



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 (30 de junio), y con información hasta el 24 de julio, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 15 p.b. y 6 p.b. para los plazos a 2 y 3 años, mientras que se redujo 6 p.b. y 14 p.b. para las estimaciones a 5 y 10 años. De esta manera, el 24 de julio el BEI se ubicó en 1,33%, 1,59%, 2,12% y 3,40% para los plazos de 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de mayores valorizaciones de los TES en UVR del tramo corto frente a los denominados en pesos, y mayores valorizaciones de los TES en pesos de los tramos medio y largo frente a los denominados en UVR (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de junio contra las tasas promedio de lo corrido de julio, se observan variaciones del BEI de 4 p.b., -4 p.b., -11 p.b. y 4 p.b. para los tramos de 2, 3, 5 y 10 años, en su orden.

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

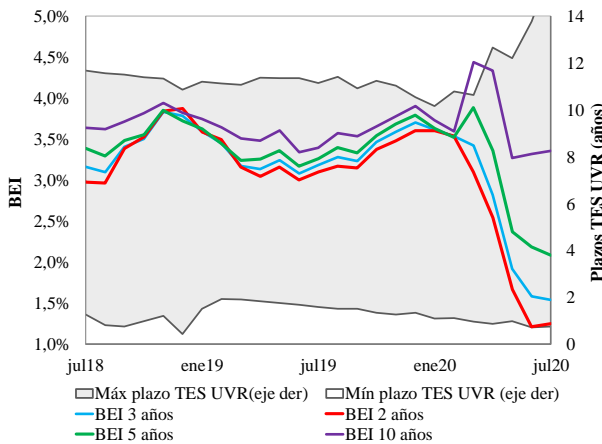
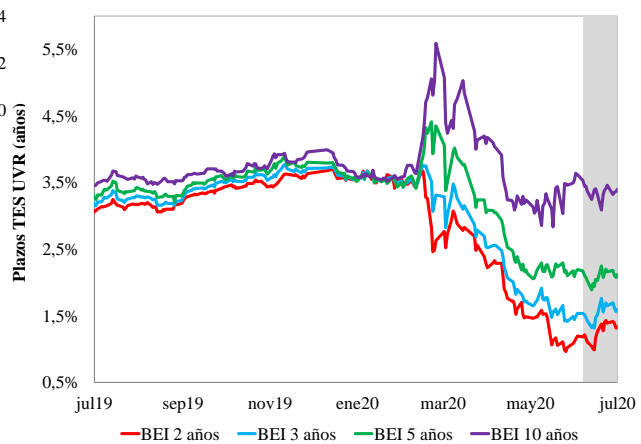


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

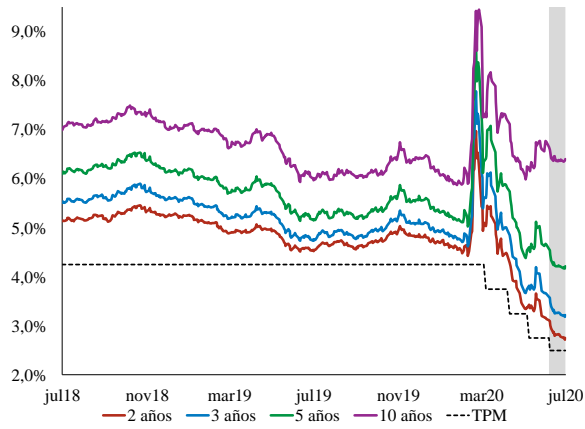
	Punto a punto (plazo en años)							
	TES PESOS				TES UVR			
	2	3	5	10	2	3	5	10
30jun20	3,11%	3,59%	4,57%	6,65%	1,93%	2,05%	2,39%	3,11%
24jul20	2,75%	3,22%	4,21%	6,40%	1,42%	1,63%	2,09%	3,00%
	Variaciones p.b.							
	-36	-37	-36	-25	-51	-43	-30	-12
Var. BEI	15	6	-6	-14				

	Promedios mensuales							
	TES PESOS				TES UVR			
	2	3	5	10	2	3	5	10
jun20	3,34%	3,82%	4,72%	6,51%	2,13%	2,23%	2,53%	3,19%
jul20*	2,84%	3,29%	4,26%	6,41%	1,58%	1,75%	2,17%	3,05%
	Variaciones p.b.							
	-51	-53	-46	-10	-55	-48	-36	-14
Var. BEI	4	-4	-11	4				

*Información disponible al 24 de julio de 2020.

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 3. Tasas cero cupón en pesos



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

Gráfico 4. Tasas cero cupón en UVR

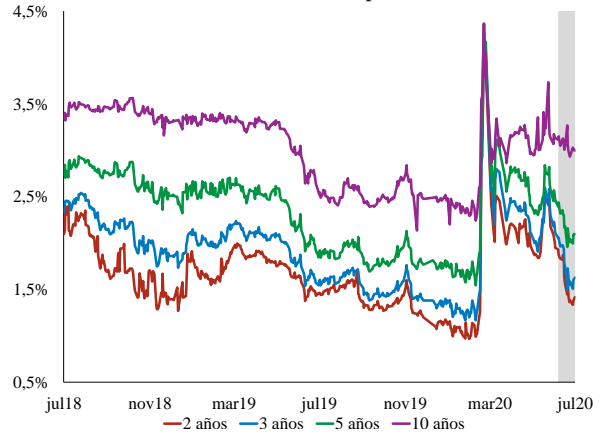
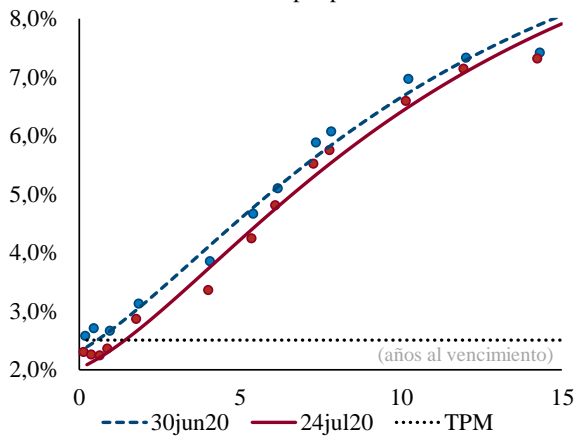


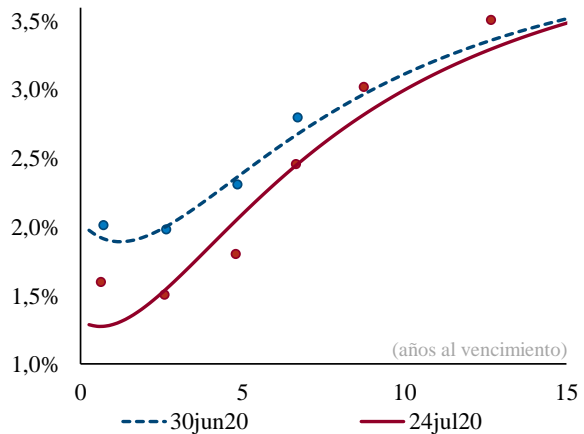
Gráfico 5. Curvas spot pesos Colombia



Cambios en la curva por plazo			
2 años	3 años	5 años	10 años
-36	-37	-36	-25

Cifras en puntos básicos

Gráfico 6. Curvas spot UVR Colombia



Cambios en la curva por plazo			
2 años	3 años	5 años	10 años
-51	-43	-30	-12

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

Desde la última reunión de la JDDBR, la pendiente 10 años - 2 años aumentó 11 p.b. para el caso de la curva de rendimientos de TES denominada en pesos y 39 p.b en el caso de la curva denominada en UVR (Gráficos 7 y 8).

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

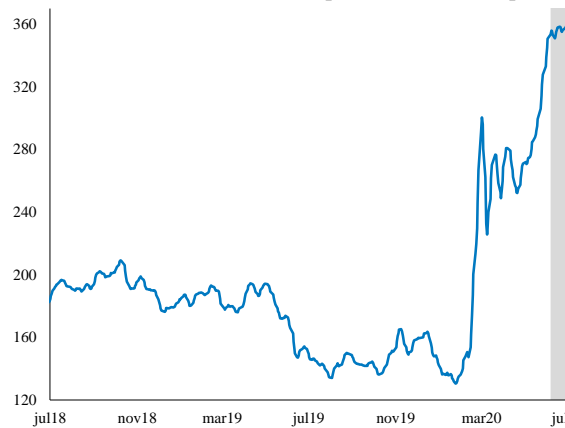
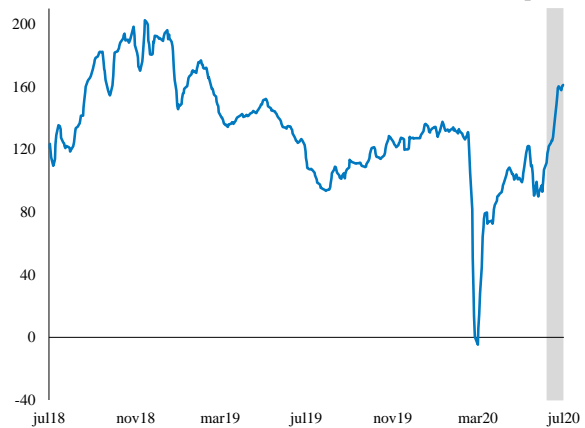


Gráfico 8. Pendiente curva TES UVR (10-2 años) (p.b.)



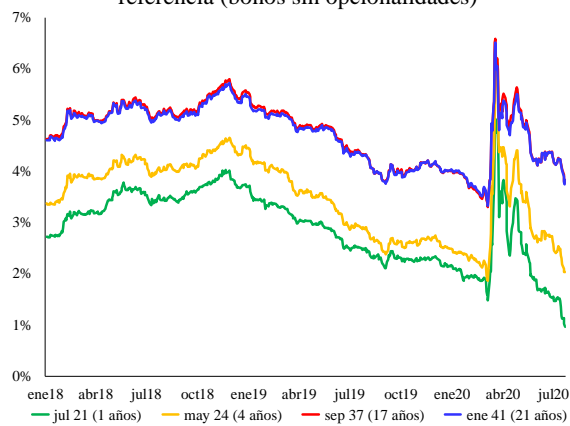
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: BR. Los datos corresponden al promedio móvil de cinco días.

Desde la última reunión de la JDBR, los TES presentaron valorizaciones importantes a lo largo de las curvas en pesos (-36 p.b, -37 p.b, -36 p.b. y -25 p.b. a 2, 3, 5 y 10 años) y UVR (-51 p.b, -43 p.b, -30 p.b. y -12 p.b. a 2, 3, 5 y 10 años). Estos títulos se valorizaron, en línea con la mayoría de los títulos de la región, en un contexto de menor percepción de riesgo internacional como consecuencia de: *i*) la amplia liquidez global, expectativas de una prolongación del estímulo monetario y fiscal, y en el caso de EE.UU. medidas adicionales de estímulo monetario¹; *ii*) los avances en el desarrollo de tratamientos y posibles vacunas para combatir al Covid-19; y *iii*) las expectativas de que, pese al aumento de casos de Covid-19 en varios lugares del mundo, la economía global no volverá a experimentar cuarentenas generalizadas. Lo anterior se vio reflejado en las compras netas de inversionistas extranjeros (\$815 mm), especialmente en el tramo largo². A nivel local, la publicación del dato de inflación de junio (2,19%), por tercer mes consecutivo por debajo del dato anterior (2,85%) y de lo esperado por los analistas (2,47%), generó expectativas de menor inflación y mayores recortes de la TPM por parte del BR, lo cual contribuyó con las valorizaciones del tramo corto de la curva denominada en pesos.

Por su parte, la curva denominada en UVR presentó un empinamiento ante mayores valorizaciones del tramo corto. Las valorizaciones de este tramo se explican por las compras por parte de entidades públicas (\$1880 mm³) debido a la operación de manejo de deuda realizada por el Ministerio de Hacienda (ver Anexo 2).

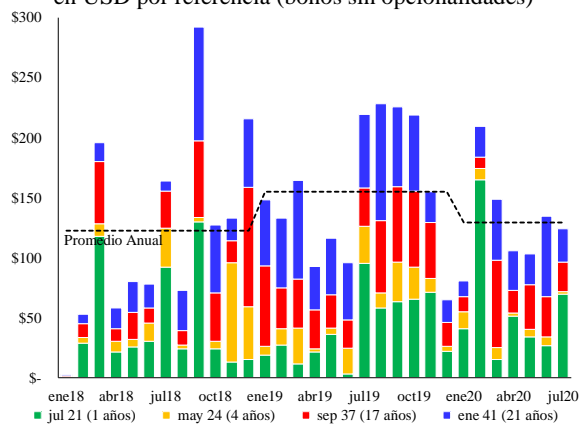
Durante este periodo la volatilidad en el mercado de TES disminuyó y se ubicó en niveles cercanos al promedio de lo últimos años (ver Anexo 7). En cuanto a los niveles promedio de *Bid-Ask Spread* (BAS) y profundidad, estos presentaron una mejora frente a los niveles de junio, pero continuaron evidenciando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

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg. Millones de dólares. El dato del último mes corresponde a una aproximación con información al 23 de julio.

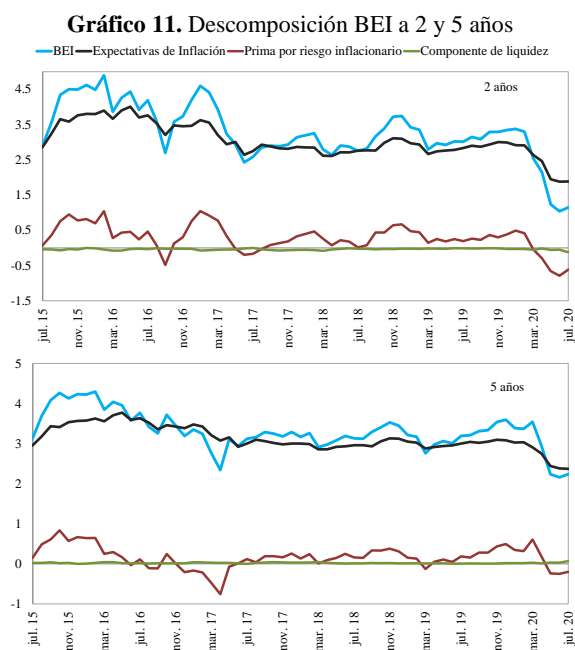
¹ En EE.UU, el Congreso se encuentra discutiendo un nuevo paquete de estímulo fiscal que aparte de prolongar el estímulo aprobado desde marzo y que está próximo a vencerse, se espera que también amplíe las inversiones públicas con el fin de impulsar la economía. En el frente monetario, la Fed extendió las facilidades de préstamos de emergencia por tres meses, y por otro lado varios analistas esperan que la Fed adopte medidas adicionales de política monetaria como el control de la curva de rendimientos. En Europa, la aprobación por parte de la Unión Europea de la creación de un fondo de rescate por EUR750 mm materializó las expectativas de un mayor estímulo fiscal conjunto en la región. En cuanto a política monetaria, la presidenta del BCE ha hecho énfasis en que el Banco continuará estimulando la economía por el tiempo que sea necesario.

