



# 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

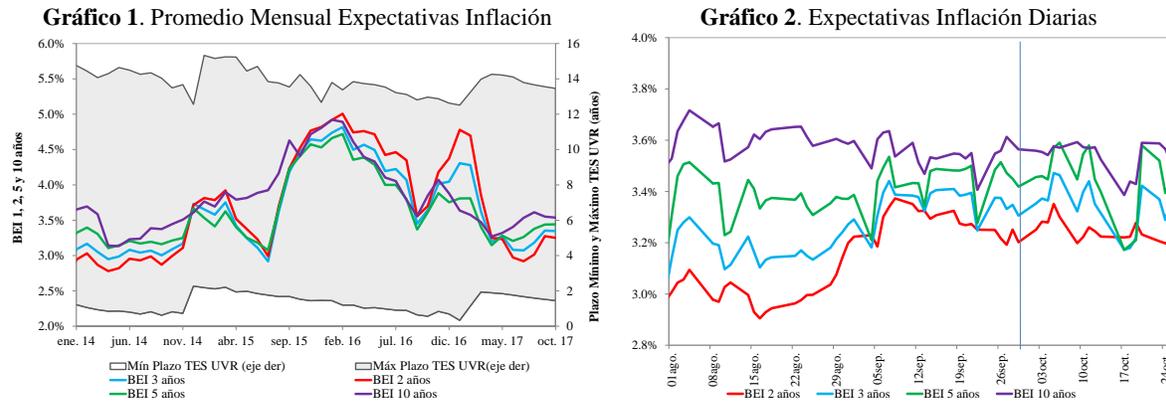
## **Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales**

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

Al comparar el comportamiento en lo corrido de octubre<sup>1</sup> (hasta el 25) respecto a septiembre, se observa que la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR en promedio varió -2 p.b, -1 p.b, -1 p.b y -1 p.b para la estimación a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta forma, el BEI promedio en lo corrido de octubre se ubica en 3,25%, 3,35%, 3,43% y 3,54% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 1).



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

El Gráfico 3 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<sup>2</sup> relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR<sup>3</sup>. De esta manera se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,96% (septiembre: 2,92%) y para los próximos 5 años sea 3,16% (septiembre: 3,13%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años disminuyó 7 p.b. y se situó en -0,07% en octubre, al tiempo que la de 5 años aumentó 1 p.b. y se situó en 0,12%.

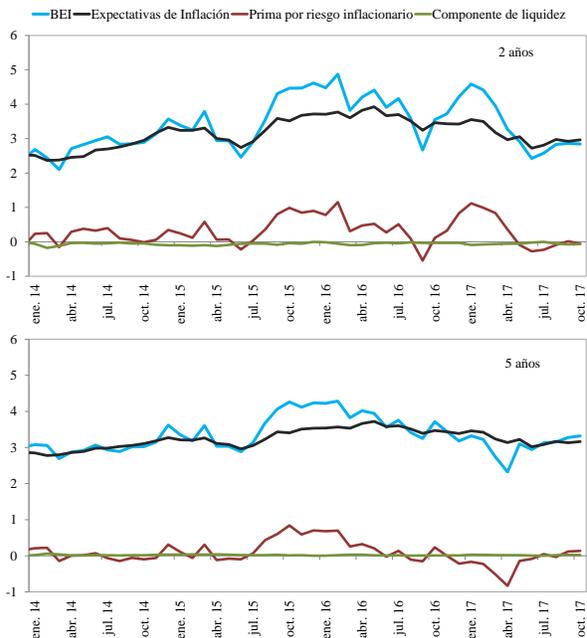
El Gráfico 4 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2018, 2019 y 2020, utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), los cuales corresponden a 3,50%, 3,56% y 3,57%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en octubre para 2018, 2019 y 2020 fue similar al de septiembre. Adicionalmente, en el mismo gráfico se presenta el dato de inflación implícita estimado para 2017, calculado utilizando la inflación año corrido observada y el BEI para lo restante de 2017. Dado que la inflación acumulada a septiembre se ubicó en 3,49% y el BEI para lo restante del año es 3,31%, la estimación de la inflación para 2017 es de 4,34%, inferior al 4,57% estimado en septiembre.

<sup>1</sup> Desde la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de 0 p.b, 6 p.b, 4 p.b. y -5 p.b. respectivamente. El 25 de octubre se ubicaron en 3,21%, 3,37%, 3,46% y 3,51%, respectivamente.

<sup>2</sup> El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

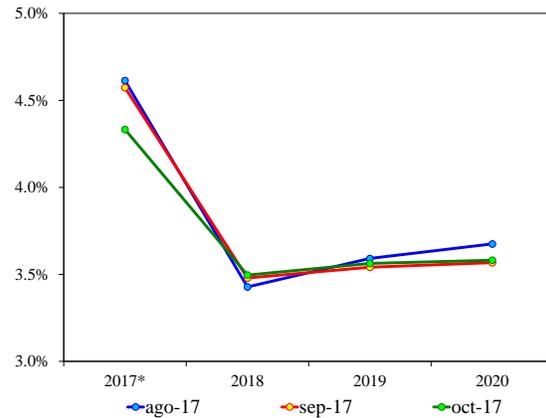
<sup>3</sup> Utilizando la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. *Borradores de Economía*. 903. Banco de la República.

**Gráfico 3. Descomposición BEI a 2 y 5 años**



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

**Gráfico 4. Inflación esperada (FBEI)**

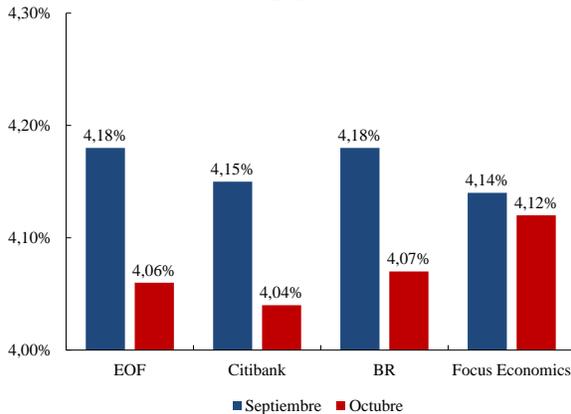


\* Promedio datos mensuales. El dato de inflación implícito estimado para 2017 se construye aplicando el BEI calculado para lo restante de 2017 y la inflación año corrido observada hasta la respectiva estimación.

Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

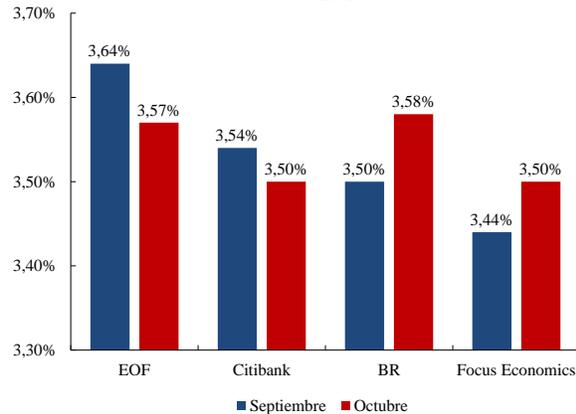
En cuanto a las encuestas de expectativas de inflación de octubre, frente a septiembre, todas las encuestas reflejan una menor inflación esperada para el cierre de 2017, y dos de cuatro reflejan una menor inflación esperada para el cierre de 2018<sup>4</sup>. De acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR), la inflación esperada a dos años (octubre de 2019) se ubica en 3,37%, mientras que el mes anterior la inflación esperada para septiembre de 2019 era 3,39%.

**Gráfico 5. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2017**



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de octubre con encuestas recolectadas entre el 9 y el 18 de este mismo mes, los del Citibank el 25 de octubre. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 11 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 10 de octubre, con encuestas entre el 3 y el 9 de este mismo mes.

**Gráfico 6. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018**

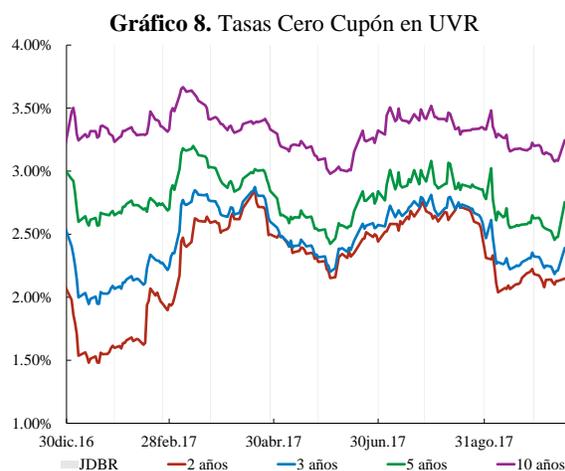
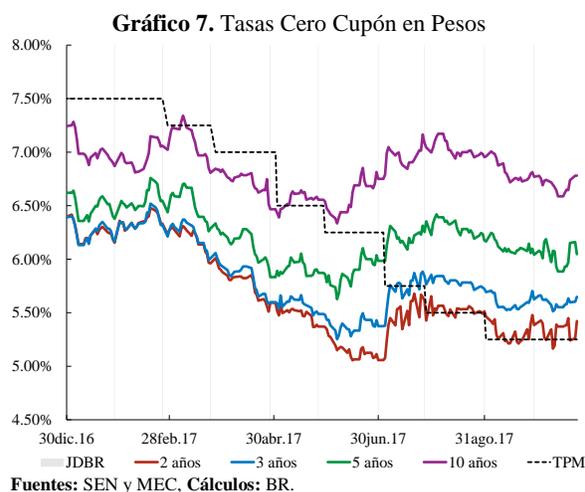


En resumen, frente al mes anterior el promedio de las encuestas de expectativas de inflación se redujo para el 2017 de 4,16% a 4,07% y aumentó para el 2018 de 3,53% a 3,54%, respectivamente. Por su parte, durante el mes el BEI en promedio presentó ligeras disminuciones en todos los tramos. En octubre, tanto encuestas como curvas de rendimiento anticipan una inflación en 2018 inferior a la de 2017.

<sup>4</sup> La encuesta del BR y la de Focus Economics reflejan una mayor inflación esperada para el 2018.

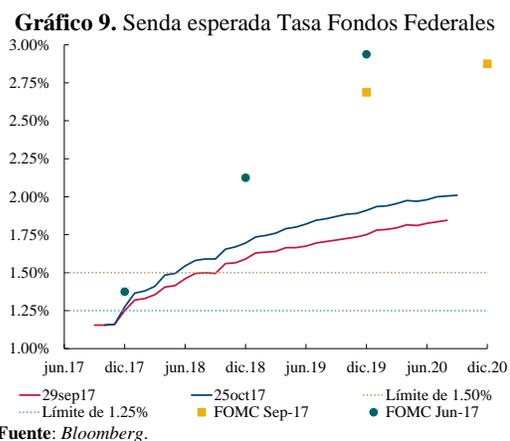
## Análisis del Breakeven Inflation<sup>5</sup>

En lo corrido de octubre, el BEI se mantuvo en niveles similares a los del mes anterior y en promedio presentó reducciones entre 1 y 2 p.b. (Gráficos 7, 8, 12 y 13). Lo anterior, debido a desvalorizaciones de similar magnitud en los títulos denominados en pesos y UVR. En general, el comportamiento de los TES estuvo relacionado con la dinámica de los *treasuries* ante expectativas favorables sobre la aprobación de la reforma tributaria en EE.UU. y expectativas de una política monetaria más contractiva en economías desarrolladas. Lo anterior estuvo en línea con el comportamiento de la deuda pública de la mayoría de países en la región (Anexo 4).



En particular, durante el mes se observó demanda de títulos en pesos por parte de los bancos comerciales (\$911 mm), las corporaciones financieras (\$668 mm) y los inversionistas extranjeros (\$229 mm). Durante el periodo continuó el menor apetito por TES en pesos por parte de los inversionistas extranjeros, lo cual pudo estar relacionado con expectativas sobre la elección de un presidente de la Fed con una postura de política monetaria más contractiva; y señales del banco central europeo que apuntan a una reducción en su programa de compra de activos (Anexo 5).

En línea con lo anterior, frente a lo observado en la última reunión de la JDBR y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre los fondos federales, se espera una senda de incrementos más acelerada del rango por parte de la Fed. La tasa esperada para diciembre de 2017 pasó de 1,25% a 1,27% (Gráfico 9). Adicionalmente, la probabilidad de que la tasa de fondos federales de la Fed se encuentre en el nivel actual (entre 1,0%-1,25%) a final de año disminuyó de 30% a 16%, mientras que la probabilidad de que se ubique en un rango entre 1,25%-1,5% aumentó de 70% a 83% (Cuadro 1).



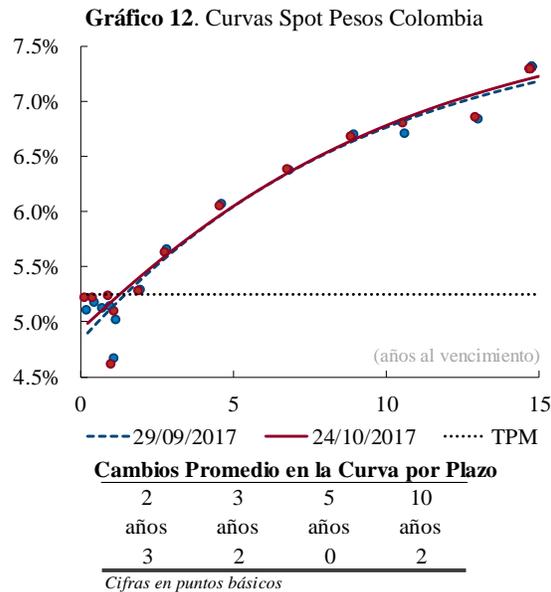
**Cuadro 1. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed en diciembre 2017**

	1,00%-1,25%	1,25%-1,50%	1,50%-1,75%
<b>25Oct17</b>	16,4%	83,4%	0,2%
<b>29Sep17</b>	30,0%	69,5%	0,5%

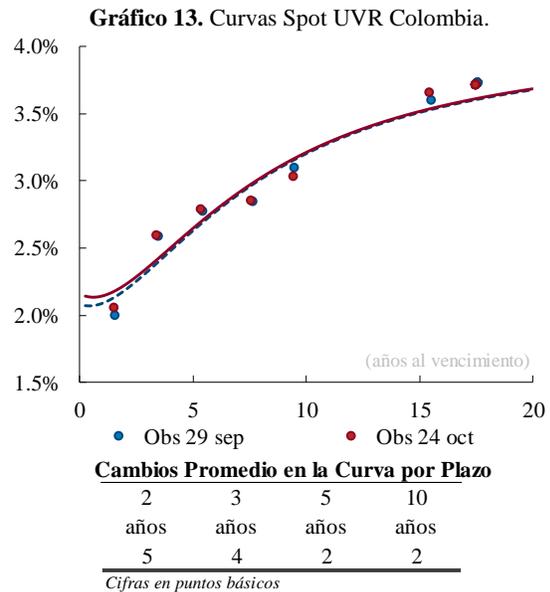
Fuente: Bloomberg.

