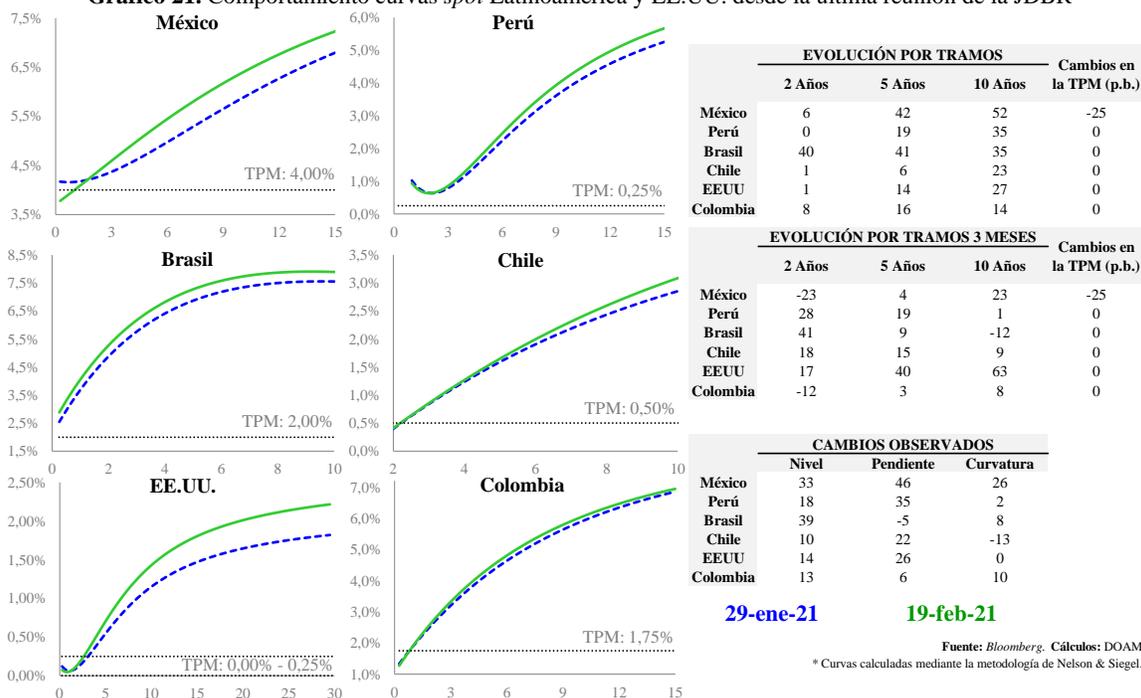
En conclusión, las encuestas reflejan una menor inflación esperada para 2021 y 2022, en línea con el comportamiento de los BEI. De acuerdo con analistas del mercado, los niveles del BEI de corto plazo (1 y 2 años), que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR, aún están subestimando los niveles de inflación que estarían acordes con los fundamentales de la economía. Lo anterior puede estar ocurriendo por la baja liquidez de los TES UVR de corto plazo y la demanda de TES en pesos para este mismo plazo por parte de entidades públicas.

Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región

De manera análoga a lo observado en Colombia, 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. 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 meses. Por su parte, los tramos medio y largo de la curva también se vieron afectados como consecuencia de la continuación de la incertidumbre fiscal ante un posible quiebre del límite del gasto. Por último, la curva de México presentó el peor desempeño en el largo plazo, afectada además por los recientes problemas de suministro de electricidad y gas natural, ocasionados por la oleada invernal en el norte del país, los cuales podrían ralentizar la recuperación económica (Gráfico 21; Anexo 4).

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. La pendiente de Colombia aumentó 6 pb hasta ubicarse en 338 pb. Por su parte, las pendientes de México (218 pb), Perú (332 pb), EE.UU. (125 pb) y Chile (260 pb) aumentaron 46 pb, 35 pb, 26 pb y 22 pb, respectivamente, mientras que la pendiente de Brasil (255 pb) disminuyó 5 pb.

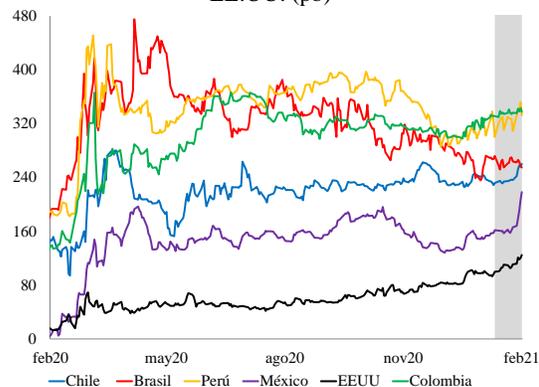
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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 sus reuniones de febrero y marzo. Por un lado, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)⁹ el 100% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada en febrero. Por otra parte,

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



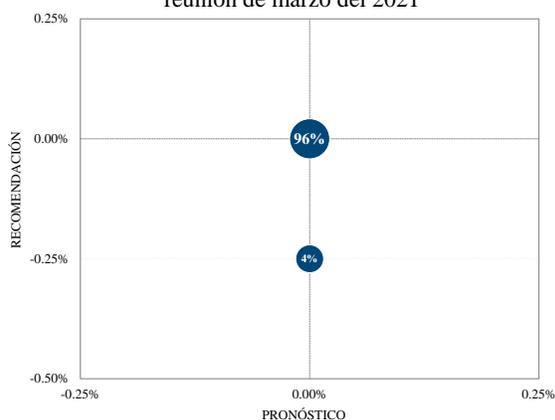
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep. Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 2 años. Se presenta el promedio móvil de cinco días.

⁹ Publicada el 22 de febrero. Datos recolectados entre el 9 y el 17 de febrero.

según la encuesta de Anif¹⁰ de analistas de mercados financieros, de las 22 entidades encuestadas el 81,8% no espera ni recomienda cambios en la TPM en febrero, al tiempo que el 13,6% no espera cambios pero recomienda un recorte de 25 pb, y el 4,5% restante espera y recomienda un recorte de 25 pb. Por último, según la encuesta de Citibank¹¹ para la reunión de la JDBR de marzo se encuentra que, de las 24 entidades encuestadas, el 96% no espera ni recomienda cambios en la TPM y el 4% restante no espera cambios pero recomienda un recorte de 25 pb (Gráfico 23 y Anexo 1).

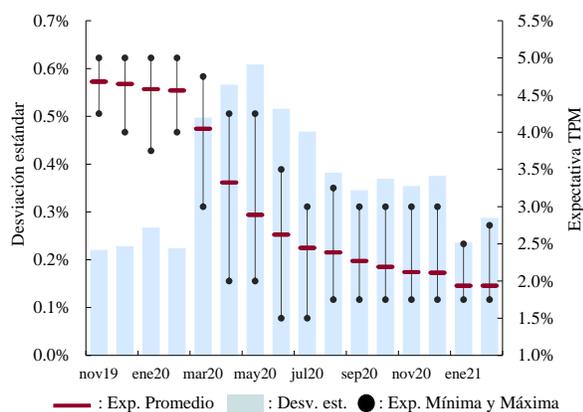
Por su parte, en el Gráfico 24 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2021 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre enero y febrero la tasa promedio esperada se mantuvo en 1,94%.

Gráfico 23. Encuestas sobre TPM de Citibank para la reunión de marzo del 2021



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 la próxima reunión y la de diciembre de 2021. En estas se observa que: i) los agentes esperan que no haya cambios de la TPM durante las reuniones de febrero y marzo; y ii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2021 se redujo de 1,98% a 1,92%.

Gráfico 25. Expectativas TPM próxima reunión

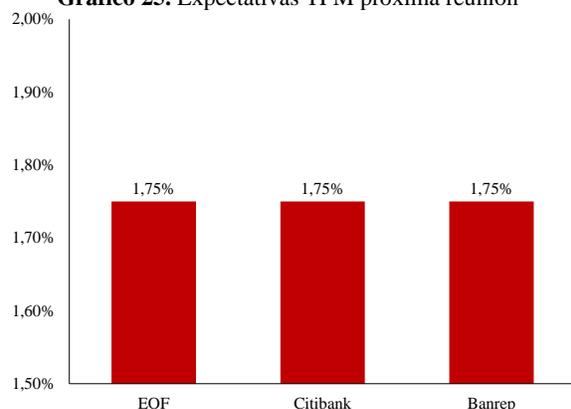
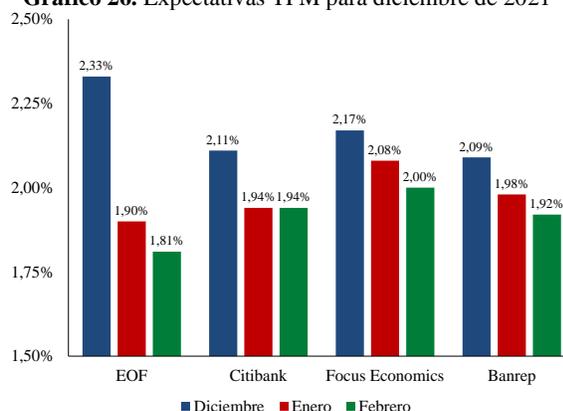


Gráfico 26. Expectativas TPM para diciembre de 2021



La EOF pregunta por la reunión de febrero, la encuesta de Citibank indaga por la reunión de marzo, mientras que la encuesta del Banrep pregunta por ambas reuniones. Fuente: EOF, Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 22 de febrero con encuestas recolectadas entre el 9 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 22 de febrero. La encuesta del Banrep se realizó entre el 8 y el 11 de enero. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 16 de febrero, con encuestas realizadas entre el 9 y el 14 del mismo mes.

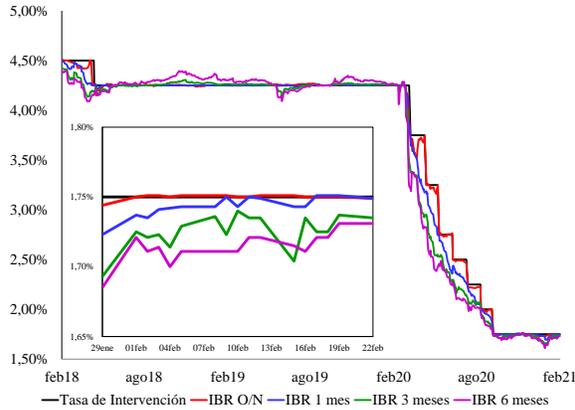
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 27 muestra la tasa de intervención del Banrep, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de

¹⁰ Recibida el 23 de febrero.

¹¹ Recibida el 22 de febrero.

