



VERSIÓN PÚBLICA

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

Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



VERSIÓN PÚBLICA

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

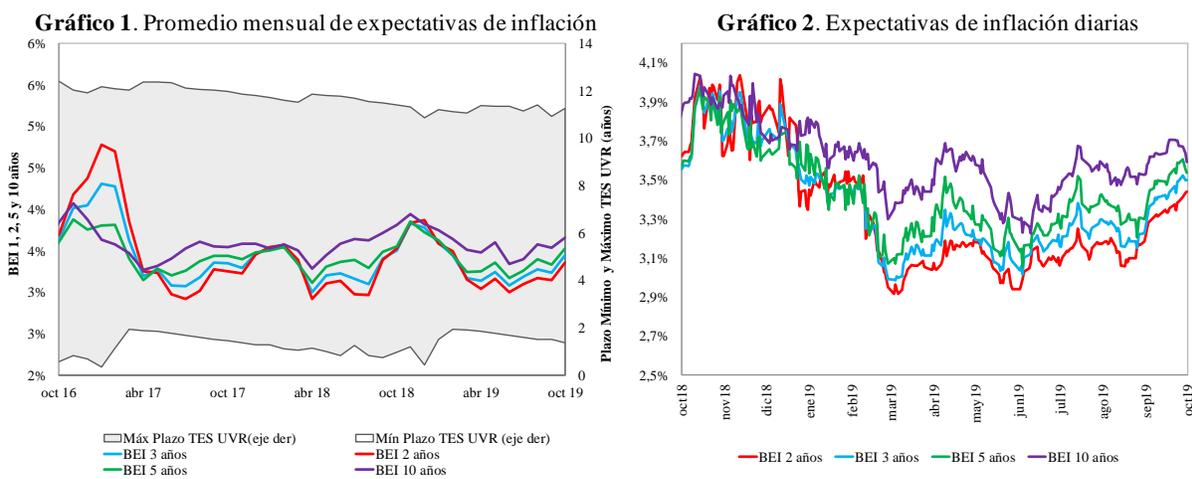
Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

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

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde la última reunión de la JDBR (23 de septiembre), y con información hasta el 24 de octubre, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 25 p.b, 27 p.b, 24 p.b. y 7 p.b para las estimaciones a 2, 3, 5 años y 10 años, respectivamente. Al 24 de octubre de 2019 el BEI se ubicó en 3,44%, 3,50%, 3,54% y 3,59% para los plazos de 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de desvalorizaciones de los títulos a lo largo de la curva de TES en pesos y valorizaciones de la mayoría de los títulos denominados en UVR (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de septiembre contra lo que va corrido de octubre, se observan aumentos del BEI de 22 p.b, 22 p.b, 20 p.b. y 13 p.b. para los tramos de 2, 3, 5 y 10 años, en su orden.

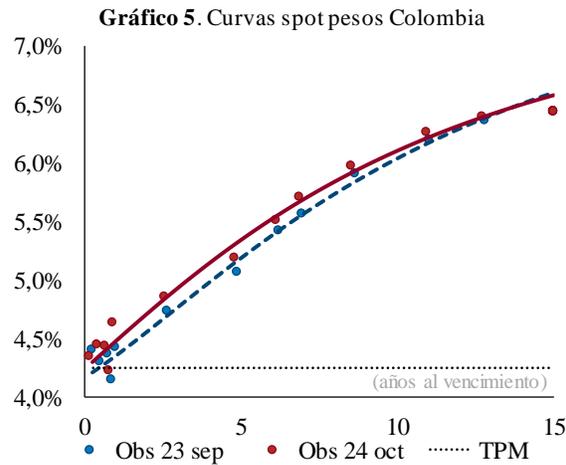
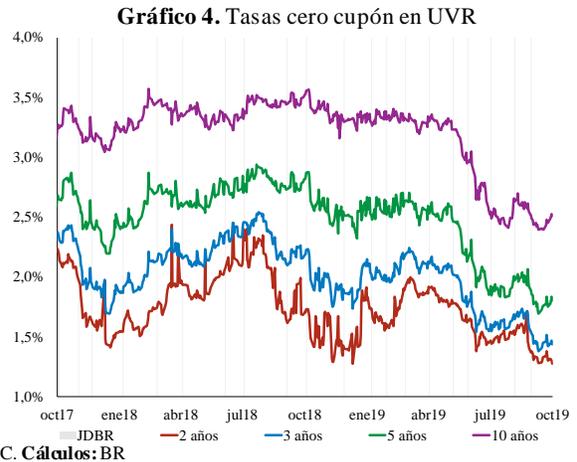
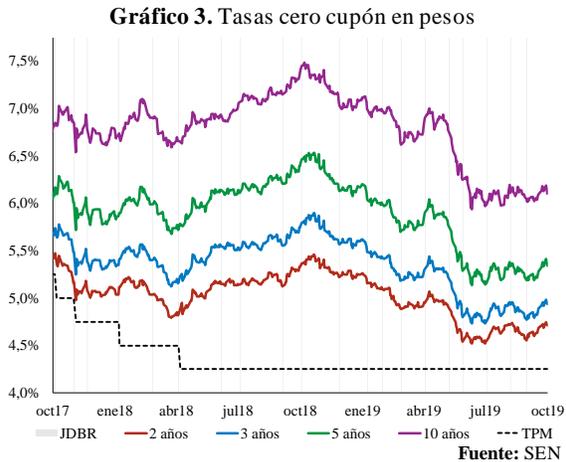


Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

Punto a Punto (Plazo en Años)								
	TES PESOS				TES UVR			
	2	3	5	10	2	3	5	10
23sep19	4,56%	4,77%	5,19%	6,04%	1,37%	1,54%	1,89%	2,51%
24oct19	4,71%	4,94%	5,34%	6,10%	1,27%	1,44%	1,80%	2,51%
	Variaciones p.b.							
	16	17	15	6	-10	-10	-8	0
Var. BEI	25	27	24	7				
Promedios Mensuales								
sep19	4,64%	4,86%	5,27%	6,10%	1,49%	1,62%	1,94%	2,56%
oct19*	4,68%	4,89%	5,30%	6,10%	1,31%	1,44%	1,76%	2,44%
	Variaciones p.b.							
	4	3	2	0	-18	-18	-17	-12
Var. BEI	22	22	20	13				

*Información disponible al 24 de octubre de 2019.

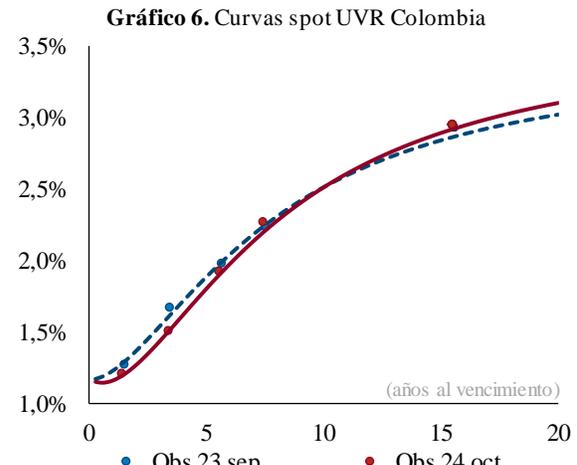
Fuente: SEN y MEC. **Cálculos:** BR.



Cambios en la curva por plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
16	17	15	6

Cifras en puntos básicos



Cambios en la curva por plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-10	-10	-8	0

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años de la curva de rendimientos de TES denominados en pesos ha disminuido 9 p.b, mientras que para los TES denominados en UVR ha aumentado 9 p.b (Gráficos 7 y 8).

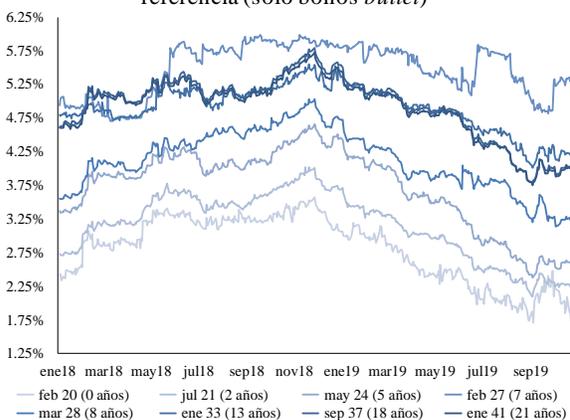


Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: BR



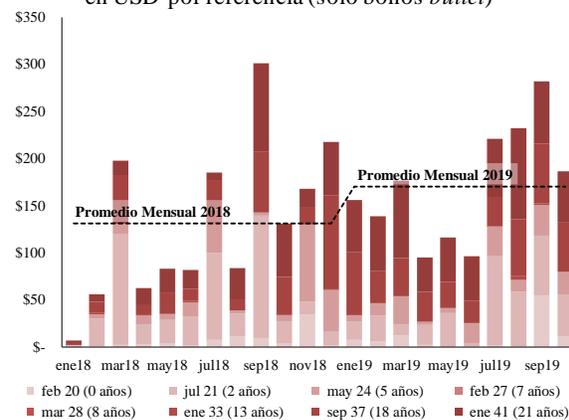
Durante este periodo la curva de rendimientos en pesos se aplanó ante unas desvalorizaciones de los títulos del tramo corto superiores a las de los títulos de mayor plazo. De acuerdo con analistas del mercado, las desvalorizaciones de los TES en pesos estuvieron asociadas con mayores expectativas de inflación y la incertidumbre sobre la decisión que tomaría la Corte Constitucional sobre la Ley de Financiamiento. En el periodo los inversionistas extranjeros vendieron \$664 mm. Por el contrario, la curva denominada en UVR se empujó ante valorizaciones de los títulos del tramo corto superiores a las del tramo medio como consecuencia de mayores expectativas de inflación y de la operación de manejo de deuda por parte del Gobierno.

Gráfico 9. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia (solo bonos *bullet*)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10. Montos negociados de deuda pública externa en USD por referencia (solo bonos *bullet*)

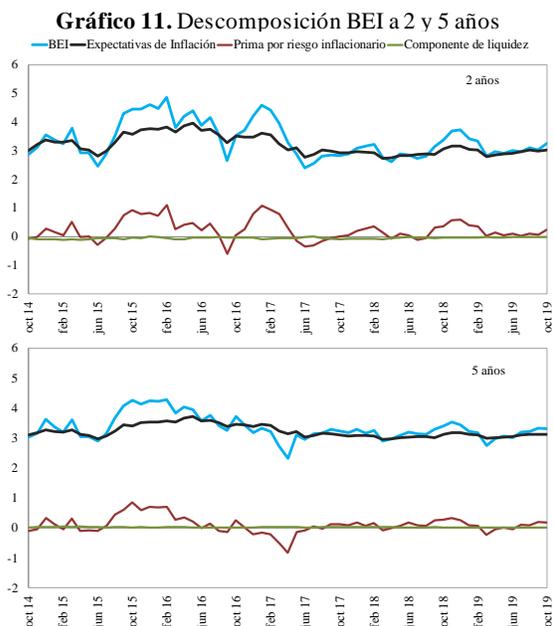


Fuente: Bloomberg. Millones de dólares.

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 y que se transan en los mercados internacionales¹. Se destaca que las valorizaciones sostenidas en lo corrido del año coinciden con el incremento en los montos negociados de estas referencias, lo cual según analistas del mercado, responde al interés de continuar invirtiendo en deuda pública colombiana sin asumir riesgos de tasa de cambio (dado el comportamiento volátil del peso que ha registrado en lo corrido del año). Estos incrementos en las negociaciones han sido particularmente importantes desde julio. Finalmente, se destaca las valorizaciones significativas en los títulos más próximos a vencerse (febrero del 2020) registradas en lo corrido de octubre, lo cual puede ser una corrección de las desvalorizaciones presentadas en los meses anteriores. Los demás títulos en el mismo periodo permanecieron relativamente estables.

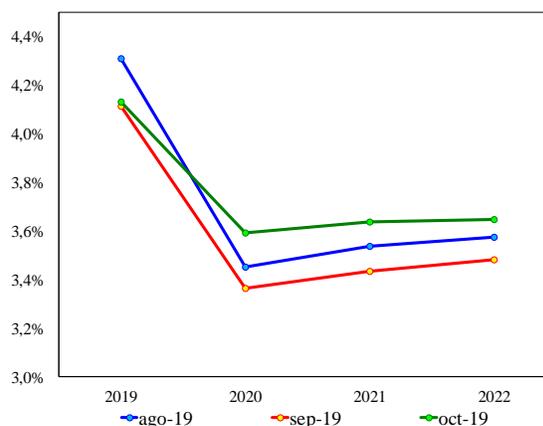
¹ Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada.

El Gráfico 11 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa² de los TES en pesos frente a los denominados en UVR³. De esta manera, se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 3,03% (ant: 3,00%) y para los próximos 5 años sea 3,12% (ant: 3,11%). La prima por riesgo inflacionario promedio aumentó 19 p.b. para el plazo a 2 años y disminuyó 2 p.b. para el plazo a 5 años, y se ubicó en 0,24% y 0,18%, respectivamente.



