



VERSIÓN PÚBLICA

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

Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



VERSIÓN PÚBLICA

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

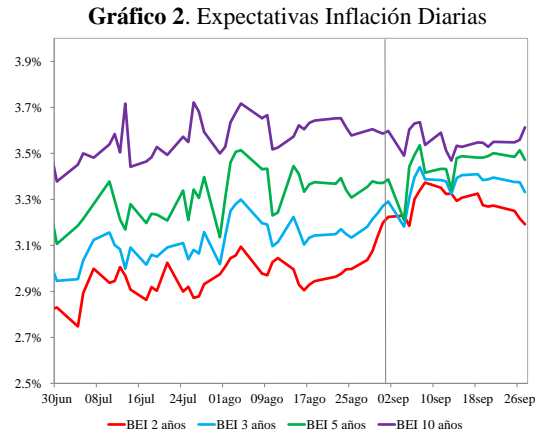
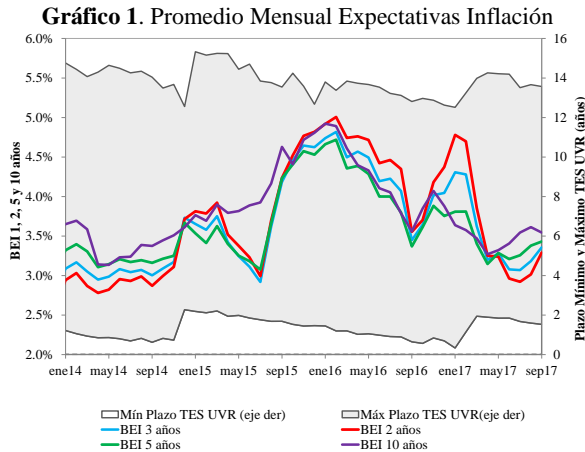
Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

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

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Al comparar el comportamiento en lo corrido de septiembre¹ (hasta el 27) respecto a agosto, se observa que la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR en promedio aumentó 27 p.b, 18 p.b y 6 p.b para la estimación a 2, 3 y 5 años, respectivamente, mientras que disminuyó 7 p.b. a 10 años. De esta forma, el BEI promedio en lo corrido de septiembre se ubica en 3,28%, 3,36%, 3,44% y 3,54% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 1).



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

El Gráfico 3 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez² relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR³. De esta manera se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,95% (agosto: 2,82%) y para los próximos 5 años sea 3,20% (agosto: 3,15%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años aumentó 13 p.b. y se situó en 0,03% en agosto, al tiempo que la de 5 años incrementó 8 p.b. y se situó en 0,05%.

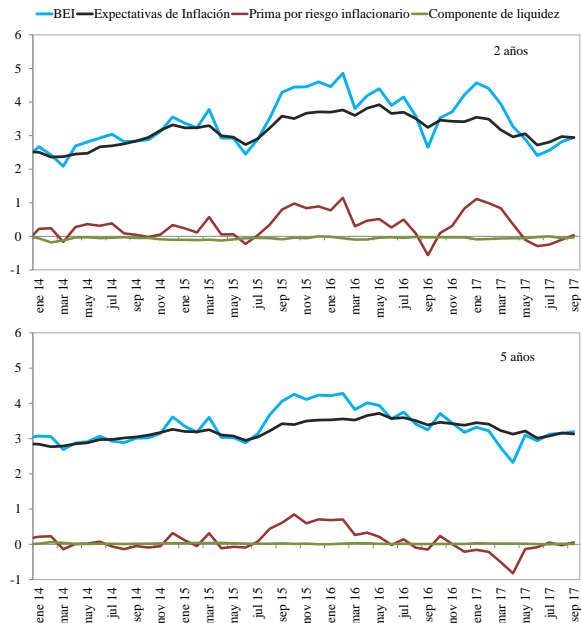
El Gráfico 4 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2018, 2019 y 2020, utilizando la curva Forward Breakeven Inflation (FBEI), los cuales corresponden a 3,48%, 3,54% y 3,56%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en septiembre para 2018 fue ligeramente superior al de agosto; mientras que, para 2019 y 2020, la estimación de septiembre resulta inferior a la del mes anterior. Adicionalmente, en el mismo gráfico se presenta el dato de inflación implícito estimado para 2017, calculado utilizando la inflación año corrido observada y el BEI para lo restante de 2017. Dado que la inflación acumulada a agosto se ubicó en 3,44% y el BEI para lo restante del año es 3,32%, la estimación de la inflación para 2017 es de 4,58%, inferior al 4,61% estimado en agosto.

¹ Desde la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -1 p.b, 6 p.b, 10 p.b. y 3 p.b. respectivamente. El 26 de septiembre se ubicaron en 3,19%, 3,33%, 3,47% y 3,61%, respectivamente.

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

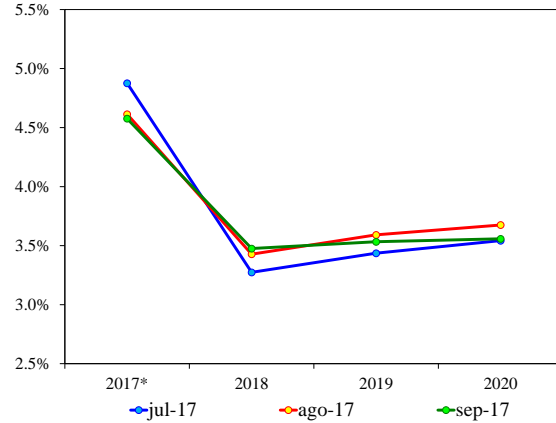
³ Utilizando la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. *Borradores de Economía*. 903. Banco de la República.

Gráfico 3. Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 4. Inflación esperada (FBEI)



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

Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

En cuanto a las encuestas de expectativas de inflación de septiembre, frente a agosto, dos de las cuatro reflejan una mayor inflación esperada para el cierre de 2017, y la mayoría refleja una menor inflación esperada para el cierre de 2018⁴. De acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR), la inflación esperada a dos años (septiembre de 2019) se ubica en 3,39%, mientras que el mes anterior la inflación esperada para agosto de 2019 era 3,42%.

Gráfico 5. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2017

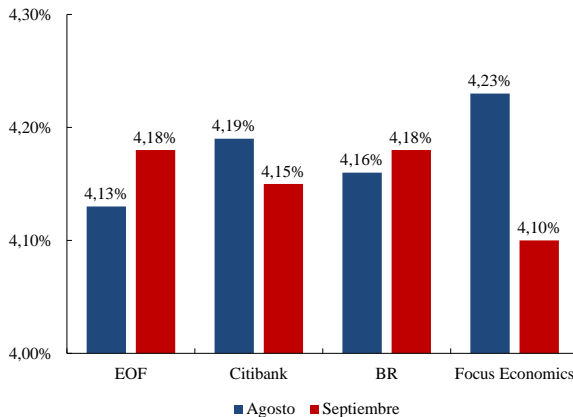
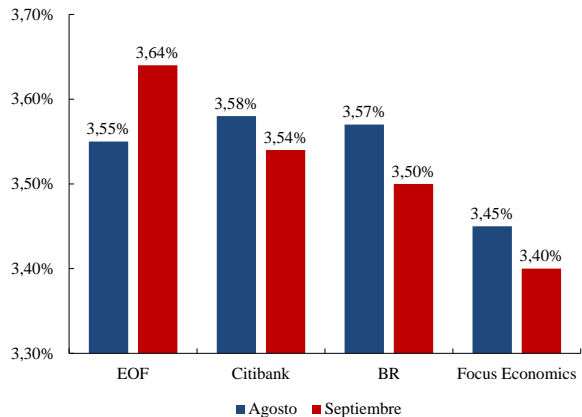


Gráfico 6. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018



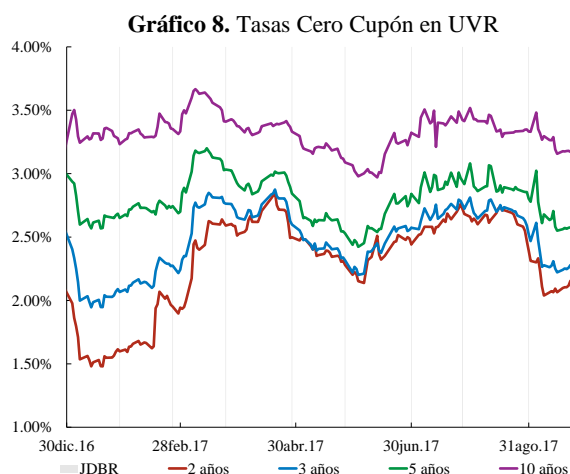
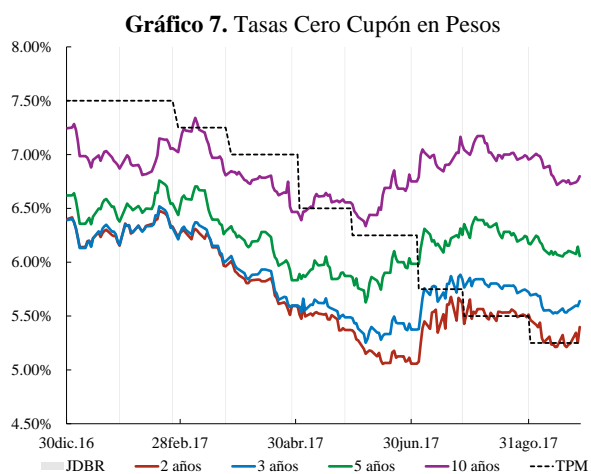
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 25 de septiembre con encuestas recolectadas entre el 11 y el 20 de este mismo mes, los del Citibank el 27 de agosto. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 12 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 12 de septiembre, con encuestas entre el 5 y el 11 de este mismo mes.

En resumen, frente al mes anterior el promedio de las encuestas de expectativas de inflación se redujo para el 2017 y el 2018 de 4,18% a 4,15% y de 3,54% a 3,52%, respectivamente. Por su parte, durante el mes el BEI presentó una tendencia creciente en el tramo corto y medio. En septiembre, tanto encuestas como curvas de rendimiento anticipan una inflación en 2018 inferior a la de 2017.

⁴ La EOF refleja una mayor inflación esperada para 2017 y 2018, y la encuesta del BR refleja una mayor inflación esperada para el 2017.

Análisis del Breakeven Inflation⁵

En lo corrido de septiembre, el BEI registró un incremento en los tramos corto y medio mientras que se redujo en el largo plazo (Gráficos 7, 8, 12 y 13). Lo anterior, debido a valorizaciones de la parte corta de títulos denominados en UVR superiores a las de los títulos en pesos. Mientras que en la parte larga las valorizaciones de los títulos en pesos fueron mayores a las de UVR. En general, las valorizaciones de las curvas en pesos y UVR estuvieron influenciadas por el incremento en el precio del petróleo durante septiembre⁶, y el desempeño favorable en la producción industrial y en ventas al por menor.

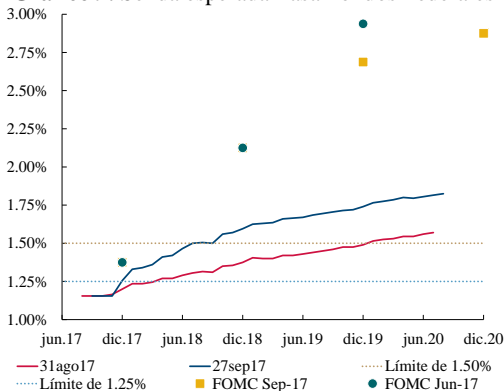


Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: BR.

En particular, las valorizaciones en la curva en pesos se dieron ante la demanda de entidades públicas (\$3296 mm, de los cuales \$2346 mm corresponden a compras del BR⁷) y extranjeros (\$216 mm, Anexo 3). No obstante, durante el periodo se observó una desaceleración en las compras de TES en pesos por parte de los inversionistas extranjeros respecto a lo observado en el mes anterior, relacionada principalmente con expectativas de una postura más contractiva por parte de la Fed. Esta dinámica estuvo en línea con el comportamiento de la deuda pública de la mayoría de países en la región (Anexo 4).

Frente a lo observado en la última reunión de la JDBR y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre los fondos federales, se espera una senda de incrementos más acelerada del rango por parte de la Fed. La tasa esperada para diciembre de 2017 pasó de 1,20% a 1,255% (Gráfico 9). Adicionalmente, la probabilidad de que la tasa de fondos federales de la Fed se encuentre en el nivel actual (entre 1,0%-1,25%) a final de año disminuyó de 66% a 27%, mientras que la probabilidad de que se ubique en un rango entre 1,25%-1,5% aumentó de 33% a 73% (Cuadro 1).

Gráfico 9. Senda esperada Tasa Fondos Federales



Fuente: Bloomberg.

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

	1,00%-1,25%	1,25%-1,50%	1,50%-1,75%
27Sep17	27%	73%	1%
31Ago17	66%	33%	1%

Fuente: Bloomberg.

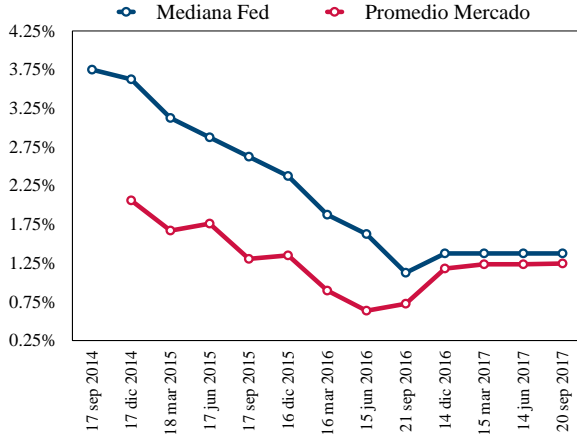
⁵ El Anexo 2 resume los elementos relevantes en el mercado local durante el periodo posterior a la última reunión de la JDBR.

⁶ Entre el 31 de agosto y el 27 de septiembre el WTI y el Brent incrementaron 10,24% y 11,32%, respectivamente.

⁷ Corresponden a compras entre el 1 y 26 de septiembre.

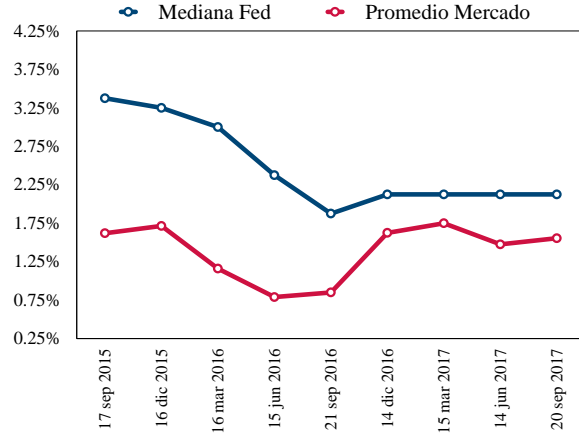
Además, al comparar la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC⁸ con la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de 2017 y 2018 (Gráficos 10 y 11), se observa que: i) las estimaciones de septiembre tanto de la FOMC como las del mercado se ubicaron en niveles muy similares a las de la reunión de la Fed de junio; y ii) el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC, diferencia que disminuyó levemente en el caso de las expectativas para el cierre del 2018.

Gráfico 10: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2017



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

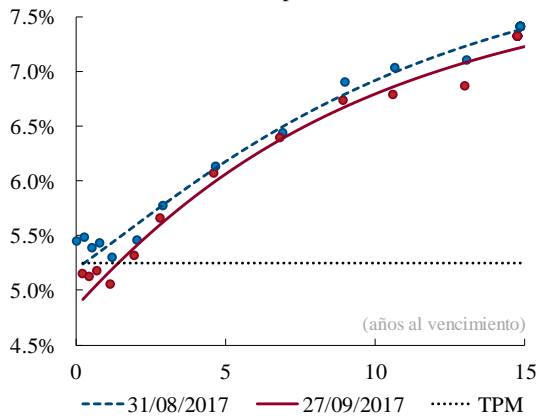
Gráfico 11: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2018



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

En cuanto a los títulos denominados en UVR, estos se valorizaron ante el repunte esperado de la inflación en los meses siguientes y la demanda usual a final del año a la espera del incremento de la inflación durante los primeros meses del siguiente año. Durante el mes se presentó demanda parte de bancos (\$498 mm desde la última reunión de la JDBR), el BR (\$367 mm⁹) e inversionistas extranjeros (\$221 mm) (Anexo 3). En el periodo analizado, el título UVR con vencimiento en 2021 presentó altos volúmenes negociados (registrando máximos desde 2014), como resultado de la alta rotación de posiciones intradía por parte de agentes creadores de mercado con interés en aumentar su puntaje y aprovechando la baja volatilidad de este título en particular (Anexo 2).