<sup>5</sup> El Anexo 2 resume los elementos relevantes en el mercado local durante el periodo posterior a la última reunión de la JDBR.

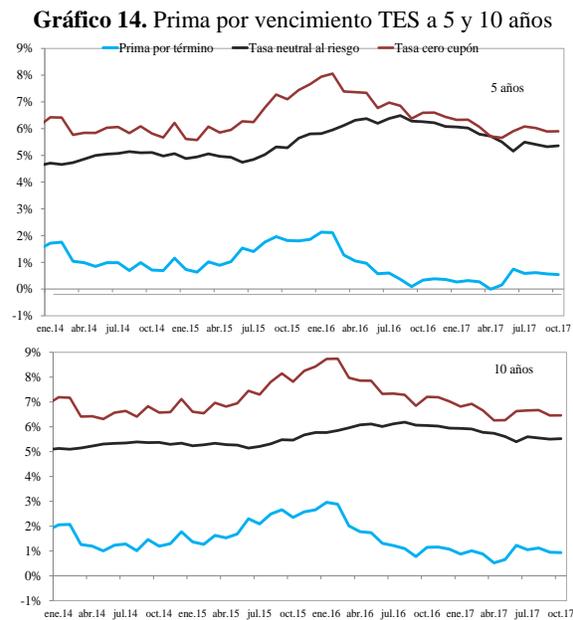
En cuanto a los títulos denominados en UVR, se presentó demanda parte de los bancos comerciales (\$292 mm) y las corporaciones financieras (\$172 mm) (Anexo 3). En el periodo analizado, el título UVR con vencimiento en 2021 continúa presentando altos volúmenes negociados (registrando máximos desde 2014) como resultado de la alta rotación de posiciones intradía por parte de agentes creadores de mercado con interés en aumentar su puntaje (Anexo 2). Adicionalmente, el dato positivo de inflación de septiembre provocó desvalorizaciones de estos títulos a inicio del mes.



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.



En octubre, la prima a término de los TES en pesos disminuyó cerca de 2 p.b. a 5 años y 10 años (Gráfico 14). Por su parte, la tasa neutral al riesgo se redujo 4 p.b. para 5 años y 2 p.b. para 10 años.

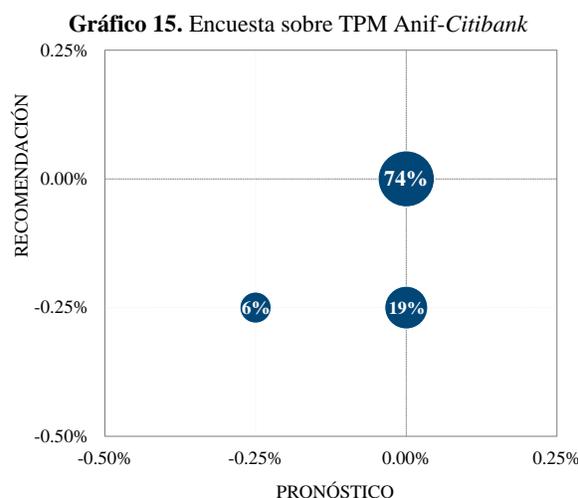


En síntesis, el BEI se mantuvo en niveles similares al mes anterior ante las desvalorizaciones similares de los TES pesos y UVR, explicadas principalmente por factores externos. Al principio del mes los títulos denominados en UVR presentaron desvalorizaciones ante la publicación de un dato de inflación por debajo de las expectativas del mercado.

## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

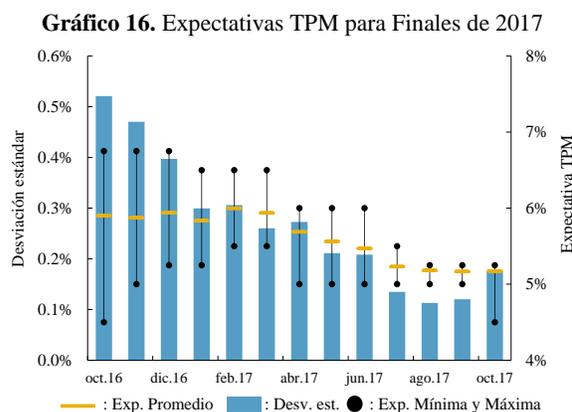
A continuación se presentan las expectativas de crecimiento económico y la tasa de política monetaria extraída de encuestas y de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*).

### a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM)



Fuente: Encuestas de Anif y Citibank.

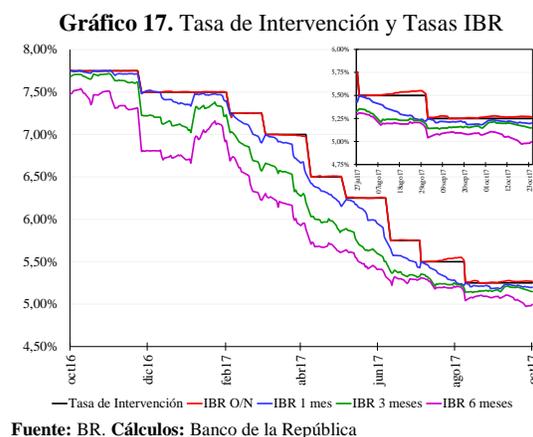
Las encuestas indican que la mayoría de los agentes del mercado espera que la JDBR mantenga la tasa de interés de referencia inalterada en su reunión de octubre. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia publicada el 23 de octubre<sup>6</sup>, un 88,7% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada y el 11,3% que será reducida en 25 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg<sup>7</sup>, el 88% de los analistas espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de referencia y el 12% restante que la reduzca en 25 p.b. Por último, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank<sup>8</sup> se encuentra que, de las 31 entidades encuestadas<sup>9</sup>, el 74% espera y recomienda que la tasa permanezca inalterada, el 19% espera que se mantenga inalterada pero recomienda un recorte de 25 p.b, y el 6% restante espera y recomienda un recorte de 25 p.b, (Gráfico 15).



Fuente: Encuesta Citibank.

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes del mercado espera que la JDBR mantenga la tasa de interés de referencia inalterada en su reunión de octubre.

Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia publicada el 23 de octubre<sup>6</sup>, un 88,7% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada y el 11,3% que será reducida en 25 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg<sup>7</sup>, el 88% de los analistas espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de referencia y el 12% restante que la reduzca en 25 p.b. Por último, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank<sup>8</sup> se encuentra que, de las 31 entidades encuestadas<sup>9</sup>, el 74% espera y recomienda que la tasa permanezca inalterada, el 19% espera que se mantenga inalterada pero recomienda un recorte de 25 p.b, y el 6% restante espera y recomienda un recorte de 25 p.b, (Gráfico 15).



Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

En el Gráfico 16 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2017 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Entre septiembre y octubre la tasa esperada promedio no

<sup>6</sup> Realizada entre el 9 y el 18 de octubre.

<sup>7</sup> Actualizada el 24 de octubre. Datos recolectados entre el 13 y el 23 de octubre.

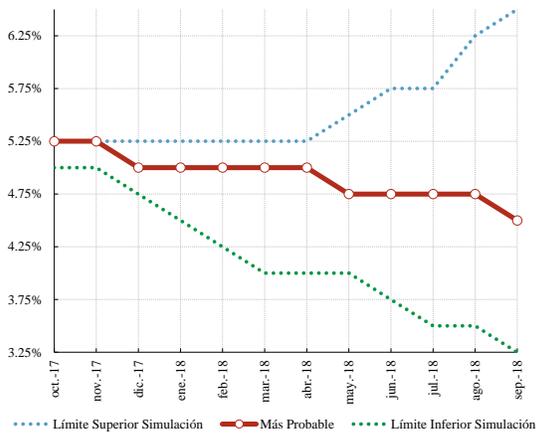
<sup>8</sup> Encuestas publicadas el 23 y el 25 de octubre, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de Citibank. En particular, en esta ocasión Alianza Valores indicó en la encuesta de Anif que recomendaba un recorte de 25 p.b, mientras que en la encuesta de Citibank recomendó que permaneciera inalterada; Credicorp Capital no recomendó ninguna modificación de la tasa de referencia en la encuesta de Anif, pero en la de Citibank recomendó un recorte de 25 p.b; Por último, BBVA recomendó en la encuesta de Anif que la tasa permaneciera inalterada, mientras que en la del Citibank no realizó ninguna recomendación.

<sup>9</sup> Solo se incluyen las entidades que registraron tanto pronóstico como recomendación. En esta ocasión se excluye una entidad, BBVA, debido a que no incluyó recomendación en la encuesta de Citibank.

presentó cambios, manteniéndose en 5,17% (Anexo 1). En el Gráfico 17 se 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, las tasas del IBR a 1, 3 y 6 meses se incrementaron 4 p.b, 6 p.b. y 2 p.b. El 25 de octubre estas tasas se ubicaron en 5,20%, 5,16% y 4,99%, respectivamente. Así, frente al día posterior a la última reunión de la JDBR se presentaron reducciones de 2 p.b, 4 p.b y 10 p.b. La caída más pronunciada del IBR a 6 meses refleja que el mercado continua anticipando recortes de la TPM en los próximos meses.

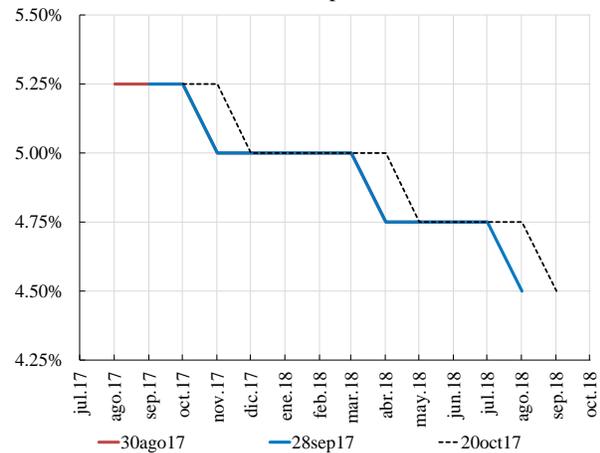
De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia permanezca inalterada en 5,25%, que se ubique en 5% a finales de 2017 y en 4,75% a mediados de 2018 (Gráficos 18, 19 y Anexo 6). De esta manera, la senda proyectada muestra que, mientras en septiembre se esperaba que la TPM llegara a 4,5% en agosto de 2018, en octubre se espera que se alcance este nivel en septiembre de ese mismo año.

**Gráfico 18.** Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

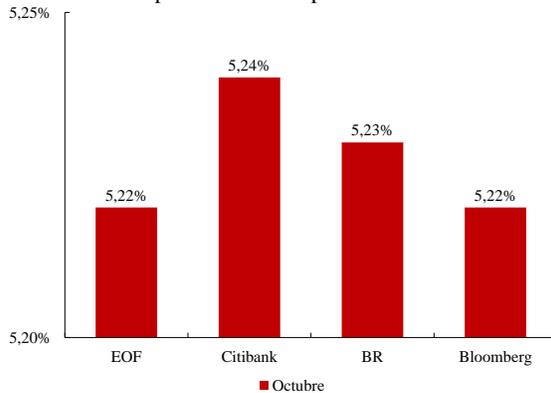
**Gráfico 19.** Evolución Expectativas TPM - OIS



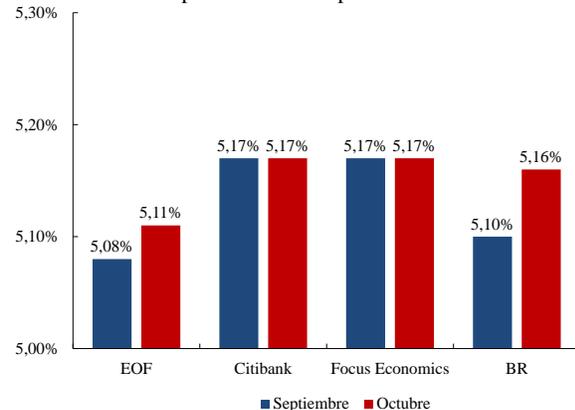
Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

En los Gráficos 20 y 21 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a octubre y diciembre de 2017. En estas se observa que: i) en octubre, el promedio de las encuestas refleja expectativas de recortes de 2 p.b; ii) para el cierre de 2017, todas las encuestas son iguales o superiores a las expectativas de septiembre; y iii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2017 aumentó desde 5,13% en septiembre a 5,15% en octubre.

**Gráfico 20.** Expectativas TPM para la reunión de octubre



**Gráfico 21.** Expectativas TPM para diciembre de 2017

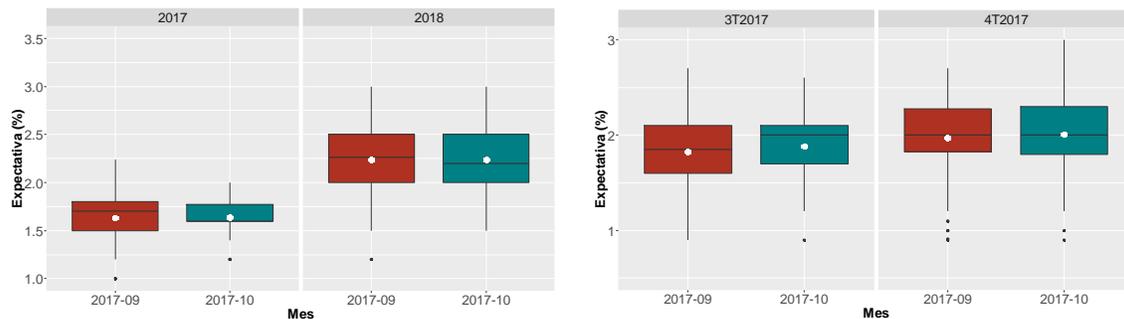


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de octubre con encuestas recolectadas entre el 9 y el 18 de este mismo mes, los del Citibank el 25 de octubre. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 11 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 10 de octubre, con encuestas entre el 3 y el 9 de este mismo mes. Los datos de Bloomberg se actualizaron el 23 de octubre.