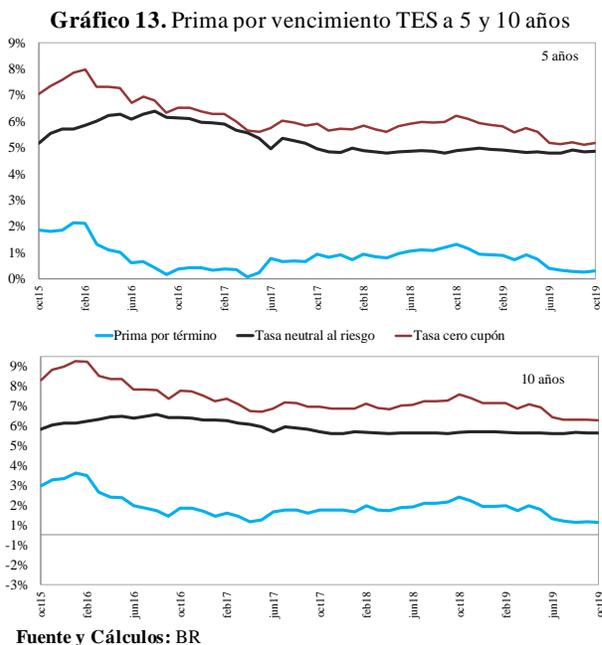
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 12. Inflación esperada (FBEI)



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

Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR



Fuente y Cálculos: BR

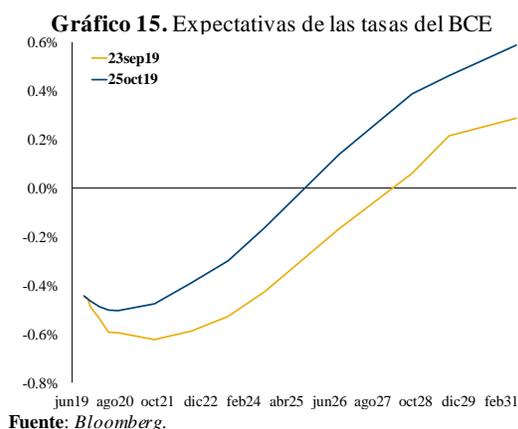
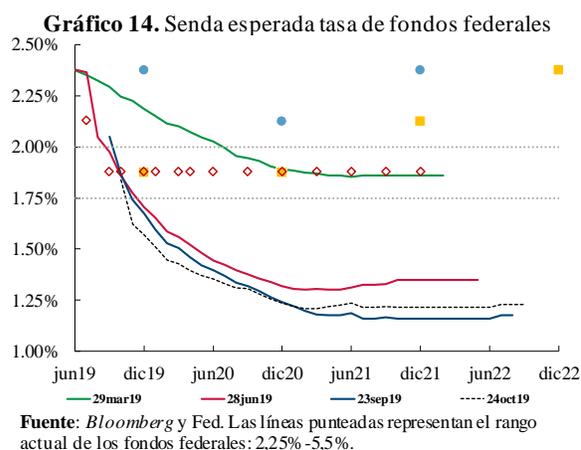
El Gráfico 12 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2020, 2021 y 2022, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual–, la cual corresponde a 3,59%, 3,64% y 3,65%, respectivamente. Así, los FBEI calculados en octubre de 2019 para todos los plazos son superiores a los de agosto y septiembre. El gráfico también muestra que la inflación implícita para 2019 es 4,13%, calculada con la inflación año corrido hasta septiembre (3,26%) y el BEI anualizado para lo restante del año (0,84%).

Respecto a la última reunión de la JDBR, la prima a término de los TES en pesos aumentó 5 p.b. a 5 años y disminuyó 3 p.b. a 10 años (Gráfico 13). Por su parte, la tasa neutral al riesgo aumentó 2 p.b. a 4,87% para 5 años y 1 p.b. a 5,15% para 10 años.

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

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

Frente a lo observado el 23 de septiembre y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, la tasa esperada para diciembre de 2019 pasó de 1,68% a 1,57% el 24 de octubre (Gráfico 14). Además, la probabilidad de que el rango de los fondos federales finalizara en el 2019 entre 1,5% y 1,75%, aumentó de 50% a 68%, siendo el escenario más probable, seguido por el de un recorte de 25 p.b. (y que cierre el año entre 1,25% y 1,5%) cuya probabilidad se mantuvo en 26% (Cuadro 2 y Anexo 5⁴). En línea con lo esperado por los analistas, el 30 de octubre la Fed recortó el rango de los fondos federales a uno entre 1,5% y 1,75%.



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

	1,25%-1,5%	1,5%-1,75%	1,75%-2%
25oct19	26%	68%	7%
23sep19	26%	50%	24%

Fuente: Bloomberg.

Según la encuesta de la Fed de Nueva York realizada a *Primary Dealers* para septiembre⁵, se observa que los analistas encuestados anticipan un recorte del rango de la tasa de los Fondos Federales en octubre del 2019 y anticipan un recorte adicional en abril del 2020 (Cuadro 3).

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

	sep-19	oct-19	dec-19	ene-20	mar-20	abr-20	jun-20	
Mediana	1.88%	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%	1.50%	1.50%	
No. Respuestas	24	24	24	24	24	24	24	
	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21	4T21	1S22	2S22
Mediana	1.50%	1.50%	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%
No. Respuestas	24	24	21	20	20	20	17	17

Fuente: Fed de NY.

En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 4T25 (ant.: 1T28, Gráfico 15). Lo anterior reflejó las señales de una división al interior del Banco Central Europeo (BCE) sobre el nuevo programa de compras de activos, y la postura menos expansiva frente a lo esperado por los analistas expresada en las minutas de la reunión de septiembre. Adicionalmente, las expectativas sobre las tasas de interés también pudieron haber incorporado el renovado optimismo de un Brexit “suave” y una posible reducción en las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, lo cual según algunos analistas del mercado reduciría la necesidad de extender el programa de compras más allá del primer trimestre del 2020.

⁴ Específicamente, el gráfico A5.1 presenta la evolución diaria de estas probabilidades en lo corrido del 2019.

⁵ El 9 de septiembre del 2019 culminó la recepción de información de los agentes del mercado por parte de la Fed.

En cuanto a las expectativas de inflación en Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de octubre frente a septiembre aumentó para diciembre de 2019 y 2020 de 3,63% a 3,75% y de 3,30% a 3,37%, respectivamente (Gráficos 16 y 17). Por otro lado, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR) la inflación esperada a dos años (octubre de 2021) aumentó a 3,28% frente a lo proyectado el mes anterior para septiembre de 2021 (3,25%). Así mismo, el BEI aumentó para todos los plazos.

Gráfico 16. Inflación esperada promedio para cierre 2019

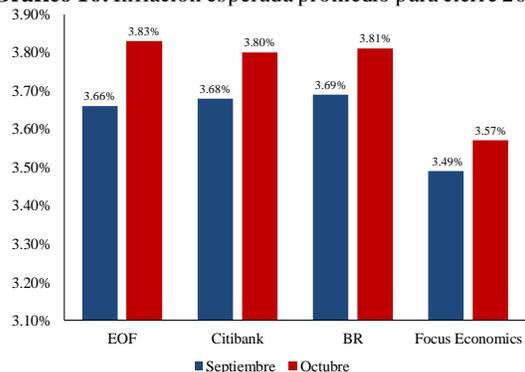
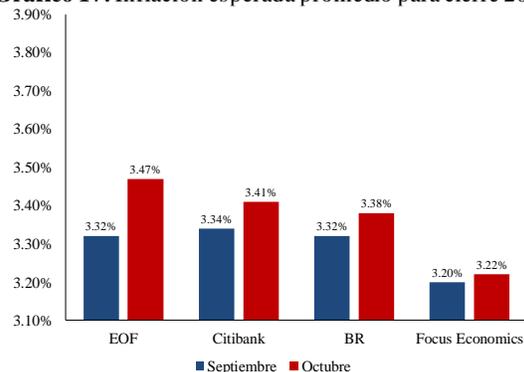


Gráfico 17. Inflación esperada promedio para cierre 2020

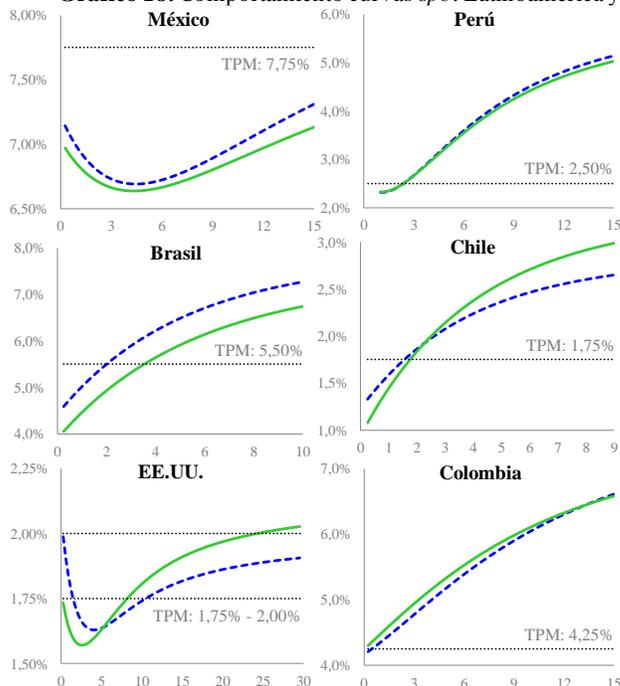


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se recibieron el 28 de octubre con encuestas recolectadas entre el 15 y el 23 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 28 de octubre. La encuesta del BR se realizó entre el 8 y el 10 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 8 de octubre, con encuestas entre el 1 y el 6 de este mismo mes.

Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región

Entre el 23 de septiembre y el 24 de octubre se evidenció una reducción de las tasas de los títulos de deuda pública del tramo corto en la mayoría de los países de la región ante los recortes de las tasas de interés de referencia y expectativas de disminuciones adicionales por parte de sus bancos centrales. Por su parte, los títulos del tramo largo se valorizaron en la región y se desvalorizaron en EE.UU. ante el mayor apetito por riesgo luego de que disminuyeran las tensiones comerciales entre EE.UU. y China. En Chile, las desvalorizaciones se explicaron por las protestas que empezaron a mediados de octubre (ver Gráfico 18 y Anexo 4).

Gráfico 18. Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



	EVOLUCIÓN POR TRAMOS			Cambios en la TPM (p.b.)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-9	-5	-10	-25
Perú	0	-4	-9	0
Brasil	-57	-57	-52	0
Chile	-3	20	36	-25
EEUU	-15	-2	6	0
Colombia	16	15	6	0

	EVOLUCIÓN POR TRAMOS 3 MESES			Cambios en la TPM (p.b.)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-71	-61	-61	-50
Perú	-14	-19	-11	-25
Brasil	-85	-62	-52	-100
Chile	-120	-14	10	-75
EEUU	-20	-25	-32	-50
Colombia	19	20	13	0

	CAMBIOS OBSERVADOS		
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	-8	-1	9
Perú	-4	-9	1
Brasil	-55	4	-5
Chile	18	39	6
EEUU	-4	21	5
Colombia	12	-9	9

23-sep-19

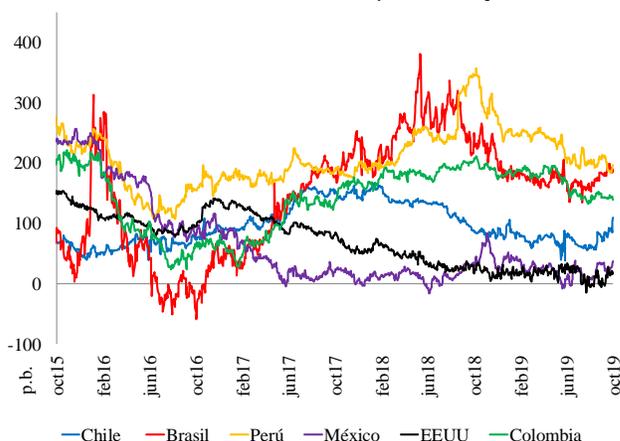
24-oct-19

Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

*Para Chile y Brasil el *spread* es el de 9-1 año y 10-1 año, respectivamente.

** Calculadas mediante la metodología de Nelson & Siegel.

Gráfico 19. Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU.*



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.

El Gráfico 19 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 se redujo hasta ubicarse en 139 p.b. (ant: 149 p.b.). Las pendientes de Perú, Brasil, Chile, México y EE.UU. se sitúan en 197 p.b, 187 p.b, 110 p.b, 37 p.b. y 18 p.b, respectivamente.