Gráfico 12. Curvas Spot Pesos Colombia



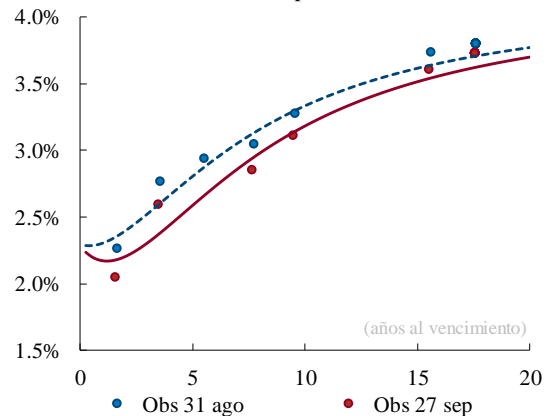
Cambios Promedio en la Curva por Plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-19	-15	-11	-12

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 13. Curvas Spot UVR Colombia.



Cambios Promedio en la Curva por Plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-19	-21	-22	-15

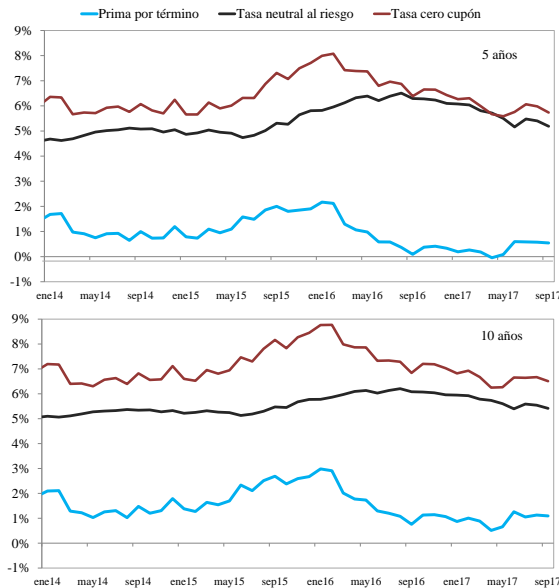
Cifras en puntos básicos

⁸ Por sus siglas en inglés, *Federal Open Market Committee*.

⁹ Corresponden a compras entre el 1 y 26 de septiembre.

En septiembre, la prima a término de los TES en pesos disminuyó 3 p.b. a 5 años y 10 años (Gráfico 14). Por su parte, la tasa neutral al riesgo se redujo 21 p.b. para 5 años y 12 p.b. para 10 años.

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



Fuente y Cálculos: BR

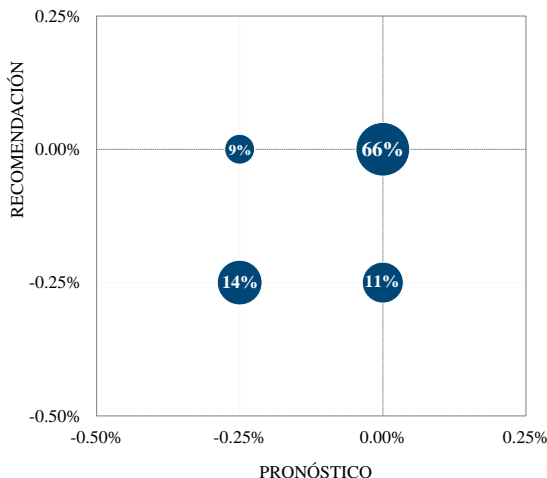
En síntesis, el comportamiento del BEI está en línea con expectativas de una mayor inflación a final de año después de observarse el dato mínimo en julio y ante las posiciones de los agentes que hacia final de año acumulan títulos UVR, particularmente de corto y mediano plazo, dado el incremento de la inflación en los primeros meses del año siguiente.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria

Gráfico 15. Encuesta sobre TPM Anif-Citibank



Fuente: Encuestas de Anif y Citibank.

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

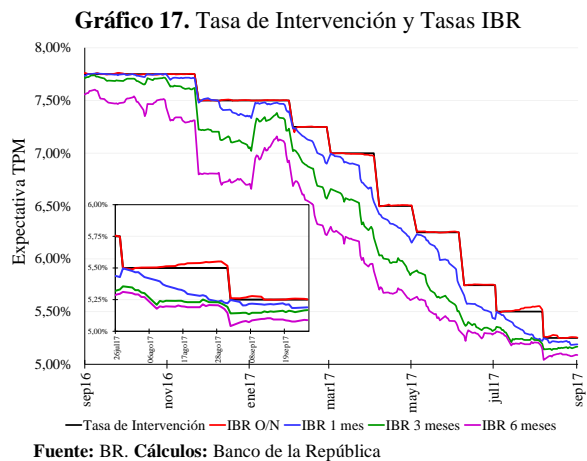
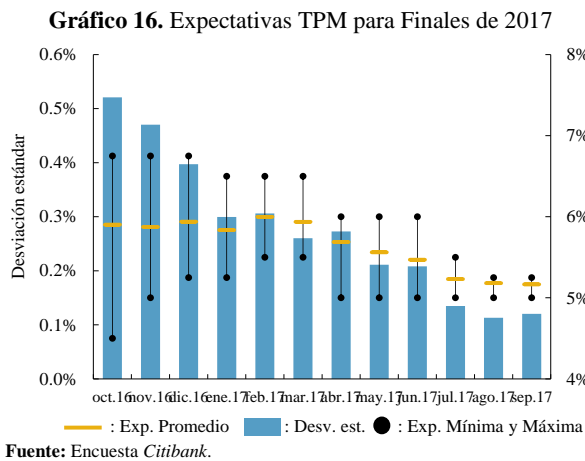
Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia publicada el 25 de septiembre¹⁰, un 80% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada y el 20% que será reducida en 25 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg*¹¹, el 89% de los analistas espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de referencia y el 11% restante que la reduzca en 25 p.b. Por último, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y

¹⁰ Realizada entre el 11 y el 20 de septiembre.

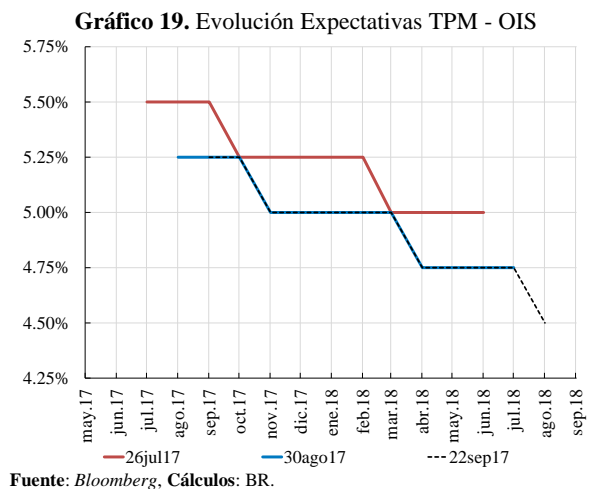
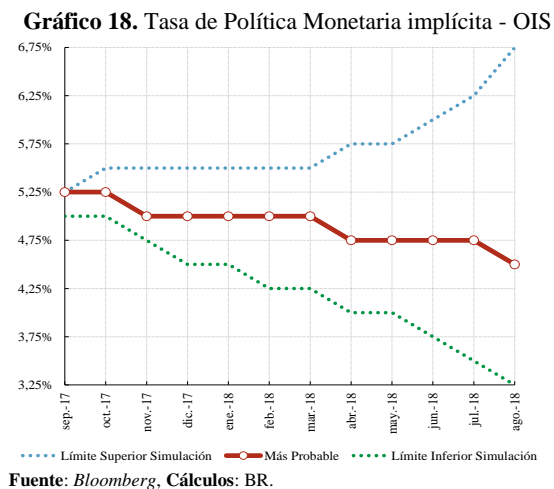
¹¹ Actualizada el 25 de septiembre. Datos recolectados entre el 15 y el 25 de septiembre.

*Citibank*¹² se encuentra que, de las 36 entidades encuestadas, el 66% espera y recomienda que la tasa permanezca inalterada, el 14% espera y recomienda un recorte de 25 p.b, el 11% espera que se mantenga inalterada pero recomienda un recorte de 25 p.b, y el 9% restante espera un recorte de 25 p.b. pero recomienda que permanezca inalterada (Gráfico 15).

En el Gráfico 16 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2017 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*. Entre agosto y septiembre la tasa esperada promedio pasó de 5,18% a 5,17% (Anexo 1). En el Gráfico 17 se muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El 27 de septiembre las tasas del IBR a 1, 3 y 6 meses fueron 5,18%, 5,16% y 5,09%, respectivamente. Frente al día posterior a la última JDBR, la tasa IBR a 1 mes presentó una reducción de 5 p.b, mientras que a 3 y 6 meses aumentaron 3 p.b. y 5 p.b, respectivamente.



De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia permanezca inalterada en 5,25% y que se ubique en 5% a finales de 2017 y en 4,75% a mediados de 2018 (Gráficos 18, 19 y Anexo 6). Adicionalmente, la senda proyectada en septiembre es igual a la estimada el 30 de agosto.



¹² Encuestas publicadas el 25 y el 27 de septiembre, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de *Citibank*. En particular, en esta ocasión Alianza Valores y el Banco Agrario recomendaron un recorte de 25 p.b. en la encuesta de Anif mientras que en la encuesta de *Citibank* recomendaron que permanezca inalterada; BGT Pactual indicó en la encuesta de Anif que esperaba un recorte de 25 p.b. pero recomendaba que permaneciera inalterada, mientras que en la encuesta de *Citibank* señaló que esperaba que permaneciera inalterada pero recomendaba un recorte de 25 p.b; Por último, Fidubogotá señaló que esperaba que la tasa permanecería inalterada en la encuesta de Anif, pero en la de *Citibank* contestó que espera un recorte de 25 p.b.

En los Gráficos 20 y 21 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a septiembre y diciembre de 2017. En estas se observa que: i) en septiembre, el promedio de las encuestas refleja expectativas de recortes de 5 p.b; ii) para el cierre de 2017, todas las encuestas son inferiores a las expectativas de agosto; y iii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2017 descendió desde 5,17% en agosto a 5,13% en septiembre.

Gráfico 20. Expectativas TPM para la reunión de septiembre

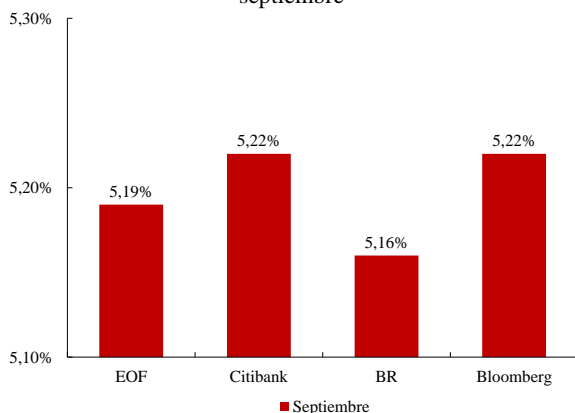
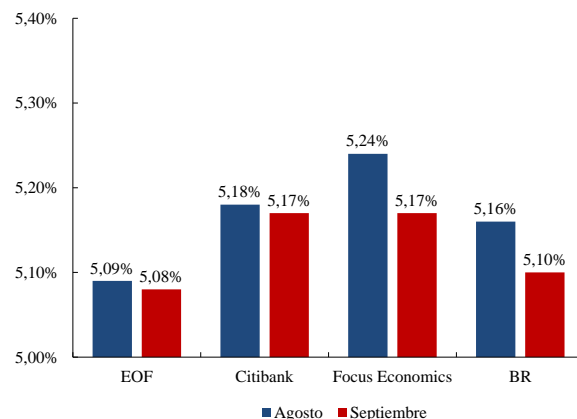


Gráfico 21. Expectativas TPM para diciembre de 2017

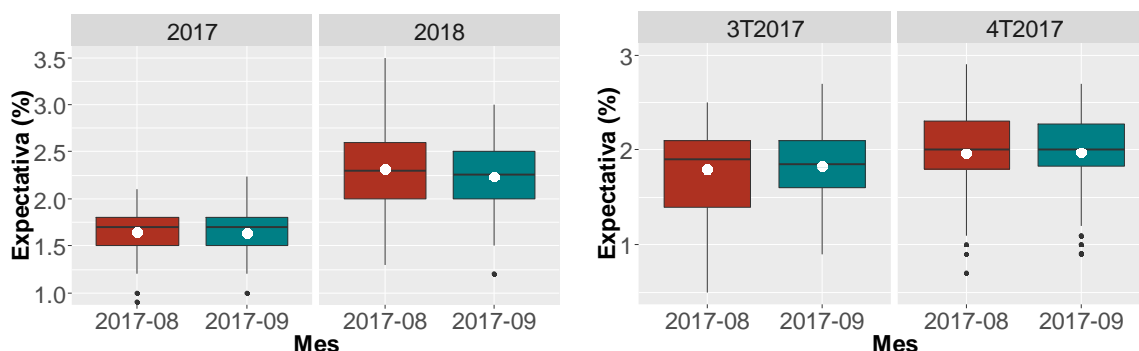


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 25 de septiembre con encuestas recolectadas entre el 11 y el 20 de este mismo mes, los del Citibank el 27 de septiembre. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 12 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 12 de septiembre, con encuestas entre el 5 y el 11 de este mismo mes. Los datos de Bloomberg se actualizaron el 25 de septiembre.

b) Expectativas de Crecimiento Económico

En el Gráfico 22 se observa que de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para el 2017 a 1,63% (ant: 1,65%), para el 2018 a 2,23% (ant: 2,32%), mientras que aumentaron para el 3T17 a 1,82% (ant: 1,79%) y el 4T17 a 1,97% (ant: 1,96%).

Gráfico 22. Expectativas de Crecimiento Encuesta de Opinión Financiera Anuales Trimestrales



Fuente: Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** BR. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos.

c) Información Adicional Extraída de la Encuesta de Opinión Financiera

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 41% resaltó el crecimiento económico (ant: 53%), un 22% señaló la política fiscal (ant: 15%), un 17% los factores externos (ant: 15%), un 14% la política monetaria (ant: 11%), un 4% las condiciones sociopolíticas (ant: 6%) y el 2% restante indicó otra razón.

Adicionalmente, los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 13 p.b. (ant: desvalorización de 8 p.b.)¹³. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una valorización cercana al 1,13% (ant: valorizaciones 0,30%)¹⁴.

d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

Las expectativas de crecimiento económico para 2017 aumentaron en Chile, Brasil, Ecuador, Argentina, EE.UU, Sudáfrica, China y Alemania, se mantuvieron iguales en Perú y Noruega, y descendieron en Colombia e India. Los datos de inflación de agosto resultaron superiores a las expectativas del mercado en Colombia, Perú, EE.UU, India y China, inferiores en México, Brasil y Noruega, y coincidentes en Alemania y Chile. La inflación se ubica por encima del límite superior del rango meta en México (2%-4%) y Perú (1%-3%). Las expectativas de inflación para diciembre de 2017 aumentaron en México y Perú, se redujeron en Colombia, Chile, Brasil, Ecuador, Argentina, India y China, y se mantuvieron estables en EE.UU. (Cuadro 2).

