



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 (31 de mayo), y con información hasta el 17 de junio, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 7 p.b, 1 p.b, y 9 p.b. para las estimaciones a 2, 3 y 10 años, respectivamente, mientras que aumentó en 1 p.b. en el plazo de 5 años. Al 17 de junio de 2019 el BEI se ubicó en 3,05%, 3,18%, 3,31% 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 pesos, que fueron mayores a las valorizaciones de los denominados en UVR (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6)¹. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de mayo contra lo que va corrido de junio, se observan caídas del BEI en 14 p.b, 16 p.b, 20 p.b. y 25 p.b. para los tramos de 2, 3, 5 y 10 años, en su orden.

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

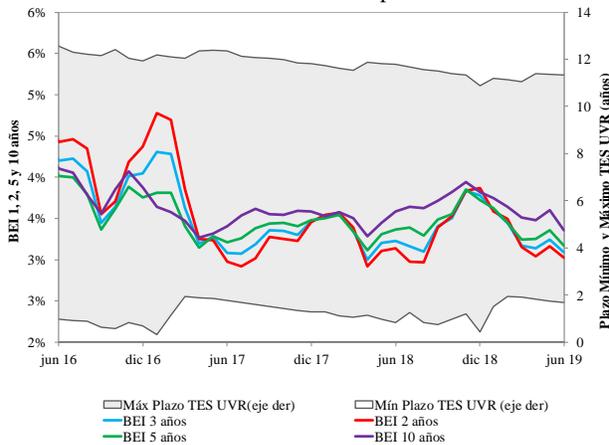
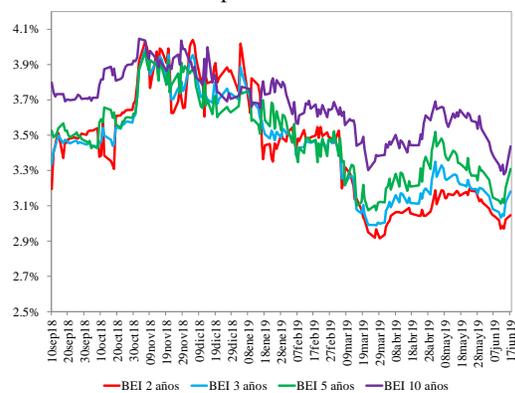


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



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
31may19	4.90%	5.21%	5.76%	6.76%	1.78%	2.02%	2.46%	3.23%
17jun19	4.67%	4.97%	5.49%	6.41%	1.63%	1.79%	2.18%	2.98%
	Variaciones p.b.							
	-22	-24	-27	-35	-15	-23	-28	-25
Var. BEI	-7	-1	1	-9				

Promedios Mensuales								
may19	4.97%	5.31%	5.89%	6.88%	1.81%	2.07%	2.53%	3.28%
jun19*	4.75%	5.02%	5.54%	6.50%	1.72%	1.94%	2.38%	3.15%
	Variaciones p.b.							
	-23	-29	-35	-38	-9	-13	-15	-13
Var. BEI	-14	-16	-20	-25				

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.

¹ Ver comentarios del mercado en Anexo 2.

Gráfico 3. Tasas cero cupón en pesos

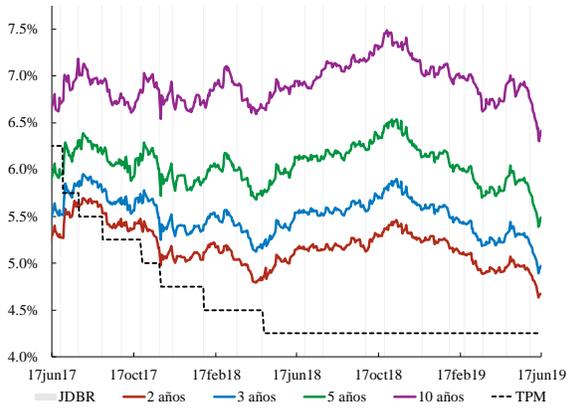
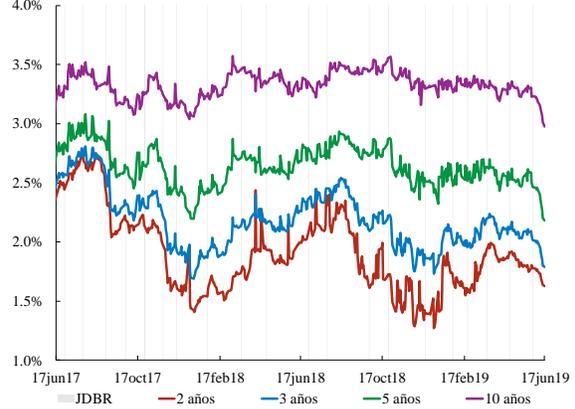
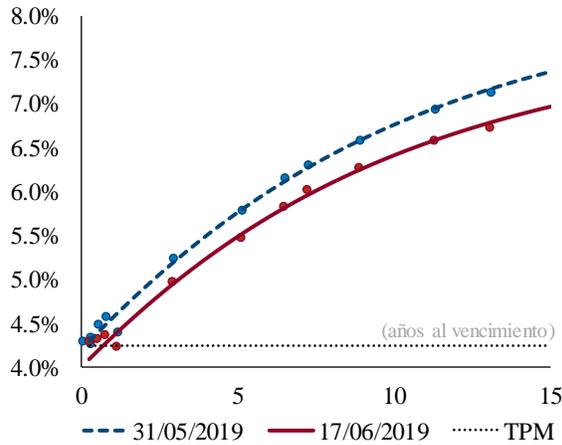


Gráfico 4. Tasas cero cupón en UVR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

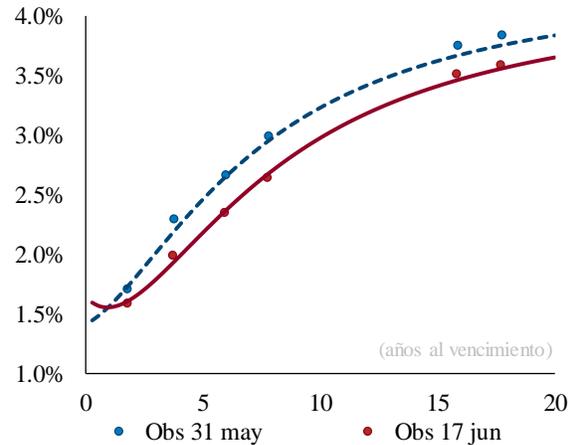
Gráfico 5. Curvas spot pesos Colombia



Cambios en la curva por plazo			
2 años	3 años	5 años	10 años
-22	-24	-27	-35

Cifras en puntos básicos

Gráfico 6. Curvas spot UVR Colombia



Cambios en la curva por plazo			
2 años	3 años	5 años	10 años
-15	-23	-28	-25

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

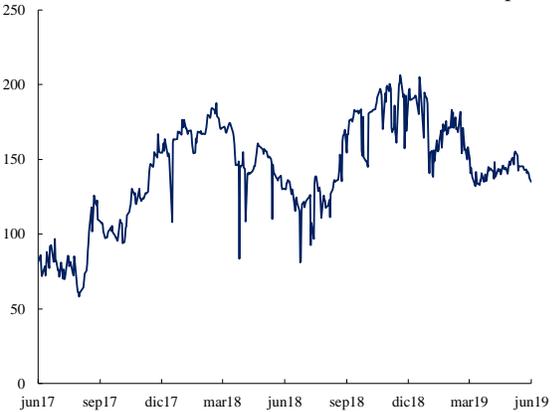
Desde la última reunión de la JDBR, las pendientes de las curvas de rendimientos de TES denominados en pesos y UVR se redujeron en 12 p.b. y 10 p.b., respectivamente (Gráficos 7 y 8).

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



Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: BR

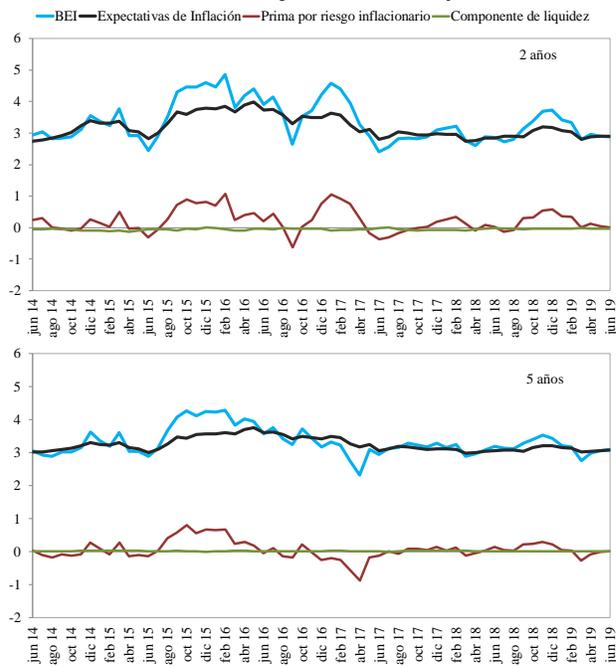
Gráfico 8. Pendiente curva TES UVR (10-2 años) (p.b.)



Durante el periodo, los TES en pesos respondieron a eventos internacionales e idiosincráticos de acuerdo con lo mencionado por los agentes del mercado. Los TES en pesos se valorizaron en línea con los *Treasuries*, que respondieron a las mayores expectativas de que la Fed recorte el rango de los fondos federales una o más veces este año ante la publicación de datos macroeconómicos desfavorables. En el frente local, algunos agentes mencionaron que la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) por parte del Ministerio de Hacienda tuvo un impacto positivo ya que el Gobierno espera reducir su endeudamiento a través de TES. Con respecto a los TES denominados en UVR, estos se comportaron en línea con los denominados en pesos, aunque con un ligero rezago.

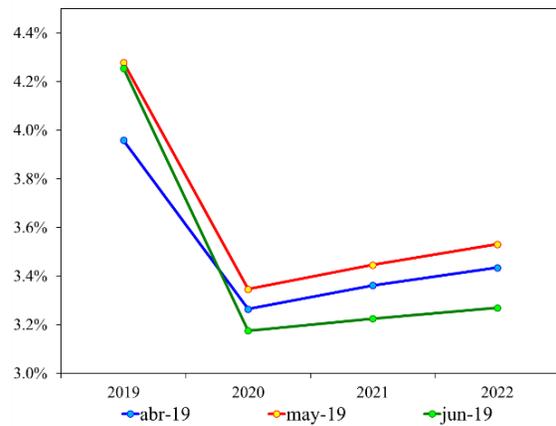
El Gráfico 9 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa² de los TES en pesos frente a los denominados en UVR³. De esta manera, se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,91% (mayo: 2,90%) y para los próximos 5 años sea 3,09% (mayo: 3,06%). La prima por riesgo inflacionario promedio disminuyó en 3 p.b. para el plazo de 2 años y aumentó en 2 p.b. para el de 5 años, ubicándose en 0,01% y 0,00%, respectivamente.

Gráfico 9. Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 10. Inflación esperada (FBEI)



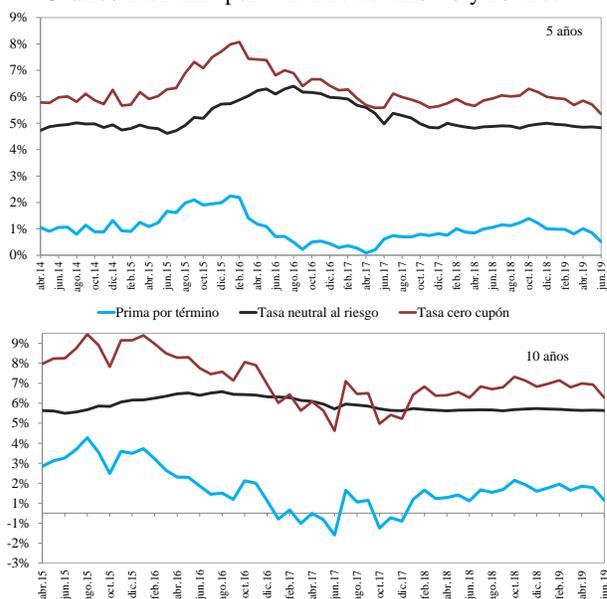
* Promedio datos mensuales. El dato de inflación implícito estimado para 2019 se construye aplicando el BEI calculado para lo restante de 2019 y la inflación año corrido observada hasta la respectiva estimación.

Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

² El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

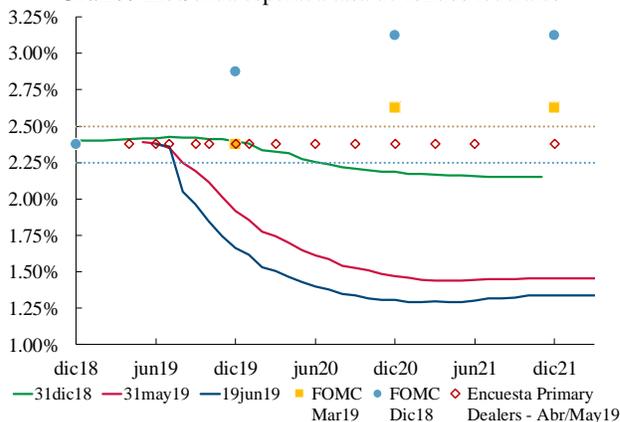
³ Utilizando la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. *Borradores de Economía*. 903. Banco de la República.

