



VERSIÓN PÚBLICA

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

Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



VERSIÓN PÚBLICA

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

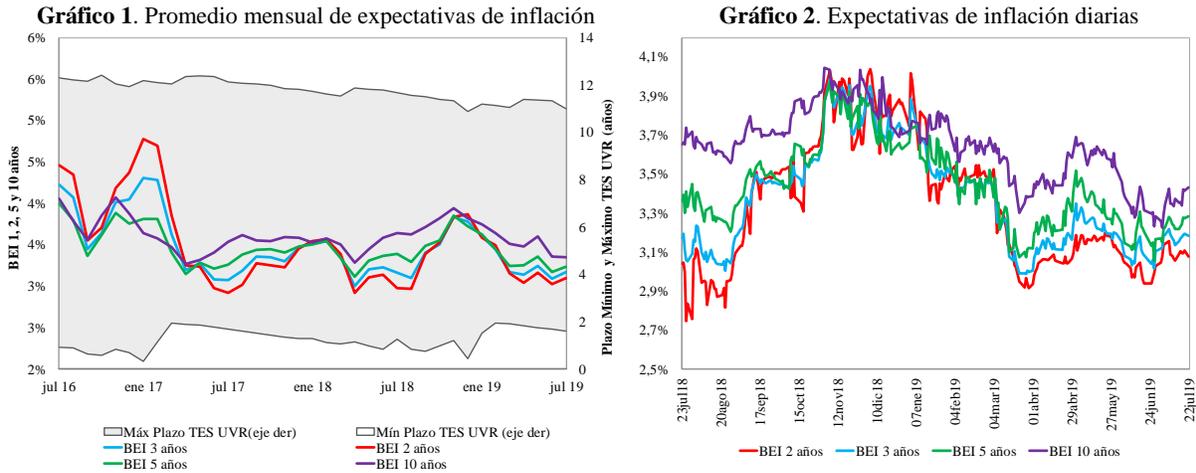
Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales
Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde la última reunión de la JDBR (21 de junio), y con información hasta el 22 de julio, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 16 p.b, 13 p.b, 12 p.b y 14 p.b. para las estimaciones a 2, 3, 5 y 10 años. Al 22 de julio de 2019 el BEI se ubicó en 3,08%, 3,18%, 3,28% y 3,43% para los plazos de 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de valorizaciones de los títulos a lo largo de la curva de TES en UVR, que fueron mayores a las valorizaciones de los denominados en pesos (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de junio contra lo que va corrido de julio, se observan aumentos del BEI de 10 p.b, 10 p.b, 8 p.b. y 2 p.b. para los tramos de 2, 3, 5 y 10 años, en su orden.



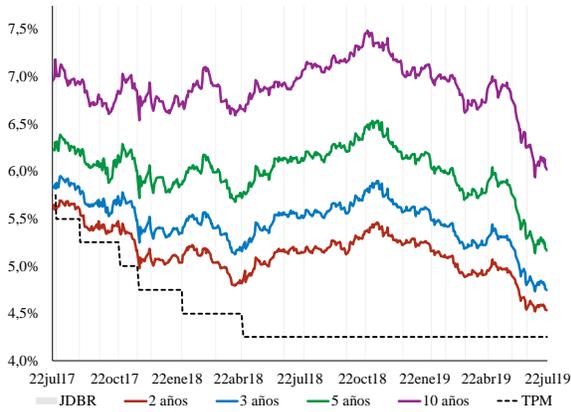
Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

Punto a Punto (Plazo en Años)								
	TES PESOS				TES UVR			
	2	3	5	10	2	3	5	10
21jun19	4,54%	4,80%	5,29%	6,25%	1,62%	1,75%	2,13%	2,95%
22jul19	4,53%	4,75%	5,16%	6,02%	1,46%	1,56%	1,88%	2,58%
Variaciones p.b.								
	-1	-5	-12	-23	-16	-19	-25	-37
Var. BEI	16	13	12	14				
Promedios Mensuales								
jun19	4,68%	4,95%	5,45%	6,40%	1,68%	1,88%	2,29%	3,07%
jul19*	4,57%	4,80%	5,23%	6,07%	1,47%	1,63%	1,99%	2,72%
Variaciones p.b.								
	-11	-16	-23	-33	-21	-25	-30	-35
Var. BEI	10	10	8	2				

*Información disponible al 22 de julio de 2019.

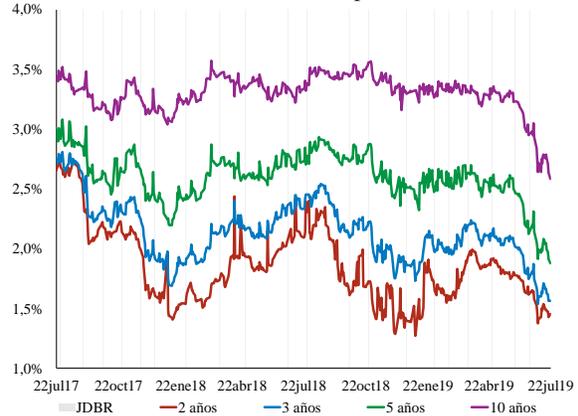
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 3. Tasas cero cupón en pesos



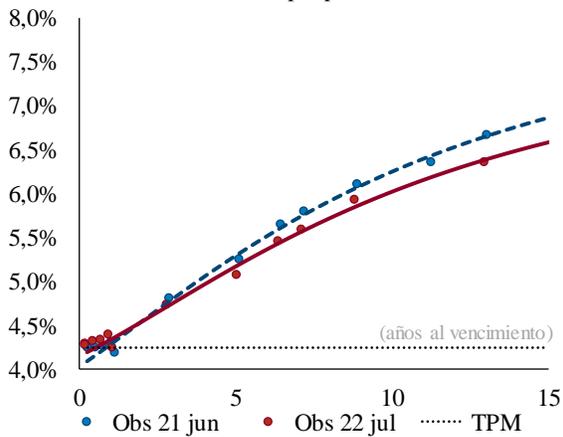
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

Gráfico 4. Tasas cero cupón en UVR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

Gráfico 5. Curvas spot pesos Colombia

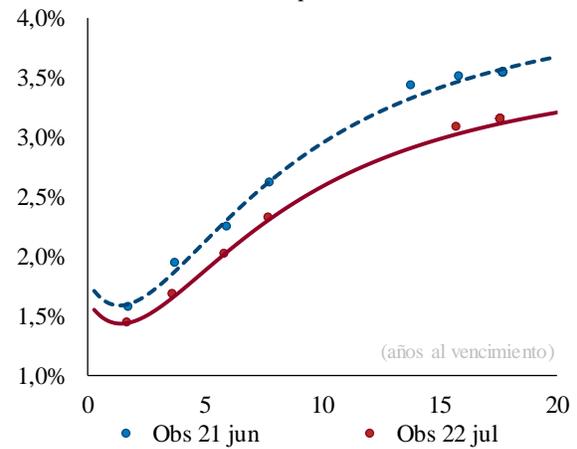


Cambios en la curva por plazo

	2 años	3 años	5 años	10 años
años	2	3	5	10
	-1	-5	-12	-23

Cifras en puntos básicos

Gráfico 6. Curvas spot UVR Colombia



Cambios en la curva por plazo

	2 años	3 años	5 años	10 años
años	2	3	5	10
	-16	-19	-25	-37

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

Desde la última reunión de la JDBR, las pendientes de las curvas de rendimientos de TES denominados en pesos y UVR se han reducido 23 p.b. y 20 p.b, respectivamente (Gráficos 7 y 8).

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



Fuente: SEN y MEC, Cálculos: BR

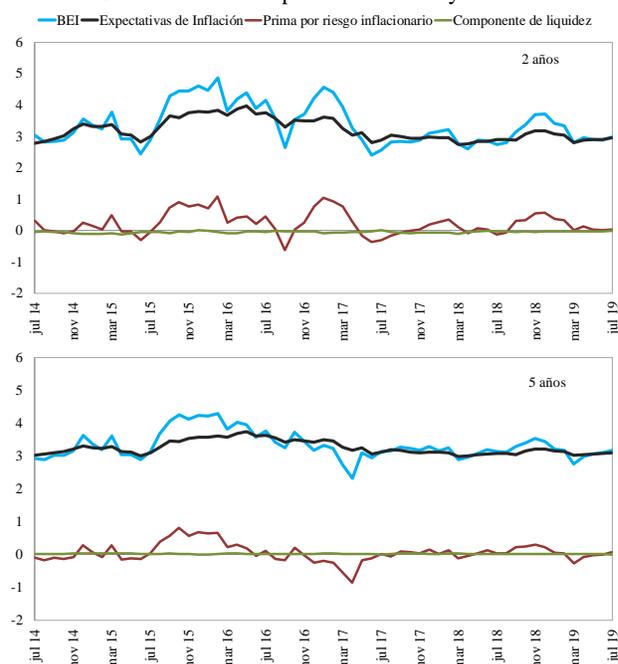
Gráfico 8. Pendiente curva TES UVR (10-2 años) (p.b.)



Durante el periodo, los TES en pesos se valorizaron en línea con el comportamiento de la deuda pública de la región, lo cual estuvo relacionado con expectativas de mayor estímulo monetario a nivel internacional y con ello mayor apetito por activos de emergentes. Adicional a lo anterior, se sumó la demanda importante de TES por parte de las entidades públicas e inversionistas del exterior. Los TES UVR se valorizaron en mayor magnitud dado que previamente se habían valorizado menos que los TES pesos, y además dado el incremento en la inflación esperada para el cierre del año.

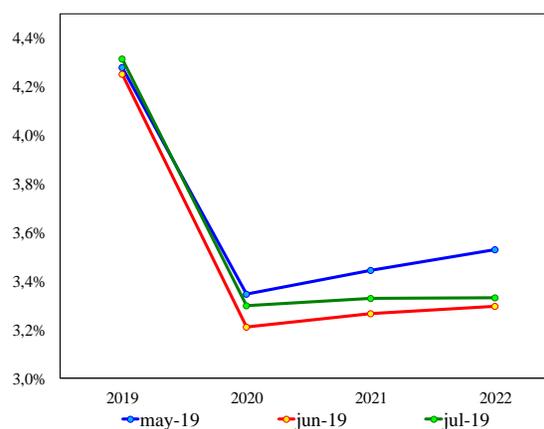
El Gráfico 9 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa¹ de los TES en pesos frente a los denominados en UVR². De esta manera, se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,95% (ant: 2,91%) y para los próximos 5 años sea 3,10% (ant: 3,07%). La prima por riesgo inflacionario promedio aumentó en 2 p.b. y 6 p.b. para los plazos a 2 y 5 años, ubicándose en 0,03% y 0,06%, respectivamente.

Gráfico 9. Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 10. Inflación esperada (FBEI)



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

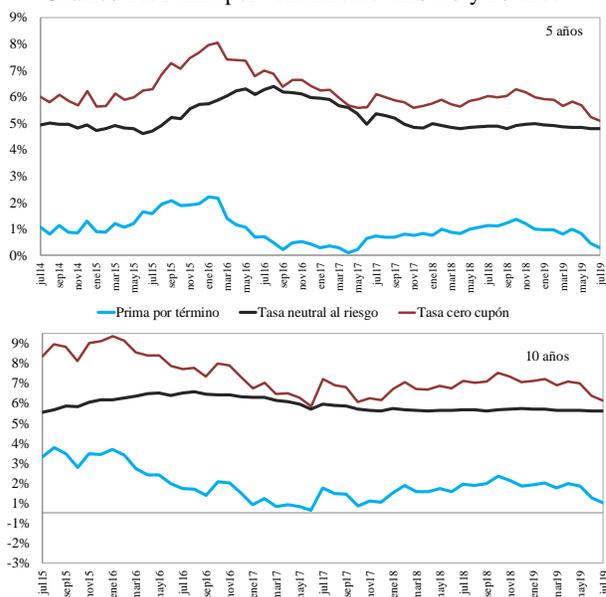
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

El Gráfico 10 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2020, 2021 y 2022, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 3,30%, 3,33% y 3,33%, respectivamente. Así, los FBEI calculados en julio de 2019 para todos los plazos son superiores a los de junio, pero inferiores a los de mayo. El gráfico también muestra que la inflación implícita para 2019 es 4,31%, calculada con la inflación año corrido hasta junio (2,71%) y el FBEI anualizado para lo restante del año (1,56%).

