



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde la última reunión de la JDBR (29 de mayo), y con información hasta el 18 de junio, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 52 p.b. y 29 p.b. para las estimaciones a 2 y 3 años, se mantuvo estable para la estimación a 5 años y aumentó 24 p.b. para la estimación a 10 años. De esta manera, al 18 de junio el BEI se ubicó en 0,97%, 1,44%, 2,18% y 3,48% para los plazos de 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de desvalorizaciones de la mayoría los títulos de deuda pública, un empinamiento de la curva en pesos y un aplanamiento de la curva denominada en UVR (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de mayo contra las tasas promedio de lo corrido de junio, se observan reducciones del BEI de 42 p.b, 29 p.b, 16 p.b. y 6 p.b. para los tramos de 2, 3, 5 y 10 años, en su orden.

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

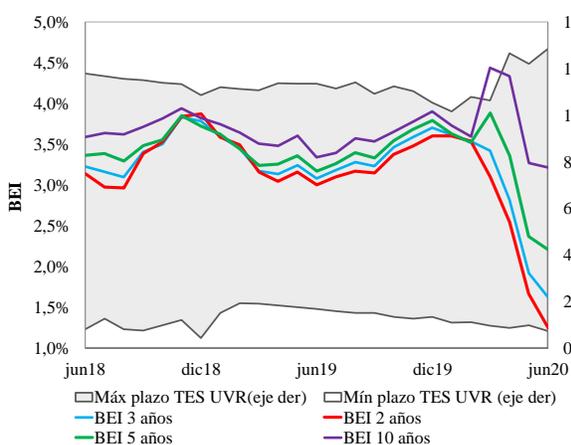
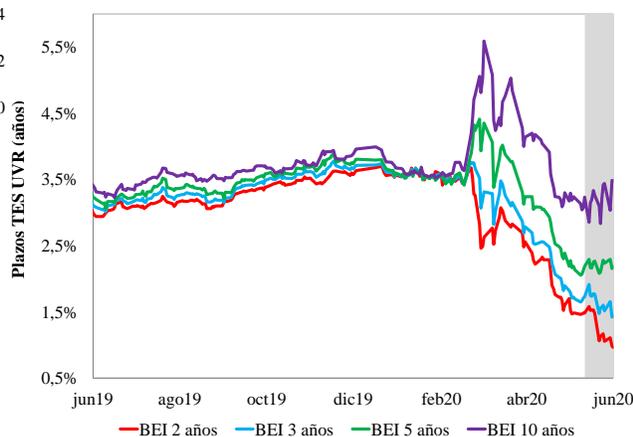


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

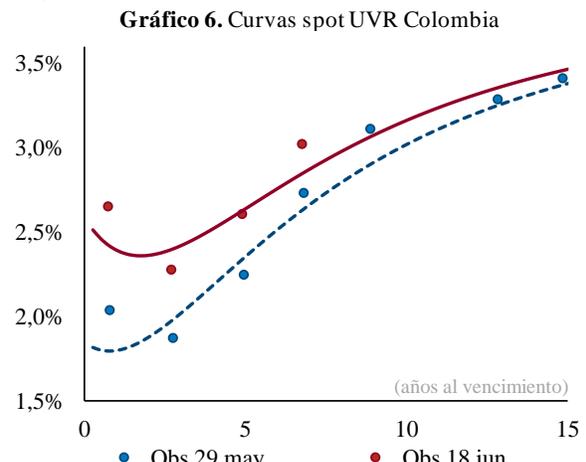
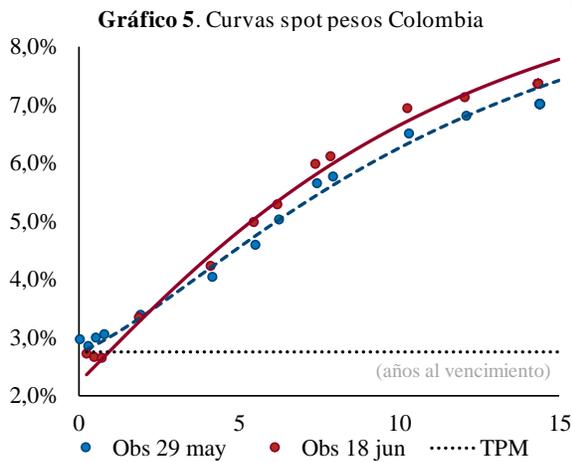
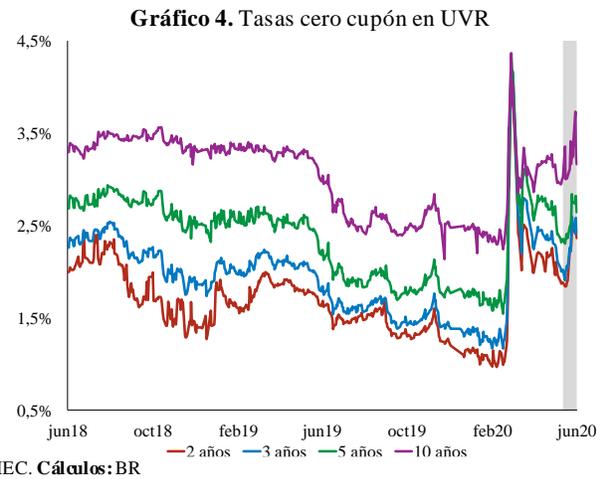
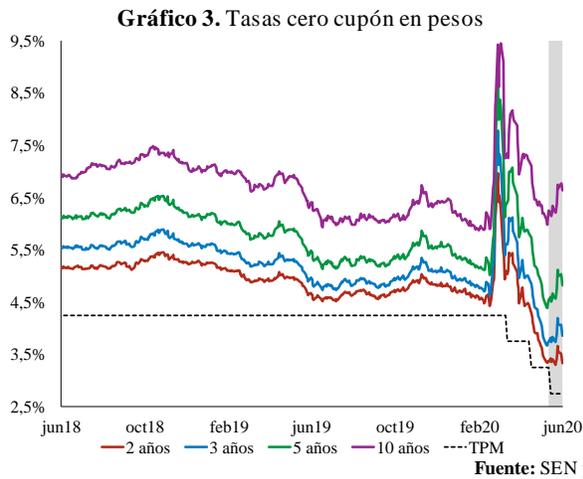
Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)							
	TES PESOS				TES UVR			
	2	3	5	10	2	3	5	10
29may20	3,36%	3,75%	4,54%	6,25%	1,88%	2,02%	2,35%	3,02%
18jun20	3,33%	3,86%	4,82%	6,64%	2,37%	2,42%	2,64%	3,16%
	Variaciones p.b.							
	-3	11	28	39	49	40	29	15
Var. BEI	-52	-29	0	24				

	Promedios mensuales							
	TES PESOS				TES UVR			
	2	3	5	10	2	3	5	10
may20	3,74%	4,17%	4,95%	6,39%	2,07%	2,25%	2,58%	3,12%
jun20*	3,43%	3,89%	4,76%	6,43%	2,18%	2,26%	2,55%	3,22%
	Variaciones p.b.							
	-31	-28	-19	5	11	1	-3	10
Var. BEI	-42	-29	-16	-6				

*Información disponible al 18 de junio de 2020.

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.



Cambios en la curva por plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-3	11	28	39

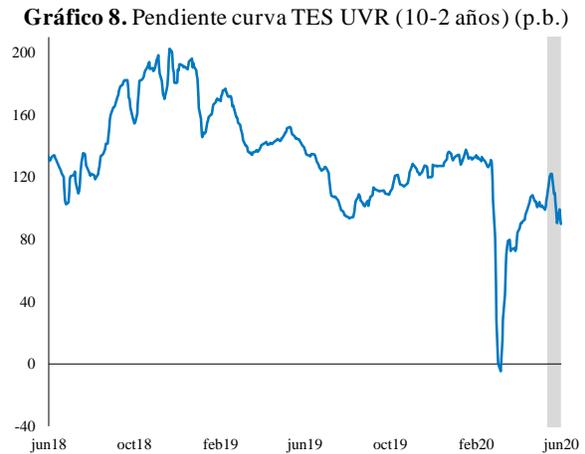
Cifras en puntos básicos

Cambios en la curva por plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
49	40	29	15

Cifras en puntos básicos

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años aumentó 42 p.b. para el caso de la curva de rendimientos de TES denominada en pesos y disminuyó 34 p.b en el caso de la curva denominada en UVR (Gráficos 7 y 8).



Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES denominada en pesos se empujó ante leves valorizaciones del tramo corto y desvalorizaciones importantes de los tramos medio y largo. De acuerdo con varios analistas, estas desvalorizaciones se explican principalmente por: *i*) la incertidumbre en torno a la decisión del Comité Consultivo de la Regla Fiscal (CCRF) y sus implicaciones fiscales; y *ii*) el temor de que avanzara en el Congreso una propuesta que permitiría a los trabajadores el retiro parcial de sus ahorros de los fondos de pensiones, lo cual implicaría que estos fondos liquidaran una parte importante de su portafolio de TES.

Por su parte, los títulos denominados en UVR también presentaron desvalorizaciones importantes, pero la curva se aplanó ante mayores desvalorizaciones en el tramo corto. De acuerdo con analistas, este comportamiento se explica principalmente por: *i*) la publicación del dato de inflación de mayo, que se ubicó muy por debajo del dato anterior y de lo anticipado por el mercado (obs: 2,85% ; esp: 3,27% ; ant: 3,51%); y *ii*) la menor liquidez observada durante el periodo que pudo acentuar las desvalorizaciones en este tramo.

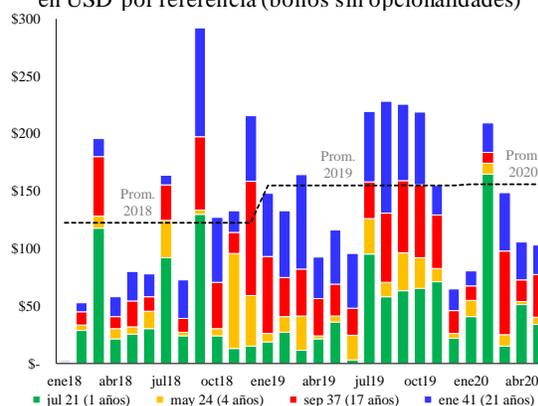
Durante este periodo la volatilidad en el mercado de TES disminuyó y el escenario más probable continuó siendo un estado de volatilidad media (ver Anexo 7); sin embargo, este valor se encuentra por encima de los niveles observados durante los últimos años. Por su parte, los niveles promedio de *Bid-Ask Spread* (BAS) y profundidad presentaron niveles similares a lo observado en mayo y 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 18 de junio.

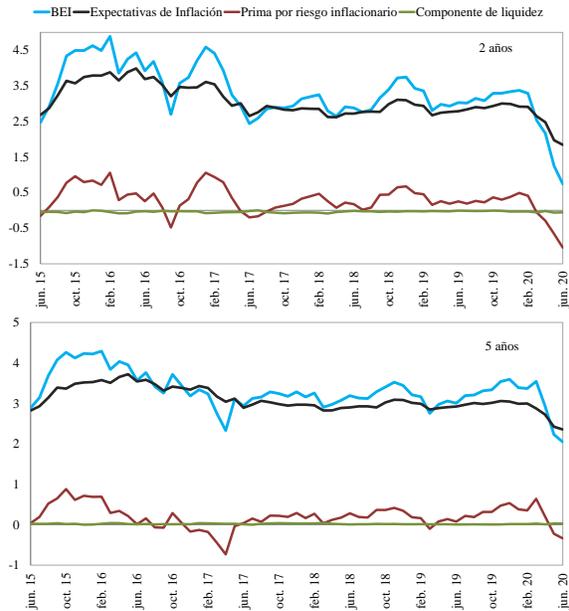
En los Gráficos 9 y 10 se muestra la evolución de los rendimientos y los montos negociados de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares que se transan en los mercados internacionales¹. Desde el 29 de mayo, las tasas de los títulos con vencimientos a 1, 4, 17 y 21 años presentaron variaciones de -21 p.b, 7 p.b, 9 p.b. y 8 p.b, respectivamente, al tiempo que el monto negociado en lo corrido de junio es similar al registrado el mes anterior.

En el Gráfico 11, con información al 18 de junio 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 1,84% (ant: 1,97%) y para los próximos 5 años sea 2,36% (ant: 2,42%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio cayeron 39 y 11 p.b. y se ubicaron en -1,05% y -0,34% 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

¹ Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada con alta liquidez.

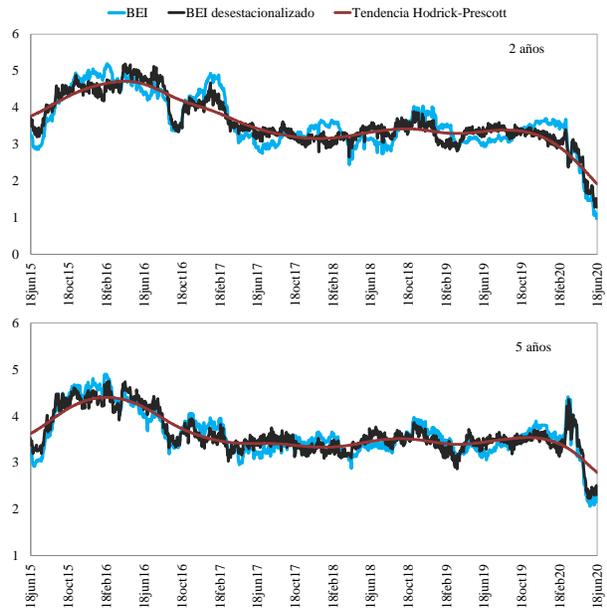
comportamiento decreciente y refleja expectativas de inflación promedio para los próximos dos y cinco años de 1,92% (ant: 2,46%) y 2,78% (ant: 3,26%), respectivamente.