² Conformadas por compras netas de TES en pesos en el mercado de contado y a futuro por \$743 mm y \$72 mm, respectivamente. Adicionalmente, las compras netas en el mercado de contado fueron el resultado de ventas netas por \$774 mm y \$338 mm en los tramos corto y medio, y compras netas en el tramo largo por \$1856 mm. No obstante, si se tiene en cuenta el vencimiento de TES en manos de estos agentes durante el periodo por \$714 mm, las compras netas totales se reducen de \$815 mm a \$99 mm.

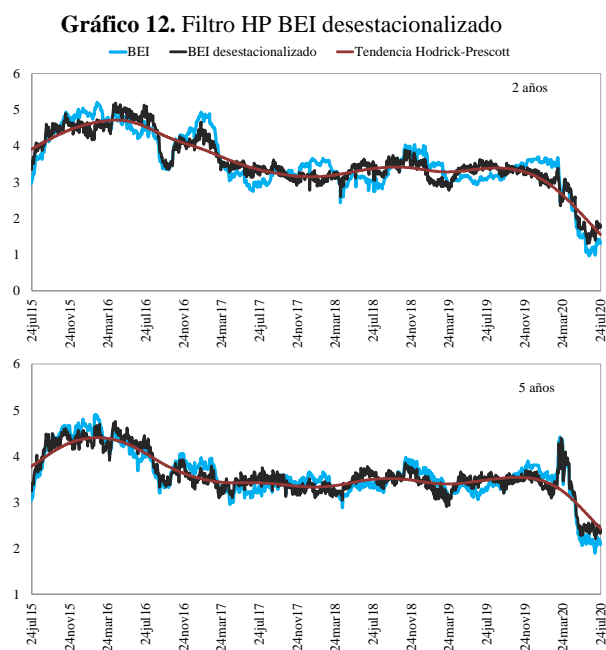
³ Cifras preliminares al 24 de julio de 2020.

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 internacionales⁴. Desde el 30 de junio, las tasas de los títulos con vencimientos a 1, 4, 17 y 21 años presentaron variaciones de -56 p.b, -61 p.b, -45 p.b. y -45 p.b, respectivamente, al tiempo que el monto negociado en lo corrido de julio es ligeramente inferior al registrado el mes anterior. Lo anterior se encuentra en línea con lo observado en el mercado de deuda pública externa para los demás países de la región. Por otro lado, al comparar las variaciones de los montos negociados en este mercado a raíz de la pandemia, se observa que en el caso colombiano los cambios han sido mínimos, a diferencia de lo observado en los demás países de la región (ver Anexo 4).

En el Gráfico 11, con información al 24 de julio 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 1,89% (ant: 1,84%) y para los próximos 5 años sea 2,37% (ant: 2,36%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio subieron 17 y 5 p.b. y se ubicaron en -0,61% y -0,20% para los plazos a 2 años y 5 años, respectivamente. En el Gráfico 12 se compara el BEI desestacionalizado a 2 y 5 años con su tendencia estimada de acuerdo con el filtro de *Hodrick-Prescott*. La tendencia presenta un comportamiento decreciente y refleja expectativas de inflación promedio para los próximos dos y cinco años de 1,55% (ant: 1,78%) y 2,42% (ant: 2,60%), respectivamente.



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

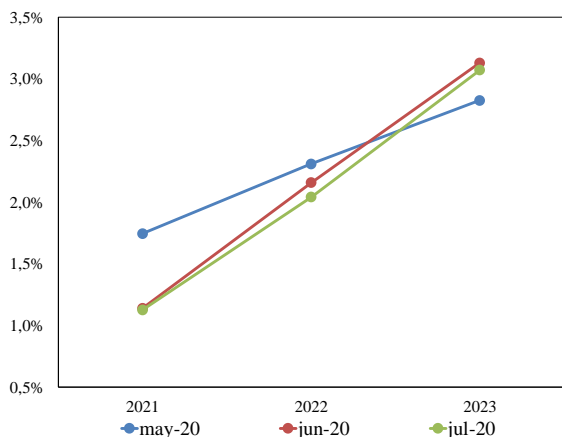


Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

El Gráfico 13 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2021, 2022 y 2023, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 0,98%, 2,04% y 3,07%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en julio para 2021, 2022 y 2023 es similar al estimado en junio. Por otro lado, respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término de los TES en pesos cayeron 11 p.b. y 9 p.b. para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 14). De manera similar, las tasas neutras al riesgo descendieron 19 p.b. y 13 p.b, y se ubicaron en 2,89% y 3,71% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente.

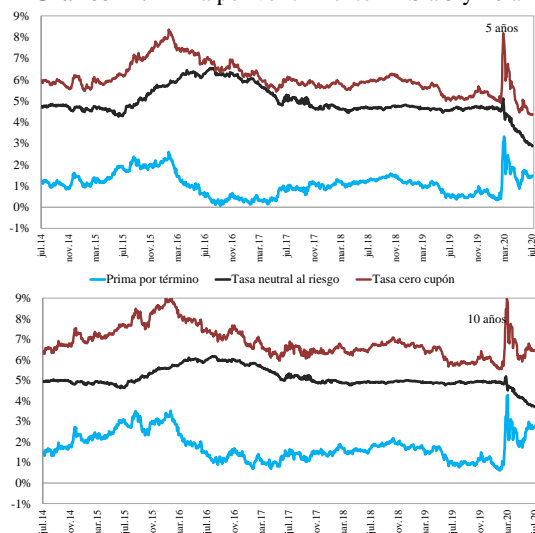
⁴ Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada con alta liquidez.

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



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

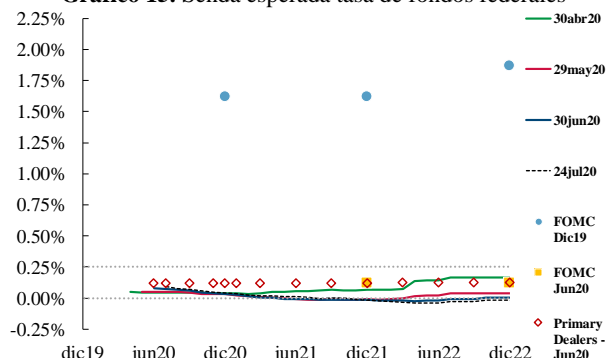
Gráfico 14. Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

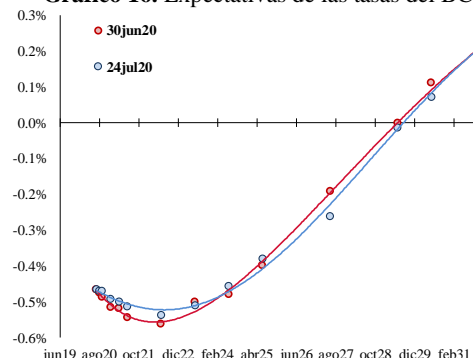
Frente a lo observado el 30 de junio y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el mercado continuó anticipando que no habrá cambios en el rango de los fondos federales en el mediano plazo y la tasa esperada para diciembre de 2020 pasó de 0,035% el 30 de junio a 0,04% el 24 de julio (Gráfico 15). Adicionalmente, según el CME⁵ la probabilidad de que el rango de los fondos federales finalice en el 2020 en un nivel entre 0% y 0,25%, tal que no presente cambios durante el año frente al nivel actual, continúa ubicándose en 100% (Cuadro 2 y Anexo 5⁶).

Gráfico 15. Senda esperada tasa de fondos federales



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

Gráfico 16. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

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

	0%-0,25%	0,25%-0,5%
30jun20	100%	0%
23jul20	100%	0%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange. *Rango actual.

En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, el momento esperado por el mercado en el que la tasa retornará a terreno positivo se mantuvo en el 3T29, con base en los futuros del índice *Eonia* (Gráfico 16).

⁵ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

⁶ Específicamente, el Gráfico A5.1 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.

Según la encuesta de la Fed de Nueva York realizada a *Primary Dealers* en junio⁷, 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, mientras que en la encuesta de abril se anticipaba un aumento de 25 p.b. en el segundo semestre del 2022 (Cuadro 3).

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

	jun20	jul20	sep20	nov20	dic20	ene21	1T21
Mediana	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
No. Respuestas	24	24	24	24	24	24	24
	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22
Mediana	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
No. Respuestas	24	24	24	19	19	19	19

Fuente: Fed de NY.

Respecto a las expectativas de inflación en Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de julio disminuyó para diciembre de 2020 de 2,27% a 2,01%, y para diciembre de 2021 de 3,01% a 2,90% (Gráficos 17 y 18). Así mismo, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR) la inflación esperada a dos años (julio de 2022) se redujo a 3,07% frente a lo proyectado el mes anterior para junio de 2022 (3,20%).

Gráfico 17. Inflación esperada promedio para cierre 2020

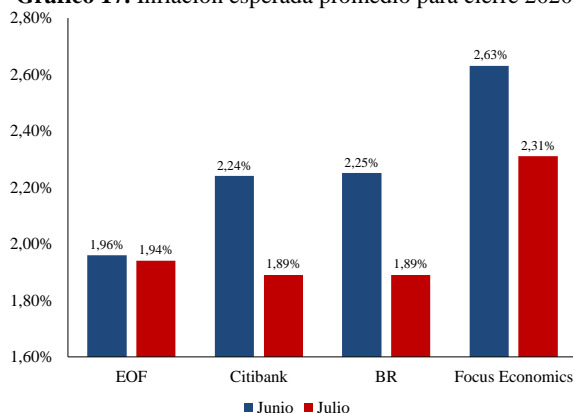
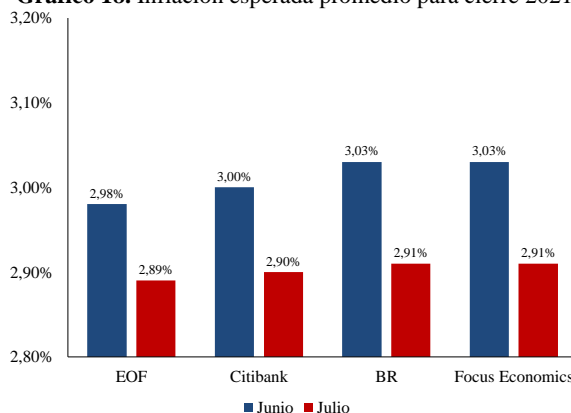


Gráfico 18. Inflación esperada promedio para cierre 2021



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 21 de julio con encuestas recolectadas entre el 8 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 27 de julio. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 10 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 14 de julio, con encuestas entre el 7 y el 12 de este mismo mes.

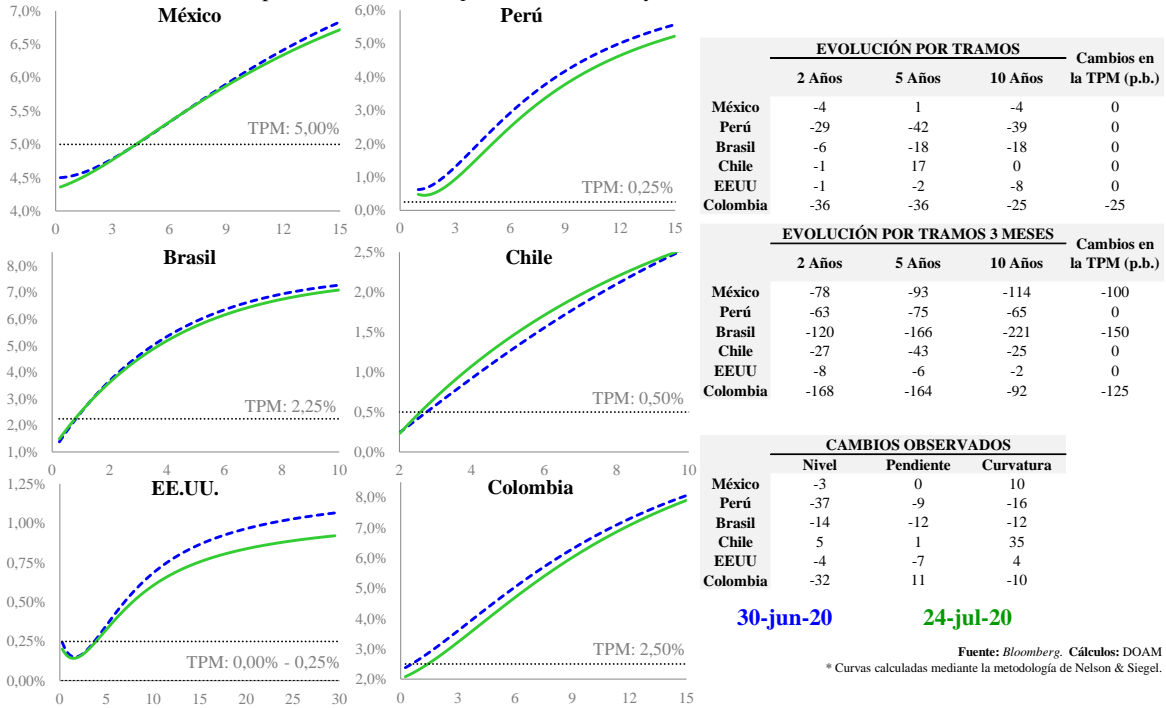
En conclusión, la tendencia del BEI continúa disminuyendo, lo que refleja menores expectativas de inflación en línea con las encuestas. Sin embargo, durante este mes el valor puntual del BEI de corto plazo presentó un aumento que se explica por la demanda de títulos denominados en UVR en este tramo por parte de las entidades públicas, lo cual no implica mayores expectativas de inflación.

Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región

Desde la última reunión de la JDBR, la mayoría de los títulos de la región se valorizaron ante la menor percepción de riesgo a nivel global. La excepción fue el tramo medio y largo de Chile, que además presentó una alta volatilidad durante este periodo, como consecuencia del trámite en el Congreso y posterior aprobación de una ley que permitirá a los trabajadores retirar hasta el 10% de sus ahorros de los fondos de pensiones. En EE.UU, pese a la menor percepción de riesgo internacional, el tramo largo de la curva se valorizó ante expectativas de que la Reserva Federal implemente más medidas no convencionales de política monetaria con el fin de apoyar la economía (Gráfico 19; Anexo 4).