¹ El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

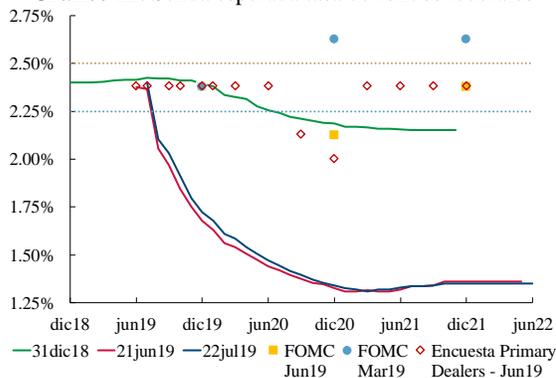
² Utilizando la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. *Borradores de Economía*. 903. Banco de la República.

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



Fuente y Cálculos: BR

Gráfico 12. Senda esperada tasa de fondos federales



Fuente: Bloomberg y Fed. Las líneas punteadas representan el rango actual de los fondos federales: 2,25%-5,5%.

Respecto a la última reunión de la JDBR, la prima a término de los TES en pesos disminuyó 16 p.b. a 5 años y 24 p.b. a 10 años (Gráfico 11). Por su parte, la tasa neutral al riesgo aumentó 1 p.b. para 5 años y se mantuvo estable para 10 años.

Frente a lo observado el 21 de junio y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el ritmo esperado de recortes disminuyó ligeramente y la tasa esperada para diciembre de 2019 pasó de 1,68% a 1,73% el 22 de julio (Gráfico 12). Adicionalmente, la probabilidad que en el 2019 ocurra al menos un recorte del rango de los fondos federales se mantiene en 100% (Cuadro 2 y Anexo 5³). Específicamente, la probabilidad de que ocurran tres recortes del rango, tal que este se ubique al finalizar el 2019 entre 1,5% y 1,75%, se mantuvo en 41% siendo el escenario más probable, seguido por el escenario de dos recortes del rango (y termine el año entre 1,75% y 2%) cuya probabilidad aumentó de 28% a 29%.

Según la encuesta de la Fed de Nueva York realizada a *Primary Dealers* para junio⁴, sus expectativas apuntan a que el rango de las tasas de los fondos federales se mantenga estable hasta el segundo semestre de 2020 (Cuadro 3). En esta ocasión se anticipan dos recortes de 25 p.b. en el rango en el 3T20 y 4T20, y un incremento de 50 p.b. en el 1T21, mientras que en la encuesta anterior no se anticipaban cambios.

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

	1%-1,25%	1,25%-1,5%	1,5%-1,75%	1,75%-2%	2%-2,25%
22jul19	3%	21%	41%	29%	6%
21jun19	4%	23%	41%	28%	5%

Fuente: Bloomberg.

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

	jun-19	jul-19	sep-19	oct-19	dec-19	ene-20	mar-20
Mediana	2,38%	2,38%	2,38%	2,38%	2,38%	2,38%	2,38%
No. Respuestas	24	24	24	24	24	24	24
	2T20	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21	4T21
Mediana	2,38%	2,13%	2,00%	2,38%	2,38%	2,38%	2,38%
No. Respuestas	24	24	24	18	18	18	18

Fuente: Fed de NY.

³ Específicamente, el gráfico A5.3 presenta la evolución diaria de estas probabilidades en lo corrido del 2019.

⁴ El 10 de junio del 2019 culminó la recepción de información de los agentes del mercado por parte de la Fed.

En cuanto a las expectativas de inflación en Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de julio frente al mes anterior aumentó para diciembre de 2019 de 3,38% a 3,48%, mientras permaneció constante para el cierre de 2020 (pasó de 3,29% a 3,28%) (Gráficos 13 y 14). Por otro lado, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR) la inflación esperada a dos años (julio de 2021) disminuyó a 3,20% frente a lo proyectado el mes anterior para junio de 2021 (3,27%). Por su parte, el BEI aumentó en todos los plazos.

Gráfico 13. Inflación esperada promedio para cierre 2019

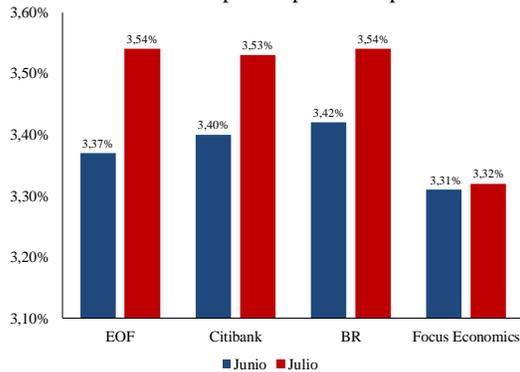
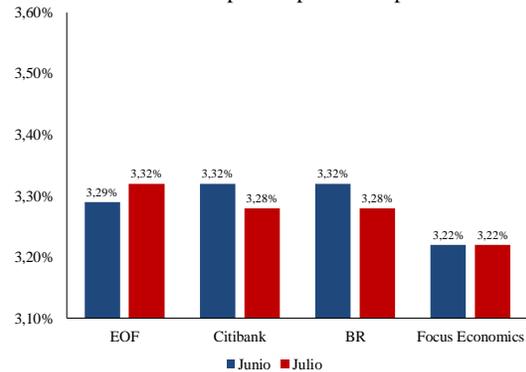


Gráfico 14. Inflación esperada promedio para cierre 2020

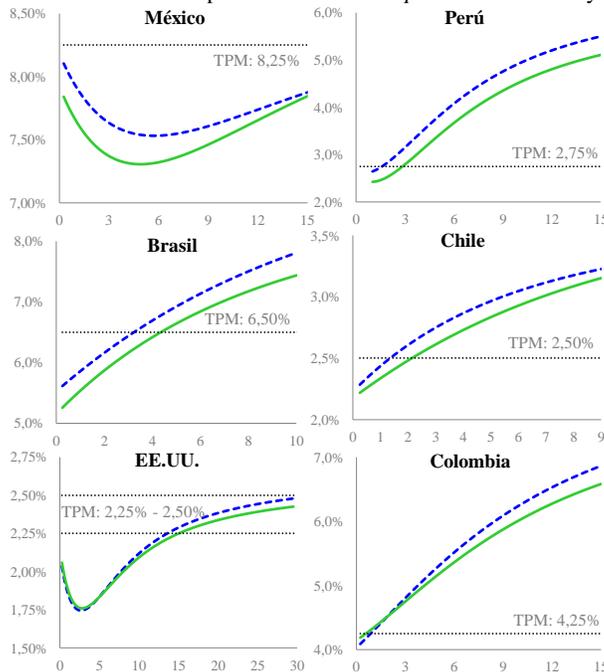


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 22 de julio con encuestas recolectadas entre el 8 y el 17 del mismo mes, los de Citibank el 24 de julio. La encuesta del BR se realizó entre el 9 y el 11 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 9 de julio, con encuestas entre el 2 y el 7 de este mismo mes.

Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región

Entre el 21 de junio y el 22 de julio, los títulos de deuda pública de la región se valorizaron principalmente como consecuencia de las mayores expectativas de expansión monetaria por parte de varios bancos centrales de países desarrollados y emergentes. En EE.UU, aunque la curva no continuó con las valorizaciones observadas durante el año, las tasas se mantuvieron en niveles bajos ante las expectativas de recortes de tasas por parte de la Reserva Federal durante los próximos meses (ver Gráfico 15 y Anexo 4).

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



	EVOLUCIÓN POR TRAMOS			Cambios en la TPM (p.b.)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-27	-23	-12	0
Perú	-30	-40	-40	0
Brasil	-29	-28	-38	0
Chile	-13	-13	-6	0
EEUU	2	0	-2	0
Colombia	-1	-12	-23	0

	EVOLUCIÓN POR TRAMOS 3 MESES			Cambios en la TPM (p.b.)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-52	-60	-64	0
Perú	-54	-92	-101	0
Brasil	-136	-173	-155	0
Chile	-85	-87	-87	-50
EEUU	1	-1	-3	0
Colombia	-38	-61	-71	0

	CAMBIOS OBSERVADOS		
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	-21	15	-7
Perú	-37	-10	-9
Brasil	-32	-8	10
Chile	-10	7	-8
EEUU	0	-5	1
Colombia	-12	-23	-1

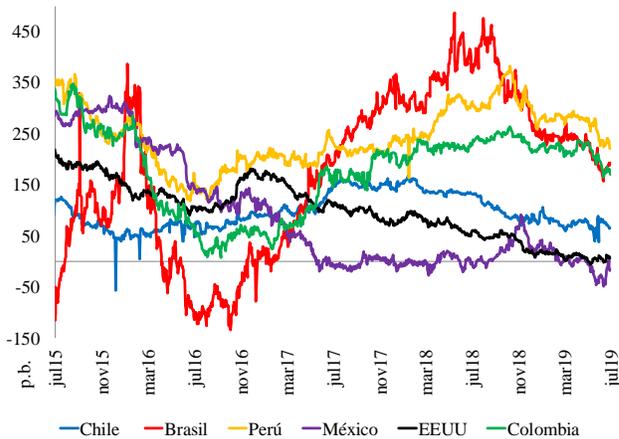
21-jun-19

22-jul-19

Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

** Para Chile y Brasil el spread es el de 9-1 año y 10-1 año, respectivamente.
** Calculadas mediante la metodología de Nelson & Siegel.

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



Fuente: Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República. *Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es con la diferencia entre las tasas cero cupón entre 10 y 2 años.

El Gráfico 16 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 1 año para EE.UU. y los países de la región. Durante el periodo, la pendiente de Colombia se redujo hasta ubicarse en 171 p.b. (ant: 199 p.b.). Las pendientes de Perú, Brasil, Chile, EE.UU. y México se sitúan en 221 p.b, 194 p.b, 21 p.b, 7 p.b. y -16 p.b, respectivamente.

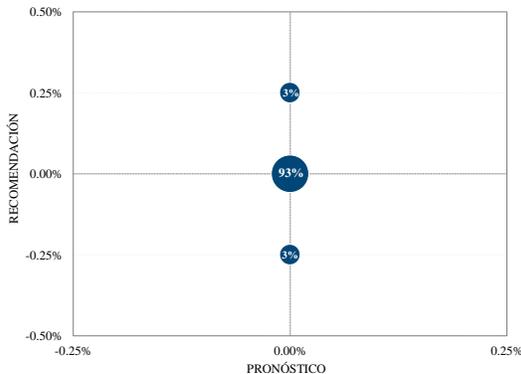
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM)

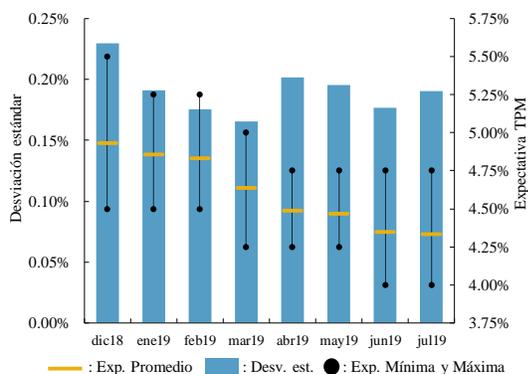
Las encuestas indican que los agentes del mercado esperan que la JDBR mantenga la tasa de interés de referencia en 4,25% en su reunión de julio. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)⁵ el 100% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada en 4,25%. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg, el 100% de los analistas espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de interés de referencia. Por último, según las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros realizadas por Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF) y Citibank⁶ se encuentra que, de las 30 entidades encuestadas, el 93% no espera ni recomienda cambios en la TPM, el 3% no espera cambios pero recomienda un recorte de 25 p.b. y el 3% restante tampoco espera cambios pero recomienda un aumento de 25 p.b. (Gráfico 17 y Anexo 1). En el Gráfico 18 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2019 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre junio y julio el promedio de la tasa esperada disminuyó de 4,35% a 4,33%.

Gráfico 17. Encuesta sobre TPM de Anif y Citibank



Fuente: Encuesta Citibank.

Gráfico 18. Expectativas TPM para diciembre de 2019



Fuente: Encuesta Citibank.

⁵ Recibida el 22 de julio. Datos recolectados entre el 8 y el 17 de julio.

⁶ Publicadas el 22 y el 24 de julio, respectivamente.

En los Gráficos 19 y 20 se muestran las expectativas sobre la TPM para las reuniones correspondientes a julio y diciembre de 2019. En estas se observa que: i) el promedio de las encuestas refleja expectativas de que la JDBR mantenga la tasa de intervención en 4,25% durante su reunión de julio; y ii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2019 disminuyó desde 4,39% en junio a 4,33% en julio.