Gráfico 11. Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

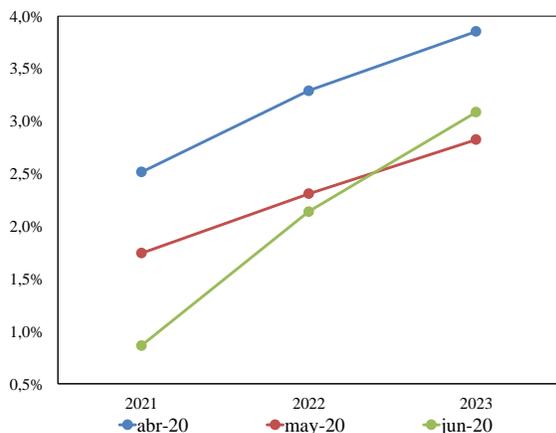
Gráfico 12. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

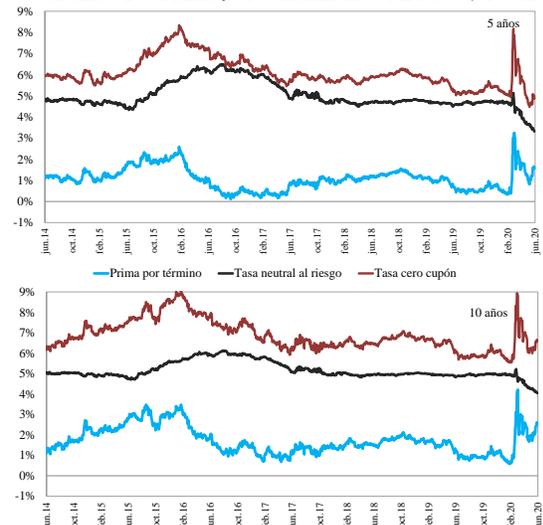
El Gráfico 13 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2021, 2022 y 2023, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 0,87%, 2,14% y 3,09%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en junio para 2021 y 2022 es inferior a los estimados en abril y mayo, mientras que para 2023 es inferior al calculado en abril pero superior al observado en mayo. Por otro lado, respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término de los TES en pesos subieron 49 p.b. y 45 p.b. para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 14). Al contrario, las tasas neutras al riesgo descendieron 25 p.b. y 17 p.b. y se ubicaron en 3,31% y 4,04% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente.

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



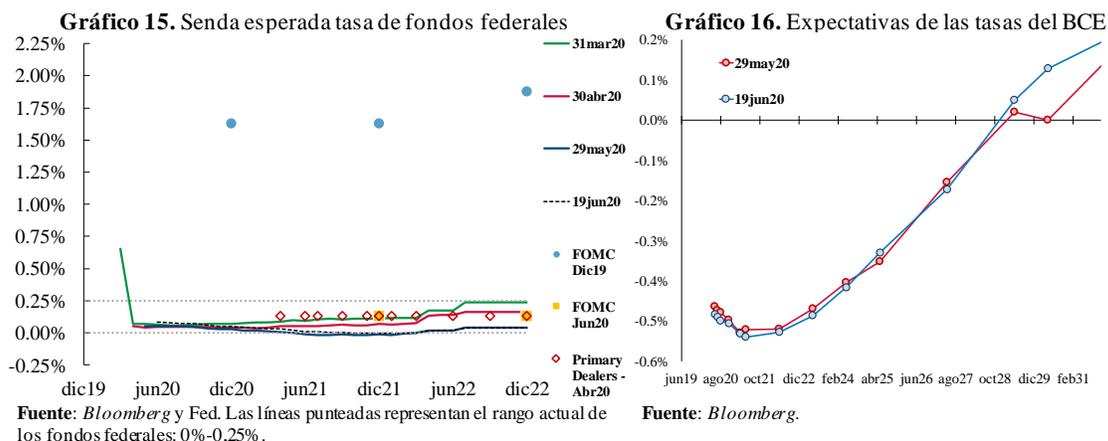
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

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



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Frente a lo observado el 29 de mayo y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el mercado continúa anticipando que no habrán cambios en el rango de los fondos federales en el mediano plazo y la tasa esperada para diciembre de 2020 pasó de 0,03% el 29 de mayo a 0,05% el 19 de junio (Gráfico 15). Adicionalmente, según el CME² 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, se ubica en 100% (Cuadro 2 y Anexo 5³).



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

	0%-0,25%	0,25%-0,5%
29may20	100%	0%
18jun20	100%	0%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange. *Rango actual.

Adicionalmente, el 10 de junio la Fed actualizó sus proyecciones económicas de la siguiente manera:

- i) Con respecto a las proyecciones de crecimiento económico y comparando con sus estimaciones de diciembre del 2019, estas se redujeron de 2,0% a -6,5% para el 2020, debido al impacto de la pandemia en la economía estadounidense. No obstante, pasaron de 1,9% a 5,0% para 2021, de 1,8% a 3,5% para 2022 y de 1,9% a 1,8% en el Largo Plazo (LP).
- ii) Las proyecciones de la tasa de desempleo pasaron de 3,5% a 9,3% para 2020, de 3,6% a 6,5% para 2021, de 3,7% a 5,5% para 2022 y se mantuvieron en 4,1% para el LP.
- iii) El pronóstico de inflación bajó de 1,9% a 0,8% para 2020, de 2% a 1,6% para 2021, de 2% a 1,7% para 2022 y se mantuvieron en 2% para el LP.

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 postergó de enero a marzo del 2020, con base en los futuros del índice *Eonia* (Gráfico 16).

Respecto a las expectativas de inflación en Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de junio disminuyó para diciembre de 2020 de 2,80% a 2,27%, mientras que para diciembre de 2021 se mantuvo estable al pasar de 3,02% a 3,01% (Gráficos 17 y 18). Por otro lado, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR) la inflación esperada a dos años (junio de 2022) aumentó a 3,20% frente a lo proyectado el mes anterior para mayo de 2022 (3,15%).

² Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

³ Específicamente, el Gráfico A5.3 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.

Gráfico 17. Inflación esperada promedio para cierre 2020

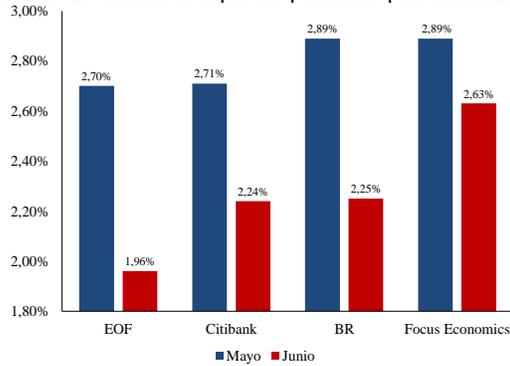
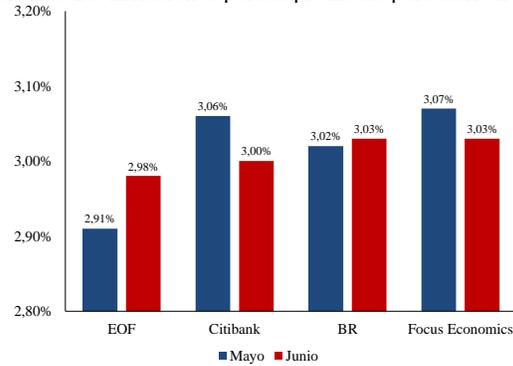


Gráfico 18. Inflación esperada promedio para cierre 2021



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de junio con encuestas recolectadas entre el 10 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de junio. La encuesta del BR se realizó entre el 8 y el 11 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 16 de junio, con encuestas entre el 9 y el 14 de este mismo mes.

En conclusión, la tendencia del BEI continúa disminuyendo, lo que refleja las menores expectativas de inflación en línea con las encuestas. No obstante, el valor puntual del BEI de corto plazo puede estar subestimando el valor esperado de la inflación debido a las fuertes desvalorizaciones de los TES UVR que pudieron estar acentuadas por la baja liquidez observada en este periodo.

Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región

Desde la última reunión de la JDBR, las pendientes de México y Chile han aumentado ante valorizaciones importantes del tramo corto de la curva. Estas valorizaciones se han dado en un contexto de expectativas de: *i*) mayores recortes de la TPM por parte de los bancos centrales de estos países; y *ii*) tasas en niveles mínimos por un tiempo superior al previsto anteriormente. Por su parte, la curva de Brasil continuó valorizándose, corrigiendo las desvalorizaciones importantes observadas durante abril y mayo. Por último, los bonos chilenos se vieron favorecidos durante la última semana luego que el Banco Central anunciara que empezaría a comprar bonos bancarios y bonos emitidos por el Banco Central a partir del 22 de junio, y expectativas de que el Congreso de este país le otorgue al Banco Central la potestad de comprar bonos emitidos por el Gobierno (Gráfico 19; Anexo 4).

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

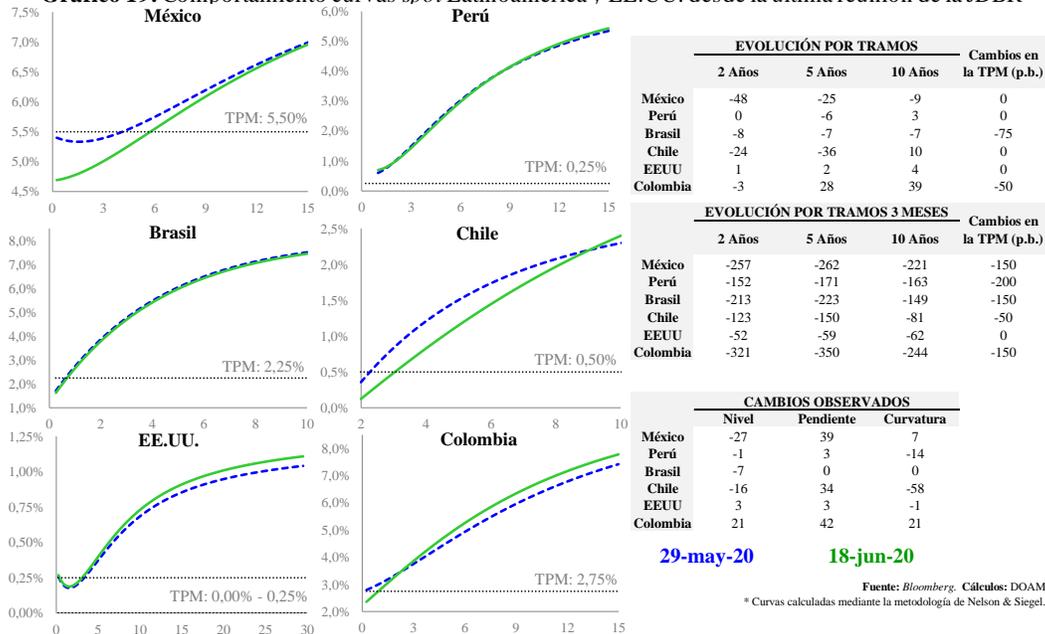
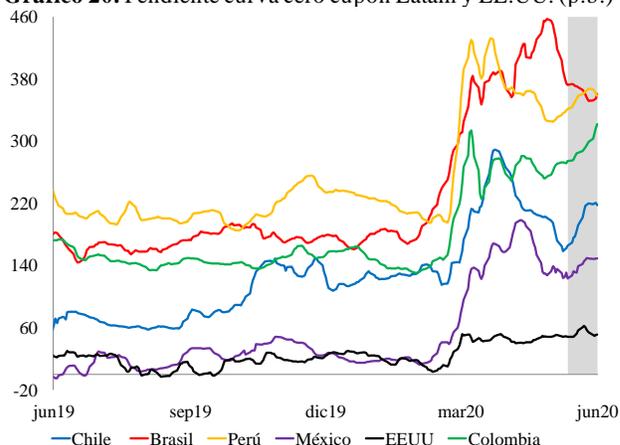


Gráfico 20. Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU. (p.b.)



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 está dividido entre quienes esperan un recorte de 25 p.b. y quienes descuentan una reducción de 50 p.b. de la TPM por parte de la JDBR durante su reunión de junio. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)⁴ el 53,3% de los encuestados espera una reducción de 25 p.b, el 37,8% prevé un recorte de 50 p.b, mientras que el 8,9% restante estima que la tasa se mantendrá inalterada. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg⁵, 5 de los 8 analistas encuestados esperan que la JDBR recorte la TPM en 50 p.b, mientras que los 3 restantes esperan un recorte de 25 p.b. Por último, según las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros realizadas por Anif y Citibank⁶ para la reunión de la JDBR de junio se encuentra que, de las 32 entidades encuestadas, el 44% espera y recomienda un recorte de 50 p.b. en la TPM, el 41% espera y recomienda un recorte de 25 p.b, el 6% espera un recorte de 25 p.b. y recomienda uno de 50 p.b, el 3% no espera cambios pero recomienda un recorte de 25 p.b, el 3% no espera cambios pero recomienda un recorte de 50 p.b. y el 3% restante pronostican un recorte de 50 p.b. pero no recomiendan cambios (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 mayo y junio el promedio de la tasa esperada disminuyó de 2,33% a 2,16%.