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.

escenario de dos recortes del rango (y termine el año entre 1,75% y 1,2%) cuya probabilidad disminuyó de 36% a 27%.

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%	2,25%-2,5%
19jun19	4%	23%	41%	27%	4%	0%
31may19	1%	8%	27%	36%	23%	5%

Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las expectativas de inflación en Colombia de junio frente a mayo, el promedio de las encuestas refleja un leve aumento de la inflación esperada para el cierre de 2019 y 2020 (Gráficos 13 y 14). Así mismo, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR) la inflación esperada a dos años (junio de 2021) aumentó a 3,27% frente a lo proyectado el mes anterior para mayo de 2021 (3,22%).

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 3,18%, 3,23% y 3,27%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en junio de 2019 para todos los plazos es menor a los de mayo y abril. El gráfico también muestra que la inflación implícita para 2019 es 4,26%, calculada con la inflación hasta mayo (2,44%) y el FBEI anualizado para lo restante del año (1,77%).

Respecto a la última reunión de la JDBR, la prima a término de los TES en pesos disminuyó 33 p.b. a 5 años y 64 p.b. a 10 años (Gráfico 11). Por su parte, la tasa neutral al riesgo disminuyó 3 p.b. y 2 p.b. para 5 años y 10 años, en su orden.

Frente a lo observado el 31 de mayo y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el ritmo esperado de recortes aumentó y la tasa esperada para diciembre de 2019 pasó de 1,92% a 1,665% el 19 de junio (Gráfico 12). Adicionalmente, la probabilidad que en el 2019 ocurra al menos un recorte del rango de los fondos federales aumentó de 95% a 100% (Cuadro 2 y Anexo 5⁴). 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%, aumentó de 27% a 41% siendo el escenario más probable, seguido por el

⁴ Específicamente, el gráfico A5.3 presenta la evolución diaria de estas probabilidades en lo corrido del 2019.

Gráfico 13. Inflación esperada promedio para cierre 2019

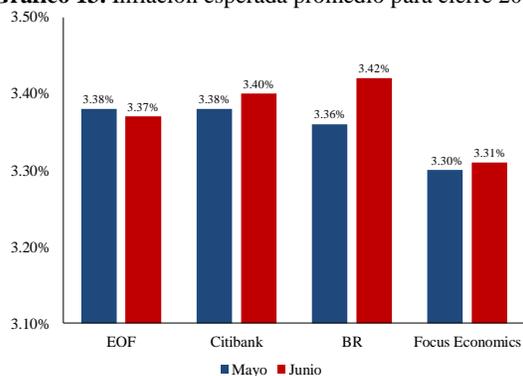
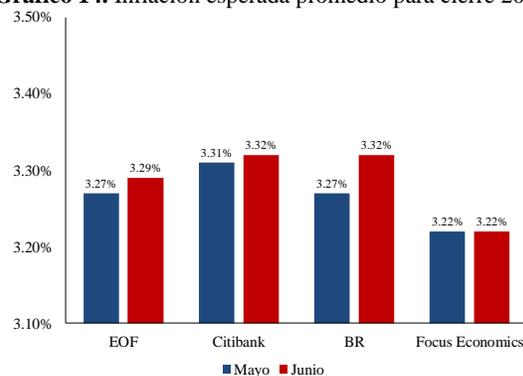


Gráfico 14. Inflación esperada promedio para cierre 2020



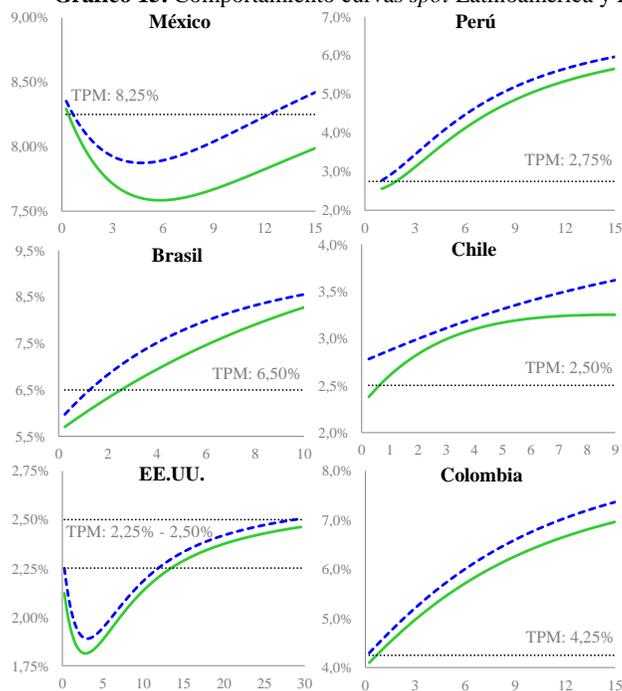
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 17 de junio con encuestas recolectadas entre el 6 y el 13 del mismo mes, los de Citibank el 19 de junio. La encuesta del BR se realizó entre el 7 y el 14 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 11 de junio, con encuestas entre el 4 y el 9 de este mismo mes.

En resumen, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de junio aumentó 2 p.b. para diciembre de 2019 y 2020 a 3,38% y 3,29% desde los niveles de 3,36% y 3,27% observados en mayo. Por su parte, el BEI disminuyó en los plazos de 2, 3 y 10 años y aumentó ligeramente en el plazo de 5 años.

Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región

Entre el 31 de mayo y el 17 de junio, los títulos de deuda pública de la región se valorizaron, en línea con el comportamiento de los títulos en EE.UU. Los *Treasuries* se valorizaron ante las mayores expectativas de que la Fed adopte una política monetaria más expansiva como respuesta a la publicación de las últimas cifras macroeconómicas que han evidenciado una desaceleración de la actividad económica en EE.UU. Adicionalmente, los títulos de deuda pública de la región se valorizaron ante el incremento en la demanda de activos de países emergentes como consecuencia de una menor percepción de riesgo tras la moderación de las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios comerciales (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	-16	-28	-38	0
Perú	-29	-35	-33	0
Brasil	-50	-56	-28	0
Chile	-16	-14	-43	-50
EEUU	-10	-6	-5	0
Colombia	-22	-27	-35	0

	EVOLUCIÓN POR TRAMOS 3 MESES			Cambios en la TPM (p.b.)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-17	-31	-45	0
Perú	-44	-67	-55	0
Brasil	-81	-104	-60	0
Chile	-66	-91	-89	-50
EEUU	-6	-5	-5	0
Colombia	-25	-31	-39	0

	CAMBIOS OBSERVADOS		
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	-28	-22	-2
Perú	-32	-4	-8
Brasil	-45	22	-33
Chile	-24	-27	30
EEUU	-7	5	2
Colombia	-28	-12	2

31-may-19

17-jun-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.

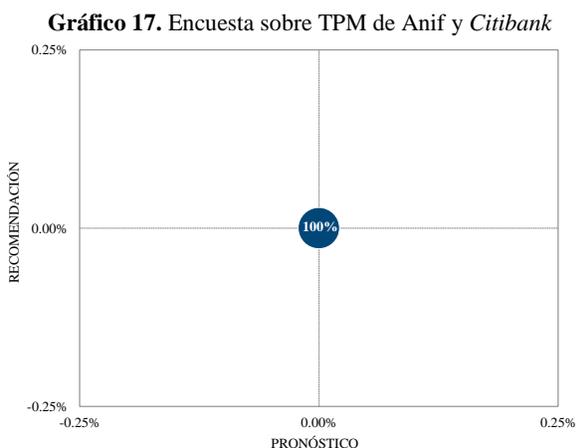
El Gráfico 16 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 1 año para EE.UU. y los países de la región. Durante el periodo, la pendiente de Colombia se redujo hasta ubicarse en 209 p.b. (ant: 220 p.b.). Las pendientes de Perú, Brasil, Chile, EE.UU. y México se sitúan en 256 p.b, 223 p.b, 69 p.b, 4 p.b. y -37 p.b, respectivamente.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

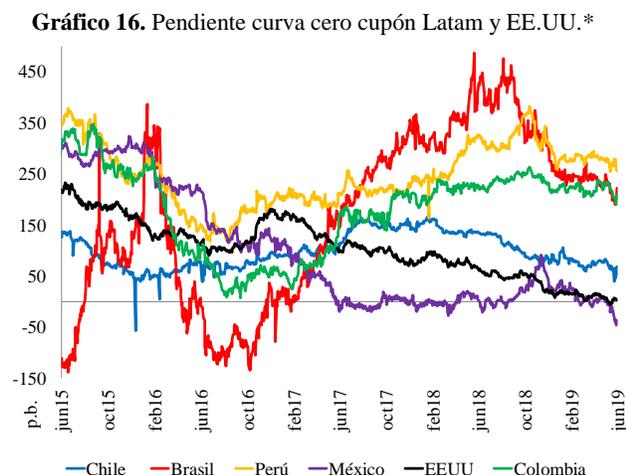
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas y de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*).

a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM)

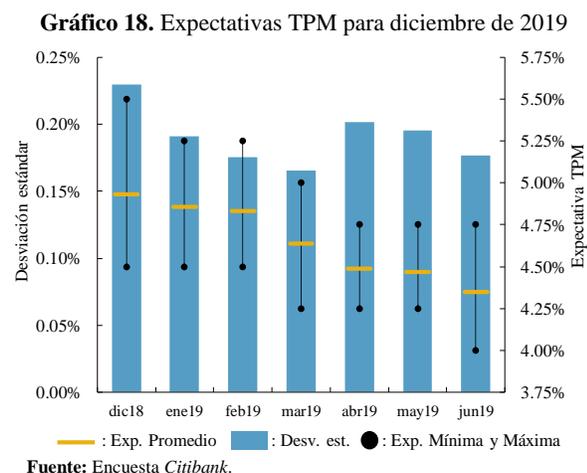
Las encuestas indican que los agentes del mercado esperan que la JDBR mantenga la tasa de interés de referencia en 4,25% en su reunión de junio. Primero, según la EOF⁵ el 100% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada en 4,25%. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas 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 Anif y *Citibank*⁶ se encuentra que, de las 29 entidades encuestadas, el 100% no espera ni recomienda cambios en la TPM (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 mayo y junio el promedio de la tasa esperada disminuyó de 4,47% a 4,35%.



Fuente: Encuesta *Citibank*.



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 1 año. Para Chile, esta diferencia es con la diferencia entre las tasas cero cupón entre 10 y 2 años.



Fuente: Encuesta *Citibank*.

En los Gráficos 19 y 20 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a junio 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 junio; y ii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2019 disminuyó desde 4,46% en mayo a 4,39% en junio.

⁵ Recibida el 24 de abril. Datos recolectados entre el 11 y el 24 de abril.

⁶ Publicadas el 18 y el 19 de junio, respectivamente.

Gráfico 19. Expectativas TPM para la reunión de junio

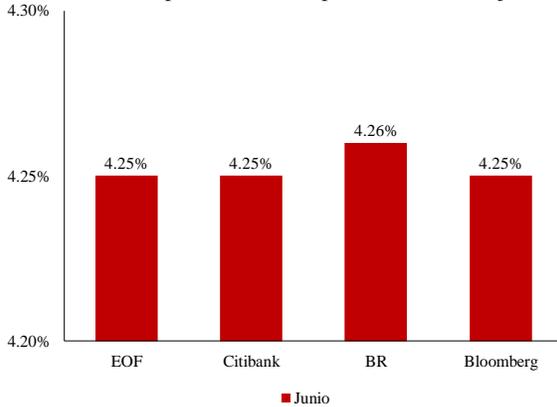
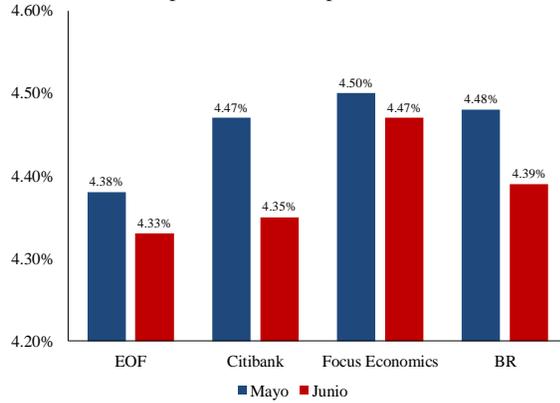


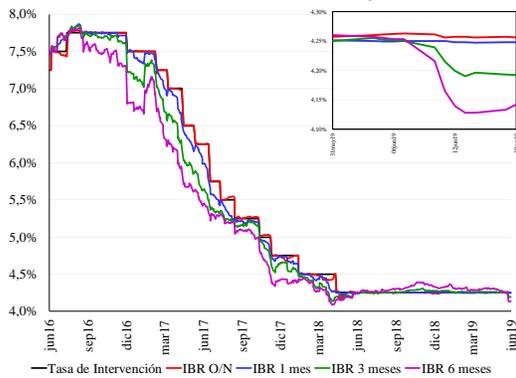
Gráfico 20. Expectativas TPM para diciembre de 2019



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 17 de junio con encuestas recolectadas entre el 6 y el 13 del mismo mes, los de *Citibank* el 19 de junio. La encuesta del BR se realizó entre el 7 y el 14 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 11 de junio, con encuestas entre el 4 y el 9 de este mismo mes.