### b) Expectativas de Crecimiento Económico

En el Gráfico 22 se observa que de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 3T17 a 1,88% (ant: 1,82%) y el 4T17 a 2,0% (ant: 1,97%), y mantuvieron sus expectativas para el 2017 y 2018 en 1,63% y 2,23%, respectivamente.

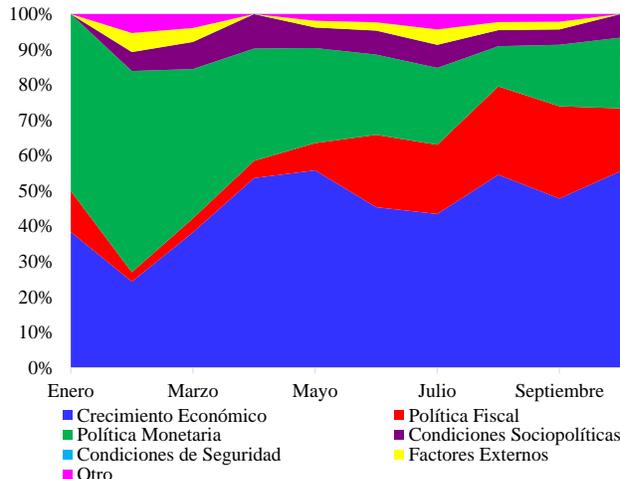
**Gráfico 22.** Expectativas de Crecimiento Encuesta de Opinión Financiera



**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.

### c) Información Adicional Extraída de la EOF

**Gráfico 23.** Factores Relevantes para Tomar Decisiones de Inversión - EOF



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 48% resaltó el crecimiento económico (ant: 41%), un 17% la política monetaria (ant: 14%), un 15% señaló la política fiscal (ant: 22%), un 14% los factores externos (ant: 17%) y un 6% las condiciones sociopolíticas (ant: 4%)<sup>10</sup> (Gráfico 23).

Adicionalmente, los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 9 p.b. (ant: desvalorización de 12 p.b.)<sup>11</sup>. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una valorización cercana al 1,37% (ant: valorizaciones 1,13%)<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> En septiembre, un 2% había señalado otras razones.

<sup>11</sup> 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.

<sup>12</sup> 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.

### d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

Las expectativas de crecimiento económico para 2017 aumentaron en Brasil, Ecuador, Argentina, Sudáfrica, China, Alemania y Noruega, se mantuvieron iguales en Colombia, Chile y EE.UU, y descendieron en México, Perú e India. Los datos de inflación de septiembre resultaron superiores a las expectativas del mercado en Perú, Brasil y Sudáfrica, coincidieron con las proyecciones del mercado en China y Alemania, e inferiores en los demás países. La inflación se ubica por encima del límite superior del rango meta en México (2%-4%). Las expectativas de inflación para diciembre de 2017 aumentaron en México, Brasil, Argentina y EE.UU, se mantuvieron estables en Alemania, y se redujeron en los demás países (Cuadro 2).

**Cuadro 2.** Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Sep. 2017**		Esperada a Diciembre 2017		Vigente	Esperada a Diciembre 2017		Últimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2017	
	Esp*	Obs	Sep. 2017	Oct. 2017		Sep. 2017	Oct. 2017	Esp*	Obs	Sep. 2017	Oct. 2017
<b>Colombia</b>	4,11%	3,87%	4,15%	4,04%	5,25%	5,17%	5,17%	1,20%	1,30%	1,70%	1,70%
<b>Chile</b>	1,90%	1,50%	2,30%	1,80%	2,50%	2,50%	2,50%	0,98%	0,90%	1,50%	1,50%
<b>México</b>	6,47%	6,35%	6,24%	6,30%	7,00%	7,04%	7,03%	1,80%	1,80%	2,16%	2,10%
<b>Perú</b>	3,00%	2,94%	2,76%	2,66%	3,50%	3,51%	3,43%	2,40%	2,40%	2,67%	2,66%
<b>Brasil</b>	2,47%	2,54%	2,97%	3,06%	8,25%	7,00%	7,00%	0,00%	0,30%	0,68%	0,73%
<b>Ecuador</b>	n.d.	-0,03%	1,14%	1,08%	5,96%	5,50%	5,50%	n.d.	3,30%	0,56%	1,10%
<b>Argentina</b>	n.d.	24,20%	22,72%	22,88%	26,25%	19,67%	20,45%	2,70%	2,70%	2,64%	2,74%
<b>EE.UU.</b>	2,30%	2,20%	2,00%	2,10%	1%-1,25%	1,20%	1,48%	3,00%	3,10%	2,20%	2,20%
<b>India</b>	3,53%	3,28%	3,90%	3,49%	6,00%	5,98%	5,96%	6,50%	5,70%	6,95%	6,74%
<b>Sudáfrica</b>	5,00%	5,10%	5,40%	5,30%	6,75%	6,61%	6,60%	0,50%	1,10%	0,70%	0,80%
<b>China</b>	1,60%	1,60%	1,74%	1,70%	4,35%	4,36%	4,36%	6,80%	6,80%	6,69%	6,70%
<b>Alemania</b>	1,80%	1,80%	1,70%	1,70%	-	-	-	2,10%	2,10%	2,00%	2,10%
<b>Noruega</b>	1,70%	1,60%	2,10%	2,00%	0,50%	0,50%	0,50%	0,60%	1,10%	1,70%	1,90%

Colombia: La inflación esperada, las exp. de crecimiento y de TPM se tomaron de la encuesta de Citibank publicada el 25 de octubre.

Chile: Encuesta enviada el 3 de octubre con plazo máximo de recepción el 10 de octubre.

México: Encuesta publicada por el BCM el 2 de octubre con respuestas recibidas entre el 19 y 28 de septiembre. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics de octubre.

Perú: Las expectativas de Inflación, TPM y PIB son tomadas de la encuesta del Focus Economics de octubre.

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 22 de septiembre.

Ecuador: Exp extraídas del Consensus Forecast del FocusEconomics (octubre). Se incluyen exp. de tasa de depósitos entre 91 y 120 días. Se toma la Tasa Pasiva Ef. Ref. como TPM.

Argentina: La inf. observada corresponde a la ciudad de B.A. y se extrae de *Bloomberg*. Las exp. de crecimiento, TPM -Tasa de dep. entre 30 y 59 días- e inflación provienen de Focus Economics de octubre.

EE.UU: Expectativas extraídas de *Bloomberg*.

India: Las expectativas de inflación (IPC -Promedio 2016), TPM y crecimiento son obtenidos del consensus forecast del FocusEconomics (noviembre).

Sudáfrica: Expectativas extraídas de *Bloomberg*.

China: Las expectativas de crecimiento, TPM e inflación son obtenidas de la encuesta del FocusEconomics (noviembre).

Alemania: Datos obtenidos de *Bloomberg*.

Noruega: Expectativas obtenidas de *Bloomberg*.

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

\*\*Todos los datos corresponden al mes de agosto.

\*\*\*Todos los datos corresponden al 2T17, excepto China cuyo dato correspondiente al 3T17. Todos los datos corresponden al año, excepto EE.UU, el cual es anualizado respecto al trimestre, y Noruega, el cual corresponde al trimestre.

### 3. SENTIMIENTO Y PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

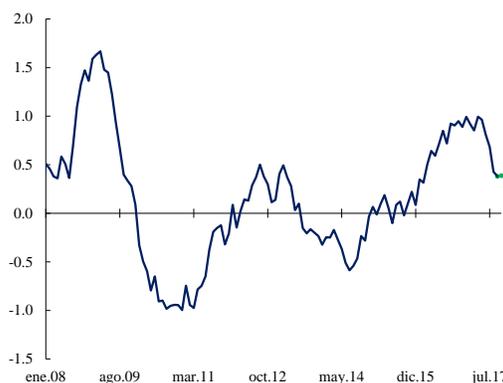
Con datos preliminares de octubre (EOF<sup>13</sup>, volatilidades<sup>14</sup> y márgenes crediticios<sup>15</sup>), el índice de percepción de riesgo IDODM presentó un leve incremento frente al de septiembre (Gráfico 24 y Anexo 7), lo cual se explica por el incremento en los márgenes de las tasas activas frente a las de los TES y el aumento esperado en el EMBI Colombia, factores que fueron parcialmente compensados por la menor volatilidad en los mercados de deuda pública y accionario, y la menor inflación para 2017.

<sup>13</sup> Encuesta publicada el 23 de octubre.

<sup>14</sup> Datos al 20 de octubre.

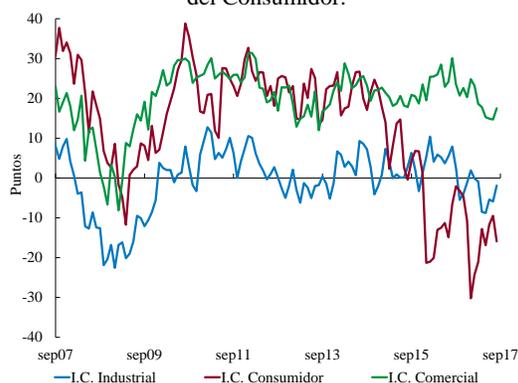
<sup>15</sup> Datos al 13 de octubre.

**Gráfico 24.** Índice de Percepción de Riesgo (IDODM).



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

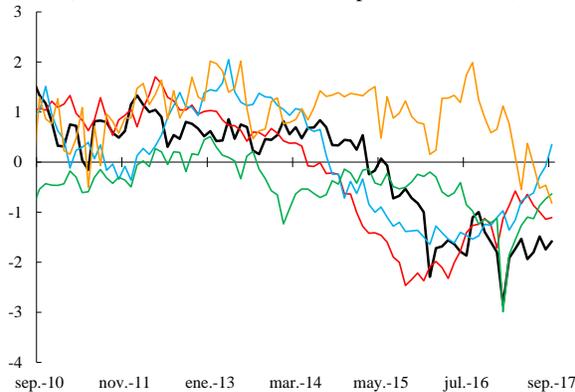
**Gráfico 25.** Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.



**Fuente:** Fedesarrollo.

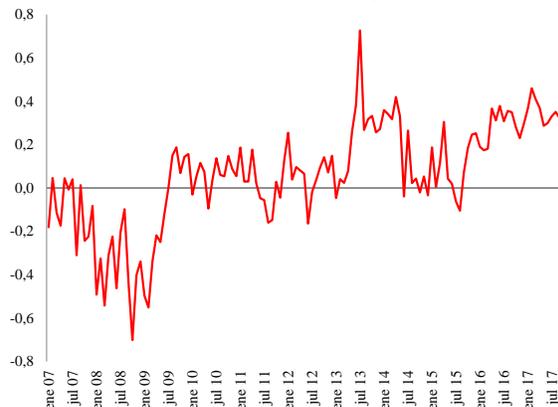
Durante el mes se conoció que para agosto el crecimiento en las ventas al por menor (obs: 1,2%; esp: 1,3%; ant: 3,1%) y la producción industrial (obs: -3,1%; esp: -1,0%; ant: 6,2%) se redujeron y resultaron inferiores a las expectativas del mercado. En el mismo sentido, la confianza industrial (obs: -3,4%; ant: -1,9%) y comercial (obs: 15,8%; ant: 17,5%) disminuyeron. Por su parte, en septiembre la confianza de los consumidores se incrementó, pero menos de lo previsto (obs: -10,3%; esp: -7,0%; ant: -15,9%) ante el incremento del índice de expectativas del consumidor (obs: -7,7%; ant: -15,5%). Por último, el crecimiento en el índice de actividad económica se redujo, pero registró un comportamiento mejor a lo anticipado por el mercado (obs: 1,5%; esp: 1,3%; ant: 3,0%).

**Gráfico 26.** Índices Confianza de Latinoamérica\* (desviaciones estándar con respecto a la media)



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

**Gráfico 27.** Indicador de Sentimiento de Analistas del Mercado (ISAM<sup>16</sup>)



**Fuentes:** Distintas entidades financieras que elaboran informes de estudios económicos. **Cálculos:** BR.

El Gráfico 26 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de su media histórica se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre agosto y septiembre desmejoró el indicador de Perú, al tiempo que mejoraron los de los demás países. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas, salvo el de Chile.

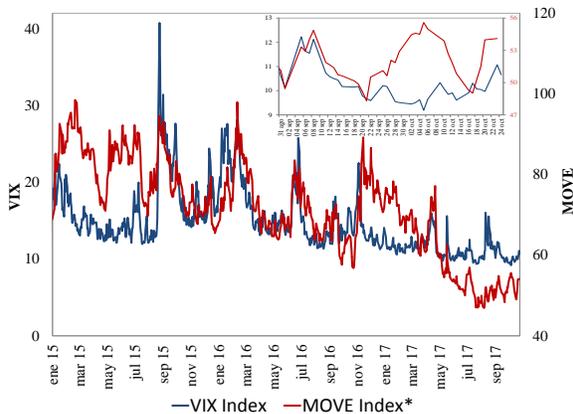
El Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) se redujo desde 0,32 en septiembre a 0,30 en octubre (Gráfico 27). Esta reducción se dio en un contexto donde los principales temas con sentimiento negativo estuvieron relacionados con la producción industrial doméstica y el *Vix*. Por su

<sup>16</sup> El ISAM es un indicador fundamentado en el análisis del lenguaje contenido en los documentos escritos por los equipos de investigaciones económicas de diferentes entidades del sector financiero. Un incremento en el índice señala una percepción más positiva.

parte, en los temas con sentimiento positivo se resaltó el comportamiento del mercado de renta variable y la dinámica en la inflación.