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 42 p.b. hasta ubicarse en 331 p.b. Así mismo, las pendientes de México (150 p.b.), Chile (203 p.b.), Perú (355 p.b.) y EE.UU. (49 p.b.) aumentaron 39 p.b, 34 p.b, 3 p.b. y 3 p.b, respectivamente, mientras que la pendiente de Brasil (376 p.b.) se mantuvo estable.

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*

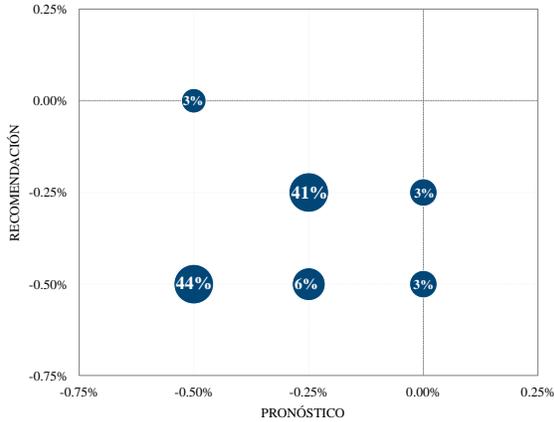
⁴ Publicada el 23 de junio. Datos recolectados entre el 10 y el 17 de junio.

⁵ Datos al 23 de junio.

⁶ Recibidas el 19 y 24 de junio, respetivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de Citibank. En particular, en esta ocasión Alianza y Banco Agrario 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 JP Morgan recomendó un recorte de 50 p.b. en la encuesta de Citi mientras que en la de Anif recomendó uno de 100 p.b.

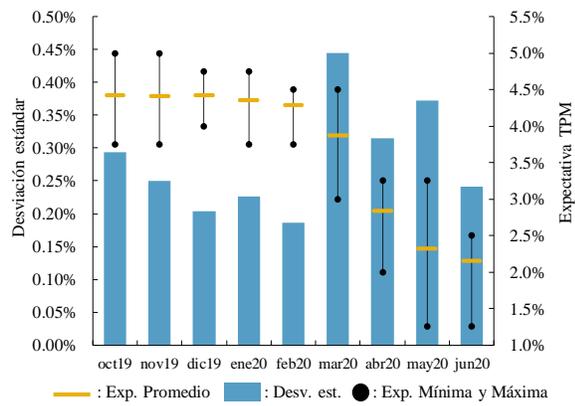
BBVA recomendó un recorte de 50 p.b. en la encuesta de Anif y en la encuesta de Citibank indicó uno de 25 p.b. p.b; y Ultraserfinco recomendó un recorte de 25 p.b. en la encuesta de Anif y en la encuesta de Citibank indicó uno de 50 p.b. p.b.

Gráfico 20. Encuesta sobre TPM de Anif y Citibank



Fuente: Encuestas de Anif y Citibank

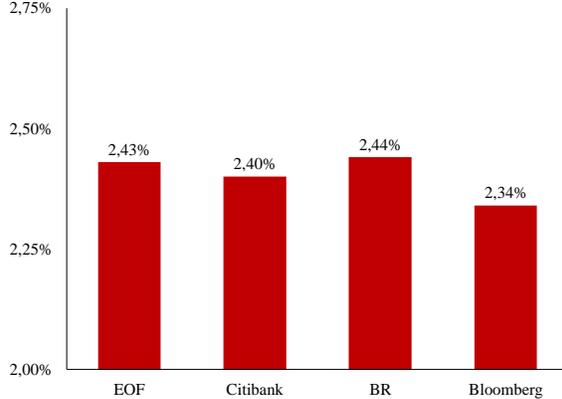
Gráfico 22. Expectativas TPM para diciembre de 2020



Fuente: Encuesta Citibank.

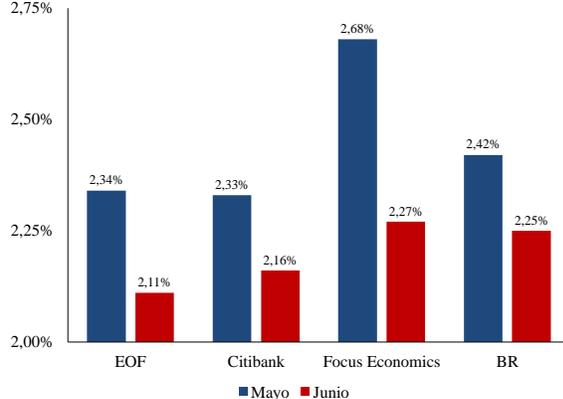
En los Gráficos 23 y 24 se muestran las expectativas sobre la TPM para las reuniones de junio y diciembre de 2020. En estas se observa que: *i*) la mayoría de agentes espera un recorte de 25 p.b. o 50 p.b. durante la reunión de junio; y *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2020 se redujo de 2,44% a 2,20%.

Gráfico 23. Expectativas TPM para junio de 2020



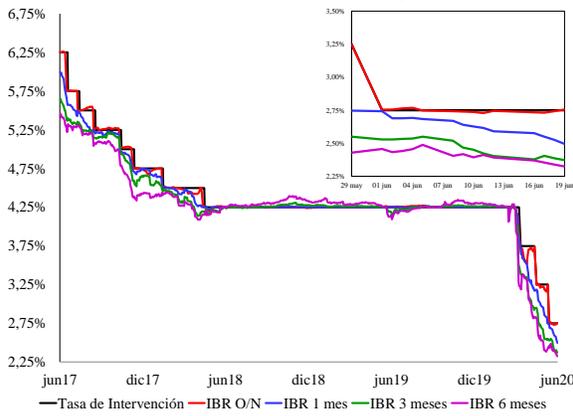
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de junio con encuestas recolectadas entre el 10 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de junio. La encuesta del BR se realizó el 8 y el 11 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 16 de junio, con encuestas entre el 9 y el 14 de este mismo mes.

Gráfico 24. Expectativas TPM para diciembre de 2020



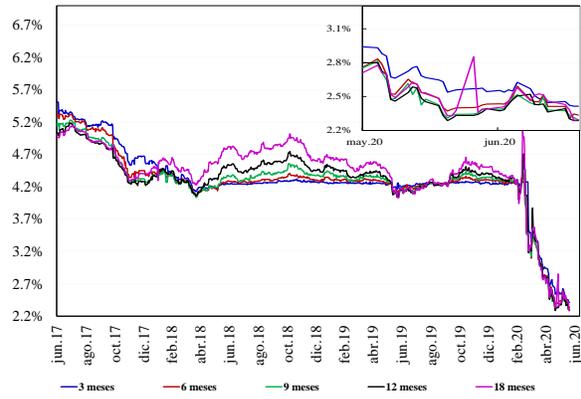
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 25 muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de mayo de 2020, donde se redujo la TPM en 50 p.b, las tasas IBR O/N, a 1 y 3 meses se redujeron 50 p.b, 1 p.b. y 2 p.b, respectivamente, mientras que la tasa a 6 meses aumentó 3 p.b. Desde entonces y hasta el 5 de junio, estas tasas variaron 0 p.b, -6 p.b, 2 p.b. y 3 p.b, en su orden. A partir del 6 de junio, una vez se conoció el dato de inflación de mayo, las mismas tasas han variado 1 p.b, -19 p.b, -18 p.b. y -16 p.b. Así, el 19 de junio las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 2,76%, 2,50%, 2,37% y 2,32%, respectivamente.

Gráfico 25. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BR. Cálculos: BR.

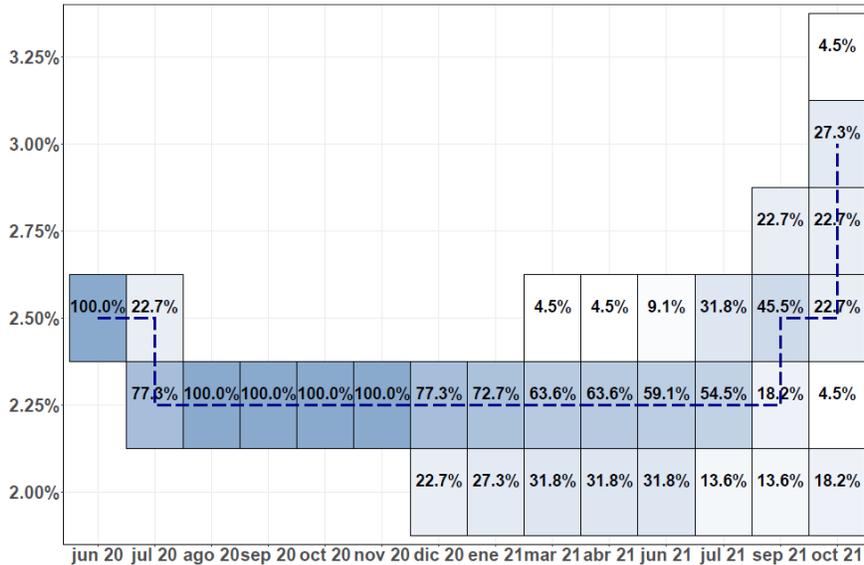
Gráfico 26. Tasas OIS



Fuente: BR. Cálculos: BR.

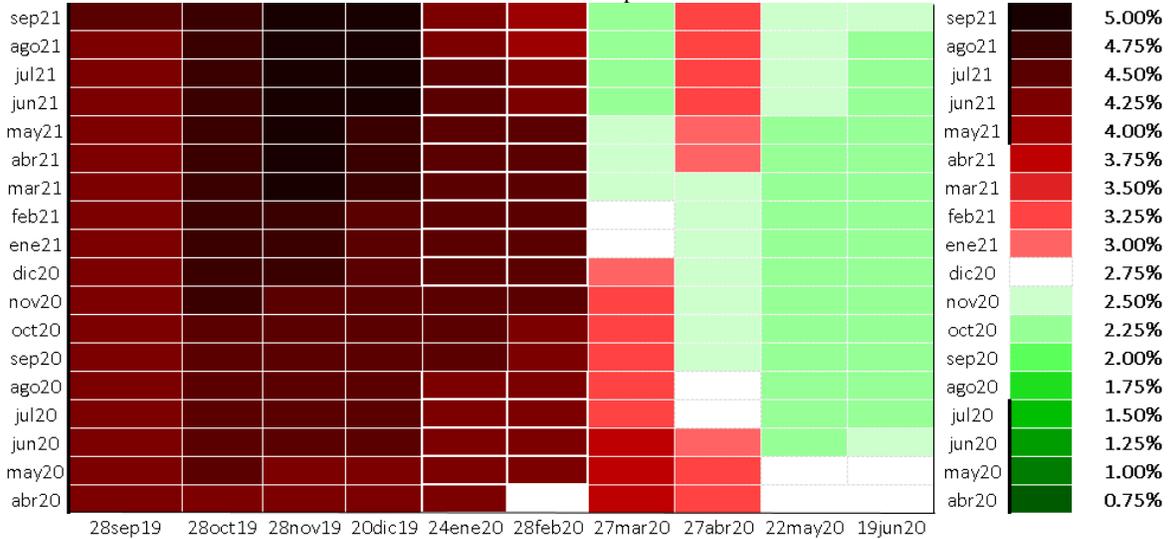
Durante el mes de junio las tasas OIS disminuyeron, y al 19 de junio se situaron en 2,41% , 2,34% , 2,29% , 2,29% y 2,29% , para las tasas a 3, 6, 9, 12 y 18 meses, respectivamente (Gráfico 26). Adicionalmente, de acuerdo con estimaciones del DOAM a partir de las tasas de la curva OIS, se espera reducciones de 25 p.b. de la TPM en las reuniones de junio y julio de 2020. Luego se espera que permanezca inalterada hasta septiembre de 2021, en donde el escenario más probable es un aumento de 25 p.b, seguido por otro aumento de 50 p.b. en octubre 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

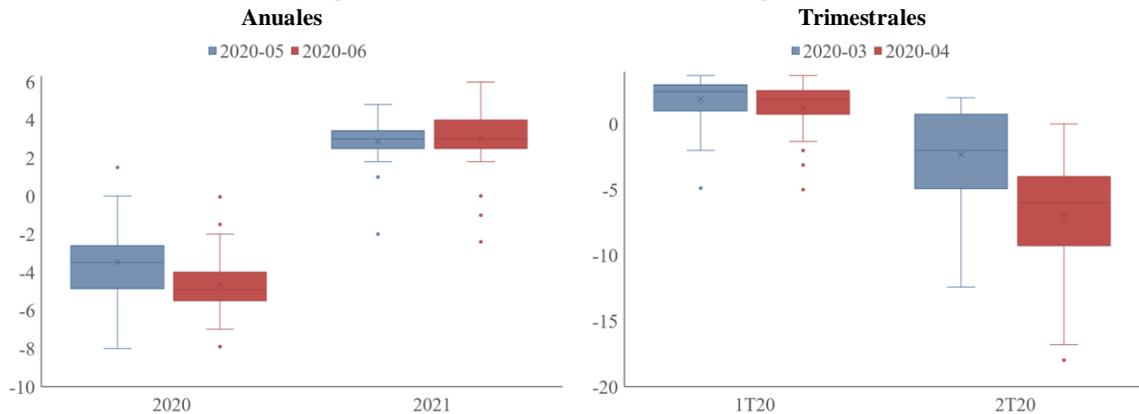


Fuente: Bloomberg. Cálculos: BR.