⁷ El 1 de junio del 2020 culminó la recepción de información de los agentes del mercado por parte de la Fed.

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

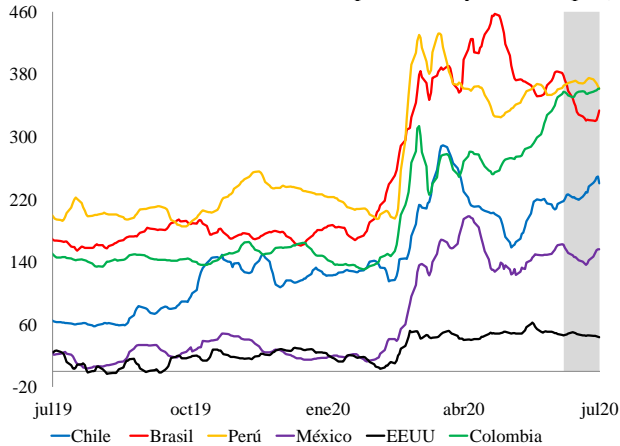


30-jun-20

24-jul-20

Fuente: Bloomberg. Cálculos: DOAM
* Curvas calculadas mediante la metodología de Nelson & Siegel.

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



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

Index Swaps).

Expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM)

Las encuestas indican que la mayoría de agentes espera un recorte de 25 p.b. de la TPM por parte de la JDBR durante su reunión de julio. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)⁸ el 88,2% de los encuestados espera una reducción de 25 p.b, el 7,8% estima que la tasa se mantendrá inalterada, mientras que el 3,9% restante prevé un recorte de 50 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg⁹, los 19 analistas encuestados esperan que la JDBR recorte la TPM en 25 p.b. Por último, según las encuestas de expectativas de analistas de mercados

El Gráfico 20 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años para EE.UU. y los países de la región. Durante el periodo, la pendiente de Colombia aumentó 11 p.b. hasta ubicarse en 365 p.b. Por su parte, las pendientes de Perú (352 p.b.), Brasil (354 p.b.), EE.UU. (42 p.b.) y México (154 p.b.) disminuyeron 17 p.b, 12 p.b, 5 p.b. y 3 p.b, respectivamente, mientras que la pendiente de Chile (222 p.b.) aumentó 9 p.b.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

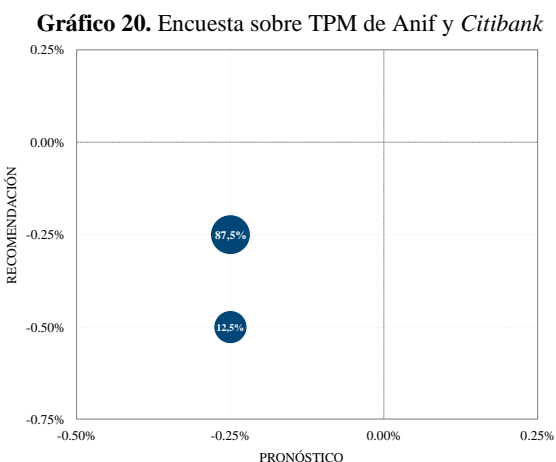
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas y de la curva OIS (*Overnight*

⁸ Publicada el 21 de julio. Datos recolectados entre el 8 y el 15 de julio.

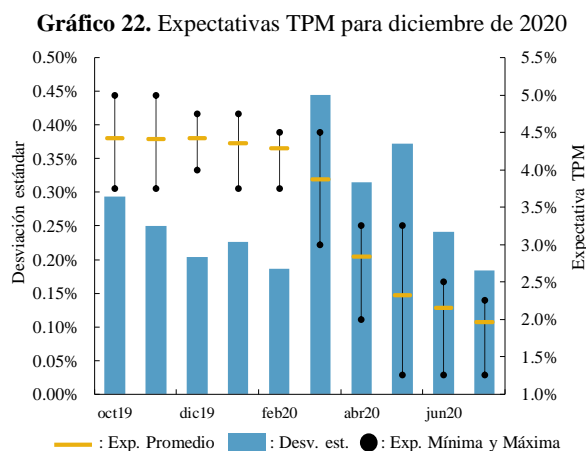
⁹ Datos al 27 de julio.

financieras realizadas por Anif y Citibank¹⁰ para la reunión de la JDBR de julio se encuentra que, de las 32 entidades encuestadas, el 87,5% espera y recomienda un recorte de 25 p.b. en la TPM y el 12,5% restante espera un recorte de 25 p.b. pero recomienda uno de 50 p.b. (Gráfico 21 y Anexo 1).

En el Gráfico 22 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2020 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre junio y julio el promedio de la tasa esperada disminuyó de 2,16% a 1,97%.

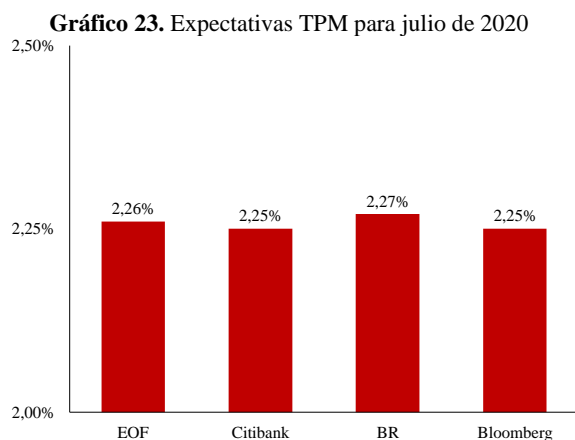


Fuente: Encuestas de Anif y Citibank.

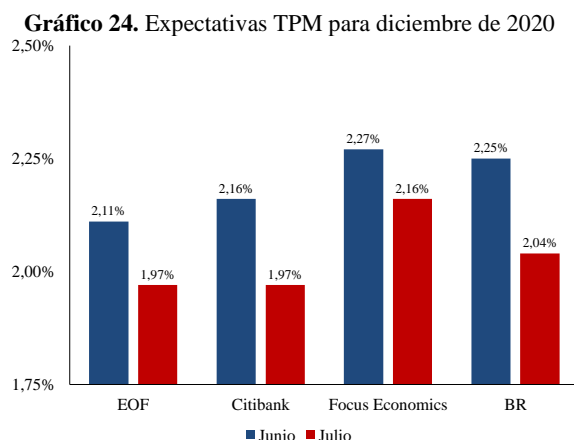


Fuente: Encuesta Citibank.

En los Gráficos 23 y 24 se muestran las expectativas sobre la TPM para las reuniones de julio y diciembre de 2020. En estas se observa que: i) la mayoría de agentes espera un recorte de 25 p.b. durante la reunión de julio; y ii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2020 se redujo de 2,20% a 2,04%.



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 21 de julio con encuestas recolectadas entre el 8 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 27 de julio. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 10 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 14 de julio, con encuestas entre el 7 y el 12 de este mismo mes.

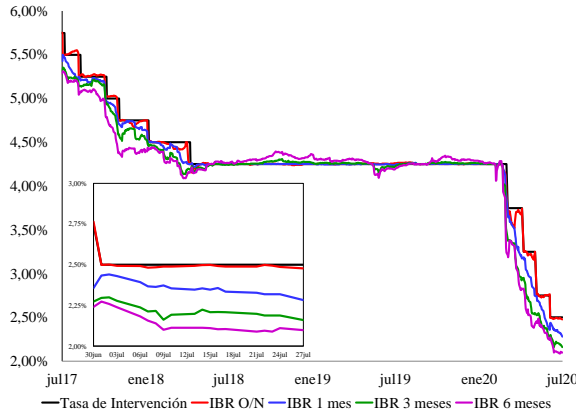


En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 25 muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de junio de 2020, donde se redujo la TPM en 25 p.b, la tasa O/N se redujo 27 p.b. mientras que las tasas a 1, 3 y 6 meses aumentaron 8 p.b, 2 p.b. y 3 p.b, respectivamente. Desde entonces y hasta el 3

¹⁰ Recibidas el 27 de julio, respetivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el de la encuesta de Citibank. En particular, en esta ocasión Itaú y JP Morgan recomendaron en la encuesta de Citi un recorte de 25 p.b. al tiempo que en la encuesta de Anif recomendaron uno de 50 p.b. y 75 p.b, respectivamente. BBVA recomendó un recorte de 50 p.b. en la encuesta de Anif y en la encuesta de Citibank indicó uno de 25 p.b. p.b; y Ultraserfinco recomendó un recorte de 25 p.b. en la encuesta de Anif y en la encuesta de Citibank indicó uno de 50 p.b. p.b.

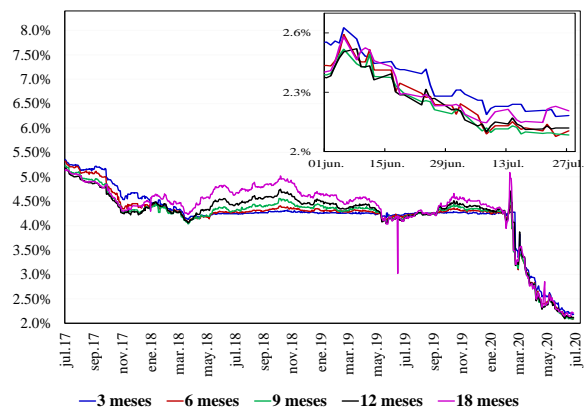
de julio, estas tasas variaron -1 p.b, 0 p.b, -2 p.b. y -4 p.b, en su orden. A partir del 6 de julio, una vez se conoció el dato de inflación de junio, las mismas tasas han caído 2 p.b, 15 p.b, 12 p.b. y 14 p.b. Así, el 27 de julio las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 2,48%, 2,28%, 2,16% y 2,10%, respectivamente.

Gráfico 25. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BR. Cálculos: BR.

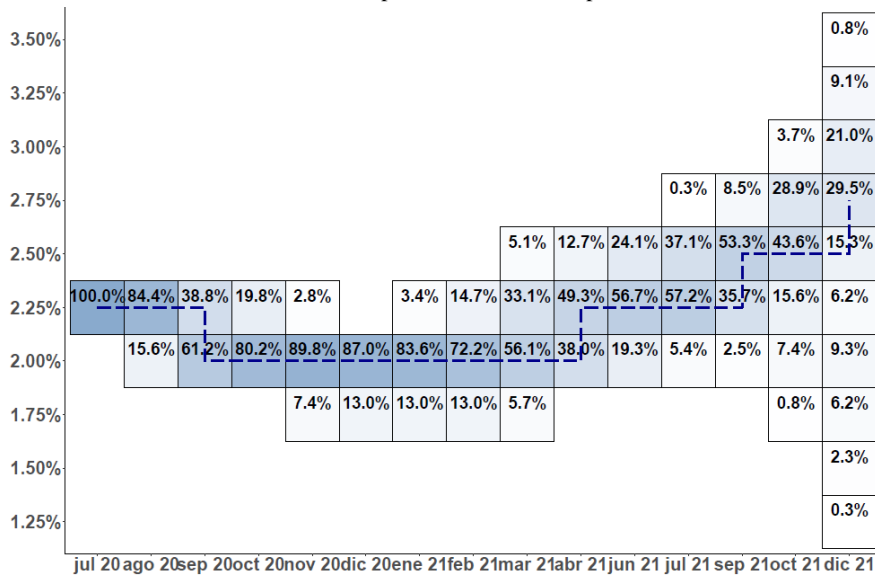
Gráfico 26. Tasas OIS



Fuente: BR. Cálculos: BR.

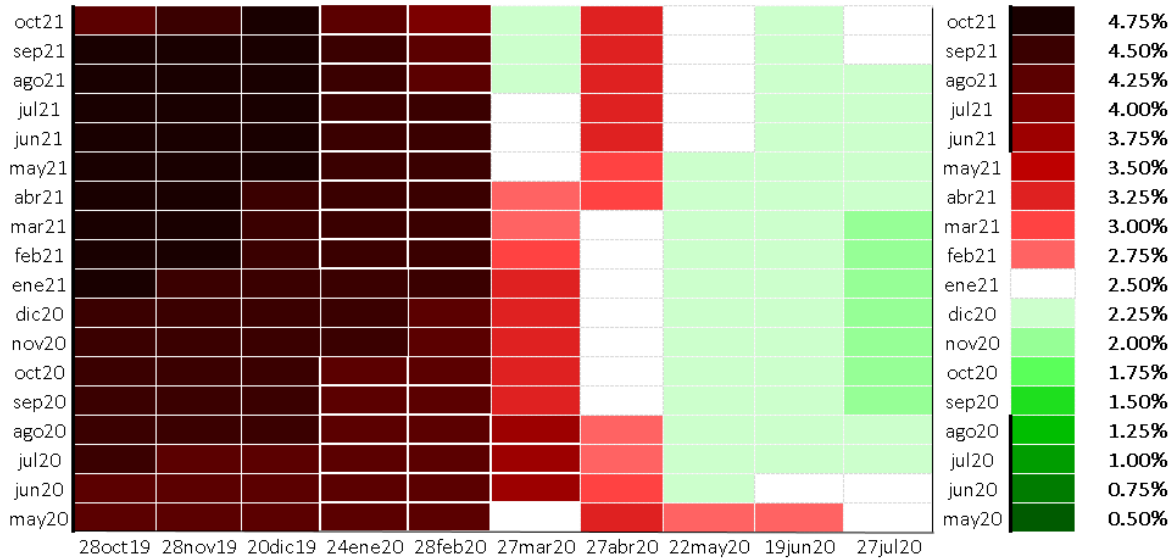
Durante el mes de julio las tasas OIS disminuyeron, y al 27 de julio se situaron en 2,18%, 2,10%, 2,08%, 2,12% y 2,21%, para los plazos a 3, 6, 9, 12 y 18 meses, respectivamente (Gráfico 26). Adicionalmente, de acuerdo con estimaciones del DOAM a partir de las tasas de la curva OIS, se espera reducciones de 25 p.b. de la TPM en las reuniones de julio y septiembre de 2020. Luego se espera que permanezca inalterada hasta abril de 2021, en donde el escenario más probable es un aumento de 25 p.b. Este aumento se repetiría en las reuniones de septiembre y diciembre de 2021 (Gráficos 27, 28 y Anexo 6).

Gráfico 27. Tasa de política monetaria implícita – OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos: BR.