Cuadro 2. Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Ago. 2017**		Esperada a Diciembre 2017		Vigente	Esperada a Diciembre 2017		Últimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2017	
	Esp*	Obs	Ago. 2017	Sep. 2017		Ago. 2017	Sep. 2017	Esp*	Obs	Ago. 2017	Sep. 2017
Colombia	3,85%	3,87%	4,19%	4,15%	5,25%	5,18%	5,17%	1,20%	1,30%	1,73%	1,70%
Chile	1,90%	1,90%	2,40%	2,30%	2,50%	2,25%	2,50%	0,98%	0,90%	1,40%	1,50%
México	6,69%	6,66%	6,05%	6,24%	6,77%	7,03%	7,04%	1,80%	1,80%	1,99%	2,16%
Perú	3,05%	3,07%	2,74%	2,76%	3,50%	3,55%	3,51%	2,40%	2,40%	2,67%	2,67%
Brasil	2,58%	2,46%	3,45%	2,97%	8,25%	7,25%	7,00%	0,00%	0,30%	0,39%	0,68%
Ecuador	n.d.	0,28%	1,33%	1,14%	5,96%	5,50%	5,50%	n.d.	2,60%	0,54%	0,56%
Argentina	n.d.	23,10%	22,75%	22,72%	26,25%	18,96%	19,67%	2,70%	2,70%	2,59%	2,64%
EE.UU.	1,80%	1,90%	2,00%	2,00%	1%-1,25%	1,27%	1,20%	2,70%	3,00%	2,10%	2,20%
India	3,24%	3,36%	3,94%	3,90%	6,00%	5,95%	5,98%	6,50%	5,70%	7,22%	6,95%
Sudáfrica	4,60%	4,60%	5,40%	5,40%	6,75%	6,64%	6,61%	0,50%	1,10%	0,60%	0,70%
China	1,60%	1,80%	1,79%	1,74%	4,35%	4,36%	4,36%	6,80%	6,90%	6,65%	6,69%
Alemania	1,80%	1,80%	1,60%	1,70%	-	-	-	0,60%	0,80%	1,90%	2,00%
Noruega	1,70%	1,30%	2,00%	2,10%	0,50%	0,50%	0,50%	0,60%	1,10%	1,70%	1,70%

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

Chile: Encuesta enviada el 5 de septiembre con plazo máximo de recepción el 11 de septiembre.

México: Encuesta publicada por el BCM el 1 de septiembre con respuestas recibidas entre el 21 y 29 de agosto. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics de septiembre.

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

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

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

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

EE.UU: Expectativas extraídas de Bloomberg.

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

Sudáfrica: Expectativas extraídas de Bloomberg.

China: Las expectativas de crecimiento, TPM e inflación son obtenidas de la encuesta del Focus Economics (octubre).

Alemania: Datos obtenidos de Bloomberg.

Noruega: Expectativas obtenidas de Bloomberg.

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

** Todos los datos corresponden al mes de agosto.

*** Todos los datos corresponden al T17, excepto Ecuador cuyo dato corresponde al IT17. Todos los datos corresponden al año, excepto EE.UU, el cual es anualizado respecto al trimestre, y Noruega, el cual corresponde al trimestre.

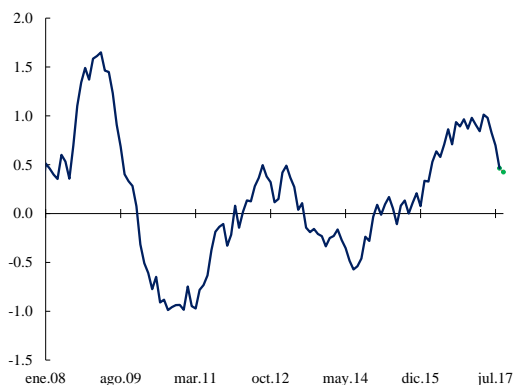
¹³ El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

¹⁴ El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

3. SENTIMIENTO Y PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

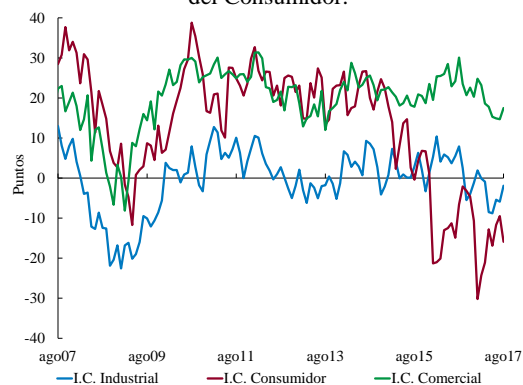
Con datos preliminares de septiembre (EOF¹⁵, volatilidades¹⁶ y márgenes crediticios¹⁷), el índice de percepción de riesgo IDODM presentó una leve disminución frente al de agosto (Gráfico 23 y Anexo 7), lo cual se explica particularmente por una menor volatilidad en el mercado de deuda pública y la reducción de los márgenes para las carteras de tesorería y preferencial.

Gráfico 23. Índice de Percepción de Riesgo (IDODM).



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

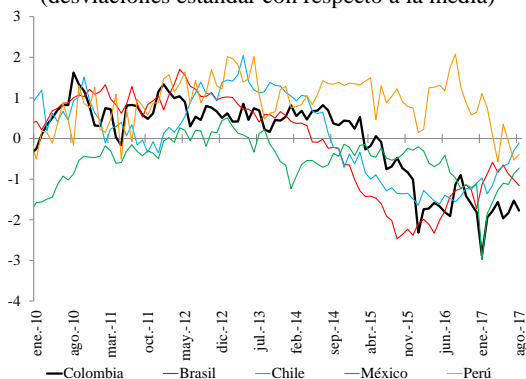
Gráfico 24. Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.



Fuente: Fedesarrollo.

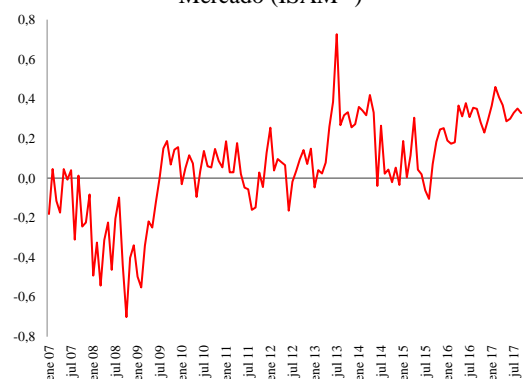
El índice de confianza de los consumidores sorprendió al pasar desde -9,5% en julio a -15,9% en agosto, mientras el mercado esperaba un incremento a -6,0%. Esta reducción estuvo explicada por el empeoramiento en los índices de expectativas (obs: -15%, ant: -7,3%) y condiciones económicas (obs: -17,3%; ant: -12,7%) del consumidor, y en este último, principalmente ante la expectativa de una situación económica menos favorable dentro de un año (obs: -24,5%; ant: -13,1%). En otro sentido, aumentaron los índices de confianza industrial (obs: -1,90%; ant: -5,90%) y comercial (obs: 17,5%; ant: 14,7%) (Gráfico 24), y resultaron sorprendivos y favorables los incrementos en los datos de crecimiento en ventas al por menor (obs: 3,1%; esp: 2,6%; ant: 1,0%), producción industrial (obs: 6,2%; esp: 4,0%; ant: -1,9%) y el Índice de Seguimiento de la Actividad Económica (ISE, obs: 3,0%; esp: 2,3%; ant: 1,4%).

Gráfico 25. Índices Confianza de Latinoamérica* (desviaciones estándar con respecto a la media)



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

Gráfico 26. Indicador de Sentimiento de Analistas del Mercado (ISAM¹⁸)



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

¹⁵ Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo publicada el 25 de septiembre.

¹⁶ Datos al 22 de septiembre.

¹⁷ Datos al 15 de septiembre.

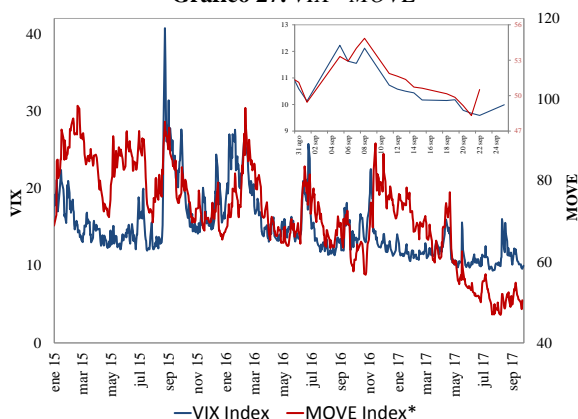
¹⁸ El ISAM es un indicador fundamentado en el análisis del lenguaje contenido en los documentos escritos por los equipos de investigaciones económicas de diferentes entidades del sector financiero. Un incremento en el índice señala una percepción más positiva.

El Gráfico 25 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de su media histórica se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre julio y agosto desmejoraron los indicadores de Brasil y Colombia, al tiempo que mejoraron los de los demás países. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas.

El Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) se redujo desde 0,35 en agosto a 0,32 en septiembre (Gráfico 26). Esta reducción se dio en un contexto donde los principales temas con sentimiento negativo estuvieron relacionados con la inflación, las tensiones geopolíticas entre Corea del Norte y EE.UU, y el cumplimiento de la regla fiscal. Por su parte, en los temas con sentimiento positivo no se destacó ningún tema en particular.

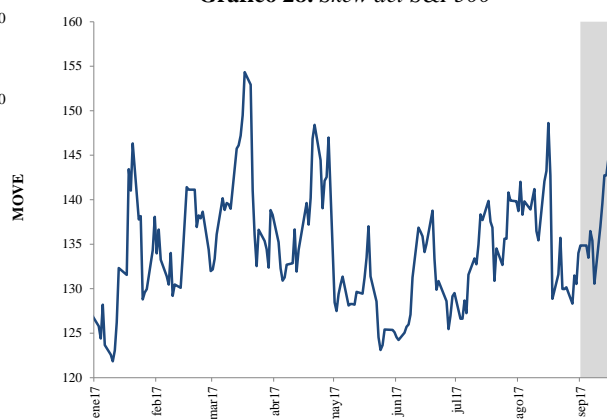
Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Vix*¹⁹, el *Vstoxx*²⁰ y el *Move*²¹ disminuyó, pero en el periodo se presentaron incrementos transitorios ante la tensión geopolítica con Corea del Norte y ante la expectativa frente a los efectos del huracán Irma en la economía estadounidense. Por su parte, el *Skew* del *S&P500*²² aumentó ante la expectativa de una política monetaria más contractiva en el corto plazo que fue influenciada por los datos de inflación en EE.UU.²³, el Reino Unido²⁴ y la Unión Europea, y los comunicados de la Fed y el Banco Central de Inglaterra (BoE²⁵). Por último, frente a la dinámica de la percepción de riesgo en la región, se observó un comportamiento heterogéneo, con disminuciones de los EMBI e incrementos en los CDS a 5 años de todos los países. El incremento de los CDS estuvo explicado en parte por el tono *hawkish* de la Fed y en alguna medida por el cambio de serie que es habitual en este indicador (Gráficos 27, 28 y Anexo 8).

Gráfico 27. VIX - MOVE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 28. Skew del S&P500



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

¹⁹ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *S&P 500*.

²⁰ El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²¹ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *treasuries*.

²² Este último es una medida de riesgo dada por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* –una asimetría más negativa–, se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad percibida de eventos negativos en el mercado accionario.

²³ El 14 de septiembre se publicó la inflación para EE.UU. del mes de agosto, la cual presentó un dato de 1,9%, superior a la expectativa del mercado de 1,8%, y a la observación del mes de julio de 1,7%.

²⁴ El 12 de septiembre se publicó la inflación para el Reino Unido del mes de agosto, la cual presentó un dato de 2,9%, frente a una expectativa y un dato anterior de 2,6%.

²⁵ Por sus siglas en inglés, *Bank of England*.

4. RECUADROS/ANEXOS

Recuadro 1: Medidas de Riesgo País: ¿CDS o EMBI?

El riesgo país comprende el riesgo de impago de la deuda soberana (riesgo soberano). En el mercado financiero se emplean dos medidas de este riesgo: CDS y EMBI.

Los *Credit Default Swap* o *Swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) son instrumentos de cobertura contra riesgo crediticio en los que el comprador se compromete a realizar una serie de pagos en el tiempo (primas) y el vendedor a cubrir parte o el total del crédito asegurado en caso de que éste no sea cancelado (asegurar el pago de un bono). La prima se calcula de acuerdo a la probabilidad de que el emisor del bono incumpla el pago del mismo. Su valor es absoluto y depende de la valoración de riesgo que haga el mercado al momento de pactar el contrato. Sin embargo, en algunas ocasiones la liquidez del mercado puede afectar la formación del precio por razones diferentes a la percepción del riesgo crediticio del emisor²⁶.

De acuerdo con Chan-Lau y Kim (2004), los CDS son el producto más líquido del mercado de derivados de crédito²⁷. Los plazos estándar de los CDS de la deuda de países emergentes son 1, 2, 3, 5 y 10 años. Los principales participantes de este mercado son bancos, comisionistas de bolsa, fondos de cobertura y compañías de seguros. En general la liquidez del CDS depende de la liquidez del mercado de bonos subyacente y son transados principalmente en países desarrollados.

Según Berg y Streitz (2015) hay una relación estrecha entre los movimientos en la calificación crediticia de los países y los movimientos de CDS. En particular, mencionan que las semanas en las que se presentan disminuciones en la calificación o en la perspectiva están asociadas con volúmenes de transacción (*turnover*) más altos en los mercados de CDS. En algunos casos encuentran que la decisión es anticipada por el mercado y se presenta un incremento en los volúmenes hasta una semana antes del evento. En contraste, ante mejoras en la calificación o perspectiva no se da este comportamiento. Realizando una comparación para 57 países, los autores encuentran que el mercado de CDS – relativo al nivel de deuda del país – es mayor en economías pequeñas y en países con calificación crediticia justo encima del límite de grado de inversión²⁸. En dicho estudio, los autores hallan que el tamaño promedio del mercado de CDS (nacional neto) en la muestra analizada es de US\$4108 millones (mediana \$2167 millones) mientras que el promedio de transacciones semanales se ubica en US\$695 millones (mediana US\$214 millones). Para Colombia, los autores muestran un tamaño de mercado de US\$1983.5 millones y un promedio semanal de transacciones de US\$248.3 millones²⁹.

Por su parte, el Emerging Market Bond Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI) es un índice creado por JP Morgan para estimar el riesgo de incumplimiento de las obligaciones de deuda de un país emergente. La familia de índices del EMBI comenzó a publicarse en la década de los noventa, con el objetivo de crear una referencia que reflejara los rendimientos de una cartera de deuda de mercados emergentes. Una desventaja en la construcción del EMBI es que es un valor relativo y depende de la dinámica (empinamientos o aplanamientos) de las curvas de rendimiento del país emergente y de los *treasuries*.

²⁶ Eventos como el vencimiento masivo de contratos y el *roll-over* de posiciones.

²⁷ Como mercado de crédito se entiende la deuda emitida en dólares. El mercado de derivados estandarizados de crédito se encuentra, además de los CDS, los *Total Return Swaps*, las Notas atadas a Crédito y las Obligaciones de Crédito Colateralizadas (CDO)

²⁸ La información empleada por los autores fue obtenida del *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC). La información empleada por los autores comprende el periodo entre julio de 2010 y julio de 2012.

²⁹ De acuerdo con información del ISDA (ISDA Swaps Info), en promedio el tamaño del mercado de CDS de Colombia medido en nacional neto se ubica en US\$2325 millones en 2017.

Para formar parte del EMBI, los instrumentos de deuda deben tener un valor nominal en circulación de mínimo US\$500 millones. En la estimación del índice se han incluido bonos Brady, eurobonos, préstamos e instrumentos de deuda de emisores soberanos denominados en dólares. En el cálculo del EMBI *spread* de un país se toma el flujo de caja de los instrumentos de deuda soberanos o cuasi-soberanos emitidos en dólares que cumplan con las condiciones de inclusión del índice y se agregan para crear un “*súper bono*” representativo de la deuda. Este bono es comparado con un bono sintético que replica los mismos flujos de caja para el mercado estadounidense y la diferencia en los rendimientos de ambos es el EMBI spread. El EMBI spread por país hace parte de la familia de índices EMBI que incluye: EMBI+, EMBI *Global* y EMBI *Global Diversified*³⁰.