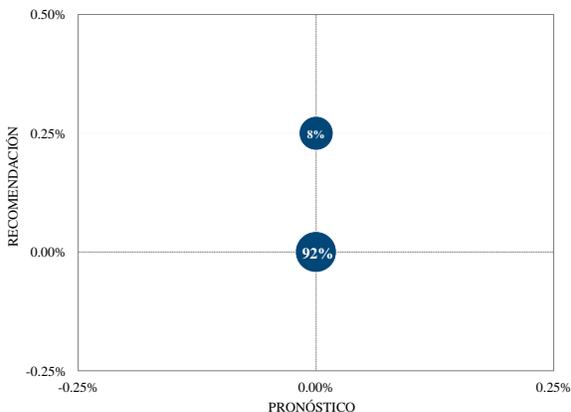
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

Las encuestas indican que los agentes del mercado esperan que la JDBR mantenga la tasa de interés de referencia en 4,25% en su reunión de octubre. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)⁶ el 100% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada en 4,25%. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg*, el 100% de los analistas espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de interés de referencia. Por último, según la encuesta de expectativas de analistas de mercados financieros realizada por *Citibank*⁷ se encuentra que, de las 26 entidades encuestadas, el 92% no espera ni recomienda cambios en la TPM y el 8% restante espera que permanezca en 4,25% pero recomienda un incremento de 25 p.b. (Gráfico 20 y Anexo 1). En el Gráfico 21 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2019 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*, donde se observa que entre septiembre y octubre el promedio de la tasa esperada se mantuvo en 4,26%.

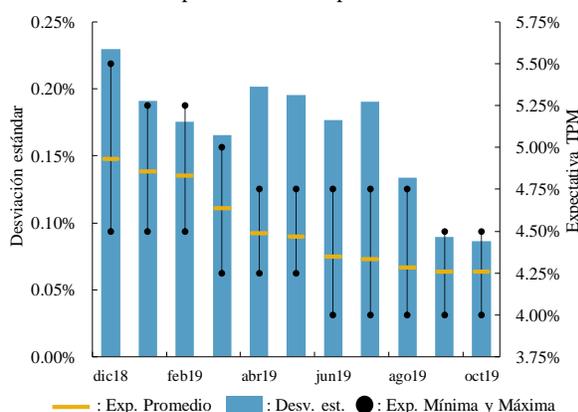
Expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM)

Gráfico 20. Encuesta sobre TPM de *Citibank*



Fuente: Encuesta *Citibank*.

Gráfico 21. Expectativas TPM para diciembre de 2019



Fuente: Encuesta *Citibank*.

En los Gráficos 22 y 23 se muestran las expectativas sobre la TPM para las reuniones correspondientes a octubre y diciembre de 2019. En estas se observa que: *i*) el promedio de las encuestas refleja expectativas de que la JDBR mantenga la tasa de intervención en 4,25% durante su reunión de octubre; y *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2019 se mantiene en 4,28%.

⁶ Recibida el 28 de octubre. Datos recolectados entre el 15 y el 23 de octubre.

⁷ Publicada el 28 de octubre.

Gráfico 22. Expectativas TPM para la reunión de octubre

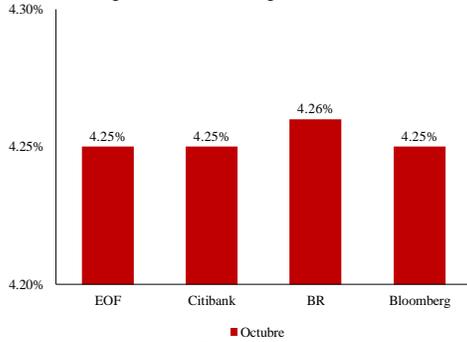
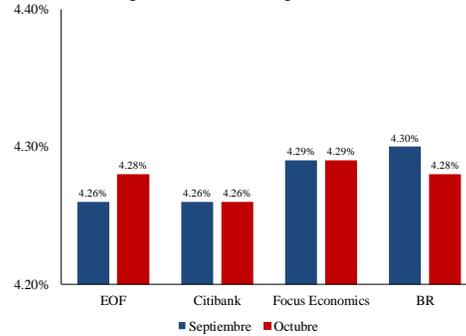


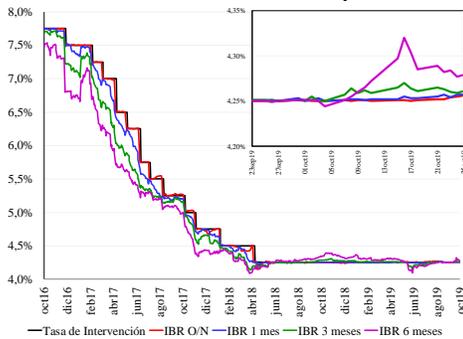
Gráfico 23. Expectativas TPM para diciembre de 2019



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se recibieron el 28 de octubre con encuestas recolectadas entre el 15 y el 23 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 28 de octubre. La encuesta del BR se realizó entre el 8 y el 10 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 8 de octubre, con encuestas entre el 1 y el 6 de este mismo mes.

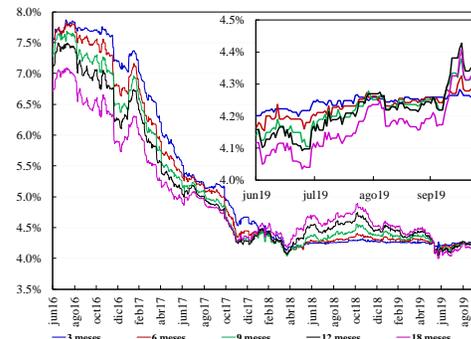
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 24 muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de septiembre de 2019, las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses permanecieron inalteradas. Desde dicha reunión, las tasas IBR O/N, a 1 y 3 meses han aumentado 1 p.b, mientras que la tasa a 6 meses ha aumentado 3 p.b. Así, el 25 de octubre las tasas IBR O/N, a 1 y 3 meses se ubicaron en 4,26%, mientras que la tasa a 6 meses se situó en 4,28%.

Gráfico 24. Tasa de intervención y tasas IBR



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

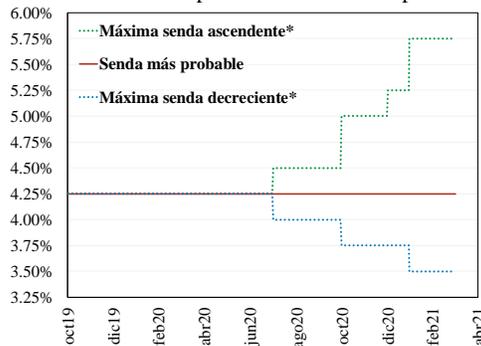
Gráfico 25. Tasas OIS



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

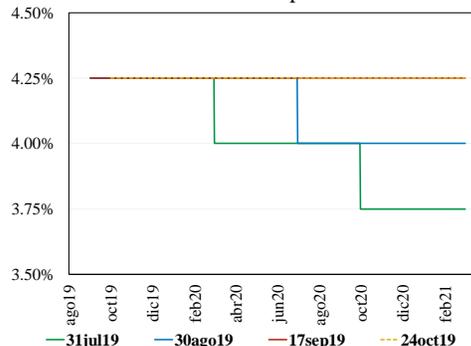
Desde el 23 de septiembre, las tasas de los OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses presentaron variaciones de 2 p.b, 5 p.b, 9 p.b, 14 p.b. y 15 p.b, ubicándose el 25 de octubre en 4,27%, 4,29%, 4,32%, 4,35% y 4,31%, respectivamente (Gráfico 25). Adicionalmente, de acuerdo con estimaciones del DOAM a partir de las tasas de la curva OIS, al 24 de octubre la senda más probable es que la TPM permanezca inalterada, similar a lo observado en 17 de septiembre (Gráficos 26, 27 y Anexo 6).

Gráfico 26. Tasa de política monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** BR. Las sendas máximas corresponden a aquellas que alcanzan los niveles máximos y mínimos de la TPM dentro del horizonte de estimación, e inician su incremento o caída lo más pronto posible.

Gráfico 27. Evolución de expectativas TPM - OIS

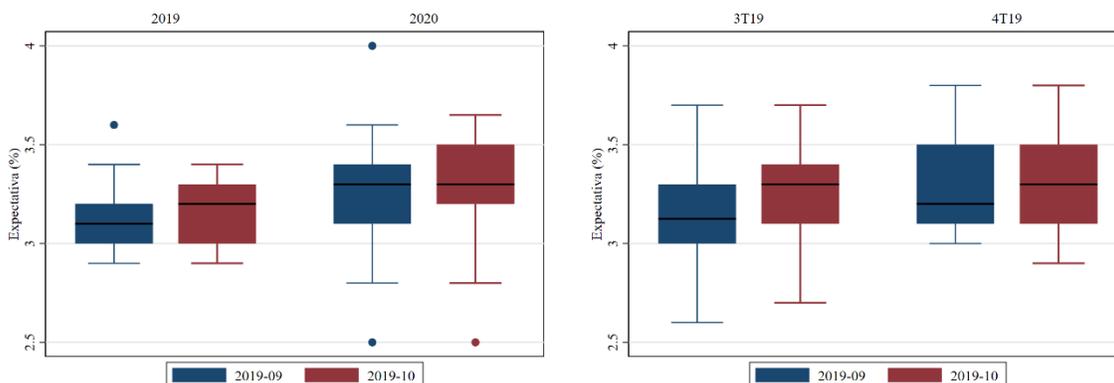


Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** BR.

a) Expectativas de crecimiento económico

En el Gráfico 28 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 3T19 a 3,27% (ant: 3,11%), 4T19 a 3,30% (ant: 3,28%), 2019 a 3,16% (ant: 3,13%) y 2020 a 3,30% (ant: 3,26%).

Gráfico 28. Expectativas de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)

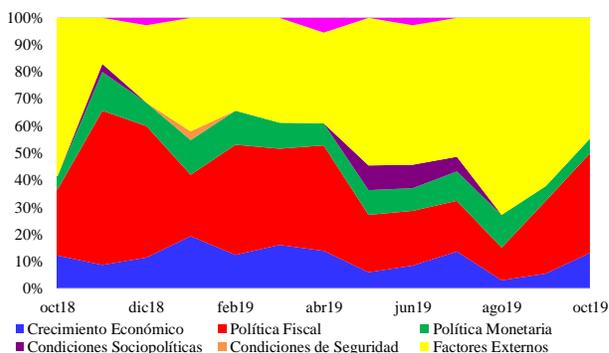


Fuente: Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** BR. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

El 10 de octubre el Banco Mundial redujo su estimación de crecimiento para Colombia a 3,3% para 2019 (junio: 3,5%) y 3,6% para 2020 (junio: 3,7%), aunque la aumentó para 2021 a 3,9% (junio: 3,7%). Por su parte, el 15 de octubre el Fondo Monetario Internacional (FMI) mantuvo su estimación de crecimiento en 3,4% para 2019, pero la redujo de 3,7% a 3,6% para 2020. Adicionalmente, el 24 de octubre la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) mantuvo en 3,4% su estimación de crecimiento para 2019 pero lo redujo de 3,6% a 3,5% para 2020.

b) Información adicional extraída de la EOF

Gráfico 29. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión - EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

política fiscal (ant: 27%), un 13% el crecimiento económico (ant: 5%) y el 5% restante la política monetaria (ant: 5%) (Gráfico 29).

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 6 p.b. (ant: desvalorizaciones de 9 p.b.)⁸. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana a 1,04% (anterior: valorizaciones de 1,74%).

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 45% resaltó los factores externos (ant: 62%), un 37% la

⁸ Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada en el mes de encuesta y la tasa promedio esperada por los analistas.

c) *Expectativas macroeconómicas de otros países*

Las expectativas de crecimiento económico para 2019 permanecieron iguales en Chile, EE.UU, Sudáfrica, China, Rusia, El Salvador, Honduras y Guatemala, aumentaron en Brasil, Turquía y Noruega, y disminuyeron en los demás países analizados. Los datos de inflación de septiembre resultaron superiores a las expectativas del mercado en Argentina, India y China, iguales en México, Rusia y Noruega, e inferiores en los demás países. Las expectativas de inflación para diciembre de 2019 aumentaron en Argentina, permanecieron iguales en EE.UU, China, Costa Rica y Guatemala, y disminuyeron en los demás países. En Colombia la inflación observada para septiembre resultó superior a las expectativas del mercado, y de acuerdo con la última encuesta disponible⁹ las proyecciones de crecimiento e inflación aumentaron, mientras que las de TPM para el cierre de 2019 permanecieron estables (Cuadro 3).