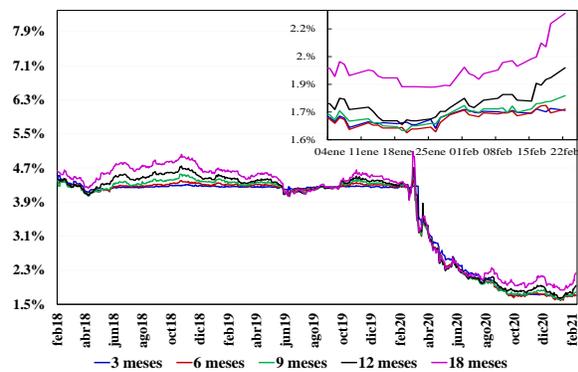
enero de 2021, donde se mantuvo la TPM en 1,75%, estas tasas aumentaron 1 pb, 1 pb, 3 pb y 4 pb, respectivamente. Desde entonces, la tasa O/N se ha mantenido inalterada mientras que las demás tasas han aumentado 1 pb. Así, el 22 de febrero las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 1,75%, 1,75%, 1,74% y 1,73%, en su orden.

Gráfico 27. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

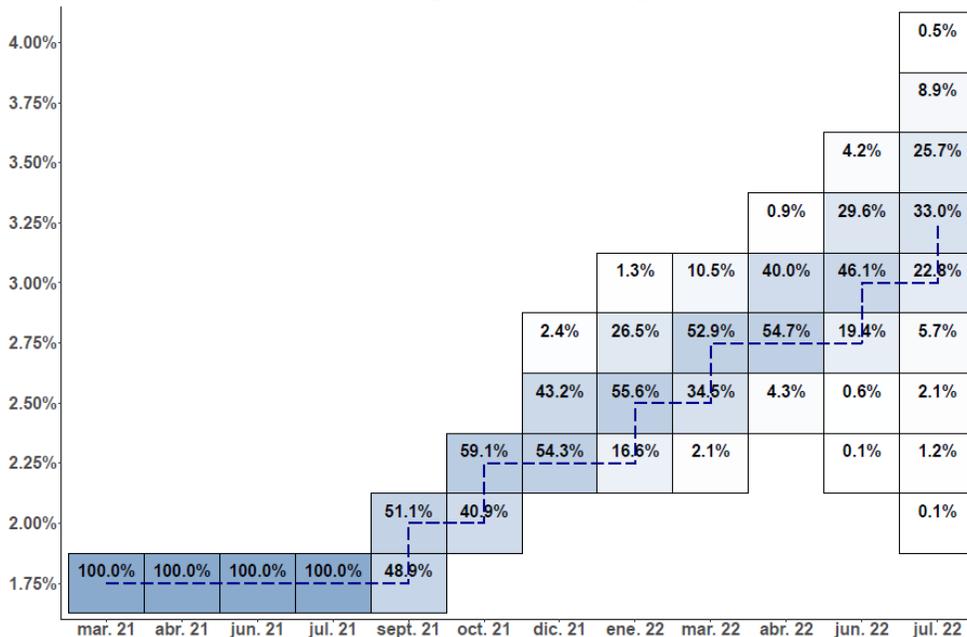
Gráfico 28. Tasas OIS



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

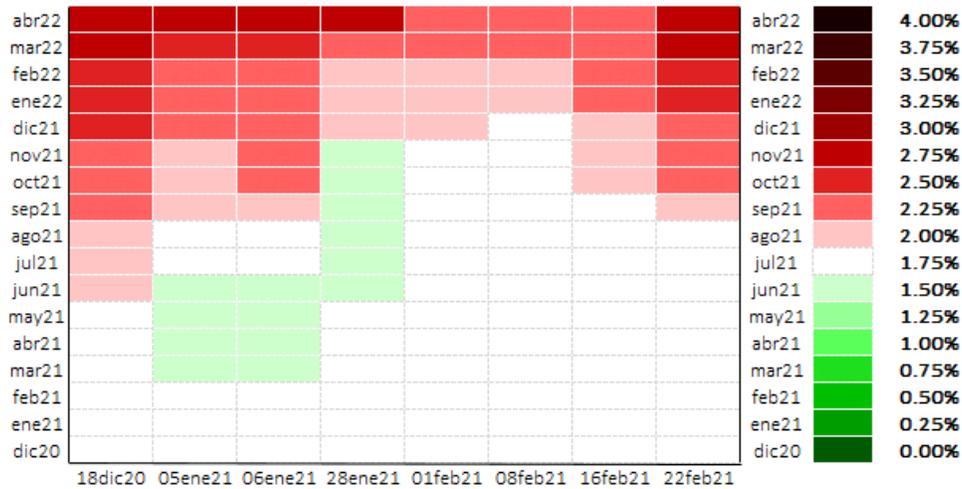
Desde el día posterior a la reunión de la JDBR de enero y antes de conocerse el dato de inflación, las tasas OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses subieron 2 pb, 1 pb, 2 pb, 4 pb y 7 pb. Según analistas de mercado, la probabilidad de una reducción de la TPM disminuyó debido a que la JDBR mantuvo la tasa de interés en 1,75%. Tras conocerse el dato de inflación, las tasas OIS variaron 0 pb, -1 pb, 0 pb, 1 pb y 2 pb para estos mismos plazos. Posteriormente, después de conocerse que el crecimiento económico en Colombia en 2020 fue superior al esperado y debido a los efectos del *reflation trade* a nivel global, las tasas subieron 1 pb, 3 pb, 7 pb, 16 pb y 31 pb, y el 22 de febrero se ubicaron en 1,71%, 1,72%, 1,79%, 1,94% y 2,23%, para los plazos a 3, 6, 9, 12 y 18 meses, respectivamente (Gráfico 28).

Gráfico 29. Tasa de política monetaria implícita – OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Gráfico 30. Evolución de expectativas TPM – OIS



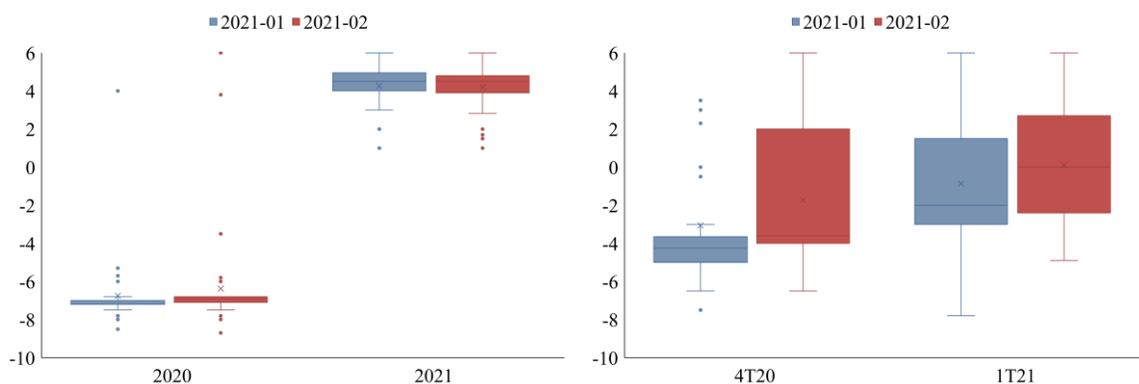
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

En el Gráfico 30 se observa que, después de la reunión de la JDBR de enero de 2020, el mercado anticipaba un aumento de la TPM de 25 pb en diciembre de 2021 y marzo de 2022. Una vez se conoció el dato de inflación, el cual estuvo por debajo de lo descontado por el mercado, las expectativas de TPM se tornaron más expansivas, trasladando el primer aumento de diciembre de 2021 a enero de 2022. Tras la publicación del dato del crecimiento del PIB, las expectativas fueron menos expansivas, y el 16 de febrero la senda más probable de la TPM indicaba aumentos de 25 pb en las reuniones de octubre de 2021 y enero de 2022. Posteriormente, debido al impacto del *reflation trade*, las tasas OIS aumentaron y al 22 de febrero se espera que la TPM permanezca inalterada hasta septiembre de 2021, en donde el escenario más probable es un aumento de 25 pb y luego se espera que aumente nuevamente en 25 pb durante las reuniones de octubre de 2021, y enero y marzo 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 -3,6% (ant: -4,25%), 1T21 a 0% (ant: -2%) y 2020 a -6,9% (ant: -7%), mientras que las mantuvieron estables para el 2021 en 4,5%.

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



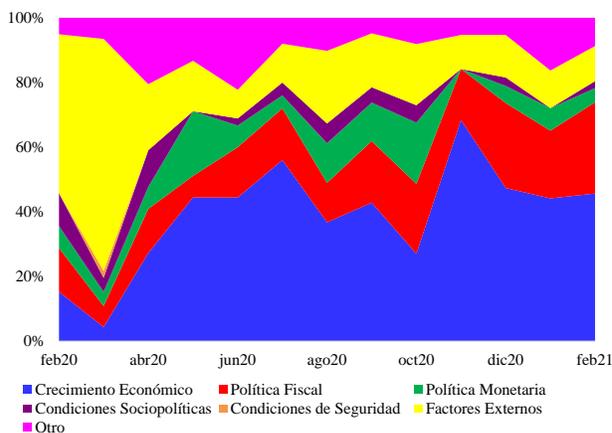
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: Banrep. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

El 8 de febrero el Fondo Monetario Internacional (FMI) mejoró su proyección de crecimiento de la economía colombiana para 2020 de -8,2% a -7,8%, y para 2021 de 4% a 4,6%. El 9 de febrero Anif redujo su expectativa de crecimiento para 2020 de -6% a -6,7%. Para 2021 la entidad mantuvo su estimación de 4,2%, aunque señaló que podría recortarla a 4% si las autoridades vuelven a implementar medidas de aislamiento para controlar la propagación del Covid-19. Finalmente, el 15 de febrero el DANE dio a conocer que la economía colombiana se contrajo 3,6% durante el 4T20 y 6,8% durante 2020.

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 1 pb (ant: valorizaciones de 9 pb)¹². Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana a 3% (anterior: valorizaciones de 11%).

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 46% resaltó el crecimiento económico (ant: 44%), un 28% la política fiscal (ant: 21%), un 11% los factores externos (ant: 12%), un 9% otros factores (ant: 16%), un 4% la política monetaria (ant: 7%), mientras que el 2% restante mencionó las condiciones sociopolíticas (ant: 0%). 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 Perú, Brasil, Ecuador y Paraguay, se mantuvieron estables en Sudáfrica, Rusia, Turquía y Noruega, y aumentaron en el resto de los países analizados. Los datos de inflación de enero se ubicaron por encima de lo esperado por el mercado en Chile, México, Perú, Argentina, Turquía y Noruega, y por debajo de lo esperado por los analistas en los demás países de la muestra. Las expectativas de inflación para diciembre de 2021 disminuyeron en Argentina, China, Costa Rica, Panamá y Paraguay, permanecieron estables en Sudáfrica y Noruega, y aumentaron para el resto de los países. En cuanto a las expectativas de TPM para diciembre de 2021, estas disminuyeron en México, Perú, Argentina, Turquía y Costa Rica, aumentaron en Brasil, India, China y Noruega, y se mantuvieron estables en los demás países. En Colombia, la inflación observada en enero resultó inferior a las expectativas del mercado, y de acuerdo con la última encuesta publicada, se redujeron las expectativas de inflación junto con las proyecciones de crecimiento para diciembre de 2021 (1 pb), mientras que las expectativas de tasa de política monetaria se mantuvieron estables (Cuadro 4).

