



# Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

---



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

VERSIÓN PÚBLICA

# DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

## 1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde la última reunión de la JDBR (31 de agosto), y con información hasta el 22 de septiembre, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR varió -14 p.b, 2 p.b, 10 p.b, 10 p.b. y -21 p.b. para los plazos a 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, el 22 de septiembre el BEI se ubicó en 1,45%, 2,05%, 2,43%, 2,85% y 3,27% para los plazos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, en su orden (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de: *i*) valorizaciones de los títulos de los tramos corto y medio, y desvalorizaciones de los títulos del tramo largo en UVR; y *ii*) valorizaciones de la mayoría de los títulos denominados en pesos (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de agosto contra las tasas promedio de lo corrido de septiembre, se observan variaciones del BEI de 28 p.b, 29 p.b, 27 p.b, 16 p.b. y -17 p.b. para los tramos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente.

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

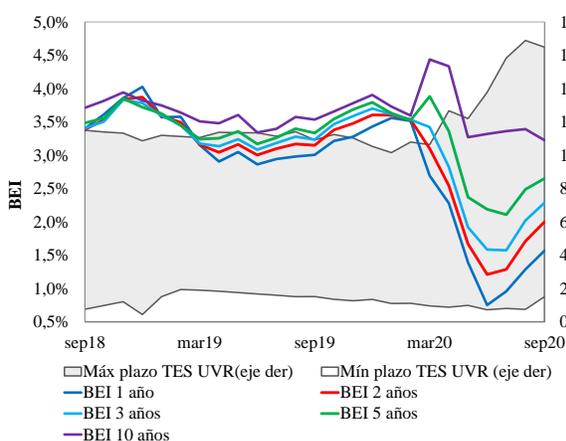
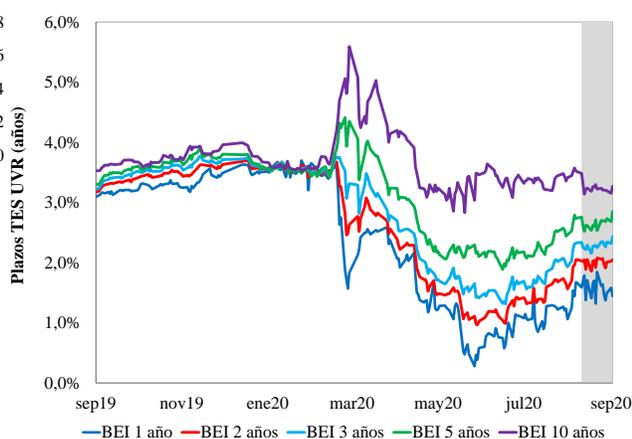


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



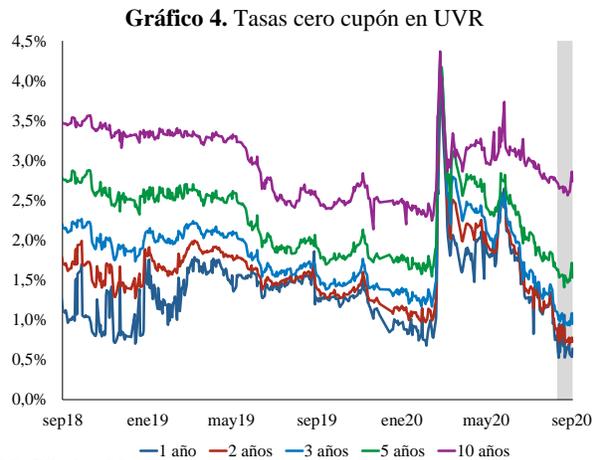
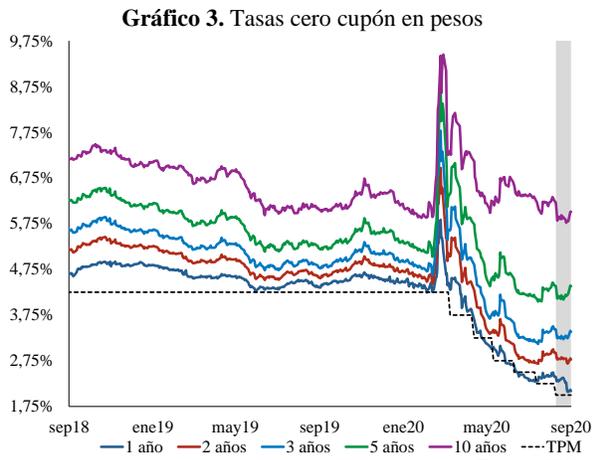
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

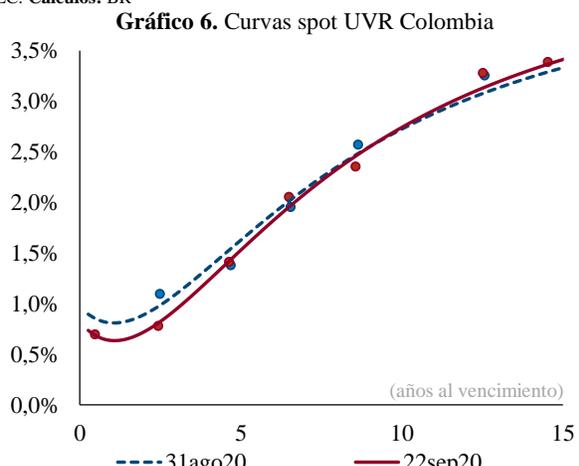
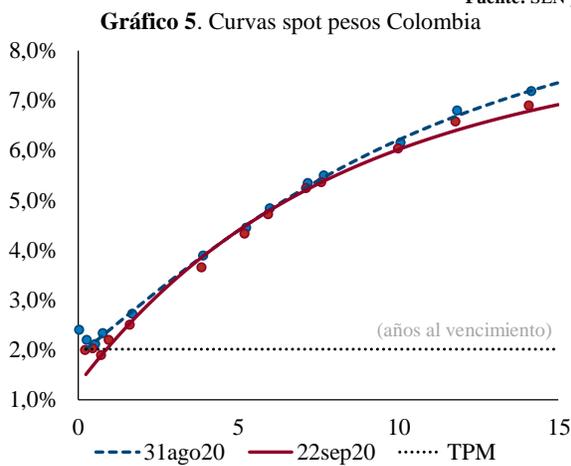
Punto a punto (plazo en años)										
	TES PESOS					TES UVR				
	1	2	3	5	10	1	2	3	5	10
<b>31ago20</b>	2,40%	2,92%	3,44%	4,38%	6,21%	0,81%	0,89%	1,10%	1,63%	2,72%
<b>22sep20</b>	2,08%	2,78%	3,38%	4,38%	6,01%	0,64%	0,73%	0,95%	1,53%	2,74%
	<b>Variaciones p.b.</b>									
	<b>-31</b>	<b>-15</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>-20</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	<b>-15</b>	<b>-10</b>	<b>2</b>
<b>Var. BEI</b>	<b>-14</b>	<b>2</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>-21</b>					
Promedios mensuales										
<b>ago20</b>	2,41%	2,86%	3,34%	4,27%	6,19%	1,12%	1,15%	1,32%	1,78%	2,80%
<b>sep20*</b>	2,25%	2,78%	3,28%	4,19%	5,88%	0,69%	0,78%	1,00%	1,54%	2,65%
	<b>Variaciones p.b.</b>									
	<b>-15</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-31</b>	<b>-43</b>	<b>-37</b>	<b>-32</b>	<b>-25</b>	<b>-14</b>
<b>Var. BEI</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>16</b>	<b>-17</b>					

\*Información disponible al 22 de septiembre de 2020.

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR



**Cambios en la curva por plazo**

2 años	3 años	5 años	10 años
-15	-5	0	-20

*Cifras en puntos básicos*

**Cambios en la curva por plazo**

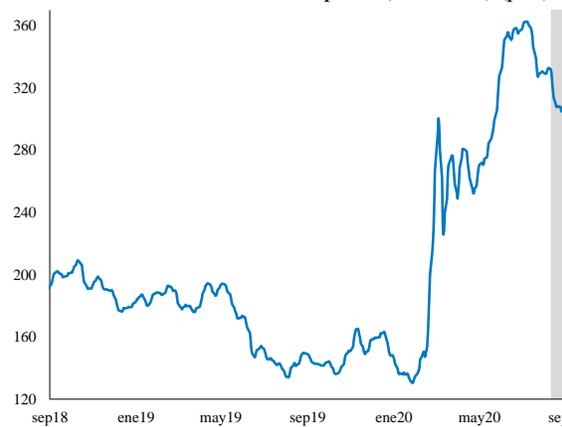
2 años	3 años	5 años	10 años
-17	-15	-10	2

*Cifras en puntos básicos*

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años disminuyó 17 p.b. para el caso de la curva de rendimientos de TES denominada en pesos, y aumentó 13 p.b. en el caso de la curva denominada en UVR (Gráficos 7 y 8).

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



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



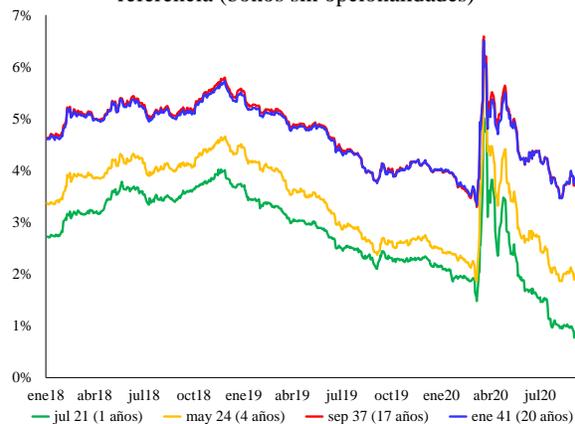
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR. Los datos corresponden al promedio móvil de cinco días.

Desde la última reunión de la JDBR, los TES denominados en pesos presentaron valorizaciones en el tramo corto a inicios del mes, lo cual según algunos analistas estuvo relacionado con las declaraciones del Gerente del BR durante la rueda de prensa, que mostraron la posibilidad de recortes adicionales de la tasa de política monetaria (TPM). Posteriormente, con la publicación del dato de inflación de agosto (obs: 1,88%; esp: 2,00%; ant: 1,97%), por debajo de lo esperado por el mercado, se consolidaron las expectativas de una política monetaria más expansiva, que se evidenció en unas valorizaciones adicionales de los títulos de corto plazo<sup>1</sup>. Por otro lado, el tramo largo de la curva también se valorizó desde los primeros días del mes como consecuencia de la inclusión de los títulos de deuda pública en moneda local en el índice *Bloomberg Barclays* a partir del 1 de septiembre<sup>2</sup>, lo cual podría estar relacionado con los flujos por parte de inversionistas extranjeros en TES Pesos en el mercado de contado entre el 30 de agosto y 1 de septiembre por \$1,1 billones, y parte de las entradas de estos agentes en lo corrido de septiembre (su posición neta en TES pesos a través de los mercados de contado y a futuro aumentó \$2,8 billones al 22 de septiembre). Por último, la parte media de la curva se mantuvo relativamente estable durante el mes.

Por su parte, los tramos corto y medio de la curva de TES UVR también se valorizaron, en línea con los TES en pesos ante las expectativas de una política monetaria más expansiva, y ante correcciones de niveles bajos del BEI que, de acuerdo con los analistas, no eran consistentes con los valores reales de las expectativas de inflación. Por su parte, el tramo largo de la curva de TES UVR cerró en niveles similares a los del 31 de agosto.

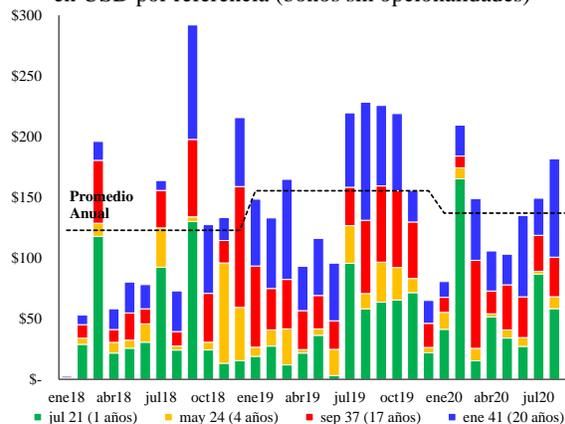
Durante este periodo la volatilidad en el mercado de TES disminuyó y se ubicó por debajo del promedio de los últimos años (ver Anexo 7). Respecto a la liquidez del mercado de TES, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio durante lo corrido de septiembre se ubicó por encima de lo observado en agosto. Así mismo la profundidad promedio de los TES en UVR presentó un aumento durante este periodo, mientras que la profundidad promedio de los TES en pesos se mantuvo estable. Estos indicadores continuaron evidenciando una menor liquidez frente a lo observado durante los últimos años (ver Anexo 2).

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg. Millones de dólares. El dato del último mes corresponde a una aproximación con información al 18 de septiembre del 2020.

En los Gráficos 9 y 10 se muestra la evolución de los rendimientos y los montos negociados de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares que se transan en los mercados

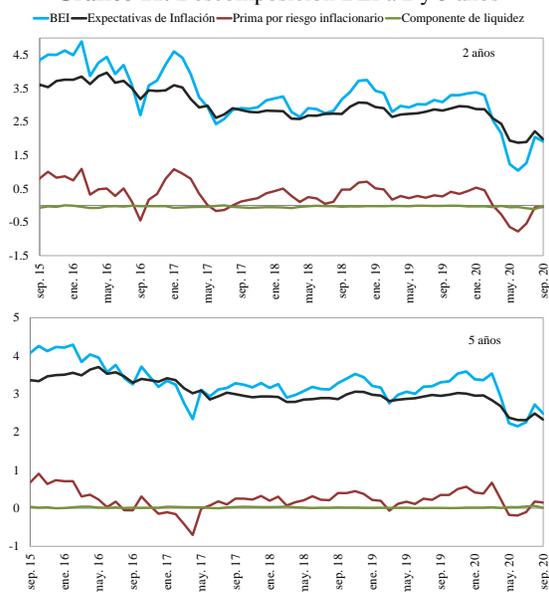
<sup>1</sup> Los títulos que vencen en 2022 y 2024 se valorizaron 6 p.b. y 8 p.b, respectivamente, el día hábil posterior a la publicación del dato de inflación. Así mismo, las tasas IBR a 1, 3 y 6 meses disminuyeron 2 p.b. luego de la publicación de la cifra de inflación.