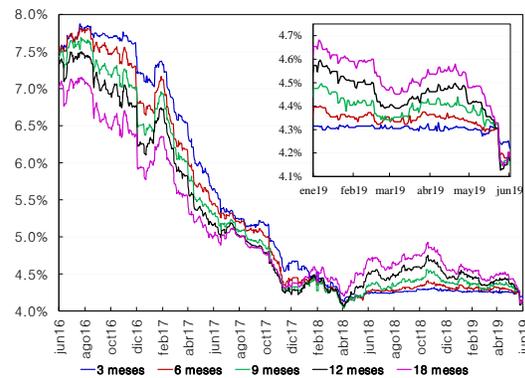
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 21 muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de mayo de 2019, las tasas del IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses permanecieron inalteradas. Desde dicha reunión, las tasas IBR O/N y a 1 mes no han cambiado, mientras que las tasas IBR a 3 y 6 meses han disminuido 6 p.b. y 12 p.b., respectivamente. El comportamiento de las tasas a 3 y 6 meses se ha dado principalmente desde el 10 junio, un día hábil después de que el Banco Central de Chile recortara de manera sorpresiva su tasa de política monetaria en 50 p.b. Así, el 18 de junio las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 4,26%, 4,25%, 4,19% y 4,14%, respectivamente.

Gráfico 21. Tasa de intervención y tasas IBR



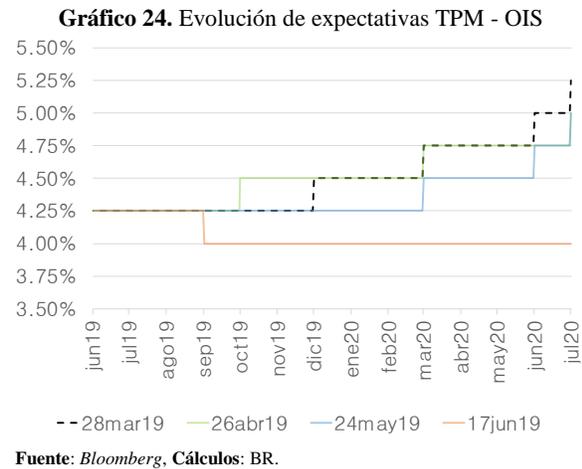
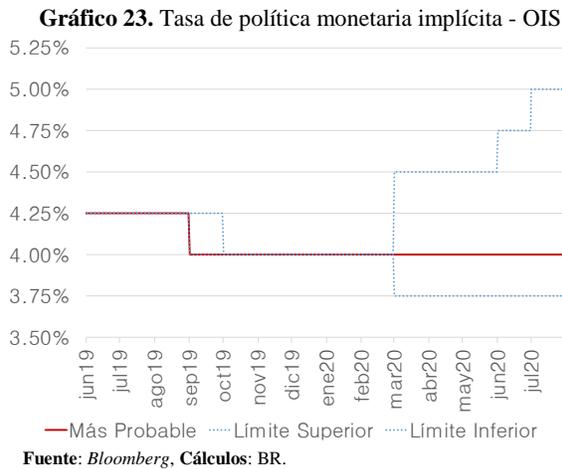
Fuente: BR. **Cálculos:** Banco de la República

Gráfico 22. Tasas OIS



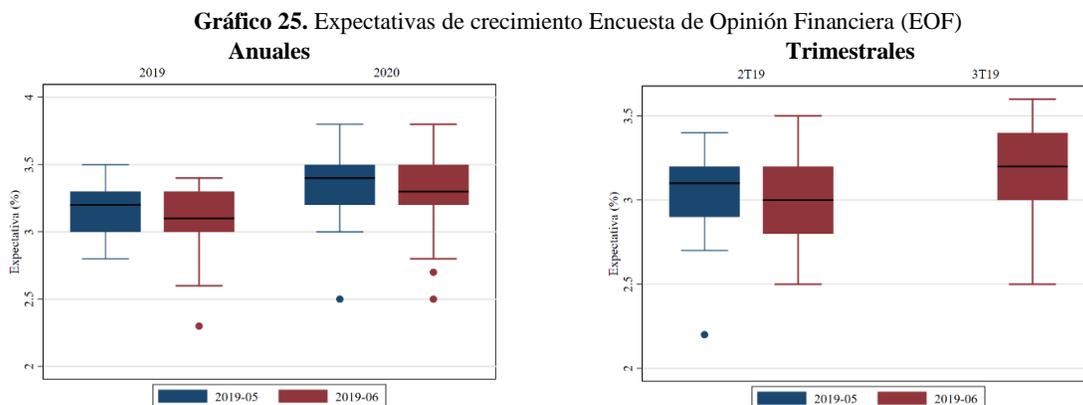
Fuente: BR. **Cálculos:** Banco de la República

Desde el 31 de mayo, las tasas de los OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses presentaron disminuciones de 6 p.b, 10 p.b, 19 p.b, 19 p.b. y 22 p.b, ubicándose el 18 de junio en 4,17%, 4,15%, 4,10%, 4,12% y 4,13%, respectivamente (Gráfico 22). Adicionalmente, de acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS, se espera que en septiembre haya una reducción de 25 p.b. en la tasa de referencia, cuando en mayo no se esperaban recortes en 2019 (Gráficos 23, 24 y Anexo 6).



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 sus expectativas de crecimiento para el 2019, 2020 y 2T19 a 3,09% (ant: 3,16%), 3,30% (ant: 3,35%) y 3,00% (ant: 3,04%), respectivamente. Para el 3T19, se espera que la economía colombiana crezca 3,18%.



El 4 de junio el Banco Mundial aumentó su estimación de crecimiento para Colombia en 2019 y 2021 a 3,5% y 3,7% desde los niveles de 3,3% y 3,6% estimados previamente. Para 2020, la entidad mantuvo su pronóstico de crecimiento en 3,7%.

c) Información adicional extraída de la EOF

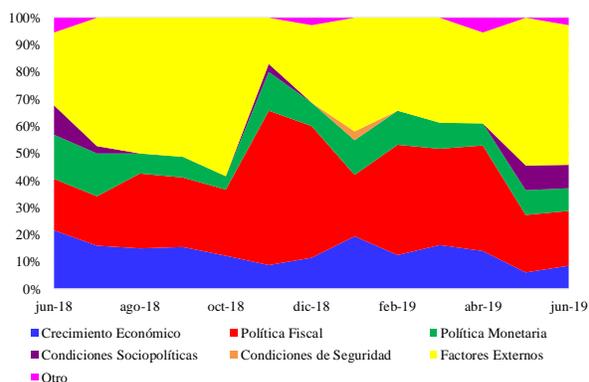
Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una valorización cercana a 6 p.b. (ant: valorizaciones de 2 p.b.)⁷. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana a 2,42% (anterior: desvalorizaciones de 0,92%)⁸.

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: 55%), un 20% la política fiscal (ant: 21%), un

⁷ El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

⁸ El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

Gráfico 26. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión - EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

China y Rusia, fueron inferiores en Estados Unidos, México, Brasil, Turquía y Noruega, y fueron superiores en los demás países. Las expectativas de inflación para diciembre de 2019 aumentaron en México, Argentina, China, Guatemala, Honduras y Colombia, permanecieron iguales en Chile, Rusia, Turquía y Noruega, y disminuyeron en los demás países. En Colombia, disminuyeron las proyecciones de crecimiento para 2019, la inflación observada para mayo resultó ligeramente superior a las expectativas del mercado y aumentaron las proyecciones de inflación para 2019. Cabe destacar que las proyecciones de crecimiento de 2019 para Colombia presentaron las menores reducciones de la región (Cuadro 3).

9% el crecimiento económico (ant: 6%), otro 9% la política monetaria (ant. 9%), otro 9% las condiciones sociopolíticas (ant: 9%), y un 3% mencionó otros factores (Gráfico 26).

d) Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2019 aumentaron en China, Costa Rica, Guatemala y Panamá, permanecieron iguales en Turquía, Noruega y El Salvador, y disminuyeron en los demás países de la muestra. Los datos de inflación de mayo resultaron acorde a las expectativas del mercado en India,

Cuadro 3. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Mayo 2019**		Esperada a Diciembre 2019		Vigente	Esperada a Diciembre 2019		Últimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2019	
	Esp*	Obs	May. 2019	Jun. 2019		May. 2019	Jun. 2019	Esp*	Obs	May. 2019	Jun. 2019
Colombia	3,30%	3,31%	3,38%	3,40%	4,25%	4,47%	4,35%	3,00%	2,80%	3,17%	3,12%
Chile	2,20%	2,30%	2,80%	2,80%	2,50%	3,00%	2,50%	1,80%	1,60%	3,20%	2,90%
México	4,35%	4,28%	3,66%	3,75%	8,25%	8,01%	8,03%	1,30%	1,20%	1,52%	1,32%
Perú	2,60%	2,73%	2,46%	2,32%	2,75%	3,16%	3,01%	2,30%	2,30%	3,76%	3,63%
Brasil	4,73%	4,66%	4,07%	3,84%	6,50%	6,50%	5,75%	0,50%	0,50%	1,23%	0,93%
Ecuador	n.d.	0,37%	0,56%	0,48%	5,57%	5,15%	5,80%	n.d.	0,80%	0,29%	0,26%
Argentina	n.d.	57,30%	38,22%	39,08%	66,11%	52,40%	52,02%	-5,70%	-5,80%	-1,25%	-1,31%
EE.UU.	1,90%	1,80%	1,90%	1,80%	2,25% - 2,50%	2,55%	2,25%	2,20%	2,30%	2,60%	2,50%
India	3,05%	3,05%	3,98%	3,95%	5,75%	5,86%	5,81%	6,30%	5,80%	7,22%	7,17%
Sudáfrica	4,40%	4,50%	4,60%	4,50%	6,75%	6,70%	6,70%	0,60%	0,00%	1,20%	1,00%
China	2,70%	2,70%	2,10%	2,16%	4,35%	4,26%	4,29%	6,30%	6,40%	6,22%	6,26%
Rusia	5,10%	5,10%	4,90%	4,90%	7,50%	7,55%	7,40%	1,20%	0,50%	1,50%	1,40%
Turquía	19,25%	18,71%	17,30%	17,30%	24,00%	20,70%	22,00%	-2,80%	-2,60%	-1,20%	-1,20%
Noruega	2,90%	2,50%	2,30%	2,30%	1,00%	1,35%	1,35%	0,20%	-0,10%	2,30%	2,30%
Costa Rica	n.d.	2,32%	2,82%	2,43%	4,75%	5,10%	4,90%	n.d.	1,40%	2,76%	2,80%
El Salvador	n.d.	0,80%	1,60%	1,51%	4,20%	4,50%	4,50%	n.d.	2,10%	2,30%	2,30%
Guatemala	n.d.	4,54%	4,02%	4,10%	2,75%	3,06%	3,06%	n.d.	3,50%	3,00%	3,07%
Honduras	n.d.	5,14%	4,34%	4,41%	5,75%	5,83%	5,83%	n.d.	2,90%	3,69%	3,60%
Panamá	n.d.	-0,10%	1,50%	1,34%	7,67%	7,62%	7,67%	n.d.	4,00%	4,82%	4,88%
Paraguay	n.d.	3,80%	3,55%	3,50%	4,75%	5,00%	4,75%	n.d.	1,20%	3,91%	3,34%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por *Citi Group*.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta enviada por el Banco Central de Chile el 4 de junio 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 junio 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 junio.

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.

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.

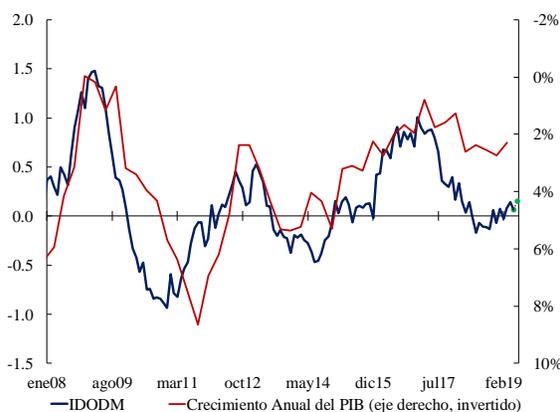
** Todos los datos corresponden al mes de mayo.

*** Los datos corresponden a la información observada del IT19 con respecto al IT18, excepto para EE.UU, Ecuador, Argentina, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Panamá y Paraguay, cuyos datos corresponden al 4T18. 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.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

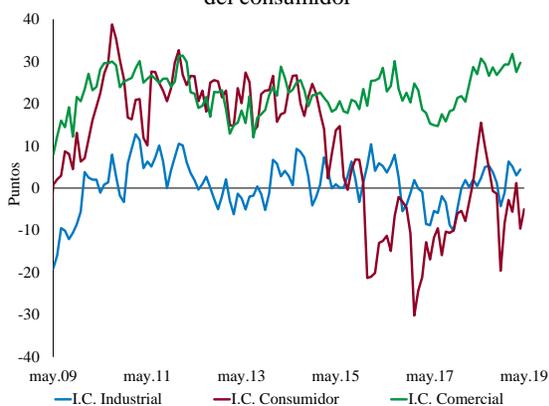
Con datos preliminares para junio (EOF⁹, volatilidades¹⁰ y márgenes crediticios¹¹), el índice de percepción de riesgo IDODM aumentó frente al mes anterior (Gráfico 27 y Anexo 7), lo cual se explicó por el mayor *spread* entre las tasas activas y las de los TES, el menor crecimiento económico esperado según la EOF, la mayor volatilidad en el mercado accionario y la mayor incertidumbre sobre la inflación esperada para el cierre del año según la encuesta del BR.