Gráfico 28. Evolución de expectativas TPM – OIS

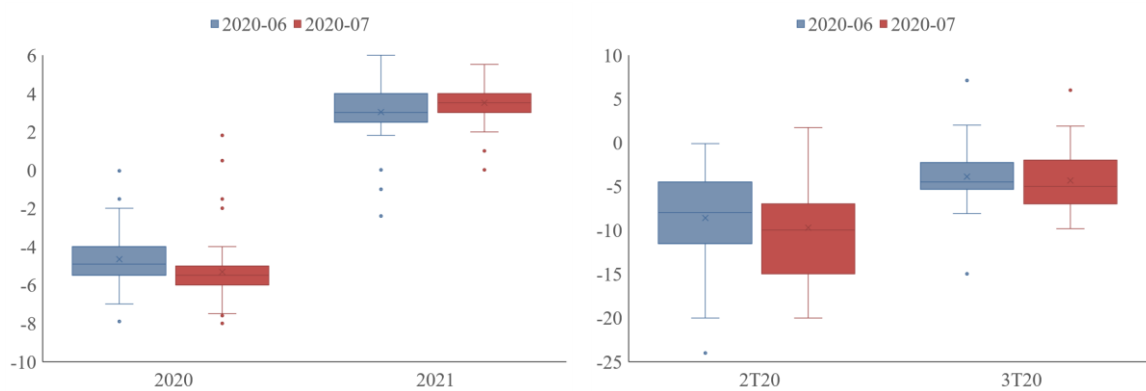


Fuente: Bloomberg. Cálculos: BR.

Expectativas de crecimiento económico

En el Gráfico 29 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para 2020 a -5,32% (ant: -4,67%), 2T20 a -9,72% (ant: -8,60%) y 3T20 a -4,34% (ant: -3,90%), mientras que la aumentaron para 2021 a 3,52% (ant: 3,02%).

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



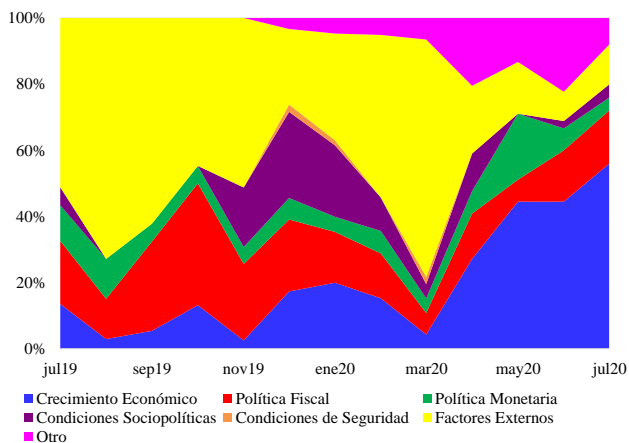
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: BR. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

El 30 de junio *S&P Global Ratings* redujo su estimación de crecimiento para Colombia durante 2020 de -2,6% a -5%, pero la aumentó para 2021 de 4,1% a 4,5%. Por otro lado, el 1 de julio *Moody's* estimó que la economía se contraería 5,5% en 2020, mientras que en mayo había afirmado que la contracción estaría entre 5% y 6%, y en abril había proyectado una contracción entre 2% y 3% este año. Para 2021, la calificadora estima que la economía colombiana crecerá 4,2%. El 2 de julio, el IIF redujo su estimación de crecimiento para 2020 de 2,5% a 5,4%. Así mismo, el 15 de julio la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) redujo su estimación de crecimiento para 2020 de -2,6% a -5,6%. Por último, el 21 de julio *Fitch Ratings* redujo su estimación para 2020 de -4,5% a -6,9%.

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 3 p.b. (ant: valorizaciones de 35 p.b.)¹¹. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana a 4,1% (anterior: valorizaciones de 3,1%).

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

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

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 56% resaltó el crecimiento económico (ant: 44%), un 16% la política fiscal (ant: 16%), un 12% los factores externos (ant: 9%), un 8% otros factores (ant: 22%), un 4% la política monetaria (ant: 7%), mientras que el 4% restante mencionó las condiciones sociopolíticas (ant: 2%; Gráfico 30). Los agentes que respondieron otros factores mencionaron la evolución de la pandemia del Covid-19 a nivel local y global.

a) Expectativas macroeconómicas de otros países

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

¹¹ 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 Mayo 2020		Esperada a Diciembre 2020		Vigente	Esperada a Diciembre 2020		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2020	
	Esp.	Obs.	Jun. 20	Jul. 20		Jun. 20	Jul. 20	Esp.	Obs.	Jun. 20	Jul. 20
Colombia	2,47%	2,19%	2,24%	1,89%	2,50%	2,16%	1,97%	1,50%	1,10%	-4,78%	-5,95%
Chile	2,70%	2,60%	2,40%	2,00%	0,50%	0,50%	0,50%	-0,10%	0,36%	-4,80%	-6,10%
México	3,22%	3,33%	3,04%	3,10%	5,00%	4,49%	4,24%	-1,60%	-1,37%	-8,16%	-8,50%
Perú	1,71%	1,60%	1,19%	1,02%	0,25%	0,25%	0,25%	-3,50%	-3,40%	-8,32%	-10,49%
Brasil	2,17%	2,13%	1,60%	1,78%	2,25%	2,25%	2,00%	-0,30%	-0,25%	-6,51%	-5,95%
Ecuador	n.d.	0,17%	-0,06%	-0,15%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2,42%	-6,99%	-8,10%
Argentina	42,30%	42,80%	45,38%	42,24%	38,00%	38,01%	38,68%	-5,40%	-5,40%	-8,75%	-10,96%
EE.UU.	0,60%	0,60%	0,80%	0,90%	0% - 0,25%	0,25%	0,25%	-5,00%	-5,00%	-5,60%	-5,50%
India	5,30%	6,09%	3,70%	3,67%	4,00%	3,70%	3,60%	1,60%	3,10%	-0,24%	-2,73%
Sudáfrica	2,20%	n.d.	3,40%	3,40%	3,75%	3,40%	3,45%	-0,90%	-0,10%	-7,00%	-7,45%
China	2,50%	2,50%	3,26%	2,97%	2,20%	3,55%	1,76%	2,40%	3,20%	1,59%	1,46%
Rusia	3,20%	3,20%	3,30%	3,20%	4,25%	4,15%	4,15%	1,60%	1,60%	-4,90%	-5,00%
Turquía	12,00%	12,62%	10,50%	11,10%	8,25%	8,05%	8,05%	4,90%	4,54%	-4,00%	-4,00%
Noruega	1,40%	1,40%	1,20%	1,20%	0,00%	0,00%	0,00%	-1,90%	-2,10%	-5,00%	-4,40%
Costa Rica	n.d.	0,31%	0,48%	0,64%	0,75%	1,40%	0,56%	n.d.	0,70%	-3,44%	-3,74%
El Salvador	n.d.	-0,20%	-0,33%	0,14%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,80%	-3,89%	-4,80%
Guatemala	n.d.	2,39%	2,15%	2,36%	1,75%	1,69%	1,31%	n.d.	0,70%	-2,04%	-2,46%
Honduras	n.d.	2,70%	2,77%	2,54%	4,50%	4,50%	4,25%	n.d.	-1,50%	-2,77%	-4,18%
Panamá	n.d.	n.d.	-0,31%	-0,31%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,40%	-2,98%	-3,80%
Paraguay	n.d.	0,50%	2,13%	1,67%	0,75%	1,25%	0,75%	n.d.	5,20%	-1,99%	-1,99%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 27 de julio.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta enviada por el Banco Central de Chile el 3 de julio con plazo máximo de recepción al 9 de este mes.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 20 de julio.

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

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

México, Perú, Ecuador, Argentina, India, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá & Paraguay: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de julio.

* Los datos corresponden a la información observada del IT20 con respecto al IT19, excepto para China cuya información corresponde al 2T20. 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 mayo y junio, como se observó en la versión preliminar de este índice, el IDOAM aumentó levemente reflejando los mayores márgenes entre las tasas activas y las de los TES para las carteras de tesorería y consumo, el menor crecimiento y mayor *spread* esperados según la EOF, y la mayor volatilidad del mercado accionario (Gráfico 31 y Anexo 7). Además, con datos preliminares para julio (EOF¹², volatilidades¹³ y márgenes crediticios¹⁴) este indicador disminuyó ante la reducción en la volatilidad de los mercados accionario y de deuda pública, el menor margen entre las tasas activas y las de los TES para la cartera preferencial y la menor incertidumbre en torno a la inflación en el mediano plazo.

En junio, la confianza de los consumidores (obs: -33,1%; esp: -23,8%; ant: -34,0%) presentó una leve mejora frente a mayo, pero continuó en terreno negativo y se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado. Esta mejora estuvo explicada por mejores expectativas del consumidor a 12 meses (obs: -12,7%; -14,4%), lo que compensó el deterioro de la percepción de las condiciones económicas (obs: -63,6%; ant: -63,4%). Por el contrario, la serie desestacionalizada se redujo al pasar de -35,54 a -38,99. Así mismo, la confianza de los industriales (obs: -20,8%; ant: -21,3%) y comerciantes (obs: -3,0%; ant: -9,2%) también aumentó frente a los niveles observados en mayo, aunque continúa situándose en terreno negativo. El incremento de la confianza de los industriales se dio por un mayor volumen actual de pedidos y en menor medida por un nivel más bajo de existencias, mientras que el aumento de la confianza de los comerciantes se debió a una mejor

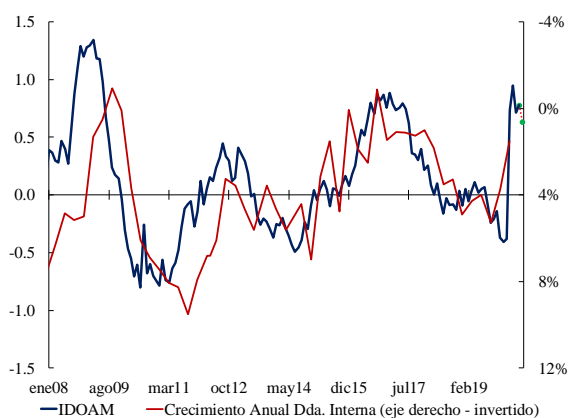
¹² Recibida el 21 de julio.

¹³ Datos al 24 de julio.

¹⁴ Datos al 10 de julio.

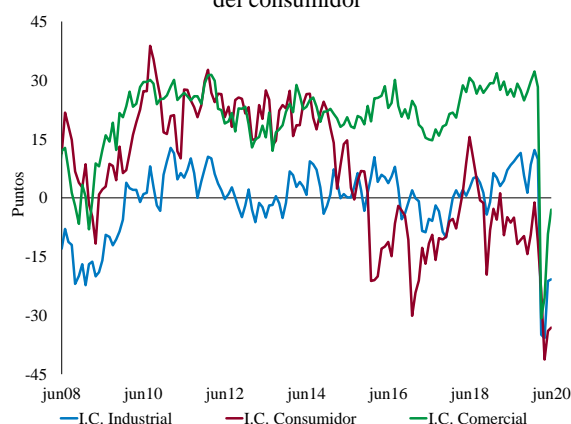
percepción de la situación económica actual de la empresa y en menor medida por unas mejores expectativas de la situación económica para el próximo semestre (Gráfico 32).

Gráfico 31. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



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 32. Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor



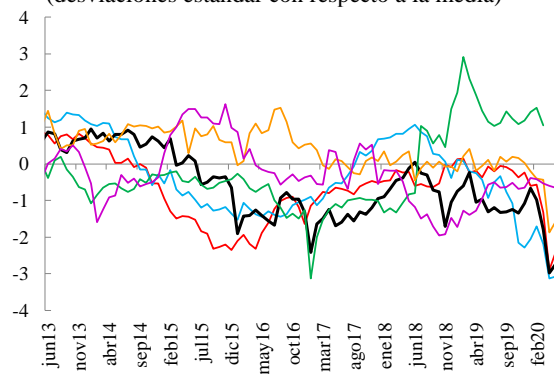
Fuente: Fedesarrollo.

Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento de las ventas al por menor y producción manufacturera de mayo. Las ventas al por menor (obs: -26,8%; esp: -28,7%; ant: -42,9%) se contrajeron menos de lo observado el mes anterior y de lo esperado por el mercado. Por su parte, la producción manufacturera (obs: -26,2%; esp: -26,0%; ant: -35,8%) también se contrajo menos frente a lo observado en abril y estuvo en línea con lo anticipado por los analistas.

El Gráfico 33 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media histórica en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre mayo y junio mejoró el indicador de Brasil y desmejoraron los de los demás países¹⁵. El indicador de México se ubica por encima de su media histórica y los del resto de países analizados se ubican por debajo.

Por su parte, la percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*¹⁶, el *Vstox*¹⁷ y el *Skew*¹⁸, disminuyó durante este periodo, presentó una alta volatilidad y se mantuvo en niveles elevados. Esta reducción se dio como consecuencia de los avances en el desarrollo de tratamientos y posibles vacunas para combatir el Covid-19, y las expectativas de que no vuelva a haber una cuarentena generalizada a nivel global. Sin embargo, la alta volatilidad de estos indicadores se presentó en un contexto de mayores tensiones geopolíticas entre EE.UU. y China, y un incremento del número de casos de Covid-19 en varios lugares del mundo.

Gráfico 33. 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.

¹⁵ Salvo el indicador para México el cual, por la emergencia sanitaria, canceló la publicación de resultados de la Encuesta Nacional Sobre Confianza del Consumidor del periodo de mayo a agosto de 2020.

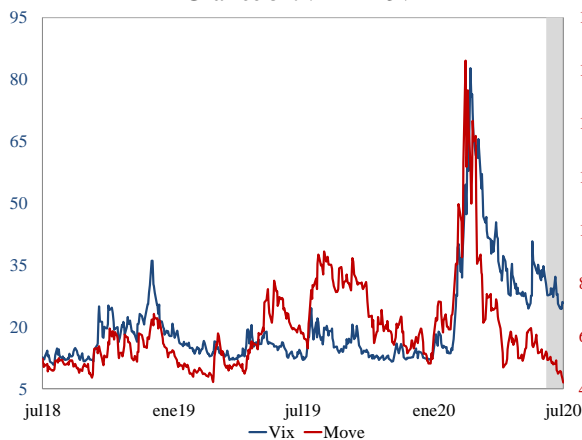
¹⁶ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice *S&P 500*.

¹⁷ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días 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.

Por su parte, el *Move*¹⁹ continuó disminuyendo durante este periodo y se ubicó en niveles inferiores a los observados durante los últimos años ante la expectativa de que la Reserva Federal mantenga el rango de las tasas de los Fondos Federales en el nivel actual por lo menos hasta 2022. Finalmente, los CDS a cinco años y los EMBI de los países de la región continuaron disminuyendo durante este periodo (Gráficos 34 y 35; Anexo 8).