<sup>2</sup> Lo anterior fue anunciado el 30 de enero del 2020, cuando se indicó que Colombia, junto con Perú y Rumania, serían elegibles para los índices de renta fija de *Bloomberg Barclays Global Aggregate* y *Global Treasury*. En el comunicado se señaló que, en conjunto, comprenderán el 0,2% del Índice *Global Aggregate* y el 0,5% del Índice *Global Treasury*. Posteriormente, el 30 de julio *Bloomberg* proyectó que la participación de Colombia dentro de estos índices sería de 0,1% y 0,19%, respectivamente.

internacionales<sup>3</sup>. Desde el 31 de agosto, las tasas de los títulos con vencimientos a 1, 4, 17 y 21 años presentaron variaciones de -27 p.b, -6 p.b, -1 p.b. y -2 p.b, respectivamente, al tiempo que el monto negociado en lo corrido de septiembre es inferior al registrado los últimos 3 meses.

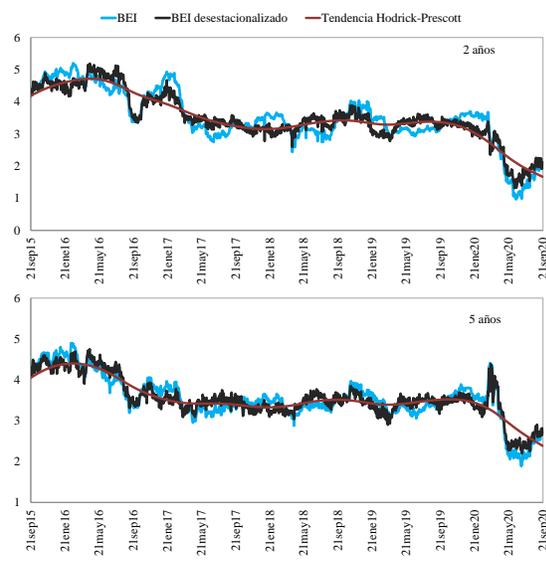
En el Gráfico 11, con información al 21 de septiembre y tomando el último dato de cada mes, se presenta la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De esta manera, se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,21% (ant: 2,07%) y para los próximos 5 años sea 2,49% (ant: 2,44%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio subieron 48 p.b. y 28 p.b. y se ubicaron en -0,06% y 0,18% para los plazos a 2 años y 5 años, respectivamente. En el Gráfico 12 se compara el BEI desestacionalizado a 2 y 5 años con su tendencia estimada de acuerdo con el filtro de *Hodrick-Prescott*. La tendencia presenta un comportamiento decreciente y refleja expectativas de inflación promedio para los próximos 2 y 5 años de 1,67% (ant: 1,51%) y 2,38% (ant: 2,31%), respectivamente.

**Gráfico 11. Descomposición BEI a 2 y 5 años**



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

**Gráfico 12. Filtro HP BEI desestacionalizado**

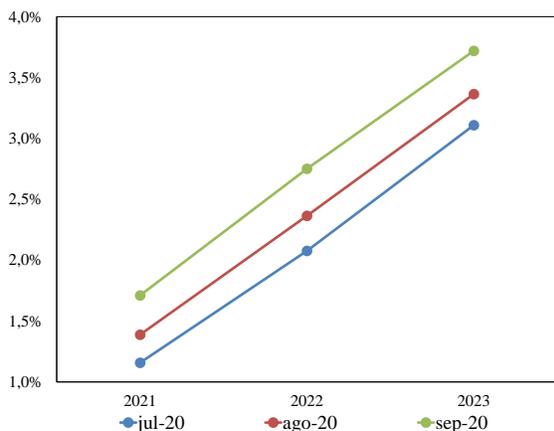


Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

El Gráfico 13 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2021, 2022 y 2023, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 1,71%, 2,75% y 3,72%, respectivamente, siendo superiores a los estimados en julio y agosto. Por otro lado, respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término de los TES en pesos tuvieron movimientos mixtos, subió 5 p.b. para el plazo a 5 años y bajó 6 p.b. para el plazo a 10 años. En cuanto a las tasas neutrales al riesgo, éstas cayeron 14 p.b. y 10 p.b. y se ubicaron en 2,77% y 3,60% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 14).

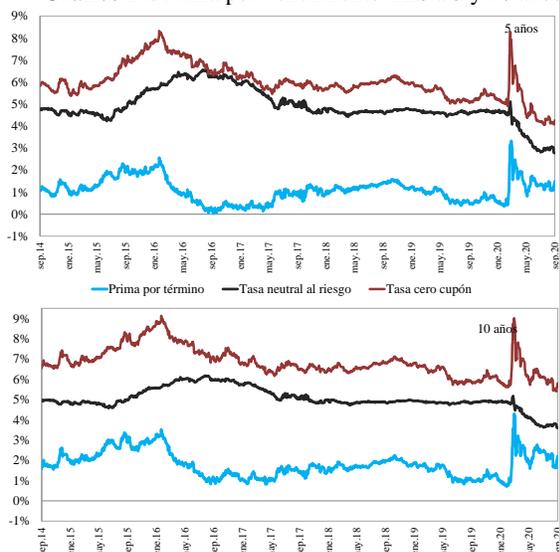
<sup>3</sup> Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada con alta liquidez.

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



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

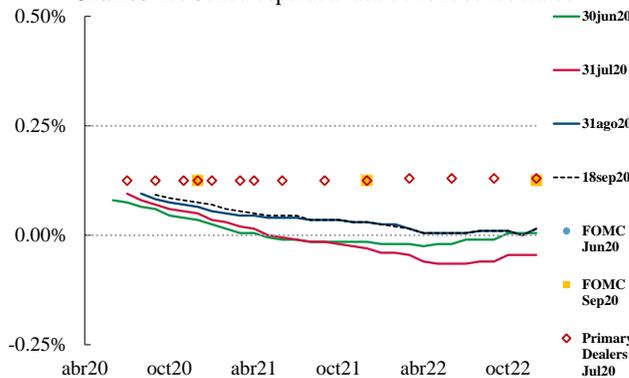
**Gráfico 14.** Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

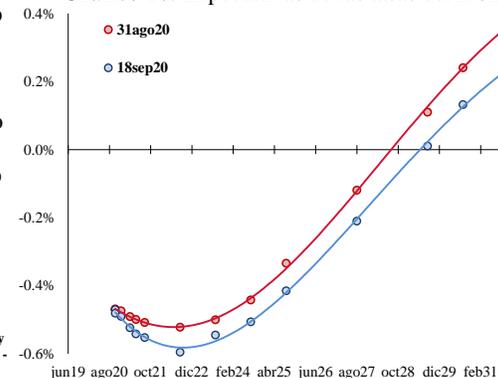
Frente a lo observado el 31 de agosto y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el mercado continúa anticipando que no habrá cambios en el rango de los fondos federales en el mediano plazo y la tasa esperada para diciembre de 2020 pasó de 0,065% el 31 de agosto a 0,075% el 18 de septiembre (Gráfico 15). Adicionalmente, según el CME<sup>4</sup> la probabilidad de que el rango de tasas de los fondos federales finalice en el 2020 en un nivel entre 0% y 0,25%, tal que no presente cambios durante el año frente al nivel actual, continúa ubicándose en 100% (Cuadro 2 y Anexo 5<sup>5</sup>).

**Gráfico 15.** Senda esperada tasa de fondos federales



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

**Gráfico 16.** Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

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

	0%-0,25%	0,25%-0,5%
31ago20	100%	0%
18sep20	100%	0%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange. \*Rango actual.

<sup>4</sup> Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

<sup>5</sup> Específicamente, el Gráfico A5.1 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.

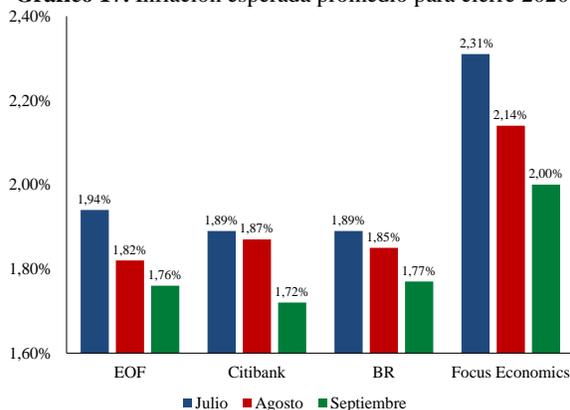
El 16 de septiembre la Fed actualizó sus proyecciones económicas de la siguiente manera:

- i) Con respecto a las proyecciones de crecimiento económico y comparando con sus estimaciones de junio del 2020, estas aumentaron de -6,5% a -3,7% para el 2020. No obstante, pasaron de 5% a 4% para 2021, de 3,5% a 3% para 2022 y de 1,8% a 1,9% en el largo plazo (LP). En esta ocasión, estimaron un crecimiento de 2,5% para el 2023.
- ii) Las proyecciones de la tasa de desempleo pasaron de 9,3% a 7,6% para 2020, de 6,5% a 5,5% para 2021, de 5,5% a 4,6% para 2022 y se mantuvo en 4,1% para el LP. Para 2023 se estimó un dato de 4%.
- iii) El pronóstico de inflación subió de 0,8% a 1,2% para 2020, de 1,6% a 1,7% para 2021, de 1,7% a 1,8% para 2022 y se mantuvo en 2% para el LP. Para 2023 se estimó un dato de 2%.

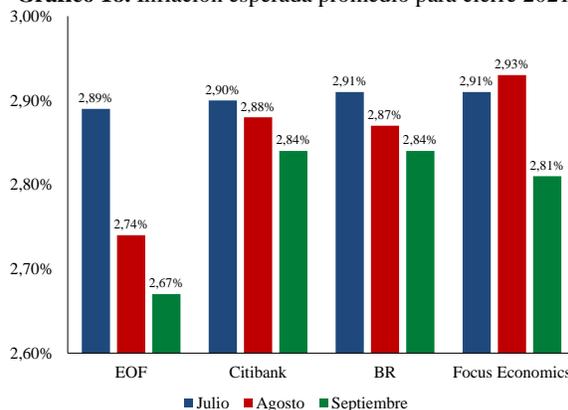
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, el momento esperado por el mercado en el que la tasa retornará a terreno positivo se ubicó en el 4T28 (ant: 4T29), con base en los futuros del índice *Eonia* (Gráfico 16).

En Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de septiembre disminuyó para diciembre de 2020 de 1,92% a 1,81%, y para diciembre de 2021 de 2,86% a 2,79% (Gráficos 17 y 18). Así mismo, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR) la inflación esperada a dos años (septiembre de 2022) se redujo a 3,09% frente a lo proyectado el mes anterior para agosto de 2022 (3,12%).

**Gráfico 17.** Inflación esperada promedio para cierre 2020



**Gráfico 18.** Inflación esperada promedio para cierre 2021



**Fuente:** Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 21 de septiembre con encuestas recolectadas entre el 9 y el 16 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 21 de septiembre. La encuesta del BR se realizó entre el 8 y el 11 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 15 de septiembre, con encuestas entre el 8 y el 13 de este mismo mes.

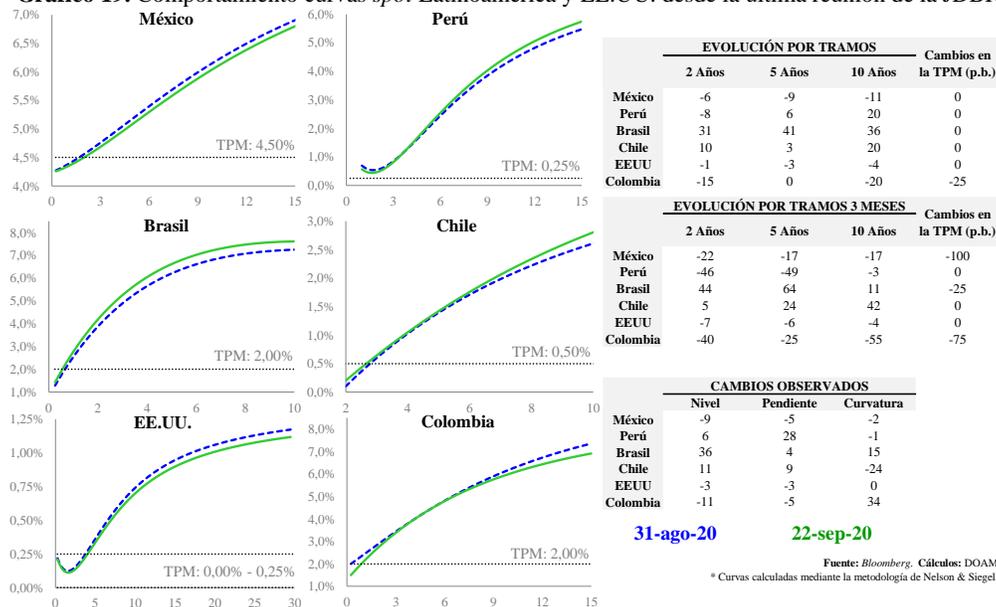
En conclusión, las encuestas reflejan una menor inflación para 2020 y 2021 frente a lo que se esperaba el mes anterior. Por otro lado, los BEI de corto y mediano plazo permanecieron estables y continúan mostrando valores inferiores frente a lo que se evidencia en las encuestas (el BEI a 2 años se encuentra 80 p.b. por debajo de las expectativas que se extraen de encuestas para finales de 2021). Por el contrario, el BEI de largo plazo tuvo una reducción importante como consecuencia de las valorizaciones de los TES en pesos ante la entrada de estos títulos en el índice de *Bloomberg Barclays*.

### **Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región**

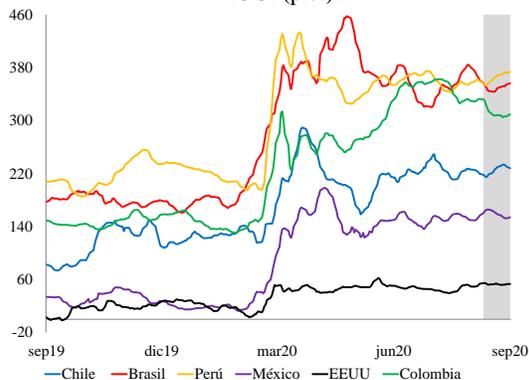
Desde la última reunión de la JDBR, la mayoría de los títulos de la región se desvalorizaron en línea con la mayor percepción de riesgo a nivel internacional (ver Anexo 8). En el caso de Brasil y Perú, los títulos de deuda también se vieron afectados por la incertidumbre política al interior de estos países. Por el contrario, los títulos emitidos por el Gobierno mexicano se valorizaron ante las estrategias de *carry trade* que generan toma de posiciones en títulos locales. Lo anterior, ante

expectativas de menor expansión monetaria por parte del Banco de México. Así mismo, los *Treasuries* se valorizaron ante la mayor demanda por activos refugio, las compras de títulos por parte de la Fed y las expectativas de que esta entidad mantenga el rango de los fondos federales en niveles mínimos por un tiempo más prolongado al que se descontaba en agosto (Gráfico 19; Anexo 4).