¹² 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 Ene 2020		Esperada a Diciembre 2021		Vigente	Esperada a Diciembre 2021		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2021	
	Esp.	Obs.	Ene. 21	Feb. 21		Ene. 21	Feb. 21	Esp.	Obs.	Ene. 21	Feb. 21
Colombia	1,65%	1,60%	2,69%	2,68%	1,75%	1,94%	1,94%	-4,50%	-3,60%	4,78%	4,77%
Chile	2,90%	3,10%	3,00%	3,20%	0,50%	0,50%	0,50%	-9,20%	-9,10%	5,00%	5,20%
México	3,45%	3,54%	3,55%	3,60%	4,00%	3,82%	3,71%	-4,48%	-4,45%	3,92%	4,04%
Perú	1,80%	2,68%	1,95%	2,00%	0,25%	0,40%	0,38%	-3,20%	-9,40%	9,55%	9,48%
Brasil	4,62%	4,56%	3,43%	3,82%	2,00%	3,25%	4,00%	-1,40%	-3,90%	3,45%	3,29%
Ecuador	n.d.	-1,04%	0,91%	0,93%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-8,80%	3,59%	3,48%
Argentina	36,10%	36,30%	48,91%	47,67%	38,00%	37,32%	37,24%	-10,70%	-10,20%	4,97%	5,24%
EE.UU.	1,50%	1,20%	2,10%	2,20%	0,25%	0,30%	0,30%	4,20%	4,00%	4,10%	4,85%
India	4,40%	4,06%	4,50%	4,61%	4,00%	3,85%	3,95%	0,50%	-7,54%	9,70%	9,75%
Sudáfrica	3,30%	3,20%	3,80%	3,80%	3,50%	3,50%	3,50%	-7,50%	-6,00%	3,50%	3,50%
China	0,00%	-0,30%	1,90%	1,68%	2,20%	2,23%	2,28%	6,20%	6,50%	8,10%	8,40%
Rusia	5,30%	5,19%	3,80%	3,95%	4,25%	4,25%	4,25%	-3,40%	-3,40%	3,00%	3,00%
Turquía	14,70%	14,97%	12,90%	13,50%	17,00%	14,72%	14,70%	4,75%	6,70%	4,00%	4,00%
Noruega	1,80%	2,50%	2,40%	2,40%	0,00%	0,05%	0,10%	1,30%	1,90%	3,50%	3,50%
Costa Rica	n.d.	0,96%	2,40%	2,08%	0,75%	1,45%	1,33%	n.d.	-7,20%	3,08%	3,10%
El Salvador	n.d.	-0,20%	0,65%	0,91%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-10,20%	3,66%	3,87%
Guatemala	n.d.	5,24%	3,76%	4,11%	1,75%	1,79%	1,79%	n.d.	-1,80%	3,47%	3,51%
Honduras	n.d.	4,20%	3,96%	4,09%	3,00%	3,00%	3,00%	n.d.	-7,90%	5,14%	5,15%
Panamá	n.d.	-1,60%	1,20%	1,16%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-23,60%	7,21%	7,84%
Paraguay	n.d.	2,60%	2,91%	2,87%	0,75%	1,62%	1,62%	n.d.	1,60%	4,15%	3,99%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 22 de febrero.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 22 de febrero.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 9 de febrero.

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 para Colombia, México, EEUU, China y Noruega 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 diciembre del 2020 y enero del 2021, con datos definitivos, el IDOAM aumentó principalmente por la menor confianza de los consumidores y el mayor margen entre las tasas activas y las de los TES. Con datos preliminares para febrero (EOF¹³, volatilidades¹⁴ y márgenes crediticios¹⁵) este indicador disminuyó ante la reducción de los márgenes entre las tasas activas y las de los TES, la menor volatilidad en el mercado accionario, la menor incertidumbre en torno a la inflación a 12 meses según la encuesta del Banrep, y el mayor crecimiento esperado según la EOF (Gráfico 33 y Anexo 7).

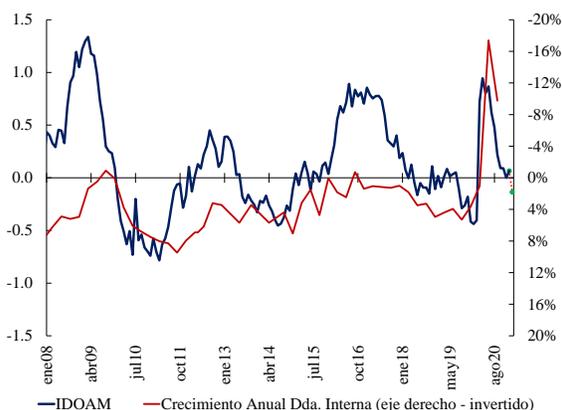
En enero, la confianza de los consumidores (obs: -20,8; esp: -15,2%; ant: -10,4%) presentó un deterioro frente a diciembre, se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado y continuó en terreno negativo. Este resultado se explica por unas expectativas menos optimistas del consumidor (obs: 0,3%; ant: 11,0%), y por una percepción más desfavorable de las condiciones económicas (obs: -52,5%; ant: -42,6%). Así mismo, la serie desestacionalizada disminuyó al pasar de -11,58% a -22,73% (Gráficos 34 y 35). Por el contrario, en enero la confianza de los industriales (obs: 3,7%; ant: -1,6%) y comerciantes (32%; ant: 23%) mejoró frente a lo observado en diciembre. El resultado de la confianza industrial se explica por unas expectativas de mayor producción para el próximo trimestre y por una reducción del nivel de existencias. Por su parte, la mejora de la confianza comercial obedece a unas expectativas de mejor situación económica y en menor medida a una percepción más favorable de la situación económica actual de la empresa.

¹³ Recibida el 22 de febrero.

¹⁴ Datos al 19 de febrero.

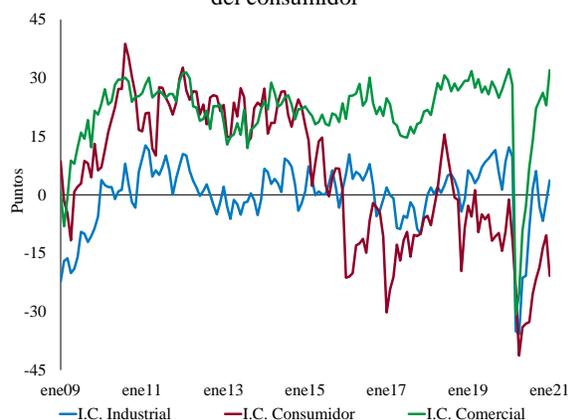
¹⁵ Datos al 12 de febrero.

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.

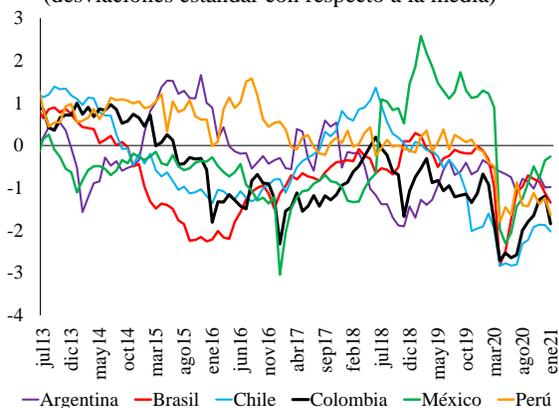
Gráfico 34. Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor



Fuente: Fedesarrollo.

Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor (obs: -2,8%; esp: 2,1%; ant: 4,1%) y producción manufacturera (obs: 1,5%; esp: 0,8%; ant: -0,2%) de diciembre. Las ventas al por menor volvieron a contraerse durante diciembre, ubicándose por debajo de la cifra de noviembre y de lo esperado por el mercado. Por el contrario, el crecimiento de la producción manufacturera se ubicó por encima del dato anterior y de lo proyectado por los analistas, y volvió a ubicarse en terreno positivo, lo que no se observaba desde febrero de 2020.

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 diciembre y enero mejoraron los de Argentina y México, al tiempo que desmejoraron los de los demás países. Todos estos indicadores se ubican por debajo de su media histórica.

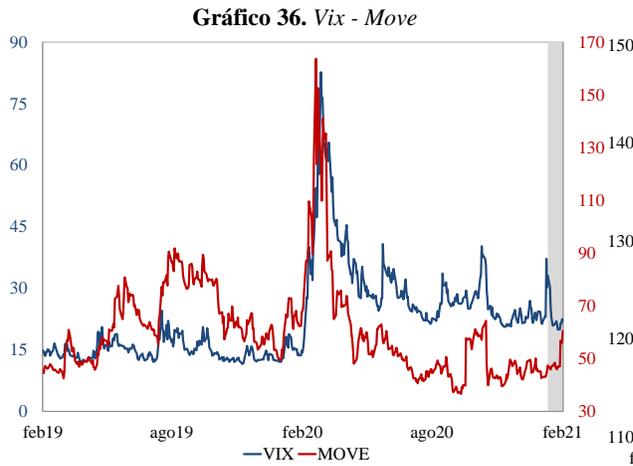
Por su parte, la percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*¹⁶ y el *Vstox*¹⁷ se redujo durante febrero luego de la alta volatilidad observada a finales de enero como consecuencia de las interrupciones ocasionadas en el mercado accionario por la alta demanda de algunas acciones por parte de inversionistas minoristas. Este comportamiento también pudo estar asociado a la expectativa de una rápida recuperación económica en EE.UU. como consecuencia de la mayor probabilidad de que el Congreso apruebe el paquete de estímulo fiscal propuesto por el Gobierno Biden. Por el contrario, el *Skew*¹⁸ presentó una alta volatilidad y se mantuvo en niveles elevados luego que las acciones tecnológicas presentaran correcciones durante los últimos días.