En la literatura, se citan como determinantes de los movimientos del EMBI el nivel de endeudamiento externo, el nivel de reservas internacionales, el balance fiscal, el balance de cuenta corriente, la tasa de cambio y la inflación (Strahilov, 2016). Estos factores son comunes a los CDS, lo que puede explicar la alta correlación entre las dos variables.

Este recuadro evalúa la relación entre los EMBI y los CDS, y su pertinencia como indicadores de riesgo país para el caso colombiano. A continuación se hace un análisis de la relación entre las dos series. Adicionalmente, se estima la relación entre los indicadores de riesgo país y otros mercados financieros.

¿Cómo se relacionan CDS y EMBI en el caso colombiano?

El CDS a cinco años (el que usualmente se toma como referencia por el mercado) y el EMBI siguen una dinámica similar y muestran una correlación de 0,96 entre 2006 y 2017 y han presentado incrementos importantes en los periodos de alta aversión al riesgo a nivel mundial (Gráfico A.1).

Gráfico A.1. EMBI y CDS 5 años Colombia, 2006-2017

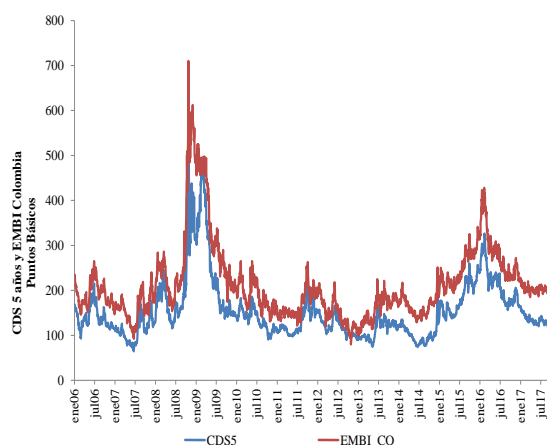
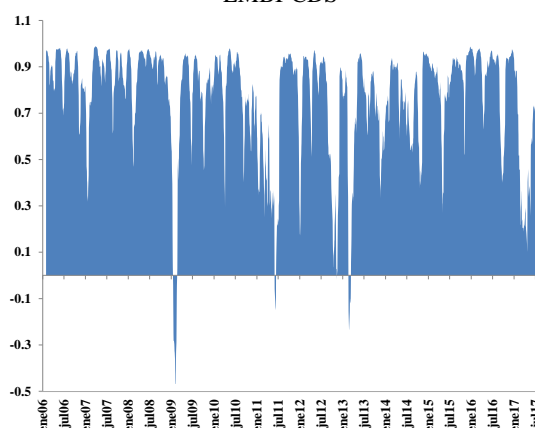


Gráfico A.2. Correlación móvil de orden 40 días EMBI-CDS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

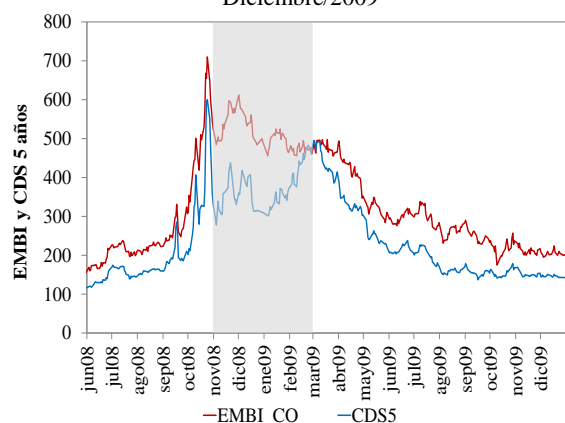
Como se observa en el Gráfico A.2, aun cuando la correlación de largo plazo de las series es alta, se presentan episodios en los cuales esta se pierde. Esto es explicado por movimientos de corto plazo que pueden afectar cada indicador. Por ejemplo, en el caso del EMBI, un movimiento de la curva de *treasuries*, puede generar una variación del indicador que no responda necesariamente a un cambio en la percepción de riesgo país. De igual forma, el mercado de CDS puede presentar episodios de

³⁰ Se calcula que alrededor de US\$340 mm siguen los índices EMBI *Global* y EMBI *Global Diversified* en los cuales Colombia tiene una participación cercana al 3%. JP Morgan *Emerging Markets Indices* estima los montos de los fondos que siguen de manera activa o pasiva los índices EMBI *Global* y EMBI *Global Diversified*

baja o alta liquidez, lo que puede generar movimientos de precio que no están relacionados con el riesgo crediticio del país.

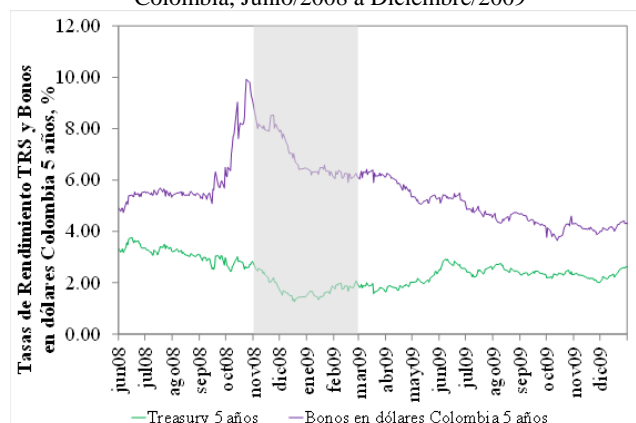
Un ejemplo de la pérdida de correlación entre los indicadores, explicada por un evento de aumento de liquidez de los CDS, se observó entre octubre de 2008 y marzo de 2009 como se muestra en el Gráfico A.2 y A.3 (área sombreada). Luego de la quiebra de Lehman Brothers³¹ en septiembre de 2008, los mercados monetarios internacionales comenzaron a registrar problemas de liquidez significativos como reacción al incremento en la aversión al riesgo global. Ante las restricciones de liquidez externa, los inversionistas que deseaban tener exposición al riesgo de crédito de Colombia encontraron que los CDS eran un activo atractivo dado que requieren menos caja comparada con la necesaria para comprar un bono. Esta situación llevó a que las primas de los CDS de Colombia cayeran más rápidamente que las del título de Colombia en dólares con una madurez similar³² (Gráfico A3b). Este diferencial generó oportunidades de arbitraje en los dos mercados que llevaron a que tanto las tasas de los CDS como las de los bonos de Colombia se normalizaran en marzo de 2009.

Gráfico A3.a. EMBI y CDS 5 años Colombia, Junio/2008 a Diciembre/2009



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

Gráfico A3.b. Treasuries 5 años y Bono 5 años en dólares Colombia, Junio/2008 a Diciembre/2009



Para lo corrido de septiembre de 2017, el CDS 5 años de Colombia se ubica en promedio en 117 p.b, mientras que el EMBI se ubica en 191 p.b, de manera que ambos indicadores se encuentran por debajo de su promedio de los últimos 10 años (159 p.b y 218 p.b. respectivamente). Se encontró además que las series se encuentran cointegradas³³.

Relación del EMBI y CDS de Colombia con acciones, tasa de cambio y bonos soberanos.

A continuación se presenta un análisis de correlaciones simples entre CDS/EMBI con tasa de cambio, mercado accionario y curvas de rendimiento de bonos soberanos. La relación entre CDS/EMBI y el tipo de cambio, es positiva, es decir, cuando la prima por riesgo de un CDS (o el EMBI) aumenta, el peso tiende a depreciarse y viceversa. Históricamente, en épocas de crisis³⁴ la correlación entre CDS/EMBI con la tasa de cambio ha sido entre 0,6 y 0,8 mientras que en el largo plazo ha estado alrededor de 0,4 (Gráfico A.4).

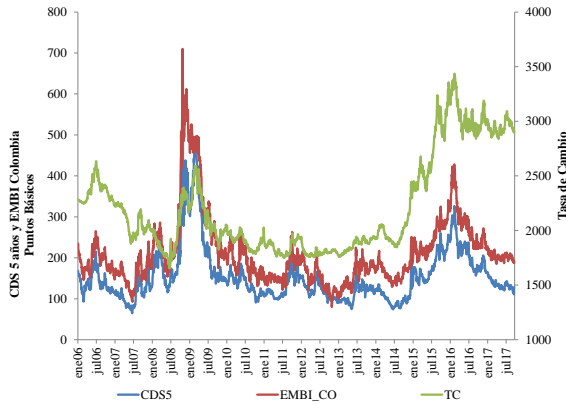
³¹ Esta explicación se expuso en el Reporte Trimestral de Mercado Financieros realizado por el Banco de la República en febrero de 2009 (http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/Reporte_de_Mercados_2008_feb_2009.pdf)

³² Específicamente, entre septiembre y finales de octubre los CDS cayeron 234 p.b. mientras que el spread de los bonos de Colombia cayeron 180 p.b.

³³ Se realizó el test de cointegración Johansen con observaciones entre enero de 2006 y septiembre de 2017 y se encuentra un vector de cointegración.

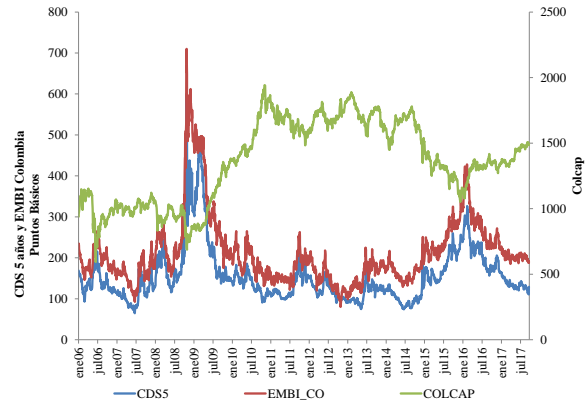
³⁴ Estos valores se obtuvieron para el periodo de junio de 2008 a diciembre de 2009.

Gráfico A.4. EMBI, CDS 5 años y Tasa de Cambio, 2006-2017



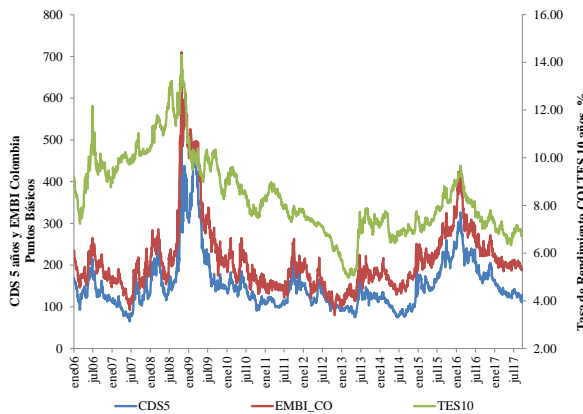
Fuente: Bloomberg

Gráfico A.5. EMBI, CDS 5 años y Colcap, 2006-2017



Para el caso Colombiano se encuentra que entre 2006 y 2017 la correlación entre CDS/EMBI y el Colcap está alrededor de $-0,5$ (Gráfico A.5 y Tabla 1). Al hacer el análisis de correlaciones cruzadas, se encuentra que el EMBI, el CDS 5 años y el Colcap tienen una relación contemporánea. Adicionalmente, se encuentra que la correlación histórica entre EMBI/CDS y TES a 5 años se ubica alrededor de $0,4$ (Gráfica A.6 y Tabla A.1).

Gráfico A.6. EMBI, CDS 5 años y COLTES 5 años, 2006-2017



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

Tabla A.1. Correlaciones EMBI & CDS con otros mercados financieros, Colombia 2006-2017

	EMBI	CDS
Tasa de Cambio	0.47	0.44
Colcap	-0.55	-0.53
Coltes 5 años	0.40	0.38

En síntesis, usualmente tanto el EMBI como el CDS dan información con respecto a la evolución del riesgo soberano y existe una relación de cointegración entre estas variables. Sin embargo, en ciertas coyunturas los movimientos de los dos indicadores pueden ser no coincidentes en el corto plazo en razón a que mientras el CDS es un indicador absoluto, el EMBI muestra la relación entre bonos soberanos de un país emergente y los de EE.UU, la cual se puede ver afectada por factores idiosincráticos no vinculados con la calidad crediticia del país emergente. En este mismo sentido, factores particulares del mercado de CDS, como su liquidez, pueden hacer que los cambios en este indicador no reflejen variaciones en el riesgo de crédito. Las dos variables se encuentran correlacionadas con el comportamiento del mercado accionario, la tasa de cambio y el mercado de deuda pública. Dado lo anterior, se recomienda seguir monitoreando ambos indicadores pues cada uno puede contener información relevante de las condiciones del mercado.

Referencias

- Berg, T., & Streitz, D. (2015). Determinants of the Size of the Sovereign Credit Default Swap Market. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2188270>.
- Chan-Lau, J., & Kim, Y.-S. (2004). Equity Prices, Credit Default Swaps, and Bond Spreads in Emerging Markets. *IMF Working Paper, WP/04/27*.
- Duffe, D. J. (1999). Credit Swap Valuation. *Financial Analysts Journal, Vol. 55*, 73-87.
- Internacional, F. M. (2000). International Capital Flows to Emerging Markets. *World Economic Outlook*, pp. 62-73.
- John, H. C., & White, A. (2000). Valuing Credit Default Swaps I: No Counterparty Default Risk. *Journal of Derivatives, Vol. 8*, 29-40.
- Strahilov, K. (2016). The Determinants of Country Risk in Eastern European Countries. Evidence from Sovereign Bond Spreads. *Bruges European Economic research Papers. BEER paper n° 8*.