Cuadro 3. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Septiembre 2019**		Esperada a Diciembre 2019		Vigente	Esperada a Diciembre 2019		Últimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2019	
	Esp*	Obs	Sep. 19	Oct. 19		Sep. 19	Oct. 19	Esp*	Obs	Sep. 19	Oct. 19
Colombia	3.76%	3.82%	3.68%	3.80%	4.25%	4.26%	4.26%	2.81%	3.40%	3.13%	3.15%
Chile	2.40%	2.10%	2.80%	2.70%	1.75%	1.75%	1.75%	1.90%	1.90%	2.50%	2.50%
México	0.26%	0.26%	3.31%	3.08%	7.75%	7.61%	7.46%	-0.80%	-0.80%	0.50%	0.43%
Perú	1.98%	1.85%	2.20%	2.10%	2.50%	2.46%	2.29%	1.10%	1.20%	3.00%	2.80%
Brasil	2.97%	2.89%	3.45%	3.26%	5.50%	5.00%	4.50%	0.80%	1.00%	0.87%	0.88%
Ecuador	n.d.	-0.07%	0.40%	0.30%	5.93%	5.55%	5.55%	n.d.	0.60%	0.00%	-0.10%
Argentina	53.25%	53.50%	53.70%	54.90%	68.00%	70.22%	70.40%	0.40%	0.60%	-2.80%	-2.80%
EE.UU.	1.80%	1.70%	1.80%	1.80%	1,75% -2,00%	1.80%	1.75%	1.80%	2.00%	2.30%	2.30%
India	3.80%	3.99%	3.70%	3.60%	5.15%	5.23%	4.99%	5.70%	5.00%	6.80%	6.50%
Sudáfrica	4.30%	4.10%	4.40%	4.30%	6.50%	6.40%	6.40%	0.70%	0.90%	0.60%	0.60%
China	2.90%	3.00%	2.40%	2.40%	4.25%	4.33%	4.27%	6.10%	6.00%	6.20%	6.20%
Rusia	4.00%	4.00%	4.70%	4.60%	6.50%	7.00%	6.80%	0.80%	0.90%	1.10%	1.10%
Turquía	9.70%	9.26%	16.40%	15.90%	14.00%	16.55%	15.15%	-2.00%	-1.50%	-1.00%	-0.70%
Noruega	1.50%	1.50%	2.30%	2.20%	1.00%	1.40%	1.50%	0.50%	0.30%	2.40%	2.50%
Costa Rica	n.d.	2.53%	2.80%	2.80%	3,75%	3,92%	3,38%	n.d.	0.60%	2,20%	2,10%
El Salvador	n.d.	-0.68%	1.30%	1.10%	4.40%	4.50%	4.50%	n.d.	2.00%	2.30%	2.30%
Guatemala	n.d.	1.80%	4.00%	4.00%	2.75%	2.75%	2.75%	n.d.	3.50%	3.00%	3.00%
Honduras	n.d.	4.40%	4.40%	4.30%	5.75%	5.75%	5.75%	n.d.	3.50%	3.40%	3.40%
Panamá	n.d.	-0.60%	1.00%	0.50%	7.67%	7.57%	7.57%	n.d.	2.90%	4.50%	4.10%
Paraguay	n.d.	2.60%	3.70%	2.90%	4.00%	4.50%	4.00%	n.d.	-3.00%	2.30%	1.30%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por *Citibank* el 28 de octubre.

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

México: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco de México el 1 de octubre con respuestas recibidas entre el 24 y 27 de septiembre.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 21 de octubre.

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

Argentina: Expectativas extraídas de la encuesta de *Focus Economics* de agosto. La inflación observada corresponde a la ciudad de Buenos Aires. La TPM corresponde a la tasa de interés de los títulos LELIQ del 25 de octubre.

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

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

Panamá: Expectativas extraídas de la encuesta de *Focus Economics* de octubre. La TPM corresponde a la tasa de préstamos comerciales entre 1 y 5 años al cierre del 2018.

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 octubre.

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

** Todos los datos corresponden al mes de septiembre

*** Los datos corresponden a la información observada del 2T19 con respecto al 2T18, excepto para China que corresponde al 3T19 y para Ecuador y Honduras que corresponde al 1T19. Para EE.UU., el dato del trimestre es anualizado respecto al trimestre inmediatamente anterior. Para Noruega, el dato corresponde a la variación trimestral sin anualizar.

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

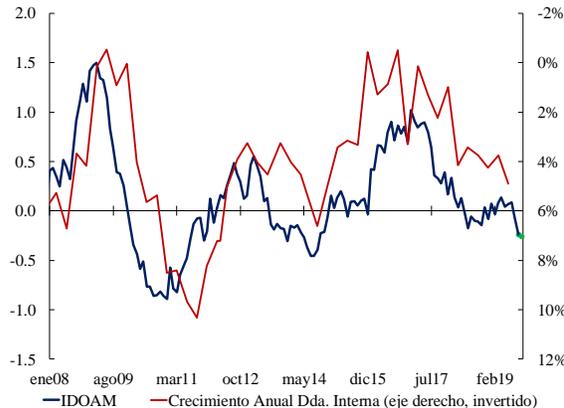
***** Los datos sombreados corresponden a las cifras desestacionalizadas. En Chile y Argentina la expectativa no corresponde al dato desestacionalizado.

⁹ Encuesta publicada por *Citibank* el 28 de octubre de 2019.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

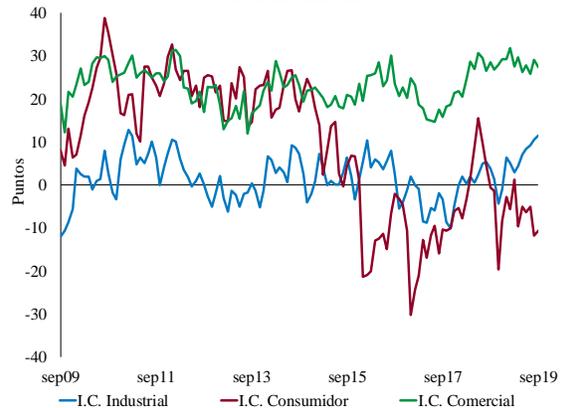
Con datos preliminares para octubre (EOF¹⁰, volatilidades¹¹ y márgenes crediticios¹²), el índice de percepción de riesgo IDOAM disminuyó frente al mes anterior (Gráfico 30 y Anexo 7) lo cual reflejó el menor *spread* de la cartera de tesorería y preferencial, el mayor crecimiento esperado (según EOF) y la menor volatilidad en los mercados accionario y de deuda pública.

Gráfico 30. 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 31. Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor

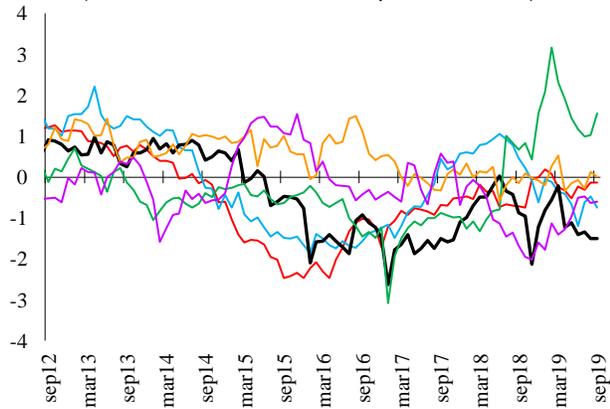


Fuente: Fedesarrollo.

Durante el periodo se conocieron los datos de crecimiento de las ventas al por menor y producción manufacturera de agosto. El crecimiento de las ventas al por menor (obs: 9,5%; esp: 7,2%; ant: 8,5%) se ubicó por encima de lo observado el mes anterior y de lo esperado por el mercado. Por el contrario, el crecimiento de la producción manufacturera (obs: 0,1%; esp: 2,5%; ant: 3,5%) se ubicó por debajo de lo registrado el mes anterior y de lo proyectado por los analistas.

En septiembre, la confianza de los consumidores (obs: -10,7%; esp: -9,1%; ant: -11,8%) continuó en terreno negativo ubicándose por debajo de lo esperado por el mercado, pero por encima de lo observado el mes anterior. Esta mejora estuvo explicada principalmente por un incremento de la percepción de las condiciones económicas (obs: -7,1%; ant: -9,2%), y en menor medida por un aumento de las expectativas del consumidor a 12 meses (obs: -13,1%; ant: -13,5%; Gráfico 31). Por su parte, en septiembre el índice de confianza industrial aumentó (obs: 11,5%; ant: 10,5%), mientras que el índice de confianza comercial presentó un deterioro (obs: 27,5%; ant: 29,1%), aunque se mantiene en niveles elevados.

Gráfico 32. 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.

El Gráfico 32 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de sus medias históricas se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países

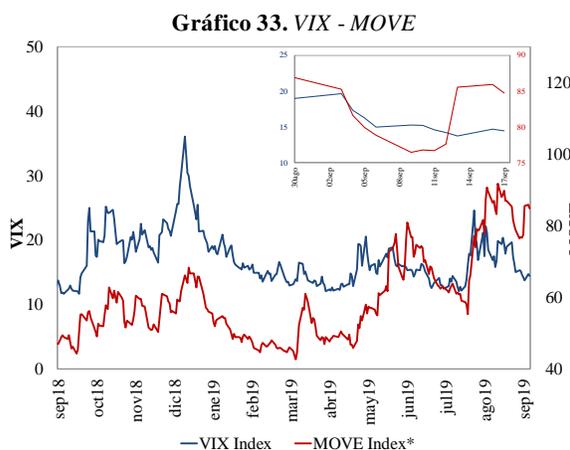
¹⁰ Recibida el 28 de octubre.

¹¹ Datos al 24 de octubre.

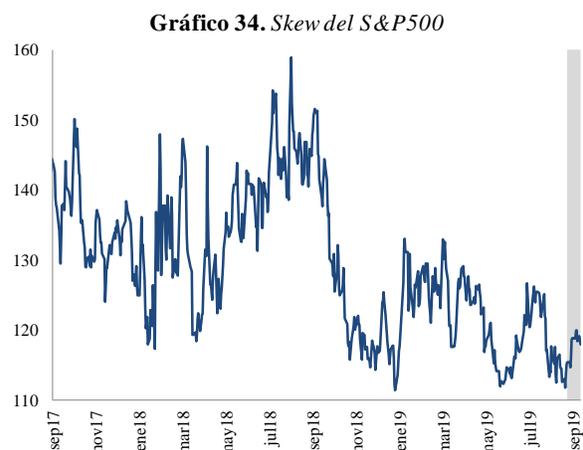
¹² Datos al 11 de octubre.

latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre agosto y septiembre mejoraron los de Argentina, Brasil y México, y desmejoraron los de los demás países. El indicador para México se ubica por encima de su media histórica, al tiempo que el de Perú se ubica sobre su media y el resto de los países analizados se ubican por debajo.

Finalmente, la percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*¹³, el *Vstox*¹⁴ y el *Move*¹⁵ cerró el periodo en niveles inferiores a los observados el 23 de septiembre, aunque presentó un comportamiento altamente volátil, en línea con el desempeño de los mercados bursátiles en EE.UU. y Europa a inicios de octubre tras la incertidumbre en el frente comercial entre estas economías, así como entre EE.UU. y China. Por el contrario, el *Skew*¹⁶ aumentó durante este periodo (Gráficos 33 y 34). Por su parte, los CDS a cinco años y los EMBI disminuyeron en la mayoría de países de la región (Anexo 8).



Fuente: Bloomberg.



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

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

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

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

¹⁶ 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.