Gráfico 19. Expectativas TPM para la reunión de junio

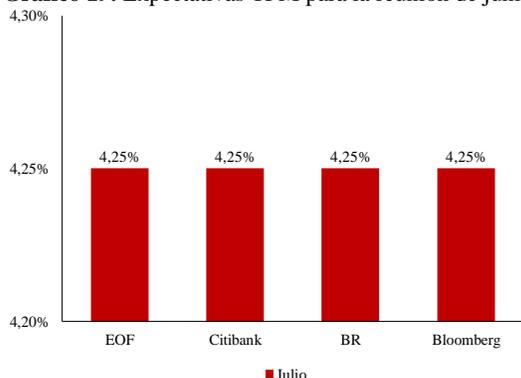
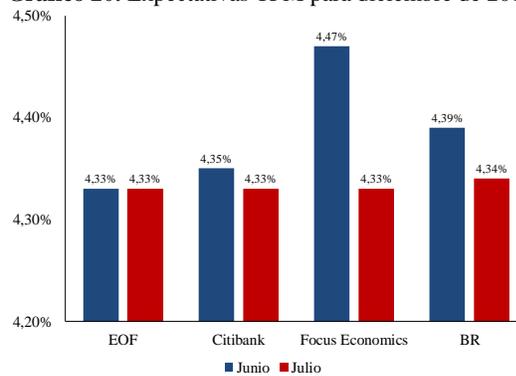


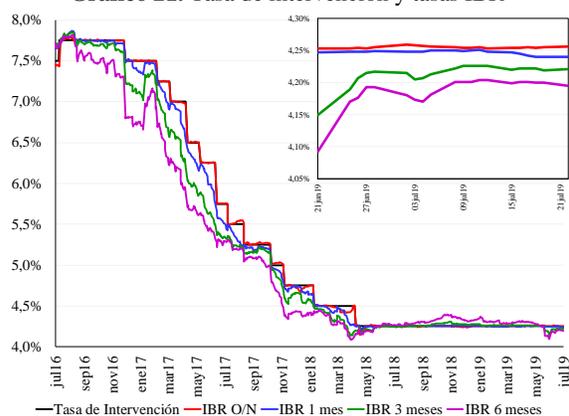
Gráfico 20. Expectativas TPM para diciembre de 2019



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 22 de julio con encuestas recolectadas entre el 8 y el 17 del mismo mes, los de Citibank el 24 de julio. La encuesta del BR se realizó entre el 9 y el 11 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 9 de julio, con encuestas entre el 2 y el 7 de este mismo mes.

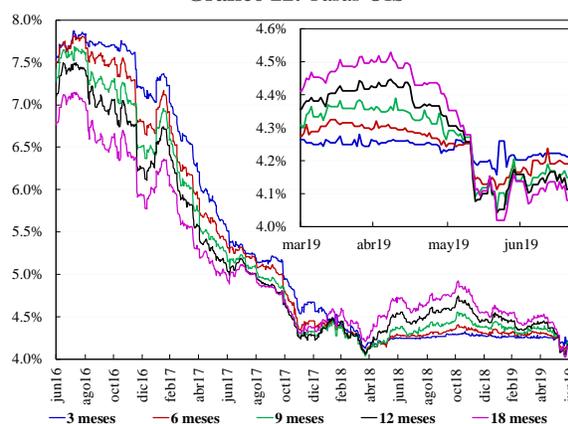
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 21 muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de junio de 2019, las tasas del IBR O/N y a 1 mes permanecieron inalteradas, mientras que las tasas a 3 y 6 meses aumentaron 4 p.b. y 8 p.b, respectivamente. Desde dicha reunión, la tasa IBR O/N no ha cambiado, mientras que la tasa a 1 mes ha disminuido 1 p.b, y las tasas a 3 y 6 meses han aumentado 7 p.b. y 10 p.b, respectivamente. Así, el 22 de julio las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 4,26%, 4,24%, 4,22% y 4,20%, respectivamente.

Gráfico 21. Tasa de intervención y tasas IBR



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

Gráfico 22. Tasas OIS



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

Desde el 21 de junio, las tasas de los OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses presentaron variaciones de -5 p.b, 7 p.b, 4 p.b, 6 p.b. y 6 p.b, ubicándose el 22 de julio en 4,21%, 4,20%, 4,14%, 4,11% y 4,08%, respectivamente (Gráfico 22). Adicionalmente, de acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS, el escenario más probable (52%) es el de una reducción de 25 p.b. de la TPM en diciembre de este año (mientras que la probabilidad de que permanezca inalterada en diciembre se ubicó en 48%) seguido por otro recorte en julio del 2020 (48%). Pevio a la reunión de la JDBR del mes anterior, el escenario más probable apuntaba a un recorte de 25 p.b. para julio del 2019 (100%) seguido por otro recorte adicional en junio del 2020 (50%) (Gráficos 23, 24 y Anexo 6).

Gráfico 23. Tasa de política monetaria implícita - OIS

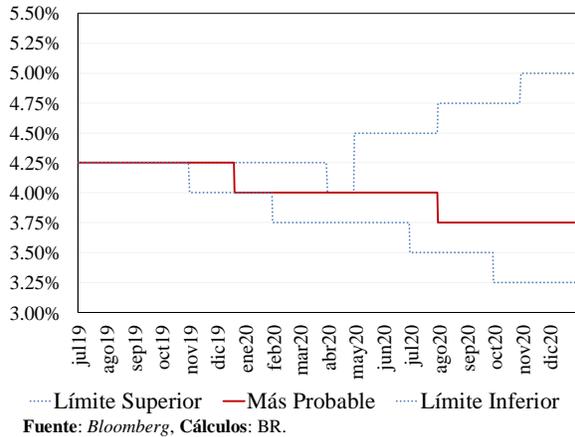
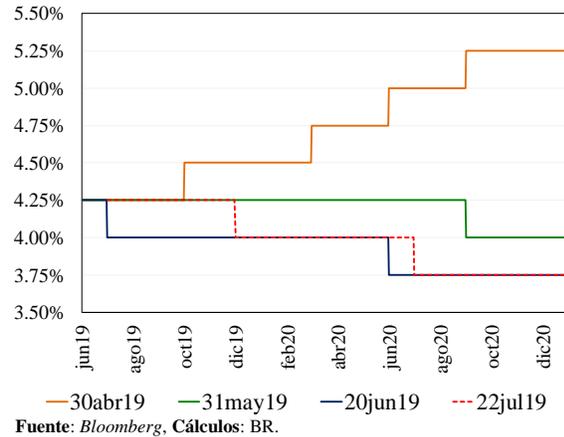


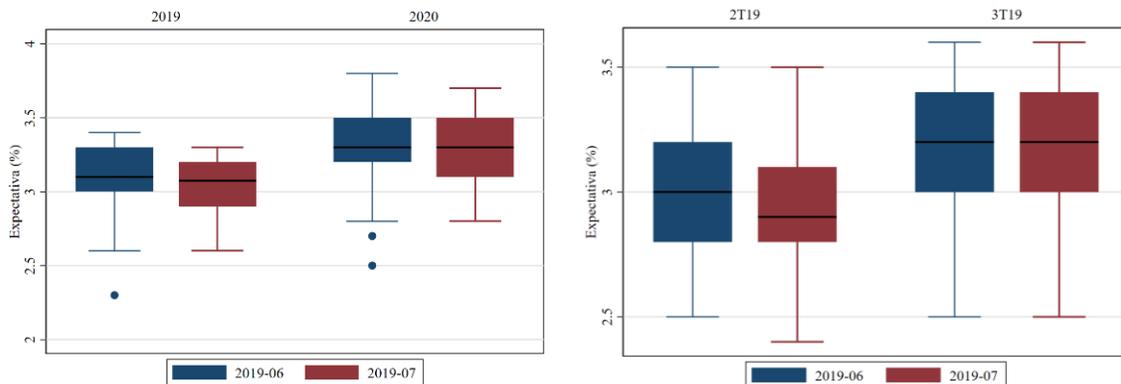
Gráfico 24. Evolución de expectativas TPM - OIS



b) Expectativas de crecimiento económico

En el Gráfico 25 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros redujeron ligeramente sus expectativas de crecimiento para el 2019, 2020, 2T19 y 3T19 a 3,07% (ant: 3,09%), 3,29% (ant: 3,30%), 2,94% (ant: 3,00%) y 3,15% (ant: 3,18%).

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



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

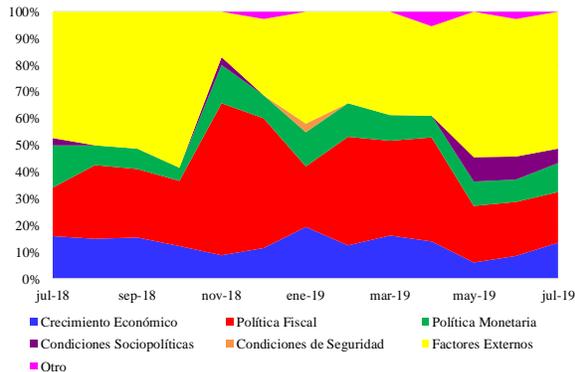
El 2 de julio la ANIF rebajó su proyección de crecimiento económico para 2019 de 3,3% a 3%. Por otro lado, el 23 de julio el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo su pronóstico de crecimiento para 2019 de 3,5% a 3,4%, pero lo aumentó para 2020 de 3,6% a 3,7%. Finalmente, Fedesarrollo mantuvo su expectativa de crecimiento en 3,3% para 2019, 3,5% para 2020 y 4,1% en el mediano plazo.

c) Información adicional extraída de la EOF

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 4 p.b. (ant: desvalorizaciones de 15 p.b.)⁷. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana a 1,94% (anterior: valorizaciones de 2,42%).

⁷ Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada en el mes de encuesta y la tasa promedio esperada por los analistas.

Gráfico 26. 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 51% resaltó los factores externos (ant: 51%), un 19% la política fiscal (ant: 20%), un 14% el crecimiento económico (ant: 9%), un 11% la política monetaria (ant: 9%), y el 5% restante las condiciones sociopolíticas (ant: 9%) (Gráfico 26).

d) Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2019 permanecieron iguales en EE.UU, China y Noruega, aumentaron en Guatemala y disminuyeron en los demás países. Los datos de

inflación de junio resultaron inferiores a las expectativas del mercado en Perú, Rusia, Turquía y Noruega, iguales en EE.UU. y China, y superiores en los demás países analizados. Las expectativas de inflación para diciembre de 2019 aumentaron en Perú, Argentina, China, Noruega, Costa Rica y Paraguay, permanecieron iguales en EE.UU. y Sudáfrica, y disminuyeron en los demás países. En Colombia, disminuyeron las proyecciones de crecimiento para 2019, la inflación observada para junio resultó superior a las expectativas del mercado y aumentaron las proyecciones de inflación para 2019. Las proyecciones de crecimiento de 2019 para Colombia presentaron las menores reducciones de la región (Cuadro 4).