¹⁶ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

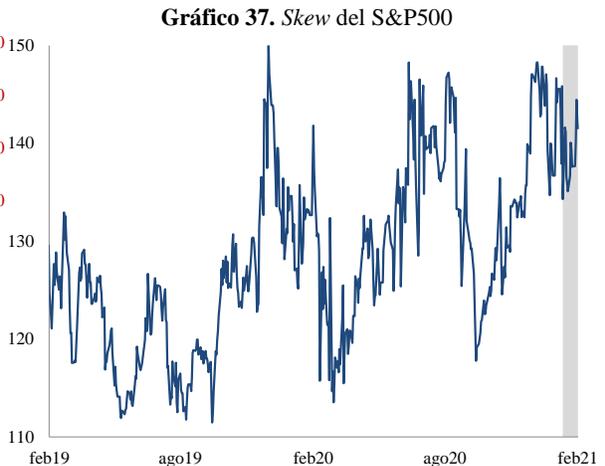
¹⁷ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

¹⁸ 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.

En cuanto al *Move*¹⁹, este aumentó como consecuencia del empinamiento de la curva de *Treasuries* durante la última semana. Finalmente, los CDS a cinco años de los países de la región disminuyeron, así como los EMBI en la mayoría de estos países (Gráficos 36 y 37; Anexo 8).



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

¹⁹ 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. Encuestas de expectativas de Citibank sobre la tasa de política monetaria para marzo del 2021

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?	RECOMENDACIÓN		
			Ajuste	Porcentaje	Número
Alianza	1.75%	1.75%	1.25%	0%	0
Asobancaria	1.75%	1.75%	1.50%	4%	1
Axa Colpatría	1.75%	1.75%	1.75%	96%	23
Banco Agrario	1.75%	1.75%	2.00%	0%	0
Banco de Bogotá	1.75%	1.75%	2.25%	0%	0
Banco de Occidente	1.75%	1.75%			
Banco Popular	1.75%	1.75%			
BBVA	1.75%	1.75%	Total	100%	24
BNP Paribas	1.75%	1.75%	PRONÓSTICO		
BTG Pactual	1.75%	1.75%	Ajuste	Porcentaje	Número
Citi	1.75%	1.75%	1.25%	0%	0
Corficolombiana	1.75%	1.75%	1.50%	0%	0
Credicorp Capital	1.75%	1.75%	1.75%	100%	24
Fidubogotá	1.75%	1.75%	2.00%	0%	0
Fiduoccidente	1.75%	1.75%	2.25%	0%	0
Fiduprevisora	1.75%	1.75%	Total	100%	24
Grupo Bancolombia	1.75%	1.75%			
Itaú	1.75%	1.75%			
JP Morgan	1.75%	1.75%			
Moodys Economy	1.75%	1.75%			
Positiva	1.75%	1.50%			
Scotiabank Colpatría	1.75%	1.75%			
Skandia	1.75%	1.75%			
XP Securities	1.75%	1.75%			
Promedio	1.75%	1.74%			
Mediana	1.75%	1.75%			
STDV	0.00%	0.05%			
Máximo	1.75%	1.75%			
Mínimo	1.75%	1.50%			

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

Participantes	2021	2022
Alianza	3.08%	3.31%
Asobancaria	2.63%	2.92%
Axa Colpatría	2.50%	3.00%
Banco Agrario	2.70%	2.90%
Banco de Bogotá	2.49%	3.01%
Banco de Occidente	2.46%	2.83%
Banco Popular	2.85%	3.10%
BBVA	2.80%	3.00%
BNP Paribas	2.70%	3.00%
BTG Pactual	2.70%	3.00%
Citi	2.50%	3.00%
Corficolombiana	2.59%	3.00%
Credicorp Capital	2.50%	3.30%
Fidubogotá	2.70%	2.93%
Fiduoccidente	2.41%	3.06%
Fiduprevisora	2.57%	3.11%
Grupo Bancolombia	2.50%	3.30%
Itaú	2.80%	3.00%
JP Morgan	2.48%	2.96%
Moodys Economy	2.80%	3.10%
Positiva	2.90%	3.00%
Scotiabank Colpatría	2.77%	3.00%
Skandia	3.10%	3.30%
XP Securities	2.80%	3.00%
Promedio	2.68%	3.05%
Mediana	2.70%	3.00%
STDV	0.19%	0.13%
Máximo	3.10%	3.31%
Mínimo	2.41%	2.83%

Cuadro A1.3. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre tasa de política monetaria

Encuestas realizadas entre el 9 y el 14 de febrero

	Empresa	Estimación 2021	Estimación 2022	
1	AGPV	2,00%	3,00%	
2	ANIF	2,00%	-	
3	Banco Davivienda	1,75%	-	
4	Bancolombia	2,00%	3,50%	
5	Barclays Capital	1,75%	-	
6	BBVA Research	1,75%	2,75%	
7	Capital Economics	1,75%	2,25%	
8	Citigroup Global Mkts	1,75%	3,25%	
9	Corficolombiana	2,00%	-	
10	Credicorp Capital	1,75%	-	
11	Credit Suisse	2,25%	3,00%	
12	EIU	1,75%	-	
13	Fedesarrollo	1,75%	3,50%	
14	Fitch Ratings	2,00%	3,00%	
15	Fitch Solutions	1,75%	2,00%	
16	Goldman Sachs	2,25%	3,25%	
17	HSBC	2,25%	3,50%	
18	Itaú Unibanco	1,75%	3,50%	
19	JPMorgan	2,50%	-	
20	Moody's Analytics	2,25%	4,25%	
21	Oxford Economics	2,00%	2,75%	
22	Pezco Economics	2,50%	3,50%	
23	Positiva Compañía de Seguros	2,00%	4,00%	
24	S&P Global	2,25%	3,50%	
25	Scotiabank	2,50%	4,00%	
26	Société Générale	1,50%	-	
27	Torino Capital	2,50%	-	
28	UBS	1,75%	2,50%	
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,50%	1	3,6%	0	0,0%
1,75%	11	39,3%	0	0,0%
2,00%	7	25,0%	1	5,3%
2,25%	5	17,9%	1	5,3%
2,50%	4	14,3%	1	5,3%
2,75%	0	0,0%	2	10,5%
3,00%	0	0,0%	3	15,8%
3,25%	0	0,0%	2	10,5%
3,50%	0	0,0%	6	31,6%
4,00%	0	0,0%	2	10,5%
4,25%	0	0,0%	1	5,3%
Media		2,00%		3,21%
Mediana		2,00%		3,25%

Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre inflación

Encuestas realizadas entre el 9 y el 14 de febrero

Empresa		Estimación 2021		Estimación 2022	
1	AGPV	2,90%		3,10%	
2	Banco Davivienda	2,40%		-	
3	Bancolombia	2,46%		3,30%	
4	Barclays Capital	2,76%		3,30%	
5	BBVA Research	2,80%		3,00%	
6	Citigroup Global Mkts	2,50%		-	
7	Corficolombiana	3,07%		3,00%	
8	Credicorp Capital	2,32%		-	
9	Credit Agricole	3,00%		3,00%	
10	Credit Suisse	3,05%		3,17%	
11	EIU	3,50%		4,60%	
12	Fedesarrollo	2,80%		3,00%	
13	Fitch Solutions	2,77%		2,94%	
14	Goldman Sachs	2,80%		3,20%	
15	HSBC	2,70%		3,00%	
16	Itaú Unibanco	3,00%		3,00%	
17	JPMorgan	2,70%		3,20%	
18	Moody's Analytics	3,11%		3,53%	
19	Oxford Economics	2,48%		2,90%	
20	Pezco Economics	2,60%		3,00%	
21	Polinomics	2,70%		3,20%	
22	Positiva Compañía de Seguros	2,90%		3,00%	
23	S&P Global	2,70%		3,00%	
24	Scotiabank	2,80%		3,00%	
25	Torino Capital	2,17%		-	
26	UBS	2,75%		3,01%	
Tasa		Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,00% - 2,25%		1	3,85%	0	0,00%
2,25% - 2,50%		4	15,38%	0	0,00%
2,50% - 2,75%		6	23,08%	0	0,00%
2,75% - 3,00%		9	34,62%	2	9,09%
3,00% - 3,25%		5	19,23%	16	72,73%
3,25% - 3,50%		0	0,00%	2	9,09%
3,50% - 3,75%		1	3,85%	1	4,55%
4,50% - 4,75%		0	0,00%	1	4,55%
Media			2,76%		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 enero, 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 2 pb, 0 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 3 pb, 3 pb y 2 pb para estos mismos plazos.

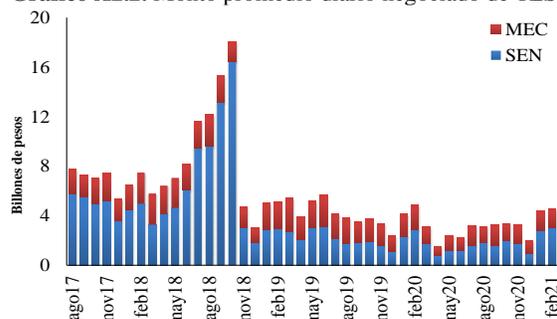
Adicionalmente, el 29 de enero el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) anunció la realización de la segunda subasta de nuevos títulos TES 2036 por \$1,05 billones, señalando además que en la operación se recibieron demandas por \$1,84 billones, 2,63 veces el monto inicialmente ofrecido (la demanda permitió activar cláusulas de sobre adjudicación del 50% del monto inicialmente convocado).

El Dane publicó el 5 de febrero la variación del índice de precios al consumidor en enero, el cual se ubicó en 0,41% mes a mes. Dicho resultado estuvo en línea con las expectativas según la encuesta del Banrep (0,41%), pero por debajo de las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,46%) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2019 (0,42%). La variación anual fue de 1,60% (esp: 1,65%). Entre el 5 y el 8 de febrero las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 3 pb, 3 pb y 4 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR con vencimiento en 2023, 2025, 2027, 2033 y 2049 presentaron variaciones de 6 pb, 10 pb, 7 pb, 1 pb y 13 pb.

El 16 de febrero, el MHCP notificó que redimiría anticipadamente la totalidad de sus bonos globales con vencimiento en julio de 2021, de los cuales tiene un monto total en circulación de aproximadamente US\$1.294 millones. El MHCP indicó que esta operación se realizaría en marzo con los recursos de moneda extranjera disponibles tras la operación de financiación en el mercado internacional realizada en enero²⁰.