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 28 de octubre

	Empresa	Estimación	Fecha
1	4CAST/Continuum Economics	4.25%	25/10/2019
2	Acciones y Valores	4.25%	25/10/2019
3	BNP Paribas	4.25%	24/10/2019
4	Banco Davivienda SA	4.25%	17/10/2019
5	Banco de Bogotá SA	4.25%	20/10/2019
6	Bancolombia SA	4.25%	28/10/2019
7	Barclays Capital Inc	4.25%	24/10/2019
8	Bloomberg Economics/New York	4.25%	24/10/2019
9	Capital Economics Ltd	4.25%	25/10/2019
10	Casa de Bolsa SA	4.25%	24/10/2019
11	Fiduciaria de Occidente SA	4.25%	24/10/2019
12	Goldman Sachs & Co LLC	4.25%	25/10/2019
13	Itau Corpbanca	4.25%	25/10/2019
14	Merrill Lynch/Mexico	4.25%	25/10/2019
15	Natixis North America LLC	4.25%	24/10/2019
16	Natwest Markets	4.25%	20/10/2019
17	Pantheon Macroeconomics Ltd	4.25%	25/10/2019
18	Positiva Compañía de Seguros	4.25%	24/10/2019
19	Societe Generale Gsc Pvt Ltd	4.25%	25/10/2019
20	UBS Securities LLC	4.25%	25/10/2019
21	Ultraserfinco SA	4.25%	18/10/2019
22	XP Securities LLC	4.25%	24/10/2019
Tasa		Obs.	Prob.
4.00%		0	0%
4.25%		22	100%
Tasa Esperada Ponderada		4.25%	

Cuadro A1.2. Resultado encuestas de expectativas de Citibank para octubre del 2019

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza	4.25%	4.25%
Anif	4.25%	4.50%
Asobancaria	4.25%	4.25%
Axa Colpatría	4.25%	4.25%
Banco Agrario	4.25%	4.25%
Banco Davivienda	4.25%	4.25%
Banco de Bogotá	4.25%	4.25%
Banco de Occidente	4.25%	4.25%
BBVA	4.25%	4.25%
BNP Paribas	4.25%	4.25%
BTG Pactual	4.25%	4.25%
Casa de Bolsa	4.25%	4.25%
Citibank	4.25%	4.25%
Colfondos	4.25%	4.25%
Corficolombiana	4.25%	4.25%
Credicorp Capital	4.25%	4.25%
Fidubogotá	4.25%	4.50%
Fiduprevisora	4.25%	4.25%
Grupo Bancolombia	4.25%	4.25%
Itaú	4.25%	4.25%
JP Morgan	4.25%	4.25%
Moodys Economy	4.25%	4.25%
Skandia	4.25%	4.25%
Positiva	4.25%	4.25%
Scotiabank Colpatría	4.25%	4.25%
Ultraserfinco	4.25%	4.25%
Promedio	4.25%	4.27%
Mediana	4.25%	4.25%
STDV	0.00%	0.07%
Máximo	4.25%	4.50%
Mínimo	4.25%	4.25%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.00%	0%	0
4.25%	92%	24
4.50%	8%	2
Total	100%	26

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.00%	0%	0
4.25%	100%	26
4.50%	0%	0
Total	100%	26

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

Participantes	2019	2020
Alianza	3.88%	3.72%
Anif	3.81%	3.55%
Asobancaria	3.77%	3.56%
Axa Colpatría	3.75%	3.50%
Banco Agrario	3.96%	3.32%
Banco Davivienda	3.85%	3.45%
Banco de Bogotá	3.78%	2.99%
Banco de Occidente	3.95%	3.85%
BBVA	3.81%	3.28%
BNP Paribas	3.94%	3.30%
BTG Pactual	3.80%	3.00%
Casa de Bolsa	3.62%	3.37%
Citibank	3.70%	3.00%
Colfondos	3.78%	3.43%
Corficolombiana	3.62%	3.40%
Credicorp Capital	3.70%	3.20%
Fidubogotá	3.85%	3.59%
Fiduprevisora	3.80%	3.70%
Grupo Bancolombia	3.90%	3.50%
Itaú	3.80%	3.40%
JP Morgan	3.80%	3.25%
Moodys Economy	3.85%	3.50%
Skandia	3.90%	3.60%
Positiva	3.80%	3.40%
Scotiabank Colpatría	3.73%	3.30%
Ultraserfinco	3.75%	3.52%
Promedio	3.80%	3.41%
Mediana	3.80%	3.42%
STDV	0.09%	0.22%
Máximo	3.96%	3.85%
Mínimo	3.62%	2.99%

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

Encuestas realizadas entre el 1 y el 6 de octubre

Empresa		Estimación 2019		Estimación 2020	
1	ANIF	4,50%		4,75%	
2	Banco Brandesco	4,25%		5,25%	
3	Banco Davivienda	4,25%		-	
4	Banco de Bogotá	4,25%		4,25%	
5	Bancolombia	4,25%		4,75%	
6	Barclays Capital	4,25%		5,50%	
7	BBVA Research	4,25%		4,25%	
8	CABI	4,00%		4,00%	
9	Capital Economics	4,75%		4,75%	
10	Citigroup Global Mkts	4,25%		5,00%	
11	Corficolombiana	4,25%		4,25%	
12	Credicorp Capital	4,25%		4,25%	
13	Credit Suisse	4,25%		4,75%	
14	Econoanalítica	4,50%		4,50%	
15	Fedesarrollo	4,25%		4,50%	
16	Fitch Solutions	4,25%		4,75%	
17	Goldman Sachs	4,25%		4,75%	
18	HSBC	4,25%		4,25%	
19	Itaú BBA	4,25%		4,25%	
20	JPMorgan	4,00%		3,75%	
21	Moody's Analytics	4,25%		-	
22	Oxford Economics	4,25%		4,25%	
23	Pezco Economics	4,50%		4,75%	
24	Positiva Compañía de Seguros	4,25%		4,50%	
25	S&P Global	4,25%		4,25%	
26	Scotiabank	4,25%		4,50%	
27	Société Générale	4,25%		-	
28	UBS	4,25%		4,00%	
29	Ultraserfinco	4,75%		-	
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.	
3,75%	0	0,0%	1	4,0%	
4,00%	2	6,9%	2	8,0%	
4,25%	22	75,9%	8	32,0%	
4,50%	3	10,3%	4	16,0%	
4,75%	2	6,9%	7	28,0%	
5,00%	0	0,0%	1	4,0%	
5,25%	0	0,0%	1	4,0%	
5,50%	0	0,00%	1	4,00%	
Media		4,29%		4,51%	
Mediana		4,25%		4,50%	

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

Encuestas realizadas entre el 1 y el 6 de octubre

Empresa		Estimación 2019	Estimación 2020	
1	ANIF	3,80%		3,60%
2	Banco Davivienda	3,62%		-
3	Banco de Bogotá	3,58%		2,99%
4	Bancolombia	3,50%		3,20%
5	Barclays Capital	3,70%		3,41%
6	BBVA Research	3,64%		3,22%
7	CABI	4,00%		3,50%
8	Citigroup Global Mkts	3,50%		3,00%
9	Corficolombiana	3,40%		-
10	Credicorp Capital	3,70%		3,24%
11	Credit Agricole	3,60%		3,00%
12	Credit Suisse	3,61%		3,37%
13	Ecoanalítica	3,33%		3,19%
14	EIU	3,70%		2,90%
15	Fedesarrollo	3,60%		3,20%
16	Fitch Solutions	3,38%		3,35%
17	Goldman Sachs	3,40%		3,00%
18	Itaú BBA	3,75%		3,40%
19	JPMorgan	3,60%		3,40%
20	Kiel Institute	3,30%		3,10%
21	Moody's Analytics	3,87%		3,27%
22	Nomura	3,40%		3,20%
23	Oxford Economics	3,58%		3,02%
24	Pezco Economics	3,30%		3,20%
25	Polinomics	3,30%		3,30%
26	Positiva Compañía de Seguros	3,70%		3,40%
27	S&P Global	3,60%		3,00%
28	Scotiabank	3,70%		3,20%
29	UBS	3,30%		3,30%
30	Ultraserfinco	3,72%		3,26%
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,75% - 3,00%	0	0,0%	2	7,1%
3,00% - 3,25%	0	0,0%	14	50,0%
3,25% - 3,50%	9	30,0%	10	35,7%
3,50% - 3,75%	17	56,7%	2	7,1%
3,75% - 4,00%	3	10,0%	0	0,0%
4,00% - 4,25%	1	3,3%	0	0,0%
Media		3,57%		3,22%
Mediana		3,60%		3,21%

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El Dane publicó el 5 de octubre la variación del índice de precios al consumidor de septiembre, ubicándose en 0,23% mes a mes. Dicho resultado estuvo por encima de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,18%), del dato extraído de la encuesta del BR (0,15%) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2018 (0,16%). La variación anual fue 3,82%¹⁷ (esp: 3,76%). Entre el 4 y el 7 de octubre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 3 p.b, 4 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 (entre el 4 y el 8 de octubre) de 1 p.b, 3 p.b. y 1 p.b. para los mismos plazos.

El 16 de octubre la Corte Constitucional declaró la inexecutable de la mayoría de la Ley de Financiamiento a partir del primero de enero de 2020, por vicios de trámite. El tribunal indicó que los efectos del presente fallo solo se producirán hacia el futuro y, en consecuencia, en ningún caso afectarán las situaciones jurídicas consolidadas. En línea con lo anterior, el Gobierno deberá presentar nuevamente la Ley de Financiamiento para que surja el debido proceso en la Plenaria de la Cámara de Representantes. Entre el 16 y el 17 de octubre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 1 p.b, 1 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 -3 p.b, -4 p.b. y -2 p.b. para los mismos plazos.

Al respecto, el Gobierno otorgó un parte de tranquilidad al mercado indicando que se mantendrían los beneficios fiscales a los empresarios y destacando sus expectativas de lograr una pronta aprobación de la Ley (antes de diciembre 2019), lo cual pudo explicar la estabilidad de los TES.

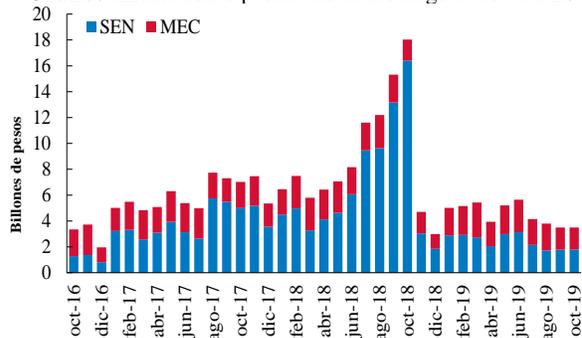
Esta mañana, el ministro se volvió a referir al tema y declaró que el gobierno colombiano buscará mantener los beneficios tributarios otorgados a los empresarios en la ley de financiamiento, presentando al Congreso la misma norma que derogó la Corte Constitucional. «Vamos a presentar exactamente la misma reforma que fue aprobada en el Congreso (...) la vamos a llevar porque pensamos que esta es una ley que ha sido muy buena para la economía de este país», aseguró Carrasquilla en una conferencia de prensa. El proyecto, que será presentado en los próximos días al Congreso con mensaje de urgencia para garantizar su aprobación antes de culminar el año, no creará nuevos impuestos y mantendrá el objetivo de impulsar el crecimiento del país, explicó el ministro.

El 23 de octubre el Gobierno adelantó una operación de manejo de deuda pública en la se intercambiaron \$5 billones de TES UVR con vencimiento en el 2021 por bonos, también denominados en UVR, con vencimiento en 2027 y 2037 (\$3,2 billones y \$1,5 billones, respectivamente). Al respecto, el director de Crédito Público y Tesoro Nacional destacó que «este fue el canje de mercado más grande que se haya realizado con TES UVR y con menor costo fiscal desde que se lanzó el programa de Creadores de Mercado en 1997». Entre el 23 y el 24 de octubre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 p.b, -4 p.b. y -6 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -3 p.b, -3 p.b. y -2 p.b. para los mismos plazos.

Para el mes de octubre se pagaron cupones por \$650 mm del TES en pesos que vence el 18 de octubre de 2034. Por otra parte, en lo corrido de este mes el monto promedio diario negociado ha sido \$3,5 billones, similar a lo observado el mes anterior e inferior al registrado en octubre de 2018 (\$18,03 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos más transados han sido aquellos en pesos que vencen en mayo del 2022, cuya participación pasó de 23% a 21%, seguidos por aquellos denominados en pesos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 20,4% a 20,9% (Gráfico A2.3).

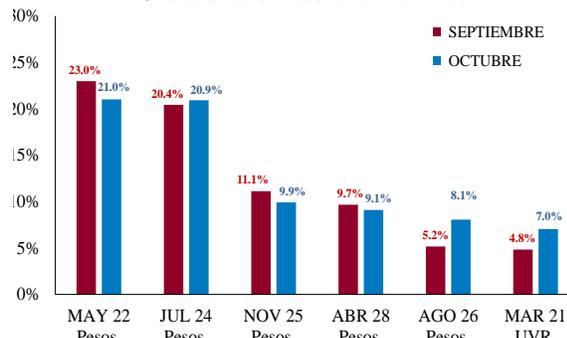
¹⁷ Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2018 (3,10%).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 17 de septiembre del 2019.

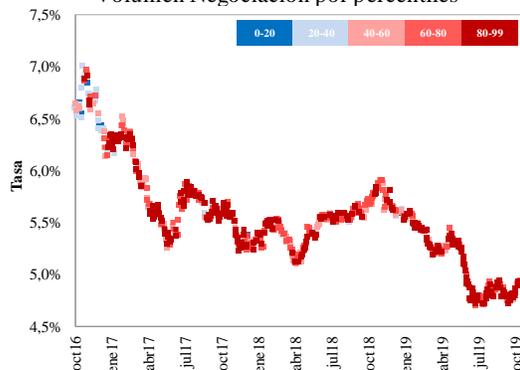
Gráfico A2.3. TES más transados



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

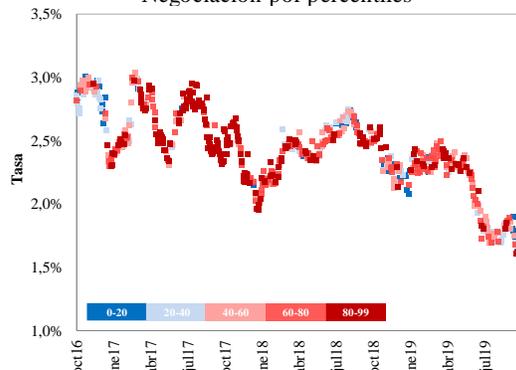
En los Gráficos A2.4 y A2.5 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 3 años, UVR: 4 años). En octubre los montos de negociación del título en pesos del 2022 se han ubicado en su mayoría entre los percentiles 80 y 99. En el caso del título UVR del 2023, la mayoría de los días las negociaciones se han situado en los percentiles 60 y 80.