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 -4,67% (ant: -3,48%) y 2T20 a -8,60% (ant: -6,87%), mientras que la aumentaron para 2021 a 3,02% (ant: 2,86%). Para el 3T20 los analistas indicaron una contracción esperada de 3,9%.

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



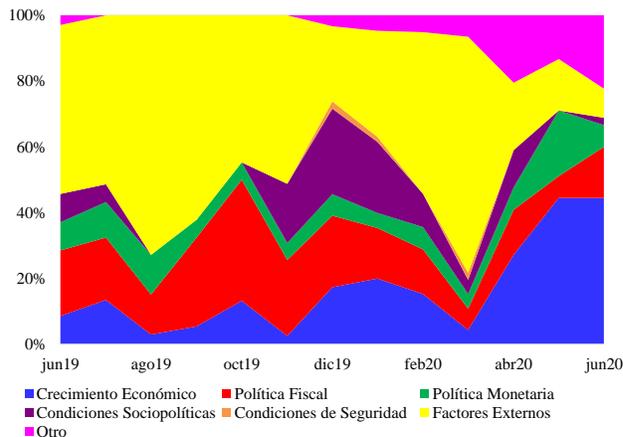
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: BR. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

El 8 de junio el Banco Mundial redujo su estimación de crecimiento para Colombia de -2% a -4,9% durante 2020, mientras que para 2021 la aumentó de 3,4% a 3,6%. Por su parte, el 9 de junio *Fitch Ratings* también redujo su proyección de crecimiento para 2020 de -2% a -4,5%. Así mismo, el 10 de junio la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) recortó su expectativa de crecimiento para 2020 desde 3,6% a un rango entre -6,1% y -7,9% dependiendo de la severidad de la pandemia. Para 2021 la OCDE redujo su estimación desde 3,3% a 2,8%. Ese mismo día, la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (Anif) proyectó que la economía podría contraerse 4,5% durante 2020, aunque su escenario base es una contracción de 2,4%, mientras que unas semanas atrás estimaba un crecimiento nulo durante el año.

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 35 p.b. (ant: valorizaciones de 20 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 3,1% (anterior: valorizaciones de 4,4%).

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

a) Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2020 disminuyeron para todos los países de la muestra, excepto para EE.UU. y Rusia donde la expectativa se mantuvo inalterada. Los datos de inflación de mayo se ubicaron por encima de lo esperado por el mercado para Perú, Brasil, Argentina, Turquía y Noruega, en línea con lo estimado por los analistas para Rusia, y por debajo para los demás países analizados. Las expectativas de inflación para diciembre de 2020 aumentaron para México, Brasil, Ecuador, India y Turquía, permanecieron iguales para EE.UU. y disminuyeron para los demás países. En cuanto a las expectativas de TPM para diciembre de 2020, estas se mantuvieron estables para Chile, Perú, Brasil, EE.UU., El Salvador y Paraguay, aumentaron para Argentina, Costa Rica y Guatemala, y se redujeron para los demás países. En Colombia, la inflación observada en mayo 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 44% resaltó el crecimiento económico (ant: 44%), un 22% otros factores (ant: 13%), un 16% la política fiscal (ant: 7%), un 9% los factores externos (ant: 16%), un 7% la política monetaria (ant: 20%), mientras que el 2% restante mencionó las condiciones sociopolíticas (ant: 0%; Gráfico 30). La mayoría de agentes que respondió otros factores mencionó la evolución de la emergencia sanitaria ante el avance de la pandemia del Covid-19 a nivel global.

⁷ 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		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2020	
	Esp.	Obs.	May. 20	Jun. 20		May. 20	Jun. 20	Esp.	Obs.	May. 20	Jun. 20
Colombia	3,27%	2,85%	2,71%	2,24%	2,75%	2,33%	2,16%	3,20%	1,10%	-4,13%	-4,78%
Chile	2,90%	2,80%	2,70%	2,40%	0,50%	0,50%	0,50%	-1,80%	0,40%	-2,70%	-4,80%
México	2,98%	2,84%	2,83%	3,04%	5,50%	4,82%	4,49%	-0,50%	-1,60%	-7,27%	-8,16%
Perú	1,63%	1,78%	1,39%	1,19%	0,25%	0,25%	0,25%	-3,50%	-3,40%	-5,01%	-8,32%
Brasil	1,79%	1,88%	1,59%	1,60%	2,25%	2,25%	2,25%	-0,30%	-0,30%	-5,12%	-6,51%
Ecuador	n.d.	0,75%	-0,19%	-0,06%	6,08%	n.d.	n.d.	n.d.	-1,00%	-5,77%	-6,99%
Argentina	43,30%	43,40%	46,32%	45,38%	38,00%	35,39%	38,01%	-5,40%	-5,40%	-6,87%	-8,75%
EE.UU.	0,30%	0,10%	0,80%	0,80%	0% - 0,25%	0,25%	0,25%	2,00%	0,30%	-5,70%	-5,70%
India	n.d.	n.d.	3,63%	3,70%	4,00%	3,83%	3,70%	1,60%	3,10%	1,38%	-0,24%
Sudáfrica	n.d.	n.d.	3,50%	3,40%	3,75%	3,75%	3,38%	-0,20%	-0,50%	-5,60%	-7,00%
China	2,70%	2,40%	3,34%	3,26%	3,85%	3,62%	3,55%	-6,00%	-6,80%	1,92%	1,59%
Rusia	3,00%	3,00%	3,50%	3,40%	4,50%	4,85%	4,75%	2,00%	1,60%	-4,80%	-4,80%
Turquía	10,87%	11,39%	10,40%	10,50%	8,25%	8,25%	8,05%	4,90%	4,50%	-3,60%	-4,00%
Noruega	1,10%	1,30%	1,30%	1,20%	0,00%	0,20%	0,00%	0,30%	1,10%	-5,00%	-5,30%
Costa Rica	n.d.	0,61%	0,68%	0,48%	0,75%	1,00%	1,40%	n.d.	2,90%	-2,99%	-3,44%
El Salvador	n.d.	-0,90%	0,21%	-0,33%	4,66%	4,20%	4,20%	n.d.	2,80%	-3,77%	-3,89%
Guatemala	n.d.	1,80%	2,35%	2,15%	2,00%	1,58%	1,69%	n.d.	3,90%	-2,00%	-2,04%
Honduras	n.d.	2,29%	3,37%	2,77%	4,50%	4,50%	4,50%	n.d.	2,50%	-2,45%	-2,77%
Panamá	n.d.	n.d.	-0,11%	-0,31%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,40%	-2,32%	-2,98%
Paraguay	n.d.	0,70%	2,52%	2,13%	1,25%	1,25%	1,25%	n.d.	3,50%	-1,66%	-1,99%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por *Citibank* el 24 de junio.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta enviada por el Banco Central de Chile el 2 de junio con plazo máximo de recepción al 8 de este mes.

México: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco de México el 1 de junio con respuestas recibidas entre el 16 y 28 de mayo.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 12 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.

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

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.

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.

* Los datos corresponden a la información observada del IT20 con respecto al IT19, excepto para Argentina, Sudáfrica, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay cuya información corresponde al 4T19. 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 abril y mayo, como se observó en la versión preliminar de este índice, el IDOAM disminuyó levemente reflejando principalmente la mejoría en los indicadores de confianza y la menor volatilidad en los mercados accionario y de deuda pública (Gráfico 31 y Anexo 7). Además, con datos preliminares para junio (EOF⁸, volatilidades⁹ y márgenes crediticios¹⁰) este indicador aumentó ligeramente y se mantiene en niveles históricamente altos ante 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.

En mayo, la confianza de los consumidores (obs: -34,0%; esp: -40,0%; ant: -41,3%) continuó en terreno negativo pero se ubicó por encima de lo esperado por el mercado y del mínimo histórico de abril. Esta mejora estuvo explicada principalmente por una percepción menos desfavorable de las condiciones económicas (obs: -63,4%; ant: -73,0%), y en menor medida por una mejora de las expectativas del consumidor a 12 meses (obs: -14,4%; ant: -20,1%). Así mismo, la confianza de los industriales (obs: -21,3%; ant: -35,8%) y comerciantes (obs: -9,2%; ant: -25,5%) también aumentó frente a los bajos niveles observados en abril, aunque continúa situándose en terreno negativo. El incremento de la confianza de los industriales se dio principalmente por unas expectativas de mayor

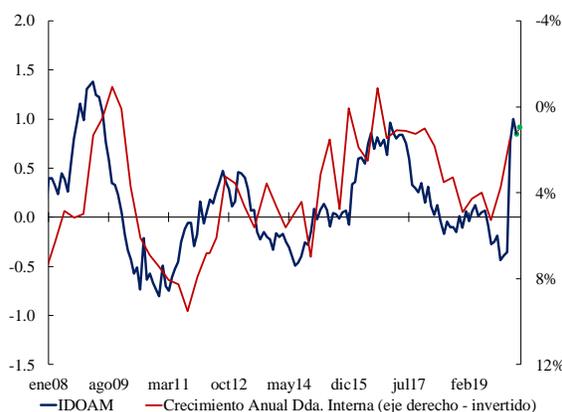
⁸ Recibida el 23 de junio.

⁹ Datos al 19 de junio.

¹⁰ Datos al 12 de junio.

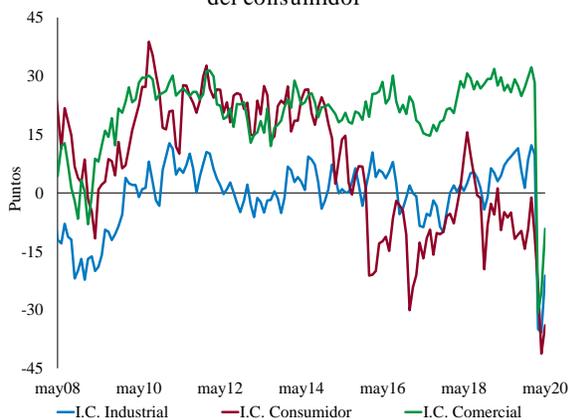
producción para el próximo trimestre y una reducción del nivel de existencias, mientras que el desempeño de la confianza de los comerciantes se explica por una mejor percepción de la situación económica actual de la empresa, así como por expectativas de una mejor situación económica para el próximo semestre (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



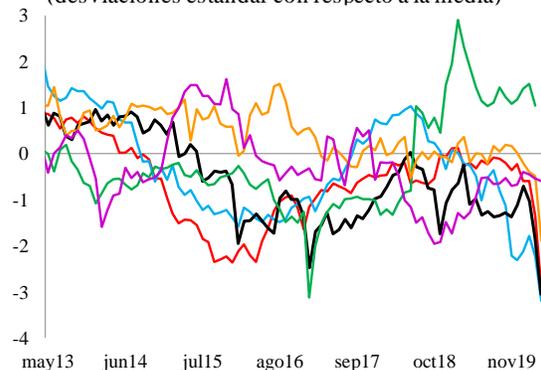
Fuente: Fedesarrollo.

Durante el periodo se conocieron los datos de crecimiento de las ventas al por menor y producción manufacturera de abril. Tanto las ventas al por menor (obs: -42,9%; esp: -30,5%; ant: -4,8%) como la producción manufacturera (obs: -35,8%; esp: -30,0%; ant: -8,9%) se contrajeron más de lo observado en marzo y de 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 abril y mayo desmejoró el indicador de Argentina, el de México se mantuvo sin cambios y mejoraron los de los demás países. 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*¹¹, el *Vstox*¹² y el *Skew*¹³, aumentó durante este periodo, presentó una alta volatilidad y se mantuvo en niveles elevados. Este comportamiento se dio principalmente como consecuencia de la incertidumbre en torno a una segunda ola de contagios por Covid-19, lo cual pondría en riesgo el proceso de reapertura gradual de la mayoría de economías a nivel global. Por su parte, los CDS a cinco años y los EMBI de los países de la región disminuyeron durante este periodo (Gráficos 34 y 35).

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.

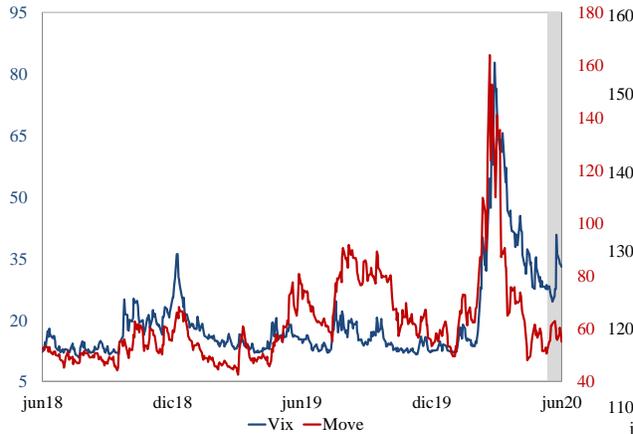
¹¹ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

¹² El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

¹³ 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.