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



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



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

El Gráfico 20 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años para EE.UU. y los países de la región. Durante el periodo, la pendiente de Colombia disminuyó 22 p.b. hasta ubicarse en 310 p.b. Por su parte, las pendientes de Perú (374 p.b.), Chile (228 p.b.), Brasil (356 p.b.), EE.UU. (53 p.b.) y México (154 p.b.) variaron 17 p.b, 10 p.b, 0 p.b, -1 y -7 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*).

### Expectativas de TPM

Las encuestas indican que los agentes se encuentran divididos entre los que esperan un recorte de 25 p.b. de la TPM por parte de la JDBR durante su reunión de septiembre, y quienes estiman que ésta se mantendrá inalterada. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)<sup>6</sup> el 57,1% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada, mientras que el 42,9% restante espera una reducción de 25 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg<sup>7</sup>, 11 de los 17 analistas encuestados esperan que la JDBR recorte la TPM en 25 p.b, mientras que los 6 restantes estiman que la TPM se mantendrá inalterada. Por último, según las encuestas de

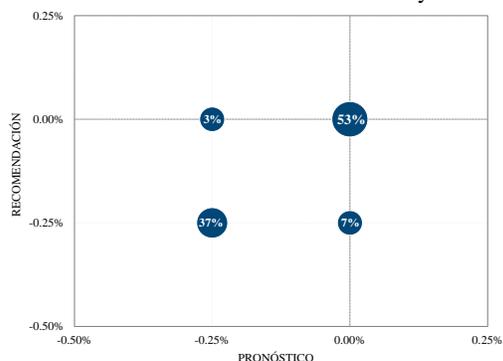
<sup>6</sup> Publicada el 21 de septiembre. Datos recolectados entre el 9 y el 16 de septiembre.

<sup>7</sup> Datos al 21 de septiembre.

expectativas de analistas de mercados financieros realizadas por Anif y *Citibank*<sup>8</sup> para la reunión de la JDBR de septiembre se encuentra que, de las 30 entidades encuestadas, el 53% no espera ni recomienda cambios en la TPM, el 37% espera y recomienda un recorte de 25 p.b, el 7% no espera cambios pero recomienda un recorte de 25 p.b. y el 3% restante espera un recorte de 25 p.b. pero no recomienda cambios (Gráfico 21 y Anexo 1). Se destaca que no se veía una dispersión similar de expectativas para final de mes por parte de los analistas desde enero de 2018.

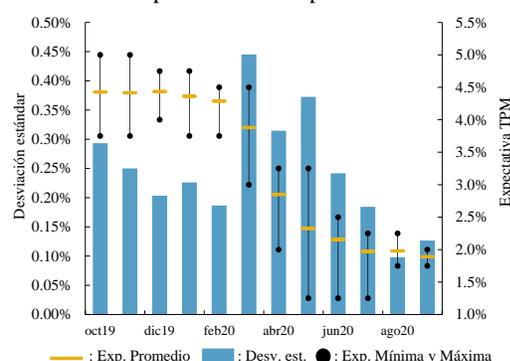
En el Gráfico 22 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2020 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*, donde se observa que entre agosto y septiembre el promedio de la tasa esperada disminuyó de 1,98% a 1,89%.

**Gráfico 21.** Encuesta sobre TPM de Anif y *Citibank*



Fuente: Encuestas de Anif y *Citibank*.

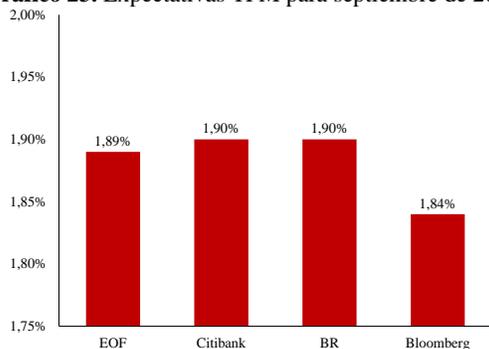
**Gráfico 22.** Expectativas TPM para diciembre de 2020



Fuente: Encuesta *Citibank*.

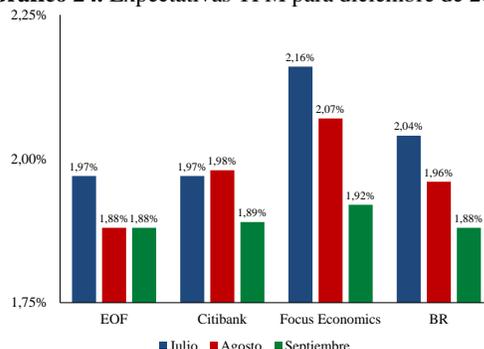
En los Gráficos 23 y 24 se muestran las expectativas sobre la TPM para las reuniones de septiembre y diciembre de 2020. En estas se observa que: i) los agentes están divididos entre un recorte de 25 p.b. y que no haya cambios de la TPM durante la reunión de septiembre; y ii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2020 se redujo de 1,97% a 1,89%.

**Gráfico 23.** Expectativas TPM para septiembre de 2020



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), *Citibank*, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 21 de septiembre con encuestas recolectadas entre el 9 y el 16 del mismo mes. La encuesta de *Citibank* se publicó el 21 de septiembre. La encuesta del BR se realizó entre el 8 y el 11 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 15 de septiembre, con encuestas entre el 8 y el 13 de este mismo mes.

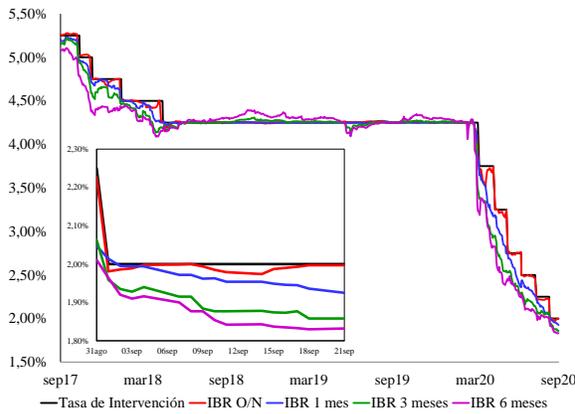
**Gráfico 24.** Expectativas TPM para diciembre de 2020



En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 25 muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de agosto de 2020, donde se redujo la TPM en 25 p.b, la tasa O/N, a 1, 3 y 6 meses se redujeron 25 p.b, 3 p.b, 10 p.b. y 5 p.b, respectivamente. Desde entonces estas tasas han variado 2 p.b, -9 p.b, -10 p.b. y -13 p.b, en su orden. Así, el 21 de septiembre las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 2,00%, 1,93%, 1,86% y 1,83%, respectivamente.

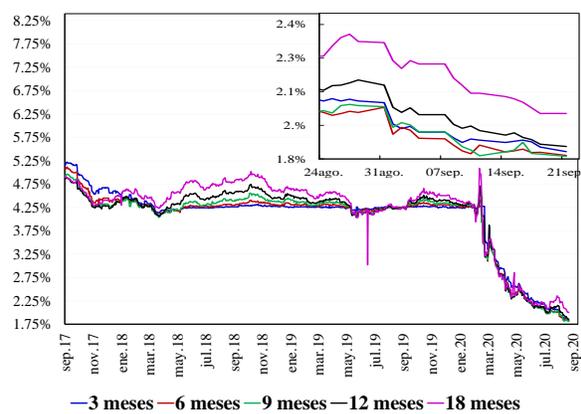
<sup>8</sup> Recibidas el 23 y 21 de septiembre, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el de la encuesta de *Citibank*. En particular, en esta ocasión Casa de Bolsa no anticipa ni recomienda cambios según la encuesta de *Citi* mientras que en la de *Anif* anticipa y recomienda un recorte de 25 p.b; y *Alianza* no anticipa ni recomienda cambios según la encuesta de *Anif* mientras que en la de *Citi* anticipa y recomienda un recorte de 25 p.b

**Gráfico 25. Tasa de intervención y tasas IBR**



Fuente: BR. Cálculos: BR.

**Gráfico 26. Tasas OIS**

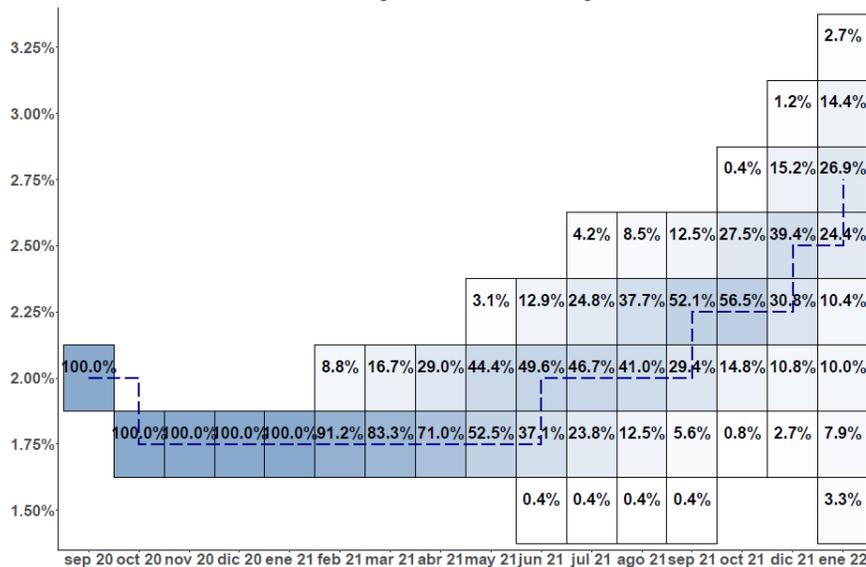


Fuente: BR. Cálculos: BR.

Desde el día posterior a la reunión de la JDBR y hasta conocerse el dato de inflación, las tasas OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses se redujeron 10 p.b, 12 p.b, 9 p.b, 10 p.b, y 8 p.b, respectivamente. Después de conocerse el dato de inflación, las tasas continuaron cayendo 12 p.b, 9 p.b, 13 p.b, 17 p.b. y 24 p.b, respectivamente (Gráfico 26). De acuerdo con estimaciones del DOAM a partir de las tasas de la curva OIS al 21 de septiembre, se espera una reducción de 25 p.b. de la TPM en la reunión de octubre de 2020. A partir de ese punto la TPM permanecería inalterada hasta junio de 2021, en donde el escenario más probable es un aumento de 25 p.b. Este aumento se repetiría en las reuniones de septiembre y diciembre de 2021 y de enero de 2022 (Gráficos 27, 28 y Anexo 6). Es la primera vez desde el 16 de marzo de 2020 que el modelo no anticipa un cambio de la TPM para la próxima reunión de la JDBR.

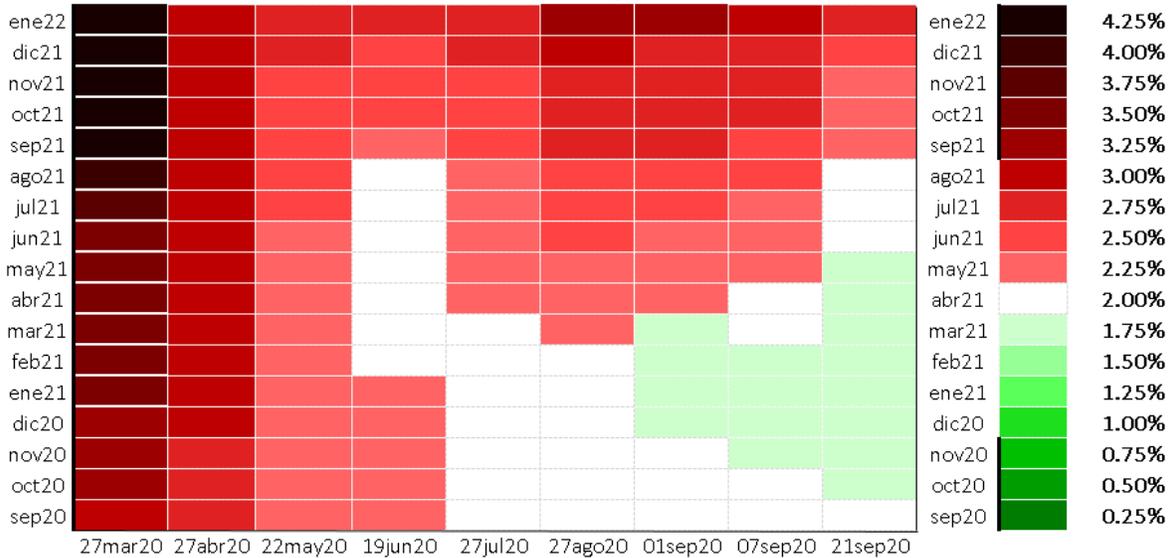
En el Gráfico 28 se observa que, después de las declaraciones del Gerente del BR durante la rueda de prensa, los agentes de mercado anticiparon un recorte adicional de 25 p.b. en la reunión de diciembre de 2020 y un primer aumento de la TPM en la reunión de abril de 2021. Tras la publicación del dato de inflación, el 7 de septiembre de 2020 las expectativas se ajustaron de tal forma que el mercado anticipaba una reducción de 25 p.b. en noviembre de 2020 y un primer aumento de la TPM en marzo de 2021, lo cual muestra una senda esperada más expansiva que aquella estimada con anterioridad a la publicación de la inflación.

**Gráfico 27. Tasa de política monetaria implícita – OIS**



Fuente: Bloomberg. Cálculos: BR.

**Gráfico 28. Evolución de expectativas TPM – OIS**

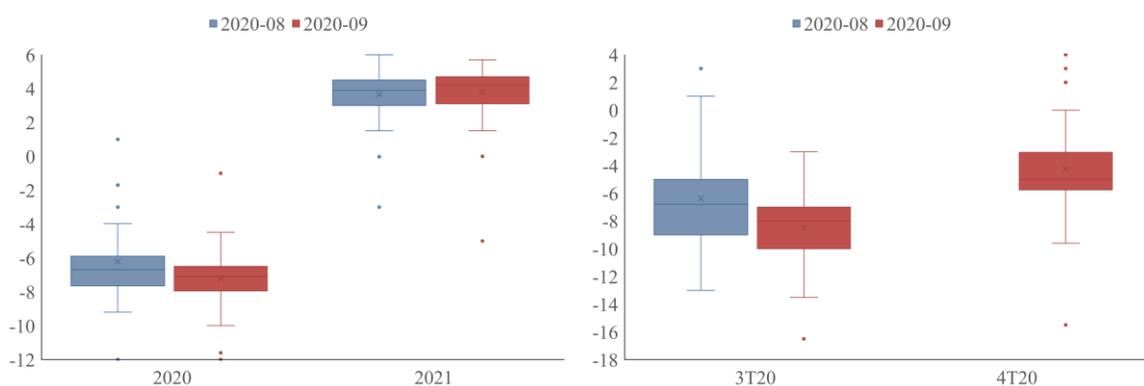


Fuente: Bloomberg. Cálculos: BR.