Gráfico A2.4. Tasa Cero Cupón Pesos TFIT 2022 y Volumen Negociación por percentiles



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

Gráfico A2.5. Tasa Cero Cupón TUVT 2023 y Volumen Negociación por percentiles



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

Frente a lo observado en septiembre, el *bid-ask spread* promedio en lo corrido de octubre disminuyó para los TES denominados en pesos y UVR, y al 24 de octubre se ubicó en 1,85 p.b. y 4,70 p.b, respectivamente (Gráficos A2.6 y A2.7). Durante ese mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES denominados en pesos y UVR aumentó \$0,4 mm y \$4,5 mm, respectivamente (Gráficos A.8 y A2.9).

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

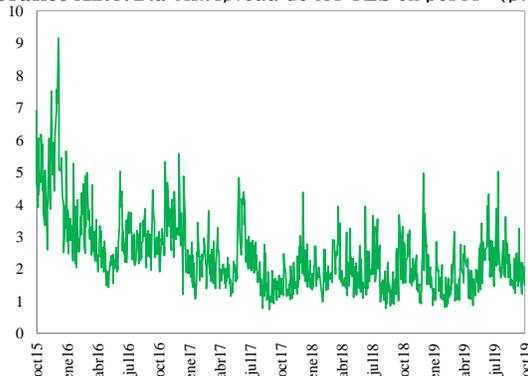
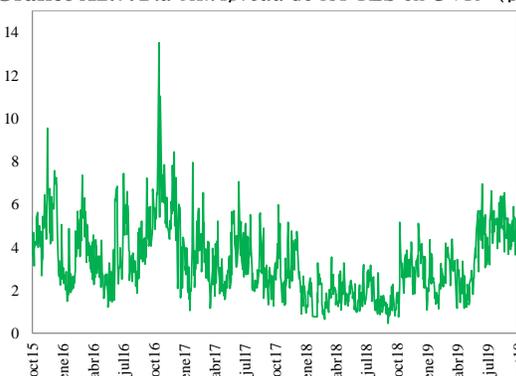


Gráfico A2.7. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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.

Gráfico A2.8. Profundidad promedio TES en pesos*

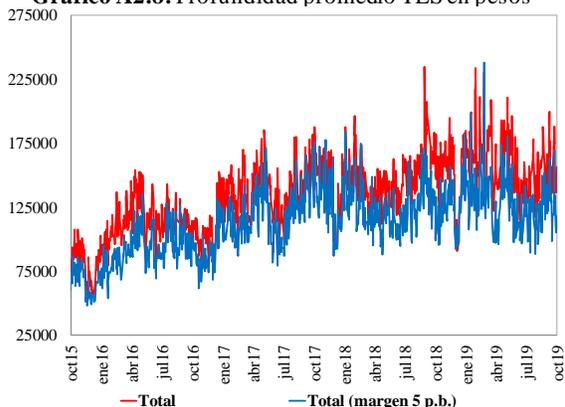
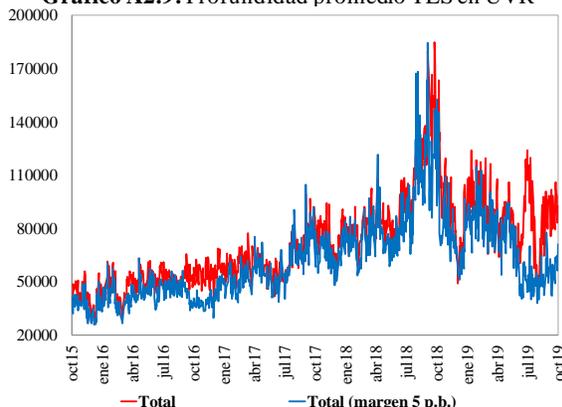


Gráfico A2.9. Profundidad promedio TES en UVR*



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. Los títulos sin posturas tienen una profundidad de 0.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

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

	Corrido del 2019	Corrido del 2019	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	2'480	(1'115)	668	(659)	(700)	(691)	(324)	170	223	70
Compañía de Financiamiento Comercial	4	1	-	-	-	-	-	1	-	1
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(794)	(66)	(30)	(157)	162	(24)	3	(106)	7	(96)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	1'689	(1'180)	639	(816)	(538)	(716)	(321)	65	230	(25)
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	48	5	43	(43)	-	-	-	-	(1)	(1)
Terceros	9'937	4'466	(4)	239	1'747	1'982	(3'892)	73	4'415	596
Pasivos Pensionales	5'713	2'288	(0)	49	870	919	(3'124)	42	3'396	315
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	9'985	4'471	39	196	1'747	1'982	(3'892)	73	4'415	596
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	(436)	(126)	114	90	(236)	(32)	105	(248)	30	(113)
Terceros	136	(83)	(2)	(139)	(3)	(144)	(34)	70	20	55
Extranjeros	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(300)	(209)	112	(49)	(238)	(175)	71	(178)	50	(57)
Sociedades Fiduciarias										
Propia	-	(10)	(17)	36	13	32	(7)	(3)	11	1
Terceros	2'251	1'133	(498)	(816)	(634)	(1'947)	(763)	123	251	(389)
Extranjeros***	(844)	1'069	117	(329)	(787)	(999)	(163)	51	(0)	(112)
FIC	546	(170)	(102)	(356)	(56)	(514)	(316)	43	13	(260)
Pasivos Pensionales	1'593	403	(404)	(206)	135	(475)	(102)	16	60	(26)
Total Sociedades Fiduciarias	2'251	1'122	(514)	(780)	(621)	(1'915)	(769)	120	262	(388)
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	385	(71)	(27)	19	(2)	(10)	(39)	(13)	4	(47)
Terceros	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	387	(71)	(27)	19	(2)	(10)	(39)	(13)	4	(47)
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	12'322	5'313	(390)	(615)	886	(119)	(4'629)	2	4'730	103
Total Entidades Financieras Especiales**	666	(375)	244	183	303	729	(32)	13	8	(11)
Total Entidades Públicas****	2'268	(2'026)	1'257	949	877	3'083	20	(72)	296	244
Otros*****	(122)	(86)	-	300	62	362	(1)	-	4	4
Extranjeros	39	-	-	300	36	335	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	16'822	1'646	1'750	-	1'589	3'339	(4'963)	9	5'269	315

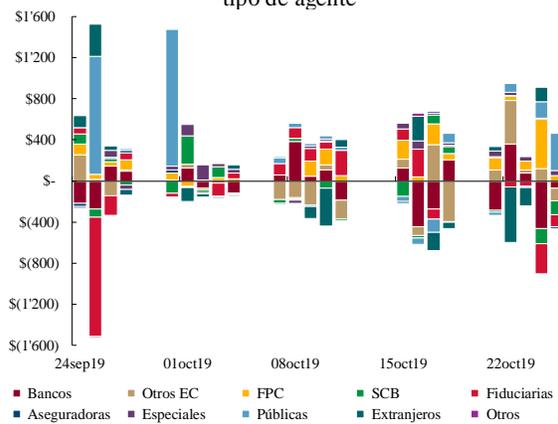
Fuente: BR. Información actualizada al 25 de octubre del 2019. *Corresponde a los flujos nominales por operaciones compra-venta contra pago (420 y 422) y transferencias (423). Además, se incluyen las emisiones y vencimientos. ** Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Desde el 23 de septiembre, los principales agentes compradores de TES en pesos fueron las entidades públicas (\$3083 mm), los terceros a través de fondos de pensiones (distintos a pasivos pensionales, \$1063 mm) y las entidades financieras especiales (\$729 mm); al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$691 mm), los inversionistas extranjeros (\$664 mm) y los FIC abiertos a través de sociedades fiduciarias (\$514 mm).

Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR fueron los pasivos pensionales (\$288 mm), los terceros a través de fondos de pensiones (distintos a pasivos pensionales, \$282 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los FIC abiertos a través de sociedades fiduciarias (\$260 mm), las sociedades comisionistas de bolsa en posición propia (\$113 mm) y los inversionistas extranjeros (\$177 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

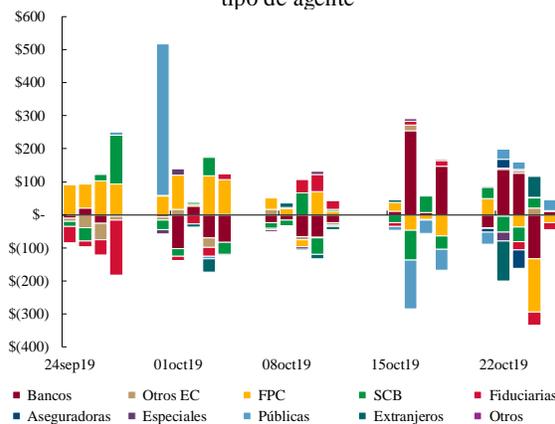
En lo corrido del 2019 los inversionistas extranjeros han realizado ventas netas de TES en pesos por \$805 mm y compras netas de TES UVR por \$1069 mm. Desde el 23 de septiembre, compraron en neto TES en pesos por \$117 mm en el tramo corto, y vendieron en neto \$29 mm y \$752 mm en los tramos medio y largo, respectivamente; al tiempo que vendieron en neto TES UVR por \$163 mm en el tramo corto y compraron en neto \$51 mm en el tramo medio.

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



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

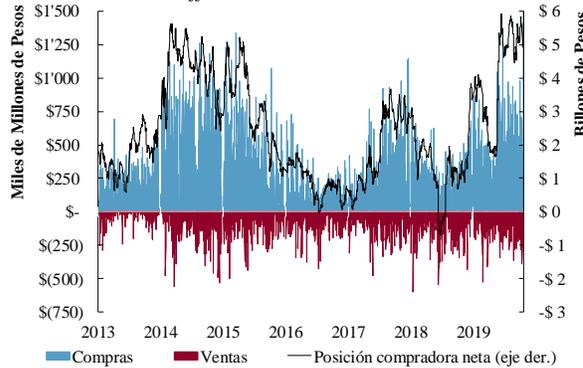
Gráfico A3.2. Compras diarias netas de TES en UVR por tipo de agente



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

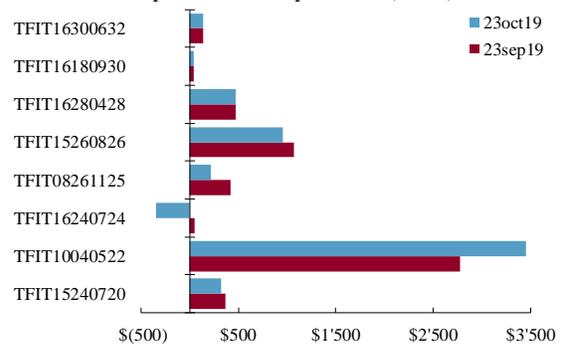
Por otra parte, con información al 24 de octubre, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$10656 mm y ventas por \$3194 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$10277 mm y de ventas por \$2844 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$29 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 \$5337 mm el 23 de septiembre a \$5367 mm el 24 de octubre del 2019.

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



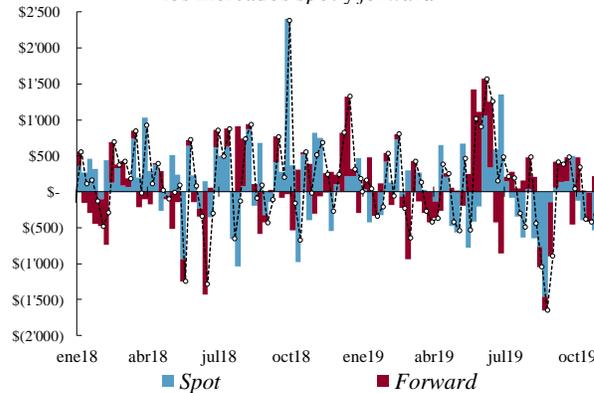
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



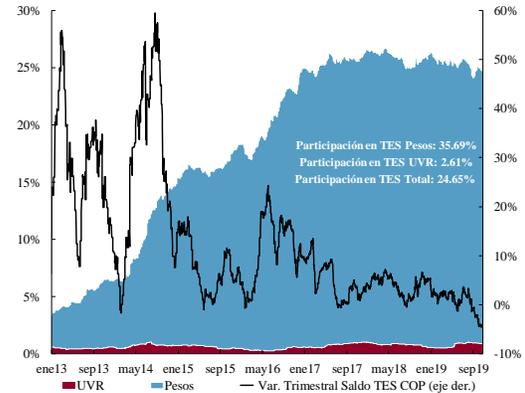
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos.