*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 25 de septiembre

	Empresa	Estimación	Fecha
1	Univ Jorge Tadeo Lozano	5,00%	9/20/2017
2	BofA Merrill Lynch	5,00%	9/22/2017
3	Finagro	5,25%	9/21/2017
4	Casa de Bolsa	5,25%	9/15/2017
5	Valora Inversiones	5,25%	9/25/2017
6	Barclays	5,25%	9/22/2017
7	Fiduciaria Central	5,00%	9/22/2017
8	Itau Unibanco	5,25%	9/22/2017
9	BTG Pactual	5,25%	9/22/2017
10	Bancolombia	5,25%	9/25/2017
11	Banco Agrario de Colombia	5,25%	9/15/2017
12	Pantheon Macroeconomics	5,25%	9/22/2017
13	Adcap Colombia	5,25%	9/15/2017
14	Rabobank Intl	5,25%	9/18/2017
15	Positiva Compania de Seguros	5,25%	9/15/2017
16	Alianza Valores	5,25%	9/25/2017
17	XP Securities	5,25%	9/25/2017
18	UBS Securities	5,25%	9/22/2017
19	4Cast-RGE	5,25%	9/15/2017
20	Banco de Bogota	5,25%	9/20/2017
21	Ultraserfinco	5,25%	9/21/2017
22	BNP Paribas	5,25%	9/22/2017
23	Acciones Y Valores	5,25%	9/22/2017
24	Banco Mizuho	5,25%	9/25/2017
25	Global Securities	5,25%	9/21/2017
26	Banco Bradesco SA	5,25%	9/25/2017
27	Credicorp Capital	5,25%	9/22/2017

Tasa	Obs.	Prob.
5,00%	3	11%
5,25%	24	89%
Tasa Esperada Ponderada		5,22%

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
4cast	5.25%	5.25%
AdCap	5.00%	5.00%
Alianza Valores	5.25%	5.25%
Anif	5.25%	5.25%
Asobancaria	5.25%	5.25%
Axa Colpatria	5.25%	5.25%
Banco Agrario	5.25%	5.25%
Banco Davivienda	5.25%	5.25%
Banco de Bogotá	5.25%	5.25%
Banco de Occidente	5.25%	5.25%
Banco Popular	5.25%	5.25%
Bancoldex	5.25%	5.25%
BBVA	5.25%	5.25%
BTG Pactual	5.25%	5.25%
Camacol	5.00%	5.00%
Casa de Bolsa	5.25%	5.25%
Cede	5.25%	5.25%
Citibank	5.25%	5.25%
Colfondos	5.25%	5.25%
Corficolombiana	5.25%	5.25%
Credicorp Capital	5.25%	5.25%
Credit Suisse	5.25%	5.25%
Deutsche Bank	5.25%	5.25%
Fedesarrollo	5.00%	5.00%
Fidubogotá	5.00%	5.00%
Fiduprevisora	5.25%	5.25%
Grupo Bancolombia	5.25%	5.25%
Itaú	5.25%	5.25%
JP Morgan	5.00%	5.25%
Moodys Economy	5.25%	5.25%
Nomura	5.25%	5.25%
Old Mutual	5.25%	5.25%
Positiva	5.25%	5.25%
Protección	5.25%	5.25%
Ultraserfinco	5.25%	5.25%
XP Securities	5.25%	5.25%
Promedio	5.22%	5.22%
Mediana	5.25%	5.25%
STDV	0.09%	0.08%
Máximo	5.25%	5.25%
Mínimo	5.00%	5.00%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.00%	11%	4
5.25%	89%	32
5.50%	0%	0
Total	100%	36

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.00%	14%	5
5.25%	86%	31
5.50%	0%	0
Total	100%	36

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

Participantes	Septiembre	2017	2018
AdCap	4.12%	4.18%	3.40%
Alianza Valores	4.08%	4.20%	3.50%
Axa Colpatría	4.07%	4.12%	3.50%
Banco Agrario	4.81%	4.10%	3.20%
Banco Davivienda	4.17%	4.29%	4.41%
Banco de Bogotá	4.10%	4.19%	3.44%
Banco de Occidente	4.05%	4.13%	3.96%
Bancoldex	4.13%	4.28%	3.60%
BBVA	4.07%	4.20%	3.20%
BTG Pactual	4.06%	3.95%	3.30%
Casa de Bolsa	4.15%	4.50%	4.44%
Citibank	4.15%	4.00%	3.30%
Colfondos	4.15%	4.10%	3.10%
Continuum Economics	4.13%	3.50%	3.50%
Corficolombiana	4.06%	3.90%	3.50%
Credicorp Capital	4.05%	4.10%	2.90%
Fidubogotá	4.06%	4.14%	3.51%
Fiduprevisora	4.11%	4.25%	3.69%
Grupo Bancolombia	4.10%	4.20%	3.50%
Itaú	4.12%	4.20%	3.80%
JP Morgan	4.04%	4.00%	3.86%
Moodys Economy	4.10%	4.30%	3.50%
Positiva	4.22%	4.40%	3.44%
Ultraserfinco	4.14%	4.28%	3.45%
Promedio	4.14%	4.15%	3.54%
Mediana	4.11%	4.19%	3.50%
STDV	0.15%	0.19%	0.36%
Máximo	4.81%	4.50%	4.44%
Mínimo	4.04%	3.50%	2.90%

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



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

Rango • Mediana

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera.

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

Encuestas realizadas entre el 5 y el 11 de septiembre

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,00%	0	0,00%	3	14,29%
4,25%	0	0,00%	0	0,00%
4,50%	0	0,00%	8	38,10%
4,75%	1	4,35%	4	19,05%
5,00%	5	21,74%	2	9,52%
5,25%	17	73,91%	1	4,76%
5,50%	0	0,00%	1	4,76%
5,75%	0	0,00%	1	4,76%
6,00%	0	0,00%	1	4,76%
Media	5,17%		4,74%	
Mediana	5,25%		4,50%	

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

Encuestas realizadas entre el 5 y el 11 de septiembre

	Empresa	Estimación 2017	Estimación 2018
1	ANIF	4,20%	3,30%
2	Banco Bradesco	3,90%	3,50%
3	Banco Davivienda	4,45%	-
4	Banco de Bogotá	4,23%	3,44%
5	Bancolombia	4,20%	3,50%
6	Barclays Capital	3,92%	3,04%
7	BBVA Research	4,21%	3,20%
8	BMI Research	4,00%	3,50%
9	BTG Pactual	4,10%	3,30%
10	Capital Economics	3,90%	3,20%
11	Citigroup Global Mkts	4,00%	3,10%
12	Corficolombiana	3,90%	3,50%
13	Credicorp Capital	4,10%	2,90%
14	Deutsche Bank	4,00%	3,20%
15	Ecoanalítica	4,19%	3,99%
16	EIU	4,00%	3,40%
17	Fedesarrollo	4,20%	3,50%
18	Goldman Sachs	4,20%	3,50%
19	HSBC	4,20%	4,20%
20	Itaú BBA	4,20%	3,80%
21	JPMorgan	4,00%	3,90%
22	Nomura	4,20%	3,00%
23	Oxford Economics	4,40%	3,45%
24	Polinomics	4,30%	3,50%
25	Positiva Compañía de Seguros	4,40%	3,44%
26	Scotiabank	4,20%	3,50%
27	Société Générale	4,30%	3,61%
28	UBS	4,10%	3,50%
29	Ultraserfinco	4,30%	3,46%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,75%-3,00%	0	0,00%	1	3,57%
3,00%-3,25%	0	0,00%	6	21,43%
3,25%-3,50%	0	0,00%	8	28,57%
3,50%-3,75%	0	0,00%	9	32,14%
3,75%-4,00%	4	13,79%	3	10,71%
4,00%-4,25%	19	65,52%	1	3,57%
Media		4,15%		3,44%
Mediana		4,20%		3,48%

Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

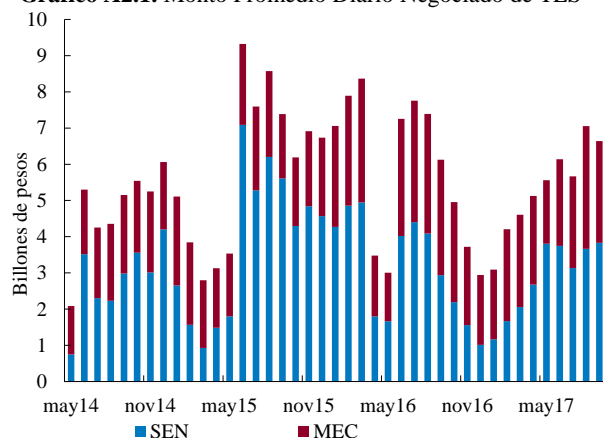
En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de agosto, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -6 p.b, -1 p.b. y 1 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones de -8 p.b y -3 p.b. y 0 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El Dane publicó el 5 de septiembre la variación del índice de precios al consumidor de agosto del 2017, ubicándose en 0,14% mes a mes. Dicho resultado fue superior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,12%), al dato extraído de la encuesta del BR (0,10%) y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2016 (-0,32%). La variación anual fue 3,87%³⁵ (esp: 3,85%). Entre el 5 y el 6 de septiembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 2 p.b, -4 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 -10 p.b, -9 p.b. y -3 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente.

El 12 de septiembre se venció un TES en pesos por \$ 2,6 billones. Adicionalmente, para el mes de septiembre se pagaron cupones por \$1,3 billones del TES en pesos que vence el 18 de septiembre de 2030 y por \$969,4 mm correspondientes al título que vence el 11 de septiembre de 2019.

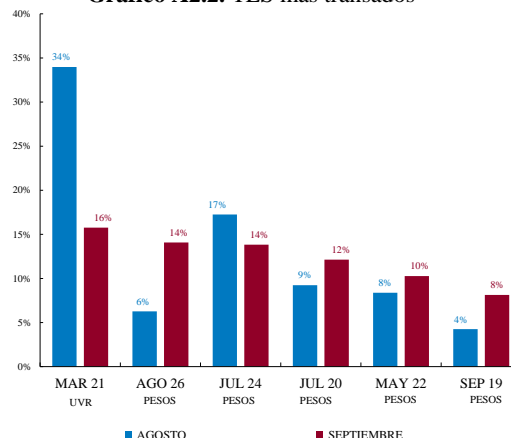
En el corrido de septiembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$7,1 billones³⁶, inferior al observado el mes anterior (\$7,7 billones), pero superior al registrado en septiembre de 2016 (\$3,7 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos más transados han sido los denominados en UVR que vencen en marzo de 2021, cuya participación pasó de 34% a 16%; seguidos por los títulos denominados en pesos que vencen en agosto de 2026 y julio de 2024 cuya participación alcanza el 14% en cada caso (Gráfico A2.2).

Gráfico A2.1. Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 24 de abril del 2017.

Gráfico A2.2. TES más transados*



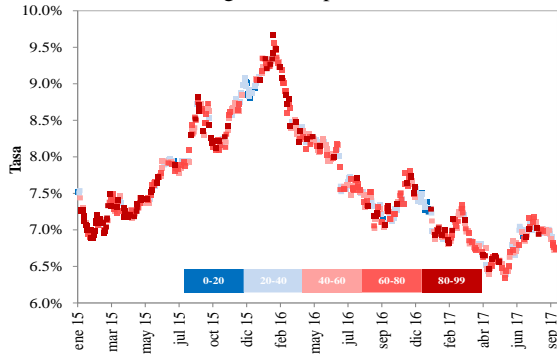
Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos con vencimiento en 2024 (título de referencia para el mercado) y el UVR con vencimiento en 2019 (título de menor maduración en UVR). Desde la última reunión de la JDBR, los montos de negociación del título del 24 se situaron en niveles similares al mes anterior con negociaciones entre los percentiles 60 y 80 para la mayoría de los días. En el caso del título UVR la mayoría de los días las negociaciones se situaron en los percentiles 80 y 99, lo que significa un incremento respecto al mes anterior.

³⁵ Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2016 (8,10%).

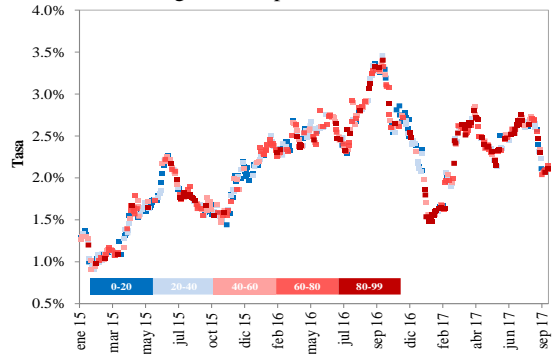
³⁶ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

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



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

Gráfico A2.4. Tasa Cero Cupón TUVT 2019 y Volumen Negociación por Percentiles



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

En septiembre, el *bid-ask spread* promedio disminuyó para TES en pesos mientras que aumentó para los títulos denominados en UVR. Para los títulos de cotización obligatoria denominados en pesos, el promedio se ubicó en 1,56 p.b. (Agosto: 2,05 p.b, Gráfico A2.5), mientras que para los TES denominados en UVR se ubicó en 3,83 p.b. (Agosto: 3,15 p.b, Gráfico A2.6). La profundidad de estos mercados (Gráficos A.7 y A2.8) aumentó en \$70 mm para los títulos en pesos y \$33 mm para los TES UVR, respecto al mes anterior. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos pasó de \$156 mm a \$233 mm, mientras que en TES UVR pasó de \$88 mm a \$121 mm.

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

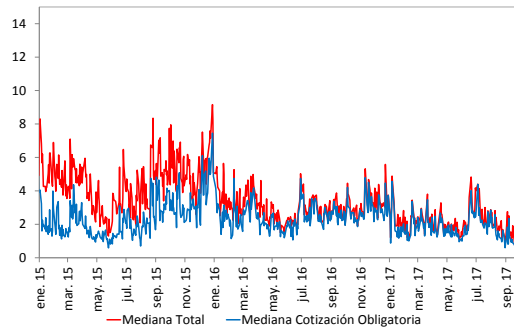
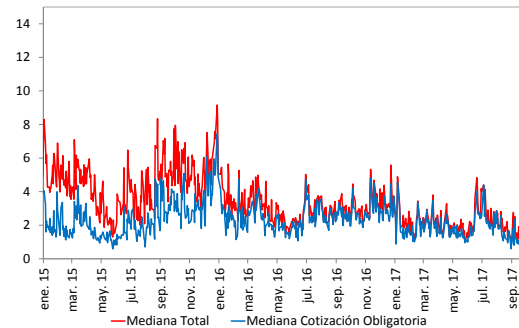


Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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

Gráfico A2.7. Profundidad promedio TES en pesos*

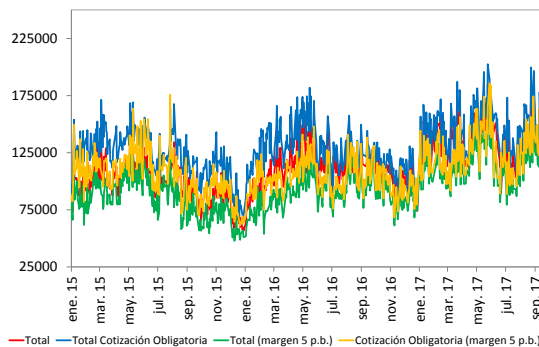
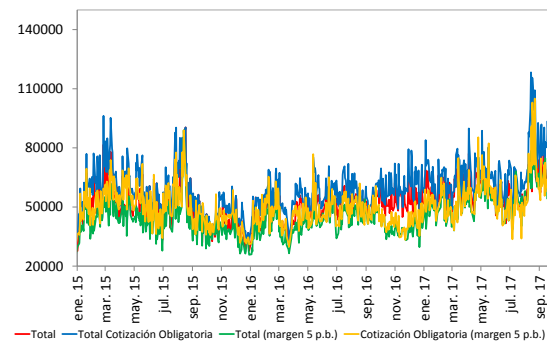


Gráfico A2.8. Profundidad promedio TES en UVR*



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

Anexo 3. Inversionistas en el Mercado de Deuda Local

Desde la última reunión de la JDBR los principales agentes compradores de TES en pesos fueron las entidades públicas (\$3296 mm) y los inversionistas extranjeros (\$216 mm, principalmente en el tramo largo), mientras que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$2137 mm, tramo corto) y las corporaciones financieras (\$616 mm). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los bancos comerciales (\$498 mm, tramo corto), las entidades públicas (\$367 mm) y los inversionistas extranjeros (\$196 mm, tramo largo), mientras que los principales vendedores fueron las corporaciones financieras (\$221 mm, tramos medio y largo) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2). Cabe destacar que las ventas netas de TES en pesos en el tramo corto incorporan el vencimiento de un TCO.