**Expectativas de crecimiento económico**

En el Gráfico 29 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para 2020 a -7,1% (ant: -6,7%) y 3T20 a -8,0% (ant: -6,8%), mientras que la aumentaron para 2021 a 4,2% (ant: 3,9%). Para el 4T20 los analistas anticipan una contracción de 5,0%.

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



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

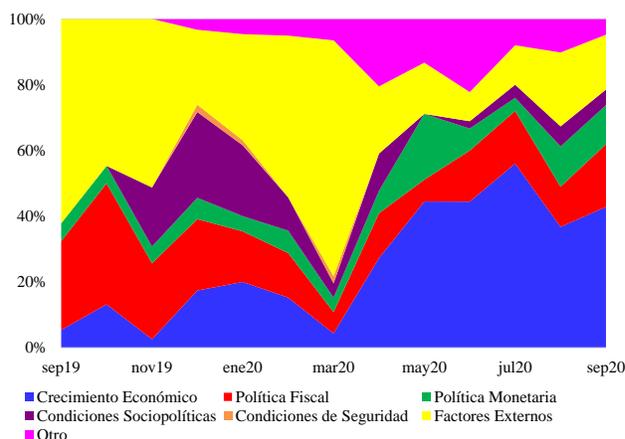
El 31 de agosto la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (Anif) redujo su proyección de crecimiento para 2020 de -4,5% a un rango entre -5,8% y -6,5%.

**Información adicional extraída de la EOF**

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una valorización cercana a 14 p.b. (ant: valorizaciones de 28 p.b.)<sup>9</sup>. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana a 2,6% (anterior: valorizaciones de 5,5%).

<sup>9</sup> Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa promedio esperada por los analistas.

**Gráfico 30.** 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 43% resaltó el crecimiento económico (ant: 37%), un 17% los factores externos (ant: 23%), un 19% la política fiscal (ant: 12%), un 12% la política monetaria (ant: 12%), un 5% las condiciones sociopolíticas (ant: 6,1%), mientras que el otro 5% restante mencionó otros factores (ant: 10%). Los agentes que respondieron otros factores mencionaron puntualmente el Covid-19 (Gráfico 30).

### Expectativas macroeconómicas de otros países

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

**Cuadro 4.** Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Agosto 2020		Esperada a Diciembre 2020		Vigente	Esperada a Diciembre 2020		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2020	
	Esp.	Obs.	Ago. 20	Sep. 20		Ago. 20	Sep. 20	Esp.	Obs.	Ago. 20	Sep. 20
<b>Colombia</b>	2,00%	1,88%	1,87%	1,72%	2,00%	1,98%	1,89%	-15,40%	-15,70%	-6,61%	-6,81%
<b>Chile</b>	2,40%	2,40%	2,10%	2,20%	0,50%	0,50%	0,50%	-14,00%	-14,10%	-6,00%	-5,50%
<b>México</b>	4,04%	4,05%	3,33%	3,61%	4,50%	4,17%	4,08%	-18,80%	-18,68%	-9,30%	-9,82%
<b>Perú</b>	1,70%	1,69%	1,02%	1,11%	0,25%	0,24%	0,24%	-3,50%	-30,20%	-11,70%	-12,31%
<b>Brasil</b>	2,44%	2,44%	1,67%	1,94%	2,00%	2,00%	2,00%	-10,60%	-11,40%	-5,52%	-5,11%
<b>Ecuador</b>	n.d.	-0,76%	-0,20%	-0,20%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2,40%	-8,58%	-8,67%
<b>Argentina</b>	40,80%	40,70%	41,30%	38,68%	38,00%	38,56%	38,73%	-19,60%	-19,10%	-11,30%	-11,47%
<b>EE.UU.</b>	1,20%	1,30%	1,00%	1,10%	0% - 0,25%	0,25%	0,25%	-31,60%	-31,70%	-5,00%	-4,50%
<b>India</b>	6,90%	6,69%	3,73%	4,23%	4,00%	3,51%	3,52%	-18,00%	-23,92%	-4,00%	-4,96%
<b>Sudáfrica</b>	3,00%	n.d.	3,30%	3,30%	3,50%	3,35%	3,45%	-16,00%	-17,10%	-8,00%	-8,50%
<b>China</b>	2,40%	2,40%	2,80%	2,81%	2,20%	1,91%	1,97%	2,40%	3,20%	1,52%	1,87%
<b>Rusia</b>	3,50%	3,60%	3,30%	3,25%	4,25%	3,95%	3,95%	1,60%	-8,00%	-4,80%	-4,70%
<b>Turquía</b>	11,86%	11,77%	11,40%	11,60%	8,25%	8,35%	10,35%	-10,70%	-9,91%	-4,00%	-3,95%
<b>Noruega</b>	1,60%	1,70%	1,20%	1,30%	0,00%	0,00%	0,00%	-6,30%	-6,30%	-4,40%	-4,00%
<b>Costa Rica</b>	n.d.	-0,07%	0,76%	0,66%	0,75%	0,60%	0,61%	n.d.	0,50%	-4,24%	-4,56%
<b>El Salvador</b>	n.d.	-0,30%	-0,03%	-0,24%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,80%	-5,70%	-5,66%
<b>Guatemala</b>	n.d.	4,19%	2,40%	2,47%	1,75%	1,45%	1,46%	n.d.	0,70%	-2,82%	-2,95%
<b>Honduras</b>	n.d.	3,20%	2,71%	2,81%	3,75%	2,75%	3,25%	n.d.	-1,50%	-4,39%	-4,92%
<b>Panamá</b>	n.d.	n.d.	-0,50%	-0,61%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,40%	-5,34%	-6,96%
<b>Paraguay</b>	n.d.	1,60%	1,63%	1,63%	0,75%	0,75%	0,75%	n.d.	5,20%	-2,77%	-3,19%

**Colombia:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por *Citibank* el 21 de septiembre.

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

**Brasil:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 14 de septiembre.

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

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

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

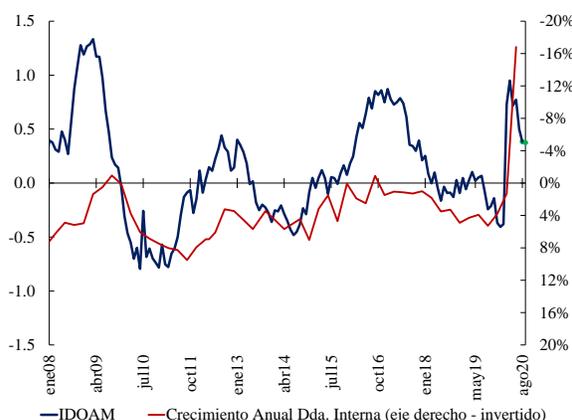
\* Los datos corresponden a la información observada del 2T20 con respecto al 2T19, excepto para Ecuador, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay, cuya información corresponde al 1T20. Para EE.UU, el dato del trimestre es anualizado respecto al trimestre inmediatamente anterior. Para Noruega, el dato corresponde a la variación trimestral sin anualizar.

\*\* Los datos esperados de inflación y PIB que se publican junto a la cifra observada se extraen de *Bloomberg*.

### 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

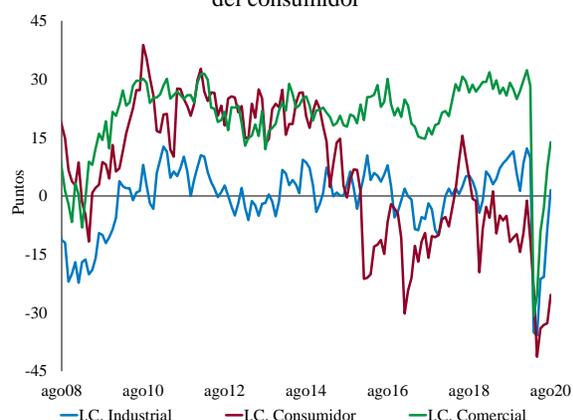
Entre julio y agosto con datos definitivos el IDOAM disminuyó principalmente por la reducción del margen entre las tasas activas y las de los TES para la cartera preferencial y mejores datos de confianza del consumidor, industrial y comercial (Gráfico 31 y Anexo 7). Con datos preliminares para septiembre (EOF<sup>10</sup>, volatilidades<sup>11</sup> y márgenes crediticios<sup>12</sup>) este indicador disminuyó ligeramente reflejando la reducción de los márgenes entre las tasas activas y las de los TES para las carteras preferencial y de consumo y la menor incertidumbre en torno a la inflación a 12 meses según la encuesta del BR.

**Gráfico 31. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)**



—IDOAM —Crecimiento Anual Dda. Interna (eje derecho - invertido)  
**Fuentes:** BR, *Bloomberg*, Fedesarrollo y BVC, **Cálculos:** BR. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

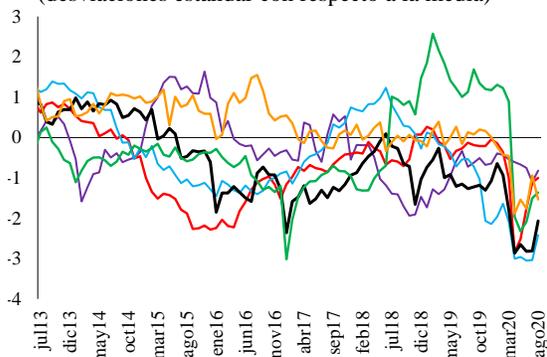
**Gráfico 32. Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor**



—I.C. Industrial —I.C. Consumidor —I.C. Comercial  
**Fuente:** Fedesarrollo.

En agosto, la confianza de los consumidores (obs: -25,4%; esp: -25,0%; ant: -32,7%) presentó una mejora frente a julio, en línea con lo esperado por el mercado, aunque continuó en terreno negativo. Esta mejora estuvo explicada principalmente por unas mejores expectativas del consumidor (obs: -2,9%; ant: -14,6%) y en menor medida por una percepción más favorable de las condiciones económicas (obs: -59,0%; ant: -59,9%). Así mismo, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -37,88% a -25,41% (Gráfico 33). Por otro lado, la confianza de los industriales (obs: 1,5%; ant: -8,5%) y comerciantes (obs: 13,8%; ant: 7,1%) presentó una recuperación parcial y volvió a terreno positivo durante agosto. En el caso de la confianza industrial, esto se dio como consecuencia de expectativas de una mayor producción durante el próximo trimestre, un aumento del volumen actual de pedidos y una reducción del nivel de existencias; mientras que la mejora de la confianza comercial se explicó

**Gráfico 33. Índices de confianza de Latinoamérica\* (desviaciones estándar con respecto a la media)**



—Argentina —Brasil —Chile —Colombia —México —Perú  
**Fuentes:** INEGI, BIE, FGV IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO.  
**Cálculos:** BR. \*Series desestacionalizadas. Información mensual.

<sup>10</sup> Recibida el 11 de septiembre.

<sup>11</sup> Datos al 21 de septiembre.

<sup>12</sup> Datos al 11 de septiembre.

por la percepción de una mejor situación económica actual de la empresa y expectativas de una mejor situación económica para el próximo semestre (Gráfico 32).

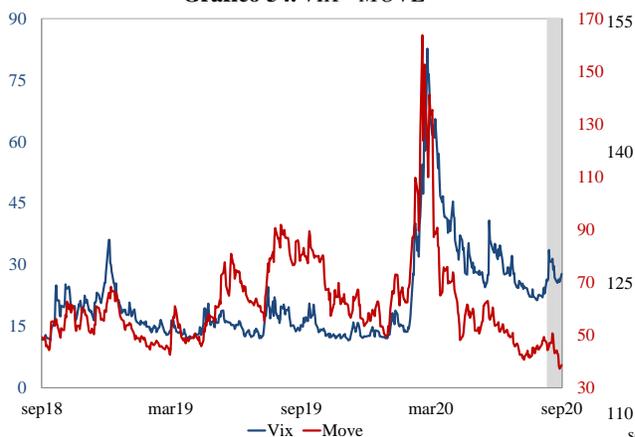
Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor y producción manufacturera de julio. Las ventas al por menor (obs: -12,4%; esp: -12,5%; ant: -14,2%) se contrajeron menos de lo observado el mes anterior, en línea con lo esperado por el mercado. Por su parte, la producción manufacturera (obs: -8,5%; esp: -4,6%; ant: -9,9%) también se contrajo menos frente a lo observado en junio pero más que lo proyectado por los analistas.

El Gráfico 33 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media histórica en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre julio y agosto desmejoró el de Perú al tiempo que mejoraron los de los demás países. Todos estos indicadores se ubican por debajo de su media histórica.

Por su parte, la percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*<sup>13</sup> y el *Vstox*<sup>14</sup>, aumentó durante el mes, presentó una alta volatilidad y se mantuvo en niveles históricamente altos. Lo anterior en un contexto de desvalorizaciones de los índices accionarios a nivel global ante preocupaciones por una posible sobrevaloración de las acciones tecnológicas. A esto se sumaron las mayores tensiones entre EE.UU. y China, el aumento de casos de Covid-19 en Europa, y la incertidumbre en torno a las negociaciones del Brexit y del paquete fiscal en EE.UU. Por su parte, el *Skew*<sup>15</sup> también presentó una alta volatilidad, pero se redujo como consecuencia de las desvalorizaciones del S&P 500.

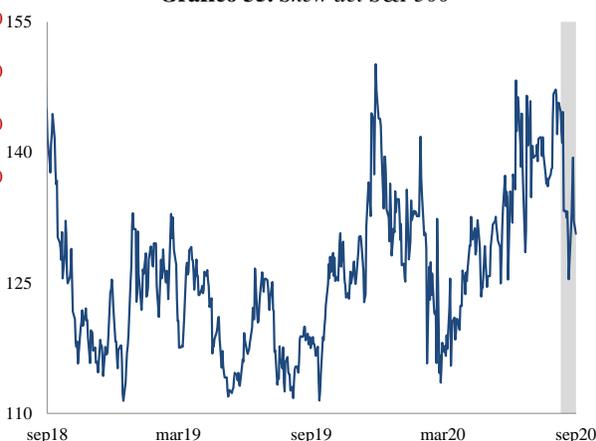
En cuanto al *Move*<sup>16</sup>, este se redujo durante septiembre hasta tocar mínimos históricos ante la expectativa de que la Fed mantenga el rango de las tasas de los Fondos Federales en el nivel actual por un tiempo superior al previsto anteriormente, lo cual fue reforzado por parte de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*, por sus siglas en inglés) durante su reunión de septiembre. Finalmente, los CDS a cinco años y los EMBI de los países de la región aumentaron durante este periodo (Gráficos 34 y 35; Anexo 8).