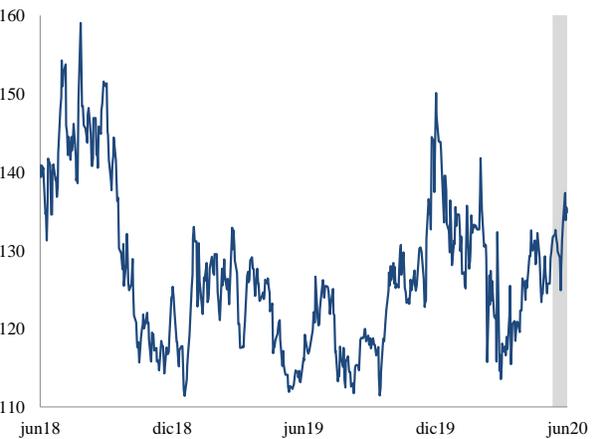
Finalmente, el *Move*¹⁴, aunque también aumentó en línea con los demás indicadores de percepción de riesgo, se mantuvo en niveles inferiores a los observados el año pasado ante la expectativa de que la Fed mantenga el rango de los Fondos Federales en el nivel actual por lo menos hasta 2022. Lo anterior se vio reforzado tras la reunión de junio del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), donde tanto las declaraciones del presidente de la Fed, Jerome Powell, como la publicación del *dot plot*, evidenciaron un alineamiento de los miembros del FOMC con el mercado en cuanto a expectativas de estabilidad de tasas por lo menos hasta 2022 (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.

¹⁴ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 23 de junio

	Empresa	Estimación	Fecha
1	4CAST/Continuum Economics	2,25%	15/06/2020
2	Banco Colpatría Red Multibanca	2,50%	15/06/2020
3	Banco de Bogotá SA	2,25%	15/06/2020
4	Casa de Bolsa SA	2,25%	15/06/2020
5	Fiduciaria de Occidente SA	2,50%	18/06/2020
6	Finagro	2,50%	22/06/2020
7	Pantheon Macroeconomics Ltd	2,25%	15/06/2020
8	Positiva Compañía de Seguros	2,25%	15/06/2020

Tasa	Obs.	Prob.
2,25%	5	63%
2,50%	3	38%
Tasa esperada ponderada		2,34%

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	2.50%	2.50%
Anif	2.50%	2.50%
Asobancaria	2.50%	2.50%
Axa Colpatria	2.50%	2.50%
Banco Agrario	2.50%	2.50%
Banco Davivienda	2.25%	2.25%
Banco de Bogotá	2.25%	2.25%
Banco de Occidente	2.50%	2.50%
Banco Popular	2.25%	2.75%
BBVA	2.25%	2.25%
BNP Paribas	2.50%	2.25%
BTG Pactual	2.25%	2.25%
Camacol	2.25%	2.25%
Casa de Bolsa	2.50%	2.50%
Cede	2.75%	2.25%
Citibank	2.25%	2.25%
Colfondos	2.50%	2.50%
Continuum Economics	2.25%	2.25%
Corficolombiana	2.50%	2.50%
Credicorp Capital	2.25%	2.25%
Fedesarrollo	2.25%	2.25%
Fidubogotá	2.25%	2.25%
Fiduoccidente	2.50%	2.25%
Fiduprevisora	2.25%	2.25%
Grupo Bancolombia	2.25%	2.25%
Itaú	2.50%	2.50%
JP Morgan	2.25%	2.25%
Positiva	2.25%	2.25%
Protección	2.50%	2.50%
Scotiabank Colpatria	2.50%	2.50%
Skandia	2.50%	2.50%
XP Securities	2.75%	2.50%
Promedio	2.40%	2.38%
Mediana	2.50%	2.25%
STDV	0.15%	0.14%
Máximo	2.75%	2.75%
Mínimo	2.25%	2.25%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
2.25%	53%	17
2.50%	44%	14
2.75%	3%	1
3.00%	0%	0
3.25%	0%	0
Total	100%	32

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
2.25%	47%	15
2.50%	47%	15
2.75%	6%	2
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	2.33%	3.60%
Anif	2.50%	2.90%
Asobancaria	2.34%	3.06%
Axa Colpatría	2.10%	2.90%
Banco Agrario	2.19%	2.98%
Banco Davivienda	2.06%	
Banco de Bogotá	2.06%	3.08%
Banco de Occidente	2.30%	3.18%
BBVA	2.39%	2.80%
BNP Paribas	1.80%	2.80%
BTG Pactual	2.30%	2.70%
Casa de Bolsa	2.21%	3.00%
Citi	2.20%	2.80%
Colfondos	2.74%	2.95%
Continuum Economics	2.80%	3.20%
Corficolombiana	2.21%	3.00%
Credicorp Capital	2.10%	2.60%
Fidubogotá	2.00%	3.00%
Fiduoccidente	1.29%	3.25%
Fiduprevisora	2.59%	3.49%
Grupo Bancolombia	1.50%	2.30%
Itaú	2.50%	3.00%
JP Morgan	1.58%	2.73%
Skandia	2.48%	2.93%
Positiva	2.90%	3.00%
Scotiabank Colpatría	2.72%	3.15%
XP Securities	2.30%	3.10%
Promedio	2.24%	2.98%
Mediana	2.30%	3.00%
STDV	0.38%	0.26%
Máximo	2.90%	3.60%
Mínimo	1.29%	2.30%

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

Encuestas realizadas entre el 9 y el 14 de junio

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,25%	1	4,8%	0	0,0%
2,00%	4	19,0%	1	6,3%
2,25%	9	42,9%	3	18,8%
2,50%	4	19,0%	1	6,3%
2,75%	3	14,3%	3	18,8%
3,00%	0	0,0%	2	12,5%
3,25%	0	0,0%	1	6,3%
3,50%	0	0,0%	2	12,5%
3,75%	0	0,0%	1	6,3%
4,00%	0	0,0%	1	6,3%
4,25%	0	0,0%	1	6,3%
Media		2,27%		2,98%
Mediana		2,25%		2,88%

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

Encuestas realizadas entre el 9 y el 14 de junio

Empresa		Estimación 2020	Estimación 2021
1	AGPV	3,00%	3,10%
2	Banco Davivienda	2,06%	-
3	Bancolombia	1,50%	-
4	BBVA Research	2,39%	2,86%
5	Citigroup Global Mkts	2,20%	2,80%
6	Corficolombiana	3,40%	-
7	Credicorp Capital	2,10%	2,50%
8	EIU	1,10%	4,30%
9	Fedesarrollo	3,46%	3,20%
10	Fitch Solutions	3,17%	3,31%
11	Goldman Sachs	2,40%	3,00%
12	HSBC	3,70%	1,50%
13	Itaú Unibanco	2,50%	3,00%
14	JPMorgan	1,60%	2,70%
15	Moody's Analytics	2,80%	3,34%
16	Oxford Economics	2,99%	2,98%
17	Pezco Economics	2,20%	2,70%
18	Polinomics	2,50%	3,00%
19	Positiva Compañía de Seguros	2,90%	3,00%
20	S&P Global	3,40%	3,70%
21	Scotiabank	3,20%	3,10%
22	UBS	3,18%	3,45%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,00% - 1,25%	1	4,55%	0	0,00%
1,50% - 1,75%	2	9,09%	1	5,26%
2,00% - 2,25%	4	18,18%	0	0,00%
2,25% - 2,50%	2	9,09%	0	0,00%
2,50% - 2,75%	2	9,09%	3	15,79%
2,75% - 3,00%	3	13,64%	3	15,79%
3,00% - 3,25%	4	18,18%	7	36,84%
3,25% - 3,50%	3	13,64%	3	15,79%
3,50% - 3,75%	1	4,55%	1	5,26%
4,25% - 4,50%	0	0,00%	1	5,26%
Media		2,63%		3,03%
Mediana		2,65%		3,00%

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDDBR de mayo, en la cual la tasa de referencia se redujo 50 p.b. a 2,75% tal como lo anticipaba el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 6 p.b, 6 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 0 p.b, 1 p.b. y 3 p.b. para las referencias con vencimiento en 2023, 2025 y 2027, respectivamente.

El Dane publicó el 5 de junio la variación del índice de precios al consumidor en mayo, ubicándose en -0,32% mes a mes. Dicho resultado fue inferior al dato de la encuesta del BR (0,13%), a la inflación registrada en el mismo mes del año 2019 (0,31%) y a las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,09%). La variación anual fue de 2,85% (esp: 3,27%). Entre el 5 y el 6 de abril las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -8 p.b, -6 p.b. y -8 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 33 p.b, 13 p.b. y 8 p.b. para los mismos plazos.

Adicionalmente, el 5 de junio el Gobierno Nacional anunció detalles sobre la expedición de TES en pesos a un plazo de 30 años, como una herramienta adicional de financiación en medio de la emergencia causada por la pandemia del covid-19, y anticipando un posible menor recaudo de impuestos durante el segundo trimestre del 2020. En el comunicado, el Gobierno indicó que estaba trabajando en la documentación respectiva y que Bancolombia, CitiBank y BBVA habían sido seleccionados para estructurar la emisión, con la cual se espera obtener recursos por al menos \$2 billones.

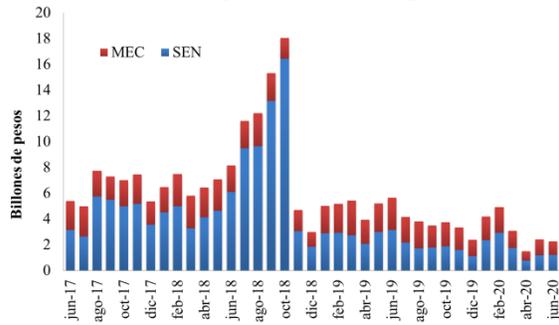
El 15 de junio el Gobierno solicitó formalmente al Comité Consultivo de la Regla Fiscal concepto sobre la suspensión de la Regla Fiscal durante los años 2020 y 2021, para hacer frente a los efectos económicos del Covid-19. Frente a esta solicitud, el Comité dió concepto favorable con base en el *compromiso del Gobierno nacional de ejecutar una política fiscal que permita retornar a la senda de déficit consistente con los parámetros establecidos en la Regla Fiscal a partir del año 2022.*

En línea con lo anterior, el 17 de junio se anunció la suspensión temporal de la Regla Fiscal y se indicó que en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (que se presentará al Congreso de la República el 26 de junio) se darán a conocer los elementos básicos de la estrategia para retornar a la senda de déficit de mediano plazo a partir del 2022 .

Entre el 15 y el 16 de junio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -4 p.b, 4 p.b. y 9 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -9 p.b, 2 p.b, 15 p.b. y 10 p.b. para las referencias con vencimiento en 2021, 2023, 2025 y 2027, respectivamente. Entre el 17 y el 18 de junio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -13 p.b, -15 p.b. y -13 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -11 p.b, -18 p.b. y -12 p.b. para los mismos plazos.

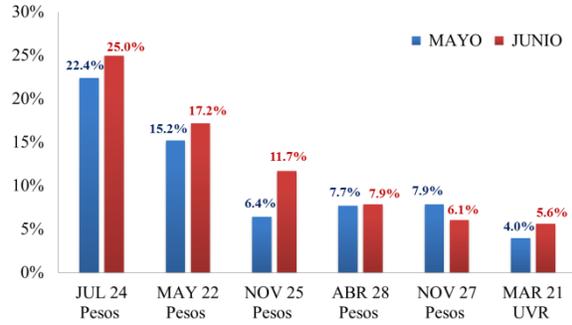
En lo corrido del mes de junio, el monto promedio diario negociado ha sido \$2,23 billones, inferior al observado el mes anterior (\$2,40 billones) e inferior al registrado en mayo de 2019 (\$5,64 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos más transados han sido aquellos en pesos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 22,4% a 25,0%, seguidos por aquellos denominados en pesos que vencen en mayo de 2022, cuya participación subió de 15,2% a 17,2% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



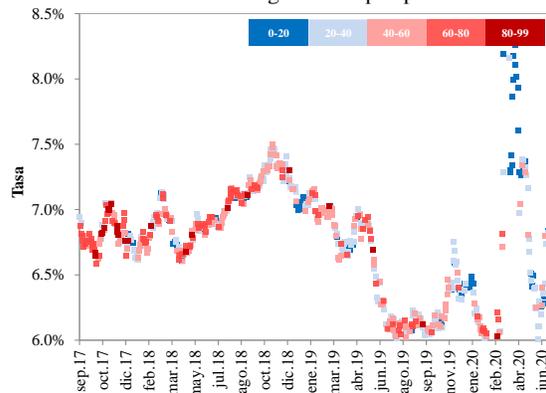
Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 18 de junio del 2020.

Gráfico A2.3. TES más transados



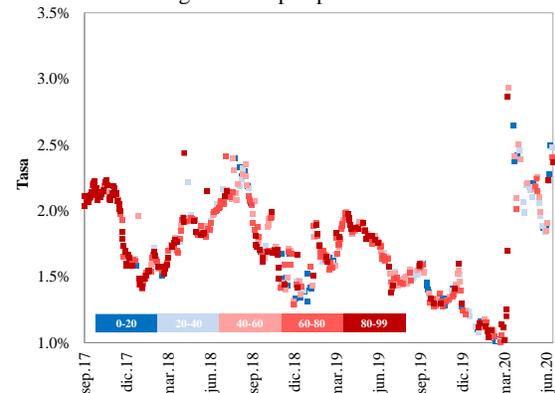
Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria

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 2021 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: 1 año). En mayo 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 2021 se han ubicado en su mayoría entre los percentiles 40 y 60.