Cuadro 4. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Junio 2019**		Esperada a Diciembre 2019		Vigente	Esperada a Diciembre 2019		Ultimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2019	
	Esp*	Obs	jun19	jul19		jun19	jul19	Esp*	Obs	jun19	jul19
Colombia	3.38%	3.43%	3.40%	3.53%	4.25%	4.35%	4.33%	2.70%	2.30%	3.12%	3.11%
Chile	2.20%	2.30%	2.80%	2.70%	2.50%	2.50%	2.25%	1.80%	1.95%	2.90%	2.80%
México	3.94%	3.95%	3.75%	3.63%	8.25%	8.03%	8.04%	1.30%	1.20%	1.32%	1.13%
Perú	2.62%	2.29%	2.32%	2.35%	2.75%	3.01%	2.84%	2.30%	2.30%	3.63%	3.48%
Brasil	3.33%	3.37%	3.84%	3.82%	6.50%	5.75%	6.15%	0.50%	0.50%	0.93%	0.81%
Ecuador	n.d.	0.61%	0.48%	0.41%	5.68%	5.80%	5.97%	n.d.	0.60%	0.26%	0.21%
Argentina	n.d.	58.80%	39.08%	39.92%	59.23%	52.02%	53.34%	-5.70%	-6.40%	-1.31%	-1.40%
EE.UU.	1.60%	1.60%	1.80%	1.80%	2,25% -2,50%	2.25%	2.05%	2.30%	3.10%	2.50%	2.50%
India	3.13%	3.18%	3.95%	3.86%	5.75%	5.81%	5.56%	6.30%	5.80%	7.17%	7.04%
Sudáfrica	4.50%	4.40%	4.50%	4.50%	6.50%	6.70%	6.60%	0.60%	0.00%	1.00%	0.60%
China	2.70%	2.70%	2.16%	2.28%	4.35%	4.29%	4.33%	6.20%	6.20%	6.26%	6.26%
Rusia	4.80%	4.70%	4.90%	4.80%	7.50%	7.40%	7.10%	1.20%	0.50%	1.40%	1.20%
Turquía	16.10%	15.72%	17.30%	16.70%	19.75%	22.00%	18.85%	-2.80%	-2.60%	-1.20%	-1.60%
Noruega	2.10%	1.90%	2.30%	2.40%	1.25%	1.35%	1.40%	0.20%	-0.10%	2.30%	2.30%
Costa Rica	n.d.	2.42%	2.43%	2.80%	4.50%	4.90%	4.35%	n.d.	1.80%	2.80%	2.72%
El Salvador	n.d.	0.53%	1.51%	1.38%	4.24%	4.50%	4.50%	n.d.	1.80%	2.30%	2.26%
Guatemala	n.d.	4.80%	4.10%	3.94%	2.75%	3.06%	2.75%	n.d.	3.00%	3.07%	3.08%
Honduras	n.d.	4.80%	4.41%	4.38%	5.75%	5.83%	6.25%	n.d.	3.50%	3.60%	3.52%
Panamá	n.d.	-0.30%	1.34%	1.16%	7.67%	7.67%	7.67%	n.d.	3.10%	4.88%	4.62%
Paraguay	n.d.	2.80%	3.50%	3.83%	4.75%	4.75%	4.75%	n.d.	-2.00%	3.34%	2.78%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank.

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

México: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco de México el 3 de julio con respuestas recibidas entre el 23 y 30 de mayo.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 14 de julio.

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

Argentina: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de junio. La inflación observada corresponde a la ciudad de Buenos Aires. La TPM corresponde a la tasa de interés de los títulos LELIQ del 18 de junio.

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

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

Panamá: Expectativas extraídas de la encuesta de *Focus Economics* de junio. La TPM corresponde a la tasa de préstamos comerciales entre 1 y 5 años. Su inflación corresponde a una variación mensual

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

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

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

** Todos los datos corresponden al mes de junio.

*** Los datos corresponden a la información observada del 1T19 con respecto al 1T18, excepto para China, cuyos datos corresponden al 2T19. 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.

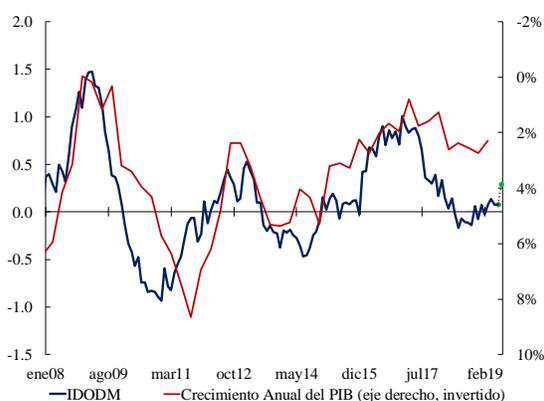
**** Las expectativas de inflación y crecimiento que se publican junto con la cifra observada se extraen de *Bloomberg*.

***** Los datos sombreados corresponden a las cifras desestacionalizadas. En Chile y Argentina la expectativa no corresponde al dato desestacionalizado.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

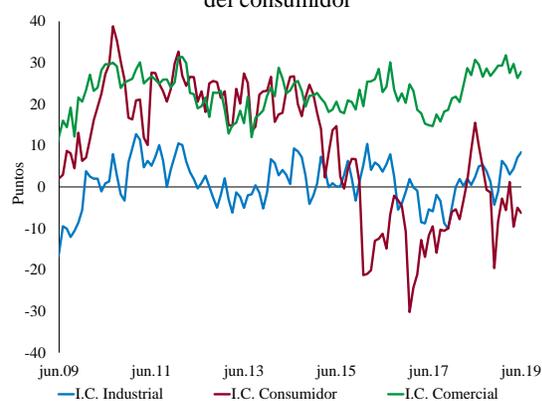
Con datos preliminares para julio (EOF⁸, volatilidades⁹ y márgenes crediticios¹⁰), el índice de percepción de riesgo IDODM aumentó frente al mes anterior (Gráfico 27 y Anexo 7) lo cual se explicó principalmente por el mayor *spread* entre las tasas activas y las de los TES y la mayor inflación esperada para fin de año (según la EOF).

Gráfico 27. Índice de Percepción de Riesgo (IDODM)



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

Gráfico 28. Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor



Fuente: Fedesarrollo.

Durante el periodo se conocieron los datos de crecimiento de las ventas al por menor y producción industrial para mayo. El crecimiento de las ventas al por menor (obs: 8,2%; esp: 5,0%; ant: 4,0%) se ubicó por encima de lo observado el mes anterior y de lo esperado por el mercado. Así mismo, el crecimiento de la producción industrial (obs: 2,1%; ant: 0,2%) se ubicó por encima de lo observado en abril.

En junio, la confianza de los consumidores (obs: -6,3%; esp: -1,5%; ant: -5,0%) continuó en terreno negativo al ubicarse por debajo de lo registrado el mes anterior y de lo esperado por el mercado. Este deterioro estuvo explicado por una reducción de la percepción de las condiciones económicas (obs: -8,2%; ant: -6,5%) y en menor medida por una disminución de las expectativas del consumidor (obs: -5,0%; ant: -4,0%). Por su parte, el índice de confianza industrial aumentó en mayo y junio (junio: 8,4%; mayo: 7,1%; abril: 4,4%), mientras que el índice de confianza comercial disminuyó en mayo, pero se recuperó parcialmente en junio (junio: 27,8%; mayo: 26,3%; abril: 29,7%).

El Gráfico 29 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de sus medias históricas se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre mayo y junio mejoraron los de Argentina,

⁸ Recibida el 22 de julio.

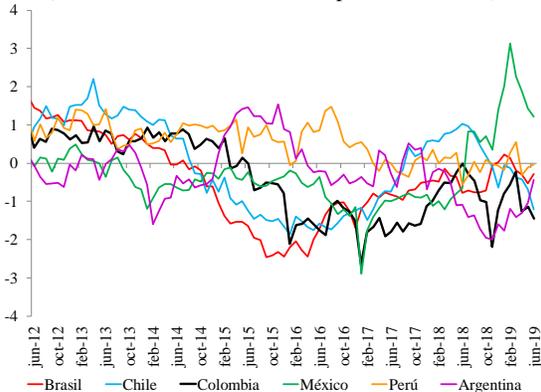
⁹ Datos al 19 de julio.

¹⁰ Datos al 12 de julio.

Brasil y Perú, y desmejoraron los de los demás países. El indicador para México se ubica por encima de su media histórica mientras que para el resto de países analizados se ubica por debajo.

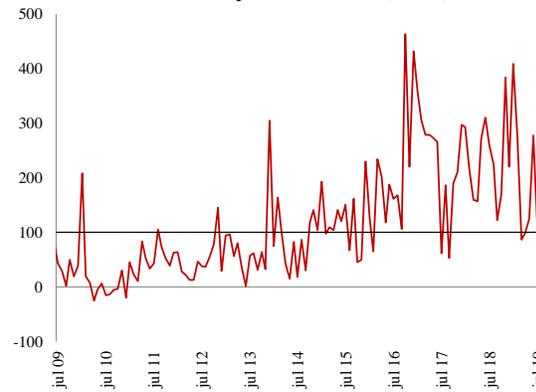
Con datos preliminares al 22 de julio, el Indicador de Incertidumbre Político Económica para Colombia (IPEC) disminuyó desde 278 en junio hasta 98 en julio (Gráfico 30). Los principales temas que explicaron el nivel del indicador en julio estuvieron relacionados con factores externos como la incertidumbre política en México, Brasil y Argentina, y el traslado de las tensiones entre EE.UU. y China del campo comercial al geopolítico.

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



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

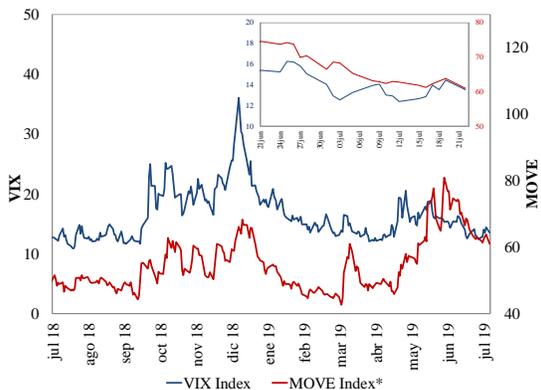
Gráfico 30. Indicador de Incertidumbre Político Económica para Colombia (IPEC)



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

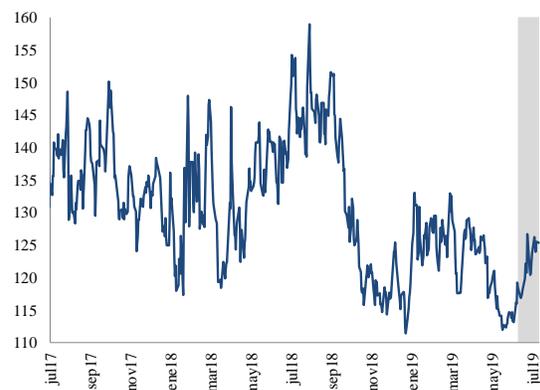
Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*¹² y el *Move*¹³ disminuyó, mientras que el *Vstoxx*¹⁴ y el *Skew*¹⁵ aumentaron (Gráficos 31 y 32). El *Vix* y el *Vstoxx* presentaron reducciones hasta mediados de julio y posteriores aumentos a partir de entonces. En general los CDS a 5 años y los EMBI presentaron reducciones en la región. El comportamiento de los indicadores de percepción de riesgo estuvo influenciado principalmente por las menores tensiones entre EE.UU. y sus principales socios comerciales, y las expectativas de que la Fed adopte una política monetaria más expansiva (Anexo 8).

Gráfico 31. VIX - MOVE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 32. Skew del S&P500



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

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

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

¹³ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

¹⁴ El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

¹⁵ Este último es una medida de riesgo dada por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* –una asimetría más negativa–, se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad percibida de eventos negativos en el mercado accionario.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 23 de julio

	Empresa	Estimación	Fecha
1	4CAST/Continuum Economics	4,25%	19/07/2019
2	Acciones y Valores	4,25%	22/07/2019
3	Alianza Valores	4,25%	11/07/2019
4	BBVA Colombia SA	4,25%	19/07/2019
5	BNP Paribas	4,25%	19/07/2019
6	Banco Agrario de Colombia SA	4,25%	11/07/2019
7	Banco Davivienda SA	4,25%	17/07/2019
8	Banco Mizuho DO Brasil SA	4,25%	22/07/2019
9	Banco de Bogotá SA	4,25%	11/07/2019
10	Bancolombia SA	4,25%	19/07/2019
11	Barclays Capital Inc	4,25%	19/07/2019
12	Bloomberg Economics	4,25%	18/07/2019
13	Capital Economics Ltd	4,25%	11/07/2019
14	Casa de Bolsa SA	4,25%	11/07/2019
15	Credicorp Capital Colombia SA	4,25%	22/07/2019
16	Fiduciaria de Occidente S.A.	4,25%	19/07/2019
17	Goldman Sachs & Co LLC	4,25%	22/07/2019
18	Itau Corpbanca	4,25%	19/07/2019
19	JP Morgan Securities	4,25%	11/07/2019
20	Merrill Lynch/Mexico	4,25%	19/07/2019
21	Pantheon Macroeconomics Ltd	4,25%	19/07/2019
22	Positiva Compañía de Seguros	4,25%	11/07/2019
23	UBS Securities LLC	4,25%	19/07/2019
24	Ultraserfinco SA	4,25%	23/07/2019
25	Universidad Jorge Tadeo Lozano	4,25%	23/07/2019
26	XP Investments	4,25%	22/07/2019
	Tasa	Obs.	Prob.
	4,25%	26	100%
	Tasa Esperada Ponderada		4,25%

Cuadro A1.2. Resultado encuestas de expectativas de Anif y Citibank para julio de 2019