**Gráfico 34. VIX - MOVE**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 35. Skew del S&P500**



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

<sup>13</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

<sup>14</sup> El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

#### 4. RECUADROS/ANEXOS

##### Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 21 de septiembre

Empresa	Estimación	Fecha
1 Banco Agrario de Colombia	2,00%	17/09/2020
2 Banco Mizuho do Brasil	1,75%	20/09/2020
3 Banco de Bogota	1,75%	17/09/2020
4 Bancolombia	1,75%	18/09/2020
5 Barclays Capital	1,75%	20/09/2020
6 BNP Paribas	2,00%	17/09/2020
7 Capital Economics	1,75%	17/09/2020
8 Casa de Bolsa	1,75%	10/09/2020
9 Fiduciaria Central	2,00%	18/09/2020
10 Goldman Sachs	1,75%	20/09/2020
11 Itau Corpbanca	2,00%	21/09/2020
12 Merrill Lynch	1,75%	17/09/2020
13 Natwest Markets	1,75%	17/09/2020
14 Pantheon Macroeconomics Ltd	1,75%	20/09/2020
15 Positiva Compañía de Seguros	2,00%	10/09/2020
16 Scotiabank Colpatria	1,75%	18/09/2020
17 UBS Securities	2,00%	17/09/2020
<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
1,75%	11	65%
2,00%	6	35%
<b>Tasa esperada ponderada</b>	<b>1,84%</b>	

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza	1.75%	1.75%
Anif	1.75%	1.75%
Asobancaria	2.00%	2.00%
Axa Colpatria	2.00%	2.00%
Banco Agrario	2.00%	2.00%
Banco Davivienda	2.00%	2.00%
Banco de Bogotá	1.75%	1.75%
Banco de Occidente	2.00%	2.00%
Banco Popular	2.00%	2.00%
BBVA	1.75%	1.75%
BTG Pactual	2.00%	1.75%
Camacol	1.75%	1.75%
Casa de Bolsa	2.00%	2.00%
Cede	2.00%	1.75%
Citibank	2.00%	2.00%
Colfondos	1.75%	1.75%
Corficolombiana	2.00%	2.00%
Credicorp Capital	1.75%	1.75%
Fedesarrollo	2.00%	2.00%
Fidubogotá	2.00%	2.00%
Fiduoccidente	2.00%	2.00%
Grupo Bancolombia	1.75%	1.75%
Itaú	2.00%	2.00%
JP Morgan	1.75%	1.75%
Moodys Economy	2.00%	2.00%
Positiva	2.00%	2.00%
Protección	1.75%	1.75%
Scotiabank Colpatria	1.75%	2.00%
Skandia	1.75%	1.75%
XP Securities	2.00%	2.00%
<b>Promedio</b>	<b>1.90%</b>	<b>1.89%</b>
Mediana	2.00%	2.00%
STDV	0.12%	0.13%
Máximo	2.00%	2.00%
Mínimo	1.75%	1.75%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
1.50%	0%	0
1.75%	43%	13
2.00%	57%	17
2.25%	0%	0
2.50%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>30</b>

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
1.50%	0%	0
1.75%	40%	12
2.00%	60%	18
2.25%	0%	0
2.50%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>30</b>

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

<b>Participantes</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Alianza	1.68%	2.95%
Anif	1.67%	3.03%
Asobancaria	1.70%	2.45%
Axa Colpatría	1.85%	2.90%
Banco Agrario	1.75%	3.01%
Banco Davivienda	1.75%	3.17%
Banco de Bogotá	1.66%	2.70%
Banco de Occidente	1.65%	3.04%
BBVA	1.64%	2.72%
BTG Pactual	1.83%	2.70%
Casa de Bolsa	1.70%	3.00%
Citi	1.70%	2.50%
Colfondos	1.78%	2.79%
Corficolombiana	1.70%	3.00%
Credicorp Capital	1.50%	2.30%
Fidubogotá	1.58%	2.78%
Fiduoccidente	1.65%	3.04%
Grupo Bancolombia	1.30%	2.50%
Itaú	2.00%	3.00%
JP Morgan	1.66%	2.73%
Moodys Economy	1.80%	3.00%
Skandia	1.84%	2.78%
Positiva	2.10%	2.90%
Scotiabank Colpatría	1.76%	2.86%
XP Securities	1.80%	3.10%
<b>Promedio</b>	<b>1.72%</b>	<b>2.84%</b>
Mediana	1.70%	2.90%
STDV	0.15%	0.22%
Máximo	2.10%	3.17%
Mínimo	1.30%	2.30%

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

Encuestas realizadas entre el 8 y el 13 de septiembre

Empresa		Estimación 2020	Estimación 2021	
1	AGPV	2,00%	2,00%	
2	Banco Davivienda	2,00%	-	
3	Bancolombia	1,75%	2,00%	
4	Barclays Capital	2,00%	-	
5	BBVA Research	2,00%	2,00%	
6	CABI	1,50%	2,75%	
7	Capital Economics	1,75%	1,75%	
8	Citigroup Global Mkts	2,00%	2,00%	
9	Corficolombiana	2,00%	2,00%	
10	Credicorp Capital	1,75%	1,75%	
11	EIU	2,00%	2,00%	
12	Fedesarrollo	2,00%	2,50%	
13	Fitch Solutions	2,00%	2,00%	
14	Goldman Sachs	2,00%	2,00%	
15	HSBC	2,00%	2,00%	
16	Itaú Unibanco	2,00%	2,00%	
17	JPMorgan	1,75%	-	
18	Moody's Analytics	2,00%	4,00%	
19	Oxford Economics	1,75%	2,00%	
20	Pezco Economics	2,00%	2,50%	
21	Positiva Compañía de Seguros	2,00%	3,00%	
22	Scotiabank	2,00%	3,00%	
23	Société Générale	2,00%	-	
24	Torino Capital	1,75%	2,50%	
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,50%	1	4,5%	0	0,0%
1,75%	6	27,3%	2	11,8%
2,00%	17	77,3%	11	64,7%
2,50%	0	0,0%	3	17,6%
2,75%	0	0,0%	1	5,9%
3,00%	0	0,0%	2	11,8%
4,00%	0	0,0%	1	5,9%
<b>Media</b>	<b>1,92%</b>		<b>2,29%</b>	
<b>Mediana</b>	<b>2,00%</b>		<b>2,00%</b>	

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

**Encuestas realizadas entre el 8 y el 13 de septiembre**

<b>Empresa</b>		<b>Estimación 2020</b>	<b>Estimación 2021</b>	
1	AGPV	2,20%	3,00%	
2	Banco Davivienda	1,75%	-	
3	Bancolombia	1,33%	2,46%	
4	Barclays Capital	1,69%	3,20%	
5	BBVA Research	1,86%	2,76%	
6	Citigroup Global Mkts	1,70%	2,50%	
7	Corficolombiana	1,80%	3,00%	
8	Credicorp Capital	1,56%	2,32%	
9	Credit Agricole	2,90%	3,00%	
10	EIU	1,80%	3,70%	
11	Fedesarrollo	1,80%	2,80%	
12	Fitch Solutions	2,02%	2,95%	
13	Goldman Sachs	1,80%	2,80%	
14	HSBC	2,40%	2,70%	
15	Itaú Unibanco	2,00%	3,00%	
16	JPMorgan	1,70%	2,70%	
17	Moody's Analytics	1,72%	3,11%	
18	Oxford Economics	1,88%	2,43%	
19	Pezco Economics	2,20%	2,60%	
20	Polinomics	2,50%	3,00%	
21	Positiva Compañía de Seguros	2,10%	2,90%	
22	Scotiabank	2,00%	3,00%	
23	Torino Capital	3,11%	1,59%	
24	UBS	2,24%	3,07%	

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
1,25% - 1,50%	1	3,85%	0	0,00%
1,50% - 1,75%	5	19,23%	1	4,35%
1,75% - 2,00%	7	26,92%	0	0,00%
2,00% - 2,25%	7	26,92%	0	0,00%
2,25% - 2,50%	1	3,85%	3	13,04%
2,50% - 2,75%	1	3,85%	4	17,39%
2,75% - 3,00%	1	3,85%	5	21,74%
3,00% - 3,25%	1	3,85%	9	39,13%
3,50% - 3,75%	0	0,00%	1	4,35%
<b>Media</b>		<b>2,00%</b>		<b>2,81%</b>
<b>Mediana</b>		<b>1,87%</b>		<b>2,90%</b>

## **Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local**

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de agosto, en la cual la tasa de referencia se redujo 25 p.b. a 2%, tal como lo anticipaba el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -10 p.b., -13 p.b. y -18 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -9 p.b., 1 p.b. y -1 p.b. para estos mismos plazos.

El Dane publicó el 5 de septiembre la variación del índice de precios al consumidor en agosto, ubicándose en -0,01% mes a mes. Dicho resultado fue inferior al dato de la encuesta del BR (0,09%), a las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,11%) y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2019 (0,09%). La variación anual fue de 1,88% (esp: 2%). Entre el 4 y el 7 de septiembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 0 p.b., -6 p.b. y -5 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 19 p.b., 2 p.b. y 0 p.b. para estos mismos plazos.

El 9 de septiembre el Ministerio de Hacienda y crédito Público (MHCP) anunció la colocación de un TES a 30 años por \$4,8 billones (con vencimiento en octubre del 2050), siendo el bono a más largo plazo, en moneda local y a tasa fija que se ha emitido. La entidad resaltó que por la emisión se recibieron demandas por \$9,1 billones. Entre el 9 y el 10 de septiembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -1 p.b., -2 p.b. y 4 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 11 p.b., -12 p.b. y 1 p.b. para estos mismos plazos.

El 16 de septiembre el MHCP indicó que había adelantado dos canjes de deuda pública local, sumándose a las 4 operaciones de manejo de deuda realizadas previamente en el año. Según el comunicado, el MHCP *intercambió con la Caja Promotora de Vivienda Militar y de Policía y con la Tesorería Nacional la suma de \$5 billones de Títulos TES UVR con vencimientos en 2021 y Títulos TES denominados en Pesos con vencimiento en 2022, por Títulos TES en Pesos con vencimiento entre 2030 y 2034*<sup>17</sup>. Entre el 16 y el 17 de septiembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 p.b., 1 p.b. y 1 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., 2 p.b. y 2 p.b. para estos mismos plazos.

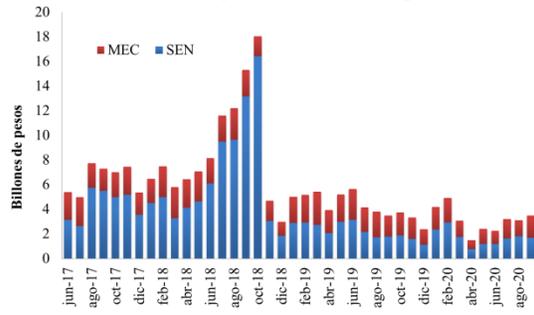
En lo corrido del mes de septiembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$3,50 billones, superior al observado el mes anterior (\$3,09 billones) y similar al dato registrado en septiembre de 2019 (\$3,49 billones), lo cual no se registraba desde el mes de febrero del año en curso (Gráfico A2.2). Los bonos más transados han sido aquellos en pesos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 21,6% a 17,4%, seguidos por aquellos denominados en pesos que vencen en mayo de 2022, cuya participación disminuyó de 13,5% a 12,3% (Gráfico A2.3).

---

<sup>17</sup> El primer canje se realizó con la Caja Promotora de Vivienda Militar y de Policía, por \$680 mm en Títulos TES UVR con vencimiento en 2021 por Títulos TES en Pesos con fechas de redención en 2027, 2029 y 2032.

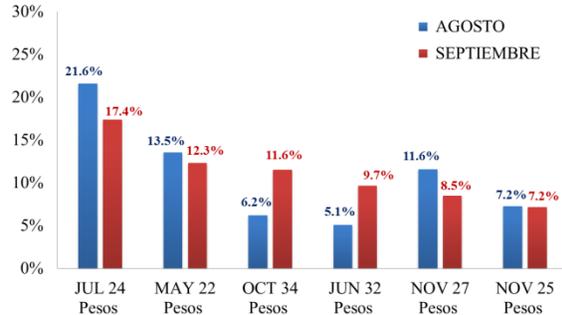
La segunda operación de canje se ejecutó con el portafolio de títulos administrados por la Tesorería Nacional, por un total de \$4.3 billones, consistente en el intercambio de Títulos TES en Pesos con vencimiento en 2022 (\$4.2 billones) y Títulos TES UVR con vencimiento en 2021 (\$160.000 millones), por Títulos TES en Pesos con fechas de redención en 2030, 2032 y 2034.

**Gráfico A2.2.** Monto promedio diario negociado de TES



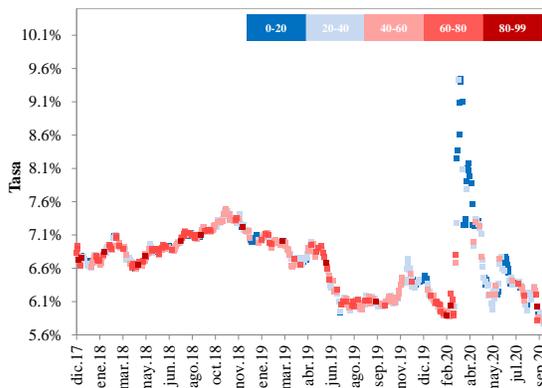
**Fuente y Cálculos:** Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 18 de septiembre del 2020.

**Gráfico A2.3.** TES más transados



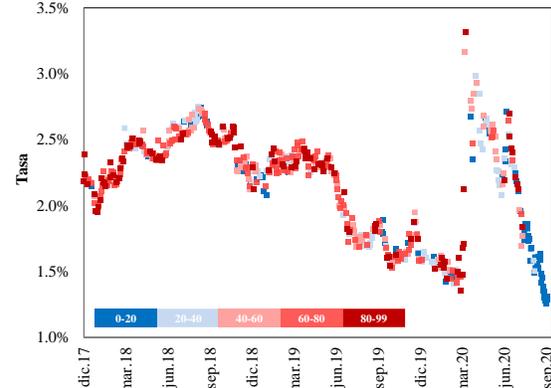
**Fuentes:** SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. \* Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

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



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

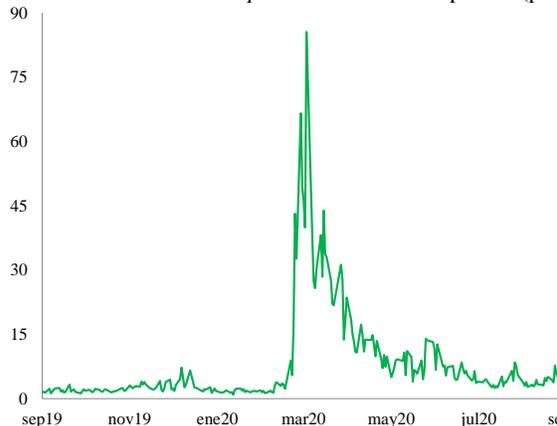
**Gráfico A2.5.** Tasa cero cupón TUVT 2023 y volumen Negociación por percentiles



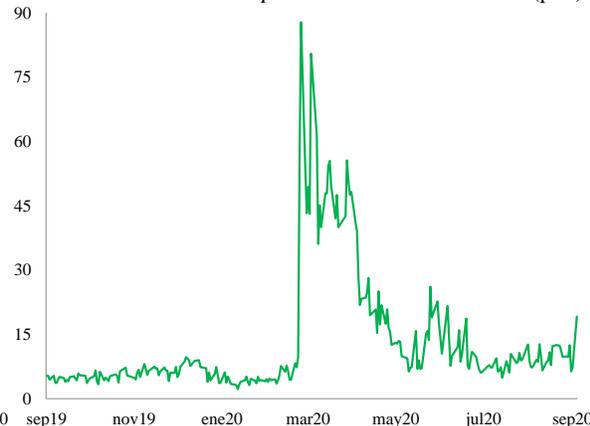
**Fuentes:** SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.