Gráfico 34. VIX - MOVE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 35. Skew del S&P500



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

¹⁹ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a 30 días sobre los *Treasuries*.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 27 de julio

	Empresa	Estimación	Fecha
1	4CAST/Continuum Economics	2,25%	24/07/2020
2	Acciones y Valores	2,25%	27/07/2020
3	Banco Agrario de Colombia	2,25%	24/07/2020
4	Banco Colpatría Red Multibanca	2,25%	24/07/2020
5	Banco Davivienda	2,25%	16/07/2020
6	Banco Mizuho do Brasil	2,25%	16/07/2020
7	Banco de Bogotá	2,25%	27/07/2020
8	Bancolombia	2,25%	24/07/2020
9	Bloomberg Economics/New York	2,25%	24/07/2020
10	BNP Paribas	2,25%	24/07/2020
11	Casa de Bolsa	2,25%	16/07/2020
12	Corporación Financiera Colombiana	2,25%	27/07/2020
13	Fiduciaria Central	2,25%	24/07/2020
14	Itaú Corpbanca	2,25%	24/07/2020
15	Merrill Lynch/México	2,25%	26/07/2020
16	Pantheon Macroeconomics Ltd	2,25%	24/07/2020
17	Positiva Compañía de Seguros	2,25%	16/07/2020
18	UBS Securities	2,25%	24/07/2020
19	Universidad Jorge Tadeo Lozano	2,25%	24/07/2020
	Tasa	Obs.	Prob.
	2,25%	19	100%
	Tasa esperada ponderada	2,25%	

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza	2.25%	2.25%
ANIF	2.25%	2.25%
Asobancaria	2.25%	2.25%
Axa Colpatría	2.25%	2.25%
Banco Agrario	2.25%	2.25%
Banco Davivienda	2.25%	2.25%
Banco de Bogotá	2.25%	2.00%
Banco de Occidente	2.25%	2.25%
Banco Popular	2.25%	2.00%
BBVA	2.25%	2.25%
BNP Paribas	2.25%	2.25%
BTG Pactual	2.25%	2.25%
Casa de Bolsa	2.25%	2.25%
CEDE	2.25%	2.00%
Citi	2.25%	2.25%
Colfondos	2.25%	2.25%
Continuum Economics	2.25%	2.25%
Corficolombiana	2.25%	2.25%
Credicorp Capital	2.25%	2.25%
Fedesarrollo	2.25%	2.25%
Fidubogotá	2.25%	2.25%
Fiduoccidente	2.25%	2.25%
Fiduprevisora	2.25%	2.25%
Grupo Bancolombia	2.25%	2.25%
Itaú	2.25%	2.25%
JP Morgan	2.25%	2.25%
Moodys Economy	2.25%	2.25%
Positiva	2.25%	2.00%
Protección	2.25%	2.25%
Scotiabank Colpatría	2.25%	2.25%
Skandia	2.25%	2.25%
XP Securities	2.25%	2.25%
Promedio	2.25%	2.22%
Mediana	2.25%	2.25%
STDV	0.00%	0.08%
Máximo	2.25%	2.25%
Mínimo	2.25%	2.00%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
2.25%	88%	28
2.50%	0%	0
2.75%	0%	0
3.00%	0%	0
3.25%	0%	0
Total	88%	28

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
2.25%	100%	32
2.50%	0%	0
2.75%	0%	0
3.00%	0%	0
3.25%	0%	0
Total	100%	32

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

Participantes	2020	2021
Alianza	1.66%	3.60%
Anif	2.00%	2.70%
Asobancaria	1.90%	3.00%
Axa Colpatria	2.10%	2.90%
Banco Agrario	1.78%	2.96%
Banco Davivienda	1.83%	
Banco de Bogotá	1.70%	2.87%
Banco de Occidente	1.97%	2.93%
BBVA	1.86%	2.80%
BNP Paribas	1.80%	2.80%
BTG Pactual	1.90%	2.70%
Casa de Bolsa	1.83%	3.00%
Citi	1.70%	2.50%
Colfondos	1.67%	3.00%
Continuum Economics	2.90%	2.90%
Corficolombiana	1.83%	3.00%
Credicorp Capital	1.50%	2.30%
Fidubogotá	1.92%	3.16%
Fiduoccidente	1.65%	3.24%
Fiduprevisora	2.16%	3.41%
Grupo Bancolombia	1.50%	2.30%
Itaú	2.00%	3.00%
JP Morgan	1.64%	2.69%
Moodys Economy	1.90%	3.00%
Skandia	1.84%	2.50%
Positiva	2.50%	3.00%
Scotiabank Colpatria	1.91%	3.05%
XP Securities	1.95%	2.90%
Promedio	1.89%	2.90%
Mediana	1.85%	2.93%
STDV	0.28%	0.29%
Máximo	2.90%	3.60%
Mínimo	1.50%	2.30%

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

Encuestas realizadas entre el 7 y el 12 de julio

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,25%	1	3,7%	0	0,0%
2,00%	9	33,3%	2	10,0%
2,25%	11	40,7%	2	10,0%
2,50%	5	18,5%	4	20,0%
2,75%	0	0,0%	4	20,0%
3,00%	0	0,0%	4	20,0%
3,25%	0	0,0%	2	10,0%
3,50%	0	0,0%	1	5,0%
4,00%	0	0,0%	1	5,0%
Media		2,16%		2,78%
Mediana		2,25%		2,75%

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

Encuestas realizadas entre el 7 y el 12 de julio

Empresa		Estimación 2020	Estimación 2021
1	AGPV	3,00%	3,10%
2	Banco Davivienda	1,83%	-
3	Bancolombia	1,50%	-
4	Barclays Capital	2,61%	3,20%
5	BBVA Research	2,39%	2,86%
6	Citigroup Global Mkts	2,20%	2,80%
7	Corficolombiana	2,20%	3,00%
8	Credicorp Capital	1,50%	2,50%
9	Credit Agricole	2,90%	3,00%
10	Credit Suisse	2,70%	3,20%
11	Fedesarrollo	2,00%	-
12	Fitch Solutions	2,96%	3,18%
13	Goldman Sachs	1,90%	3,00%
14	HSBC	2,90%	2,70%
15	Itaú Unibanco	2,00%	3,00%
16	JPMorgan	1,60%	2,70%
17	Moody's Analytics	2,65%	3,37%
18	Oxford Economics	1,88%	2,43%
19	Pezco Economics	2,20%	2,70%
20	Polinomics	2,50%	3,00%
21	Positiva Compañía de Seguros	2,50%	3,00%
22	S&P Global	2,50%	3,50%
23	Scotiabank	1,90%	3,10%
24	Torino Capital	3,11%	1,59%
25	UBS	2,24%	3,07%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,50% - 1,75%	3	12,00%	1	4,55%
2,00% - 2,25%	6	24,00%	0	0,00%
2,25% - 2,50%	1	4,00%	1	4,55%
2,50% - 2,75%	6	24,00%	4	18,18%
2,75% - 3,00%	3	12,00%	2	9,09%
3,00% - 3,25%	2	8,00%	12	54,55%
3,25% - 3,50%	0	0,00%	1	4,55%
3,50% - 3,75%	0	0,00%	1	4,55%
Media		2,31%		2,91%
Mediana		2,24%		3,00%

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

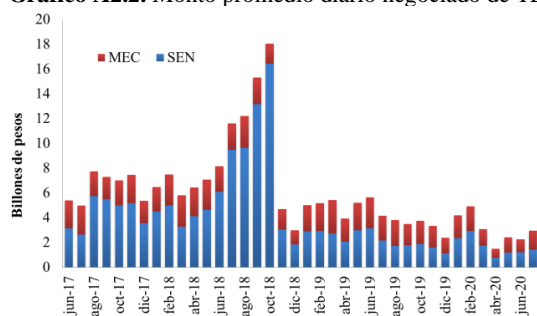
En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de junio, en la cual la tasa de referencia se redujo 25 p.b. a 2,5%, tal como lo anticipaba el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 p.b., -2 p.b. y -6 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -6 p.b., 4 p.b. y 3 p.b. para estos mismos plazos.

El Dane publicó el 4 de julio la variación del índice de precios al consumidor en junio, ubicándose en -0,38% mes a mes. Dicho resultado fue inferior al dato de la encuesta del BR (-0,07%), a la inflación registrada en el mismo mes del año 2019 (0,27%) y a las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (-0,10%). La variación anual fue de 2,19% (esp: 2,47%). Entre el 3 y el 6 de julio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -8 p.b., -10 p.b. y -6 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -1 p.b., 4 p.b. y 7 p.b. para estos mismos plazos.

El 23 de julio el Ministerio de Hacienda y Crédito Público realizó la cuarta operación de manejo de deuda pública interna en lo que va del año, en la que intercambió con la Tesorería Nacional Títulos TES UVR con vencimiento en 2021 por Títulos TES en pesos con fechas de redención entre 2030 y 2034, por un monto de \$3,9 billones. Entre el 23 y el 24 de julio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 4 p.b., 4 p.b. y 2 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., -1 p.b. y -1 p.b. para estos mismos plazos.

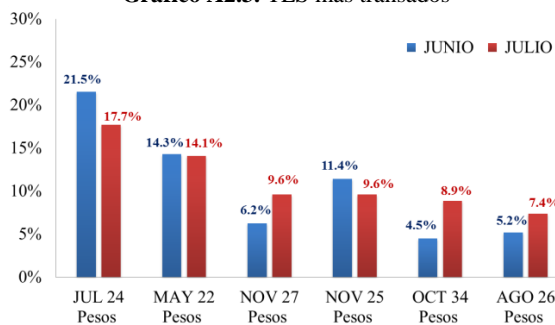
En lo corrido del mes de julio, el monto promedio diario negociado ha sido \$2,94 billones, superior al observado el mes anterior (\$2,23 billones) e inferior al registrado en julio de 2019 (\$4,14 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos más transados han sido aquellos en pesos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 21,5% a 17,7%, seguidos por aquellos denominados en pesos que vencen en mayo de 2022, cuya participación disminuyó de 14,3% a 14,1% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



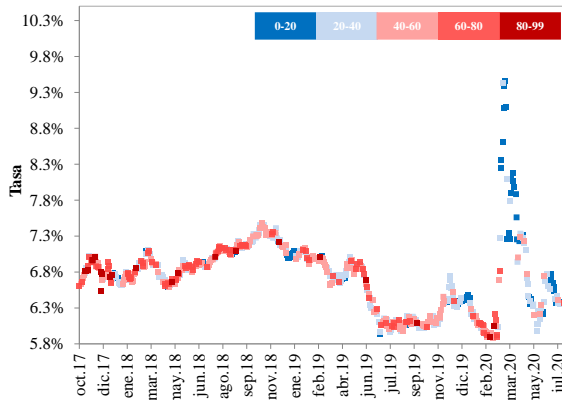
Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 23 de julio del 2020.

Gráfico A2.3. TES más transados



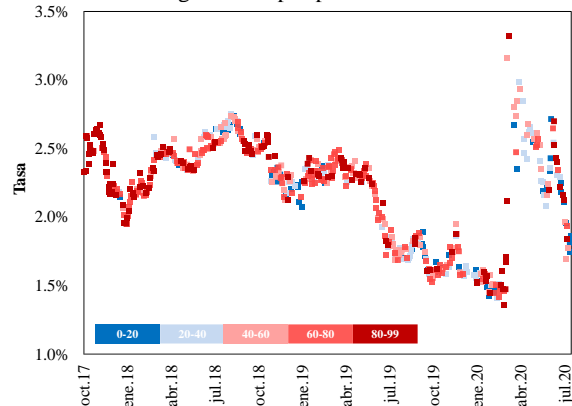
Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

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



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

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



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

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

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

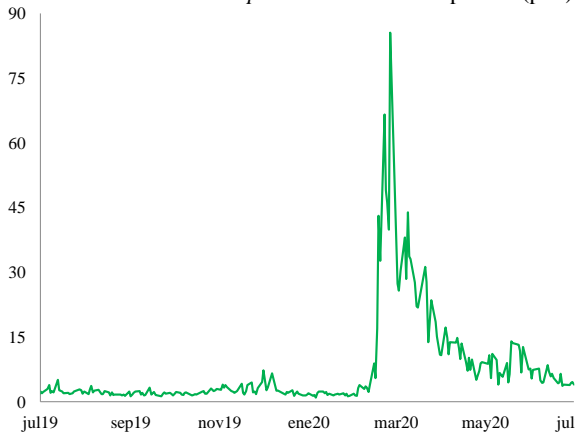
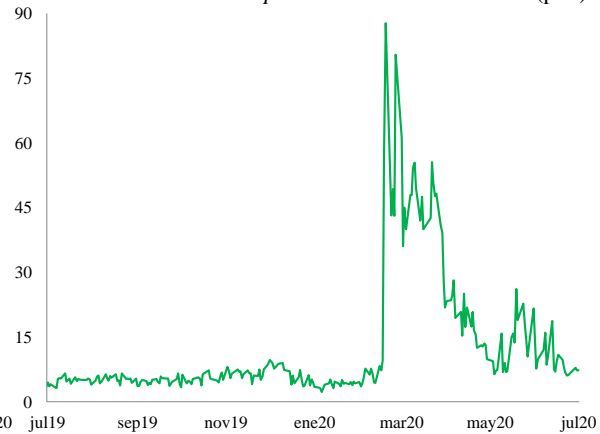


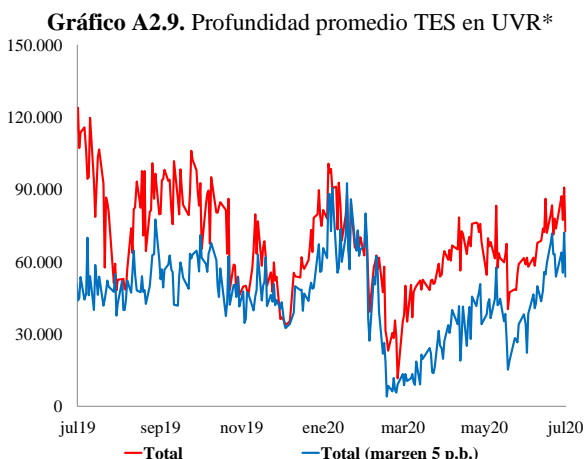
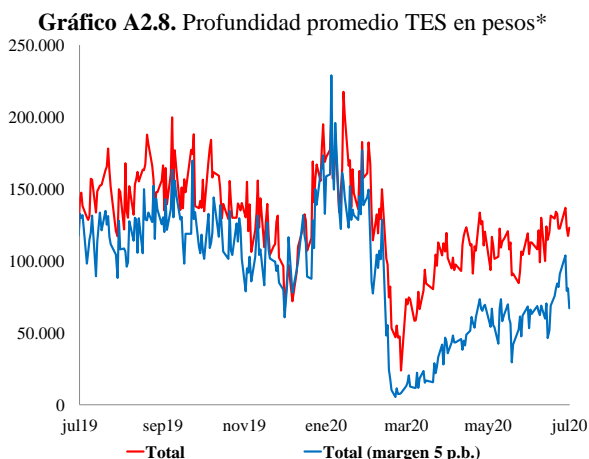
Gráfico A2.7. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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

Frente a lo observado en junio, el *bid-ask spread* (BAS) promedio en lo corrido de julio se redujo aunque se mantiene por encima de los niveles observados antes de marzo. Al 24 de julio el BAS promedio se ubicó en 5,1 p.b. y 9,1 p.b para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles de 8,4 p.b. y 14,0 p.b. observados durante junio (Gráficos A2.6 y A2.7). Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES denominados en pesos y UVR aumentó en \$15,5 mm y \$16,3 mm, en su orden (Gráficos A.8 y A2.9).