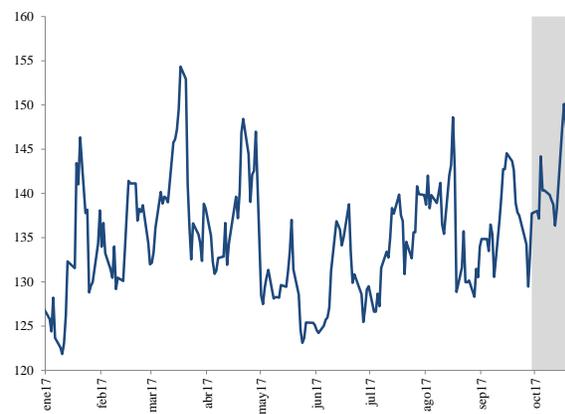
Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*<sup>17</sup>, el *Vstoxx*<sup>18</sup> y el *Move*<sup>19</sup> permaneció relativamente estable, en línea con los niveles de volatilidad bajos observados durante lo corrido del 2017. No obstante, el *Skew*<sup>20</sup> aumentó y alcanzó niveles cercanos a sus máximos históricos observados en marzo de este año. Lo anterior muestra que, a pesar de que la volatilidad esperada continúa siendo baja, se percibe una mayor probabilidad de ocurrencia de un evento desfavorable. El comportamiento de estas variables estuvo influenciado por el cambio en las expectativas frente a la política monetaria en economías desarrolladas y, en Europa, por los efectos del referendo independentista de Cataluña. Por último, frente a la dinámica de la percepción de riesgo en la región, se observó un comportamiento heterogéneo, con disminuciones en los CDS de todos los países de la región, mientras que el EMBI se redujo en Argentina, Brasil y Chile, se mantuvo igual en Colombia, y aumentó en Perú y México (Gráficos 28, 29 y Anexo 8).

**Gráfico 28. VIX - MOVE**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 29. Skew del S&P500**



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

<sup>17</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

<sup>18</sup> El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>19</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *treasuries*.

<sup>20</sup> 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*

#### ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TPM BLOOMBERG

Actualizada el 24 de octubre

	Empresa	Estimación	Fecha
1	Univ Jorge Tadeo Lozano	5,25%	10/19/2017
2	Fenix Valor	5,25%	10/13/2017
3	Finagro	5,25%	10/23/2017
4	Casa de Bolsa	5,25%	10/13/2017
5	Societe Generale	5,00%	10/23/2017
6	Barclays	5,25%	10/23/2017
7	Fiduciaria Central	5,25%	10/19/2017
8	Itau Unibanco	5,25%	10/23/2017
9	BTG Pactual	5,25%	10/23/2017
10	Bancolombia	5,25%	10/17/2017
11	Banco Agrario de Colombia	5,25%	10/13/2017
12	Pantheon Macroeconomics	5,25%	10/23/2017
13	Adcap Colombia	5,25%	10/23/2017
14	Positiva Compania de Seguros	5,25%	10/23/2017
15	Deutsche Bank Securities	5,25%	10/23/2017
16	Alianza Valores	5,00%	10/17/2017
17	XP Securities	5,25%	10/17/2017
18	UBS Securities	5,25%	10/23/2017
19	4Cast-RGE	5,25%	10/23/2017
20	Banco de Bogota	5,25%	10/16/2017
21	Ultraserfinco	5,25%	10/17/2017
22	BBVA	5,25%	10/19/2017
23	BNP Paribas	5,25%	10/19/2017
24	Acciones Y Valores	5,00%	10/23/2017
25	Global Securities	5,25%	10/13/2017
26	Fiduciaria la Previsora	5,25%	10/23/2017

Tasa	Obs.	Prob.
5,00%	3	12%
5,25%	23	88%
<b>Tasa Esperada Ponderada</b>		<b>5,22%</b>

**Cuadro A1.2. Resultados Encuestas de Expectativas de Anif y Citibank de Octubre del 2017**

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
AdCap	5.25%	5.25%
Alianza Valores	5.25%	5.25%
Anif	5.25%	5.25%
Asobancaria	5.25%	5.25%
Axa Colpatría	5.25%	5.25%
Banco Agrario	5.25%	5.25%
Banco Davivienda	5.25%	5.25%
Banco de Bogotá	5.25%	5.25%
Banco de Occidente	5.25%	5.25%
Banco Popular	5.25%	5.25%
Bancoldex	5.25%	5.25%
BBVA	5.25%	
BTG Pactual	5.25%	5.00%
Camacol	5.00%	5.00%
Casa de Bolsa	5.25%	5.25%
Cede	5.25%	5.00%
Citibank	5.25%	5.25%
Continuum Economics	5.25%	5.25%
Corficolombiana	5.25%	5.25%
Credicorp Capital	5.25%	5.00%
Credit Suisse	5.25%	5.25%
Deutsche Bank	5.25%	5.00%
Fedesarrollo	5.25%	5.00%
Fidubogotá	5.00%	5.00%
Fiduprevisora	5.25%	5.25%
Grupo Bancolombia	5.25%	5.25%
Itaú	5.25%	5.25%
JPMorgan	5.25%	5.25%
Moodys Economy	5.25%	5.25%
Positiva	5.25%	5.25%
Protección	5.25%	5.00%
Ultraserfinco	5.25%	5.25%
<b>Promedio</b>	<b>5.23%</b>	<b>5.19%</b>
Mediana	5.25%	5.25%
STDV	0.06%	0.11%
Máximo	5.25%	5.25%
Mínimo	5.00%	5.00%

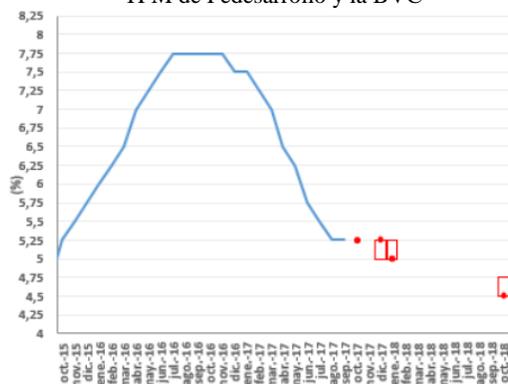
RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.00%	26%	8
5.25%	74%	23
5.50%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>31</b>

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.00%	6%	2
5.25%	94%	30
5.50%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>32</b>

**Cuadro A1.3. Encuesta de Expectativas del Citibank Sobre Inflación**

Participantes	Octubre	2017	2018
AdCap	4.10%	4.01%	3.40%
Alianza Valores	4.17%	4.10%	3.50%
Anif	4.10%	4.20%	3.30%
Axa Colpatría	4.11%	4.12%	3.50%
Banco Agrario	4.11%	3.91%	3.53%
Banco Davivienda	4.11%	3.89%	4.15%
Banco de Bogotá	4.05%	4.00%	3.40%
Banco de Occidente	4.12%	4.12%	3.93%
Bancoldex	4.12%	4.05%	3.50%
BBVA	4.09%	4.20%	3.20%
BTG Pactual	4.16%	3.89%	3.30%
Casa de Bolsa	4.16%	4.20%	3.70%
Citibank	4.23%	4.00%	3.30%
Continuum Economics	4.10%	3.60%	3.50%
Corficolombiana	4.01%	3.90%	3.50%
Credicorp Capital	4.13%	4.00%	2.90%
Fidubogotá	4.16%	4.04%	3.51%
Fiduprevisora	4.15%	4.15%	3.69%
Grupo Bancolombia	4.05%	4.00%	3.50%
Itaú	4.13%	4.20%	3.80%
Moodys Economy	4.60%	4.20%	3.50%
Positiva	4.13%	4.14%	3.44%
Ultraserfinco	4.07%	4.09%	3.35%
<b>Promedio</b>	<b>4.14%</b>	<b>4.04%</b>	<b>3.50%</b>
Mediana	4.12%	4.05%	3.50%
STDV	0.11%	0.14%	0.25%
Máximo	4.60%	4.20%	4.15%
Mínimo	4.01%	3.60%	2.90%

**Gráfico A1.1: Resultados Encuesta de Expectativas de TPM de Fedesarrollo y la BVC**



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

Rango • Mediana

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera.

**Cuadro A1.4. Encuesta de Expectativas de Focus Economics Sobre Tasa de Política Monetaria para 2017 y 2018**

**Encuestas realizadas entre el 3 y el 9 de octubre**

	<b>Empresa</b>	<b>Estimación 2017</b>	<b>Estimación 2018</b>
1	ANIF	5,25%	4,50%
2	Banco Bradesco	5,25%	5,50%
3	Banco Davivienda	5,25%	5,25%
4	Banco de Bogotá	5,25%	4,50%
5	Bancolombia	5,00%	4,75%
6	Barclays Capital	5,25%	5,25%
7	BBVA Research	5,25%	4,50%
8	BMI Research	5,25%	4,50%
9	BTG Pactual	4,75%	4,75%
10	Capital Economics	5,00%	4,50%
11	Citigroup Global Mkts	5,25%	4,50%
12	Corficolombiana	5,25%	4,50%
13	Credicorp Capital	5,25%	4,50%
14	Credit Suisse	5,25%	4,75%
15	Fedesarrollo	5,00%	4,50%
16	Goldman Sachs	5,25%	4,50%
17	HSBC	5,25%	5,75%
18	Itaú BBA	5,25%	4,50%
19	JPMorgan	5,25%	4,75%
20	Nomura	5,25%	4,00%
21	Positiva Compañía de Seguros	5,25%	4,00%
22	Scotiabank	5,00%	4,75%
23	UBS	5,00%	5,00%
24	Ultraserfinco	5,25%	4,75%

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
4,00%	0	0,00%	2	8,33%
4,25%	0	0,00%	0	0,00%
4,50%	0	0,00%	11	45,83%
4,75%	1	4,17%	6	25,00%
5,00%	5	20,83%	1	4,17%
5,25%	18	75,00%	2	8,33%
5,50%	0	0,00%	1	4,17%
5,75%	0	0,00%	1	4,17%
<b>Media</b>	<b>5,18%</b>		<b>4,70%</b>	
<b>Mediana</b>	<b>5,25%</b>		<b>4,50%</b>	

**Cuadro A1.5. Encuesta de Expectativas del Focus Economico Sobre la Inflación para 2017 y 2018**

**Encuestas realizadas entre el 3 y el 9 de octubre**

	<b>Empresa</b>	<b>Estimación 2017</b>	<b>Estimación 2018</b>
1	ANIF	4,20%	3,30%
2	Banco Bradesco	3,90%	3,50%
3	Banco Davivienda	4,29%	4,41%
4	Banco de Bogotá	4,19%	3,44%
5	Bancolombia	4,20%	3,50%
6	Barclays Capital	3,92%	3,04%
7	BBVA Research	4,18%	3,20%
8	BMI Research	4,00%	3,80%
9	BTG Pactual	3,95%	3,30%
10	Capital Economics	4,10%	3,20%
11	Citigroup Global Mkts	4,00%	3,30%
12	Corficolombiana	3,90%	3,50%
13	Credicorp Capital	4,10%	2,90%
14	Credit Suisse	4,32%	3,40%
15	Ecoanalítica	4,19%	3,99%
16	EIU	4,00%	3,40%
17	Fedesarrollo	4,20%	3,50%
18	Frontier Strategy Group	4,00%	3,80%
19	Goldman Sachs	4,20%	3,50%
20	HSBC	4,20%	4,20%
21	Itaú BBA	4,20%	3,80%
22	JPMorgan	4,00%	3,90%
23	Nomura	4,20%	3,00%
24	Oxford Economics	4,34%	3,40%
25	Positiva Compañía de Seguros	4,40%	3,44%
26	Scotiabank	4,20%	3,50%
27	Société Générale	3,72%	-
28	UBS	4,10%	3,50%
29	Ultraserfinco	4,30%	3,46%

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
2,75%-3,00%	0	0,00%	1	3,57%
3,00%-3,25%	0	0,00%	4	14,29%
3,25%-3,50%	0	0,00%	10	35,71%
3,50%-3,75%	1	3,45%	6	21,43%
3,75%-4,00%	4	13,79%	5	17,86%
4,00%-4,25%	19	65,52%	1	3,57%
4,25%-4,50%	5	17,24%	1	3,57%
<b>Media</b>		<b>4,12%</b>		<b>3,51%</b>
<b>Mediana</b>		<b>4,19%</b>		<b>3,48%</b>

## *Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local*

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de septiembre, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 4 p.b, 4 p.b. y 0 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones de -1 p.b y 0 p.b. y 1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 3 de octubre la agencia calificadora *Standard and Poor's* redujo su proyección de crecimiento para la economía colombiana durante el 2017 de 1,7% a 1,6%, señalando el bajo dinamismo de la economía durante los primeros dos trimestres del año y la reducción en la producción petrolera. Entre el 2 y el 3 de octubre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 1 p.b, -2 p.b. y -2 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -2 p.b. para estos mismos plazos.

El Dane publicó el 5 de octubre la variación del índice de precios al consumidor de septiembre del 2017, ubicándose en 0,04% mes a mes. Dicho resultado fue inferior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,17%) y al dato extraído de la encuesta del BR (0,18%), pero superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2016 (-0,05%). La variación anual fue 3,97%<sup>21</sup> (esp: 4,10%). Entre el 5 y el 6 de octubre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 6 p.b, -1 p.b. y 1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 10 de octubre se conocieron las *Perspectivas de la Economía Mundial* del Fondo Monetario Internacional. En particular, para América Latina y el Caribe, cuyo PIB se contrajo casi 1% en 2016, prevé un crecimiento del 1.2% en 2017 y del 1.9% en 2018. Para Colombia, la entidad modificó su estimación de crecimiento económico para 2017 de 2.0% (informe de julio) a 1.7%, toda vez que la economía continúa adaptándose a la contracción del ingreso fiscal. Sin embargo, el organismo señaló que el aumento del gasto en infraestructura y el estímulo del acuerdo de paz sobre la confianza podrían elevar el crecimiento a un 3,5% aproximadamente en el mediano plazo. Entre el 10 y el 11 de octubre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 2 p.b, 0 p.b. y -2 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -2 p.b, -4 p.b. y -2 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 18 de octubre el Congreso aprobó el proyecto de ley de presupuesto general de la Nación (PGN) para el año 2018 por un valor total de \$235,6 billones, 1% superior al de 2017, con una disminución del déficit fiscal a 3.1% del PIB y una meta de crecimiento económico de 3%. Por su parte, el Ministro de Hacienda indicó que el Gobierno no realizará más emisiones de deuda en mercados internacionales. Entre el 18 y el 19 de octubre, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 7 p.b, 4 p.b. y -1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que los TES UVR no presentaron variaciones significativas.