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 la producción industrial y ventas al por menor para abril. El crecimiento de la producción industrial (obs: -1,3%; esp: 1,7%; ant: 3,2%) y de las ventas al por menor (obs: 4,0%; esp: 4,5%; ant: 5,3%) se ubicó por debajo de lo observado el mes anterior y de lo esperado por el mercado.

En mayo, la confianza de los consumidores (obs: -5,0%; esp: -7,5%; ant: -9,6%) continuó en terreno negativo, pero se ubicó por encima de lo registrado el mes anterior y de lo esperado por el mercado. Esta mejora estuvo explicada por un mejor resultado de la percepción de las condiciones económicas (obs: -6,5%; ant: -14,9%) y en menor medida por un aumento de las expectativas del consumidor (obs: -4,0%; ant: -6,0%).

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 abril y mayo mejoraron los de Argentina, Colombia 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 ubican por debajo.

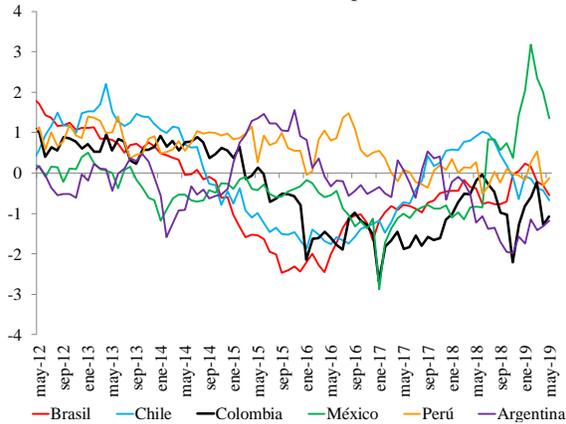
Con datos preliminares al 18 de junio, el Indicador de Incertidumbre Político Económica para Colombia (IPEC) aumentó desde 103 en mayo hasta 356 en junio (Gráfico 30). Los principales temas que explicaron el nivel del indicador en junio estuvieron relacionados con el cierre de la vía al llano por tres meses, así como con factores externos, específicamente las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios comerciales, el *Brexit* en Reino Unido y la situación en Venezuela.

⁹ Recibida el 17 de junio.

¹⁰ Datos al 18 de junio.

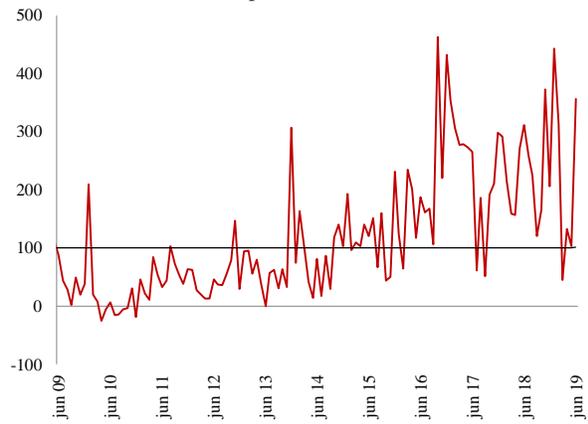
¹¹ Datos al 7 de junio.

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.

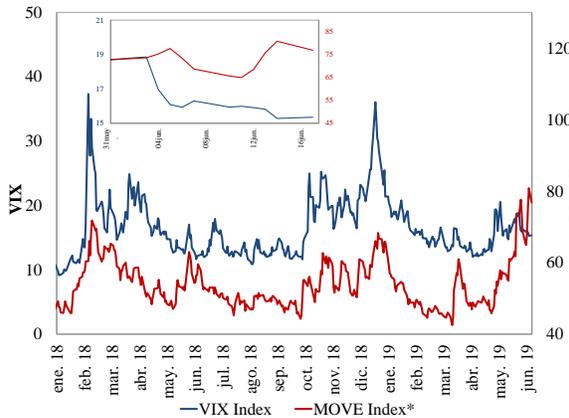
Gráfico 30. Indicador de Incertidumbre Política Económica para Colombia (IPEC)



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 2018¹².

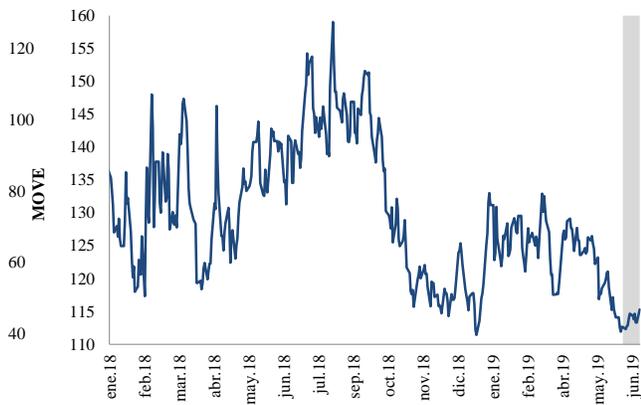
Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*¹³ y el *Vstox*¹⁴ disminuyó, mientras que el *Move*¹⁵ y el *Skew*¹⁶ aumentaron y presentaron un comportamiento volátil (Gráficos 31 y 32). Así mismo, en general los CDS a 5 años y los EMBI presentaron reducciones en la región. El comportamiento de los indicadores de percepción de riesgo estuvo influenciado principalmente por las menores tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios comerciales y las mayores 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.

¹² http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/amjdttes_mar_2018.pdf

¹³ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

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

¹⁵ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

¹⁶ 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 17 de junio

	Empresa	Estimación	Fecha
1	4CAST/Continuum Economics	4,25%	07/06/2019
2	Accion Fiduciaria SA	4,25%	14/06/2019
3	Alianza Valores	4,25%	10/06/2019
4	BBVA Colombia SA	4,25%	13/06/2019
5	BNP Paribas	4,25%	14/06/2019
6	Banco Mizuho DO Brasil SA	4,25%	17/06/2019
7	Banco de Bogotá SA	4,25%	07/06/2019
8	Bancolombia SA	4,25%	17/06/2019
9	Barclays Capital Inc	4,25%	14/06/2019
10	Bloomberg Economics	4,25%	14/06/2019
11	Capital Economics Ltd	4,25%	14/06/2019
12	Corporación Financiera Colombiana SA	4,25%	17/06/2019
13	Fiduciaria de Occidente S.A.	4,25%	17/06/2019
14	Global Securities	4,25%	07/06/2019
15	Itau Corpbanca	4,25%	14/06/2019
16	Merrill Lynch/Mexico	4,25%	14/06/2019
17	Positiva Compañía de Seguros	4,25%	10/06/2019
18	Societe Generale Gsc Pvt Ltd	4,25%	13/06/2019
19	UBS Securities LLC	4,25%	14/06/2019
20	Ultraserfinco SA	4,25%	10/06/2019
21	Universidad Jorge Tadeo Lozano	4,25%	07/06/2019
22	XP Investments	4,25%	17/06/2019

Cuadro A1.2. Resultado encuestas de expectativas de Anif y Citibank para junio 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 de Occidente	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%
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%
J.P. Morgan	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%
Promedio	4.25%	4.25%
Mediana	4.25%	4.25%
STDV	0.00%	0.00%
Máximo	4.25%	4.25%
Mínimo	4.25%	4.25%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.00%	0%	0
4.25%	100%	25
4.50%	0%	0
Total	100%	25

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.00%	0%	0
4.25%	100%	25
4.50%	0%	0
Total	100%	25

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

Participantes	2019	2020
Alianza Valores	3.47%	3.73%
Anif	3.50%	3.40%
Asobancaria	3.21%	3.25%
Axa Colpatría	3.40%	3.60%
Banco Agrario	3.64%	3.28%
Banco Davivienda	3.41%	
Banco de Bogotá	3.24%	3.00%
Banco de Occidente	3.65%	3.88%
BBVA	3.26%	3.22%
BTG Pactual	3.20%	3.00%
Casa de Bolsa	3.40%	3.30%
Citibank	3.30%	3.00%
Colfondos	3.40%	3.32%
Continuum Economics	3.45%	3.35%
Corficolombiana	3.40%	3.30%
Credicorp Capital	3.50%	3.30%
Fidubogotá	3.44%	3.36%
Fiduoccidente	3.55%	3.32%
Fiduprevisora	3.38%	3.60%
Grupo Bancolombia	3.40%	3.20%
Itaú	3.20%	3.00%
JP Morgan	3.60%	3.39%
Moody's Economy	3.40%	3.30%
Positiva	3.50%	3.40%
Scotiabank Colpatría	3.17%	3.10%
Promedio	3.40%	3.32%
Mediana	3.40%	3.30%
STDV	0.14%	0.22%
Máximo	3.65%	3.88%
Mínimo	3.17%	3.00%

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

Encuestas realizadas entre el 4 y el 9 de junio

Empresa		Estimación 2019		Estimación 2020	
1	ANIF	4,75%		5,25%	
2	Banco Davivienda	4,50%		-	
3	Banco de Bogotá	4,25%		4,75%	
4	Bancolombia	4,25%		4,75%	
5	Barclays Capital	4,75%		5,00%	
6	BBVA Research	4,50%		4,75%	
7	Capital Economics	5,00%		5,25%	
8	Citigroup Global Mkts	4,50%		5,00%	
9	Corficolombiana	4,25%		-	
10	Credicorp Capital	4,50%		5,00%	
11	Credit Suisse	5,00%		5,00%	
12	Econoanalítica	4,25%		4,75%	
13	Fitch Solutions	4,75%		5,00%	
14	Goldman Sachs	4,25%		5,00%	
15	HSBC	4,25%		4,25%	
16	Itaú BBA	4,25%		4,25%	
17	JPMorgan	4,25%		-	
18	Oxford Economics	4,25%		4,50%	
19	Pezco Economics	4,50%		4,75%	
20	Positiva Compañía de Seguros	4,50%		4,50%	
21	Scotiabank	4,50%		4,75%	
22	Société Générale	4,25%		-	
23	UBS	4,25%		5,00%	
24	Ultraserfinco	4,75%		-	
	Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
	4,25%	11	45,8%	2	10,5%
	4,50%	7	29,2%	2	10,5%
	4,75%	4	16,7%	6	31,6%
	5,00%	2	8,3%	7	36,8%
	5,25%	0	0,0%	2	10,5%
	Media	4,47%		4,82%	
	Mediana	4,50%		4,75%	

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

Encuestas realizadas entre el 4 y el 9 de junio

Empresa		Estimación 2019	Estimación 2020	
1	ANIF	3,50%	3,40%	
2	Banco Davivienda	3,07%	-	
3	Banco de Bogotá	3,23%	2,99%	
4	Bancolombia	3,40%	3,20%	
5	Barclays Capital	3,34%	3,30%	
6	BBVA Research	3,24%	3,22%	
7	CABI	3,50%	4,25%	
8	Citigroup Global Mkts	3,30%	3,00%	
9	Corficolombiana	3,40%	-	
10	Credicorp Capital	3,33%	3,24%	
11	Credit Agricole	3,60%	3,00%	
12	Credit Suisse	3,30%	3,30%	
13	Ecoanalítica	3,25%	3,15%	
14	EIU	3,40%	2,50%	
15	Fedesarrollo	3,20%	3,00%	
16	Fitch Solutions	3,38%	3,35%	
17	Goldman Sachs	3,10%	3,00%	
18	HSBC	2,98%	2,98%	
19	Itaú BBA	3,20%	3,00%	
20	JPMorgan	3,60%	3,40%	
21	Kiel Institute	3,10%	3,00%	
22	Moody's Analytics	3,09%	3,52%	
23	Nomura	3,40%	3,20%	
24	Oxford Economics	3,34%	3,15%	
25	Pezco Economics	3,30%	3,20%	
26	Polinomics	3,30%	3,40%	
27	Positiva Compañía de Seguros	3,40%	3,40%	
28	Scotiabank	3,20%	3,10%	
29	UBS	3,60%	3,60%	
30	Ultraserfinco	3,32%	3,26%	
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,50% - 2,75%	0	0,0%	1	3,6%
2,75% - 3,00%	1	3,3%	2	7,1%
3,00% - 3,25%	9	30,0%	14	50,0%
3,25% - 3,50%	15	50,0%	8	28,6%
3,50% - 3,75%	5	16,7%	2	7,1%
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	3,31%		3,22%	
Mediana	3,31%		3,20%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

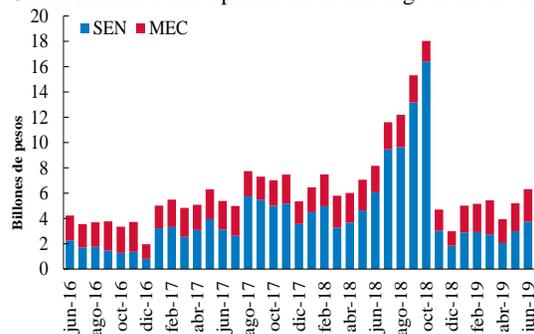
El Dane publicó el 5 de junio la variación del índice de precios al consumidor de mayo, ubicándose en 0,31% mes a mes. Dicho resultado estuvo por encima de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,30%), del dato extraído de la encuesta del BR (0,29%) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2018 (0,25%). La variación anual fue 3,31%¹⁷ (esp: 3,30%). Entre el 5 y el 6 de junio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 0 p.b, -3 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 1 p.b, 2 p.b. y -1 p.b. para los mismos plazos.