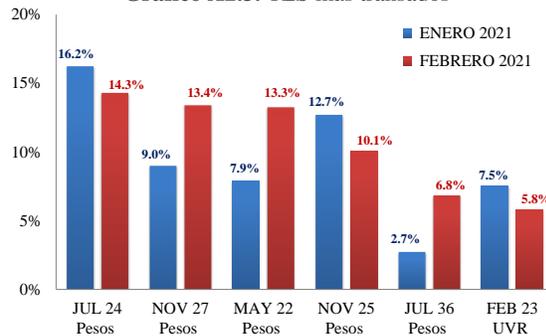
En lo corrido del mes de febrero, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,52 billones, superior al observado el mes anterior (\$4,3 billones), pero por debajo del dato registrado en febrero de 2020 (\$4,9 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos más transados han sido aquellos en pesos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 16,2% a 14,3%, seguidos por aquellos denominados en pesos que vencen en noviembre de 2027, cuya participación aumentó de 9,0% a 13,4% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



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

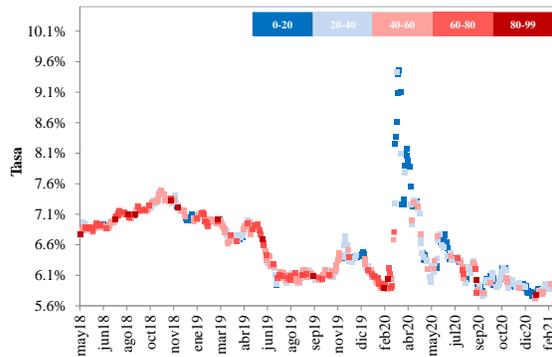
Gráfico A2.3. TES más transados



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

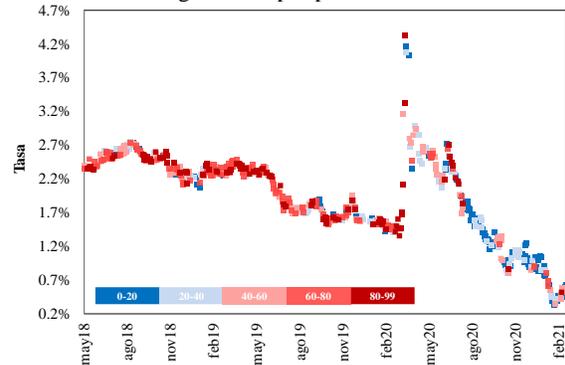
²⁰ Colombia colocó el 13 de enero un bono global por US\$1.300 millones a 40 años y reabrió otro con vencimiento en 2031 por US\$1.540 millones. Además, en esa ocasión el país sustituyó US\$1.228 millones de bonos con vencimientos en 2021, 2024 y 2027, por títulos con vencimiento en 2031.

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 febrero 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.)

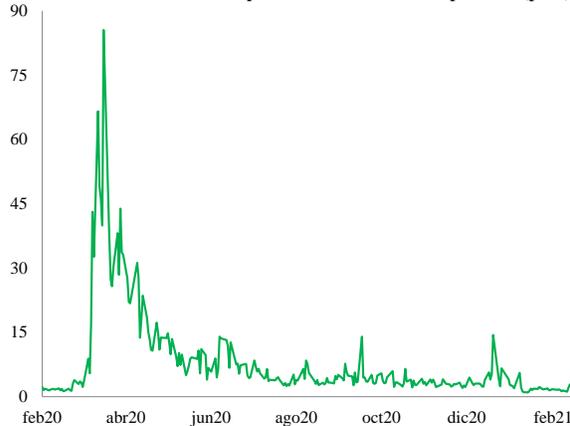
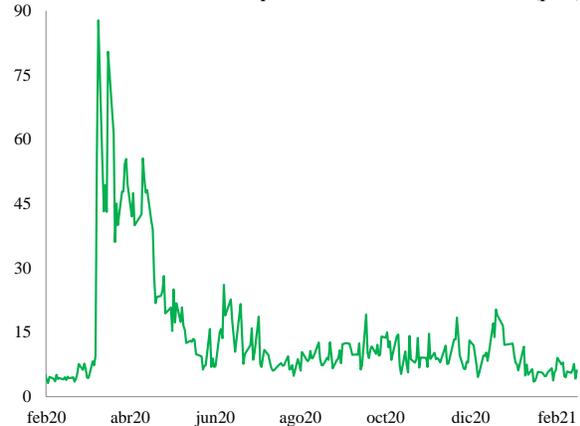
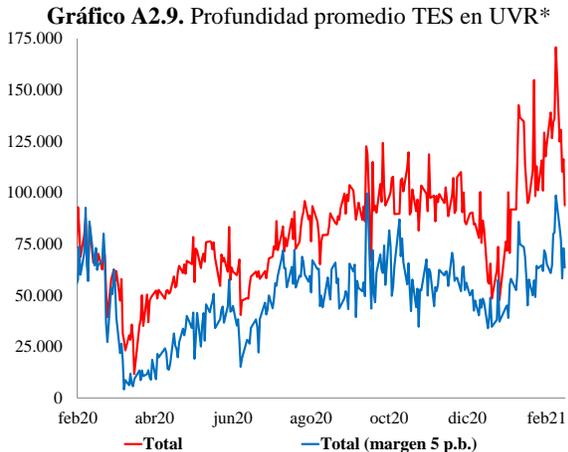
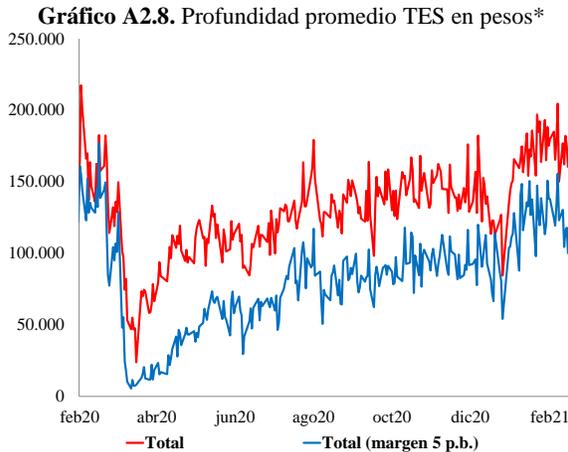


Gráfico A2.7. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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 enero, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio en lo corrido de febrero disminuyó para los TES en pesos y UVR, y se ubica cerca a los niveles observados antes de marzo. Al 22 de febrero el BAS promedio se ubicó en 1,8 pb y 6,1 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles de 2,2 pb y 6,5 pb observados durante enero (Gráficos A2.6 y A2.7). Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES denominados en pesos y UVR aumentó en \$9,9 mm y \$18,4 mm, respectivamente (Gráficos A.8 y A2.9).

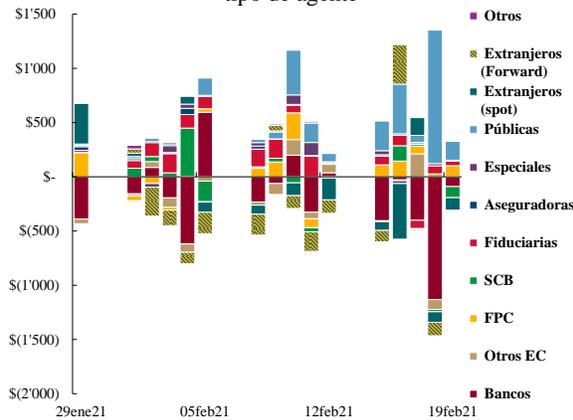


Fuente y Cálculos: Banrep. * COP m. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total del mercado y las mejores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

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

Entre el 29 de enero y el 19 de febrero, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron las entidades públicas (\$3.140 mm), los fondos de inversión colectiva (FIC, \$1.214 mm) y los fondos de pensiones y cesantías (\$745 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$2.734 mm) y los inversionistas del exterior (\$973 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR fueron los FIC (\$381 mm), mientras que los principales oferentes netos fueron las comisionistas de bolsa (\$111 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 2021 los inversionistas extranjeros han realizado ventas netas en el mercado de contado de TES en pesos por \$682 mm y compras netas de TES UVR por \$245 mm. Desde el 29 de enero, vendieron en neto TES en pesos por \$28 mm y \$962 mm en los tramos corto y largo, respectivamente, y compraron en neto \$17 mm en el tramo medio. Por su parte, en este mismo periodo compraron en neto TES UVR por \$52 mm en el tramo largo y vendieron \$1 mm en el tramo medio.

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

	Corrido del 2021	Corrido del 2021	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	(1'378)	241	(3'352)	(134)	752	(2'734)	(402)	362	118	78
Compañía de Financiamiento Comercial	5	-	-	5	-	5	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	149	26	27	145	(207)	(35)	(0)	86	8	94
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	(1'224)	267	(3'325)	16	545	(2'764)	(402)	448	127	172
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(19)	6	(28)	(75)	-	(102)	6	-	-	6
Terceros	1'448	(665)	(13)	(335)	1'194	847	96	(544)	516	68
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	1'430	(660)	(41)	(409)	1'194	745	102	(544)	516	73
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	182	(48)	282	(13)	(5)	263	(3)	(97)	30	(70)
Terceros	172	(10)	(8)	69	82	143	6	(45)	(1)	(41)
Extranjeros	0	-	-	-	0	0	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	354	(57)	274	55	77	406	3	(142)	28	(111)
Sociedades Fiduciarias										
Propia	40	102	(7)	2	5	-	23	17	6	45
Terceros	2'285	2'285	672	261	(478)	455	275	182	167	624
Extranjeros***	(682)	245	(28)	17	(962)	(973)	-	(1)	52	51
FIC	2'141	1'287	732	255	227	1'214	187	185	9	381
Pasivos Pensionales	279	43	(2)	(82)	132	49	(11)	(30)	79	37
Total Sociedades Fiduciarias	2'325	2'387	666	262	(473)	455	298	198	173	669
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	402	60	(4)	11	174	182	-	1	57	58
Terceros	6	7	-	-	-	-	-	-	3	3
Pasivos Pensionales	6	7	-	-	-	-	-	-	3	3
Total Compañías de Seguros y Capitalización	408	67	(4)	11	174	182	-	1	59	61
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	4'516	1'738	895	(80)	973	1'788	402	(486)	776	692
Total Entidades Financieras Especiales**	403	70	(6)	54	301	349	-	39	3	41
Total Entidades Públicas****	2'622	23	3'140	-	-	3'140	-	-	-	-
Otros*****	116	15	46	10	16	72	-	-	-	-
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	6'433	2'113	750	0	1'834	2'584	-	-	905	905

Fuente: Banrep. Información actualizada al 19 de febrero 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, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Por otra parte, con información al 18 de febrero, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en pesos en el mercado a futuro por \$4.450 mm y ventas por \$1.333 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$4.949 mm y de ventas por \$723 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$1.109 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES en pesos por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$4.897 mm el 29 de enero a \$3.788 mm el 18 de febrero del 2021.