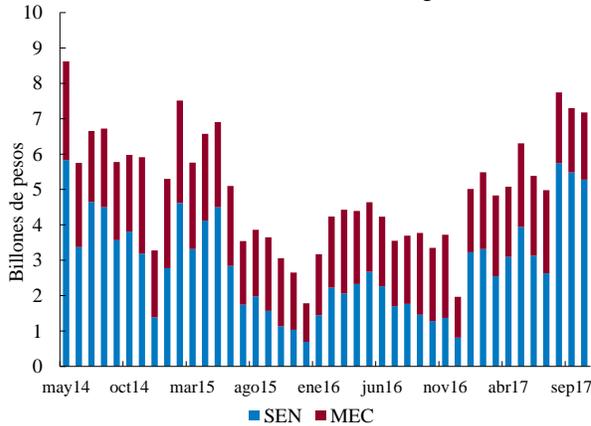
Para el mes de octubre se pagó un cupón por \$554,8 mm del TES en pesos que vence el 24 de octubre de 2018.

En lo corrido de octubre, el monto promedio diario negociado ha sido \$7,1 billones<sup>22</sup>, inferior al observado el mes anterior (\$7,3 billones), pero superior al registrado en octubre de 2016 (\$3,3 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 14% al 16%, seguidos por los que vencen en marzo de 2021 cuya participación pasó de 15% a 16% (Gráfico A2.2).

<sup>21</sup> Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2016 (7,27%).

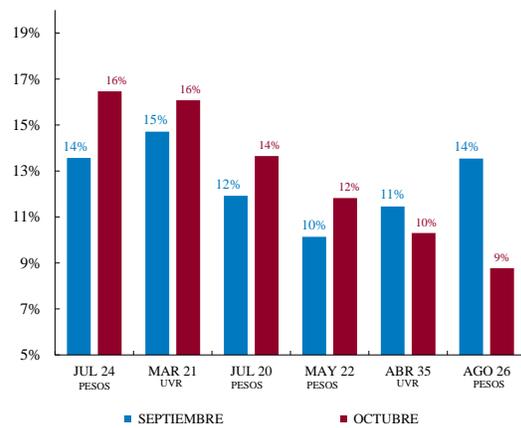
<sup>22</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

**Gráfico A2.1. Monto Promedio Diario Negociado de TES**



**Fuente y Cálculos:** Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 23 de octubre del 2017.

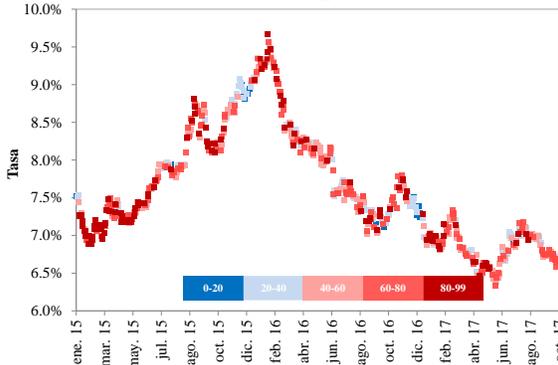
**Gráfico A2.2. TES más transados\***



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

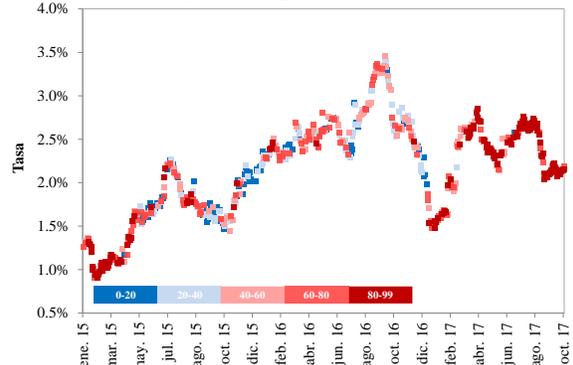
En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más transados (con vencimiento en 2024 en el caso de pesos y en 2019 para UVR). Desde la última reunión de la JDBR, los montos de negociación del título del 24 se situaron en niveles similares al mes anterior con negociaciones entre los percentiles 60 y 80 para la mayoría de los días. En el caso del título UVR del 21 la mayoría de los días las negociaciones se situaron en los percentiles 80 y 99, con una ligera disminución respecto al mes anterior.

**Gráfico A2.3. Tasa Cero Cupón Pesos TFIT 2024 y Volumen Negociación por Percentiles**



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

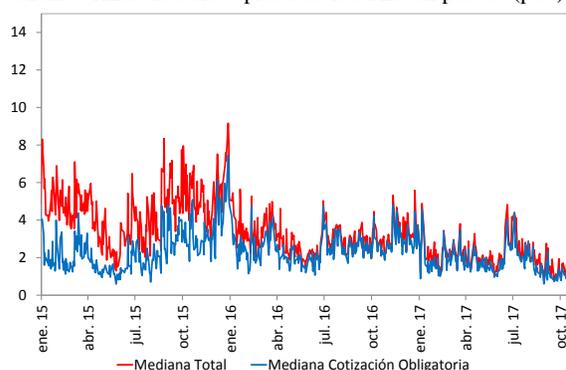
**Gráfico A2.4. Tasa Cero Cupón TUVT 2021 y Volumen Negociación por Percentiles**



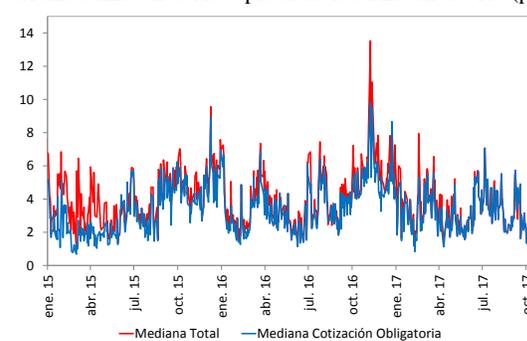
**Fuentes:** SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.

En octubre, el *bid-ask spread* promedio disminuyó tanto para TES en pesos como para TES denominados en UVR. Para los títulos de cotización obligatoria denominados en pesos, el promedio se ubicó en 1,38 p.b. (Septiembre: 1,55 p.b, Gráfico A2.5), mientras que para los TES denominados en UVR se ubicó en 1,98 p.b. (Septiembre: 3,64 p.b, Gráfico A2.6). La profundidad de estos mercados (Gráficos A.7 y A2.8) disminuyó en \$41 mm para los títulos en pesos y \$17 mm para los TES UVR, respecto al mes anterior. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos pasó de \$216 mm a \$170 mm, mientras que en TES UVR pasó de \$117 mm a \$97 mm. No obstante, estos niveles de profundidad en TES UVR continúan por encima de su promedio histórico.

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

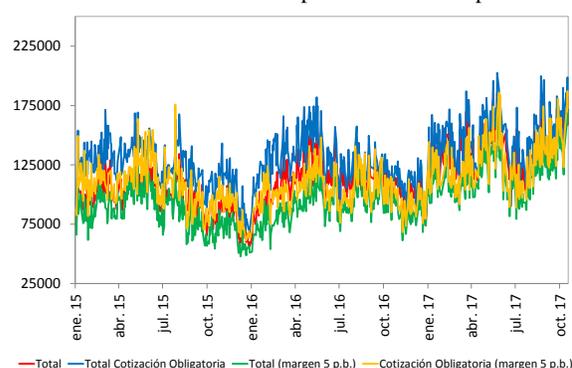


**Gráfico A2.6.** Bid-Ask spread de los TES en UVR\* (p.b.)

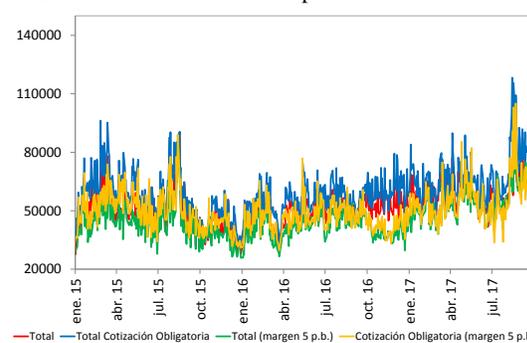


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República.\*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para los títulos. Total: todos los títulos del gobierno en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

**Gráfico A2.7.** Profundidad promedio TES en pesos\*



**Gráfico A2.8.** Profundidad promedio TES en UVR\*



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

### **Anexo 3. Inversionistas en el Mercado de Deuda Local**

Desde la última reunión de la JDBR los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los bancos comerciales (\$911 mm, principalmente en los tramos corto y medio), las corporaciones financieras (\$668 mm, principalmente en el tramo medio) y los inversionistas extranjeros (\$229 mm, principalmente en el tramo largo), mientras que los principales vendedores netos fueron los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$600 mm, tramo medio). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los bancos comerciales (\$292 mm, tramos corto y medio) y las corporaciones financieras (\$172 mm, tramo medio), mientras que los principales vendedores fueron los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$188 mm, tramo corto) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

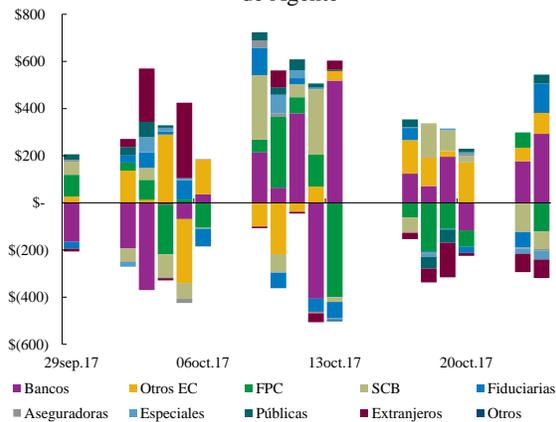
En lo corrido del 2017 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$6656 mm. Adicionalmente, desde el 29 de septiembre registraron compras netas por \$31 mm y \$221 mm en los tramos medio y largo, respectivamente, al tiempo que vendieron en neto \$23 mm en el tramo corto.

**Cuadro A3.1. Compras Netas de TES en Pesos (Azul) y TES UVR (Amarillo)\***  
(Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

		Corrido	Corrido	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR
		2017	2017	Corto (0-2 años)	Medio (2-5 años)	Largo (>5 años)		Corto (0-2 años)	Medio (2-5 años)	Largo (>5 años)	
Bancos Comerciales		6'420	(2'072)	400	287	224	911	151	78	63	292
Compañía de Financiamiento Comercial		4	(0)	5	1	-	6	-	-	-	-
Cooperativas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras		125	10	166	419	83	668	(3)	119	56	172
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>		<b>6'550</b>	<b>(2'063)</b>	<b>571</b>	<b>707</b>	<b>308</b>	<b>1'586</b>	<b>148</b>	<b>197</b>	<b>118</b>	<b>464</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	(26)	7	9	3	6	17	-	1	1	3
	Terceros	1'569	3'635	(13)	(891)	304	(600)	(160)	(74)	46	(188)
	Pasivos Pensionales	(249)	2'249	-	(759)	25	(733)	(120)	(6)	35	(97)
Fondos de Pensiones - Prima Media		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>		<b>1'543</b>	<b>3'642</b>	<b>(4)</b>	<b>(888)</b>	<b>309</b>	<b>(583)</b>	<b>(160)</b>	<b>(73)</b>	<b>48</b>	<b>(186)</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	(595)	9	293	153	(254)	192	(72)	15	38	(19)
	Terceros	555	18	(43)	52	133	142	-	3	(2)	1
	Extranjeros	(2)	16	-	-	-	-	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>		<b>(40)</b>	<b>27</b>	<b>249</b>	<b>205</b>	<b>(121)</b>	<b>333</b>	<b>(72)</b>	<b>17</b>	<b>36</b>	<b>(18)</b>
Sociedades Fiduciarias	Propia	39	35	(6)	(27)	15	(18)	(10)	(4)	(0)	(14)
	Terceros	8'232	2'031	(308)	543	208	444	74	35	139	249
	Extranjeros***	6'671	1'040	(23)	31	221	229	-	54	24	78
	FIC	402	141	(176)	131	(2)	(46)	37	13	-	50
	Pasivos Pensionales	(119)	303	(21)	(24)	97	51	1	(2)	78	76
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>		<b>8'272</b>	<b>2'066</b>	<b>(314)</b>	<b>516</b>	<b>223</b>	<b>426</b>	<b>64</b>	<b>32</b>	<b>139</b>	<b>235</b>
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	286	(129)	(49)	32	24	7	-	26	(31)	(6)
	Terceros	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Pasivos Pensionales	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>		<b>287</b>	<b>(129)</b>	<b>(49)</b>	<b>32</b>	<b>24</b>	<b>7</b>	<b>-</b>	<b>26</b>	<b>(31)</b>	<b>(6)</b>
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>		<b>10'062</b>	<b>5'606</b>	<b>(117)</b>	<b>(135)</b>	<b>435</b>	<b>184</b>	<b>(168)</b>	<b>2</b>	<b>192</b>	<b>25</b>
Total Entidades Financieras Especiales**		(494)	40	49	37	39	124	20	-	(50)	(30)
Total Entidades Públicas****		4'544	(1'938)	296	(52)	(18)	227	-	-	-	-
Otros*****		(59)	(238)	-	(9)	4	(5)	-	-	5	5
	Extranjeros	(14)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>		<b>20'602</b>	<b>1'407</b>	<b>800</b>	<b>548</b>	<b>768</b>	<b>2'116</b>	<b>0</b>	<b>199</b>	<b>265</b>	<b>464</b>

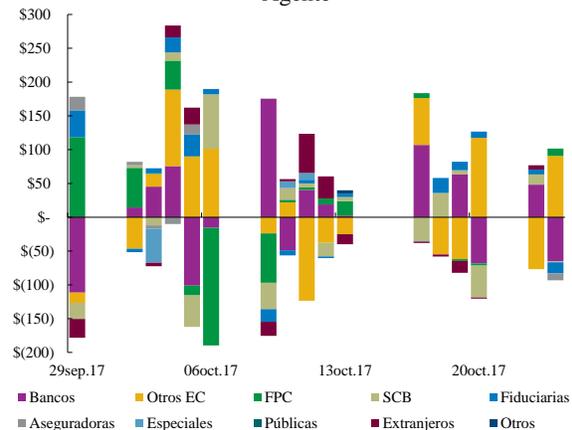
**Fuente:** BR. Información actualizada al 24 de octubre de 2017. Cabe señalar que las ventas pueden corresponder a vencimientos de TES y, para el caso de entidades públicas, a redenciones anticipadas de TES de corto plazo. \* Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

**Gráfico A3.1. Compras Netas de TES en Pesos por Tipo de Agente**



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

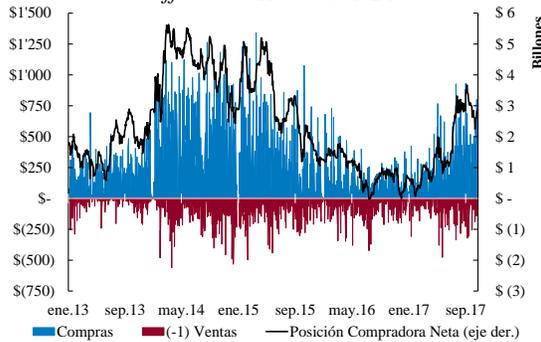
**Gráfico A3.2. Compras Netas de TES en UVR por Tipo de Agente**



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

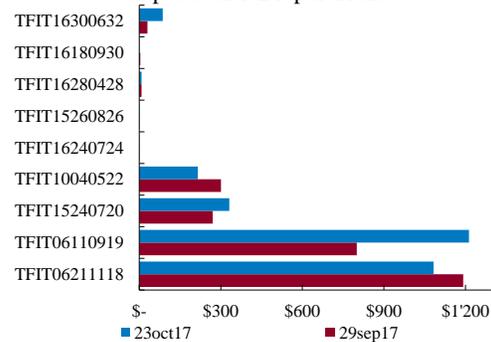
Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$5224 mm y ventas por \$1068 mm<sup>23</sup>, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$242 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$2630 mm el 29 de septiembre a \$2872 mm el 23 de octubre de 2017.