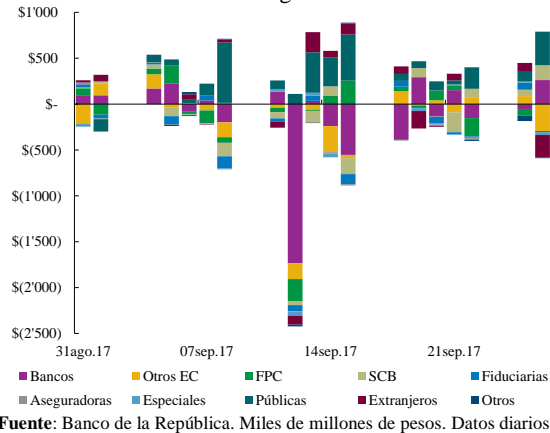
Cuadro A3.1. Compras Netas de TES en Pesos (Azul) y TES UVR (Amarillo)*
(Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

	Corrido 2017	Corrido 2017	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR
			Corto (0-2 años)	Medio (2-5 años)	Largo (>5 años)		Corto (0-2 años)	Medio (2-5 años)	Largo (>5 años)	
Bancos Comerciales	5'918	(2'455)	(1'315)	(508)	(314)	(2'137)	472	106	(80)	498
Compañía de Financiamiento Comercial	(1)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(869)	(50)	(212)	(167)	(237)	(616)	(11)	(112)	(98)	(221)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	5'047	(2'504)	(1'526)	(675)	(551)	(2'752)	461	(7)	(177)	277
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(40)	5	7	9	(22)	(6)	-	-	3	3
Terceros	1'636	3'825	(23)	(57)	126	47	(492)	184	288	(20)
Pasivos Pensionales	11	2'342	(1)	(42)	(93)	(136)	(305)	35	165	(105)
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	1'596	3'830	(16)	(48)	104	41	(492)	184	291	(17)
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	(729)	75	(97)	(103)	(123)	(323)	52	(25)	(65)	(39)
Terceros	327	12	(76)	23	68	16	(9)	9	11	11
Extranjeros	(2)	16	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(401)	87	(173)	(80)	(55)	(307)	43	(16)	(55)	(28)
Sociedades Fiduciarias										
Propia	70	60	(16)	(48)	65	2	6	(4)	3	5
Terceros	7'736	1'734	(898)	218	374	(306)	(74)	1	306	233
Extranjeros***	6'383	992	(251)	(259)	726	216	-	1	194	196
FIC	427	95	(336)	32	(5)	(309)	(67)	2	1	(64)
Pasivos Pensionales	(173)	204	(259)	45	32	(183)	-	18	95	113
Total Sociedades Fiduciarias	7'805	1'794	(914)	170	439	(304)	(68)	(3)	309	238
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	283	(153)	(54)	(4)	-	(57)	(53)	37	(43)	(59)
Terceros	1	-	-	-	1	1	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	1	-	-	-	1	1	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	284	(153)	(54)	(4)	1	(57)	(53)	37	(43)	(59)
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	9'284	5'558	(1'155)	39	489	(627)	(570)	203	502	135
Total Entidades Financieras Especiales**	(494)	70	(113)	(47)	62	(98)	(1)	-	87	86
Total Entidades Públicas****	4'134	(1'938)	1'090	1'125	1'081	3'296	106	109	153	367
Otros*****	(54)	(243)	(15)	10	(67)	(72)	5	(10)	-	(5)
Extranjeros	(14)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	17'916	943	(1'720)	453	1'014	(253)	0	295	564	859

Fuente: BR. Información actualizada al 26 de septiembre de 2017. Cabe señalar que las ventas pueden corresponder a vencimientos de TES y, para el caso de entidades públicas, a redenciones anticipadas de TES de corto plazo. * Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

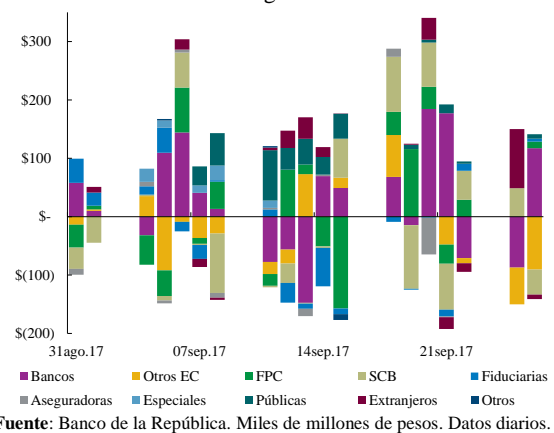
En lo corrido del 2017 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$6367 mm. Adicionalmente, desde el 31 de agosto registraron ventas netas por \$251 mm y \$259 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, al tiempo que compraron en neto \$726 mm en el tramo largo.

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



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

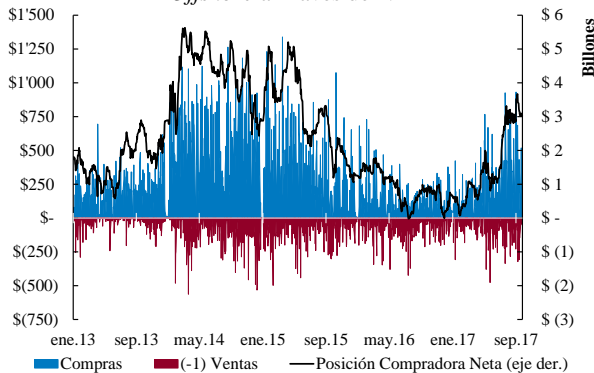
Gráfico A3.2. Compras Netas de TES en UVR por Tipo de Agente



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

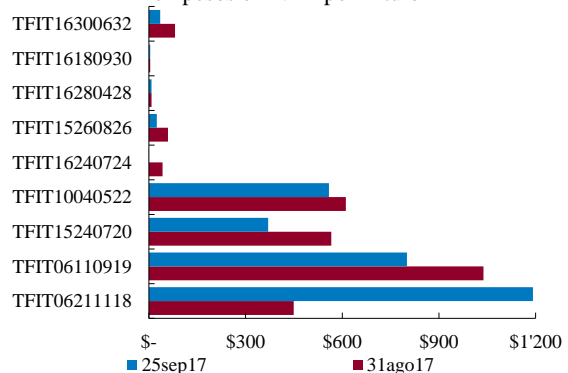
Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$6197 mm y ventas por \$1578 mm³⁷, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$157 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$2860 mm el 31 de agosto a \$3017 mm el 25 de septiembre de 2017.

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



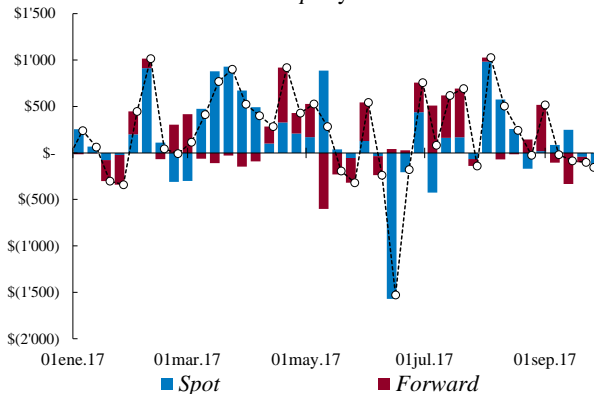
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



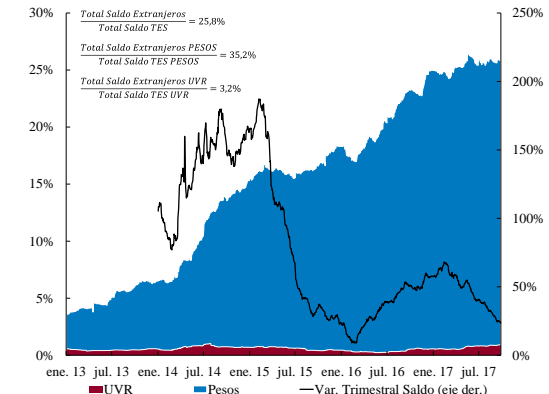
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

Gráfico A3.5. Compras Netas de TES en pesos Offshore en los Mercados Spot y Forward



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

Gráfico A3.6. Saldo de TES Offshore Sobre Saldo Total



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

³⁷ Al tiempo que registraron vencimientos de contratos de compra de TES por \$5827 mm y de venta por \$1365 mm. Datos actualizados al 25 de septiembre de 2017.

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los TES que vencen en noviembre del 2018, se mantuvo estable para las referencias que vencen en abril del 2028 y septiembre del 2030, al tiempo que disminuyó para los demás títulos (Gráfico A3.4).

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5 y A3.6 y en el Cuadro A3.2. El Gráfico A3.5 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward*. El Gráfico A3.6 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro A3.2 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*.

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

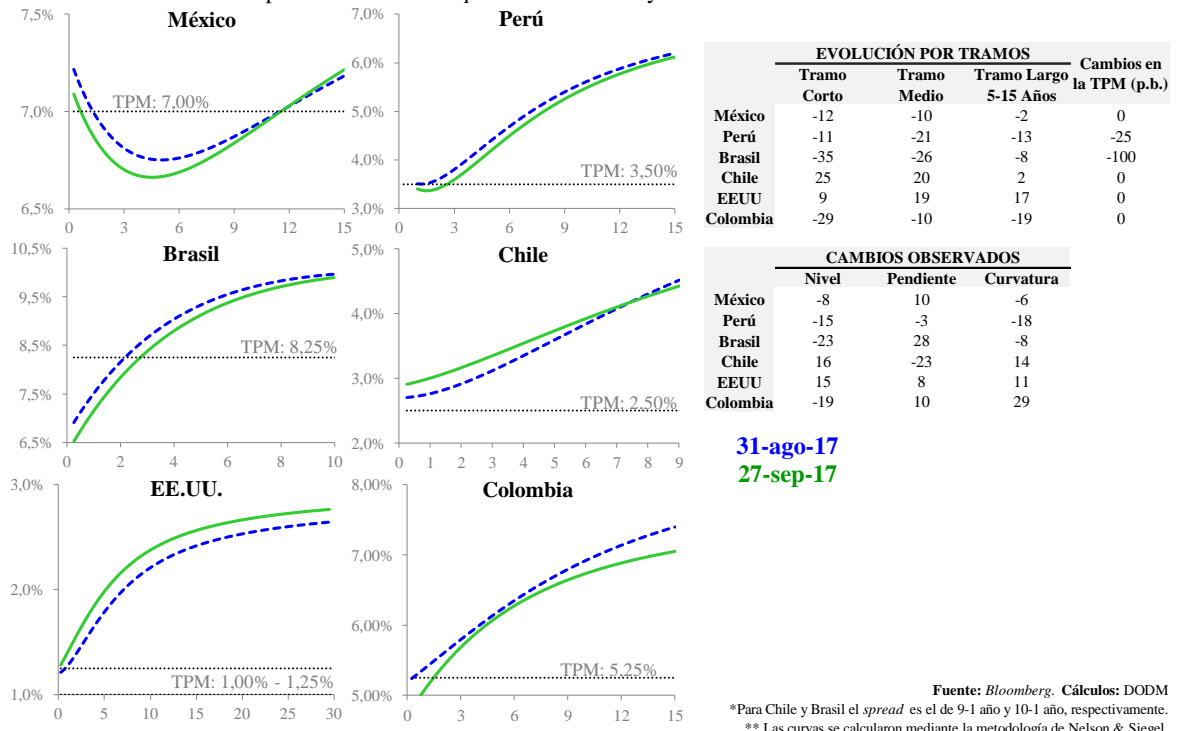
	2016			Corrido de 2017			Jul-17			Ago-17			Corrido de Sep-17		
	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5293)	\$ 617	\$ (4'676)	\$ 5'047	\$ (2'379)	\$ 2'669	\$ 2'764	\$ (1'400)	\$ 1'364	\$ 1'277	\$ 36	\$ 1'312	\$ (2'752)	\$ (157)	\$ (2'909)
Offshore	\$ 20'884	\$ (617)	\$ 20'267	\$ 6'367	\$ 2'379	\$ 8'746	\$ 348	\$ 1'400	\$ 1'748	\$ 1'086	\$ (36)	\$ 1'051	\$ 216	\$ 157	\$ 373

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 25 y 26 de septiembre del 2017 para *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

En este periodo (31 de agosto al 27 de septiembre de 2017), los títulos de deuda pública de la región presentaron valorizaciones, a excepción de EE.UU. y Chile. Este comportamiento estuvo explicado por una coyuntura en donde el contexto macroeconómico de los distintos países de la región muestra una mejor dinámica, y en el caso de EE.UU, principalmente, por las proyecciones del mercado sobre una política monetaria más contractiva en el corto plazo.

Gráfico A4.1. Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



La curva de rendimiento de los *treasuries* presentó un empinamiento desde la última reunión de la JDBR ante desvalorizaciones en el tramo corto inferiores a las observadas en los tramos medio y largo.

Durante la primera semana de septiembre los *treasuries* presentaron valorizaciones por tres eventos. En primer lugar, la mayor demanda de estos títulos generada por el incremento en la percepción de

riesgo a nivel internacional por Corea del Norte y la incertidumbre frente a los efectos del huracán Irma en la economía estadounidense (ver Anexo 8). En segundo lugar, la incertidumbre sobre el aumento del límite a la deuda pública del Gobierno de EE.UU. En este debate, las necesidades de mayor gasto público en las zonas afectadas por el huracán Harvey facilitaron el incremento por parte del Congreso del techo de la deuda, y de acuerdo a algunos analistas postergaron la necesidad de un nuevo incremento, por lo menos a Diciembre, y posiblemente incluso al 2T18³⁸. Por último, contribuyeron a esta tendencia algunos comentarios por parte de miembros del FOMC en donde indicaron sus preocupaciones frente a los bajos niveles de inflación³⁹. Estos comentarios redujeron entre el 31 de agosto y el 8 de septiembre la probabilidad implícita de un incremento en la reunión de la Fed de diciembre de 38,7% a 31%. En línea con las proyecciones sobre una política monetaria más laxa en el corto plazo, el dólar presentó desvalorizaciones cercanas al 1,4% durante esta semana.

A partir de la segunda semana de septiembre se observaron desvalorizaciones en los *treasuries* que estuvieron influenciadas por tres eventos. En primer lugar, la demanda de estos activos se redujo una vez los efectos del paso del huracán Irma por la Florida no fueron tan devastadores como lo esperaba el mercado. En segundo lugar, a estas desvalorizaciones contribuyeron los datos de inflación para agosto en EE.UU.⁴⁰. Por último, a pesar de que el mercado ya descontaba el anuncio de la Fed sobre el inicio del proceso de normalización de la hoja de balance a partir de octubre, contrario a las expectativas del mercado, las proyecciones del FOMC mantuvieron constante la inflación esperada para 2017 y aún muestran que se espera un incremento más de la tasa de fondos federales en el año y tres en 2018. De esta forma, los agentes prevén una política monetaria más contractiva en el corto plazo, acentuándose con las declaraciones *hawkish* de Janet Yellen. Este cambio en las expectativas se reflejó en los futuros sobre la tasa de fondos federales.

Cabe agregar que durante el mes la economía estadounidense presentó resultados con desempeños inferiores a las expectativas en el mercado laboral⁴¹, ventas al por menor⁴² y ventas de inmuebles⁴³. En el caso del mercado laboral y las ventas al por menor esta dinámica pudo estar explicada por los efectos transitorios comunes ante impactos de un huracán.

Por su parte, en Brasil se observaron valorizaciones en todos los tramos de la curva ante un desempeño macroeconómico favorable con reducciones en la tasa de desempleo (obs: 12,8%; esp: 13%; ant: 13%), crecimiento en el PIB del 2T17 (obs: 0,2%; esp: 0%; ant: 1%), incrementos en la producción industrial (obs: 2,5%; esp: 1,8%; ant: 0,6%), reducciones en los niveles de inflación (obs: 2,46%; esp: 2,58%; ant: 2,71%) y aumentos en las ventas al por menor (obs: 5,8%; esp: 4,9%; ant: 4,3%). Durante el mes de septiembre el Banco Central de Brasil redujo su tasa Selic en 100 p.b, en línea con las expectativas del mercado. En el frente político se presentaron por segunda vez acusaciones al presidente Temer frente a la Corte Suprema, en este caso por los delitos de organización criminal y obstrucción a la justicia. La Corte remitió esta acusación a la Cámara Baja del Senado, en donde deberá decidirse si se permite que la primera llame al presidente Temer a juicio. De acuerdo a un agente del mercado⁴⁴, los precios de los activos financieros no respondieron a esta noticia debido a que se espera que la mayoría

³⁸ JP Morgan y Citibank.

³⁹ En particular, cabe resaltar los comentarios de Brainard, Kashkari y Kaplan del 5 de septiembre, y de Mester, Dudley y George el 7 de septiembre. Todos estos fueron vistos como *dovish* por el mercado.

⁴⁰ El 14 de septiembre se publicó la inflación para EE.UU. del mes de agosto, la cual presentó un dato de 1,9%, superior a la expectativa del mercado de 1,8%, y a la observación del mes de julio de 1,7%.