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

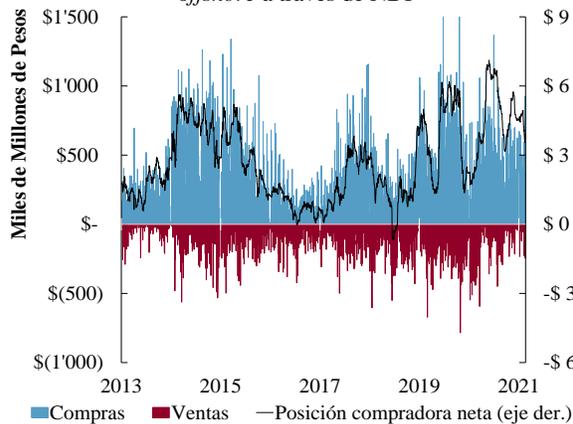


Gráfico A3.4. Saldo de compras netas *offshore* de TES en pesos en NDF por título

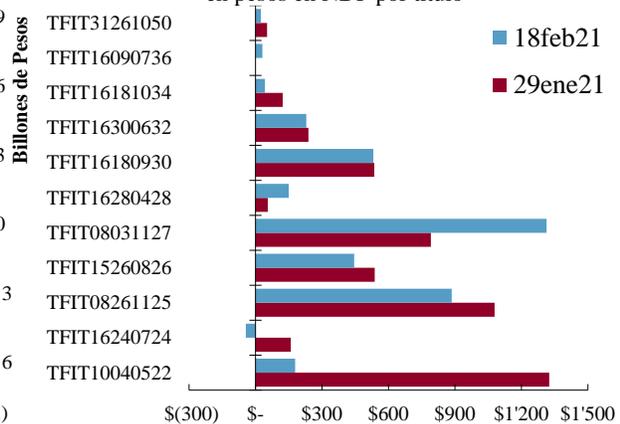
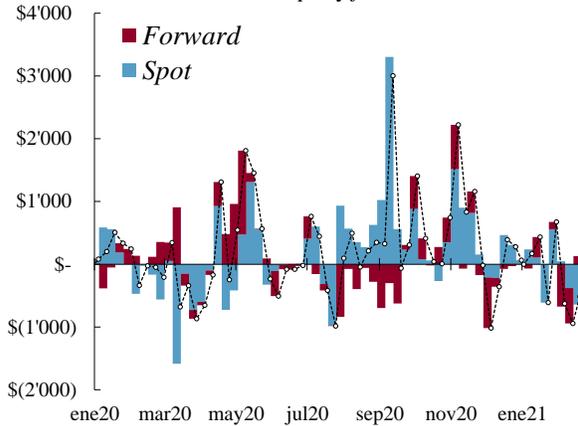
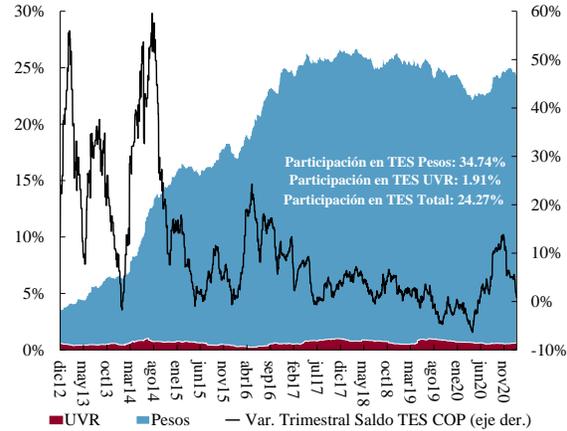


Gráfico A3.5. Compras netas de TES en pesos *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



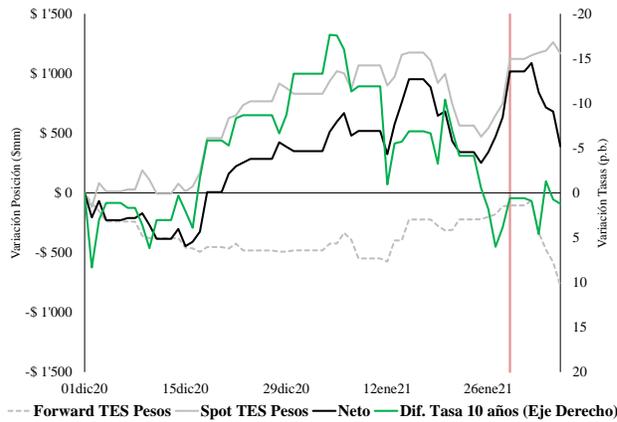
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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*)
Evolución Tasas 10 años vs Posiciones Netas extranjeros (*spot* y *Forward*)



Fuente: Banrep. Datos diarios con base 100 el 1 de diciembre del 2020.

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en pesos en contratos NDF del *offshore* aumentó para los TES que vencen en 2027, 2028 y 2036, y disminuyó para aquellos con vencimiento en 2022, 2024, 2025, 2026, 2030, 2032, 2034 y 2050 (Gráfico A3.4). En resumen, los inversionistas extranjeros vendieron en neto TES en pesos en el mercado de contado por \$973 mm y disminuyeron su posición compradora en el mercado a futuro por \$1.109 mm, de manera que la posición neta agregada en TES pesos cayó \$2.082 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			dic-20		ene-21		Corrido de feb-21					
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total			
Sistema Financiero*	\$ 4'239	\$ (2'293)	\$ 1'946	\$ (1'224)	\$ 733	\$ (491)	\$ (1'854)	\$ 754	\$ (1'100)	\$ 1'540	\$ (377)	\$ 1'164	\$ (2'764)	\$ 1'109	\$ (1'655)
Offshore	\$ 11'280	\$ 2'293	\$ 13'573	\$ (682)	\$ (733)	\$ (1'415)	\$ 599	\$ (754)	\$ (155)	\$ 291	\$ 377	\$ 667	\$ (973)	\$ (1'109)	\$ (2'082)

Cifras en COP mm. Información actualizada al 18 y 19 de febrero 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

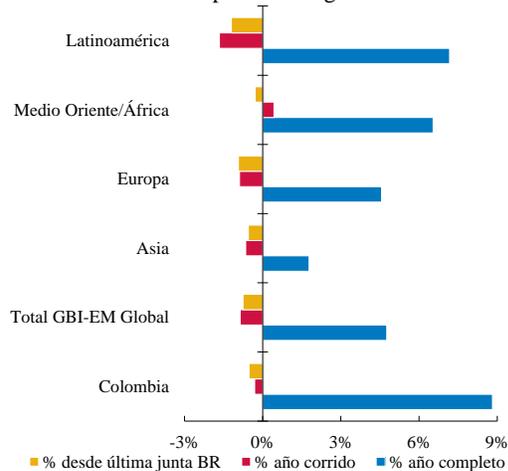
De manera análoga a lo observado en Colombia, desde la última reunión de la JDBR la mayoría de las curvas de deuda pública de la región presentaron empinamientos, en línea con la curva de *Treasuries* en EE.UU. Por el contrario, la curva de Brasil se aplanó ante mayores desvalorizaciones del tramo corto 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 meses. Por su parte, los tramos medio y largo de la curva también se vieron afectados como consecuencia de la continuación de la incertidumbre fiscal ante un posible quiebre del límite del gasto. Por último, la curva de México presentó el peor desempeño en el largo plazo, afectada además por los recientes problemas de suministro de electricidad y gas natural, ocasionados por la oleada invernal en el norte del país, los cuales podrían ralentizar la recuperación económica.

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes²¹ (incluyendo Colombia) desde el 29 de enero, en lo corrido de 2021 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR estos indicadores disminuyeron, en mayor medida los de Latinoamérica (1,2%) y Europa (0,9%). Los índices *Total GBI-EM Global* y el de Colombia cayeron 0,75% y 0,52%, respectivamente.

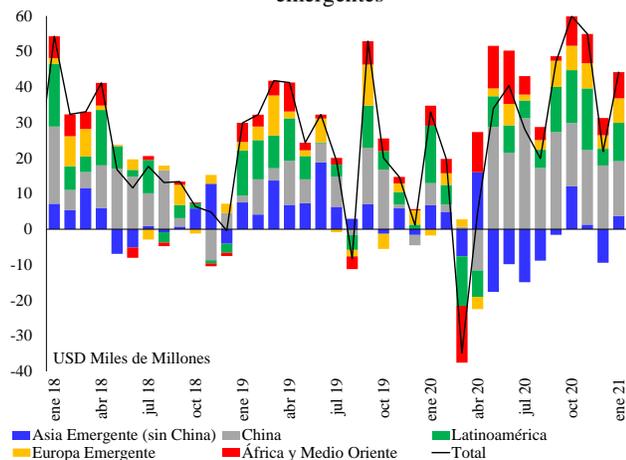
Adicionalmente, el IIF²² estimó flujos de inversión de portafolio de economías emergentes en enero por US\$53,5 mm, conformado por entradas de US\$44,2 mm en renta fija y US\$9,4 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$10,8 mm (Gráfico A4.3).

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



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

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



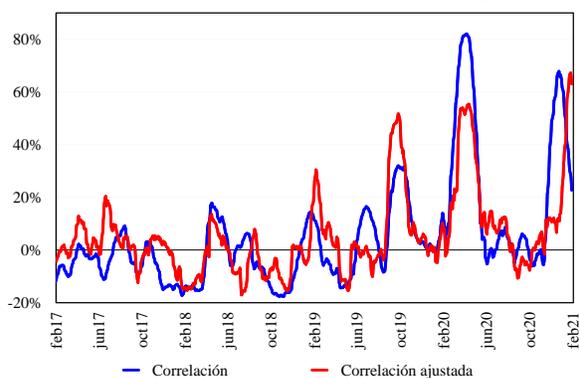
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

En el Gráfico A4.4 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) cayó y se ubicó en niveles cercanos al 22,72%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) subió y se ubicó en 63,06%. Lo anterior indica que las curvas de la región se han movido por factores regionales. Por su parte, con los últimos datos disponibles, entre enero y febrero las primas por vencimiento de los *Treasuries* subieron 16 pb y 25 pb para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,14% y 0,16%, respectivamente. Por otro lado, las tasas neutrales al riesgo cayeron y se ubicaron en 0,71% y 1,17% para los plazos a 5 y 10 años (Gráfico A4.5).

²¹ 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.