**Gráfico A3.3.** Compras y Ventas Pactadas de TES en pesos *Offshore* a Través de NDF



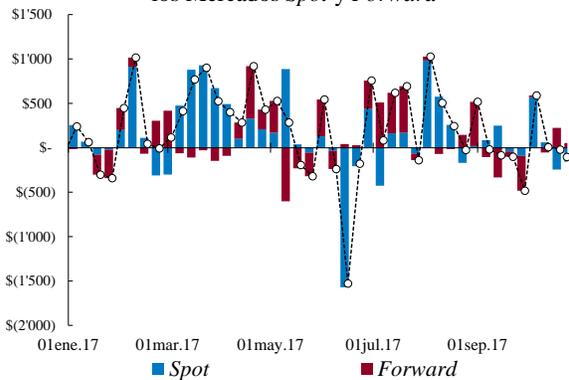
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

**Gráfico A3.4.** Saldo de Compras Netas *Offshore* de TES en pesos en NDF por Título



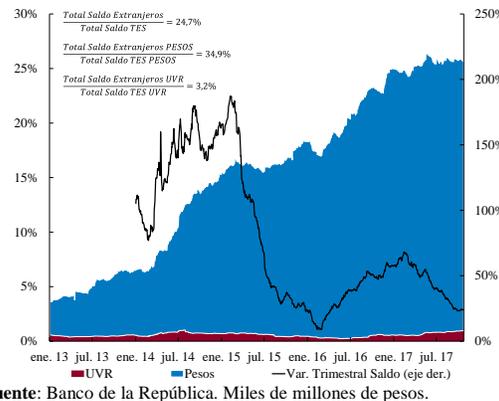
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

**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 septiembre del 2019, en julio del 2020 y junio del 2032, se mantuvo estable para la referencia que vence en abril del 2028, al tiempo que disminuyó para los demás títulos (Gráfico A3.4).

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5 y 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

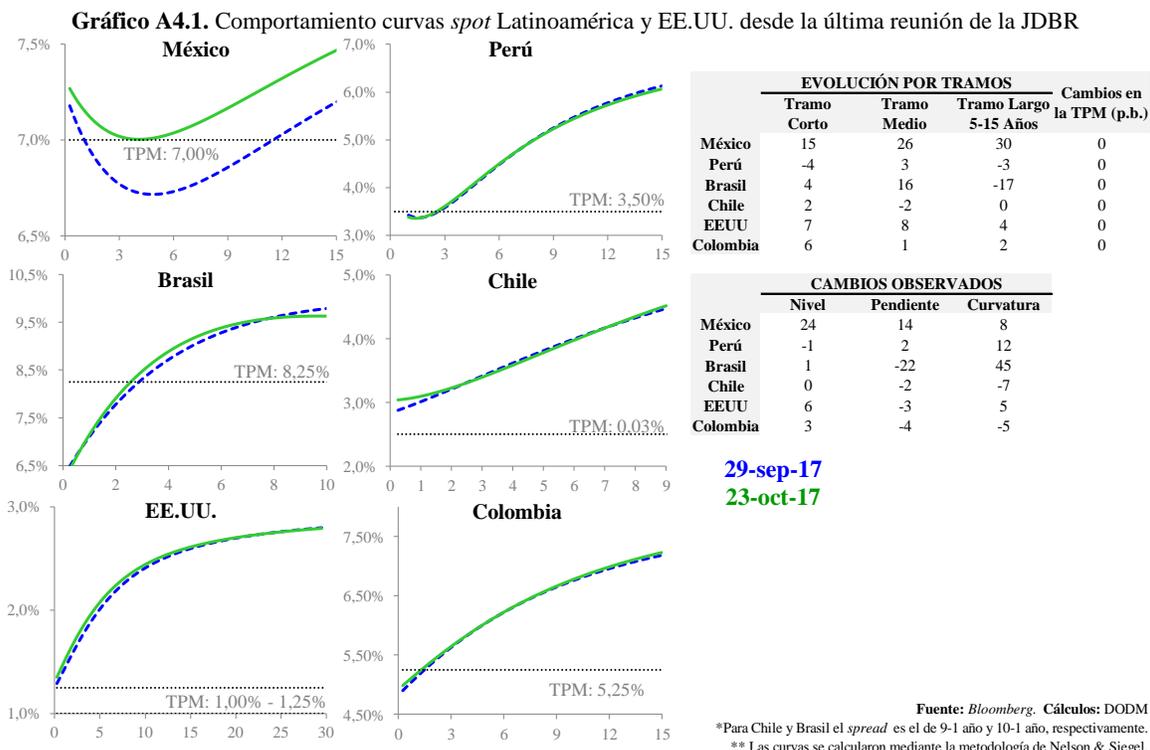
	2016			Corrido de 2017			Ago-17			Sep-17			Corrido de Oct-17		
	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'293)	\$ 617	\$ (4'676)	\$ 6'550	\$ (2'233)	\$ 4'317	\$ 1'277	\$ 36	\$ 1'312	\$ (2'836)	\$ 231	\$ (2'605)	\$ 1'586	\$ (242)	\$ 1'344
Offshore	\$ 20'884	\$ (617)	\$ 20'267	\$ 6'656	\$ 2'233	\$ 8'889	\$ 1'086	\$ (36)	\$ 1'051	\$ 275	\$ (231)	\$ 45	\$ 229	\$ 242	\$ 471

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 23 y 24 de octubre del 2017 para *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*.

<sup>23</sup> Al tiempo que registraron vencimientos de contratos de compra de TES por \$5355 mm y de venta por \$1442 mm. Datos actualizados al 23 de octubre de 2017.

#### Anexo 4. Comportamiento de los Bonos Soberanos en Moneda Local de Países de la Región

En este periodo (29 de septiembre al 23 de octubre de 2017), los títulos de deuda pública de la región presentaron desvalorizaciones, a excepción de Perú y Colombia. Este comportamiento estuvo explicado por el cambio en las expectativas sobre política monetaria en EE.UU. y Europa, y eventos que influenciaron la incertidumbre política y el panorama económico de los distintos países.



Durante el periodo, la curva de rendimiento de los *treasuries* presentó un aplanamiento ante las desvalorizaciones más pronunciadas de sus tramos corto y medio.

Las desvalorizaciones observadas durante el periodo estuvieron influenciadas por: i) datos macroeconómicos positivos, ii) el cambio en las expectativas sobre la política monetaria en países desarrollados; iii) las expectativas sobre la elección de un presidente de la Fed con una postura de política monetaria más contractiva; y iv) el resurgimiento de proyecciones sobre una política fiscal más expansiva en EE.UU.

Sobre el primer punto, durante el periodo se presentó una mejoría en el mercado laboral<sup>24</sup>, en las encuestas manufactureras, en el comportamiento de ventas de vehículos y en el sentimiento del consumidor<sup>25</sup>. Sobre el segundo punto, los *treasuries* pudieron estar influenciados por las minutas del BCE y el discurso de Peter Praet, que mostraron la posibilidad de una menor compra de títulos en 2018, frente a lo anticipado anteriormente<sup>26</sup>. En tercer lugar, algunos agentes del mercado ven

<sup>24</sup> En septiembre el mercado laboral presentó una dinámica que fue vista como positiva por el mercado, ante la inesperada reducción de la tasa de desempleo a 4,2% (ant: 4,4%; esp: 4,4%), el incremento en la tasa de participación a 63,1% (ant: 62,9%) y el crecimiento en los salarios de 2,9% (ant: 2,7%). Esto a pesar de que las nóminas no agrícolas descendieron 33 mil, debido a que sus efectos fueron vistos como temporales. De igual forma, las solicitudes iniciales de desempleo presentaron en la segunda semana su nivel más bajo desde 1973 (obs: 222,000).

<sup>25</sup> Las ventas de automóviles (obs: 18,5 millones; ant: 16 millones; esp: 17,4 millones), encuesta manufactureras (obs: 60,8; ant: 58,8; esp: 58,5) y el sentimiento del consumidor (obs: 101,1; esp: 95,1; ant: 94,5) resultaron sorprendidos y marcaron nuevos máximos en el ciclo.

<sup>26</sup> En particular las minutas influenciaron estas expectativas al señalar dos posibles escenarios. De acuerdo a agentes del mercado los dos escenarios más probables son: uno con compras durante 6 meses por EUR40 mm al mes, y otro por 9 meses con compras por EUR20 mm

que dentro de la probable lista de nombres a suceder a Janet Yellen, existen algunos candidatos con unas claras posiciones *hawkish* frente a la compra de activos por parte de la Fed y los niveles actuales de tasa de fondos federales<sup>27</sup>. Por último, las expectativas sobre una política monetaria fiscal expansiva en EE.UU. se incrementaron, principalmente ante la aprobación de Ley de presupuesto por parte del Senado.

Durante el periodo se observaron desvalorizaciones de los *treasuries* ante los comentarios de algunos miembros del FOMC, lo cual se tradujo en un aumento de la probabilidad percibida por el mercado de un incremento de la tasa de fondos federales en la reunión de diciembre<sup>28</sup>. No obstante, a mediados del mes se presentaron valorizaciones transitorias ante un dato de inflación para septiembre menor a las expectativas del mercado<sup>29</sup>, y el contenido *dovish* de las minutas de la reunión de la Fed<sup>30</sup>.

La curva de México presentó desvalorizaciones en todos sus tramos como consecuencia de: i) el comportamiento ya descrito en el tramo corto y medio de los *treasuries*; ii) la reducción en la demanda doméstica<sup>31</sup>; iii) el crecimiento menor a lo esperado de la producción industrial<sup>32</sup>; iv) la perspectiva *hawkish* del Banco Central de este país<sup>33</sup>; y v) una mayor incertidumbre frente a la renegociación del TLCAN<sup>34</sup>. Estas desvalorizaciones fueron consistentes con la depreciación del peso mexicano.

En Perú se observaron leves valorizaciones ante el desempeño favorable de la actividad económica y de algunos sectores durante agosto<sup>35</sup>, un dato de inflación menor a las expectativas del mercado<sup>36</sup> e incrementos en el precio del cobre<sup>37</sup>.

Por último, en Brasil se presentó un aplanamiento de su curva ante valorizaciones del tramo largo que estuvieron explicadas por la menor incertidumbre política. Esta dinámica se dio a pesar de los datos inferiores a lo previsto por el mercado de producción industrial, ventas al por menor y actividad económica durante agosto<sup>38</sup>.

La curva de Chile no presentó cambios relevantes en el periodo. Cabe resaltar que durante el mes se observaron desvalorizaciones que se corrigieron ante un dato de inflación inferior a las expectativas del mercado<sup>39</sup> y un buen desempeño en su balanza comercial<sup>40</sup>.

---

al mes. Esto se ligó con los comentarios de Peter Praet, miembro del BCE, quien señaló que consideraba conveniente una compra más duradera, en menor magnitud, para mantener bajas las primas a término en el mercado de renta fija.

<sup>27</sup> El mercado considera que los cinco más opciones para ocupar el cargo de *chairman* son Gary Cohn, Jerome Powell, John Taylor, Kevin Warsh y Janet Yellen. En particular consideran que las posiciones más *hawkish* serían las de Warsh y Taylor por sus críticas, respectivamente, al programa de compra de activos de la Fed y a la senda actual de la tasa de fondos federales.

<sup>28</sup> En particular los comentarios de George y Rosengren, el 11 y el 12 de octubre, respectivamente, en los cuales se indicó la necesidad de un incremento gradual que generara una expansión económica sostenible sin generar un sobrecalentamiento o inestabilidades en los mercados financieros.

<sup>29</sup> La inflación y/y para septiembre fue 2,2%, mientras el mercado esperaba 2,3%. La inflación básica fue 1,7%, mientras el mercado esperaba 1,8%.

<sup>30</sup> Algunos miembros señalaron que la decisión de incrementar tasas dependería de si los datos afianzaban su confianza de un incremento en la inflación.

<sup>31</sup> La inversión bruta fija cayó de forma sorpresiva (obs: -2,5%; esp: -1,4%; ant: -0,9%).

<sup>32</sup> La producción industrial creció menos de lo esperado por el mercado (obs: 3,3%; ant: 2,3%; ant: 3,4%).

<sup>33</sup> El comunicado y las minutas fueron interpretadas como *hawkish* por el mercado debido a que se señaló que los riesgos inflacionarios habían aumentado, e incluso algunos miembros del comité de política monetaria consideran que un incremento en la tasa de interés no debería ser descartado.

<sup>34</sup> En particular, las pretensiones de EE.UU. de incrementar la participación de este país en el mercado de automóviles y la cláusula de revisión del tratado cada cinco años fueron interpretadas como proteccionistas por algunos agentes (*JP Morgan*)

<sup>35</sup> La actividad económica creció 2,3% en agosto (esp: 2,2%; ant: 1,6%), y en particular, el sector de la construcción (4,78%) y la inversión en obras públicas (9,6%) tuvieron un buen desempeño.