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza Valores	4.25%	4.25%
Anif	4.25%	4.25%
Asobancaria	4.25%	4.25%
Axa Colpatria	4.25%	4.25%
Banco Agrario	4.25%	4.25%
Banco Davivienda	4.25%	4.25%
Banco de Bogotá	4.25%	4.25%
Banco Popular	4.25%	4.25%
BBVA	4.25%	4.25%
BTG Pactual	4.25%	4.25%
Camacol	4.25%	4.25%
Casa de Bolsa	4.25%	4.25%
Cede	4.25%	4.00%
Citibank	4.25%	4.25%
Colfondos	4.25%	4.25%
Continuum Economics	4.25%	4.25%
Corficolombiana	4.25%	4.25%
Credicorp Capital	4.25%	4.25%
Fedesarrollo	4.25%	4.25%
Fidubogotá	4.25%	4.25%
Fiduoccidente	4.25%	4.25%
Fiduprevisora	4.25%	4.25%
Grupo Bancolombia	4.25%	4.25%
Itaú	4.25%	4.25%
Moodys Economy	4.25%	4.25%
Old Mutual	4.25%	4.25%
Positiva	4.25%	4.25%
Protección	4.25%	4.25%
Scotiabank Colpatria	4.25%	4.25%
Ultraserfinco	4.25%	4.50%
Promedio	4.25%	4.25%
Mediana	4.25%	4.25%
STDV	0.00%	0.07%
Máximo	4.25%	4.50%
Mínimo	4.25%	4.00%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.00%	3%	1
4.25%	93%	28
4.50%	3%	1
Total	100%	30

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.00%	0%	0
4.25%	100%	30
4.50%	0%	0
Total	100%	30

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

Participantes	2019	2020
Alianza Valores	3.65%	3.77%
Anif	3.50%	3.40%
Asobancaria	3.40%	3.31%
Axa Colpatria	3.40%	3.60%
Banco Agrario	3.62%	3.33%
Banco Davivienda	3.62%	2.92%
Banco de Bogotá	3.44%	3.00%
BBVA	3.34%	3.24%
BTG Pactual	3.40%	3.00%
Casa de Bolsa	3.40%	3.30%
Colfondos	3.50%	3.30%
Citibank	3.30%	3.00%
Continuum Economics	3.59%	3.35%
Corficolombiana	3.40%	3.30%
Credicorp Capital	3.50%	3.20%
Fidubogotá	3.58%	3.36%
Fiduoccidente	3.77%	3.38%
Fiduprevisora	3.47%	3.60%
Itaú	3.43%	3.00%
Moodys Economy	3.60%	3.30%
Old Mutual	3.70%	3.18%
Positiva	3.50%	3.40%
Scotiabank Colpatria	3.77%	3.20%
Ultraserfinco	3.83%	3.22%
Promedio	3.53%	3.28%
Mediana	3.50%	3.30%
STDV	0.14%	0.21%
Máximo	3.83%	3.77%
Mínimo	3.30%	2.92%

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

Encuestas realizadas entre el 2 y el 7 de julio

Empresa		Estimación 2019		Estimación 2020	
1	ANIF	4,75%		5,25%	
2	Banco Brandesco	4,25%		5,25%	
3	Banco Davivienda	4,25%		-	
4	Banco de Bogotá	4,25%		4,75%	
5	Bancolombia	4,25%		4,75%	
6	Barclays Capital	4,25%		4,75%	
7	BBVA Research	4,50%		4,75%	
8	Capital Economics	4,75%		4,75%	
9	Citigroup Global Mkts	4,25%		5,00%	
10	Corficolombiana	4,25%		-	
11	Credicorp Capital	4,50%		5,00%	
12	Credit Suisse	4,25%		4,75%	
13	Econoanalítica	4,25%		4,75%	
14	Fitch Solutions	4,25%		4,75%	
15	Goldman Sachs	4,25%		4,75%	
16	HSBC	4,25%		4,25%	
17	Itaú BBA	4,00%		3,50%	
18	JPMorgan	4,25%		-	
19	Oxford Economics	4,25%		4,25%	
20	Pezco Economics	4,50%		4,75%	
21	Positiva Compañía de Seguros	4,25%		4,50%	
22	S&P Global	4,25%		4,25%	
23	Scotiabank	4,50%		4,75%	
24	Société Générale	4,25%		-	
25	UBS	4,25%		5,00%	
26	Ultraserfinco	4,50%		-	
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.	
3,50%	0	0,0%	1	4,8%	
3,75%	0	0,0%	0	0,0%	
4,00%	1	3,8%	0	0,0%	
4,25%	18	69,2%	3	14,3%	
4,50%	5	19,2%	1	4,8%	
4,75%	2	7,7%	11	52,4%	
5,00%	0	0,0%	3	14,3%	
5,25%	0	0,0%	2	9,5%	
Media		4,33%		4,69%	
Mediana		4,25%		4,75%	

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

Encuestas realizadas entre el 2 y el 7 de julio

Empresa		Estimación 2019	Estimación 2020	
1	ANIF	3,50%		3,40%
2	Banco Brandesco	3,00%		3,00%
3	Banco Davivienda	3,07%		-
4	Banco de Bogotá	3,24%		2,99%
5	Bancolombia	3,40%		3,20%
6	Barclays Capital	3,23%		3,30%
7	BBVA Research	3,26%		3,22%
8	CABI	3,50%		4,25%
9	Citigroup Global Mkts	3,30%		3,00%
10	Corficolombiana	3,40%		-
11	Credicorp Capital	3,33%		3,24%
12	Credit Agricole	3,60%		3,00%
13	Credit Suisse	3,42%		3,34%
14	Ecoanalítica	3,25%		3,15%
15	EIU	3,40%		2,90%
16	Fedesarrollo	3,20%		3,00%
17	Fitch Solutions	3,38%		3,35%
18	Goldman Sachs	3,20%		3,00%
19	HSBC	2,98%		2,98%
20	Itaú BBA	3,20%		3,00%
21	JPMorgan	3,60%		3,40%
22	Kiel Institute	3,10%		3,00%
23	Moody's Analytics	3,28%		3,47%
24	Nomura	3,40%		3,20%
25	Oxford Economics	3,34%		3,15%
26	Pezco Economics	3,30%		3,20%
27	Polinomics	3,30%		3,40%
28	Positiva Compañía de Seguros	3,50%		3,40%
29	S&P Global	3,40%		3,00%
30	Scotiabank	3,20%		3,10%
31	UBS	3,60%		3,60%
32	Ultraserfinco	3,37%		3,26%
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,75% - 3,00%	1	3,3%	3	10,7%
3,00% - 3,25%	9	30,0%	16	57,1%
3,25% - 3,50%	16	53,3%	9	32,1%
3,50% - 3,75%	6	20,0%	1	3,6%
3,75% - 4,00%	0	0,0%	0	0,0%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	0	0,0%
4,25% - 4,50%	0	0,00%	1	3,57%
Media		3,32%		3,22%
Mediana		3,32%		3,20%

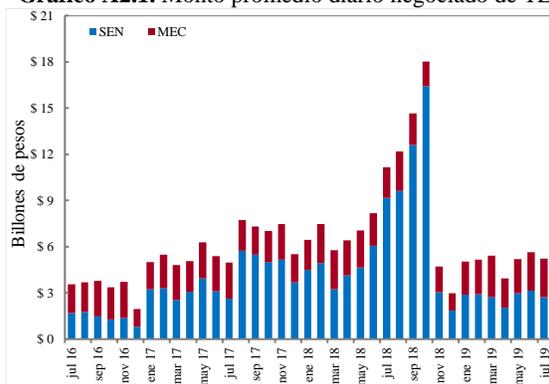
Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de junio, en la cual la tasa de referencia se mantuvo sin cambios en 4,25% tal como lo anticipaba el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 5 p.b, 4 p.b. y 3 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 3 p.b, 7 p.b. y 3 p.b. para los mismos plazos. Estas desvalorizaciones, de acuerdo con los agentes del mercado, pudieron estar relacionadas con la mención del Gerente respecto a que no se han discutido recortes de la tasa de interés de referencia, lo cual contribuyó a reducir las expectativas sobre una TPM más baja para el cierre de 2019.

El Dane publicó el 5 de julio la variación del índice de precios al consumidor de junio, ubicándose en 0,27% mes a mes. Dicho resultado estuvo por encima de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,23%), del dato extraído de la encuesta del BR (0,21%) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2018 (0,15%). La variación anual fue 3,43%¹⁶ (esp: 3,40%). Entre el 5 y el 8 de julio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 3 p.b, 3 p.b. y 1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 2 p.b, -3 p.b. y -8 p.b. para los mismos plazos.

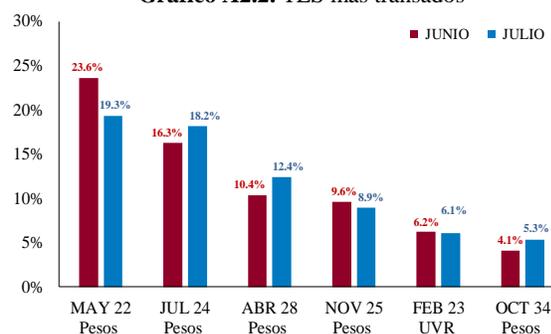
En lo corrido de julio, el monto promedio diario negociado ha sido \$5,2 billones, inferior al observado el mes anterior (\$5,6 billones) y al registrado en julio de 2018 (\$11,1 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos más transados han sido aquellos en pesos que vencen en mayo del 2022, cuya participación pasó de 23,6% a 19,3%, seguidos por aquellos denominados en pesos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 16,3% a 18,2% (Gráfico A2.2).

Gráfico A2.1. Monto promedio diario negociado de TES



Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 23 de julio del 2019.

Gráfico A2.2. TES más transados

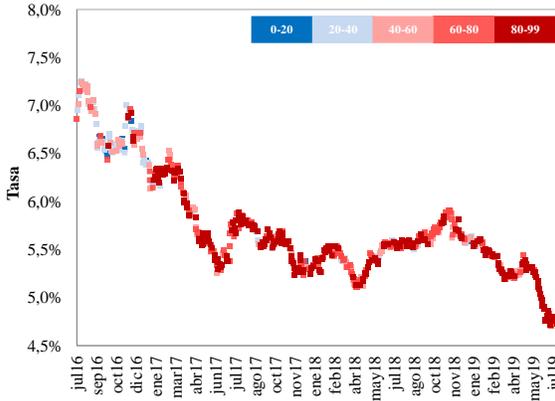


Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 3 años, UVR: 4 años). En julio los montos de negociación del título en pesos del 2022 se han ubicado en su mayoría entre los percentiles 80 y 99. En el caso del título UVR del 2023, la mayoría de los días las negociaciones se han situado en los percentiles 40 y 60.

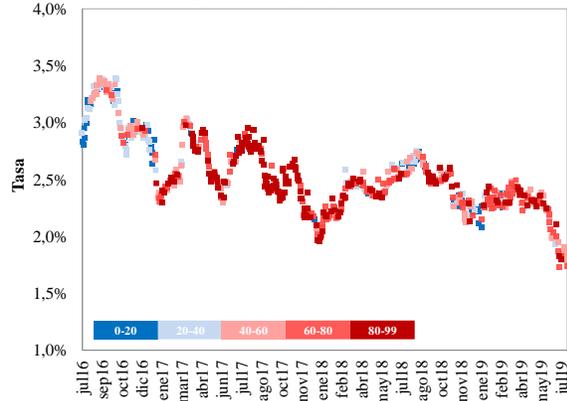
¹⁶ Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2018 (3,20%).

Gráfico A2.3. Tasa Cero Cupón Pesos TFIT 2022 y Volumen Negociación por percentiles



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

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



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

El *bid-ask spread* promedio en lo corrido de julio ha aumentado frente a lo observado en junio para los TES en pesos y UVR, y el 19 de julio se ubicó en 2,29 p.b. y 4,60 p.b., respectivamente (Gráficos A2.5 y A2.6). Durante ese mismo periodo, la profundidad del mercado de TES en pesos disminuyó \$16,9 mm, mientras que la del mercado de TES en UVR aumentó \$4,0 mm (Gráficos A.7 y A2.8).