²⁰ El título UVR del 2021 tuvo un mayor volumen de negociación, sin embargo, éste se explica de forma importante por las operaciones de entidades públicas durante el mes de julio. Al excluir las compras de entidades públicas el siguiente título más líquido es el título UVR de 2023.

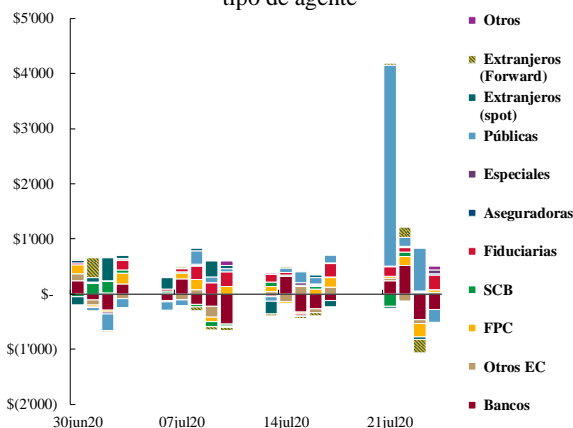


Fuente y Cálculos: Banco de la República. * Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total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

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

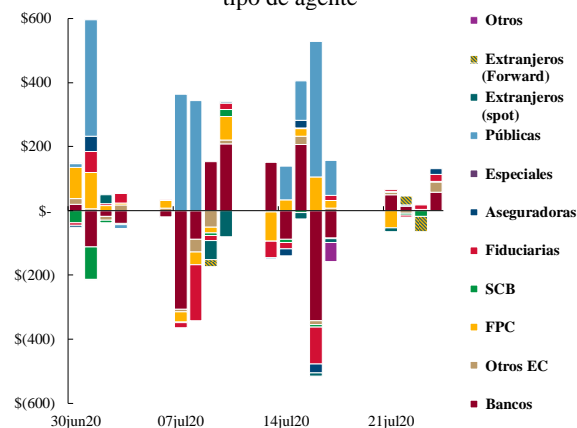
Desde el 30 de junio, los principales agentes compradores de TES en pesos fueron las entidades públicas (\$3715 mm, aunque esta cifra incorpora las emisiones por concepto de la operación de manejo de deuda por \$3641 mm), los FIC a través de sociedades fiduciarias (\$1299 mm), terceros a través de sociedades fiduciarias (\$863 mm), los inversionistas extranjeros (\$743 mm) y los fondos de pensiones y cesantías (\$742 mm); al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$1415 mm). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR fueron las entidades públicas (\$1813 mm) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$190 mm), mientras que los principales oferentes fueron los bancos comerciales (\$257 mm) y los inversionistas extranjeros (\$169 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



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

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



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

En lo corrido del 2020 (al 24 de julio) los inversionistas extranjeros han realizado ventas netas en el mercado de contado de TES en pesos y TES UVR por \$341 mm y \$576 mm, respectivamente. Desde el 30 de junio, vendieron en neto TES en pesos por \$774 mm y \$338 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, y compraron en el tramo largo \$1856 mm; al tiempo que se les vencieron TES pesos por \$714 mm. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES UVR por \$20 mm y \$173 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, y compraron \$24 mm en el tramo largo.

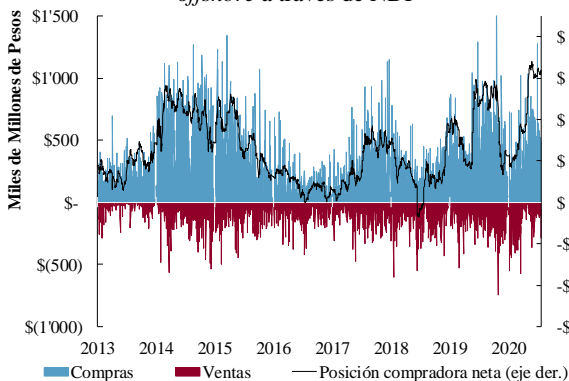
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)*
(valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2020	Corrido del 2020	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	8'987	(1'092)	(576)	(904)	65	(1'415)	(1'216)	514	445	(257)
Compañía de Financiamiento Comercial	4	(1)	-	-	-	-	-	0	-	0
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	785	629	(32)	(305)	(27)	(364)	(47)	25	6	(16)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	9'775	(465)	(608)	(1'209)	38	(1'779)	(1'262)	539	451	(273)
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	113	(1)	(7)	55	77	125	-	-	-	-
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	5'757	(1'018)	364	(200)	453	617	(152)	(317)	658	190
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	5'870	(1'019)	357	(145)	529	742	(152)	(317)	658	190
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	372	35	171	2	179	352	(105)	(10)	(21)	(136)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	(46)	(214)	(1)	(14)	38	23	(16)	(3)	8	(12)
Extranjeros	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	326	(180)	170	(12)	217	375	(121)	(14)	(13)	(148)
Sociedades Fiduciarias Propia	27	45	2	(7)	(12)	(17)	0	7	-	7
Sociedades Fiduciarias Terceros	777	379	419	(620)	2'709	2'507	(234)	(156)	(20)	(410)
Extranjeros***	(738)	(576)	(788)	(371)	1'710	551	(20)	(173)	7	(187)
FIC	2'457	41	1'027	(68)	341	1'299	(119)	20	(8)	(107)
Pasivos Pensionales	(702)	100	13	(87)	(133)	(207)	-	16	(112)	(96)
Total Sociedades Fiduciarias	804	424	421	(627)	2'697	2'490	(234)	(149)	(20)	(403)
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	343	681	(27)	(32)	177	118	(105)	-	156	51
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	9	3	-	(1)	4	3	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	9	3	-	(1)	4	3	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	352	684	(27)	(33)	180	120	(105)	-	156	51
Sociedades Administradoras de Inversión Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	7'352	(90)	921	(817)	3'623	3'726	(612)	(479)	781	(310)
Total Entidades Financieras Especiales**	1'208	(29)	100	19	49	167	(6)	-	6	-
Total Entidades Públicas****	11'447	6'880	227	1'900	2'292	4'419	1'880	-	(66)	1'813
Otros*****	618	84	111	108	146	364	(0)	(59)	17	(42)
Extranjeros	396	0	14	33	146	192	-	-	17	17
TOTAL MOVIMIENTO NETO	30'399	6'380	750	-	6'147	6'897	-	-	1'189	1'189

Fuente: BR. Información actualizada al 24 de julio del 2020. *Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423) y emisiones. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

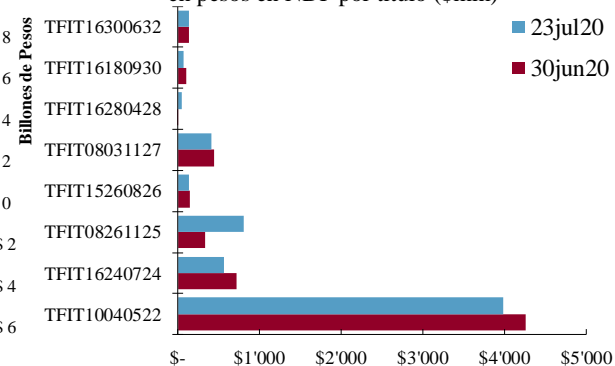
Por otra parte, con información al 23 de julio, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$8708 mm y ventas por \$1295 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$8285 mm y de ventas por \$944 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$72 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 \$6097 mm el 30 de junio a \$6169 mm el 23 de julio del 2020.

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



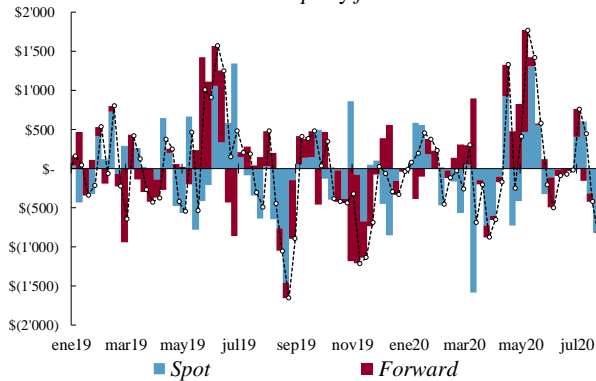
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



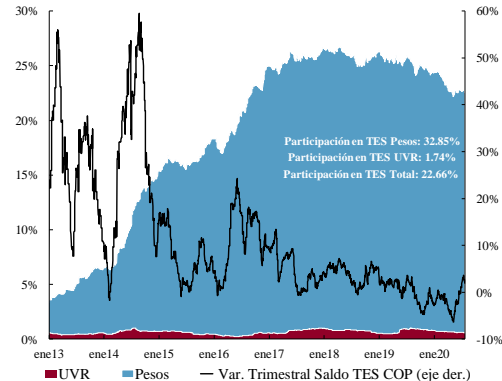
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos.

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



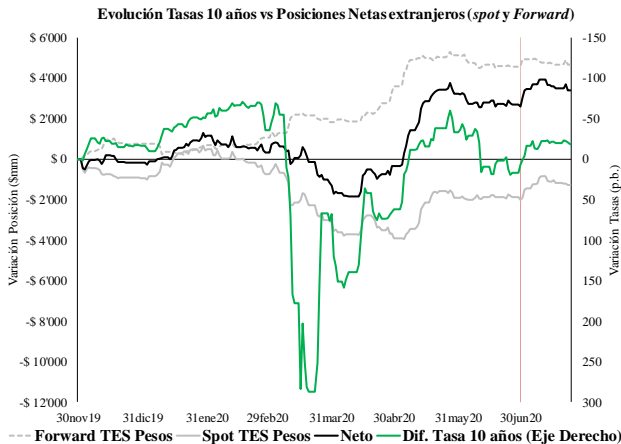
Fuente: Banco de la República. Miles demillones de pesos. Datos semanales.

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



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

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



Fuente: Banco de la República. Datos diarios.

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los TES que vencen en 2025, 2028 y 2034, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2022, 2024, 2026, 2027 y 2030, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2032 (Gráfico A3.4). En resumen, los inversionistas extranjeros compraron TES en pesos en el mercado de contado y a futuro por \$743 mm y \$72 mm, respectivamente, de manera que la posición neta agregada en TES pesos aumentó \$815 mm (sin tener en cuenta los vencimientos por \$714 mm, Gráfico A3.7).

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

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

	2019			Corrido de 2020			may-20			jun-20			Corrido de jul-20		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 13810	\$ 1177	\$ 14986	\$ 9775	\$ (3921)	\$ 5855	\$ 1146	\$ (1557)	\$ (411)	\$ (811)	\$ 550	\$ (260)	\$ (1779)	\$ (72)	\$ (1851)
Offshore	\$ (627)	\$ (1177)	\$ (1804)	\$ (341)	\$ 3921	\$ 3580	\$ 2019	\$ 1557	\$ 3576	\$ (102)	\$ (550)	\$ (653)	\$ 743	\$ 72	\$ 815

Cifras en miles de millones de Pesos. No tiene en cuenta vencimientos de TES. Información actualizada al 23 y 24 de julio del 2020 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

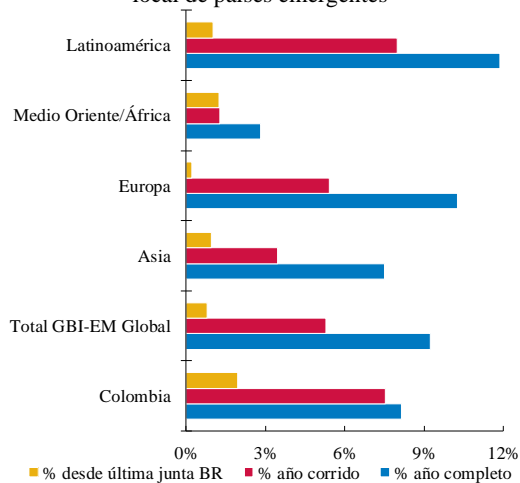
Desde la última reunión de la JDBR, la mayoría de los títulos de la región se valorizaron ante la menor percepción de riesgo a nivel global (ver Anexo 8). La excepción fue el tramo medio y largo de Chile, que además presentó una alta volatilidad durante este periodo, como consecuencia del trámite en el Congreso y posterior aprobación de una ley que permitirá a los trabajadores retirar hasta el 10% de sus ahorros de los fondos de pensiones. Lo anterior obligará a los fondos de pensiones a liquidar una porción importante de sus portafolios en activos como títulos de deuda

pública e inversiones en el exterior. Aunque el Gobierno se opuso a la medida dado el impacto que podría tener sobre los mercados financieros y el futuro pensional de los ciudadanos, finalmente aceptó la ley recién aprobada por el Congreso.

En EE.UU, pese a la menor percepción de riesgo internacional, el tramo largo de la curva se valorizó ante expectativas de que la Reserva Federal implemente más medidas no convencionales de política monetaria con el fin de apoyar la economía. Específicamente, el mercado se encuentra atento a las discusiones en torno a la posibilidad de que la Reserva Federal adopte medidas como el control de las tasas de largo plazo de la curva de rendimientos, tal como actualmente lo hace el Banco de Japón. Por su parte, el tramo corto se mantuvo estable ante las expectativas del rango de fondos federales en niveles mínimos más allá de 2022.