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



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

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



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

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del offshore aumentó para los TES que vencen en 2022 y 2028, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2020, 2024, 2025 y 2026, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2030 y 2032 (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 vencimientos). El Gráfico A3.6 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje del stock total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro A3.2 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados spot y forward.

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

	2018			Corrido de 2019			ago-19			sep-19			Corrido de oct-19		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 1'548	\$ (624)	\$ 925	\$ 1'689	\$ (1'942)	\$ (253)	\$ 2'267	\$ 967	\$ 3'234	\$ (5'580)	\$ (544)	\$ (6'124)	\$ (615)	\$ (239)	\$ (853)
Offshore	\$ 10'538	\$ 624	\$ 11'161	\$ (805)	\$ 1'942	\$ 1'137	\$ (3'232)	\$ (967)	\$ (4'199)	\$ 851	\$ 544	\$ 1'395	\$ (1'090)	\$ 239	\$ (851)

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 24 y 25 de octubre del 2019 para los mercados forward y spot, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el offshore.

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

En este periodo (23 de septiembre al 24 de octubre) se evidenció una reducción de las tasas de los títulos de deuda pública del tramo corto en la mayoría de los países de la región ante los recortes de las tasas de interés de referencia y expectativas de disminuciones adicionales por parte de sus bancos centrales. Por su parte, los títulos del tramo largo se valorizaron en la región y se desvalorizaron en EE.UU. ante el mayor apetito por riesgo luego de que disminuyeran las tensiones comerciales entre

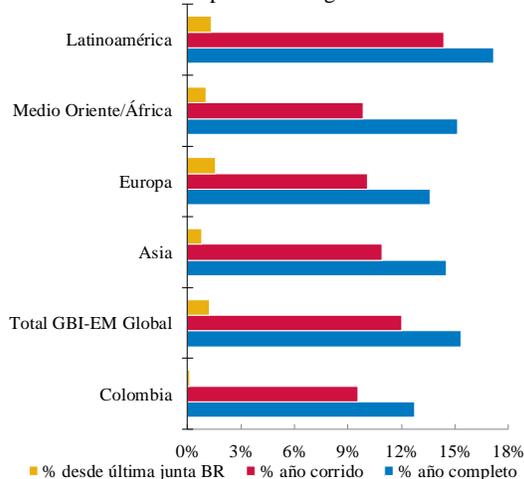
EE.UU. y China (ver Anexo 8). En Chile, las desvalorizaciones se debieron a las protestas que empezaron a mediados de octubre.

En Chile, las desvalorizaciones se presentaron desde mediados de octubre como consecuencia de las protestas que se originaron tras la propuesta del Gobierno de incrementar el precio del tiquete del metro. Tras las manifestaciones el Gobierno decidió cancelar el proyecto, pero las protestas continuaron motivadas por el descontento frente a otros temas relacionados con el sistema pensional, de salud y de educación pública. Como consecuencia ha habido varios saqueos y el Gobierno ha decretado estado de emergencia, así como medidas adicionales para controlar la situación de orden público, por lo que la incertidumbre continúa.

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes¹⁸ (incluyendo Colombia) desde el 23 de septiembre, en lo corrido de 2019 y en los últimos 12 meses. Desde el 23 de septiembre, los índices aumentaron para todas las regiones, en mayor medida para Europa (1,6%). El índice *Total GBI-EM Global* y el de Colombia avanzaron 1,2% y 0,1%, respectivamente.

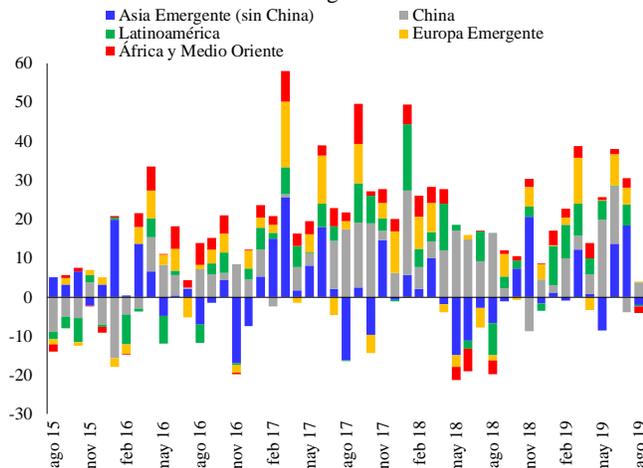
Adicionalmente, el IIF¹⁹ estimó entradas netas de inversión de portafolio de economías emergentes para septiembre por US\$37,8 mm (US\$27,5 mm en renta fija y US\$10,3 mm en renta variable), lo cual contrasta con las salidas importantes registradas el mes anterior. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó compras netas por US\$6,3 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



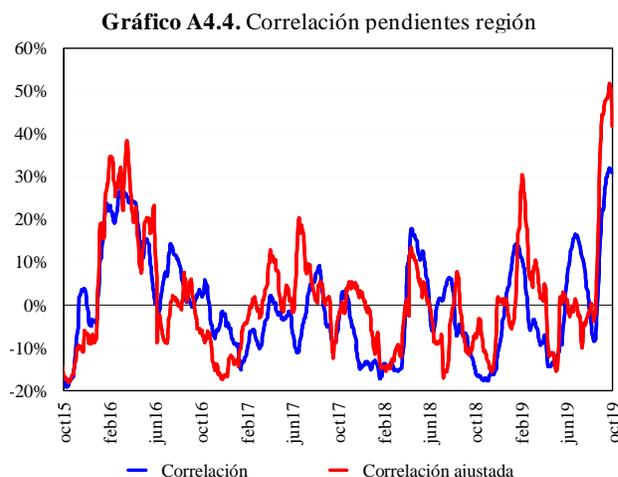
Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares.

En el Gráfico A4.4 puede observarse que la correlación entre las pendientes de las curvas de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) aumentó y llegó a un nivel de 31,0% el 24 de octubre. A esta misma fecha, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (*VIX* y pendiente de Estados Unidos -línea roja) también aumentó hasta ubicarse en un nivel superior (41,8%), lo que refleja que las curvas de la región se han movido por factores regionales. Por su parte, entre septiembre y octubre la prima por vencimiento de los *Treasuries* aumentó 15 p.b. y 14 p.b. para los plazos de 5 y 10 años, respectivamente, y se situó en -0,89% y -1,02% para ambos plazos,

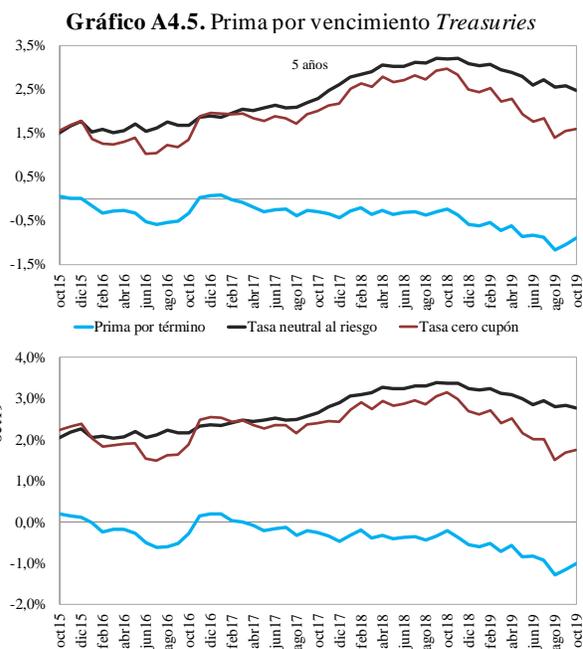
¹⁸ El *Government Bond-Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

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

respectivamente. Asimismo, la tasa neutral al riesgo de estos títulos disminuyó 11 p.b. y 7 p.b. para los plazos de 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico A4.5).



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



Fuente y Cálculos: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Israel (0,25%), Nueva Zelanda (1,0%), Suecia (-0,25%) y Noruega (1,50%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado por el mercado, al tiempo que los de Australia e Islandia las bajaron 25 p.b. a 0,75% y 3,25%, respectivamente.

En otro escenario, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterada la tasa de interés aplicable a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la tasa de interés aplicable a la facilidad de depósito en sus niveles actuales de 0,00 %, 0,25 % y -0,5% respectivamente. Adicionalmente, el BCE afirmó que continuaría con su programa de compra de activos a un ritmo mensual de €20 mm.

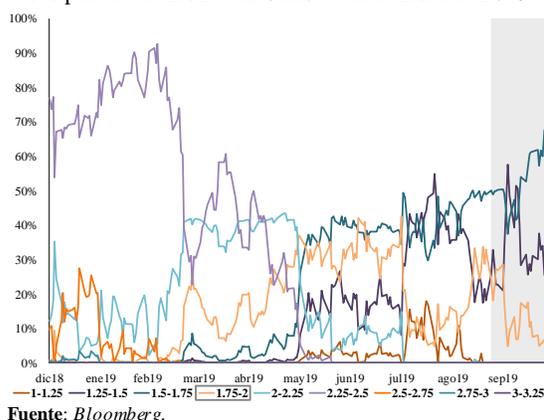
El 30 de octubre y en línea con lo esperado por el mercado, la Fed redujo el rango objetivo de los fondos federales a uno entre 1,5% -1,75% como respuesta a los posibles riesgos de un panorama global desfavorable y a la ausencia de presiones inflacionarias.

Países Emergentes

Los bancos centrales de Polonia (1,50%), Corea del Sur (1,25%) y Tailandia (1,50%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado; mientras que los de India, Filipinas e Indonesia las recortaron 25 p.b. a 5,15%, 4,0% y 5,0% respectivamente. Por su parte, el banco central de Turquía recortó su tasa de interés de referencia 250 p.b. a 14,0%, mientras que el mercado descontaba un recorte de 100 p.b. y el de Rusia la recortó 50 p.b. a 6,5%, mientras que el mercado anticipaba un recorte de 25 p.b. En Latinoamérica, tal y como lo anticipaban los mercados, el Banco Central de Paraguay la mantuvo inalterada en 4,0%, y en Perú se mantuvo inalterada en 2,5% mientras algunos analistas esperaban recortes. Por otra parte, los Bancos centrales de Chile y México las recortaron 25 p.b. a 1,75% y 7,75%, respectivamente.

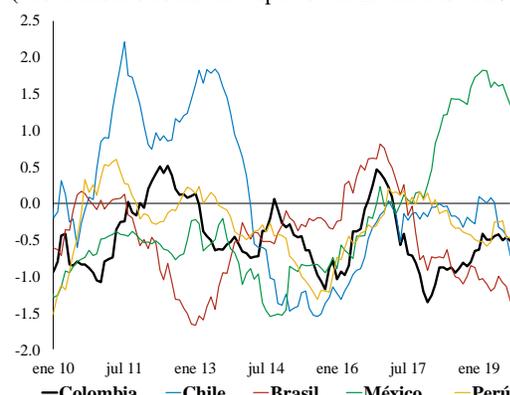
En el Gráfico A5.2 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales²⁰ desde el año 2005. Se puede observar que en septiembre aumentó la de Perú y disminuyeron las de los demás países; además, en el caso de México esta se ubica por encima de su media histórica, mientras que las de los demás países se ubican por debajo²¹.

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A5.2. 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.

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	oct19	dic19	ene20	mar20	abr20	jun20	jul20	sep20	oct20	dic20	ene21	mar21
5.75%												0%
5.50%											0%	2%
5.25%											2%	4%
5.00%									0%	2%	5%	6%
4.75%						1%	1%	2%	5%	9%	9%	6%
4.50%				1%	2%	3%	5%	8%	8%	8%	6%	4%
4.25%	100%	100%	100%	99%	98%	96%	94%	74%	56%	39%	27%	20%
4.00%								16%	29%	33%	34%	32%
3.75%									2%	8%	16%	21%
3.50%											1%	4%

Cuadro A6.2. 17 de septiembre del 2019

TPM	sep19	oct19	dic19	ene20	mar20	abr20	jun20	jul20	sep20	oct20	dic20	ene21
5.50%												0%
5.25%												1%
5.00%											1%	2%
4.75%									0%	1%	3%	4%
4.50%					0%	1%	1%	1%	2%	5%	5%	4%
4.25%	100%	100%	100%	100%	85%	69%	54%	42%	32%	25%	18%	13%
4.00%					15%	31%	44%	50%	49%	42%	36%	30%
3.75%							1%	6%	16%	26%	31%	33%
3.50%										1%	6%	12%
3.25%											0%	2%

²⁰ Deflactadas con medidas de inflación básica.

²¹ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,66%; Chile 0,93%; Brasil 5,22%, México 1,90 y Perú 0,74%.