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

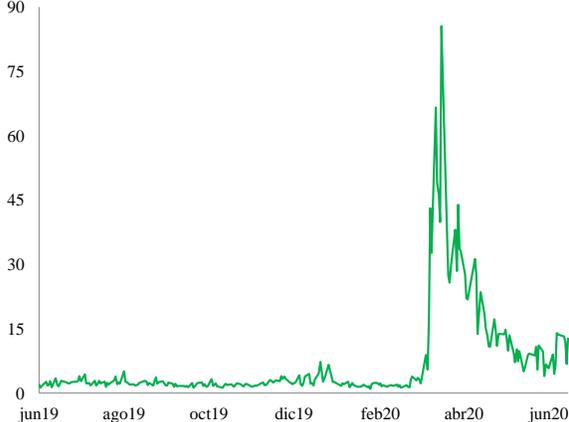
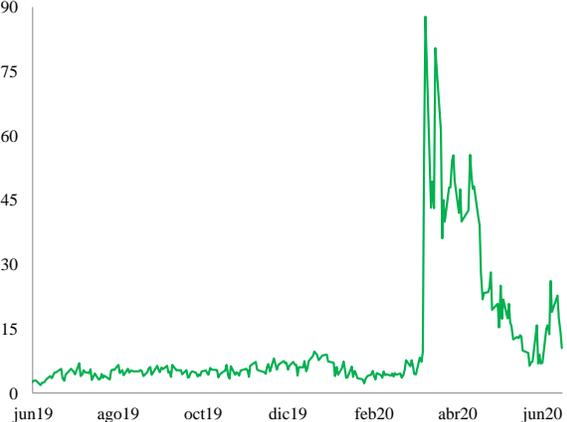


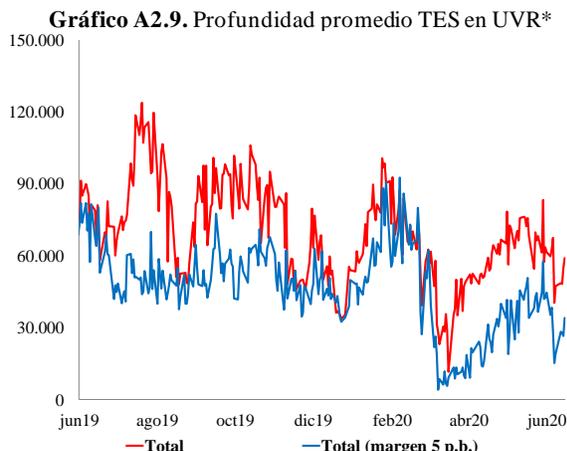
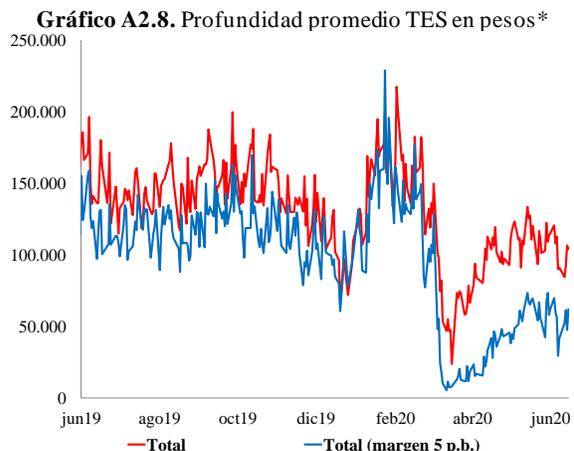
Gráfico A2.7. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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 mayo, el *bid-ask spread* (BAS) promedio en lo corrido de junio se mantuvo en niveles similares pero superiores a los observados durante los últimos años. Al 19 de junio el BAS promedio se ubicó en 8,9 p.b. y 14,6 p.b para los TES en pesos y UVR,

respectivamente, frente a los niveles de 9,5 p.b. y 14,5 p.b. observados durante mayo (Gráficos A2.6 y A2.7). Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES denominados en pesos y UVR disminuyó \$7,2 mm y \$11,0 mm, en su orden (Gráficos A.8 y A2.9).

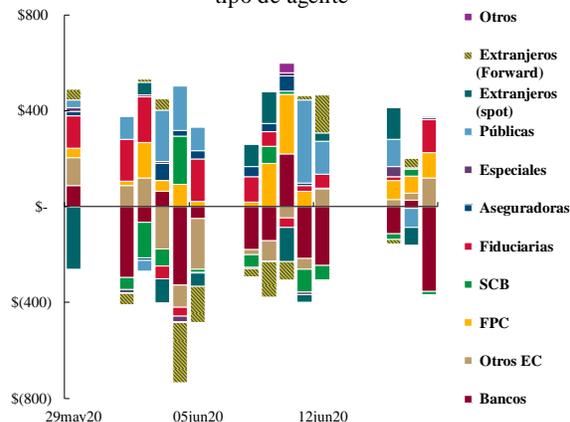


Fuente y Cálculos: Banco de la República. * Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total 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

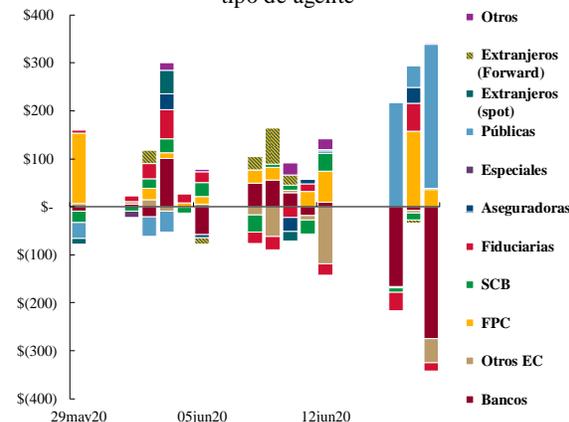
Desde el 29 de mayo, los principales agentes compradores de TES en pesos fueron las entidades públicas (\$1077 mm), los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$1112 mm) y los FIC a través de sociedades fiduciarias (\$782 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$1681 mm). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR fueron las entidades públicas (\$483 mm) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$404 mm), mientras que los principales oferentes fueron los bancos comerciales (\$294 mm) y las corporaciones financieras (\$241 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 18 de junio) los inversionistas extranjeros han realizado ventas netas de TES en pesos y TES UVR por \$452 mm y \$469 mm, respectivamente. Desde el 29 de mayo, vendieron en neto TES en pesos por \$135 mm en el tramo medio y compraron en neto \$44 mm y \$121 mm en los tramos corto y largo, respectivamente. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES UVR por \$2 mm y \$16 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, y compraron \$47 mm en el tramo largo.

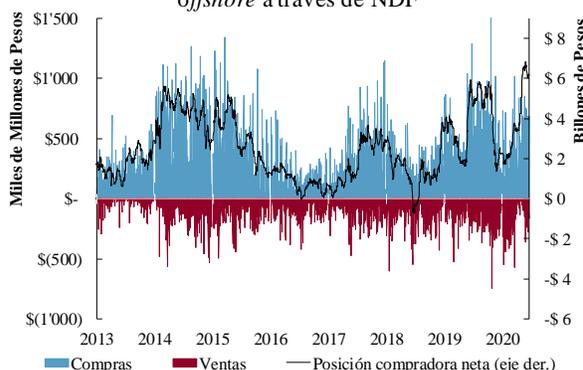
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)*
(valor nominal en miles de millones de pesos)

	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	9639	372	(463)	(819)	(399)	(1'681)	(505)	182	29	(294)
Compañía de Financiamiento Comercial	4	(1)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	821	580	(29)	(124)	(68)	(221)	2	(147)	(95)	(241)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	10'463	951	(493)	(943)	(466)	(1'902)	(503)	35	(66)	(534)
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(35)	(1)	(4)	-	(2)	(6)	-	(1)	(1)	(2)
Terceros	5'034	(1'418)	229	37	846	1'112	6	7	391	404
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	4'999	(1'418)	226	37	844	1'106	6	6	390	402
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	117	210	157	(327)	(18)	(188)	(0)	45	(24)	20
Terceros	(63)	(199)	(34)	(7)	11	(30)	(9)	1	12	5
Extranjeros	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	54	11	123	(334)	(6)	(218)	(9)	46	(12)	25
Sociedades Fiduciarias										
Propia	48	34	-	(1)	16	15	(18)	(4)	-	(22)
Terceros	(1'361)	970	709	(141)	296	863	(43)	(90)	251	118
Extranjeros***	(953)	(469)	44	(115)	144	73	(2)	(16)	47	29
FIC	1'091	229	609	100	73	782	(32)	(32)	1	(63)
Pasivos Pensionales	(479)	213	(11)	(129)	(14)	(154)	1	6	69	76
Total Sociedades Fiduciarias	(1'313)	1'004	709	(141)	311	878	(61)	(94)	251	96
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	189	634	126	29	115	269	-	(36)	75	39
Terceros	6	3	-	-	2	2	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	6	3	-	-	2	2	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	195	636	126	29	117	271	-	(36)	75	39
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	3'936	233	1'183	(410)	1'265	2'037	(64)	(78)	704	562
Total Entidades Financieras Especiales**	1'094	(29)	60	22	(57)	25	(11)	(6)	3	(14)
Total Entidades Públicas****	6'658	3'681	-	1'311	(234)	1'077	578	-	(95)	483
Otros*****	57	144	-	20	(24)	(5)	-	48	23	72
Extranjeros	0	-	-	(20)	(23)	(43)	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	22'209	4'980	750	-	483	1'233	0	(0)	569	569

Fuente: BR. Información actualizada al 21 de mayo 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.

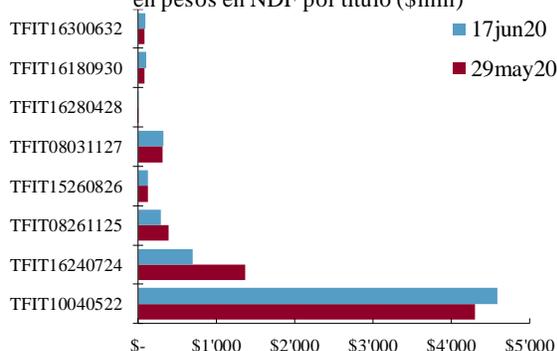
Por otra parte, con información al 17 de junio, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$7099 mm y ventas por \$1322 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$7560 mm y de ventas por \$1336 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$447 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 \$6647 mm el 29 de mayo a \$6200 mm el 17 de junio del 2020.

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



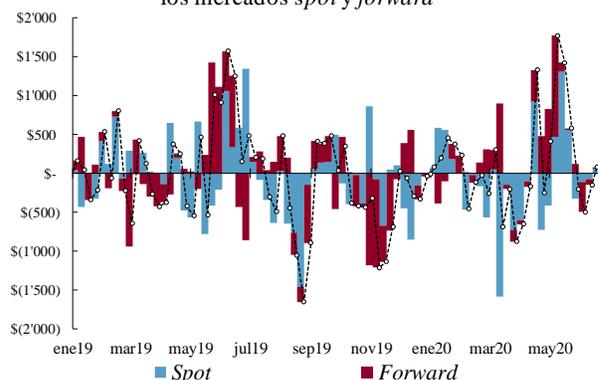
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



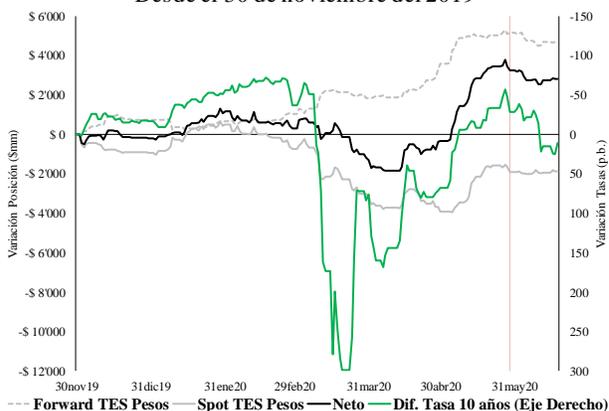
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos.

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.

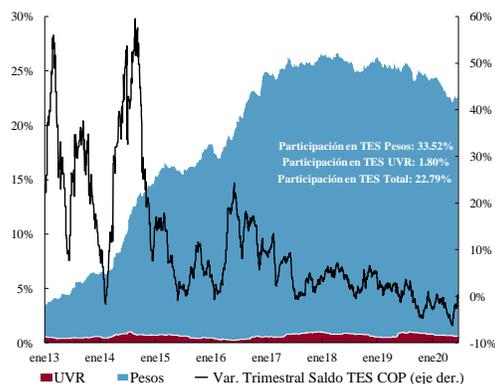
Gráfico A3.7. Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición netas del *offshore* (*spot* y *Forward*) Desde el 30 de noviembre del 2019



Fuente: Banco de la República. Datos diarios.

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*.