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

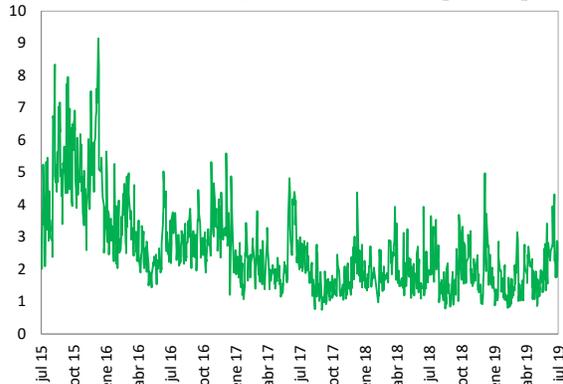
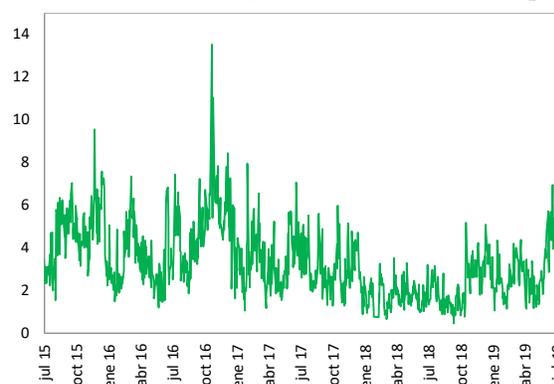


Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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

Gráfico A2.7. Profundidad promedio TES en pesos*

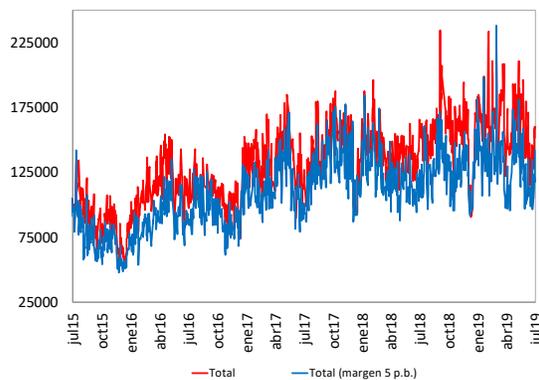
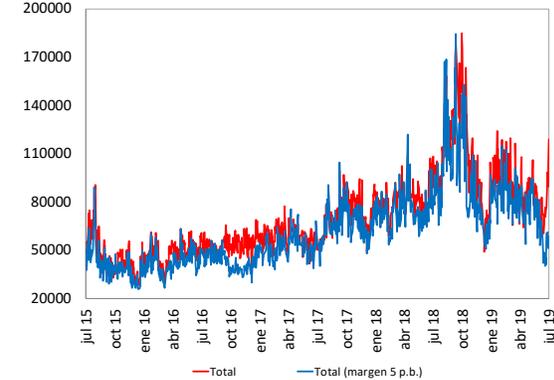


Gráfico A2.8. Profundidad promedio TES en UVR*



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

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

Desde el 21 de junio los principales agentes compradores de TES en pesos fueron las entidades públicas (\$4760 mm), los agentes del exterior (\$998 mm) y las corporaciones financieras (\$850 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$2516 mm) y los pasivos pensionales (\$1022 mm). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR fueron los terceros a través de fondos de pensiones (distintos a pasivos pensionales, \$345 mm) y las entidades públicas (\$272 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las corporaciones financieras (\$287 mm) y los terceros a través de sociedades fiduciarias (distintos a extranjeros, FIC y pasivos pensionales, \$228 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

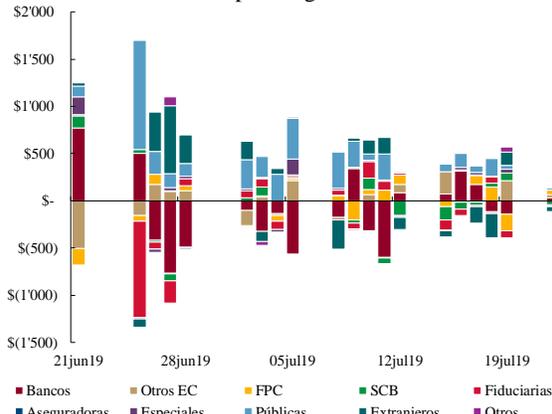
En lo corrido del 2019 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$2990 mm y de TES UVR por \$1397 mm. Desde el 21 de junio, vendieron en neto TES en pesos por \$229 mm en el tramo corto y compraron \$133 mm y \$1094 mm en los tramos medio y largo, respectivamente; al tiempo que compraron en neto TES UVR por \$3 mm y \$83 mm en los tramos medio y largo, respectivamente.

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

	Corrido del 2019	Corrido del 2019	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	5'105	(1'457)	(75)	(8)	(2'432)	(2'516)	352	(354)	14	12
Compañía de Financiamiento Comercial	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(1'329)	206	13	635	202	850	(27)	(126)	(134)	(287)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	3'780	(1'251)	(62)	627	(2'231)	(1'666)	325	(480)	(120)	(275)
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	37	6	38	21	(4)	55	-	-	-	-
Terceros	6'660	3'451	(85)	(521)	844	238	(545)	466	538	460
Pasivos Pensionales	4'406	2'209	(3)	(542)	394	(150)	(548)	289	375	116
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	6'697	3'457	(48)	(500)	840	292	(545)	466	538	460
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(370)	51	183	(23)	(441)	(281)	131	118	(32)	217
Propia	140	(146)	(44)	23	69	48	6	42	3	51
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(229)	(95)	139	(1)	(372)	(234)	137	160	(29)	268
Sociedades Fiduciarias										
Propia	(89)	(52)	-	(11)	(17)	(28)	(23)	(5)	-	(28)
Terceros	5'663	1'536	(1'446)	(225)	1'233	(439)	18	(167)	(5)	(153)
Extranjeros***	2'951	1'397	(229)	133	814	718	-	3	83	86
FIC	559	(7)	(37)	(142)	(170)	(349)	(47)	(56)	(1)	(104)
Pasivos Pensionales	1'459	338	(1'180)	(129)	287	(1'022)	-	63	29	92
Total Sociedades Fiduciarias	5'574	1'484	(1'446)	(236)	1'216	(466)	(4)	(172)	(5)	(182)
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	366	(125)	(9)	13	(4)	(1)	12	1	(11)	3
Terceros	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	367	(125)	(9)	13	(4)	(1)	12	1	(11)	3
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	12'408	4'721	(1'364)	(724)	1'680	(408)	(400)	455	494	549
Total Entidades Financieras Especiales**	240	(332)	261	(10)	11	262	(5)	(0)	-	(5)
Total Entidades Públicas****	5'527	(2'299)	2'719	109	1'933	4'760	80	158	33	272
Otros*****	219	(147)	197	(2)	256	451	-	(1)	(2)	(3)
Extranjeros	39	-	-	-	280	280	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	22'175	691	1'750	-	1'649	3'399	-	133	405	538

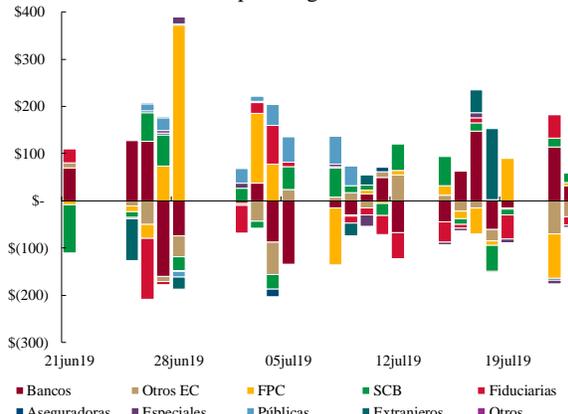
Fuente: BR. Información actualizada al 23 de julio del 2019. Cabe señalar que las ventas pueden incluir vencimientos de TES y, en el caso de entidades públicas, redenciones anticipadas de TES. * Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

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



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

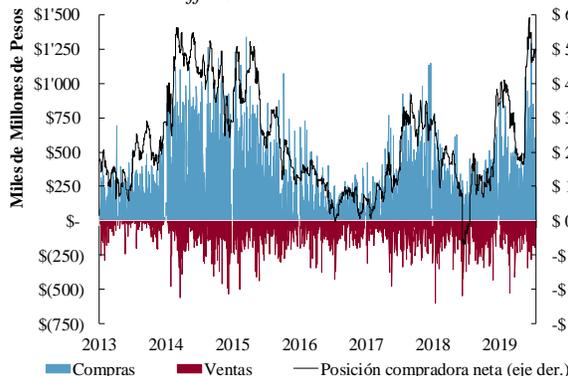
Gráfico A3.2. Compras diarias netas de TES en UVR por tipo de agente



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

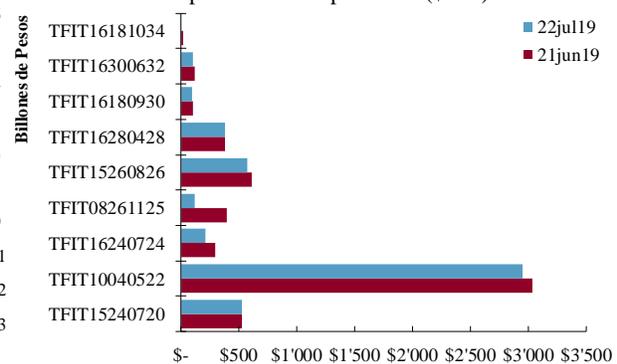
Por otra parte, con información al 22 de julio, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$8540 mm y ventas por \$2297 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$9069 mm y de ventas por \$2305 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$522 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$5486 mm el 21 de junio a \$4964 mm el 22 de julio del 2019.

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



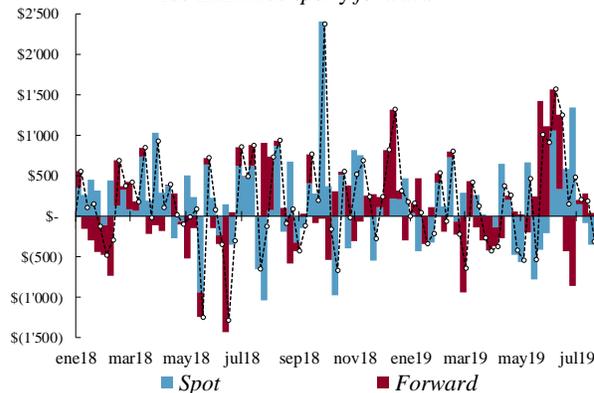
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



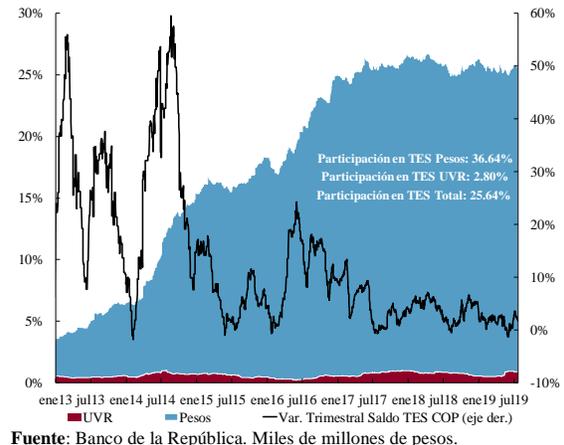
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos.

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



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

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



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

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

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

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

	2018			Corrido de 2019			may-19			jun-19			Corrido de jul-19		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 1'548	\$ (624)	\$ 925	\$ 3'780	\$ (1'539)	\$ 2'241	\$ 2'297	\$ (2'596)	\$ (299)	\$ (2'061)	\$ (133)	\$ (2'194)	\$ (712)	\$ (342)	\$ (1'054)
Offshore	\$ 10'538	\$ 624	\$ 11'161	\$ 2'990	\$ 1'539	\$ 4'530	\$ (444)	\$ 2'596	\$ 2'152	\$ 3'332	\$ 133	\$ 3'465	\$ (350)	\$ 342	\$ (8)

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 22 y 23 de julio del 2019 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

En este periodo (21 de junio al 22 de julio), los títulos de deuda pública de la región se valorizaron principalmente como consecuencia de las mayores expectativas de expansión monetaria por parte de varios bancos centrales de países desarrollados y emergentes. En EE.UU, aunque la curva no continuó con las valorizaciones observadas durante el año, las tasas se mantuvieron en niveles bajos ante las expectativas de recortes de tasas por parte de la Reserva Federal durante los próximos meses¹⁷. En general, las tasas de EE.UU se movieron en línea con la publicación de datos macroeconómicos. De esta manera, durante los últimos días de junio hubo valorizaciones como consecuencia de cifras negativas de producción que apoyaron las expectativas de recortes por parte de la Fed. Posteriormente se conocieron datos favorables de empleo e inflación que redujeron las expectativas iniciales de recortes. No obstante, pese a estas cifras, varios miembros de la Fed se pronunciaron a favor de un mayor estímulo monetario, lo que volvió a corregir las desvalorizaciones observadas, de manera que las tasas en neto se mantuvieron estables.