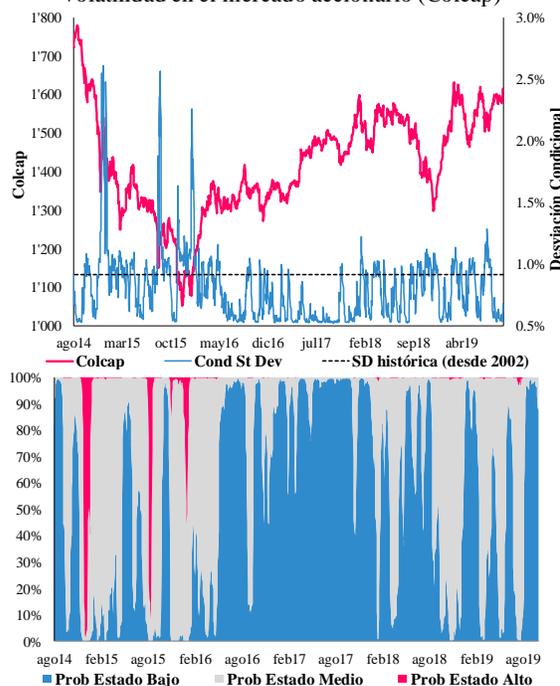
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 38,5% espera que aumente (ant: 39,9%), el 51,3% espera que se mantenga igual (ant: 42,1%), mientras que el 10,3% restante espera que disminuya (ant: 18,4%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 44,7% espera que esta se mantenga estable (ant: 32,4%), un 21,1% que aumente (ant: 24,3%) y un 15,8% que disminuya (ant: 24,3%)²².

Con información al 11 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 al mes anterior de -35 p.b., -11 p.b. y 42 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del *spread* para las carteras de tesorería y preferencia reflejó la caída de las tasas activas (activas -37 p.b. versus TES 0 p.b. en el caso de tesorería, y activas -12 p.b. versus TES -1 p.b. en la cartera preferencial), mientras que el de la cartera de consumo reflejó el incremento de las tasas activas (activas 45 p.b. versus TES -1 p.b.).

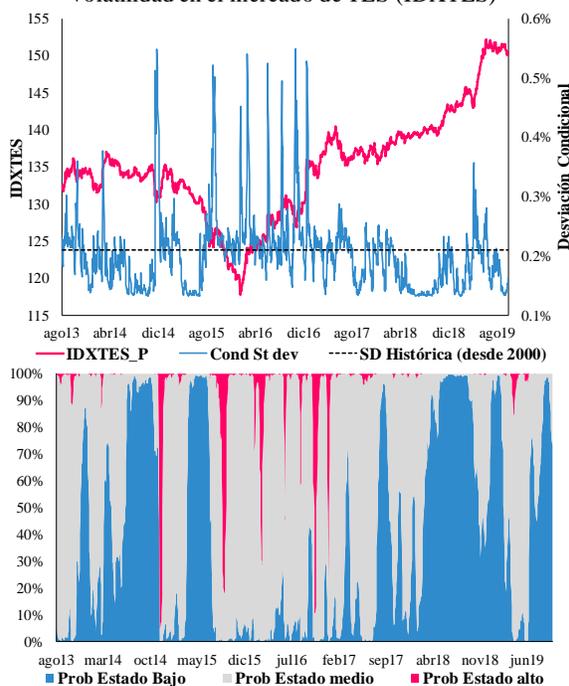
Entre el 23 de septiembre y el 25 de octubre el COLCAP se valorizó 2%. Las acciones que más se valorizaron durante el periodo fueron Avianca (44,8%), ETB (21,8%) y Cemex (9,4%). Para lo corrido de octubre, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó frente a los niveles observados el mes anterior y al 24 de octubre el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.1). De forma similar, la volatilidad en el mercado de TES disminuyó y el escenario más probable es el estado de volatilidad baja (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.

²² Al 18,4% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant.: 18,9%).

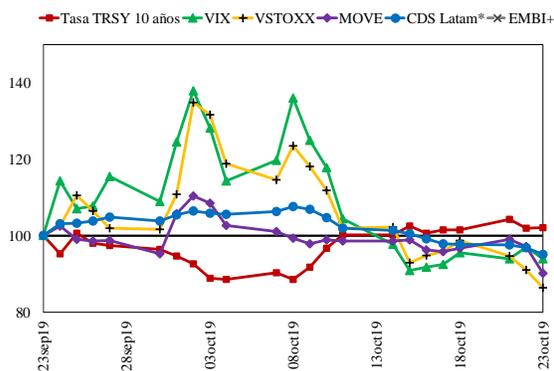
Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del Vix^{23} , el $Vstoxx^{24}$ y el $Move^{25}$ cerró el periodo en niveles inferiores a los observados el 23 de septiembre, aunque presentó un comportamiento altamente volátil, en línea con el desempeño de los mercados bursátiles en EE.UU. y Europa a inicios de octubre tras la incertidumbre en el frente comercial entre estas economías, así como entre EE.UU. y China. Por el contrario, el $Skew^{26}$ aumentó durante este periodo (Gráficos A8.1 y A8.2).

Desde la reunión de la JDBR del 23 de septiembre, la volatilidad esperada en el corto plazo en los mercados accionarios estadounidense y europeo estuvo acorde con el desempeño de las bolsas en estas economías. Así, durante los primeros días de octubre se evidenció una alta volatilidad como consecuencia del aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU. y dos de sus principales socios comerciales: la Unión Europea (UE) y China. En el caso de la UE, el 2 de octubre la Organización Mundial del Comercio (OMC) autorizó a EE.UU. imponer aranceles por USD 7,5 mm a bienes europeos tras considerar como ilegales los subsidios hechos a la compañía aeronáutica Airbus. Tras el anuncio de la OMC, la UE anunció que tomaría represalias y se conoció que también estaría presionando para que la OMC tome una decisión similar en contra de EE.UU. ante los subsidios que históricamente este país ha otorgado a la compañía Boeing.

Frente a las relaciones comerciales entre EE.UU. y China, el 8 de octubre el Gobierno de EE.UU. anunció restricciones de ingreso al país a varios funcionarios chinos, amplió el listado de compañías chinas incluidas en una lista negra que les impediría hacer negocios en EE.UU., y se conoció que posiblemente estaría avanzando en el diseño de restricciones de inversión de fondos de pensiones estadounidenses en activos chinos. Sin embargo, el 11 de octubre ambas partes lograron llegar a un acuerdo parcial²⁷ que suspendió el aumento de aranceles por parte de EE.UU. que entraría en vigencia el 15 de octubre, lo cual fue tomado de manera positiva por el mercado y contribuyó a que los principales indicadores de percepción de riesgo se ubicaran el 23 de octubre por debajo de lo observado un mes antes.

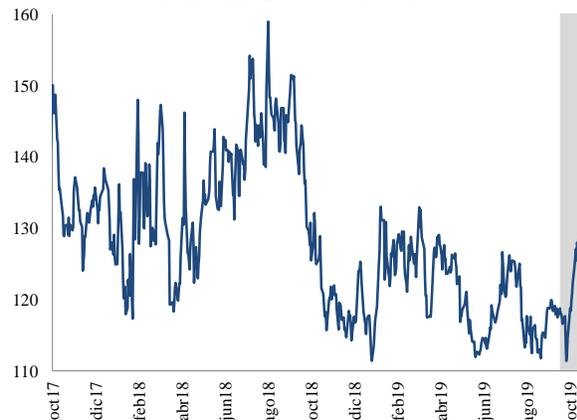
Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



*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.

²³ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice $S\&P 500$.

²⁴ El $Vstoxx$ es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice $EuroStoxx 50$.

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

²⁶ 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.

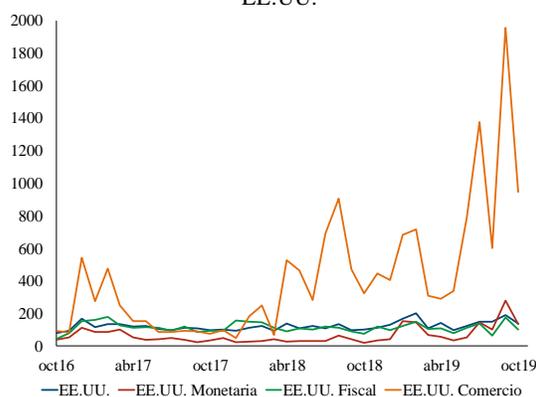
²⁷ Tras el anuncio del acuerdo parcial se conocieron pocos detalles por lo que las partes continúan trabajando en los mismo con el fin de que los presidentes de EE.UU. y China logren firmar el acuerdo durante la cumbre del Foro de Cooperación Económica Asia-Pacífico (APEC, por sus siglas en inglés) que se celebrará a mediados de noviembre en Chile.

En Europa, además de la incertidumbre frente a las tensiones comerciales con EE.UU, también hubo incertidumbre frente al *Brexit* dada la cercanía del 31 de octubre, fecha límite para que el Reino Unido se retire de la UE, a menos que solicite una extensión. Sobre este punto, el Primer Ministro ha sido enfático en no estar dispuesto a hacer dicha solicitud y preferir primero una salida sin acuerdo de la UE pese a las numerosas votaciones en contra por parte del Parlamento británico.

Por otro lado, la volatilidad esperada a corto plazo en el mercado de renta fija estadounidense también disminuyó durante este periodo. Esto se debió principalmente al mayor consenso entre los analistas de uno o dos recortes adicionales por parte de la Reserva Federal antes de que culmine el año ante los comentarios de varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*, por sus siglas en inglés) durante este periodo a favor de una postura monetaria más expansiva con el fin de hacer frente a la incertidumbre económica y comercial.

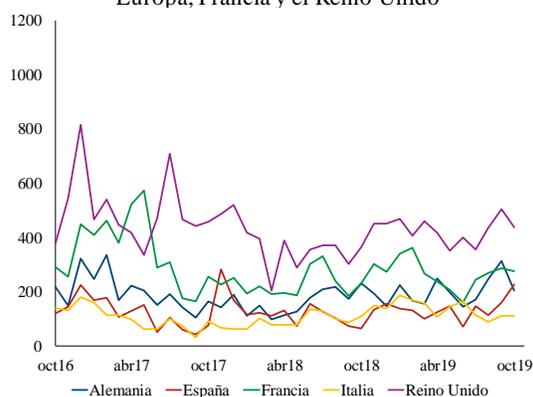
El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global disminuyó desde 328 en agosto a 287 en septiembre. En EE.UU, durante septiembre el indicador agregado disminuyó (obs: 139; ant: 190), así como los indicadores específicos de política comercial (obs: 948; ant: 1957), fiscal (obs: 102; ant: 175) y monetaria (obs: 133; ant: 277). En Europa, el indicador agregado disminuyó desde 277 en agosto a 246 en septiembre, y a nivel de países, disminuyó en Reino Unido (obs: 438; ant: 505), Italia (obs: 112; ant: 113), Alemania (obs: 204; ant: 314) y Francia (obs: 275; ant: 288) mientras que aumentó en España (obs: 226; ant: 161) (Gráficos A8.3 y A8.4).

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

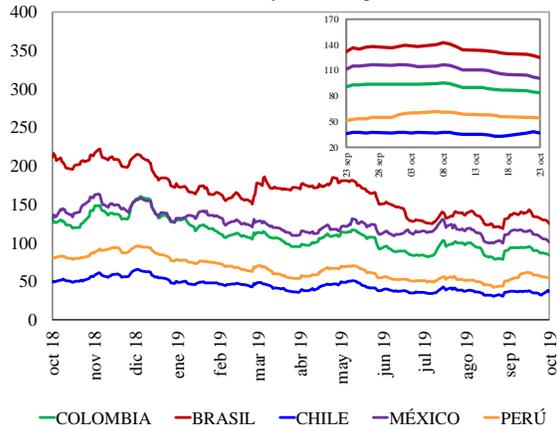
Gráfico A8.4. Incertidumbre en política económica en Europa, Francia y el Reino Unido



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

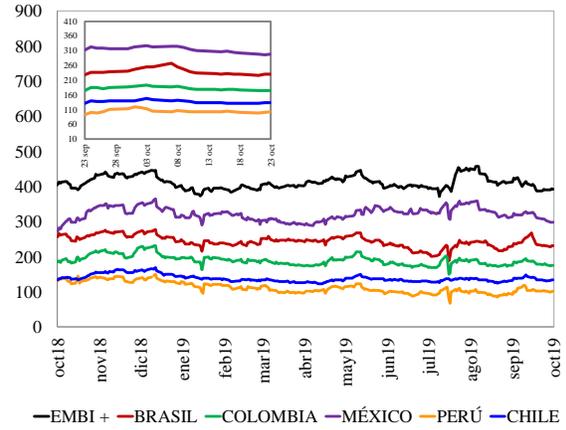
Desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años presentaron en mayor parte disminuciones, mientras que los índices EMBI mostraron un comportamiento mixto. El CDS a 5 años disminuyó 11 p.b. en México, 7 p.b. en Brasil y 6 p.b. en Colombia, mientras que aumentó 3 p.b. en Perú y permaneció estable en Chile. Por otra parte, el EMBI disminuyó 15 p.b. en México, aumentó 10 p.b. en Perú y 1 p.b. en Brasil y Chile, mientras que permaneció sin cambios 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