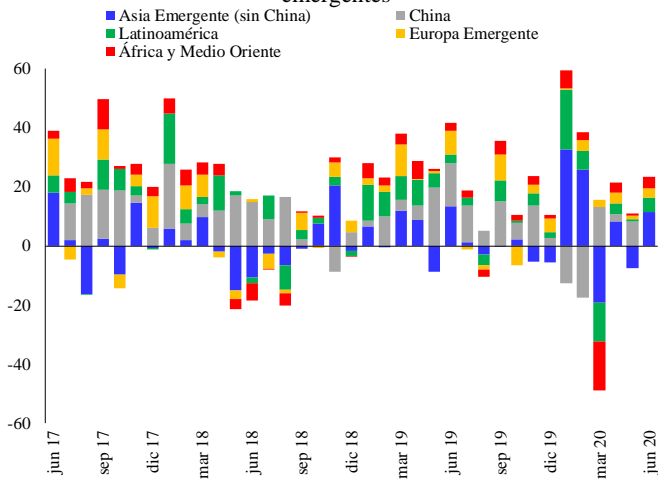
En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes²¹ (incluyendo Colombia) desde el 30 de junio, en lo corrido de 2020 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR, el indicador aumentó para todas las regiones, especialmente Medio Oriente y África. El índice *Total GBI-EM Global* y el de Colombia aumentaron 0,8% y 1,9%, respectivamente.

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



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

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



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

Adicionalmente, el IIF²² estimó flujos de inversión de portafolio de economías emergentes en junio por US\$32,9 mm, US\$23,5 mm en renta fija y de US\$9,5 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$2,3 mm (Gráfico A4.3).

En el Gráfico A4.4 se observa la correlación entre las pendientes de las curvas de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) la cual se mantuvo estable y llegó a un nivel de 3,43% el 24 de julio. A esta misma fecha, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos -línea roja) disminuyó y se ubicó en 6,84%, lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas por factores idiosincráticos. Por su parte, con los últimos datos disponibles, entre junio y julio las primas por vencimiento de los *Treasuries* bajaron 6 p.b. y 11 p.b. para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,83% y -0,94%, respectivamente.

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*.

Por otro lado, las tasas neutras al riesgo se mantuvieron estables en 1,12% y 1,53% para los plazos a 5 y 10 años (Gráfico A4.5).

Gráfico A4.4. Correlación pendientes región

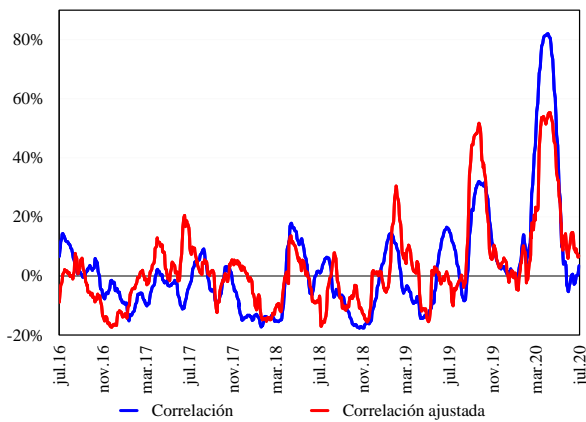
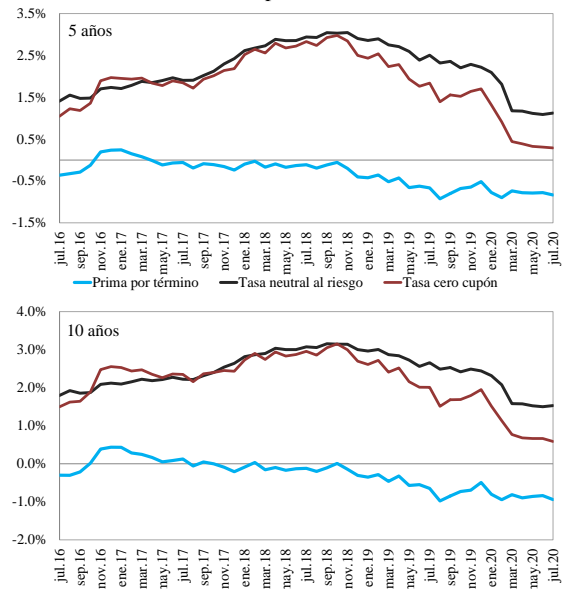


Gráfico A4.5. Prima por vencimiento *Treasuries*

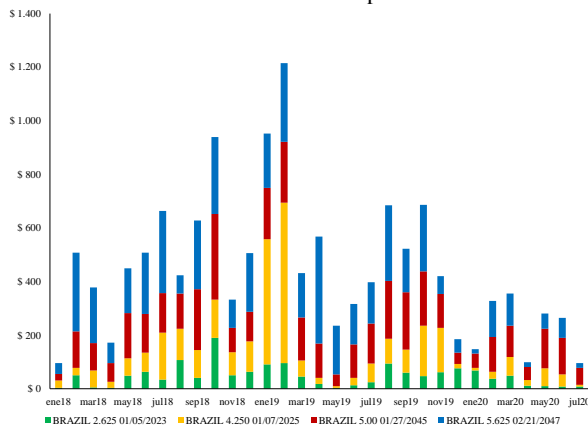


Fuente: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

Fuente y Cálculos: Fed.

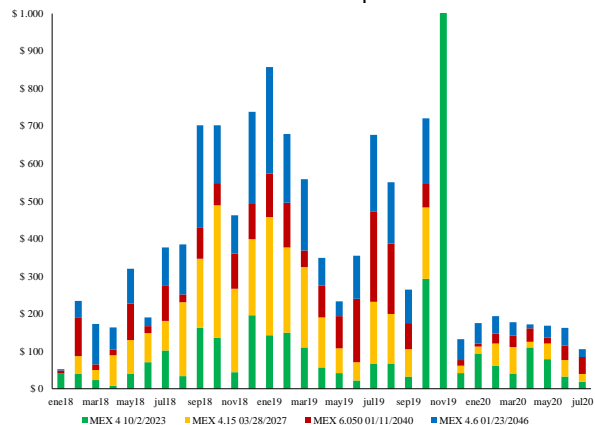
Por último, en los Gráficos A4.6, A4.7, A4.8 y A4.9 se observan los montos negociados de deuda pública externa para los cuatro títulos más líquidos emitidos en dólares por los Gobiernos de Brasil, México, Chile y Perú, respectivamente. En estos se observan menores montos negociados en julio frente a lo observado en junio, y una reducción importante de los montos negociados durante este año en comparación con años anteriores.

Gráfico A4.6. Montos negociados de deuda pública externa en USD emitidos por Brasil



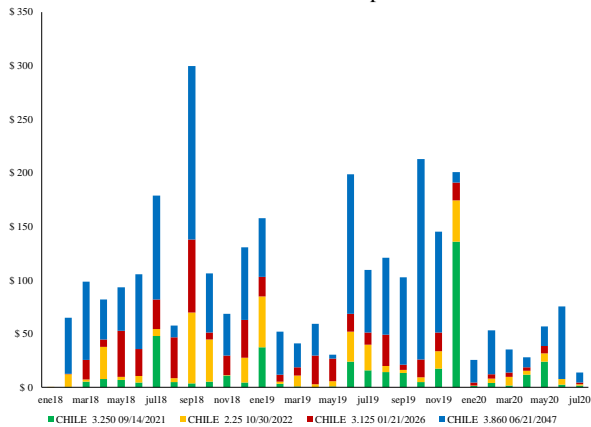
Fuente: Bloomberg. Millones de dólares.

Gráfico A4.7. Montos negociados de deuda pública externa en USD emitidos por México



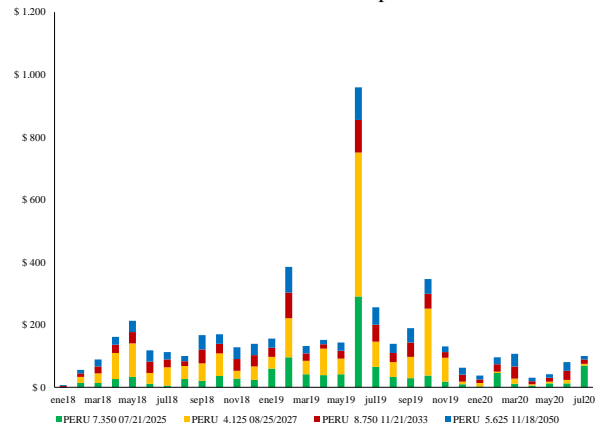
Fuente: Bloomberg. Millones de dólares.

Gráfico A4.8. Montos negociados de deuda pública externa en USD emitidos por Chile



Fuente: Bloomberg. Millones de dólares.

Gráfico A4.9. Montos negociados de deuda pública externa en USD emitidos por Perú



Fuente: Bloomberg. Millones de dólares.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Países Desarrollados

Durante este periodo, los bancos centrales de Australia (0,25%), Israel (0,1%) y Canadá (0,25%) decidieron mantener inalteradas sus tasas de interés de referencia.

El Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) mantuvo en -0,1% la tasa de interés de referencia que aplica a los balances que mantienen en el banco central las instituciones financieras y mantuvo su política de tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (*Japanese Government Bonds*). Además, señaló que continuará con las compras de ETFs (*Exchange-Traded Funds*) y J-REITs (*Japan Real Estate Investment Trust*) tal que sus tenencias crezcan a un ritmo anual de ¥12 trillones y ¥180 billones, respectivamente. En cuanto a papeles comerciales y bonos corporativos, el banco mantendrá sus tenencias en aproximadamente ¥2 billones y ¥3 trillones, respectivamente, y continuará con las compras adicionales de estos activos hasta marzo de 2021 de tal forma que estas tenencias asciendan a un nivel menor o igual a ¥7,5 trillones (para cada tipo de activo).

El Banco Central Europeo decidió mantener la tasa de refinanciación principal en 0%, la tasa de depósito en -0,5% y la tasa de interés de la facilidad marginal de crédito en 0,25%, en línea con lo esperado por los analistas. Asimismo, dió continuidad al programa de compras por la emergencia de la pandemia, bajo el cual esta institución realizará compras hasta por €1350 mm. Además, las compras netas del programa de compra de activos continuarán a un ritmo mensual de €20 mm durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de las tasas de interés oficiales, y finalizarán poco antes de que comiencen a subir las tasas de interés oficiales. A lo anterior se suma el esquema anunciado en marzo de compras temporales por un total de €120 mm para 2020.

El 21 de julio los líderes europeos acordaron la creación un fondo por €750 mm para financiar la recuperación económica después de la pandemia, del cual se destinarán €390 mm a las naciones más afectadas económicamente (por debajo de los €500 mm propuestos inicialmente). Este nuevo fondo será gestionado por la Comisión Europea y le otorga permisos especiales a esta institución para acceder los mercados de capitales y conseguir el capital requerido mediante la emisión de deuda. Este acuerdo busca aumentar la confianza del mercado en el bloque económico siendo un primer paso hacia la unificación fiscal.

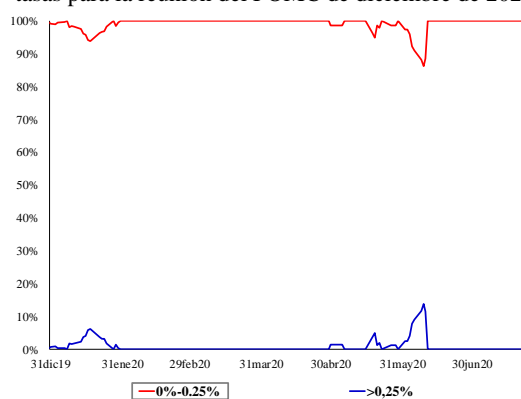
El 29 de julio la Fed decidió mantener el rango de su tasa de política entre 0% y 0,25%, tal y como era anticipado por los agentes del mercado, expresando su compromiso de utilizar toda la batería de herramientas a su disposición para apoyar la economía de los EE.UU. en este escenario adverso. En referencia a la situación económica, la entidad señaló que “después de fuertes caídas, la actividad

económica y el empleo se han recuperado un poco en los últimos meses, pero se mantienen muy por debajo de sus niveles a principios de año”, y que “la demanda más débil y los precios del petróleo significativamente más bajos están frenando la inflación de los precios al consumidor. Las condiciones financieras generales han mejorado en los últimos meses, en parte como reflejo de las medidas de política para apoyar la economía y el flujo de crédito a los hogares y empresas de los EE.UU.”. Adicionalmente, la entidad aclaró que mantendrá el rango objetivo de las tasas de los Fondos Federales en el nivel actual hasta tener certeza de que la economía haya superado los eventos recientes y esté en camino de alcanzar sus objetivos máximos de empleo y estabilidad de precios.

Países Emergentes

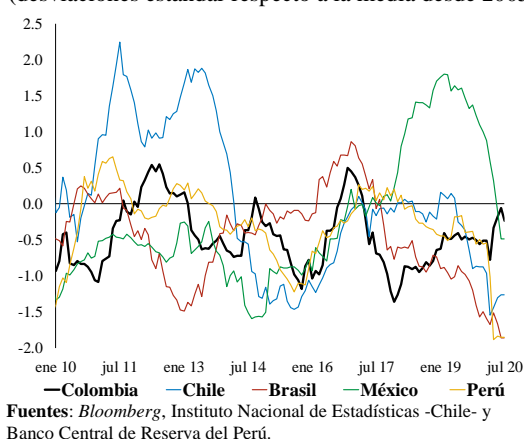
Los bancos centrales de Sudáfrica, Hungría, Indonesia, Malasia y Rusia recortaron sus tasas de referencia 25 p.b, 15 p.b, 25 p.b, 25 p.b. y 25 p.b. a 3,5%, 0,6%, 4%, 1,75%, y 4,25%, respectivamente, mientras que los de Serbia (1,25%), Polonia (0,1%), Corea del Sur (0,5%), Paraguay (0,75%), Ucrania (6%), Turquía (8,25%), Nigeria (12,5%), Perú (0,25%) y Chile (0,50%) las mantuvieron inalteradas. Por su parte, el Banco Popular de China decidió realizar operaciones de repos en reversa (repos de expansión) a 7 días por montos iguales a ¥100 millones a una tasa del 2,2%.

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



Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

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



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

En el Gráfico A5.2. se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales²³ desde el año 2005. Se puede observar que en julio²⁴ disminuyó la de Colombia al tiempo que, con los últimos datos disponibles, estas no han presentado variaciones para los demás países. Además, en todos los países analizados estas se ubican por debajo de sus medias históricas²⁵.