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

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



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

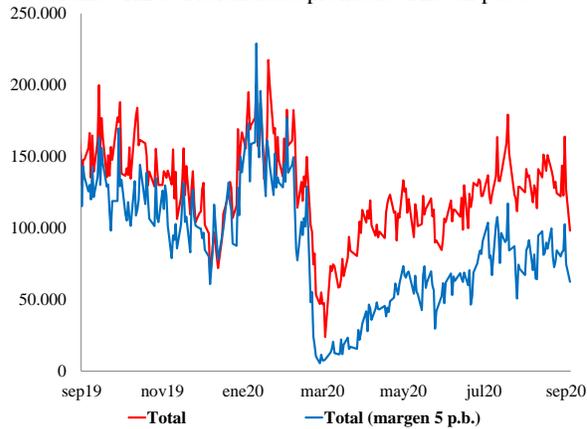


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República. \*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran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

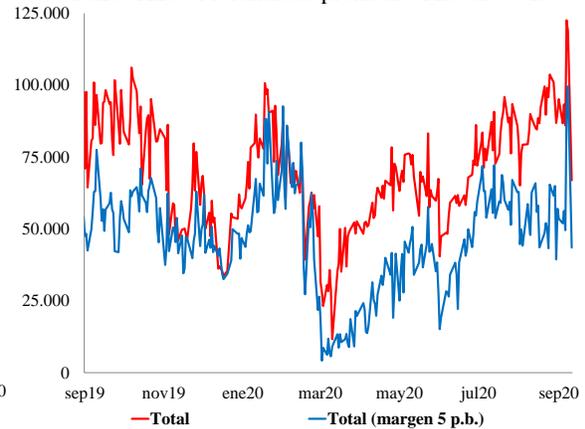
Frente a lo observado en agosto, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio en lo corrido de septiembre aumentó levemente y se mantuvo por encima de los niveles observados antes de marzo. Al 18 de septiembre el BAS promedio se ubicó en 5,2 p.b. y 10,9 p.b. para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles de 4,3 p.b. y 8,9 p.b. observados durante agosto. El aumento

del BAS observado el 21 de septiembre pudo estar asociado a la falla tecnológica que experimentó el SEN ese día y que impidió que hubiera operaciones después de las 11:30 a.m. aproximadamente (Gráficos A2.6 y A2.7). Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES denominados en pesos y UVR aumentó en \$0,4 mm y \$10,6 mm, en su orden (Gráficos A.8 y A2.9).

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



**Gráfico A2.9.** Profundidad promedio TES en UVR\*

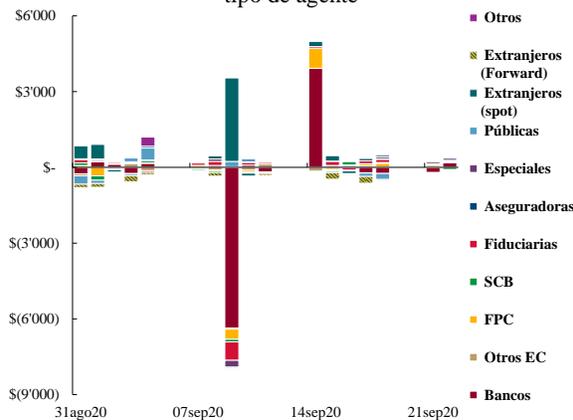


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República. \* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el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

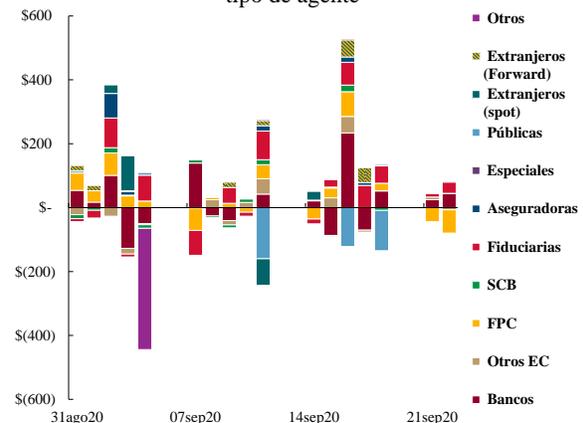
Desde el 31 de agosto, los principales agentes compradores netos de TES en pesos fueron los inversionistas del exterior (4276 mm) y las entidades públicas (\$358 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$2673 mm) y las sociedades comisionistas de bolsa en posición propia (\$377 mm). Estos datos incorporan el vencimiento de un TCO por \$4,4 billones el 9 de septiembre del 2020. Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR fueron los bancos comerciales (\$275 mm) y los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) a través de sociedades fiduciarias (\$235 mm), al tiempo que los principales oferentes netos fueron las entidades públicas (\$402 mm) y los otros (\$371 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



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

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



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

En lo corrido del 2020 (al 22 de septiembre) los inversionistas extranjeros han realizado compras netas en el mercado de contado de TES en pesos por \$7043 mm (al tiempo que se les han vencido TES pesos por \$996 mm) y ventas netas de TES UVR por \$525 mm. Desde el 31 de agosto,

compraron en neto TES en pesos por \$211 mm y \$4214 mm en los tramos corto y largo, respectivamente, al tiempo que vendieron en el tramo medio \$149 mm. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES UVR por \$80 mm en el tramo medio y compraron \$166 mm en el tramo largo.

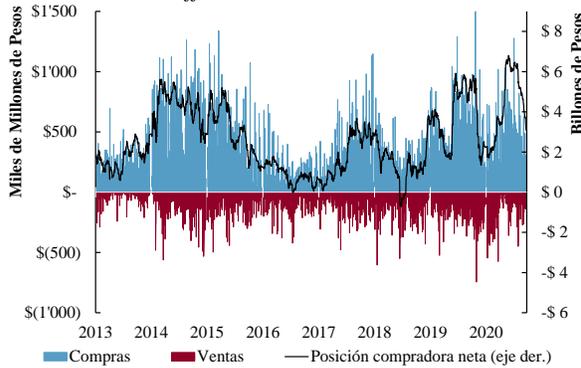
**Cuadro A3.1.** Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)\*  
(valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2020	Corrido del 2020	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	(1'529)	(408)	(2'976)	624	(320)	(2'673)	(10)	193	91	275
Compañía de Financiamiento Comercial	4	(1)	1	-	-	1	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(34)	756	(247)	(153)	327	(73)	19	(26)	111	104
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>	<b>(1'559)</b>	<b>347</b>	<b>(3'221)</b>	<b>471</b>	<b>7</b>	<b>(2'744)</b>	<b>10</b>	<b>167</b>	<b>202</b>	<b>379</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	76	113	60	-	36	96	-	27	-	27
Terceros	7'727	(589)	(1'018)	(37)	1'294	240	(77)	(339)	512	96
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	7'803	(476)	(958)	(37)	1'330	335	(77)	(312)	512	123
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	(76)	128	(237)	(23)	(117)	(377)	5	11	(1)	15
Terceros	51	(97)	15	77	(45)	46	1	2	19	22
Extranjeros	(0)	-	-	-	0	0	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(25)	31	(222)	54	(163)	(330)	7	13	17	37
Sociedades Fiduciarias										
Propia	(58)	49	(23)	-	(4)	(27)	3	(4)	1	0
Terceros	7'003	1'161	(127)	160	4'389	4'422	58	133	333	524
Extranjeros***	6'048	(525)	211	(149)	4'214	4'276	-	(80)	166	86
FIC	2'506	553	(208)	245	57	95	59	126	49	235
Pasivos Pensionales	(751)	212	3	(44)	149	108	-	59	64	123
Total Sociedades Fiduciarias	6'945	1'210	(149)	160	4'385	4'395	60	129	334	524
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	277	942	(85)	-	121	36	-	-	130	130
Terceros	13	6	-	-	-	-	-	3	-	3
Pasivos Pensionales	13	6	-	-	-	-	-	3	-	3
Total Compañías de Seguros y Capitalización	289	948	(85)	-	121	36	-	3	130	133
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>	<b>15'012</b>	<b>1'713</b>	<b>(1'414)</b>	<b>177</b>	<b>5'672</b>	<b>4'436</b>	<b>(10)</b>	<b>(167)</b>	<b>993</b>	<b>816</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	935	(29)	52	59	(24)	86	-	-	3	3
Total Entidades Públicas****	6'959	102	(3'043)	(707)	4'108	358	(160)	-	(242)	(402)
Otros*****	325	(285)	(11)	-	363	352	(680)	-	309	(371)
Extranjeros	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>	<b>21'672</b>	<b>1'848</b>	<b>(7'638)</b>	<b>-</b>	<b>10'126</b>	<b>2'488</b>	<b>(840)</b>	<b>-</b>	<b>1'264</b>	<b>424</b>

**Fuente:** BR. Información actualizada al 22 de septiembre del 2020. \*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos y emisiones. \*\* Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

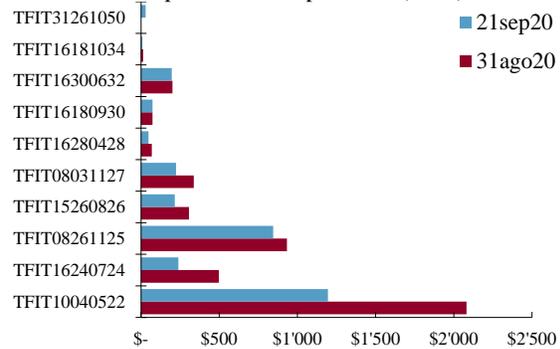
Por otra parte, con información al 21 de septiembre, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$4368 mm y ventas por \$1476 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$6043 mm y de ventas por \$1714 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$1438 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 \$4510 mm el 31 de agosto a \$3072 mm el 21 de septiembre del 2020.

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



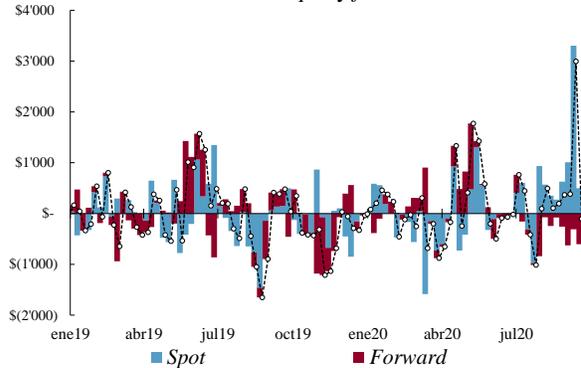
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



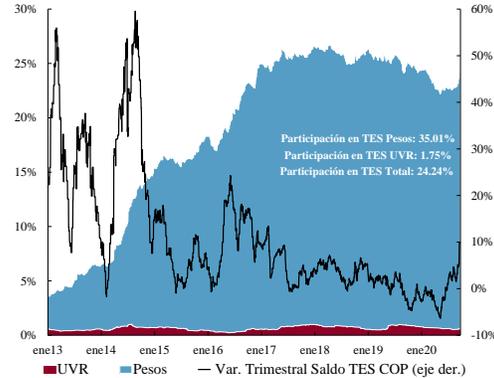
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos.

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



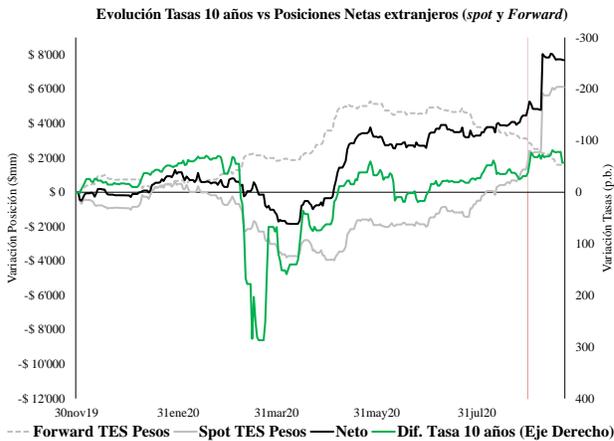
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos semanales.

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



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

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



Fuente: Banco de la República. Datos diarios.

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*.

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los TES que vencen en 2050, se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2030 y disminuyó para las demás referencias (Gráfico A3.4). En resumen, los inversionistas extranjeros compraron TES en pesos en el mercado de contado por \$4276 mm al tiempo que vendieron en el mercado a futuro \$1438 mm, de manera que la posición neta agregada en TES pesos aumentó \$2838 mm (Gráfico A3.7).

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5, A3.6 y en el Cuadro A3.2. El Gráfico A3.5 presenta las compras netas

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

	2019			Corrido de 2020			jul-20			ago-20			Corrido de sep-20		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 1'501	\$ 1'177	\$ 2'678	\$ (1'559)	\$ (824)	\$ (2'384)	\$ (3'612)	\$ 799	\$ (2'813)	\$ (890)	\$ 788	\$ (102)	\$ (2'744)	\$ 1'438	\$ (1'306)
Offshore	\$ (1'843)	\$ (1'177)	\$ (3'020)	\$ 6'048	\$ 824	\$ 6'872	\$ 802	\$ (799)	\$ 3	\$ 2'336	\$ (788)	\$ 1'548	\$ 4'276	\$ (1'438)	\$ 2'838

Cifras en miles de millones de Pesos. No tiene en cuenta vencimientos de TES. Información actualizada al 21 y 22 de septiembre del 2020 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

Desde la última reunión de la JDBR, la mayoría de los títulos de la región se desvalorizaron en línea con la mayor percepción de riesgo a nivel internacional (ver Anexo 8). En el caso de Brasil y Perú, los títulos de deuda también se vieron afectados por la incertidumbre política al interior de estos países. Por el contrario, los títulos emitidos por el Gobierno mexicano se valorizaron ante las estrategias de *carry trade* que generan toma de posiciones en títulos locales. Lo anterior ante expectativas de menor expansión monetaria por parte del Banco de México. Así mismo, los *Treasuries* se valorizaron ante la mayor demanda por activos refugio, las compras de títulos por parte de la Fed, y las expectativas de que esta entidad mantenga el rango de los fondos federales en niveles mínimos por un tiempo más prolongado al que se descontaba en agosto.