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, 2027, 2030 y 2032, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2024, 2025 y 2028, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2026 (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* (en el caso de las ventas en el mercado *spot*, estas incorporan

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

	2019			Corrido de 2020			abr-20			may-20			Corrido de jun-20		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 12842	\$ 1'177	\$ 14'019	\$ 951	\$ (3'952)	\$ (3'001)	\$ 847	\$ (1'752)	\$ (905)	\$ 434	\$ (1'557)	\$ (1'124)	\$ (534)	\$ 447	\$ (87)
Offshore	\$ 734	\$ (1'177)	\$ (443)	\$ (469)	\$ 3'952	\$ 3'483	\$ (59)	\$ 1'752	\$ 1'693	\$ (175)	\$ 1'557	\$ 1'383	\$ 29	\$ (447)	\$ (418)

Cifras en miles de millones de Pesos. No tiene en cuenta vencimientos de TES. Información actualizada al 20 y 21 de abril del 2020 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas a netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

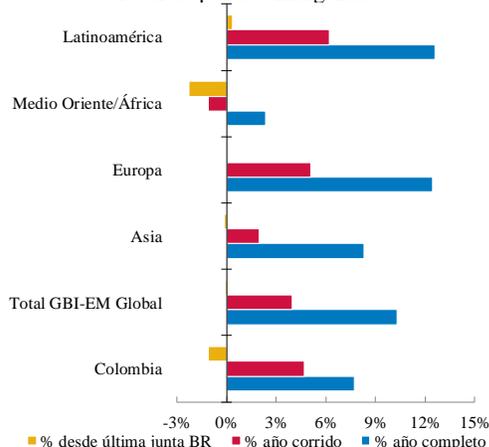
Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región

Desde la última reunión de la JDBR, las pendientes de México y Chile han aumentado ante valorizaciones importantes del tramo corto de la curva. Estas valorizaciones se han dado en un contexto de expectativas de: *i*) mayores recortes de la TPM por parte de los bancos centrales de estos países; y *ii*) tasas en niveles mínimos por un tiempo superior al previsto anteriormente. Por su parte, la curva de Brasil continuó valorizándose, corrigiendo las desvalorizaciones importantes observadas durante abril y mayo. Por último, los bonos chilenos se vieron favorecidos durante la última semana luego que el Banco Central anunciara que empezaría a comprar bonos bancarios y bonos emitidos por el Banco Central a partir del 22 de junio, y ante expectativas de que el Congreso de este país le otorgue al Banco Central la potestad de comprar bonos emitidos por el Gobierno.

En EE.UU, la curva presentó ligeras desvalorizaciones mientras que las tasas de los *Treasuries* se mantuvieron en niveles mínimos como consecuencia de: *i*) las expectativas de que la Fed mantenga el rango de fondos federales en el nivel actual por lo menos hasta 2022; y *ii*) el continuo apetito por parte de inversionistas dado el aumento de la percepción de riesgo, que se mantiene en niveles históricamente altos.

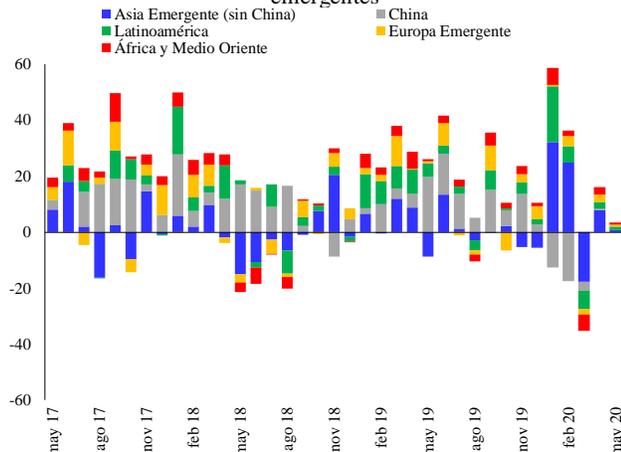
En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes¹⁵ (incluyendo Colombia) desde el 29 de mayo, en lo corrido de 2020 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR, el indicador aumentó para Latinoamérica, se mantuvo estable en Europa y disminuyó para las demás regiones. El índice *Total GBI-EM Global* y el de Colombia disminuyeron 0,1% y 1,1%, 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.

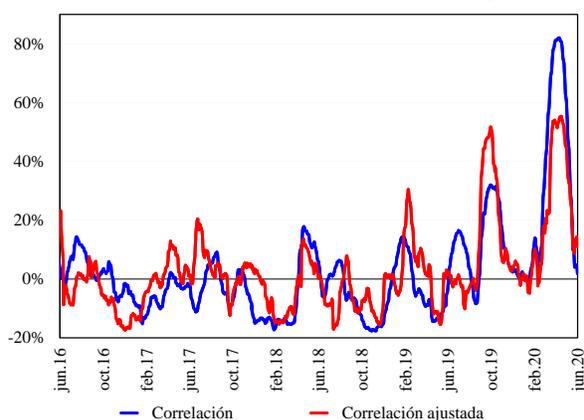
Adicionalmente, el IIF¹⁶ estimó una recuperación de los flujos de inversión de portafolio de economías emergentes en mayo estimando entradas netas por US\$4,1 mm, US\$3,5 mm en renta fija y de US\$0,7 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$1,1 mm (Gráfico A4.3).

En el Gráfico A4.4 se observa que la correlación entre las pendientes de las curvas de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) cayó y llegó a un nivel de 1,82% el 18 de junio. A esta misma fecha, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos -línea roja) también disminuyó y se ubicó en 10,99%, lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas por factores idiosincráticos. Por su parte, con los últimos datos disponibles, entre mayo y junio las primas por vencimiento de los *Treasuries* subieron 3 p.b. y 4 p.b. para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,76% y -0,83%, respectivamente. Por otro lado, las tasas neutras al riesgo se mantuvieron estables en 1,12% y 1,54% para los plazos a 5 y 10 años (Gráfico A4.5).

¹⁵ 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.

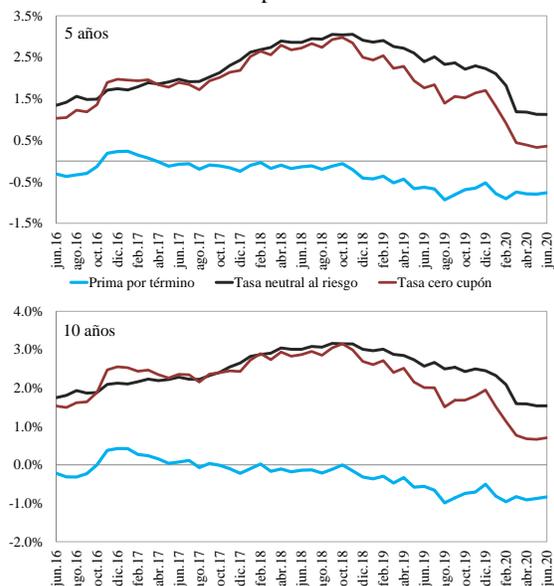
¹⁶ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

Gráfico A4.4. Correlación pendientes región



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

Gráfico A4.5. Prima por vencimiento Treasuries



Fuente y Cálculos: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Países Desarrollados

Durante este periodo, los bancos centrales de Australia (0,25%), Suiza (-0,75%), Noruega (0,00%), Israel (0,1%) y Canadá (0,25%) decidieron mantener inalteradas sus tasas de interés de referencia. El Banco de Inglaterra (0,1%) decidió mantener su tasa de política, pero anunció un aumento del saldo objetivo de su programa de compra de activos en £100 mm a £745 mm.

El 10 de junio, la Fed decidió mantener el rango de su tasa de política entre 0,00% y 0,25%, tal y como era anticipado por los agentes del mercado, mostrando además su preocupación por la caída del crecimiento económico y el aumento del desempleo provocados por la pandemia del Covid-19 y los riesgos que esto implica para la economía en el largo plazo.

En cuanto a los pronósticos sobre la tasa de los fondos federales, en los Gráficos A5.1¹⁷ y A5.2¹⁸ se observa que: *i*) las expectativas promedio de los miembros del FOMC se redujeron para todos los plazos frente a lo proyectado previamente; y *ii*) las estimaciones de la Fed y del mercado para el cierre del 2020 continuaron convergiendo, siendo ligeramente menor la proyección del mercado.

Adicionalmente, el 15 de junio la Fed anunció detalles del esquema de facilidad de crédito corporativo del mercado secundario (SMCCF¹⁹) anunciado en marzo, indicando que iniciaría la compra de bonos corporativos para fortalecer la liquidez del mercado y la disponibilidad de crédito a los grandes empleadores. Se determinó también que el tamaño conjunto de esta medida, junto con la facilidad de crédito corporativo del mercado primario (PMCCF²⁰), será hasta por US\$750 mm.

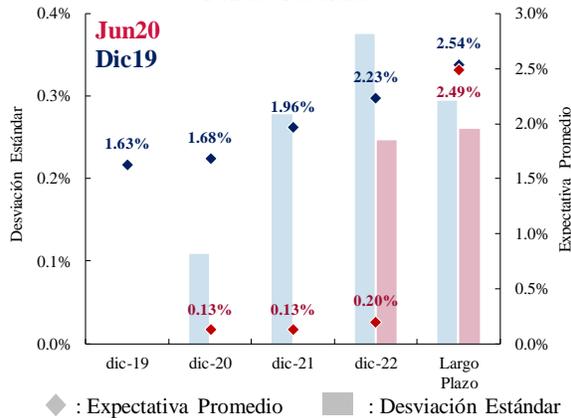
¹⁷ Presenta algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en diciembre del 2019 y junio del 2020 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2019, 2020, 2021, 2022 y para el largo plazo.

¹⁸ 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 2020.

¹⁹ Por sus siglas en inglés, *Secondary Market Corporate Credit Facility*. Previamente, se había indicado que bajo el SMCCF se comprarían en el mercado secundario bonos corporativos emitidos por compañías estadounidenses de grado de inversión y fondos cotizados en bolsa (*Exchange-Traded Funds* -ETFs-) cuyo objetivo de inversión sea proporcionar una amplia exposición al mercado de bonos corporativos de grado de inversión estadounidense.

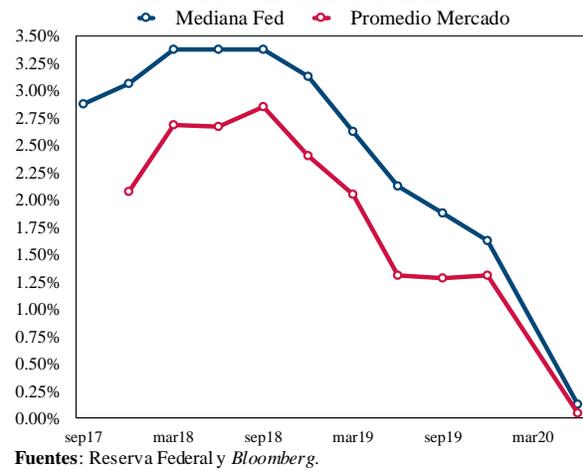
²⁰ Por sus siglas en inglés, *Primary Market Corporate Credit Facility*.

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



Fuente: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

Gráfico A5.3: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2020



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

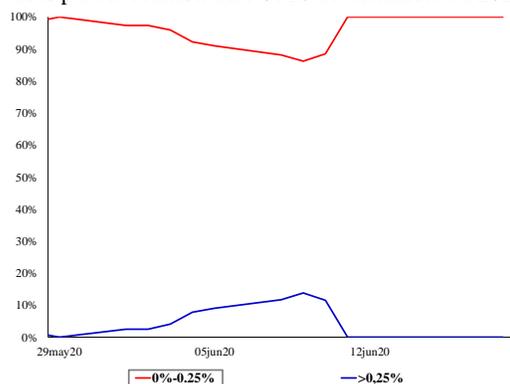
El Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) mantuvo en $-0,1\%$ la tasa de interés de referencia que aplica a los balances que mantienen en el banco central las instituciones financieras y mantuvo su política de tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (Japanese Government Bonds). 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 $\text{¥}12$ trillones y $\text{¥}180$ billones, respectivamente. Sin embargo, el BoJ decidió ampliar el programa para fortalecer la financiación del sector corporativo de $\text{¥}75$ billones a $\text{¥}110$ billones.

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, la entidad decidió incrementar el programa de compras de la emergencia pandémica (PEPP por sus siglas en inglés) en $\text{€}600$ mm, ubicando el monto total del programa en $\text{€}1350$ mm.

Países Emergentes

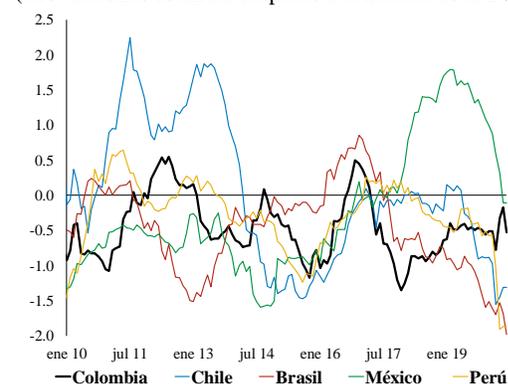
Los bancos centrales de Corea del Sur, Indonesia, Brasil, India y Rusia recortaron sus tasas de referencia 25 p.b, 25 p.b, 75 p.b, 40 p.b. y 100 p.b. a $0,5\%$, $4,25\%$, $2,25\%$, 4% y $4,5\%$, respectivamente, mientras que los de Perú ($0,25\%$), Hungría ($0,9\%$) y Chile ($4,50\%$) las mantuvieron inalteradas. El banco popular de China también decidió mantener inalteradas las tasas de referencia *1-Year Loan Prime* y *5-Year Loan Prime* en $3,85\%$ y $4,65\%$ respectivamente.