El 13 de junio el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) en el cual mantuvo inalteradas, para 2019, las metas de crecimiento del PIB en 3,6% y de déficit fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) en 2,4% del PIB (inferior a lo recomendado por la Regla Fiscal de 2,7% del PIB)¹⁸; mientras que aumentó la proyección del déficit de balanza de cuenta corriente de 3,5% a 4,1% del PIB. Adicionalmente, indicó que anticipa un superávit primario de 0,6% del PIB en 2019, de 0,7% del PIB en 2020 y del 1% del PIB entre 2021 y 2030. Por otro lado, el monto de las subastas de TES en 2019 fue disminuido de \$27 billones¹⁹ a \$21 billones y se estimó en \$23 billones para 2020. La meta de recaudo del próximo año aumentó a \$158 billones, desde los \$157 billones estimados para este año.

Los mayores ingresos esperado por el Gobierno se soportan en: i) un mayor crecimiento económico esperado producto del recorte en los impuestos corporativos y exenciones a importaciones de bienes de capital, ii) el aumento en el recaudo por la modernización de procesos de la DIAN (menor evasión derivada de la implementación de la factura electrónica); y iii) el mejoramiento de la eficiencia y focalización del gasto (centralización de cuentas oficiales y disminución de subsidios). Entre el 13 y el 14 de junio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 3 p.b, 1 p.b. y -4 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, -7 p.b. y -5 p.b. para los mismos plazos.

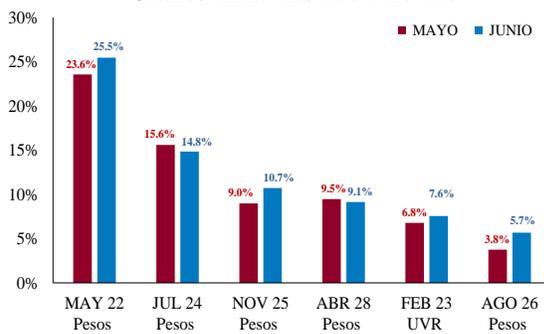
En lo corrido de junio, el monto promedio diario negociado ha sido \$6,3 billones, superior al observado el mes anterior (\$5,2 billones), e inferior al registrado en mayo de 2018 (\$8,1 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos más transados han sido aquellos en pesos que vencen en mayo del 2022, cuya participación pasó de 23,6% a 25,5%, seguidos por aquellos denominados en pesos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 15,6% a 14,8% (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 17 de junio 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.

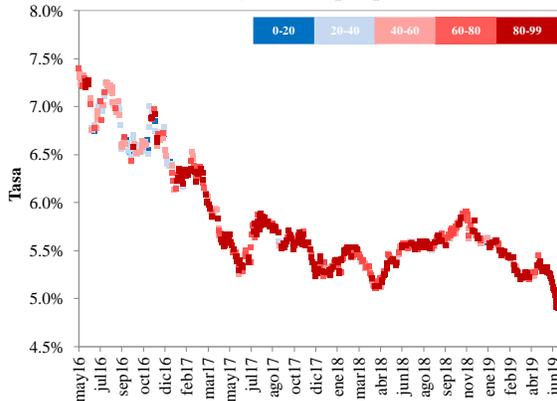
¹⁷ Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2018 (3,16%).

¹⁸ El déficit fiscal para 2020 se proyectó en 2,2%, también por debajo del máximo recomendado por el Comité (2,3%). En 2021, la cifra coincidió con la recomendación de los expertos de 1,8%, y a partir del 2022 el déficit fiscal del Gobierno se proyectó por encima del recomendado por el Comité (Para 2022 y 2023 el Comité recomendó 1,4% y 1,2% del PIB, respectivamente, al tiempo que el Gobierno proyecta 1,6% y 1,5% para estos mismos periodos). El déficit sería superior al recomendado por el Comité de la Regla Fiscal hasta 2029, cuando se alcanzaría la meta del 1%.

¹⁹ Presentado en el Plan Financiero meses atrás.

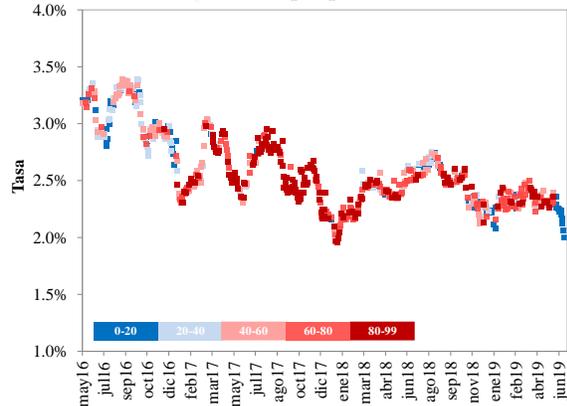
En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 3 años, UVR: 4 años). En junio los montos de negociación del título en pesos del 2022 se han ubicado en su mayoría entre los percentiles 80 y 99. En el caso del título UVR del 2023, la mayoría de los días las negociaciones se situaron en los percentiles 0 y 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 junio ha aumentado frente a lo observado en mayo para los TES en pesos y UVR, y el 14 de junio se ubicó en 2,36 p.b. y 3,33 p.b, respectivamente (Gráficos A2.5 y A2.6). Durante ese mismo periodo, la profundidad del mercado de TES en pesos y UVR aumentó \$1,8 mm y \$3,1 mm, respectivamente (Gráficos A.7 y A2.8).

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

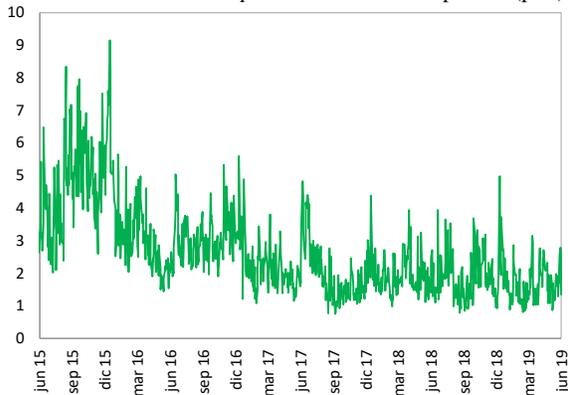
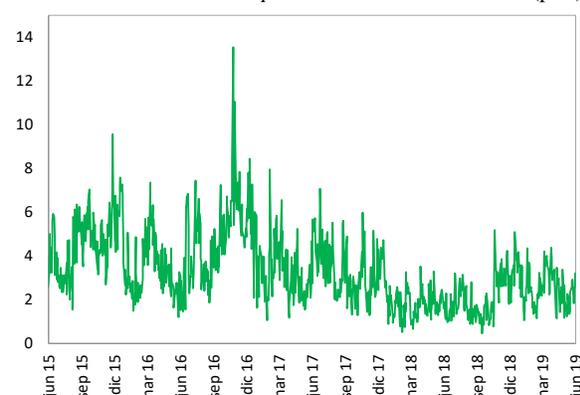


Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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*

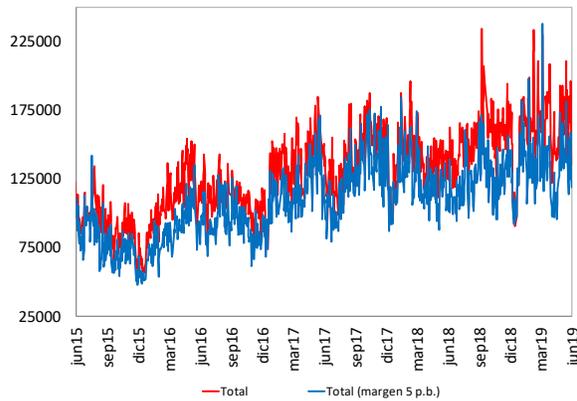
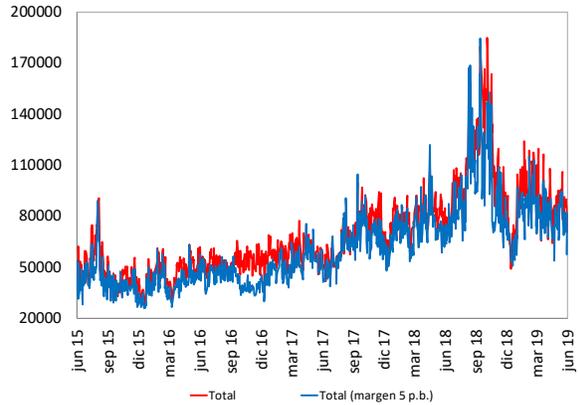


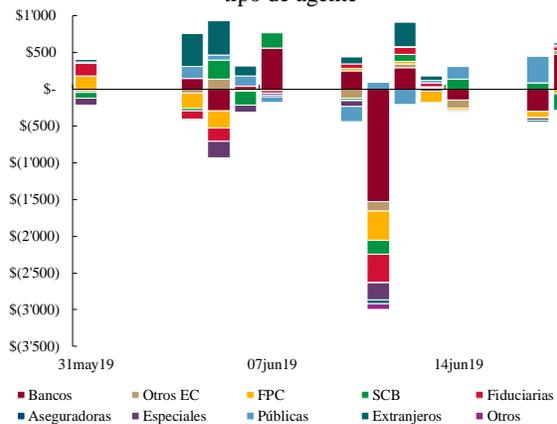
Gráfico A2.8. Profundidad promedio TES en UVR*



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.

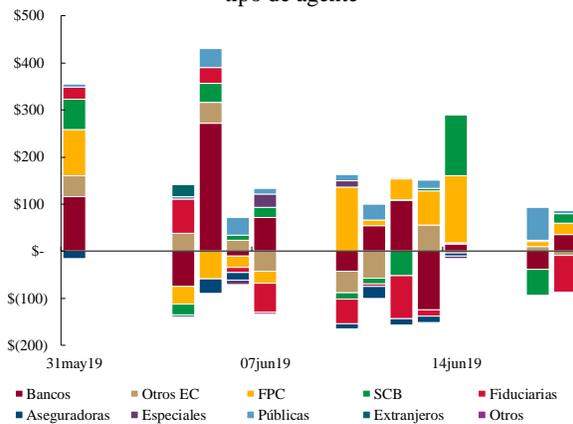
Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

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.

Desde el 31 de mayo los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los agentes del exterior (\$1491 mm), las entidades públicas (\$564 mm) y las sociedades comisionistas de bolsa en posición propia (\$301 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los pasivos pensionales (\$733 mm), las entidades financieras especiales (\$673 mm), los bancos comerciales (\$579 mm) y terceros a través de sociedades fiduciarias (distintos a extranjeros, FIC y pasivos pensionales, \$511 mm). Las ventas netas observadas en el periodo incorporan el vencimiento de un TES el 11 de junio por \$3249 mm.

Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR fueron los pasivos pensionales (\$287 mm), los bancos comerciales (\$267 mm) y las entidades públicas (\$240 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron terceros a través de sociedades fiduciarias (distintos a extranjeros, FIC y pasivos pensionales, \$151 mm) y las compañías de seguros y capitalización en posición propia (\$121 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 \$1499 mm y de TES UVR por \$1311. Desde el 31 de mayo, vendieron en neto TES en pesos por \$195 mm en el tramo corto y compraron \$50 mm y \$1637 mm en los tramos medio y largo, respectivamente; al tiempo que compraron en neto TES UVR por \$27 mm en el tramo medio y vendieron \$1 mm en el tramo largo.