<sup>36</sup> La inflación m/m disminuyó 0,2% en agosto, mientras el mercado esperaba un incremento de 0,05%.

<sup>37</sup> Entre el 29 de septiembre y el 23 de octubre el precio del cobre presentó un incremento de 7,3%.

<sup>38</sup> La producción industrial cayeron 0,8%, mientras el mercado esperaba un alza de 0,1%. La actividad económica se contrajo al disminuir 0,38% (esp: -0,25%). La ventas al por menor aumentaron 3,6%; mientras el mercado esperaba un incremento de 5,2%.

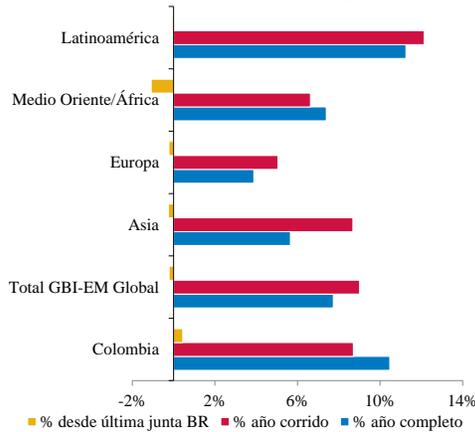
<sup>39</sup> En el último año se observó un incremento en los precios de 1,5%, inferior a las expectativas del mercado de 1,9%.

<sup>40</sup> El superávit comercial de Chile ascendió en septiembre a USD 714 millones desde un dato de agosto de USD 587 m, y ante expectativas del mercado de USD 500 m.

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>41</sup> (incluyendo Colombia) desde la última reunión de la JDBR, en lo corrido de 2017 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR todos los índices regionales disminuyeron, en mayor medida el de Medio Oriente/África (-1,1%). El índice *Total GBI-EM Global* cayó 0,2% y el de Colombia aumentó 0,4%.

Adicionalmente, el IIF<sup>42</sup> estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en septiembre por US\$14,54 mm. En particular, estimó salidas netas de los mercados de renta variable por US\$2,66 mm, entradas netas de US\$17,21 mm hacia los mercados de renta fija, y específicamente para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$0,19 mm (Gráfico A4.3).

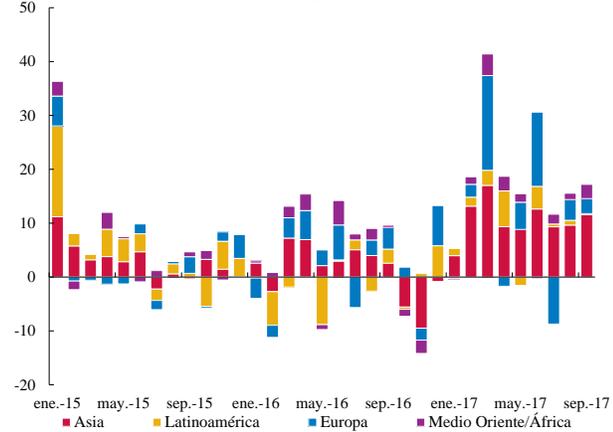
**Gráfico A4.2.** Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes\*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

\*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

**Gráfico A4.3:** Flujos de Portafolio hacia Renta Fija Economías Emergentes



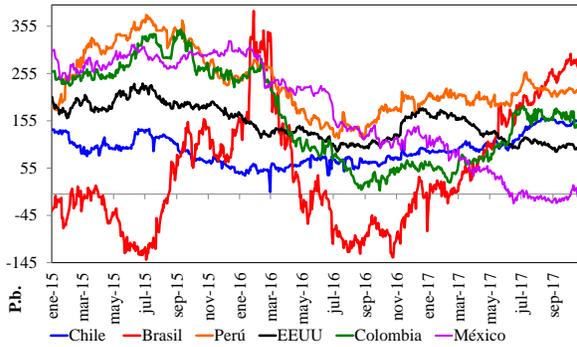
Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares.

El Gráfico A4.4 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia aumentó a 149 p.b. (ant: 144 p.b.). Las pendientes de Brasil, Perú, Chile, EE.UU. y México se sitúan en 268 p.b, 221 p.b, 149 p.b, 101 p.b. y 5 p.b, respectivamente. En el Gráfico A4.5 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha disminuido y se encuentra actualmente en -6,47%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (*VIX* y pendiente de Estados Unidos -línea roja) se encuentra en -4,33%. Esto puede señalar, que el comportamiento de las pendientes continuó siendo explicado por factores idiosincráticos.

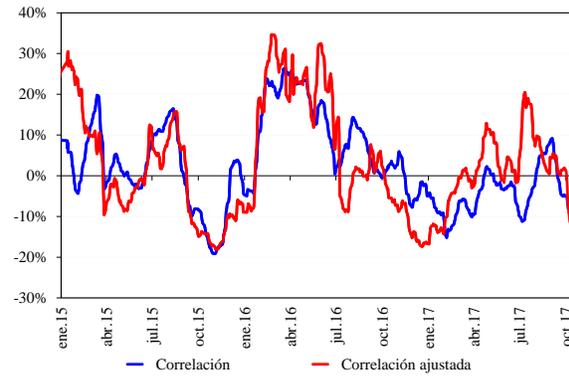
<sup>41</sup> El *Government Bond–Emerging Market Index (GBI-EM)* es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos 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.

<sup>42</sup> Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

**Gráfico A4.4. Pendiente Curva Cero Cupón Latam y EE.UU.\***



**Gráfico A4.5. Correlación Pendientes Región**

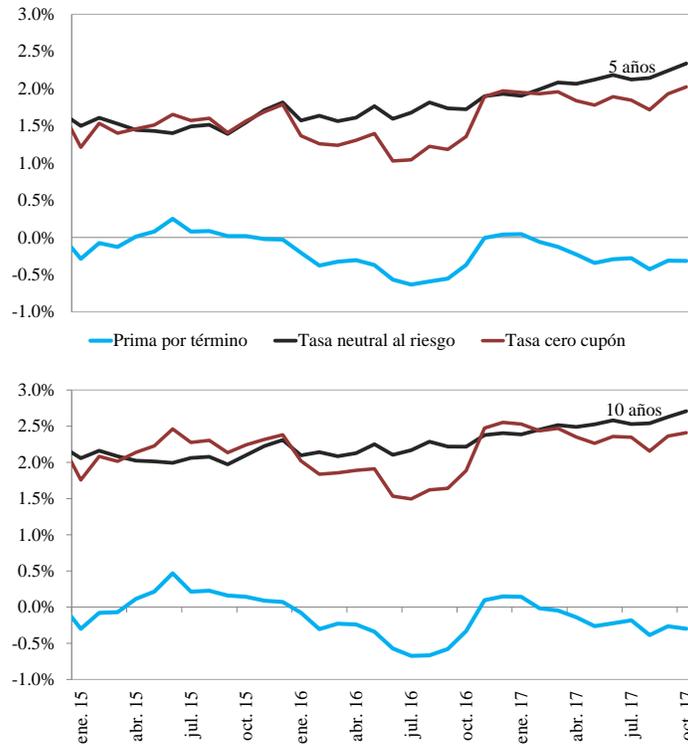


**Fuentes:** Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República. \*Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

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

Por su parte, la prima por vencimiento de los *treasuries* se redujo 1 p.b. para 5 años y 3 p.b. a 10 años, y se situó en -0,32% y -0,30%, respectivamente. La tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó cerca de 9 p.b. para 5 y 10 años (Gráfico A4.6).

**Gráfico A4.6. Prima por vencimiento Treasuries.**



**Fuente y Cálculos:** Fed.

## Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

### Países Desarrollados

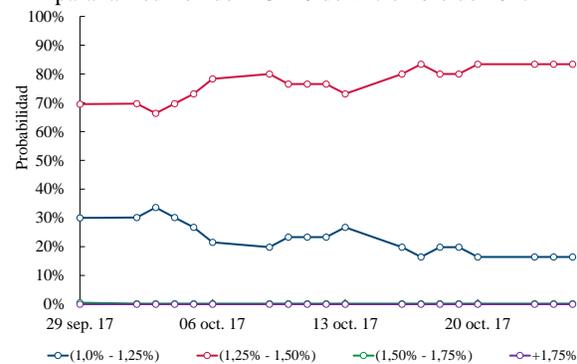
En sus reuniones ordinarias los bancos centrales de Israel (0,1%), Canadá (1%) y Australia (1,5%) mantuvieron sus tasas de intervención sin modificación, en línea con las expectativas del mercado. Por su parte, el Banco Central de Islandia recortó su tasa de interés 25 p.b. a 4,25%, señalando la perspectiva de un crecimiento del PIB más débil frente al 2016, explicada en parte por el menor crecimiento del turismo.

El 5 de octubre el Banco Central Europeo (BCE) publicó las minutas de su reunión de julio, en las que se mostraron preocupaciones por la apreciación del euro y se evaluaron varios escenarios para extender sus compras de activos, discutiéndose las condiciones de plazo y monto previsto. De esta manera, se contemplaron dos posibles escenarios: uno de mayor magnitud por menos tiempo frente a uno de un monto menor pero de mayor duración.

En su reunión del 26 de octubre, el BCE mantuvo su tasa de interés de referencia en 0,00%, en línea con las expectativas del mercado. Así mismo, mantuvo la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la tasa de depósitos en -0,40%. En cuanto a las medidas no convencionales de política monetaria, indicó que continuará con su programa de compra mensual de activos por €60.000 millones hasta diciembre del presente año, y que a partir de enero de 2018 realizará compras mensuales por €30.000 millones hasta septiembre de ese mismo año. No obstante, el organismo indicó que podría modificar las condiciones del programa dependiendo de la perspectiva de crecimiento económico y de la consistencia de las condiciones financieras con sus objetivos inflacionarios.

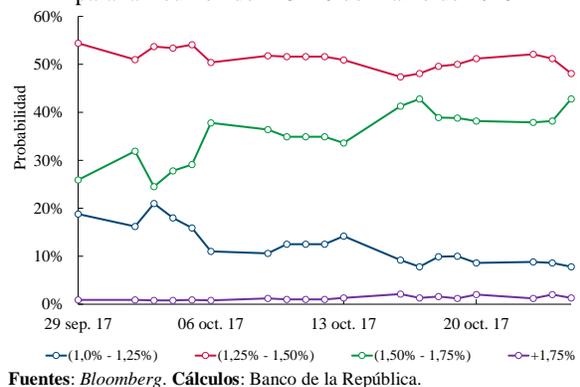
El 11 de octubre se publicaron las minutas de la reunión de la Fed de septiembre, en la cual se mantuvo inalterado el rango de los fondos federales y se anunció el inicio de la normalización de la hoja de balance de la entidad a partir de octubre. Estas mostraron un optimismo de los funcionarios frente al impacto económico de los huracanes recientes, y se indicó que es probable que se justifique otro incremento adicional del rango en lo que resta del año. Lo anterior fortaleció las expectativas del mercado de un incremento adicional en su reunión de diciembre.

**Gráfico A5.4.** Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Diciembre de 2017



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico A5.5.** Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Marzo de 2018



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En línea con lo anterior, la probabilidad de que el rango de los fondos federales se ubique entre 1,25% y 1,50% aumentó para la reunión de diciembre de 2017, y para la reunión de marzo del 2018 (Gráfico A5.4) aumentó la probabilidad de que el rango se ubique entre 1,50% y 1,75%, aunque el escenario más probable para esta última continúa siendo un rango entre 1,25% y 1,50% (Gráfico A5.5). Además, según lo publicado por *CME Group Inc.*<sup>43</sup>, con estimaciones a partir de estos

<sup>43</sup> Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade*. Consulta actualizada el 25 de octubre, al tiempo que el valor previo corresponde a las cifras consultadas el 25 de septiembre.

mismos contratos, para la reunión de la Fed de diciembre de 2017 la probabilidad de que el rango de tasas se ubique entre 1,0% y 1,25% es 1,8% (ant.: 27,7%), la de uno entre 1,25% y 1,5% es 96,7% (ant.: 72,3%) y la de uno entre 1,5% y 1,75% es 1,5% (ant.: 0%).

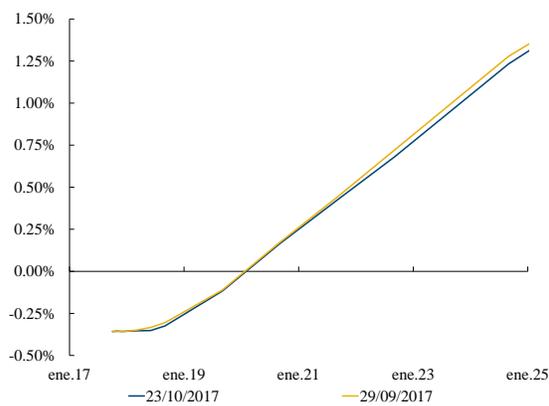
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado continúa anticipando que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 1T20 (Gráfico A5.6).

### Países Emergentes

Los bancos centrales de Rumania (1,75%), India (6%)<sup>44</sup>, Polonia (1,5%), Corea del Sur (1,25%), Indonesia (4,25%) y Hungría (0,9%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado por el mercado. En Latinoamérica, en línea con lo esperado, los bancos centrales de Chile y Perú mantuvieron sus tasas de interés de referencia inalteradas en 2,5% y 3,5%, respectivamente. Por su parte, el Banco Central de Argentina incrementó en 150 p.b. su tasa de política monetaria a 27,75%, cuando el mercado no esperaba cambios; mientras que el de Brasil la recortó 75 p.b. a 7,50%, tal como lo anticipaba el mercado.

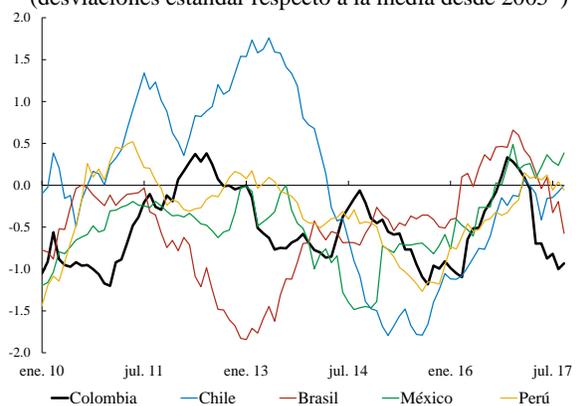
En el Gráfico A5.7 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales<sup>45</sup> desde el año 2005. Se puede observar que en septiembre la tasa real de México se ubicó por encima de su media histórica, la de Chile se ubicó sobre este nivel promedio al tiempo que las de los demás se ubicaron por debajo<sup>46</sup>.