⁴¹ El 1 de septiembre se conoció que en agosto el desempeño en las nóminas no agrícolas (obs: 156,000; esp: 180,000), la tasa del desempleo (obs: 4,4%; esp: 4,3%) y el incremento en el salario promedio por hora (obs: 2,5%; esp: 2,6%) resultó inferior a lo esperado. En la primera semana del mes se observó un fuerte incremento en las solicitudes iniciales de desempleo (obs: 298,000; esp: 241,000; ant: 236,000) ante el paso del huracán Harvey en Texas.

⁴² El 15 de septiembre se publicaron los datos de ventas al por menos para agosto con un descenso de 0,2%, mientras el mercado esperaba un incremento de 0,2%.

⁴³ La encuesta del *National Association of Home Builders* descendió en septiembre a 64 desde un nivel de 67 en agosto, mientras el mercado esperaba un incremento a 68.

⁴⁴ JP Morgan.

de la Cámara Baja vote en contra de permitir que la acusación continúe su trámite ante la Corte Suprema.

Los distintos tramos de la curva de Perú presentaron las mayores valorizaciones de la región después de Brasil. Esta dinámica se dio en un mes, en donde, durante la primera semana las tasas presentaron un comportamiento estable, a pesar del sorpresivo incremento de la inflación durante el mes de agosto ante los efectos climáticos que pudieron afectar los precios de algunos bienes agrícolas⁴⁵. A partir de la segunda semana de septiembre se observaron valorizaciones generalizadas que estuvieron en línea con la sorpresiva reducción en 25 p.b. de la tasa de política monetaria⁴⁶ y datos favorables del mercado laboral⁴⁷. En el frente político, la no aprobación por parte del Congreso del voto de confianza al gabinete del presidente Kuczynski llevó a la renuncia de todos sus ministros.

Por su parte, las valorizaciones en la curva de México se dieron durante la segunda semana del mes y estuvieron probablemente influenciadas por las perspectivas favorables frente a la negociación del TLCAN, sobre la cual, los representantes de ambas partes anunciaron un avance hacia el objetivo de dar por finalizada la negociación antes de que termine el año. Igualmente, durante el mes, el incremento en los niveles de inflación debilitó su tendencia y resultó inferior a las expectativas del mercado⁴⁸. El 19 de septiembre se presentó un terremoto en Ciudad de México, ante el cual, algunos agentes modificaron a la baja sus proyecciones de crecimiento para los próximos dos trimestres.

Por último, la curva de Chile presentó desvalorizaciones leves, principalmente en sus tramos corto y medio. Esta dinámica estuvo explicada por las expectativas de una mayor tasa de política monetaria a cierre de año; mientras que el mes pasado, la mayoría del mercado esperaba que el Banco Central de Chile cerrara el 2017 con una tasa de 2,25%. Actualmente, estas expectativas se encuentran en 2,50%. Este aumento en las proyecciones del mercado sobre la tasa de política monetaria estuvo influenciado por la estabilidad en los datos de inflación observados⁴⁹ y por diversos datos macroeconómicos que dan señales de un comportamiento favorable de esta economía⁵⁰.

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes⁵¹ (incluyendo Colombia) desde la última reunión de la JDBR, en lo corrido de 2017 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR todos los índices regionales se valorizaron, en mayor medida los de Medio Oriente/África (1,7%) y Latinoamérica (1,5%). El índice *Total GBI-EM Global* aumentó 1,1% y el de Colombia 1,4%.

⁴⁵ La inflación de agosto superó el rango meta del Banco Central con su observación de 3,17%, la cual resultó superior a las expectativas del mercado y al dato anterior de 3,05% y 2,85%, respectivamente.

⁴⁶ En promedio, el mercado esperaba un recorte de 11 p.b.

⁴⁷ La tasa de desempleo para agosto de 6,7% sorprendió al mercado, el cual tenía una expectativa de 6,8%.

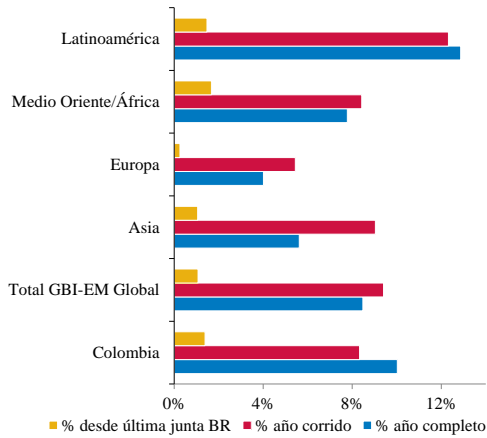
⁴⁸ Durante el periodo se conocieron dos datos de inflación, en el primero, la inflación para agosto presentó un dato observado de 6,74%, inferior a las expectativas del mercado de 6,77%, pero superior al dato anterior de 6,59%. En el segundo dato, el cual recopila la información desde mediados de agosto a mediados de septiembre, la inflación cedió terreno a un nivel observado de 6,53%, que resultó inferior a las proyecciones del mercado de 6,59%.

⁴⁹ En agosto, la inflación observada fue de 1,9%, similar a las expectativas del mercado y superior al dato de julio de 1,7%.

⁵⁰ En el mes se conoció que las ventas al por menor (obs: 4,2%; esp: 4,0%; ant: 4,2%), la actividad económica (obs: 2,8%; esp: 2,3%; ant: 1,4%) y la balanza comercial (obs: UDS 597 m, esp: USD 125 m; ant: USD 231 m) resultaron superiores a las expectativas del mercado.

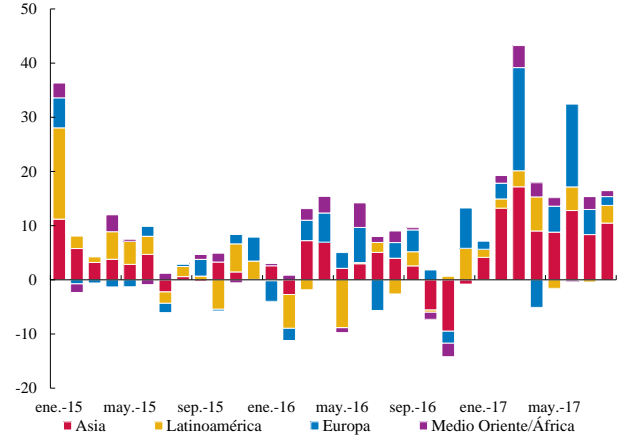
⁵¹ El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir 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.

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

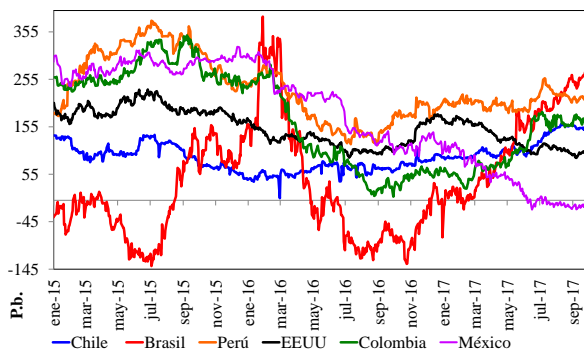
Gráfico A4.3: Flujos de Portafolio hacia Renta Fija Economías Emergentes



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

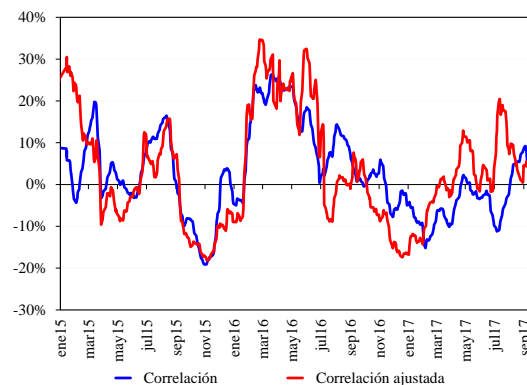
Adicionalmente, el IIF⁵² estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en agosto por US\$15,80 mm. En particular, estimó salidas netas de los mercados de renta variable por US\$0,66 mm, entradas netas de US\$16,47 mm hacia los mercados de renta fija, y específicamente para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$3,26 mm (Gráfico A4.3).

Gráfico A4.4. 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 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

Gráfico A4.5. Correlación Pendientes Región

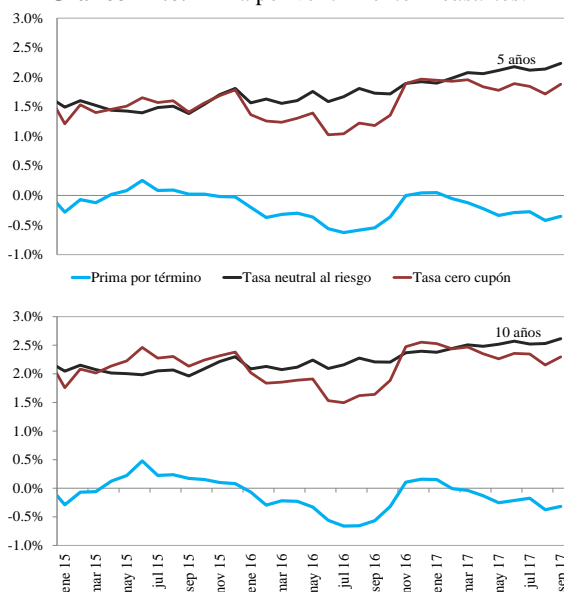


Fuente: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

El Gráfico A4.4 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia descendió a 146 p.b. (ant: 160 p.b.). Las pendientes de Brasil, Perú, Chile, EE.UU. y México se sitúan en 275 p.b, 214 p.b, 146 p.b, 98 p.b. y -10 p.b, respectivamente. En el Gráfico A4.5 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha disminuido y se encuentra actualmente en -4.62%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos -línea roja) se encuentra en 1,40%. Esto puede señalar, que el comportamiento de las pendientes continuó siendo explicado por factores idiosincráticos.

⁵² Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

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



Fuente y Cálculos: Fed.

Por su parte, la prima por vencimiento de los *treasuries* aumentó 6 p.b. para 5 años y 8 p.b. a 10 años, y se situó en -0,35% y -0,32%, respectivamente. La tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó cerca de 9 p.b. para 5 y 10 años (Gráfico A4.6).

Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias los bancos centrales de Suecia (-0,5%), Noruega (0,5%), Reino Unido (0,25%) y Australia (1,5%) mantuvieron sus tasas de intervención sin modificación, en línea con las expectativas del mercado. Además, el BoE decidió continuar con sus medidas de estímulo monetario, de manera que seguirá manteniendo un saldo de compras de £10 mm en bonos corporativos con grado de inversión y un saldo objetivo de bonos gubernamentales de £435 mm.

El 7 de septiembre, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0,0%, la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la tasa de depósitos en -0,40%, en línea con las expectativas del mercado. En cuanto a las medidas no convencionales de política monetaria, el organismo continuó con su programa de compra de activos a un ritmo mensual de €60 mm hasta diciembre del presente año. El presidente del BCE, Mario Draghi, indicó, entre otras cosas, que la apreciación del euro es un factor importante a considerar al momento de realizar cambios en la política monetaria, y que es probable que en octubre se tomen decisiones al respecto.

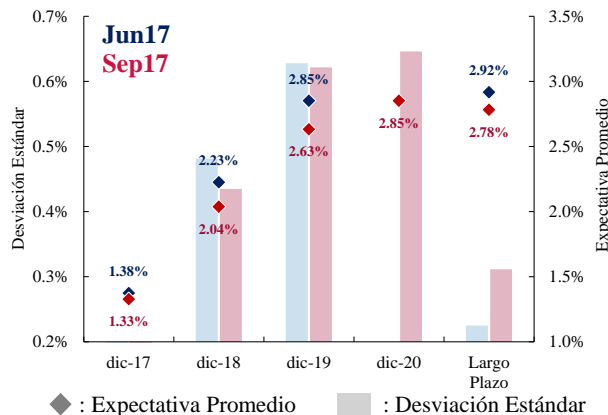
El Banco Central de Suiza mantuvo su esquema de política monetaria expansiva con el objetivo de estabilizar la evolución de los precios y apoyar la actividad económica, tal como lo anticipaba el mercado. Así, la tasa de interés aplicable a los depósitos a la vista en el Banco Central se mantuvo en -0,75% y el rango objetivo de la tasa *libor* a 3 meses se mantuvo entre -1,25% y -0,25%. En otro escenario, el Banco Central de Canadá incrementó sorpresivamente su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 1%, indicando que los datos económicos recientes habían sido más sólidos de lo esperado, lo cual fortaleció su perspectiva de un crecimiento económico más generalizado y sostenido.

El Banco Central de Japón decidió mantener su tasa de interés de referencia en -0,1%, en línea con las expectativas del mercado. Así, mantuvo su política de tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (*Japanese Government Bonds*) a través de la compra de bonos a un ritmo anual de ¥80 trillones. Adicionalmente, la entidad señaló que continuará con las compras de ETFs (*Exchange-Traded Funds*) y J-REITs (*Japan Real Estate Investment Trust*), de tal manera que sus tenencias crezcan a un ritmo anual de ¥6 trillones y ¥90 billones, respectivamente.

El 20 de septiembre la Fed decidió mantener el rango objetivo de la tasa de los fondos federales entre 1% y 1,25%, tal como lo anticipaba el mercado, y reiteró que su postura de política monetaria continúa orientada a fortalecer el mercado laboral y alcanzar una inflación del 2% en el mediano plazo. La entidad indicó que el mercado laboral seguía fortaleciéndose mientras la actividad económica había crecido moderadamente en lo corrido del año. Entre otras cosas, la entidad señaló que el efecto adverso de los huracanes *Harvey*, *Irma* y *María* podrían reflejarse en la actividad económica en el corto plazo, pero que es poco probable que las tormentas alteren sustancialmente el curso de la economía en el mediano plazo. En relación con la normalización de su hoja de balance, la entidad indicó que iniciará el proceso en octubre de acuerdo con los lineamientos publicados en su reunión de junio⁵³.

Además, el organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que, entre otras cifras y comparando con sus proyecciones de junio, el punto medio de la proyección de crecimiento económico aumentó de 2,2% a 2,4% para 2017 y de 1,9% a 2% para 2019, y se mantuvo estable para 2018 y el Largo Plazo (LP) en 2,1% y 1,8%, respectivamente; el punto medio de la proyección de desempleo disminuyó de 4,2% a 4,1% para 2018 y 2019, y se mantuvo estable en 4,3% y 4,6% para 2017 y el LP, respectivamente; y el punto medio de la proyección de inflación para 2018 disminuyó de 2% a 1,9%, al tiempo que lo mantuvo inalterado en 1,6% para 2017 y 2% para los demás plazos.

Gráfico A5.1. Pronósticos de la Fed de la Tasa de los Fondos Federales (Junio y Septiembre de 2017)



Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

En el gráfico A5.1 se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en junio y septiembre de 2017 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2017, 2018, 2019, 2020 y para el largo plazo; puede observarse que las proyecciones de septiembre se ubicaron por debajo de las estimaciones previas.

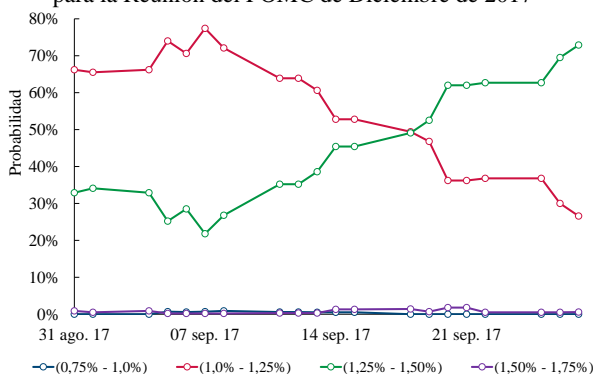
Durante el periodo, aumentó la probabilidad de que el rango de los fondos federales se ubique entre 1,25% y 1,50% para las reuniones de diciembre de 2017 y marzo del 2018 (Gráfico A5.4), siendo este el escenario más probable en ambos casos

(Gráfico A5.5). Además, según lo publicado por *CME Group Inc.*⁵⁴, con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de la Fed de diciembre de 2017 la probabilidad de que el rango de tasas se ubique entre 1,0% y 1,25% es 17,0% (ant.: 60,0%), la de uno entre 1,25% y 1,5% es 81,4% (ant.: 37,8%) y la de uno entre 1,5% y 1,75% es 1,7% (ant.: 2,2%).