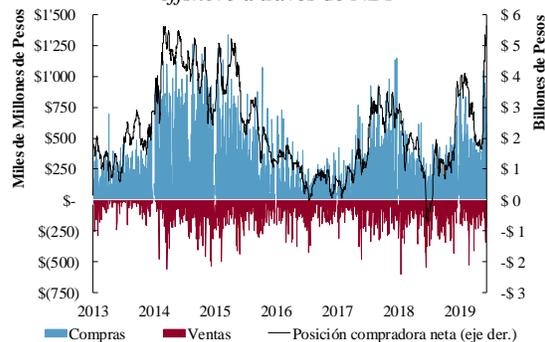
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)*
(valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 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	6'399	(1'556)	(1'003)	666	(242)	(579)	231	(27)	63	267
Compañía de Financiamiento Comercial	6	-	(2)	-	-	(2)	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(1'303)	490	104	67	(329)	(158)	(0)	(3)	29	26
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	5'102	(1'066)	(901)	733	(571)	(739)	231	(30)	92	292
Fondos de Pensiones y Cesantías	22	6	(8)	(20)	(7)	(34)	-	-	-	-
Propia	6'816	2'777	(448)	(190)	(449)	(1'086)	(250)	153	392	295
Terceros	4'729	1'962	(81)	(21)	(566)	(668)	(239)	139	335	234
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	6'838	2'783	(455)	(210)	(455)	(1'120)	(250)	153	392	295
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(127)	(6)	(149)	236	213	301	62	29	(13)	78
Propia	83	(194)	(55)	(98)	(8)	(161)	(7)	(1)	2	(6)
Terceros	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(43)	(201)	(204)	139	205	140	54	28	(11)	72
Sociedades Fiduciarias	(62)	(33)	(3)	(5)	12	5	(43)	(17)	(3)	(63)
Propia	5'407	1'655	(702)	(198)	1'964	1'064	(28)	(30)	(60)	(119)
Terceros	1'460	1'311	(195)	57	1'643	1'504	-	27	(1)	26
Extranjeros***	994	78	(199)	103	229	133	(19)	(29)	0	(48)
FIC	2'377	239	(31)	(240)	207	(63)	(25)	27	52	54
Pasivos Pensionales	5'345	1'622	(705)	(203)	1'976	1'068	(71)	(47)	(63)	(181)
Total Sociedades Fiduciarias	369	(128)	(27)	(10)	(4)	(41)	(40)	(7)	(75)	(121)
Compañías de Seguros y Capitalización	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	370	(128)	(27)	(10)	(4)	(41)	(40)	(7)	(75)	(121)
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	12'509	4'077	(1'391)	(284)	1'722	47	(307)	128	243	64
Total Entidades Financieras Especiales**	(303)	(314)	(282)	(248)	(143)	(673)	28	(5)	-	23
Total Entidades Públicas****	840	(2'571)	455	(191)	300	564	48	107	85	240
Otros*****	48	(144)	(80)	(10)	(1)	(91)	-	(4)	-	(4)
Extranjeros	39	-	-	(7)	(6)	(13)	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	18'196	(18)	(2'199)	-	1'307	(893)	-	195	420	615

Fuente: BR. Información actualizada al 18 de junio 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). ** Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

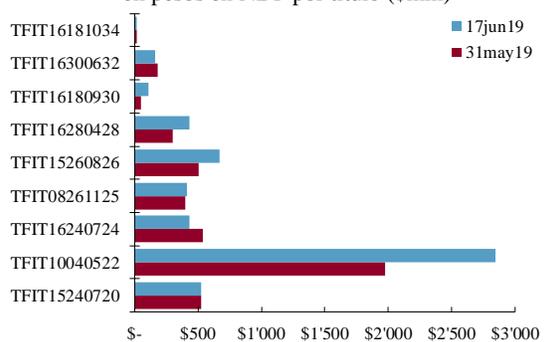
Por otra parte, con información al 17 de junio, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$5514 mm y ventas por \$1380 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$3946 mm y de ventas por \$926 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$1114 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 \$4489 mm el 31 de mayo a \$5603 mm el 17 de junio del 2019.

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



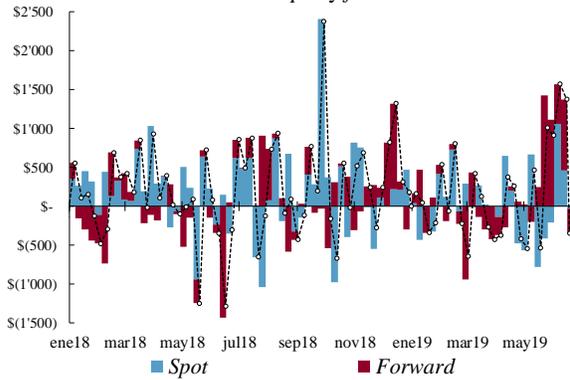
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



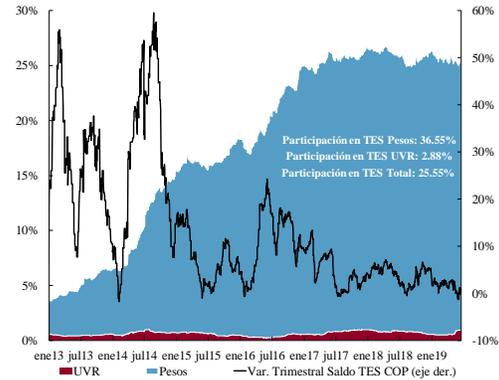
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos.

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 2022, 2025, 2026, 2028 y 2030, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2024 y 2032, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2020 y 2034 (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			abr-19			may-19			Corrido de jun-19		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 1'548	\$ (624)	\$ 925	\$ 5'102	\$ (2'178)	\$ 2'924	\$ 5'381	\$ 383	\$ 5'764	\$ 3'618	\$ (2'596)	\$ 1'023	\$ (739)	\$ (1'114)	\$ (1'853)
Offshore	\$ 10'538	\$ 624	\$ 11'161	\$ 1'499	\$ 2'178	\$ 3'677	\$ (618)	\$ (383)	\$ (1'001)	\$ (444)	\$ 2'596	\$ 2'152	\$ 1'491	\$ 1'114	\$ 2'605

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 17 y 18 de junio 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 (31 de mayo al 17 de junio), los títulos de deuda pública de la región se valorizaron en línea con el comportamiento de los títulos en EE.UU. como consecuencia de: i) el mayor apetito por activos de mejor rendimiento frente a los *Treasuries* dadas las mayores expectativas de que la Fed recorte el rango de fondos federales; y ii) la mayor demanda de títulos de países emergentes como consecuencia de una menor percepción de riesgo tras la moderación de las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios comerciales²⁰.

Los títulos de deuda pública de EE.UU. se valorizaron principalmente como consecuencia de las declaraciones del presidente de la Fed y varios miembros del FOMC²¹, lo cual aumentó la probabilidad descontada por el mercado de que la Fed adopte una política monetaria más

²⁰ El 5 de junio el presidente Trump realizó comentarios conciliadores respecto a la posibilidad de que se llegara a acuerdos comerciales con China y México. Posteriormente, el 7 de junio, el Gobierno de EE.UU. informó que había extendido la fecha para la entrada en vigencia de aranceles por 25% sobre las importaciones chinas hasta el 15 de junio. Al final de ese mismo día, el presidente Trump informó que no aumentaría los aranceles sobre las importaciones provenientes de México, después de que ese país accediera a adoptar una postura más dura sobre la problemática migratoria.

²¹ El tres y cuatro de junio varios miembros de la Fed manifestaron que estarían dispuestos a reducir el rango de fondos federales si las tensiones comerciales llegan a perjudicar el crecimiento económico. Al respecto, el presidente de la Fed, Jerome Powell, afirmó que la entidad “responderá apropiadamente a los riesgos derivados de la guerra comercial” y que está monitoreando de cerca sus implicaciones. Por su parte, el presidente de la Fed de San Luis, James Bullard, mencionó que “un recorte de tasas puede estar justificado pronto” ante la posibilidad de que las tensiones comerciales afecten negativamente el desempeño económico.

expansiva²² como respuesta a la publicación de las últimas cifras macroeconómicas que han evidenciado una desaceleración de la actividad económica en EE.UU.²³.

Por su parte, los títulos de deuda pública de México también se valorizaron como consecuencia de la decisión del presidente de EE.UU. de suspender los aranceles que había anunciado previamente sobre las importaciones de bienes provenientes de México²⁴. Sin embargo, las valorizaciones pudieron verse contenidas tras la reducción de la calificación crediticia de la deuda en un escalón por parte de Fitch aunque se mantiene en grado de inversión, mientras que recortó la calificación de la petrolera estatal Pemex de grado de inversión a especulativo²⁵. Así mismo, Moody's bajó de estable a negativa su perspectiva de la calificación soberana de México²⁶.

El comportamiento de los títulos de deuda pública de Chile se vio influenciado por el recorte sorpresivo de la tasa de política monetaria en 50 p.b. por parte del Banco Central de Chile durante su reunión del 7 de junio dado que el banco consideró que “a la luz de la actualización de los parámetros estructurales, la recuperación de la economía no ha sido suficiente para cerrar la brecha de actividad e impulsar la inflación. Por ello estimó necesario recalibrar el impulso monetario”.

En Brasil continuó la incertidumbre frente al futuro del trámite de la reforma pensional en el Congreso. Sin embargo, hubo algunos eventos que favorecieron las iniciativas fiscales del Gobierno y podrían haber contribuido con la valorización de los títulos: i) la Corte Suprema autorizó la venta de filiales de empresas estatales por parte del Gobierno sin aval del Congreso, lo cual facilita los planes de privatización de activos estatales por parte del Gobierno; ii) el coordinador del proyecto de ley de reforma pensional en el Congreso, Samuel Moreira, afirmó que el impacto total de la reforma pensional alcanzaría los BRL910 mil millones (mm) de reales (USD235 mm) en un plazo de diez años, por debajo de lo estimado inicialmente por el Gobierno (BRL1200 mm) pero por encima de las estimaciones hechas por el mercado (BRL700 mm); y iii) los precios de las principales materias de exportación de Brasil presentaron un comportamiento favorable²⁷.

Por último, los bonos en moneda local de Perú se vieron favorecidos tras la renovación de la confianza por parte del Congreso en el Gobierno del presidente Martín Vizcarra y en su propuesta de reforma política que busca afrontar la corrupción y fortalecer las instituciones. Adicionalmente, el aumento del precio del oro pudo haber incidido sobre el desempeño de la curva de rendimientos²⁸.

²² La probabilidad descontada por el mercado de que durante el 2019 la Fed recorte al menos dos veces el rango de fondos federales, aumentó de 70,9% el 31 de mayo a 85,2% el 17 de junio.

²³ El 4 de junio se conoció que los pedidos de fábrica de abril presentaron la mayor caída en dos años y que el PMI de manufactura alcanzó el menor nivel desde octubre de 2016. El 5 de junio se conoció que el aumento de las nóminas ADP fue inferior a lo esperado por el mercado y corresponde a la menor alza mensual en casi nueve años (obs: 27 mil; esp: 185 mil). El 6 de junio se publicaron las peticiones iniciales de desempleo para la semana que terminó el 1 de junio. Estas se ubicaron por encima de lo esperado por el mercado (obs: 218 mil; esp: 215 mil).

²⁴ A finales de mayo el presidente de EE.UU, Donald Trump, amenazó con imponer aranceles progresivos sobre las importaciones provenientes de México si el Gobierno mexicano no hacía nada para detener de forma efectiva la migración ilegal hacia EE.UU. Los aranceles empezarían desde una tasa de 5% a partir del 10 de junio y podrían escalar hasta el 25% en octubre en caso de que México no mostrara resultados.

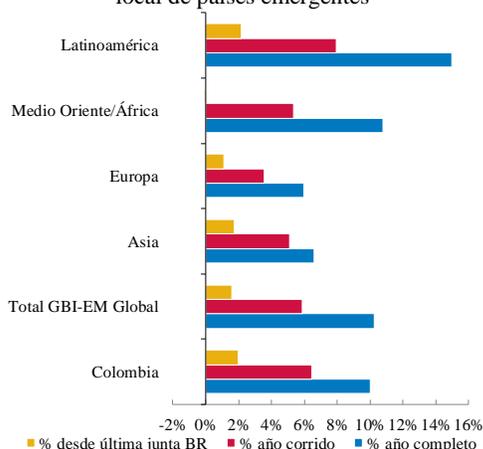
²⁵ En la tarde del 5 de junio Fitch Ratings bajó la calificación de deuda de México a BBB desde BBB+, porque anticipa más tensión para las finanzas públicas debido al deterioro del perfil crediticio de la petrolera estatal Pemex y una débil perspectiva macroeconómica. Según un reporte de Reuters, Fitch destacó la debilidad de las perspectivas macroeconómicas «exacerbadas por las amenazas externas de las tensiones comerciales, alguna incertidumbre política interna y las constantes restricciones fiscales». El día siguiente, Fitch volvió a pronunciarse y redujo la calificación crediticia de la petrolera estatal Pemex, de grado de inversión a grado especulativo. La agencia también rebajó la calificación de la empresa estatal Comisión Federal de Electricidad (CFE) de BBB+ a BBB y modificó su perspectiva de estable a negativa.

²⁶ El 5 de junio Moody's bajó su panorama para la nota de México de estable a negativo, aunque mantuvo la calificación en A3, aún en grado de inversión.

²⁷ Con datos al 14 de junio, durante lo corrido del mes el precio del hierro y la soya aumentaron 1,7% y 2,2%, respectivamente.

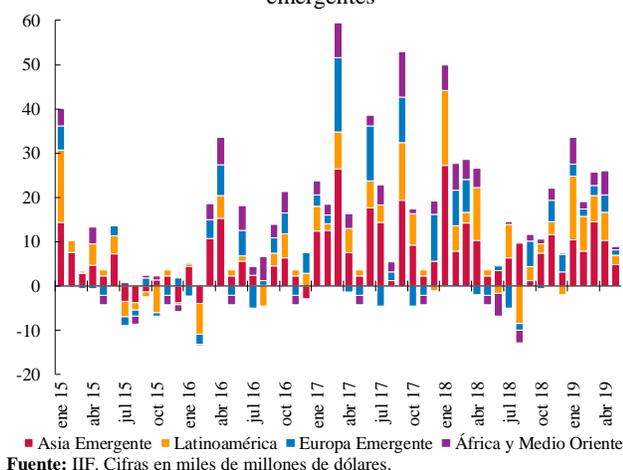
²⁸ Con datos al 14 de junio, durante lo corrido del mes el precio del oro aumentó 2,8%.