Gráfico A5.3. Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2020



Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

Gráfico A5.4. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)

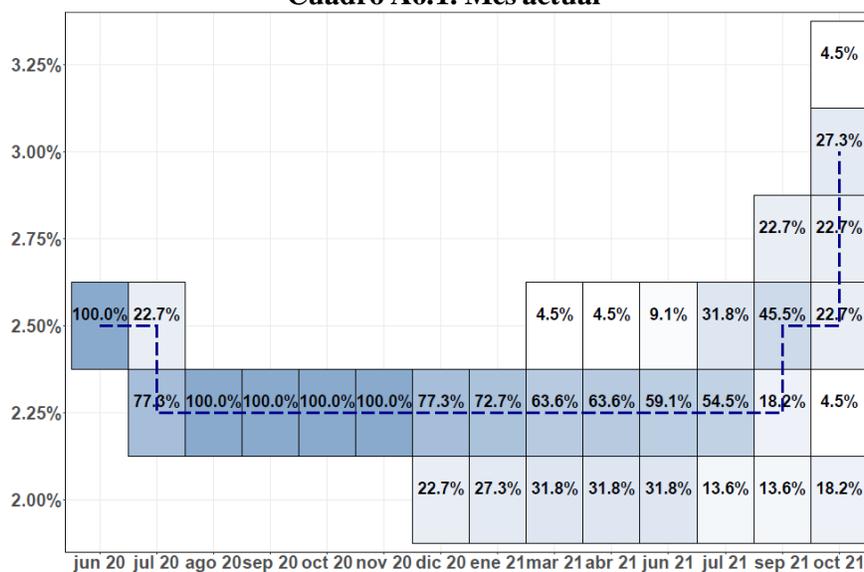


Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

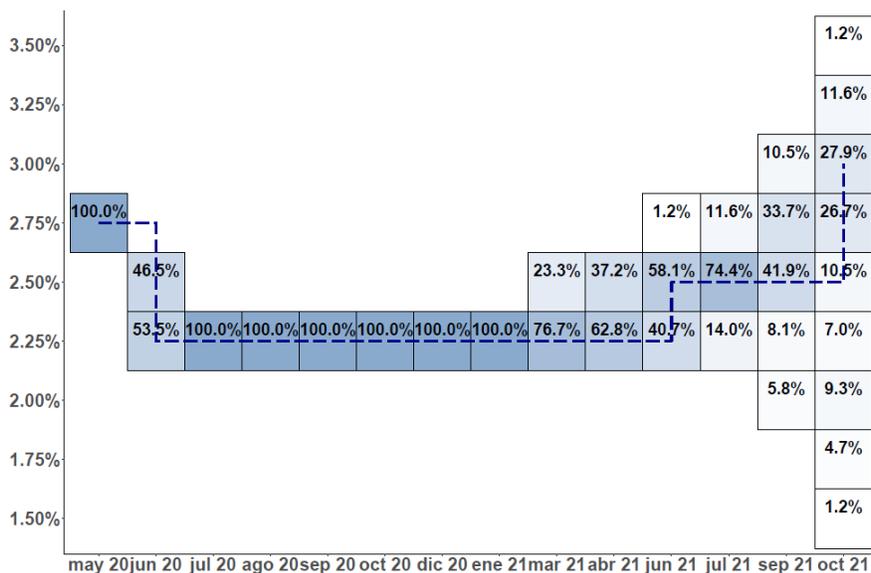
En el Gráfico A5.4. se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales²¹ desde el año 2005. Se puede observar que en junio²² disminuyeron las de Colombia y Brasil al tiempo que, con los 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 históricas²³.

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

Cuadro A6.1. Mes actual



Cuadro A6.2. 22 de mayo de 2020



²¹ Deflactadas con medidas de inflación básica.

²² Información al 19 de junio con datos de inflación núcleo de mayo.

²³ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,63%; Chile 0,82%; Brasil 5,01%, México 1,95 y Perú 0,67%.

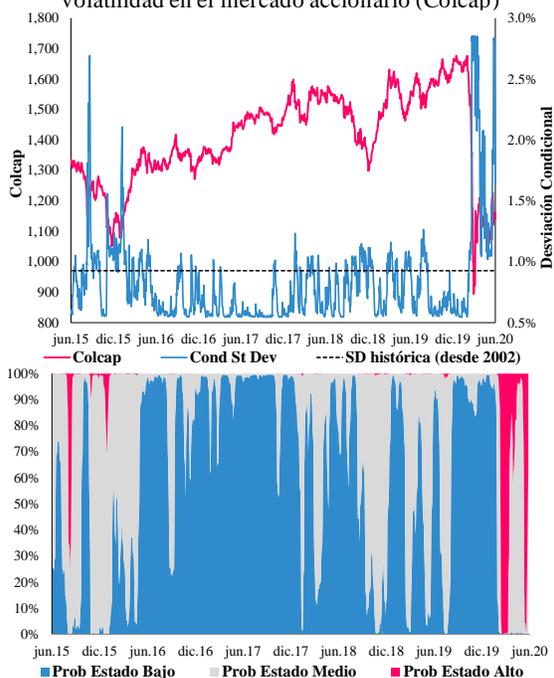
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 37,8% espera que aumente (ant: 37,0%), el 31,1% espera que disminuya (ant: 34,8%), mientras que el 31,1% restante espera que se mantenga igual (ant: 28,3%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 37,8% espera que permanezca estable (ant: 22,2%), un 24,4% que disminuya (ant: 22,2%) y un 22,2% que aumente (ant: 42,2%)²⁴.

Con información al 12 de junio, 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 30 p.b., -10 p.b. y 49 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 -34 p.b. versus TES -23 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 +0,3 p.b. versus TES -30 p.b. en la cartera de tesorería y activas +25 p.b. versus TES -23 p.b. en la cartera de consumo).

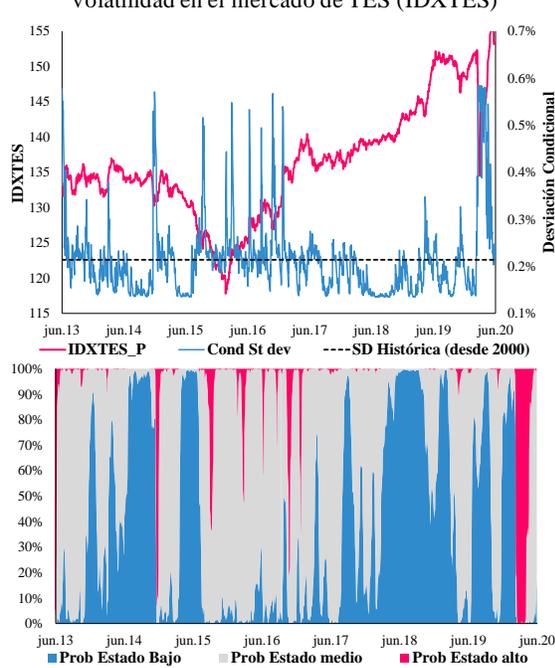
Entre el 29 de mayo y el 24 de junio de 2020 el COLCAP se valorizó 4,3%. Las acciones que tuvieron el mejor desempeño durante el periodo fueron PF-Davivienda (22%), Grupo Argos (17%) y Banco de Bogota (12,3%). En lo corrido de junio, la volatilidad promedio del mercado accionario subió frente a los niveles observados el mes anterior y al 19 de mayo el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad alto (Gráfico A7.1). Por otro lado, la volatilidad en el mercado de TES disminuyó y el escenario más probable es el estado de volatilidad medio (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.

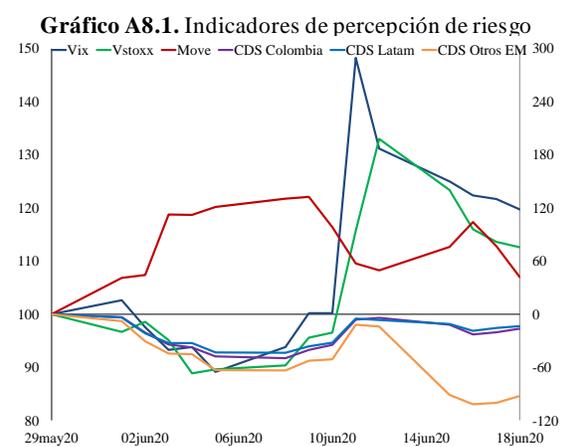
²⁴ Al 15,6% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant.: 13,3%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Finalmente, la percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*²⁵, el *Vstoxx*²⁶ y el *Skew*²⁷ aumentó durante este periodo, presentó una alta volatilidad y se mantuvo en niveles elevados (Gráficos A8.1 y A8.2). Este comportamiento se dio principalmente como consecuencia de la incertidumbre en torno a una segunda ola de contagios, que podría poner en riesgo el proceso de reapertura gradual de la mayoría de economías a nivel global. Lo anterior como consecuencia del aumento del número de casos en varios países como Brasil, China e Israel, y varios estados de EE.UU. como Florida, Texas y California.

Adicionalmente, las afirmaciones de varias autoridades e instituciones a nivel global, incluido el presidente de la Fed, sobre una recuperación lenta y prolongada de la economía, también contribuyó con la mayor percepción de riesgo internacional y generó correcciones a la baja en los mercados financieros que posiblemente estaban recuperándose muy rápidamente sin tener sustento en la recuperación de la actividad económica real.

Por otro lado, en Europa nuevamente ha venido aumentando la incertidumbre en torno al *Brexit* dado que las autoridades británicas se han negado en varias ocasiones a ampliar el plazo de las negociaciones (que finaliza este año) con la Unión Europea (UE), pese a que la emergencia producto de la pandemia por Covid-19 contribuyó con que hubiera pocos avances en estas negociaciones.



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



Fuente: Bloomberg.

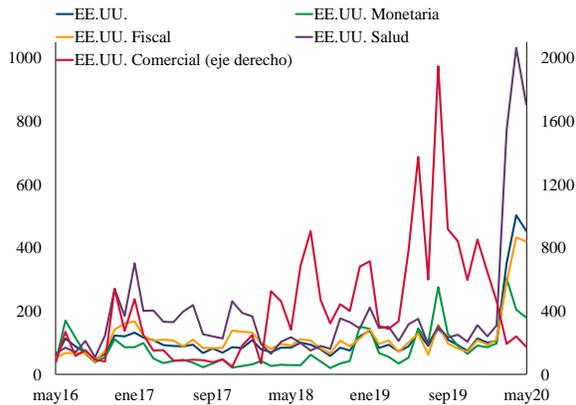
El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global aumentó desde 364 en abril a 433 en mayo. En EE.UU, durante mayo el indicador agregado disminuyó (obs: 454; ant: 503), al igual que los indicadores de política sanitaria (obs: 854; ant: 1031), comercial (obs: 175; ant: 240), monetaria (obs: 180; ant: 205) y fiscal (obs: 419; ant: 433). En Europa, estos indicadores presentaron reducciones en Reino Unido (obs: 220; ant: 324), Italia (obs: 174; ant: 211), España (obs: 231; ant: 253) y Francia (obs: 306; ant: 320), mientras que aumentó en Alemania (obs: 389; ant: 375; Gráficos A8.3 y A8.4).

²⁵ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

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

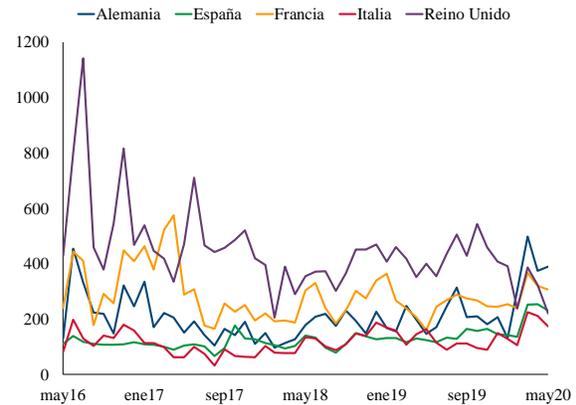
²⁷ El *Skew* es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

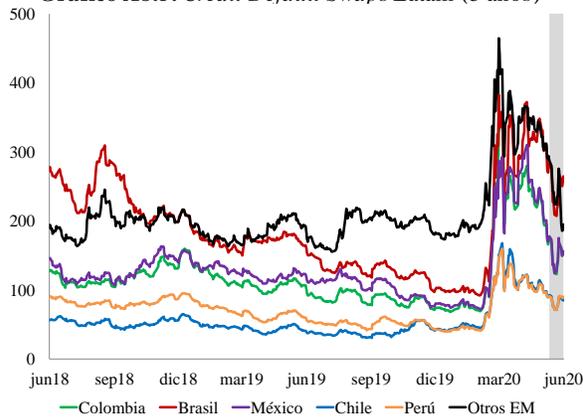
Gráfico A8.4. Incertidumbre en política económica en Europa, Francia y el Reino Unido



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

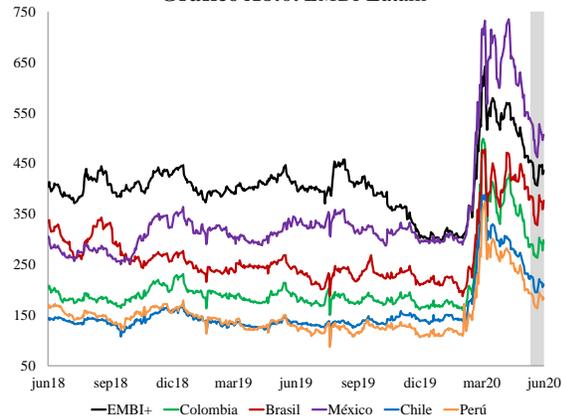
Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, en los países de la región los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años presentaron reducciones, al igual que la mayoría de los índices EMBI²⁸. El CDS a 5 años disminuyó 21 p.b. en México, 19 p.b. en Brasil, 16 p.b. en Colombia, 8 p.b. en Chile y 2 p.b. en Perú. De manera análoga, el EMBI se redujo 29 p.b. en México, 18 p.b. en Chile, 10 p.b. en Brasil y 10 p.b. en Perú, y aumentó 2 p.b. en Colombia (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.6. EMBI Latam



Fuente: Bloomberg.

²⁸ 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.