En Brasil, la incertidumbre política estuvo asociada con: *i*) la continuación de las preocupaciones por un posible aumento del gasto público que sobrepase los límites establecidos por la regla fiscal; y *ii*) las tensiones entre el ministro de economía y el presidente en torno a las medidas que deberían tomarse para superar la crisis económica. Por otro lado, los títulos de deuda pública también se desvalorizaron ante las expectativas de que el Banco Central de Brasil (BCB) no continúe reduciendo su tasa de política, las cuales se consolidaron luego que el BCB mantuvo inalterada su tasa de referencia durante su reunión de septiembre, y luego que la inflación quincenal se ubicara por encima de lo esperado por el mercado.

Por otro lado, en Perú la incertidumbre política se dio como consecuencia del proceso de destitución al que fue vinculado el presidente del país, y la moción de censura a la que fue sometida la ministra de economía, en ambos casos por parte del Congreso. Pese a que finalmente ninguno de los dos funcionarios fue destituido, este episodio evidenció las tensiones políticas existentes entre el Congreso y el Gobierno.

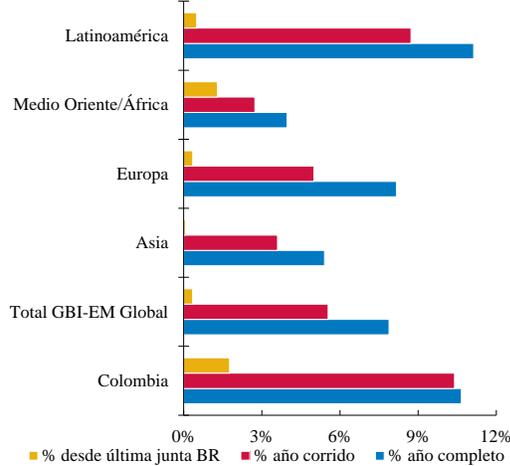
En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>18</sup> (incluyendo Colombia) desde el 31 de agosto, en lo corrido de 2020 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR, el indicador aumentó para todas las regiones, en mayor medida para Medio Oriente/África. Los índices *Total GBI-EM Global* y el de Colombia aumentaron 0,3% y 1,8%, respectivamente.

Adicionalmente, el IIF<sup>19</sup> estimó flujos de inversión de portafolio de economías emergentes en agosto por US\$2,1 mm, conformado por salidas de US\$2,3 mm en renta fija y entradas de US\$4,4 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$0,1 mm (Gráfico A4.3).

<sup>18</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.

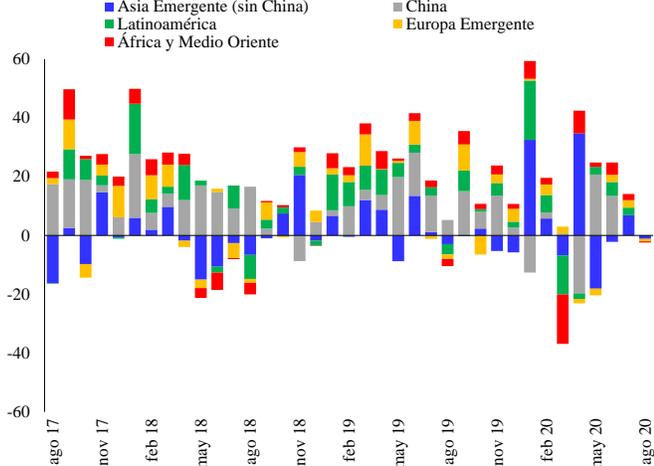
<sup>19</sup> Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

**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.

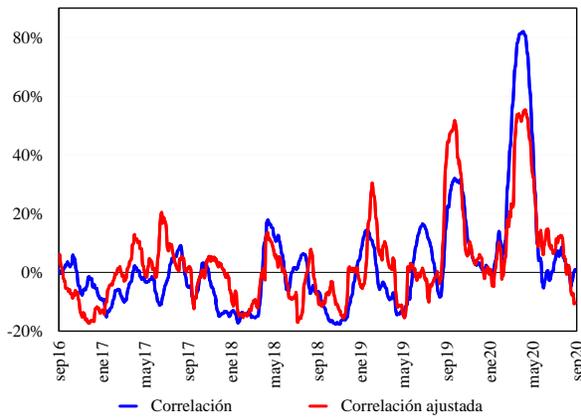
**Gráfico A4.3:** Flujos de portafolio hacia renta fija economías emergentes



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

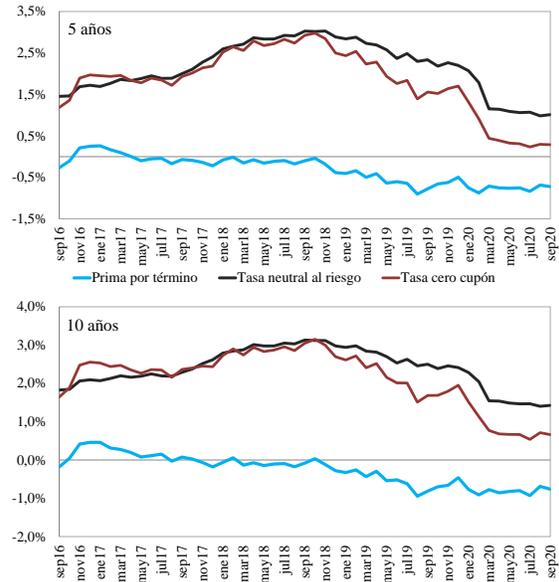
En el Gráfico A4.4 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) disminuyó y se ubica en niveles cercanos al 1%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en -10,4%. Lo anterior estaría indicando que las pendientes de los países de la región están reaccionando a factores propios de cada economía. Por su parte, con los últimos datos disponibles, entre agosto y septiembre las primas por vencimiento de los *Treasuries* bajaron 4 p.b. y 8 p.b. para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,73% y -0,76%, respectivamente. Por otro lado, las tasas neutras al riesgo subieron y se ubicaron en 1,01% y 1,42% para los plazos a 5 y 10 años (Gráfico A4.5).

**Gráfico A4.4.** Correlación pendientes región



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

**Gráfico A4.5.** Prima por vencimiento *Treasuries*



Fuente y Cálculos: Fed.

## **Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos**

### ***Países Desarrollados***

En lo corrido de septiembre, los bancos centrales de Australia (0,25%), Canadá (0,25%) y Suecia (0%) decidieron mantener inalteradas sus tasas de interés de referencia. Asimismo, el Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de política monetaria en 0,1% y el saldo objetivo de su programa de compra de activos en £745 mm. El Banco Central de Nueva Zelanda mantuvo su tasa de referencia inalterada en 0,25% y el límite de su programa de compra de activos a gran escala (LSAP<sup>20</sup>) en NZ\$100 mm<sup>21</sup>.

El 17 de septiembre, el Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) decidió mantener, en -0,1%, la tasa de interés de referencia que aplica a los balances que mantienen en el banco central las instituciones financieras, y dio continuidad a su política de tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (*Japanese Government Bonds*). Además, señaló que continuará con las compras de ETFs (*Exchange-Traded Funds*) y J-REITs (*Japan Real Estate Investment Trust*) tal que sus tenencias crezcan a un ritmo anual de ¥12 billones y ¥180 mm, respectivamente. En cuanto a papeles comerciales y bonos corporativos, la entidad mantendrá sus tenencias en aproximadamente ¥2 billones y ¥3 billones, respectivamente, y continuará con las compras adicionales de estos activos hasta marzo de 2021, de tal forma que estas tenencias asciendan a un nivel menor o igual a ¥7,5 billones (para cada tipo de activo).

El Banco Central Europeo decidió mantener la tasa de refinanciación principal en 0%, la tasa de depósito en -0,5% y la tasa de interés de la facilidad marginal de crédito en 0,25%, en línea con lo esperado por los analistas. Asimismo, dio continuidad al programa de compras por la emergencia de la pandemia (PEPP<sup>22</sup>), bajo el cual esta institución realizará compras hasta por un total de €1,35 billones. Por último, las compras netas en el marco del programa de compras de activos (*Asset Purchase Programme*) continuarán a un ritmo mensual de €20.000 millones, en conjunto con las compras adicionales de carácter temporal que se realizarán hasta final del año en curso (por €120.000 millones). La entidad aclaró que estas compras mensuales continuarán durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de sus tasas de interés oficiales y que finalicen poco antes de que estas comiencen a subir.

La Reserva Federal de Estados Unidos decidió mantener el rango de su tasa de política entre 0% y 0,25%, tal y como era anticipado por los agentes del mercado, con el fin de brindar soporte a la economía durante la pandemia del Covid-19 y alcanzar los objetivos de inflación y empleo establecidos en agosto. Además, indicó que durante los próximos meses aumentará sus tenencias de *Treasuries* y valores respaldados por hipotecas de agencias al menos al ritmo actual para mantener el buen funcionamiento del mercado y fomentar condiciones financieras sólidas que mejoren el flujo de crédito hacia los hogares y negocios de ese país.

En cuanto a los pronósticos sobre la tasa de los Fondos Federales, en los Gráficos A5.1<sup>23</sup> y A5.2<sup>24</sup> se observa que: *i*) las expectativas promedio de los miembros del FOMC se mantuvieron para 2020, 2021 y el largo plazo frente a lo proyectado previamente, al tiempo que su pronóstico para 2022 disminuyó ligeramente; y *ii*) las estimaciones de la Fed y del mercado para el cierre del 2020 continúan cercanas a cero, siendo ligeramente menor la proyección del mercado.

---

<sup>20</sup> Por sus siglas en inglés, *Large Scale Asset Purchases*.

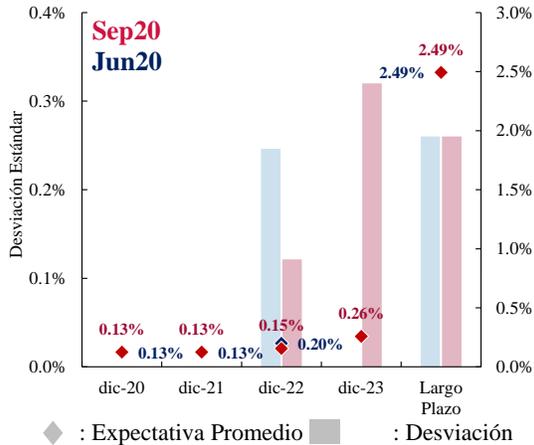
<sup>21</sup> A través del cual comprará en el mercado secundario bonos gubernamentales y bonos de la agencia de financiación del gobierno local (*Local Government Funding Agency*, LGFA) hasta junio de 2022.

<sup>22</sup> Por sus siglas en inglés, *Pandemic Emergency Purchase Programme*.

<sup>23</sup> Presenta algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en diciembre del 2019 y junio del 2020 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2019, 2020, 2021, 2022 y para el largo plazo.

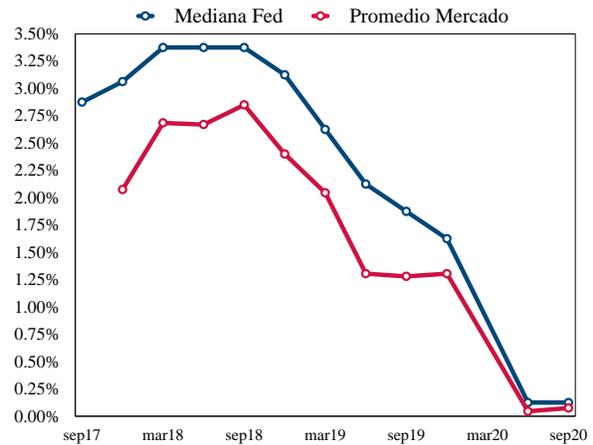
<sup>24</sup> Presenta la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre del 2020.

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



Fuente: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

**Gráfico A5.2: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2020**



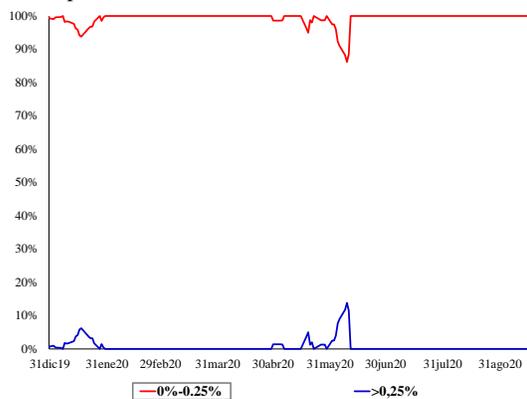
Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

## Países Emergentes

El Banco Central de Nigeria recortó su tasa de referencia en 100 p.b a 11,5%, mientras que los bancos centrales de Paraguay (0,75%), Tailandia (0,5%), República Checa (0,25%), Marruecos (1,5%), Hungría (0,6%), Chile (0,5%), Ucrania (6%), Malasia (1,75%), Polonia (0,1%), Sudáfrica (3,5%), Rusia (4,25%), Pakistán (7%), Indonesia (4%), Brasil (2%) y Perú (0,25%) mantuvieron sus tasas de política monetaria inalteradas.

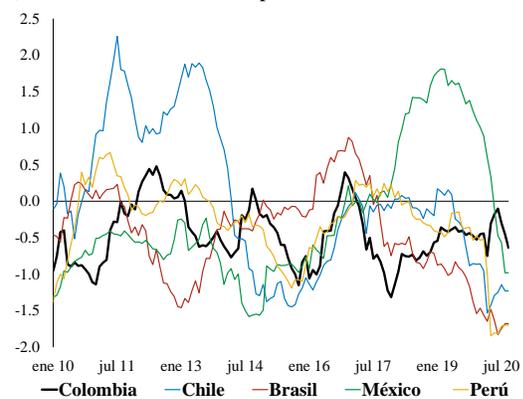
En el Gráfico A5.4. se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales<sup>25</sup> desde el año 2005. Se puede observar que en septiembre<sup>26</sup> disminuyó la de Colombia al tiempo que, con los últimos datos disponibles, estas no han presentado variaciones para los demás países. Además, en todos los países analizados estas se ubican por debajo de sus medias históricas.