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.

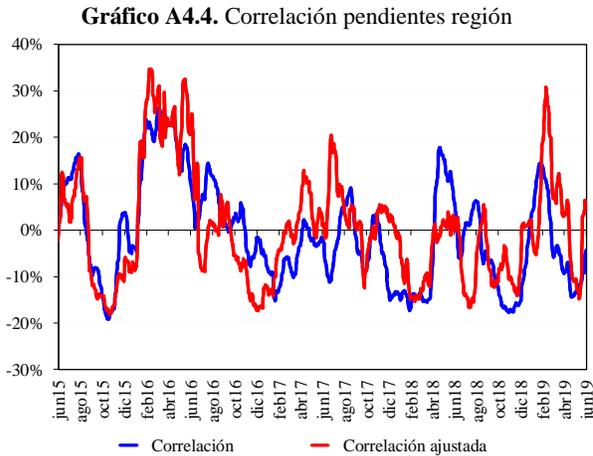
En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes²⁹ (incluyendo Colombia) desde el 31 de mayo, en lo corrido de 2019 y en los últimos 12 meses. Desde el 31 de mayo, los índices regionales aumentaron para todas las regiones, salvo el de Medio Oriente/África (-0,1%). El índice *Total GBI-EM Global* y el de Colombia aumentaron 1,6% y 2,0%, respectivamente.

Adicionalmente, el IIF³⁰ estimó salidas de inversión de portafolio de economías emergentes en mayo por US\$5,7 mm. En particular, estimó entradas netas en los mercados de renta fija por US\$9,0 mm y salidas netas por US\$14,6 mm para los mercados de renta variable. Para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó compras netas por US\$2,1 mm (Gráfico A4.3).

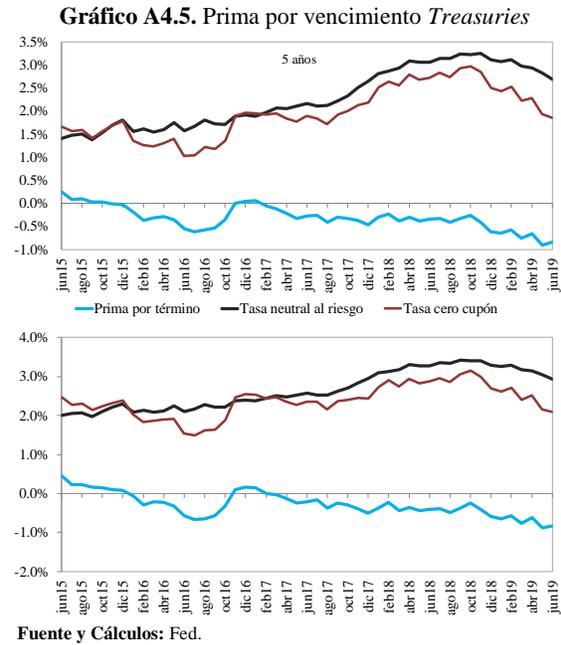
En el Gráfico A4.4 puede observarse que la tendencia negativa de la correlación entre las pendientes de las curvas de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) se revirtió, y llegó a un nivel de -4,31% el 17 de junio. A esta misma fecha, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (*VIX* y pendiente de Estados Unidos -línea roja) también se incrementó e incluso alcanzó terreno positivo, ubicándose en 5,06%. Lo anterior indica que las pendientes de la región se siguen comportando según factores idiosincráticos. Por su parte, entre abril y mayo la prima por vencimiento de los *Treasuries* aumentó 6 p.b. y 5 p.b. para los plazos de 5 y 10 años, respectivamente, y se situó en -0.84% para ambos plazos. Asimismo, la tasa neutral al riesgo de estos títulos disminuyó 14 p.b. y 11 p.b. para los plazos de 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico A4.5).

²⁹ 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.

³⁰ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.



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



Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias los bancos centrales de Japón (-0,1%), Reino Unido (0,75%), Suiza (-0,75%) y la Zona Euro (BCE, 0%)³¹ mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado, mientras que el Banco Central de Australia la redujo 25 p.b. a 1,25% y el de Noruega la aumentó 25 p.b. a 1,25%. Además, el Banco Central de Inglaterra mantuvo inalteradas sus medidas de estímulo monetario, de tal manera que seguirá manteniendo un saldo de compras de £10 mm en bonos corporativos con grado de inversión y un saldo objetivo de bonos gubernamentales de £435 mm.

En otro escenario, el Banco Central de Japón mantuvo su política de tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (*Japanese Government Bonds*) a través de la compra de bonos a un ritmo anual de ¥80 trillones. Adicionalmente, la entidad señaló que continuará con las compras de ETFs (*Exchange-Traded Funds*) y J-REITs (*Japan Real Estate Investment Trust*), de tal manera que sus tenencias crezcan a un ritmo anual de ¥6 trillones y ¥90 billones, respectivamente.

Por su parte, el BCE señaló que, en relación a los tipos de interés oficiales, espera que estos se mantengan en los niveles actuales al menos hasta la primera mitad de 2020 y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para asegurar la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2% en el medio plazo.

Con relación a sus medidas no convencionales de política monetaria, el BCE 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 inicien los incrementos de 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.

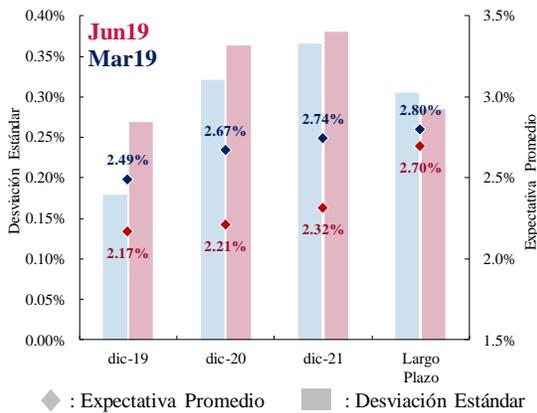
El 19 de junio, la Fed mantuvo el rango objetivo de los fondos federales en línea con lo esperado por el mercado (2,25%-2,50) y señaló que el mercado laboral continúa fuerte, la actividad económica está avanzando a un ritmo moderado, en promedio las contrataciones han sido sólidas en los últimos meses y la tasa de desempleo se ha mantenido baja. No obstante, la entidad indicó que

³¹ Así mismo, mantuvo la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la tasa de depósitos en -0,40%.

ha aumentado la incertidumbre sobre la expansión sostenida de la actividad económica, la fortaleza del mercado laboral y de inflación cercana al 2%, por lo que evaluará con mayor detalle las implicaciones de la información entrante sobre el panorama económico.

Al determinar el momento y el tamaño de los ajustes futuros en el rango objetivo para la tasa de fondos federales, el Comité evaluará las condiciones económicas realizadas y esperadas en relación con su objetivo de empleo máximo y su objetivo de inflación simétrica del 2%. Esta evaluación tendrá en cuenta una amplia gama de información, que incluye medidas de las condiciones del mercado laboral, indicadores de presiones inflacionarias y expectativas de inflación, y lecturas sobre desarrollos financieros e internacionales.

Gráfico A5.1. Pronósticos de la Fed de la Tasa de los Fondos Federales

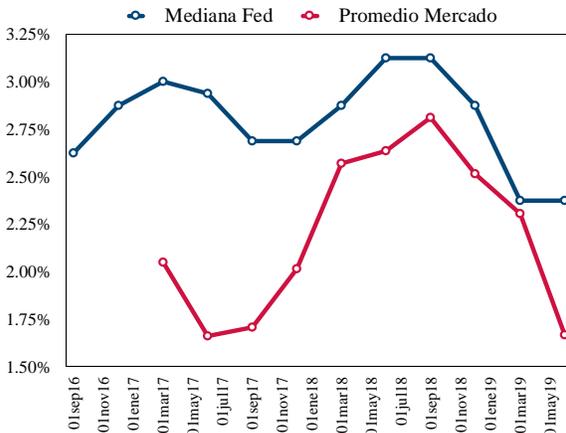


Fuente: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

El organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que, entre otras cifras y comparando con sus proyecciones de marzo del 2019, el punto medio de la proyección de crecimiento económico se mantuvo en 2,1% para 2019, subió de 1,9% a 2,0% para 2020, y se mantuvo estable en 1,8% y 1,9% para 2021 y el Largo Plazo (LP); el punto medio de la proyección de desempleo disminuyó de 3,7% a 3,6%, de 3,8% a 3,7%, de 3,9% a 3,8% y de 4,3% a 4,2% para 2019, 2020, 2021 y para el LP, respectivamente; y el punto medio de la proyección de inflación disminuyó de 1,8% a 1,5% y de 2,0% a 1,9% para 2019 y 2020, respectivamente, y se mantuvo estable en 2,0% para 2021 y el LP.

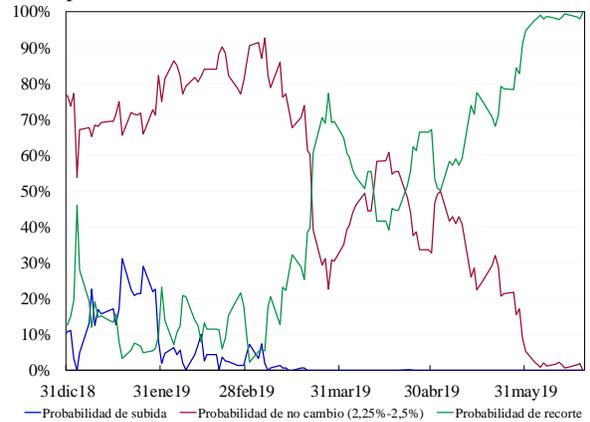
En cuanto a los pronósticos de junio del 2019 sobre la tasa de los fondos federales, en los Gráficos A5.1³² y A5.2³³ se observa que las estimaciones de la Fed y del mercado se distanciaron para el cierre del 2019, siendo significativamente menor la proyección del mercado.

Gráfico A5.2: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2019



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

Gráfico A5.3. Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2019



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

³² En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en marzo y junio del 2019 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2019, 2020, 2021 y para el largo plazo.

³³ Presenta la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre del 2019.

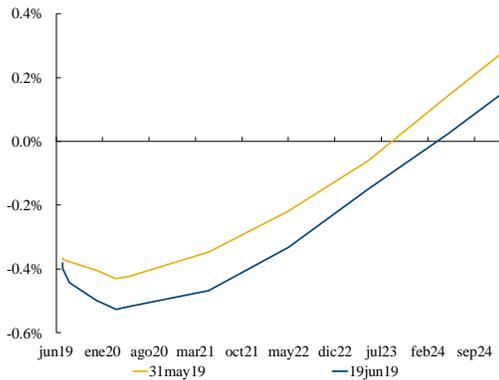
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 2T24 (ant.: 4T23, Gráfico A5.4).

Países Emergentes

Los bancos centrales de Indonesia (6%), Filipinas (4,5%), Corea del Sur (1,75%), Polonia (1,5%) y Serbia (3,0%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado; mientras que los bancos centrales de India y Rusia las redujeron en 25 p.b. a 5,75% y 7,5%, respectivamente. En Latinoamérica, los bancos centrales de Brasil y Perú las mantuvieron inalteradas en 6,5% y 2,75%, respectivamente, como se anticipaba, mientras que el de Chile la redujo 50 p.b. a 2,5%, cuando el mercado esperaba que la mantuviese inalterada.

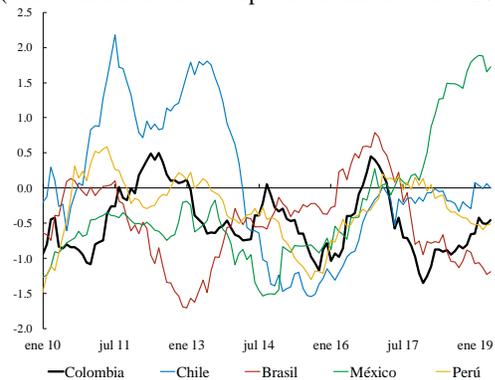
En el Gráfico A5.5 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales³⁴ desde el año 2005. Se puede observar que en mayo aumentó en Chile y disminuyeron las de los demás países; además, se ubicaron por debajo de su media histórica en Colombia, Brasil y Perú, por encima en México e igual a la media en el caso de Chile³⁵.

Gráfico A5.4. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A5.5. 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.

³⁴ Deflactadas con medidas de inflación básica.