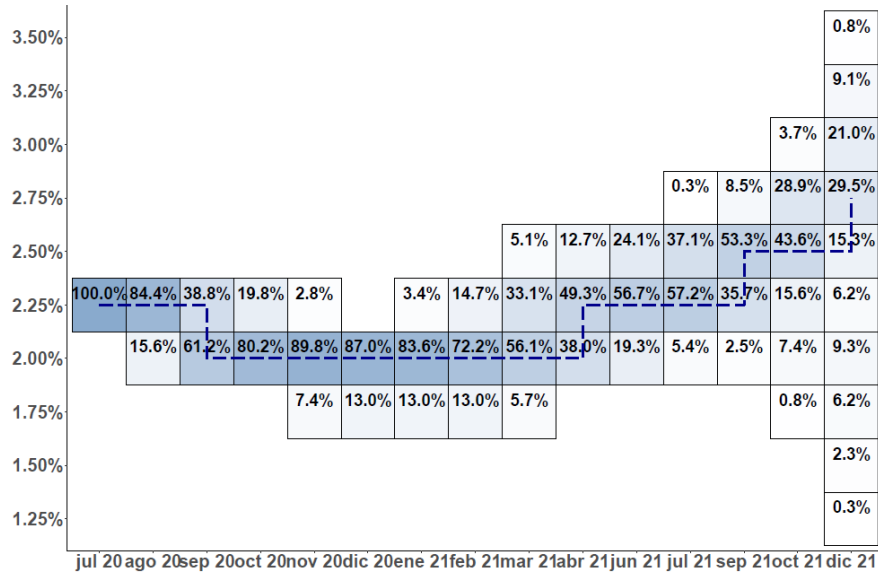
²³ Deflactadas con medidas de inflación básica.

²⁴ Información al 23 de julio con datos de inflación núcleo de junio.

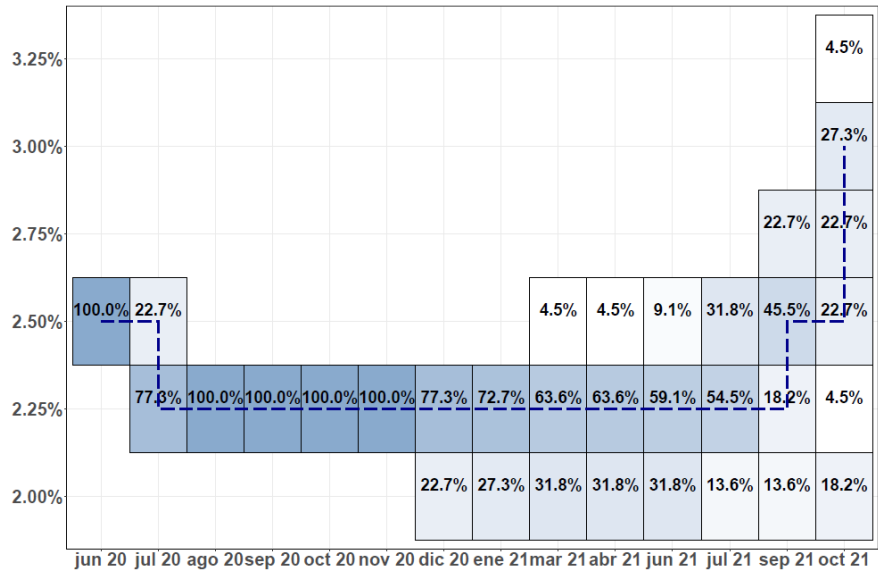
²⁵ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,63%; Chile 0,81%; Brasil 4,99%, México 1,94 y Perú 0,66%.

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. 19 de junio de 2020



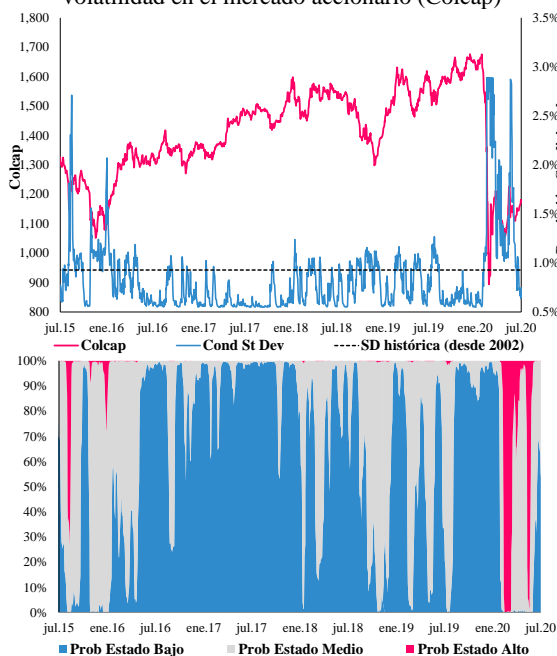
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 39% de los agentes encuestados espera que se mantenga igual (ant: 31%), el 35% espera que aumente (ant: 38%), mientras que el 26% restante espera que disminuya (ant: 31%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 38% espera que permanezca estable (ant: 38%), un 34% que aumente (ant: 22%) y un 16% que disminuya (ant: 24%)²⁶.

Con información al 10 de julio, 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 82 p.b, -30 p.b. y 33 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El margen para la cartera preferencial reflejó las mayores valorizaciones de las tasas activas frente a las de los TES (activas -58 p.b. versus TES -26 p.b.), mientras que el de las carteras de tesorería y de consumo reflejó el incremento en las tasas activas y la caída de las de los TES (activas +51 p.b. versus TES -31 p.b. en la cartera de tesorería y activas +6 p.b. versus TES -26 p.b. en la cartera de consumo).

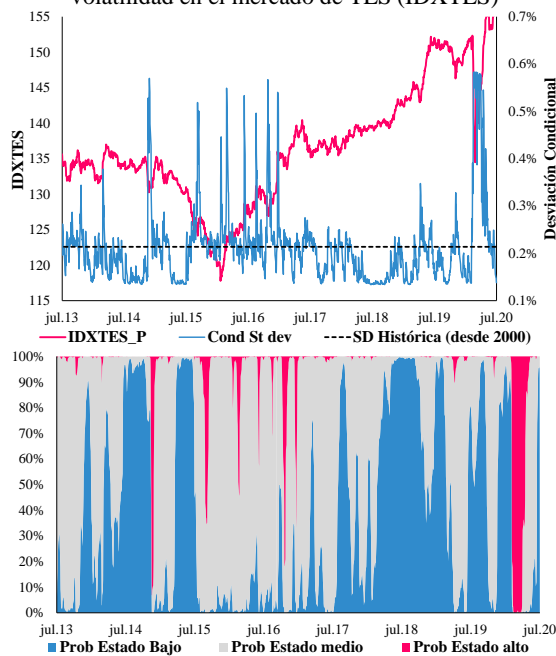
Entre el 30 de junio y el 27 de julio de 2020 el COLCAP se valorizó 6,2%. Las acciones que tuvieron el mejor desempeño durante el periodo fueron Cementos Argos (22,1%), Cemex (20,4%) y Mineros (19,4%). En lo corrido de julio, la volatilidad promedio del mercado accionario bajó frente a los niveles observados el mes anterior y al 24 de julio 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 disminuyó y el escenario más probable es 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: BR.

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



Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

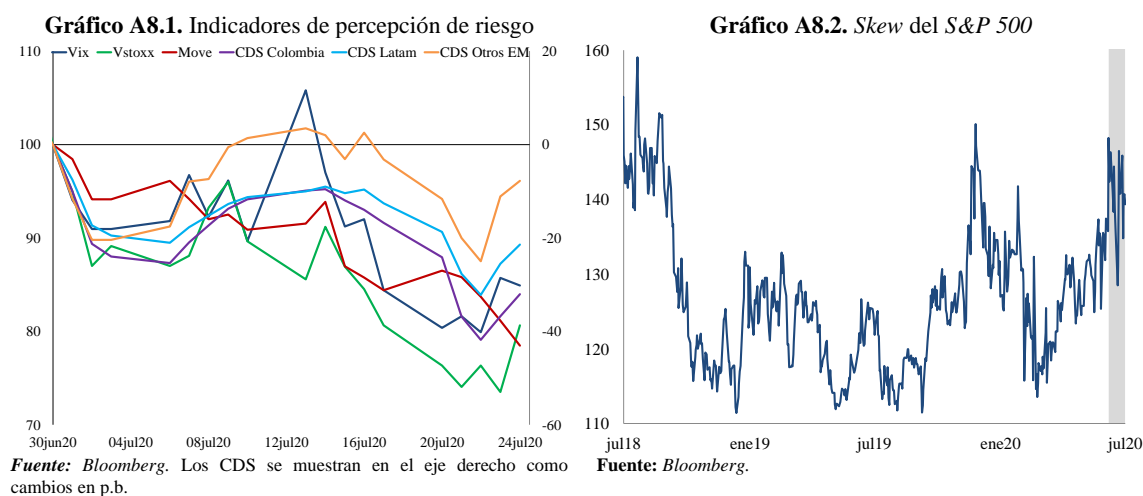
²⁶ Al 12% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant.: 16%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Finalmente, la percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*²⁷, el *Vstox*²⁸ y el *Skew*²⁹, disminuyó durante este periodo, presentó una alta volatilidad y se mantuvo en niveles elevados. Esta reducción se dio como consecuencia de los avances en el desarrollo de tratamientos y posibles vacunas para combatir el Covid-19, y las expectativas de que no vuelva a haber una cuarentena generalizada a nivel global. Sin embargo, la alta volatilidad de estos indicadores se presentó en un contexto de aumento de las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y China, y mayor número de casos de Covid-19 en varios lugares del mundo.

Frente a las relaciones entre EE.UU. y China, últimamente estas se han visto afectadas desde que China promulgó una ley de seguridad nacional que restringe la soberanía de Hong Kong. Al respecto, el Gobierno de EE.UU. firmó un decreto que puso fin al trato económico y comercial preferencial que tenía Hong Kong con EE.UU. En este contexto, compañías como Lockheed Martin y Huawei se han visto afectadas por las sanciones impuestas por los Gobiernos de ambas naciones como retaliación ante el aumento de las tensiones geopolíticas. A lo anterior se sumó la orden del Gobierno de EE.UU. a China de abandonar su consulado en Houston al acusarlo de ser centro de espionaje, a lo que China respondió con la orden al Gobierno de EE.UU. de cerrar su consulado en Chengdu.

Por otra parte, el *Move*³⁰ continuó disminuyendo durante este periodo y se ubicó en niveles inferiores a los observados durante los últimos años ante la expectativa de que la Reserva Federal mantenga el rango de las tasas de los Fondos Federales en el nivel actual por lo menos hasta 2022.



El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global se redujo desde 426 en mayo a 330 en junio. En EE.UU., durante junio el indicador agregado disminuyó (obs: 280; ant: 439), al igual que los indicadores de política sanitaria (obs: 486; ant: 809), fiscal (obs: 256; ant: 403), comercial (obs: 59; ant: 162) y monetaria (obs: 168; ant: 182). En Europa, estos indicadores presentaron reducciones en Alemania (obs: 279; ant: 398), España (obs: 203; ant: 262), Reino Unido (obs: 249; ant: 293) e Italia (obs: 156; ant: 174), mientras que aumentó en Francia (obs: 322; ant: 306; Gráficos A8.3 y A8.4).

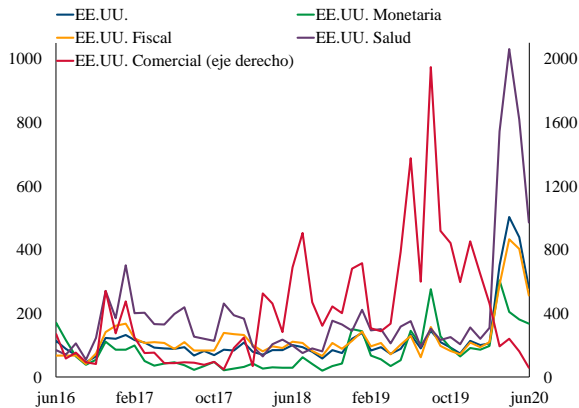
²⁷ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice *S&P 500*.

²⁸ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²⁹ 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.

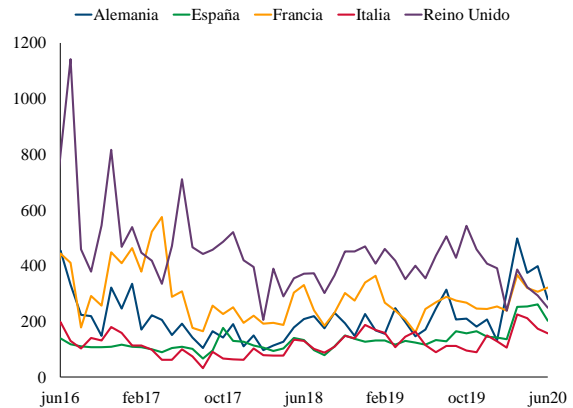
³⁰ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a 30 días sobre los *Treasuries*.

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

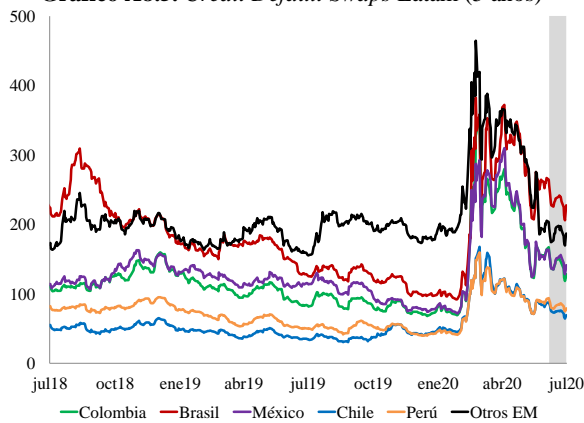
Gráfico A8.4. Incertidumbre en política económica en Europa



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

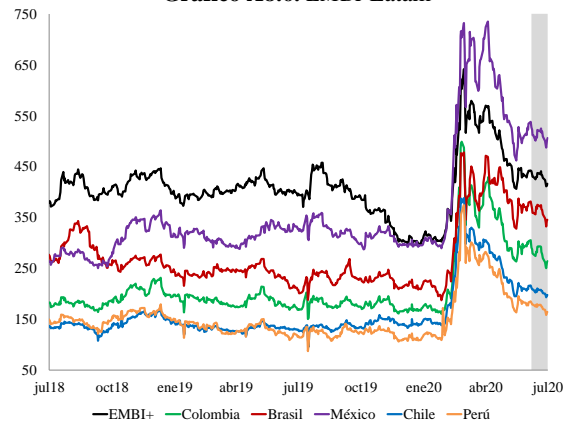
Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, en los países de la región los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años presentaron reducciones, al igual que los índices EMBI³¹. El CDS a 5 años disminuyó 32 p.b. en Colombia, 29 p.b. en Brasil, 17 p.b. en México y Chile y 13 p.b. en Perú. De manera similar, el EMBI se redujo 29 p.b. en Brasil, 27 p.b. en Colombia, 21 p.b. en México, 18 p.b. en Perú y 15 p.b. en Chile (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.6. EMBI Latam



Fuente: Bloomberg.

³¹ 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.