**Gráfico A5.6.** Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico A5.7.** 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.\*Media y desviación histórica calculada desde octubre de 2005.

<sup>44</sup> Junto con la medida, el organismo mantuvo su tasa de repo reverso en 5,75% y el coeficiente de reserva de efectivo en 4%.

<sup>45</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

<sup>46</sup> Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,84%; Chile 0,77%; Brasil 5,60%, México 1,59 y Perú 0,79%.

**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	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18	may18	jun18	jul18	ago18	sep18
6.50%												0%
6.25%											0%	0%
6.00%											0%	0%
5.75%									0%	0%	0%	1%
5.50%								0%	0%	0%	2%	2%
5.25%	77%	54%	37%	25%	15%	9%	4%	0%	1%	2%	3%	2%
5.00%	23%	46%	51%	51%	48%	42%	37%	33%	25%	20%	15%	11%
4.75%			11%	22%	30%	35%	37%	37%	36%	32%	28%	23%
4.50%				2%	7%	13%	18%	22%	25%	27%	27%	27%
4.25%					0%	2%	4%	8%	11%	14%	17%	20%
4.00%						0%	0%	1%	2%	5%	7%	10%
3.75%									0%	0%	1%	3%
3.50%										0%	0%	0%
3.25%												0%

**Cuadro A6.2. Mes Anterior**

TPM	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18	may18	jun18	jul18	ago18
6.75%												0%
6.50%												0%
6.25%											0%	0%
6.00%										0%	0%	1%
5.75%									0%	0%	1%	2%
5.50%			0%	0%	0%	0%		0%	0%	1%	3%	3%
5.25%	80%	59%	43%	31%	22%	15%	11%	8%	5%	5%	4%	2%
5.00%	20%	41%	48%	49%	46%	42%	37%	32%	27%	23%	18%	14%
4.75%			9%	19%	27%	33%	35%	35%	34%	30%	27%	24%
4.50%				1%	4%	10%	16%	20%	24%	25%	26%	26%
4.25%						0%	2%	5%	9%	13%	16%	18%
4.00%								0%	1%	2%	5%	8%
3.75%										0%	0%	1%
3.50%											0%	0%
3.25%												0%

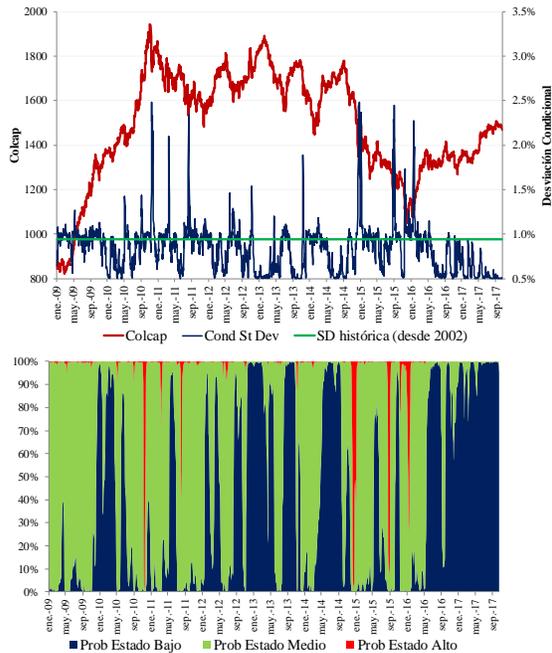
**Anexo 7. IDODM, análisis por componentes**

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 52,8% de agentes espera que aumente (anterior: 56,6%), mientras un 35,9% que se mantenga igual (anterior: 33,3%) y un 11,3% que disminuya (anterior: 11,1%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 50,0% espera que esta se mantenga estable (anterior: 35,2%), un 13,5% que aumente (anterior: 22,2%) y un 19,2% que disminuya (anterior: 27,8%)<sup>47</sup>.

Entre el 29 de septiembre y el 23 de octubre, el Colcap se desvalorizó 1,83%, jalonado por la desvalorización de Cementos Argos Preferencial (-7,2%), Bancolombia (-5,7%) y Bancolombia Preferencial (-5,3%). Este comportamiento fue contrario a la disminución en el CDS a 5 años de Colombia, la revaluación de la tasa de cambio. Para lo corrido de octubre, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó ligeramente respecto al promedio de septiembre y se ubica alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.1). De igual forma durante el mes, la volatilidad promedio del mercado de TES se redujo respecto a lo observado en septiembre y se ubicó alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico A7.2).

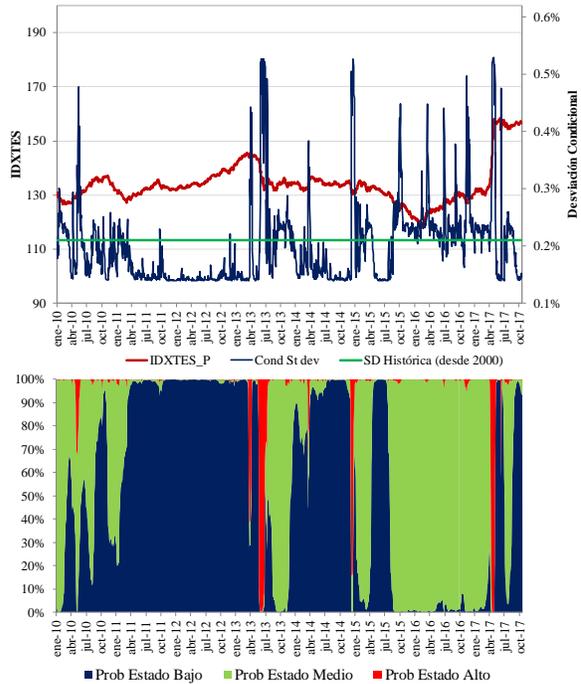
<sup>47</sup> Al 17,3% restante no les aplica la pregunta (anterior: 14,8%).

**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.

Con información al 13 de octubre los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a septiembre de 31 p.b, 16 p.b. y 44 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento de los márgenes se explicó por un incremento de las tasas activas frente a una disminución de las de los TES<sup>48</sup>.

### Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*<sup>49</sup>, el *Vstox*<sup>50</sup> y el *Move*<sup>51</sup> permaneció relativamente estable, en línea con los niveles de volatilidad bajos observados durante lo corrido del 2017. No obstante, el *Skew*<sup>52</sup> aumentó y alcanzó niveles cercanos a sus máximos históricos observados en marzo de este año. Lo anterior muestra que, a pesar de que la volatilidad esperada continúa siendo baja, se percibe una mayor probabilidad de ocurrencia de un evento desfavorable. El comportamiento de estas variables estuvo influenciado por el cambio en las expectativas frente a la política monetaria en economías desarrolladas y, en Europa, por los efectos del referendo independentista de Cataluña (Gráficos A8.1 y A8.2).

<sup>48</sup> Entre el 29 de septiembre y el 13 de octubre en nivel promedio de la curva cero cupón de los TES en pesos disminuyó 6 p.b; y la tasa cero cupón a 30 días, utilizada para calcular la *spread* de la cartera de tesorería, disminuyó 14 p.b. en ese mismo periodo.

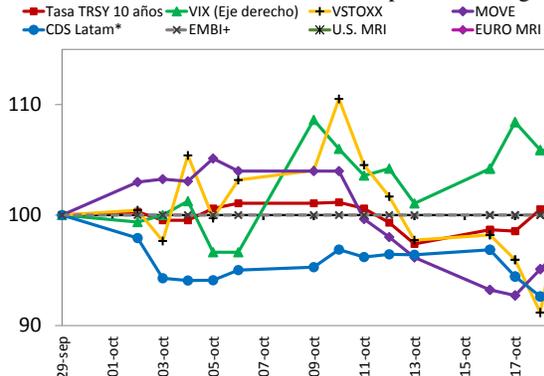
<sup>49</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

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

<sup>51</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *treasuries*.

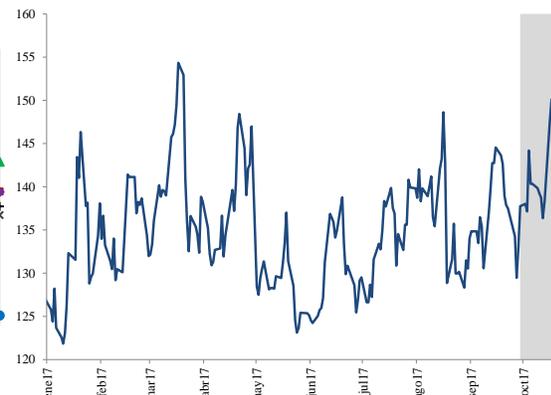
<sup>52</sup> Este último es una medida de riesgo dada por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* —una asimetría más negativa—, se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad percibida de eventos negativos en el mercado accionario.

**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**

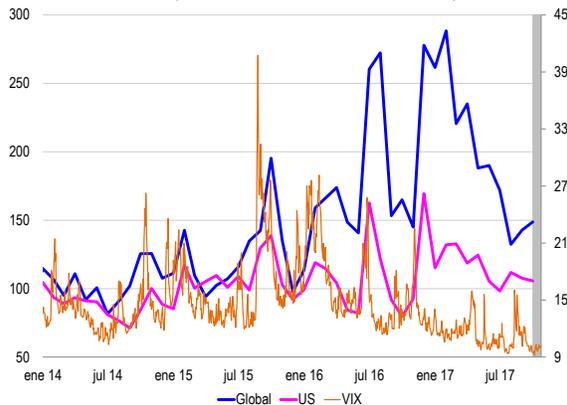


Fuente: Bloomberg.

Los mercados de renta variable en EE.UU. y Europa presentaron un comportamiento positivo. En el caso de EE.UU. se registraron incrementos en sus índices accionarios, principalmente ante los resultados favorables del sector tecnológico, y los primeros informes corporativos sobre el tercer trimestre que superaron la media histórica del mercado accionario de este país<sup>53</sup>. Los leves incrementos de la volatilidad de este mercado (*Vix*) coincidieron con eventos de incertidumbre frente al proyecto de reforma fiscal del Gobierno de EE.UU. Por su parte, en Europa, los principales incrementos del *Vstoxx* coincidieron con la crisis independentista de Cataluña, la cual afectó el índice accionario español *-Ibex 35-*, debido a las desvalorizaciones en las acciones de algunos bancos.

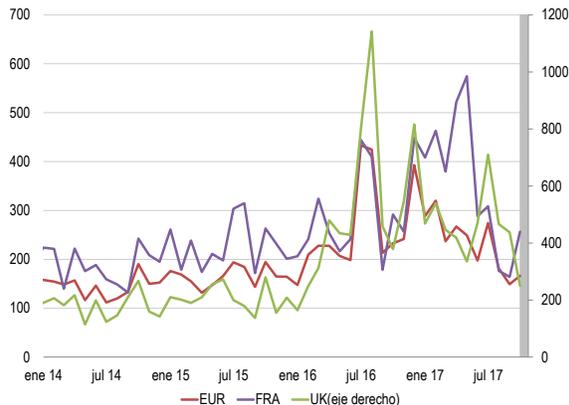
Durante septiembre el índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global aumentó levemente a un nivel de 148,8, desde una observación en agosto de 142,8, mientras a que nivel regional y local descendió en EE.UU. (obs: 105,63; esp: 107,64) y Reino Unido (obs: 250,31; ant: 437,68), mientras que aumentó en Europa (obs: 166,39; esp: 149,01), principalmente ante los incrementos en Francia (obs: 256,48; esp: 164,05) y España (obs: 75,14; esp: 42,25) (Gráficos A8.3 y A8.4).

**Gráfico A8.3. Incertidumbre política global, de EE.UU. y el Vix (Baker Bloom & Davis, 2016)**



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

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



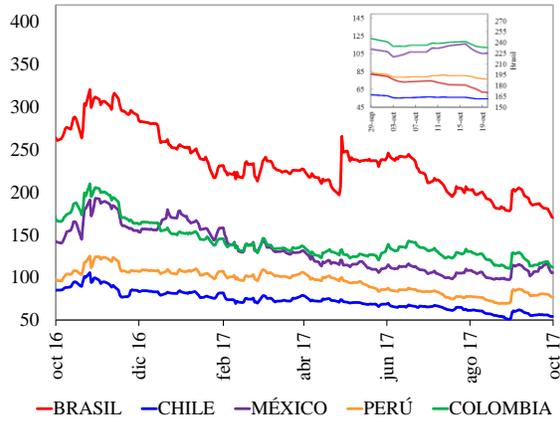
Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

Los *Credit Default Swaps* (CDS) y los EMBI de la región presentaron una dinámica diferenciada. Los CDS a 5 años se redujeron en todos los países, mientras que el EMBI presentó un

<sup>53</sup> De acuerdo a *JP Morgan*, el 70% de los reportes han presentado resultados por encima de las expectativas del mercado.

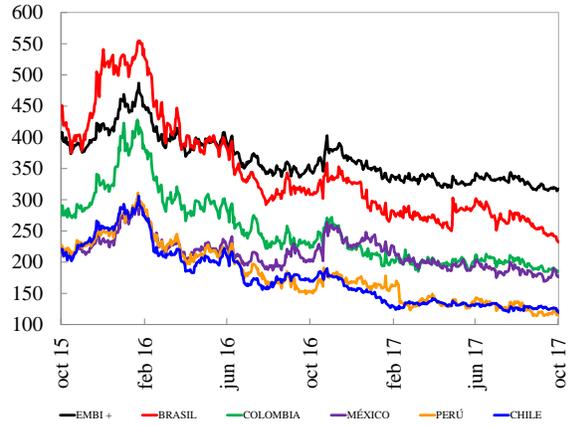
comportamiento heterogéneo. Los CDS a 5 años disminuyeron 33 p.b. en Argentina, 26 p.b. en Brasil, 10 p.b. en Colombia, 7 p.b. en México y 5 p.b. en Chile. Por su parte, el EMBI se incrementó 8 p.b. en México, 1 p.b. en Perú, se mantuvo igual en Colombia, y se redujo 8 p.b. en Chile, 14 p.b. en Brasil y 18 p.b. en Argentina (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico A8.6. EMBI Países Latam**



Fuente: Bloomberg.