³⁵ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,68%; Chile 0,95%; Brasil 5,29%, México 1,84 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	jul19	sep19	oct19	dic19	ene20	mar20	abr20	jun20	jul20	sep20	oct20
6.25%												
6.00%												
5.75%												0%
5.50%												1%
5.25%											0%	2%
5.00%									0%	3%	5%	
4.75%								1%	2%	5%	6%	
4.50%							1%	2%	4%	7%	7%	6%
4.25%	100%	100%	49%				2%	4%	3%	6%	5%	3%
4.00%			51%	100%	100%	100%	93%	82%	67%	46%	32%	23%
3.75%							4%	12%	25%	38%	43%	42%
3.50%											5%	13%
3.25%												0%

Cuadro A6.2. 24 de mayo del 2019

TPM	jun19	jul19	sep19	oct19	dic19	ene20	mar20	abr20	jun20	jul20	sep20	oct20
6.25%												0%
6.00%												3%
5.75%											2%	9%
5.50%									1%	11%	19%	
5.25%								3%	15%	25%	24%	
5.00%						0%	6%	23%	33%	28%	20%	
4.75%					3%	11%	27%	46%	45%	32%	20%	12%
4.50%				9%	20%	26%	46%	48%	28%	17%	11%	8%
4.25%	100%	100%	100%	91%	76%	63%	27%			2%	3%	4%
4.00%											0%	1%
3.75%												0%
3.50%												
3.25%												

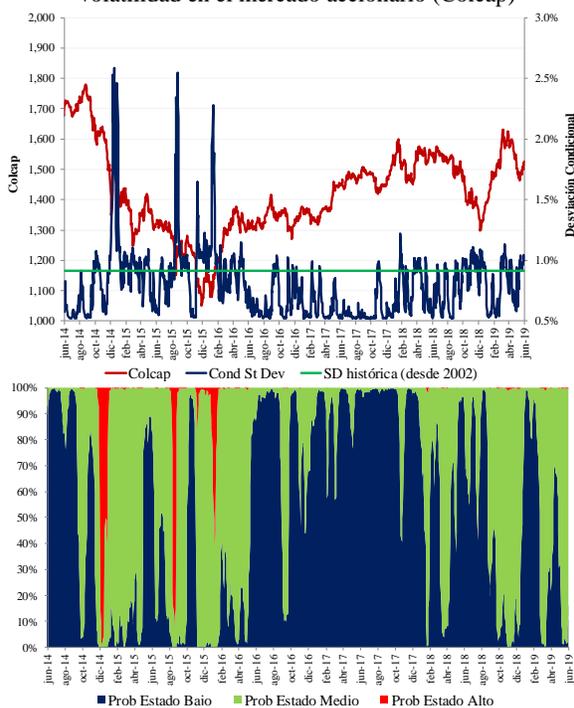
Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 44,4% de agentes espera que se mantenga igual (ant.: 29,4%), mientras que un 27,8% espera que aumente (ant.: 55,9%) y un 27,8% espera que disminuya (ant.: 14,7%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 45,7% espera que esta aumente (ant.: 18,2%), un 34,3% que se mantenga estable (ant.: 39,4%) y un 5,7% que disminuya (ant.: 24,2%)³⁶.

Con información al 7 de junio los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES aumentaron frente a mayo 61 p.b, 26 p.b. y 41 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento de los márgenes reflejó el incremento de las tasas activas y la caída de las de los TES (62 p.b, 10 p.b. y 24 p.b. versus -2 p.b, -17 p.b. y -17 p.b, respectivamente para las carteras de tesorería, preferencial y consumo).

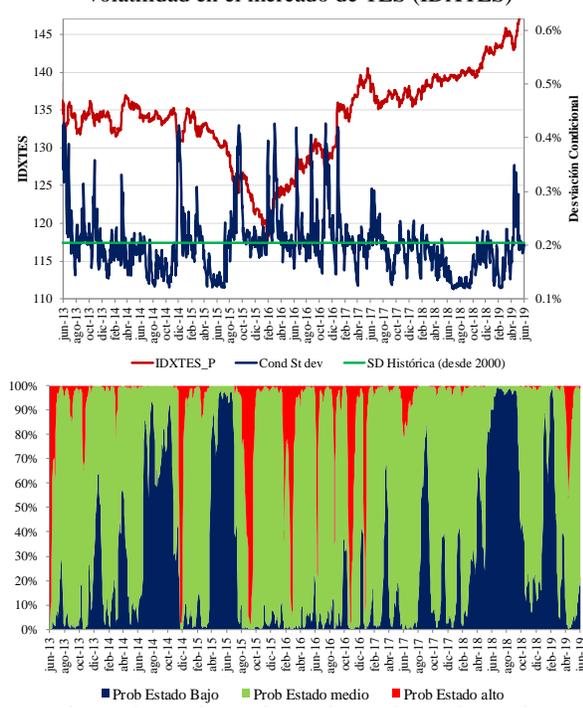
Entre el 31 de mayo y el 18 de junio el COLCAP se valorizó 3,26% debido a las ganancias del sector financiero y de energía. Durante dicho periodo las acciones que más se valorizaron fueron ISA (15,4%), ETB (9,0%) y Grupo Aval (8,6%). Para lo corrido de junio, la volatilidad promedio del mercado accionario ha mostrado mayores niveles que los observados en mayo, y al 17 de junio el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1). En contraste, la volatilidad en el mercado de TES ha disminuido con respecto a mayo, aunque aún es más probable que se encuentre en un estado de probabilidad media (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.

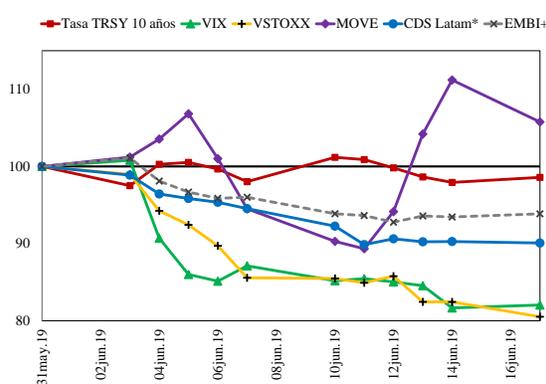
³⁶ Al 14,3% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant.: 18,2%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*³⁷ y el *Vstox*³⁸ se redujo, mientras que el *Move*³⁹ y el *Skew*⁴⁰ aumentaron y presentaron un comportamiento volátil (Gráficos A8.1 y A8.2).

Desde la reunión de la JDBR del 31 de mayo, se observó una reducción de la volatilidad esperada en el corto plazo en el mercado accionario estadounidense como consecuencia de: i) la moderación de las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios comerciales; y ii) las mayores expectativas de que la Fed adopte una política monetaria más expansiva que la estimada anteriormente como consecuencia de la publicación de cifras de empleo e inflación que continúan evidenciando un deterioro de la actividad económica. De esta manera, durante este periodo los índices bursátiles en EE.UU. presentaron ganancias importantes y en el caso del S&P 500 alcanzó máximos históricos.

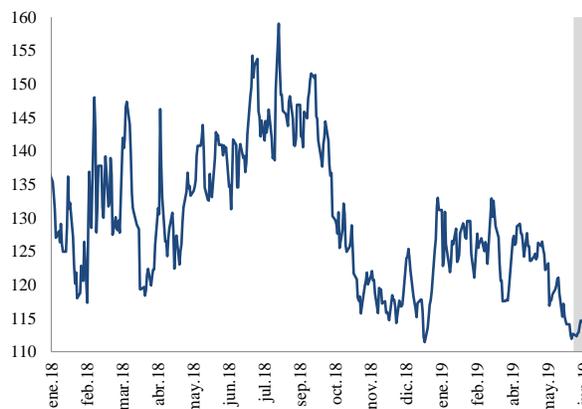
Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



*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.

En línea con lo anterior, en los mercados accionarios europeos también se observó una reducción de la volatilidad esperada en el corto plazo ante el buen desempeño de los índices bursátiles. De manera análoga a lo observado en EE.UU., este comportamiento estuvo influenciado principalmente por la postura más *dovish* del Banco Central Europeo (BCE) y por unas menores tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios comerciales. Frente a la política monetaria, el presidente del BCE señaló que, ante la ausencia de mejoras en los datos y perspectivas sobre el crecimiento y la inflación de la Eurozona, es posible que se requieran estímulos adicionales para impulsar la economía, principalmente mayores recortes de las tasas de interés. Sin embargo, se mantiene la incertidumbre frente al sucesor de la primera ministra británica, Theresa May, ya que el candidato favorito, Boris Johnson, ha manifestado su intención de que el Reino Unido salga antes del 31 de octubre de la Unión Europea (UE) independientemente de que el Parlamento Británico apruebe o no el acuerdo alcanzado con la UE el año pasado.

Por el contrario, la volatilidad esperada a corto plazo en el mercado de renta fija estadounidense aumentó de manera importante ante las mayores expectativas de que la Fed tenga que recortar el rango de fondos federales dos o más veces durante el año para hacer frente a una posible

³⁷ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

³⁸ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

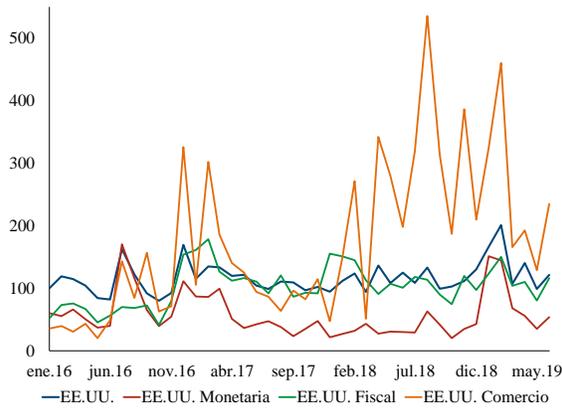
³⁹ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

⁴⁰ 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.

desaceleración económica tras la publicación de cifras macroeconómicas que evidenciaron una mayor debilidad de la actividad económica en EE.UU.

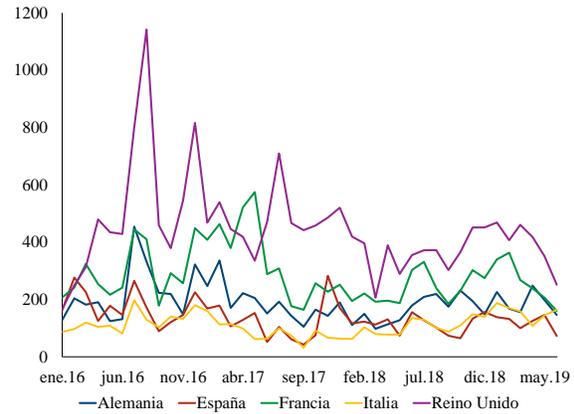
El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global aumentó desde 189 en abril a 248 en mayo. En EE.UU., durante abril y mayo aumentó el indicador agregado (obs: 121; ant: 99) y los indicadores específicos de política comercial (obs: 235; ant: 129), fiscal (obs: 116; ant: 80) y monetaria (obs: 54; ant: 35). En Europa, el indicador agregado disminuyó desde 214 en abril a 169 en mayo, y a nivel de países se redujo en Reino Unido (obs: 252; ant: 351), España (obs: 73; ant: 146), Alemania (obs: 146; ant: 198) y Francia (obs: 160; ant: 207), mientras que aumentó en Italia (obs: 164; ant: 145) (Gráficos A8.3 y A8.4).

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

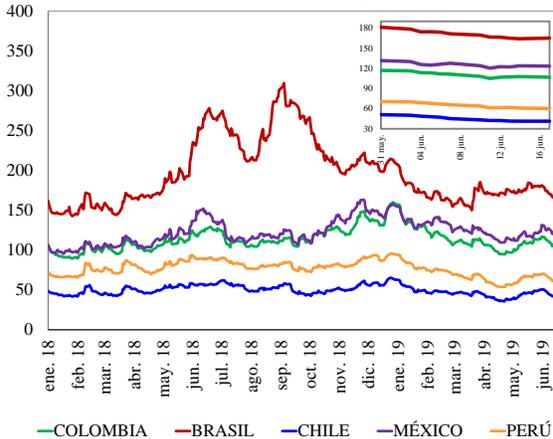
Gráfico A8.4. Incertidumbre en política económica en Europa, Francia y el Reino Unido



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

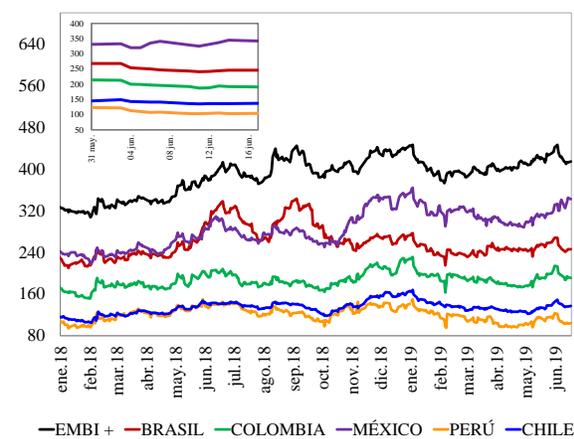
Desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI presentaron principalmente reducciones. El CDS a 5 años disminuyó 181 p.b. en Argentina, 16 p.b. en Brasil, 10 p.b. en Colombia, 10 p.b. en Chile, 10 p.b. en Perú y 8 p.b. en México. De manera similar, el EMBI se redujo 135p.b. en Argentina, 23 p.b. en Colombia, 22 p.b. en Brasil, 19 p.b. en Perú y 8 p.b. en Chile, mientras que aumentó 11 p.b. en México (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.6. EMBI Latam



Fuente: Bloomberg