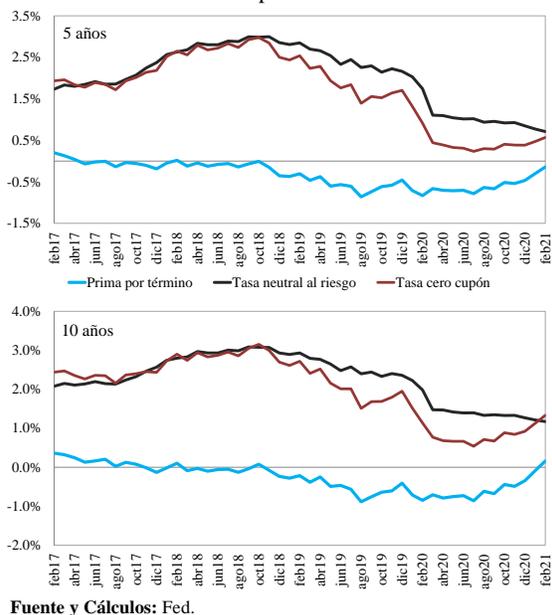
²² Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

Gráfico A4.4. Correlación pendientes región



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

Gráfico A4.5. Prima por vencimiento Treasuries



Fuente y Cálculos: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Países Desarrollados

En lo corrido de febrero, los bancos centrales de Israel, Inglaterra, Australia y Suecia decidieron mantener sus tasas de referencia en 0,1%, 0,1%, 0,1% y 0%, respetivamente. Adicionalmente, el Banco de Inglaterra anunció que mantendría sus tenencias de bonos corporativos no financieros con grado de inversión en £20 mm y su programa de compra de bonos soberanos con un *stock* objetivo de £875 mm; al tiempo que el Banco de Reserva de Australia anunció que comprará bonos gubernamentales por AUD 100 mm adicionales en bonos soberanos, una vez finalice su programa actual de compra de estos títulos a mediados de abril. Estas compras adicionales las realizará al ritmo actual de AUD 5 mm por semana. Por su parte, el Banco Central de Suecia indicó que continuará comprando bonos gubernamentales hasta por un monto de SEK 700 mm, hasta el 31 de diciembre del 2021²³.

El 17 de febrero, se publicaron las minutas de la reunión de la Reserva Federal de EE.UU. llevada a cabo en enero. El Comité consideró que las condiciones económicas actuales están lejos de sus objetivos de largo plazo, por lo que la postura de la política monetaria tendrá que continuar siendo acomodaticia por un tiempo prolongado. Como resultado a lo anterior, el Comité apoyó mantener la orientación actual de la tasa de fondos federales y el ritmo de las compras de activos con base en los resultados que se vayan percibiendo. En línea con lo anterior, la entidad destacó la importancia de distinguir entre los aumentos inflacionarios transitorios y los estructurales.

Países Emergentes

El Banco de México recortó su tasa de política monetaria en 25 pb a 4%. Por su parte, el Banco Central de Indonesia la recortó 25 pb a 3,5% (*BI 7-day Reverse Repo Rate*), y redujo en 25 pb las tasas de interés aplicables a la facilidad de depósito y a la facilidad de crédito a 2,75% y 4,25%, respectivamente.

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, al tiempo que los bancos centrales de Rusia (4,25%), Filipinas (2%), Turquía (17%), Perú (0,25%), Uruguay (4,5%), Paraguay (0,75%) y Chile

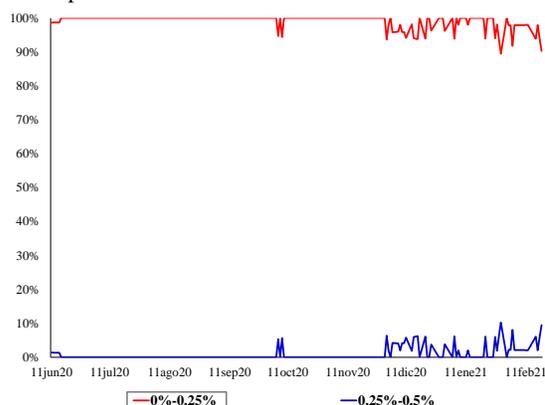
²³ De los cuales, al 31 de enero del 2021, había comprado SEK 338,5 mm.

(0,5%) decidieron mantener sus tasas de referencia inalteradas. El Banco Central de Reserva del Perú anunció que continuaría con su política monetaria expansiva mediante mayores operaciones de inyección de liquidez. El de Filipinas mantuvo las tasas sobre las facilidades de depósitos y de préstamos en 1,5% y 2,5%, respectivamente, mientras que el de la India mantuvo las tasas repo y repo reverso en 4% y 3,35%, respectivamente, pero aumentó la tasa de encaje de 3% a 3,5%.

Por su parte, el Banco Central de Chile (BCCh) reiteró que mantendrá su política monetaria altamente expansiva, combinando una TPM en mínimos históricos de 0,5% con medidas no convencionales. En particular, la entidad señaló que la TPM seguirá en el nivel actual durante gran parte del horizonte de política monetaria de dos años, y que mantendrá su política de reinversión del programa de *stock* de bonos bancarios anunciada en diciembre, con el fin de mantener sus tenencias actuales en aproximadamente USD 8 mm. Además, la entidad abrió una tercera etapa de su programa de Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC)²⁴, por un monto de USD 10 mm y una vigencia de seis meses²⁵.

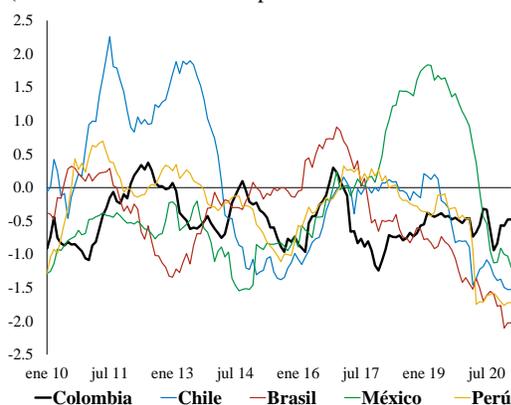
En el Gráfico A5.2. se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales²⁶ desde el año 2005. Se puede observar que en enero disminuyeron para Chile y México, al tiempo que aumentaron para lo demás países. Además, con los últimos datos disponibles, en lo corrido de febrero²⁷ este indicador disminuyó en el caso de México, al tiempo que no ha presentado variaciones para los demás países analizados y en todos los casos 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.

²⁴ La FCIC es una medida de liquidez de mediano plazo a bajo costo creada en marzo de 2020 por el BCC, en el contexto de la crisis económica global generada por el Covid-19, la que se ofrece a la banca, condicionada a su comportamiento crediticio, particularmente respecto del crédito a pequeñas y medianas empresas. La FCIC constituye el componente cuantitativamente mayor de los instrumentos de política monetaria no convencional en aplicación por parte del BCC.

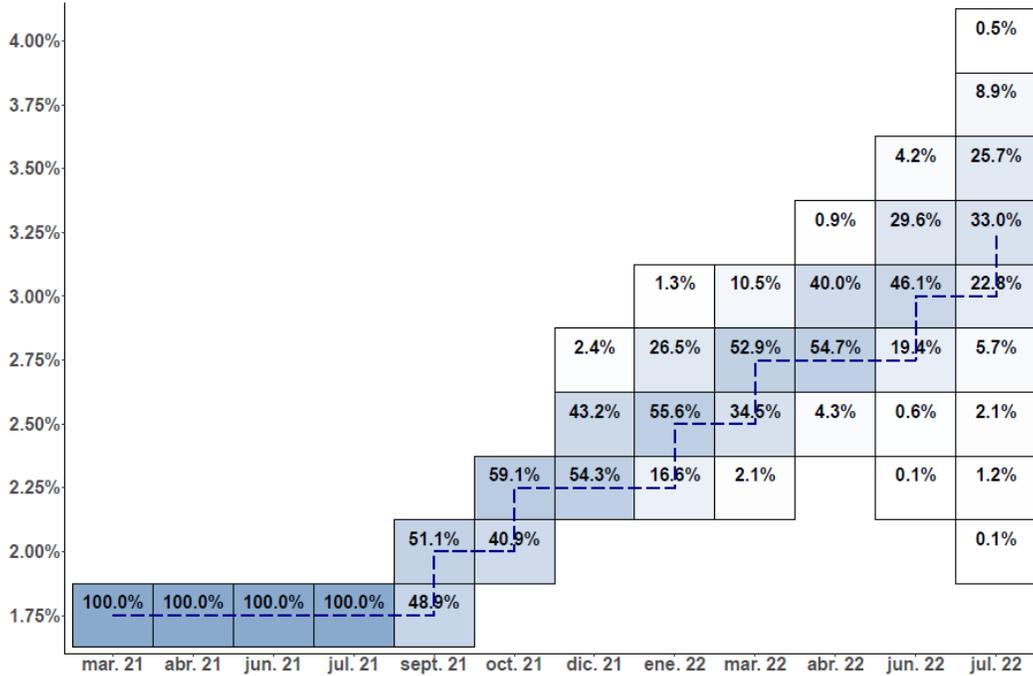
²⁵ Además, el Banco Central indicó que “esta nueva etapa responde a las actuales necesidades financieras de las empresas, complementando el programa Fogape-Reactiva recientemente aprobado, especialmente en su línea de refinanciamiento. Además, acordó ampliar los colaterales elegibles para esta etapa, agregando la cartera comercial de categoría A5 y A6 con garantía estatal”.

²⁶ Deflactadas con medidas de inflación básica.

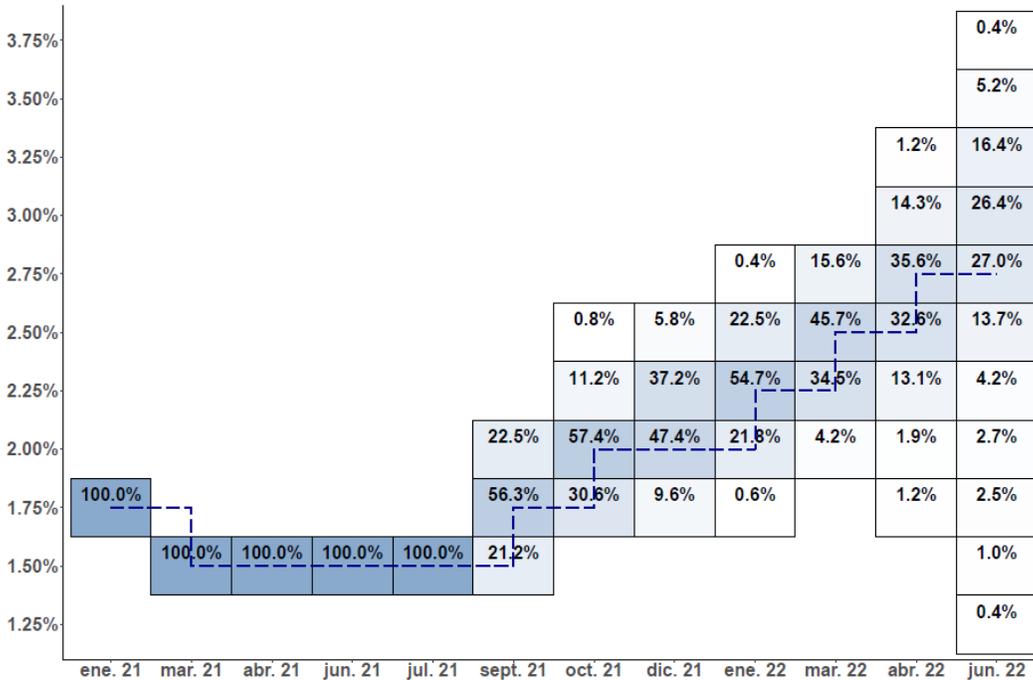
²⁷ Información al 22 de enero con datos de inflación núcleo de diciembre.