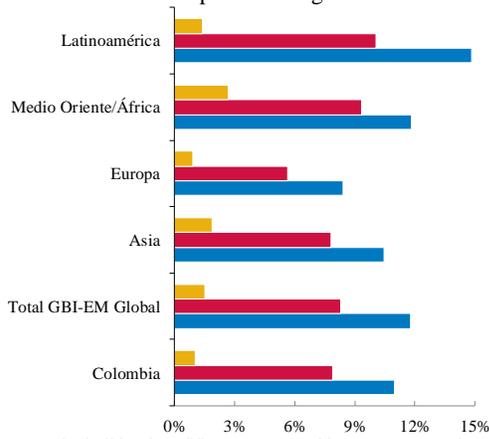
Por su parte, los títulos de deuda pública de México presentaron una alta volatilidad a mediados de julio tras la renuncia sorpresiva del Secretario de Hacienda, quien argumentó discrepancias con las políticas económicas del Gobierno. Posteriormente, el nombramiento de un nuevo Secretario comprometido con la independencia del banco central y con la disciplina fiscal, corrigió las desvalorizaciones iniciales. Adicionalmente, el tramo corto también se valorizó a finales de junio tras la reunión del Banco de México donde se mantuvo la tasa de interés, de acuerdo con lo esperado, pero donde al mismo tiempo un miembro votó por recortarla 25 p.b. Posteriormente, el dato de inflación de junio volvió al rango meta por primera vez desde inicios del año, lo cual también apoyó las expectativas de que haya un recorte de la tasa de referencia a finales de 2019.

En Brasil, los títulos se vieron favorecidos por el mayor optimismo de los inversionistas frente al futuro de la reforma pensional. A inicios de julio el Comité Especial de la Cámara Baja aprobó la propuesta de reforma del Gobierno, lo cual generó un rally de los activos locales. Posteriormente, la Cámara de Diputados aprobó la propuesta de reforma de pensiones por una amplia mayoría, lo cual también generó mayores expectativas en el mercado de que la reforma sea aprobada en su totalidad antes de que termine el año.

¹⁷ Entre el 21 de junio y el 22 de julio las probabilidades descontadas por el mercado de recortes de tasas por parte de la Reserva Federal variaron levemente. Así, las probabilidades de que haya uno, dos o tres recortes durante 2019 pasaron de 5,4%, 29,2% y 40,5% el 21 de junio a 9,6%, 33,8% y 38,0% el 22 de julio.

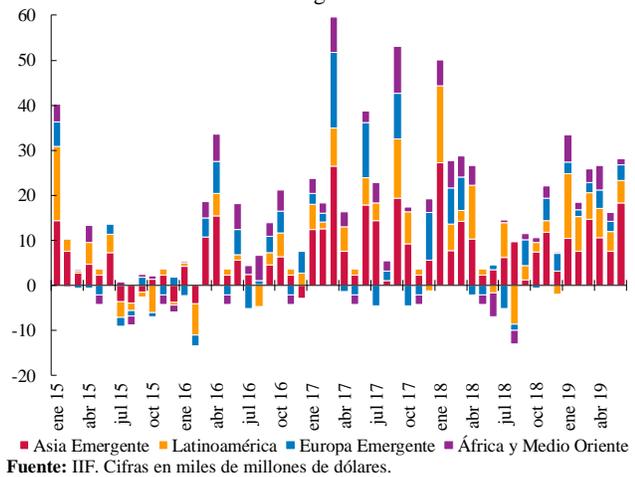
Por último, los títulos de deuda de Perú y Chile también se valorizaron como consecuencia de las señales *dovish* por parte de sus bancos centrales tras las reuniones de política monetaria que sostuvieron durante el periodo. En algunos casos, aunque la inflación y sus expectativas se mantienen dentro del rango meta, la publicación de cifras económicas que continúan evidenciando una desaceleración de la economía y los riesgos globales que actualmente enfrentan estos países han sido mencionados por estos bancos centrales como determinantes al momento de tomar sus decisiones de política monetaria.

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



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

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



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

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes¹⁸ (incluyendo Colombia) desde el 21 de junio, en lo corrido de 2019 y en los últimos 12 meses. Desde el 21 de junio, los índices aumentaron para todas las regiones, en mayor magnitud el de Medio Oriente/África (2,7%). El índice *Total GBI-EM Global* y el de Colombia aumentaron 1,5% y 1,0%, respectivamente.

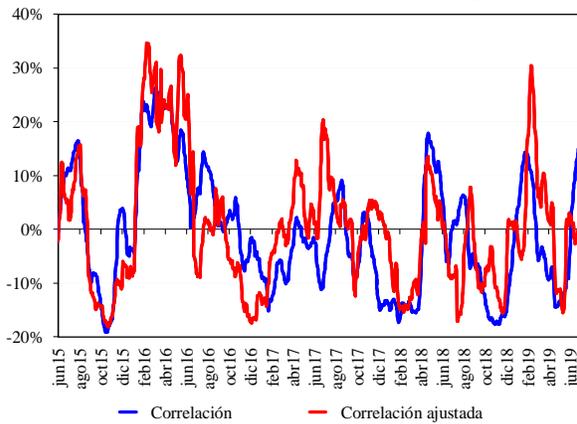
Adicionalmente, el IIF¹⁹ estimó entradas de inversión de portafolio de economías emergentes en junio por US\$40,8 mm. En particular, estimó entradas netas en los mercados de renta fija por US\$28,2 mm y por US\$12,6 mm para los mercados de renta variable. Para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó compras netas por US\$5,0 mm (Gráfico A4.3). Por otra parte, según un reporte de *Citi* hacia finales de junio se registraron fuertes entradas a renta variable de Colombia, siendo el único país con entradas en ese periodo entre sus pares de la región.

En el Gráfico A4.4 puede observarse que la tendencia negativa de la correlación entre las pendientes de las curvas de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) aumentó y llegó a un nivel de 16,3% el 19 de julio. A esta misma fecha, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (*VIX* y pendiente de Estados Unidos -línea roja) disminuyó y alcanzó un nivel de 0,9% para la misma fecha. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en parte por factores externos comunes. Por su parte, entre junio y julio la prima por vencimiento de los *Treasuries* aumentó 3 p.b. y 2 p.b. para los plazos de 5 y 10 años, respectivamente, y se situó en -0,81% y -0,82% para ambos plazos, respectivamente. Asimismo, la tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó 1 p.b. para los plazos de 5 y 10 años (Gráfico A4.5).

¹⁸ 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.

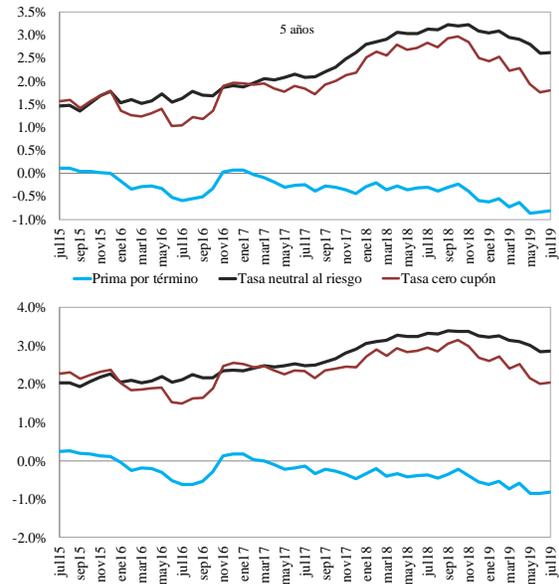
¹⁹ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

Gráfico A4.4. Correlación pendientes región



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

Gráfico A4.5. Prima por vencimiento Treasuries



Fuente y Cálculos: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

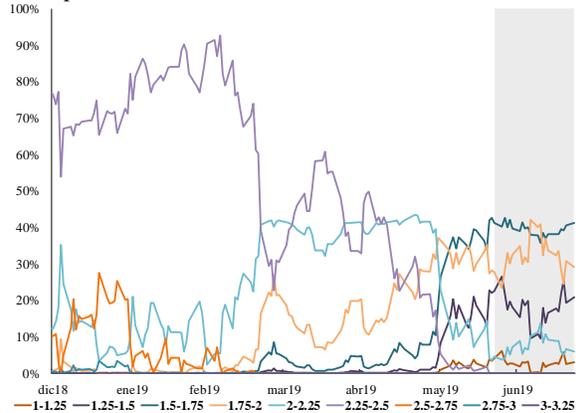
Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias los bancos centrales de Nueva Zelanda (1,5%), Suecia (-0,25%), Israel (0,25%), Canadá (1,75%) y la Zona Euro (BCE, 0%)²⁰ mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado, mientras que los de Islandia y Australia las redujeron 25 p.b. a 3,75% y 1%, respectivamente.

El 10 de julio fueron publicadas las minutas de la última reunión del FOMC en las que se observó la inclinación de varios miembros de la entidad a favor de recortes de la tasa de referencia en los próximos meses, como respuesta a un incremento de los riesgos globales. En particular, se resaltaron los riesgos relacionados con las tensiones comerciales entre EE.UU. y China y la desaceleración económica global; y que el escenario para una política monetaria más expansiva se ha fortalecido durante los últimos meses.

Por su parte, el BCE señaló que, en relación a los tipos de interés oficiales, la entidad espera se mantengan en los niveles actuales o inferiores al menos hasta el primer semestre de 2020 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo a medio plazo. Además, la entidad prevé seguir reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

Gráfico A5.1. Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2019



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

²⁰ Así mismo, mantuvo la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la tasa de depósitos en -0,40%.

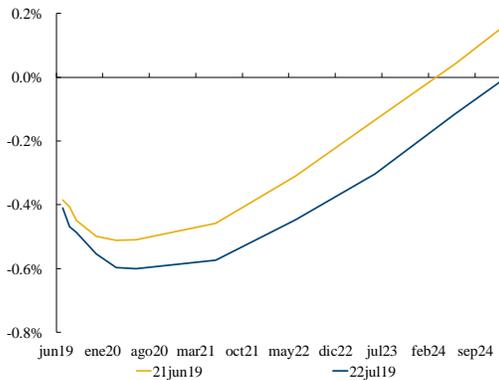
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 1T24 (ant.: 1T25, Gráfico A5.2).

Países Emergentes

Los bancos centrales de Hungría (0,9%), Tailandia (1,75%), República Checa (2%), Bulgaria (0%), Polonia (1,5%), Rumania (2,5%), Malasia (3%), Egipto (15,75%) y Corea del Sur (1,75%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado; mientras que los de Serbia, Sudáfrica e Indonesia las redujeron en 25 p.b. a 2,75%, 6,5% y 5,75%, respectivamente. Adicionalmente, el Banco Central de Turquía recortó su tasa de interés de referencia 425 p.b. a 19,75%, en tanto que el mercado solo descontaba un recorte de 250 p.b. En Latinoamérica, los bancos centrales de México, Chile y Perú las mantuvieron inalteradas en 8,25%, 2,5% y 2,75%, respectivamente, tal y como se anticipaba.

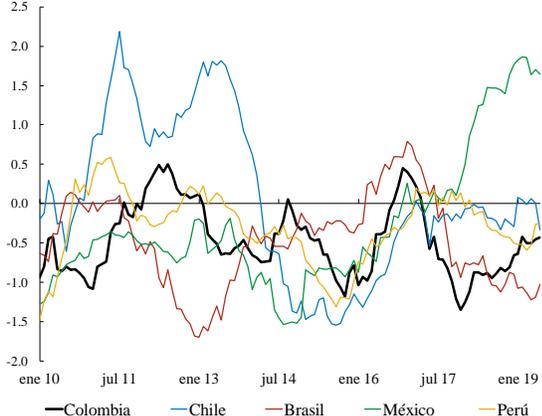
En el Gráfico A5.3 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales²¹ desde el año 2005. Se puede observar que en junio aumentaron las de Colombia y Brasil, disminuyeron las de Chile y México mientras que la de Perú permaneció inalterada; además, en el caso de México esta se ubica por encima de su media histórica, mientras que las de los demás países se ubican por debajo²².

Gráfico A5.2. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

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



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

²¹ Deflactadas con medidas de inflación básica.

²² Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,67%; Chile 0,95%; Brasil 5,27%, México 1,86 y Perú 0,75%.