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



Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

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



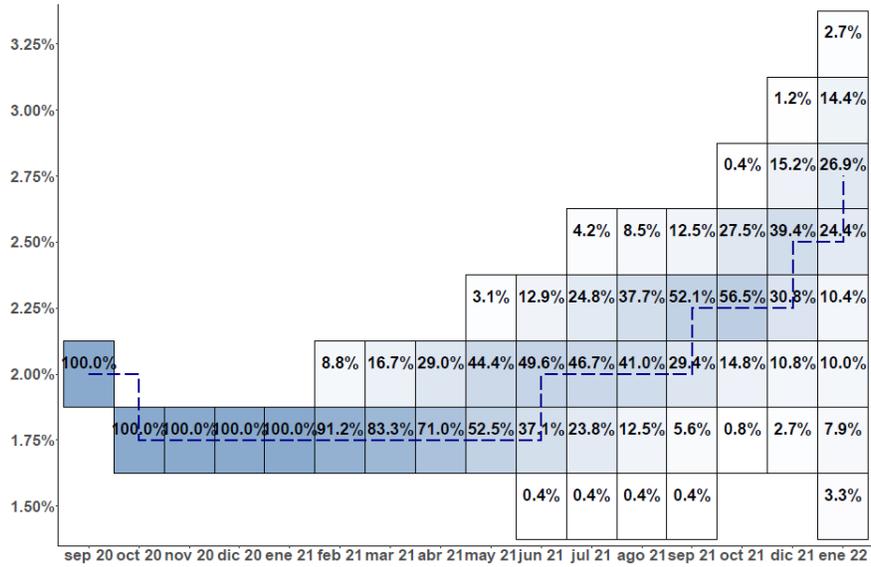
Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

<sup>25</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

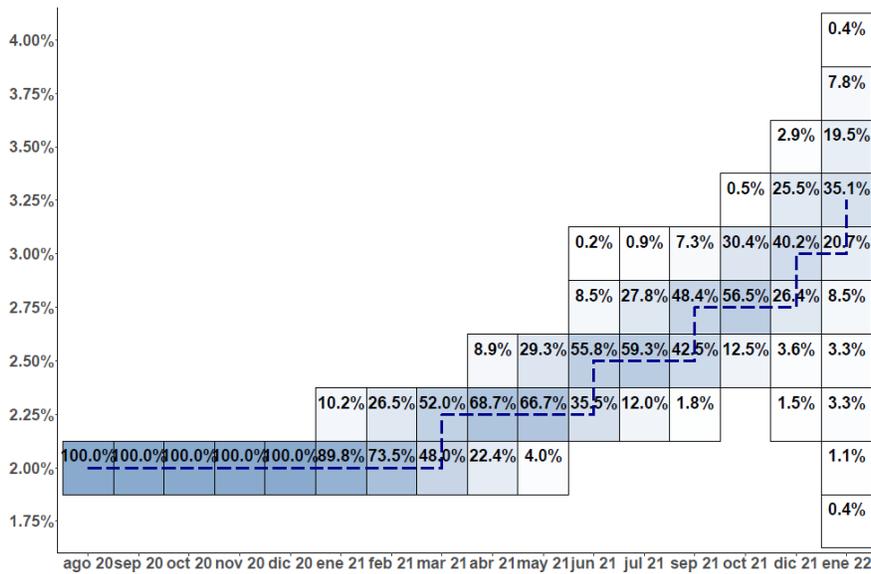
<sup>26</sup> Información al 18 de septiembre con datos de inflación núcleo de agosto.

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

**Cuadro A6.1. Mes actual**



**Cuadro A6.2. 27 de agosto de 2020**



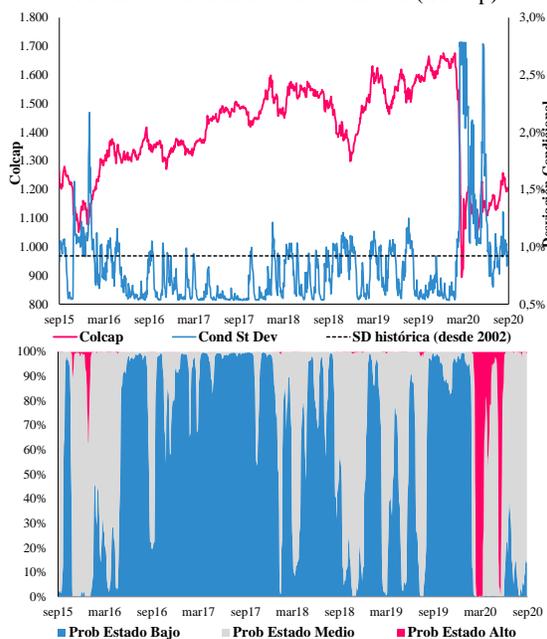
### Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, respecto al EMBI Colombia el 54% de los agentes encuestados espera que se mantenga igual (ant: 41%), el 28% espera que aumente (ant: 25%), mientras que el 19% restante espera que disminuya (ant: 35%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 48% espera que aumente (ant: 45%), un 29% que permanezca estable (ant: 29%) y un 5% que disminuya (ant: 16%)<sup>27</sup>.

Con información al 11 de septiembre, los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente al mes anterior de 30 p.b., -4 p.b. y -35 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El margen para la cartera de tesorería reflejó las mayores disminuciones en las tasas de los TES frente a las tasas activas (activas -12 p.b. versus TES -39 p.b.), mientras que los de las carteras preferencial y de consumo reflejaron la mayor disminución de las tasas activas (activas -16 p.b. versus TES -13 p.b. en la cartera preferencial y activas -51 p.b. versus TES -13 p.b. en la cartera de consumo).

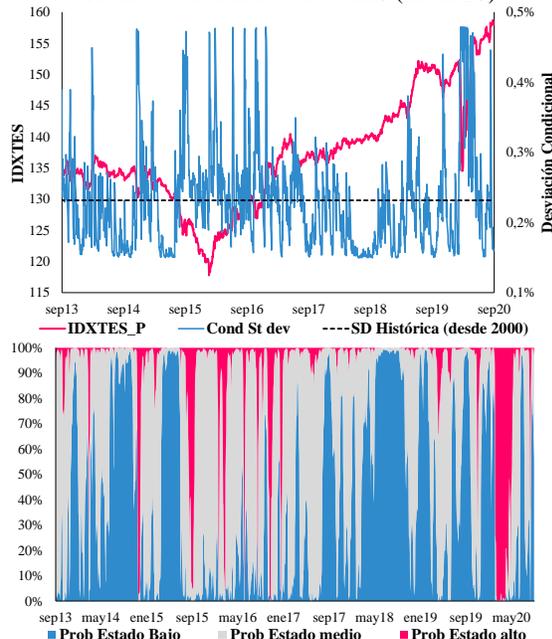
Entre el 31 de agosto y el 21 de septiembre de 2020 el COLCAP se desvalorizó 1,5%. Las acciones que tuvieron el peor desempeño durante el periodo fueron Ecopetrol (-7,8%), Cementos Argos (-5%) y PF-Bancolombia (-4,9%). En lo corrido de septiembre, la volatilidad promedio del mercado accionario subió frente a los niveles observados el mes anterior y al 21 de septiembre el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1). Por otro lado, la volatilidad en el mercado de TES disminuyó y el escenario más probable es el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.2).

**Gráfico A7.1.** Volatilidad condicional y regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

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



Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

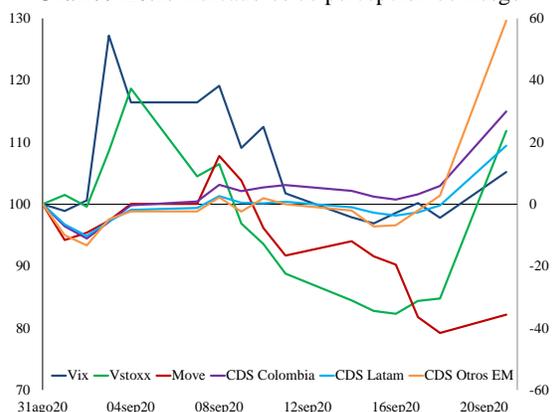
<sup>27</sup> Al 19% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant.: 10%).

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

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*<sup>28</sup> y el *Vstox*<sup>29</sup> aumentó durante el mes, presentó una alta volatilidad y se mantuvo en niveles históricamente altos. Lo anterior en un contexto de desvalorizaciones de los índices accionarios a nivel global ante preocupaciones por una posible sobrevaloración de las acciones tecnológicas. A esto se sumaron: *i*) las mayores tensiones entre EE.UU. y China luego que el presidente Trump y varios funcionarios del Gobierno de EE.UU. mencionaran la posibilidad de desvincular la economía norteamericana de la economía asiática; *ii*) el aumento de casos de Covid-19 en Europa, lo cual ha hecho temer que se implementen nuevas medidas de aislamiento que debiliten el proceso de recuperación económica; *iii*) la incertidumbre en torno a las negociaciones del Brexit luego que el Gobierno británico considerara la posibilidad de renunciar unilateralmente a los acuerdos pactados el año pasado con la Comisión Europea; y *iv*) la falta de acuerdo entre los congresistas demócratas y republicanos para aprobar un nuevo paquete fiscal en EE.UU. Por su parte, el *Skew*<sup>30</sup> también presentó una alta volatilidad, pero se redujo como consecuencia de las desvalorizaciones del S&P 500.

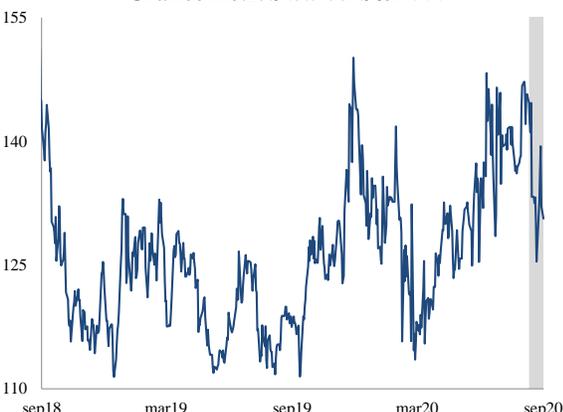
En cuanto al *Move*<sup>31</sup>, este se redujo durante septiembre hasta tocar mínimos históricos ante la expectativa de que la Fed mantenga el rango de las tasas de los Fondos Federales en el nivel actual por un tiempo superior al previsto anteriormente, lo cual fue reforzado por parte de los miembros del FOMC (por sus siglas en inglés) durante su reunión del septiembre.

**Gráfico A8.1.** Indicadores de percepción de riesgo



**Fuente:** Bloomberg. Los CDS se muestran en el eje derecho como cambios en p.b.

**Gráfico A8.2.** Skew del S&P 500



**Fuente:** Bloomberg.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global se redujo desde 344 en julio a 304 en agosto. En EE.UU., durante agosto el indicador agregado disminuyó (obs: 282; ant: 330), al igual que los indicadores de política sanitaria (obs: 451; ant: 503) y monetaria (obs: 92; ant: 118), mientras que los indicadores de política comercial (obs: 155; ant: 91) y fiscal (obs: 277; ant: 273) aumentaron. En Europa, estos indicadores presentaron reducciones en Reino Unido (obs: 205; ant: 344), Alemania (obs: 216; ant: 313) y Francia (obs: 203; ant: 242), mientras que aumentó en Italia (obs: 160; ant: 151; Gráficos A8.3 y A8.4).

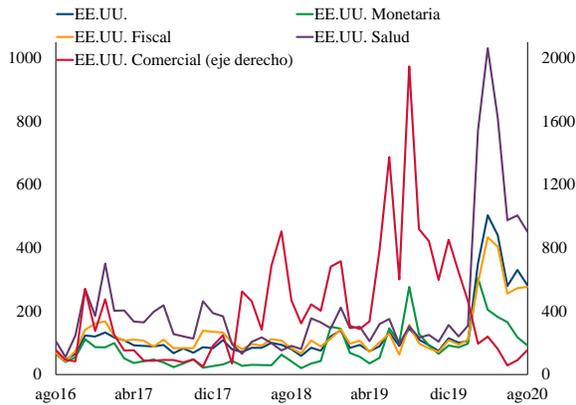
<sup>28</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

<sup>29</sup> El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>30</sup> 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.

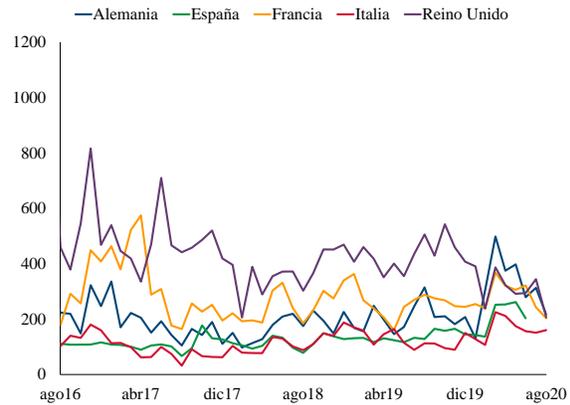
<sup>31</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

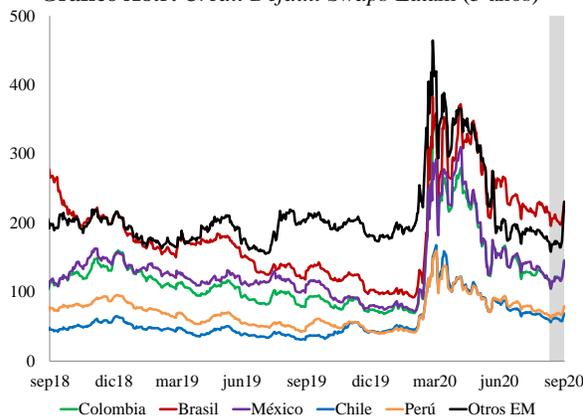
**Gráfico A8.4. Incertidumbre en política económica en Europa**



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

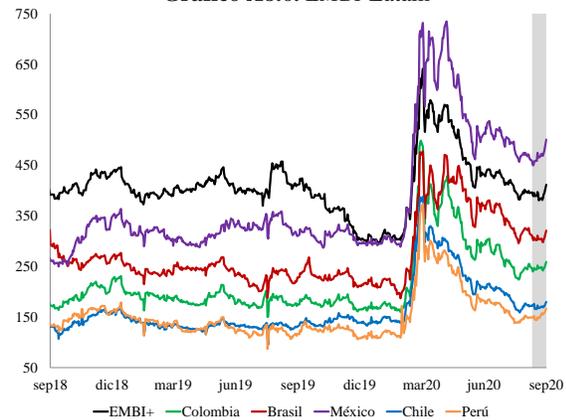
Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años presentaron aumentos en los países de la región, al igual que los índices EMBI<sup>32</sup>. El CDS a 5 años aumentó 30 p.b. en Colombia, 27 p.b. en México, 15 p.b. en Brasil, 13 p.b. en Perú y 9 p.b. en Chile. De manera similar, el EMBI aumentó 42 p.b. en México, 18 p.b. en Perú, 13 p.b. en Colombia, 10 p.b. en Brasil y 8 p.b. en Chile (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico A8.6. EMBI Latam**



Fuente: Bloomberg.

<sup>32</sup> Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.