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. 22 de enero de 2021



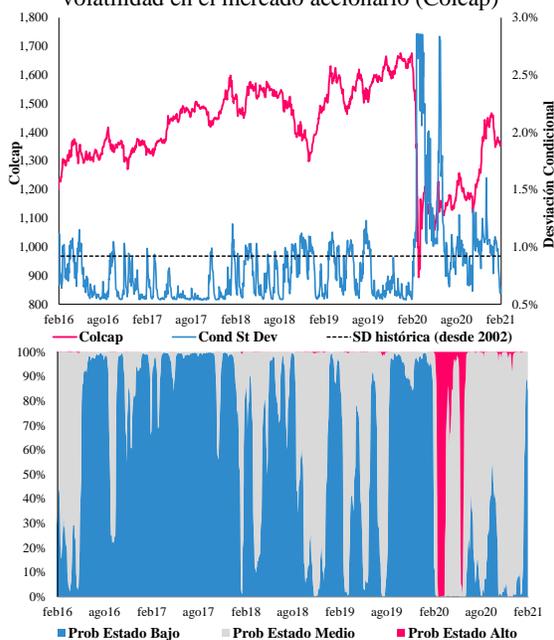
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, el 40% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia se mantenga igual (55%), otro 40% espera que aumente (ant: 32%), mientras que el 19% restante espera que disminuya (ant: 14%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 36% espera que permanezca estable (ant: 45%), un 30% que aumente (ant: 30%) y un 15% que disminuya (ant: 9%)²⁸.

Con información al 12 de febrero, 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 -183 pb, -44 pb y -16 pb para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento de los márgenes reflejó las mayores disminuciones de las tasas activas frente a las de los TES (activas -189 p.b. versus TES -3 pb en el caso de tesorería; activas -49 pb versus TES -3 pb en el caso de la cartera preferencial; activas -20 p.b. versus TES -3 p.b. en el caso de la cartera de consumo).

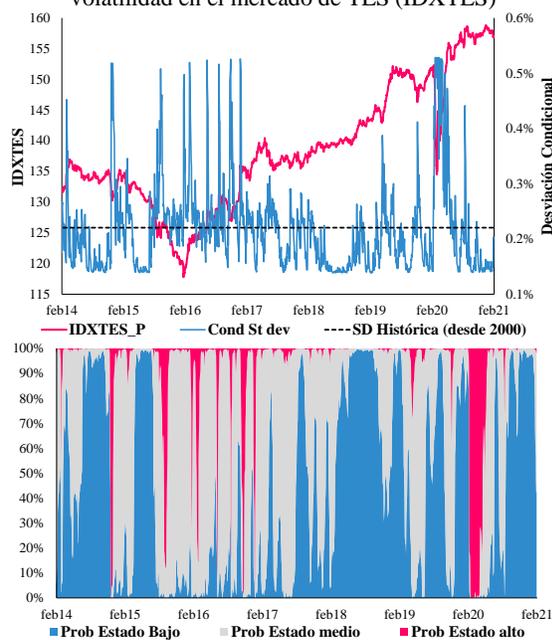
Entre el 29 de enero y el 22 de febrero de 2021 el COLCAP se valorizó 0,3%. Las acciones que tuvieron el mejor desempeño durante el periodo fueron ETB (13,3%), Ecopetrol (10%) y Terpel (3,2%). En lo corrido de febrero, la volatilidad promedio del mercado accionario cayó frente a los niveles observados el mes anterior y al 19 de febrero el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.1). Por otro lado, la volatilidad en el mercado de TES subió 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)

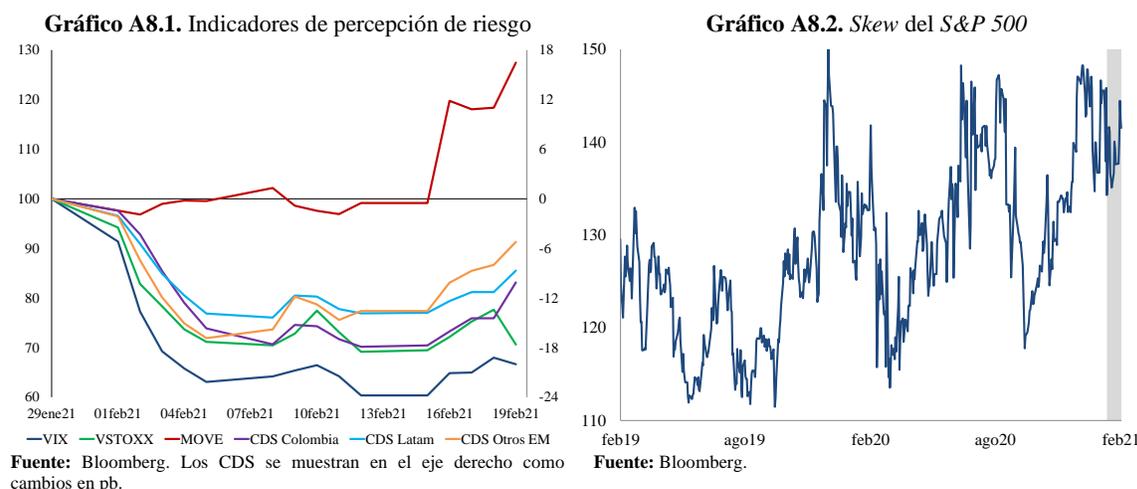


Fuente: Banco de la República, Cálculos: Banrep.

²⁸ Al 19% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 16%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del Vix^{29} y el $Vstoxx^{30}$ se redujo durante febrero luego de la alta volatilidad observada a finales de enero como consecuencia de las interrupciones ocasionadas en el mercado accionario por la alta demanda de algunas acciones por parte de inversionistas minoristas. Este comportamiento también pudo estar asociado a la expectativa de una rápida recuperación económica en EE.UU. como consecuencia de la mayor probabilidad de que el Congreso apruebe el paquete de estímulo fiscal propuesto por el Gobierno Biden. Por el contrario, el $Skew^{31}$ presentó una alta volatilidad y se mantuvo en niveles elevados luego que las acciones tecnológicas presentaran correcciones durante los últimos días. Por último, el $Move^{32}$ aumentó como consecuencia del empinamiento de la curva de *Treasuries* durante la última semana.



El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) en EE.UU. se redujo al pasar de 224 en diciembre a 209 en enero. Así mismo, los indicadores de política sanitaria (obs: 373; ant: 502), comercial (obs: 78; ant: 124), monetaria (obs: 71; ant: 80) y fiscal (216; ant: 217) presentaron disminuciones. En Europa, estos indicadores también presentaron reducciones en España (obs: 152; ant: 178), Alemania (obs: 208; ant: 228) y Reino Unido (obs: 207; ant: 211), mientras que en Italia (obs: 247; ant: 142) y Francia (obs: 276; ant: 257) presentaron aumentos (Gráficos A8.3 y A8.4).

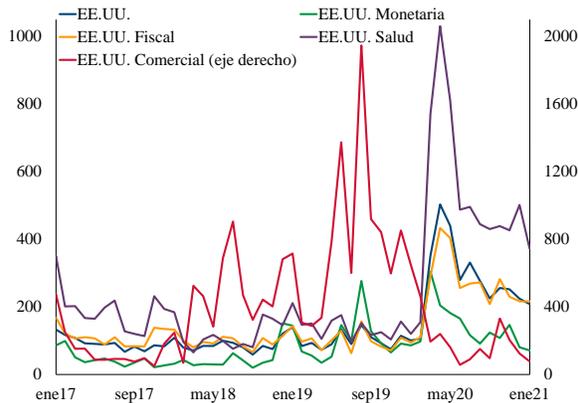
²⁹ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice $S\&P\ 500$.

³⁰ El $Vstoxx$ es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice $EuroStoxx\ 50$.

³¹ 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.

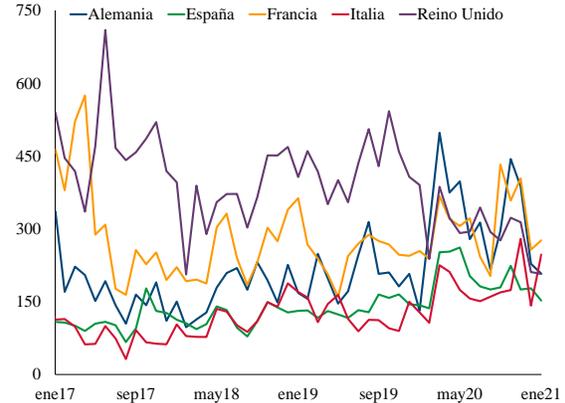
³² El $Move$ es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

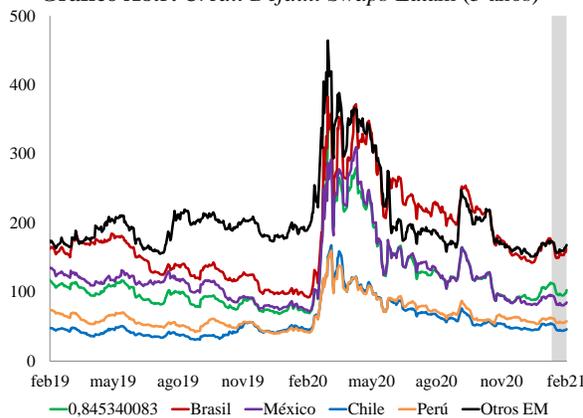
Gráfico A8.4. Incertidumbre en política económica en Europa



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

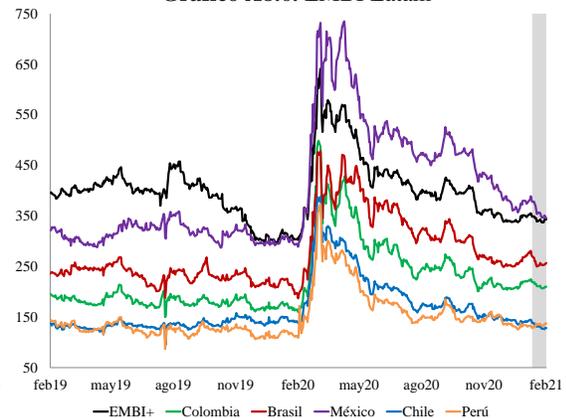
Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años presentaron reducciones en los países de la región, así como la mayoría de los índices EMBI³³. El CDS a 5 años disminuyó 11 pb en Brasil, 10 pb en Colombia y México, 8 pb en Chile y 4 en Perú. Por su parte, el EMBI se redujo 32 pb en México, 13 pb en Brasil, 10 pb en Chile, 9 pb en Colombia, mientras que aumentó 9 pb en Perú (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.6. EMBI Latam



Fuente: Bloomberg.

³³ 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.