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

Cuadro A6.1. Mes actual

TPM	jun19	sep19	oct19	dic19	ene20	mar20	abr20	jun20	jul20	sep20	oct20	dic20
5.50%												0%
5.25%												1%
5.00%											1%	2%
4.75%									0%	0%	2%	3%
4.50%							0%	0%	1%	3%	4%	4%
4.25%	100%	100%	75%	48%	22%		0%	1%	1%	4%	4%	3%
4.00%			25%	52%	75%	86%	71%	56%	44%	31%	22%	15%
3.75%					3%	14%	29%	41%	48%	45%	40%	34%
3.50%								2%	7%	16%	25%	28%
3.25%										0%	3%	8%
3.00%												1%

Cuadro A6.2. 20 de junio del 2019

TPM	jun19	jul19	sep19	oct19	dic19	ene20	mar20	abr20	jun20	jul20	sep20	oct20
5.25%												0%
5.00%												0%
4.75%										0%	3%	4%
4.50%								0%	1%	4%	6%	5%
4.25%	100%							1%	2%	3%	6%	5%
4.00%		100%	100%	100%	97%	84%	71%	56%	43%	31%	22%	15%
3.75%					3%	16%	28%	42%	50%	47%	41%	35%
3.50%									4%	13%	23%	28%
3.25%											1%	6%
3.00%												0%

Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

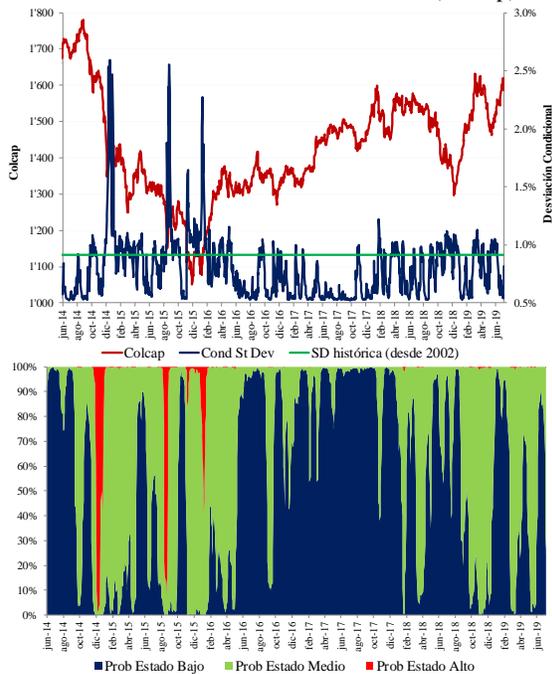
De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 40,5% espera que aumente (ant: 27,8%), el otro 40,5% espera que se mantenga igual (ant: 44,4%), mientras que el 18,9% restante espera que disminuya (ant: 27,8%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 29,7% espera que esta disminuya (ant: 5,7%), un 27,0% que aumente (ant: 45,7%) y otro 27,0% que se mantenga estable (ant: 34,3%)²³.

Con información al 12 de julio los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES aumentaron frente al mes anterior 84 p.b, 70 p.b. y 46 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. En promedio, el comportamiento de los márgenes reflejó el incremento de las tasas activas y la caída de las de los TES (92 p.b, 56 p.b. y 30 p.b. versus 5 p.b, -17 p.b. y -17 p.b, respectivamente para las carteras de tesorería, preferencial y consumo).

Entre el 21 de junio y el 24 de julio el COLCAP se valorizó 2,1% debido a las ganancias del sector de consumo masivo y construcción. Durante dicho periodo las acciones que más se valorizaron fueron Almacenes Éxito (17,3%), Cementos Argos (9,4%) y Grupo Argos (6,9%). Para lo corrido de julio, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó frente a los niveles observados el mes anterior y al 19 de julio el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1). Por su parte, la volatilidad en el mercado de TES se mantuvo en promedio en niveles similares a junio, aunque el escenario más probable pasó de un estado de probabilidad media a baja (Gráfico A7.2).

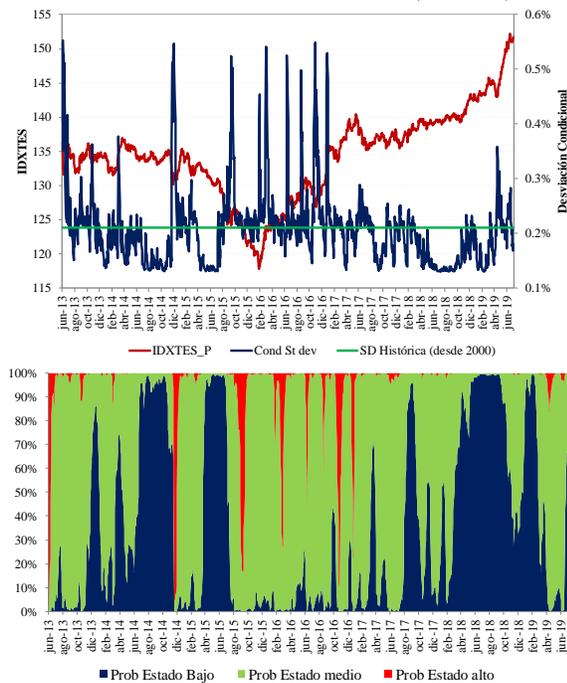
²³ Al 16,2% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant.: 14,3%).

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

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



Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*²⁴ y el *Move*²⁵ se redujo, mientras que el *Vstox*²⁶ y el *Skew*²⁷ aumentaron (Gráficos A8.1 y A8.2). Tanto el *Vix* como el *Vstox* presentaron un comportamiento volátil con reducciones hasta mediados de julio y posteriores aumentos a partir de entonces.

Desde la reunión de la JDBR del 21 de junio, se observó una reducción de la volatilidad esperada en el corto plazo en el mercado accionario estadounidense y europeo como consecuencia de las mayores expectativas de expansión monetaria por parte de sus bancos centrales, lo cual generó un rally accionario en ambos mercados. Sin embargo, desde mediados de julio la volatilidad esperada en estos mercados volvió a aumentar y en el caso europeo, cerró el periodo por encima de lo observado a finales de junio.

En Europa, continuó la incertidumbre frente al futuro de las relaciones entre el Gobierno italiano y la Comisión Europea tras las discrepancias sobre la sostenibilidad fiscal de este país. Así mismo, dentro de este país se evidenció incertidumbre tras las discordancias entre los partidos que componen la coalición de Gobierno, lo cual podría obligar a que haya nuevas elecciones en los próximos meses. Por otro lado, el *Brexit* continuó afectando los indicadores de percepción de riesgo ante las posibilidades de Boris Johnson, el candidato euroescéptico, de ganar las elecciones. Específicamente, genera incertidumbre una posible salida de la Unión Europea sin acuerdo antes de que termine octubre.

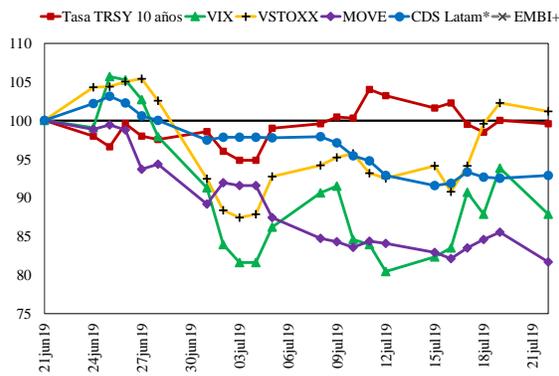
²⁴ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

²⁵ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

²⁶ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²⁷ 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.

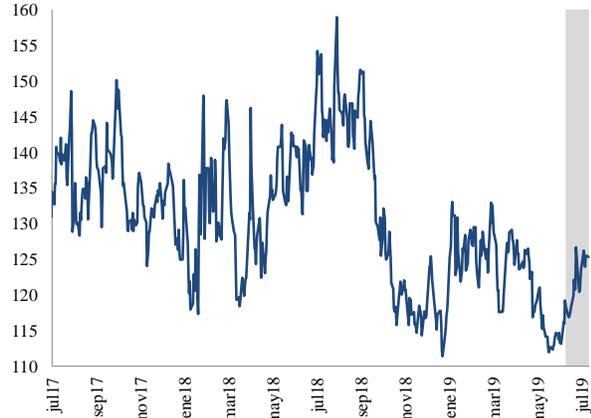
Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



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

Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.2. Skew del S&P 500

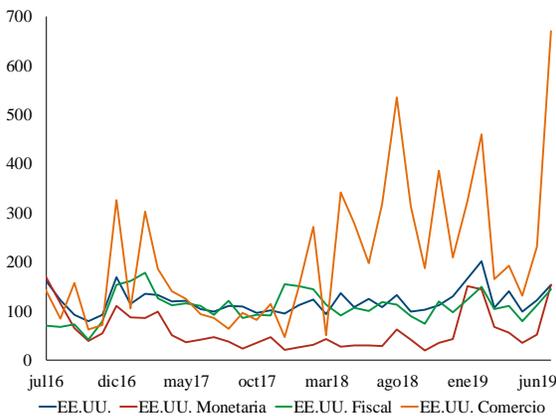


Fuente: Bloomberg.

Por otro lado, la volatilidad esperada a corto plazo en el mercado de renta fija estadounidense se redujo como corrección del importante aumento observado durante junio. Esto estuvo en línea con los pocos cambios observados durante el periodo frente a los recortes esperados por el mercado durante los próximos meses. Así mismo, pese a la publicación de buenos datos de inflación y empleo, las declaraciones de varios miembros de la Reserva Federal afirmaron las expectativas de varios recortes antes de final de año.

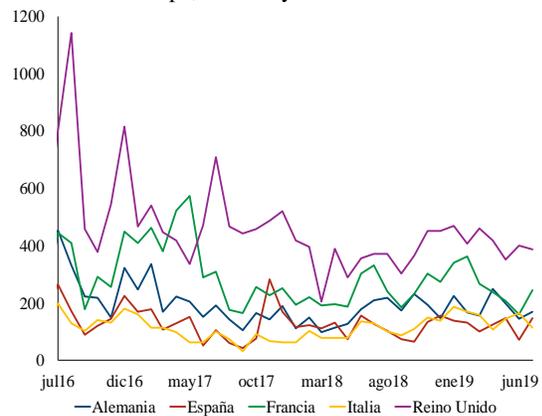
El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global aumentó desde 252 en mayo a 303 en junio. En EE.UU., durante mayo y junio aumentó el indicador agregado (obs: 156; ant: 122) y los indicadores específicos de política comercial (obs: 671; ant: 232), fiscal (obs: 144; ant: 112) y monetaria (obs: 153; ant: 53). En Europa, el indicador agregado aumentó desde 196 en mayo a 211 en junio, y a nivel de países se redujo en Reino Unido (obs: 387; ant: 400) e Italia (obs: 115; ant: 164), mientras que aumentó en España (obs: 148; ant: 73), Alemania (obs: 168; ant: 146) y Francia (obs: 244; ant: 160) (Gráficos A8.3 y A8.4).

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

Desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años presentaron reducciones a excepción de México, y para los índices EMBI se presentaron reducciones a excepción de Perú y México. El CDS a 5 años disminuyó 138 p.b. en Argentina, 22 p.b. en Brasil, 8 p.b. en Colombia, 2 p.b. en Chile, 4 p.b. en Perú y aumentó 4 p.b. en México. De manera similar, el EMBI se redujo 39 p.b. en Argentina, 4 p.b. en Colombia, 21 p.b. en Brasil, 2 p.b. en Chile, mientras que aumentó 2 p.b. en Perú y 1 p.b. en México (Gráficos A8.5 y A8.6).

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

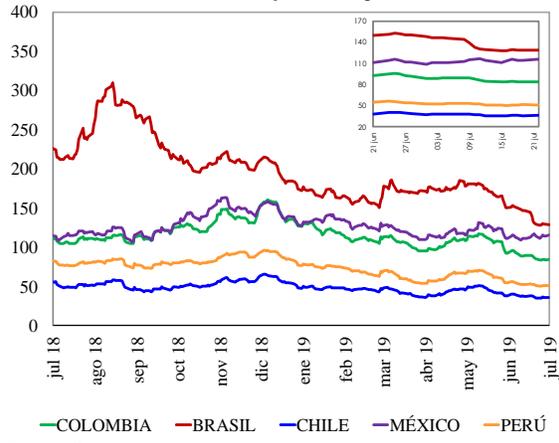


Gráfico A8.6. EMBI Latam