⁵³ En su reunión de junio la Fed publicó los lineamientos para reducir su portafolio de US\$4,2 billones en bonos del Tesoro y activos respaldados por hipotecas, indicando que buscaba alcanzar niveles en la hoja de balance de la entidad inferiores a los observados en los últimos años pero mayores a aquellos previos a la crisis financiera. Específicamente, señaló que la reducción de *Treasuries* será inicialmente de US\$6 mm mensuales, monto que se incrementará en US\$6 mm adicionales cada tres meses hasta alcanzar los US\$30 mm mensuales; mientras que para la deuda de agencias y de activos respaldados por hipotecas la reducción será inicialmente de US\$4 mm mensuales, y se incrementará trimestralmente en US\$4 mm adicionales hasta alcanzar los US\$20 mm mensuales.

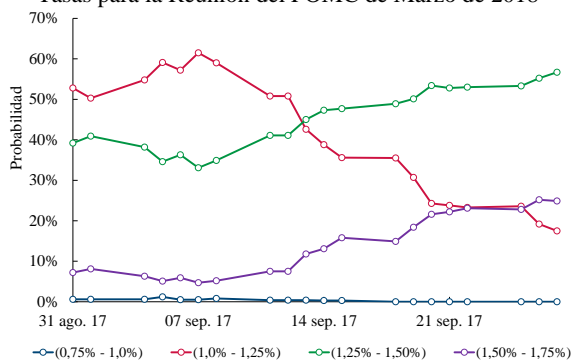
⁵⁴ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade*. Consulta actualizada el 27 de septiembre, al tiempo que el valor previo corresponde a las cifras consultadas el 25 de agosto.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En 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 1T20 (ant.: 2T20) (Gráfico A5.6).

Países Emergentes

Los bancos centrales de Polonia (1,5%), Malasia (3%), Tailandia (1,5%), Turquía (8%⁵⁵), Ucrania (12,5%), Hungría (0,9%), República Checa (0,25%) y Sudáfrica (6,75%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado por el mercado. Por otra parte, los bancos centrales de Serbia, Rusia e Indonesia recortaron sorpresivamente sus tasas de interés de referencia en 25 p.b, 50 p.b. y 25 p.b. a 3,75%, 8,5% y 4,25%, respectivamente.

En Latinoamérica, en línea con lo esperado, los bancos centrales de Argentina y Chile mantuvieron sus tasas de interés de referencia inalteradas en 26,25% y 2,5%, respectivamente, al tiempo que el de Brasil la recortó 100 p.b. a 8,25%. Por otra parte, el Banco Central de Perú recortó sorpresivamente su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 3,5% indicando que este nivel de la tasa de referencia *es compatible con una proyección de inflación que se mantiene dentro del rango meta durante 2017 y 2018. Esta proyección toma en cuenta los siguientes factores: i) El incremento de precios de algunos alimentos y de las tarifas de agua en agosto tendrán un efecto transitorio en la inflación. Las mediciones de tendencia inflacionaria se encuentran dentro del rango meta y se proyecta que continuarán bajando en los próximos meses; ii) La expectativa de inflación a 12 meses continuó bajando, situándose en 2,7% en agosto; iii) El crecimiento de la actividad económica se mantiene por debajo de su potencial. Se espera que la actividad se recupere por un mayor dinamismo del gasto público y privado; y, iv) La economía mundial sigue recuperándose gradualmente, aunque con una relativa incertidumbre asociada a una eventual reversión de los estímulos monetarios en las economías avanzadas.*

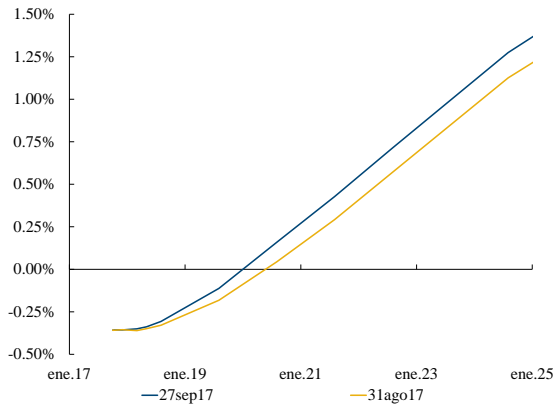
En el Gráfico A5.7 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales⁵⁶ desde el año 2005. Se puede observar que en agosto las tasas reales de México y Perú se ubicaron por encima de sus medias históricas, mientras que las de los demás se ubicaron por debajo⁵⁷.

⁵⁵ Con la medida, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) se mantuvo en 9,25%, la tasa de depósitos (*Borrowing Rate*) en 7,25% y las tasas de la ventanilla de liquidez (entre las 4:00 p.m. - 5:00 p.m.) se mantuvieron en 0% (para depósitos) y 12,25% (para préstamos).

⁵⁶ Deflactadas con medidas de inflación básica.

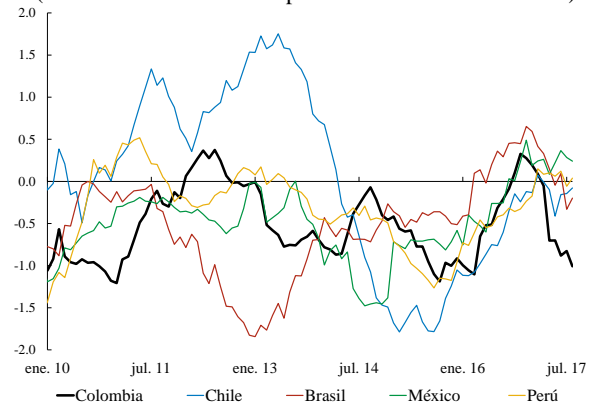
⁵⁷ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,85%; Chile 0,77%; Brasil 5,61%, México 1,59 y Perú 0,79%.

Gráfico A5.6. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A5.7. Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005*)



Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.*Media y desviación histórica calculada desde octubre de 2005.

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	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18	may18	jun18	jul18	ago18
6.75%												0%
6.50%												0%
6.25%											0%	0%
6.00%										0%	0%	1%
5.75%								0%	0%	0%	1%	2%
5.50%		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	3%
5.25%	80%	60%	45%	33%	24%	18%	14%	11%	9%	8%	7%	5%
5.00%	20%	40%	47%	48%	45%	40%	36%	31%	26%	22%	17%	14%
4.75%			9%	18%	26%	31%	33%	33%	32%	29%	26%	23%
4.50%				1%	4%	10%	15%	20%	23%	24%	25%	25%
4.25%						0%	2%	5%	9%	12%	15%	17%
4.00%								0%	1%	3%	5%	8%
3.75%										0%	1%	2%
3.50%											0%	0%
3.25%												0%

Cuadro A6.2. Mes Anterior

TPM	ago17	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18	may18	jun18	jul18
7.00%												0%
6.75%												0%
6.50%											0%	0%
6.25%										0%	0%	1%
6.00%									0%	0%	1%	2%
5.75%								0%	0%	1%	2%	3%
5.50%	0%					0%	1%	1%	3%	4%	4%	3%
5.25%	100%	78%	60%	45%	34%	25%	20%	16%	13%	11%	8%	6%
5.00%		22%	37%	45%	47%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	16%
4.75%			3%	10%	18%	27%	32%	33%	33%	31%	28%	25%
4.50%					1%	3%	8%	14%	19%	22%	24%	25%
4.25%								1%	3%	7%	11%	14%
4.00%									0%	1%	4%	
3.75%											0%	0%
3.50%												0%

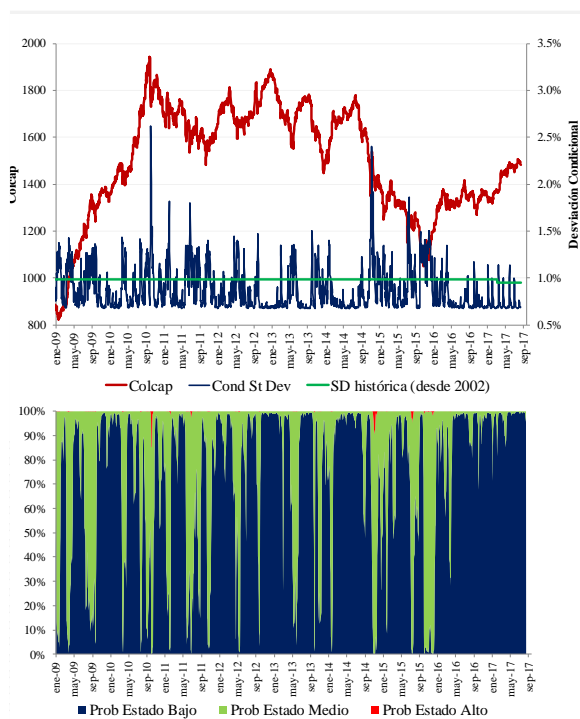
Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

De acuerdo a la EOF, respecto al EMBI Colombia el 55,6% de agentes espera que aumente (anterior: 56,6%), mientras un 33,3% que se mantenga igual (anterior: 32,1%) y un 11,1% que disminuya (anterior: 11,3%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 35,2% espera que esta se mantenga estable (anterior: 30,2%), un 22,2% que aumente (anterior: 18,9%) y un 27,8% que disminuya (anterior: 28,3%)⁵⁸.

Entre el 31 de agosto y el 22 de septiembre, el Colcap se valorizó 0,26%, jalonado por la valorización de Avianca (4,1%) y el comportamiento positivo de las acciones de Cemex (3,4%). Este comportamiento estuvo en línea con el aumento en el CDS a 5 años de Colombia, la apreciación del peso colombiano y el aumento en el precio del petróleo⁵⁹. Para lo corrido de septiembre, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó ligeramente respecto al promedio de agosto y se ubica alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.1). De igual forma durante el mes, la volatilidad promedio del mercado de TES se redujo respecto a lo observado en agosto y se ubicó alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico A7.2).

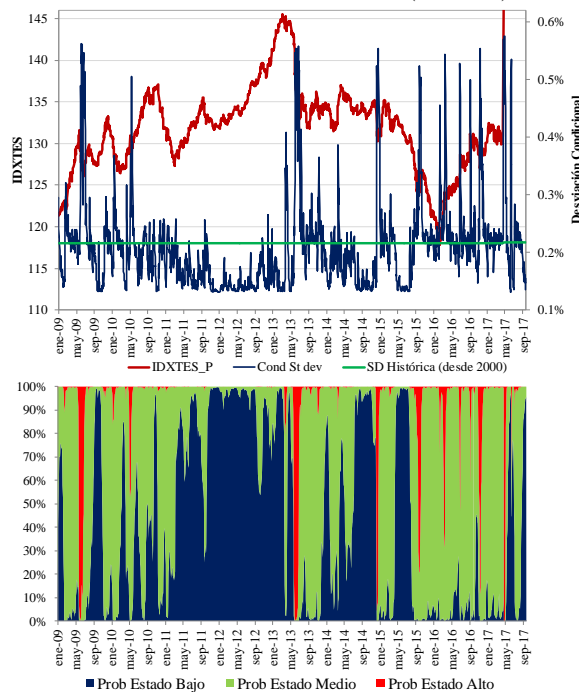
Con información al 15 de septiembre los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a agosto de -22 p.b, -22 p.b. y 29 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del margen para las carteras de tesorería y preferencial se explicó por una disminución de las tasas activas mayor que la de los TES, mientras que el del margen de la cartera de consumo se explicó por un incremento de las tasas activas y a una disminución de la de los TES.

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.

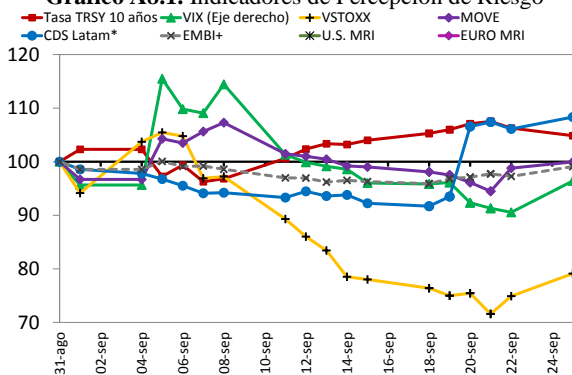
⁵⁸ Al 14,8% restante no les aplica la pregunta (anterior: 22,6%).

⁵⁹ Entre el 31 de agosto y el 22 de septiembre, el precio del petróleo Brent aumentó 8,5%, el CDS a 5 años aumentó 5 p.b. y la tasa de cambio se apreció 0,8%.

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Entre el 31 de agosto y el 25 de septiembre la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados presentó incrementos transitorios ante la expectativa en torno a los efectos del huracán Irma en la economía estadounidense y las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y Corea del Norte. Ahora bien, frente al 31 de agosto, la percepción de riesgo a nivel internacional en mercados accionarios y de renta fija disminuyó, y se encuentra actualmente en los niveles de volatilidad baja observados durante la mayor parte del año (Gráficos A8.1 y A8.2).

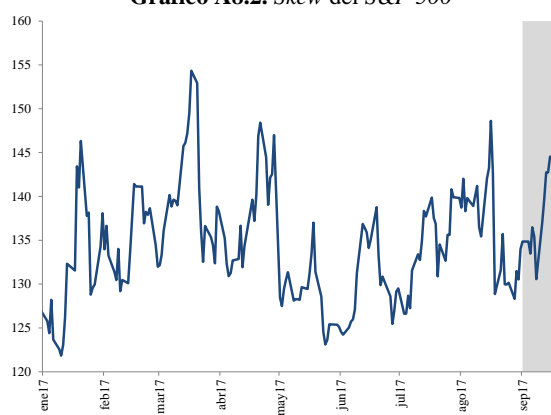
Gráfico A8.1. Indicadores de Percepción de Riesgo



* 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.

Durante la primera semana del mes de septiembre se observó un incremento de la percepción de riesgo de los mercados accionarios estadounidenses y europeos ante las tensiones geopolíticas con Corea del Norte, principalmente ante la prueba por parte de este país de una bomba de hidrógeno. Este aumento transitorio en la volatilidad estuvo influenciado por las expectativas frente a los efectos en la economía estadounidense del paso de Irma por la Florida.

En lo referente al mercado de renta fija de EE.UU., la volatilidad aumentó durante la primera semana de septiembre ante los comentarios por parte de algunos miembros del FOMC quienes expresaron sus preocupaciones sobre los bajos niveles de inflación. De igual forma, la mayor incertidumbre de este mercado estuvo influenciada por los comentarios de Mario Draghi, el presidente del BCE, quien expresó la preocupación de esta entidad sobre la apreciación del euro, y dio señales sobre la intención de llevar a cabo anuncios referentes a la política de compra de títulos en la reunión de octubre.

A partir de la segunda semana del mes, la volatilidad de los mercados accionarios estadounidense y europeos medida por el *Vix* y el *Vstox* se redujo ante un impacto de Irma menor a lo esperado en la economía estadounidense, y la no realización de una prueba nuclear previamente anunciada por Corea del Norte.

Por su parte, en el mercado de renta fija, el *Move* presentó reducciones ante la publicación de datos de inflación en EE.UU.⁶⁰, el Reino Unido⁶¹ y la Unión Europea⁶², comentarios de Mark Carney, el presidente del Banco de Inglaterra, y el comunicado posterior a su reunión de la Fed, que hacen más creíbles las expectativas para economías desarrolladas sobre una política monetaria más contractiva

⁶⁰ El 14 de septiembre se publicó la inflación para EE.UU. del mes de agosto, la cual presentó un dato de 1,9%, superior a la expectativa del mercado de 1,8%, y a la observación del mes de Julio de 1,7%.

⁶¹ El 12 de septiembre se publicó la inflación para el Reino Unido del mes de agosto, la cual presentó un dato de 2,9%, frente a una expectativa y un dato anterior de 2,6%.

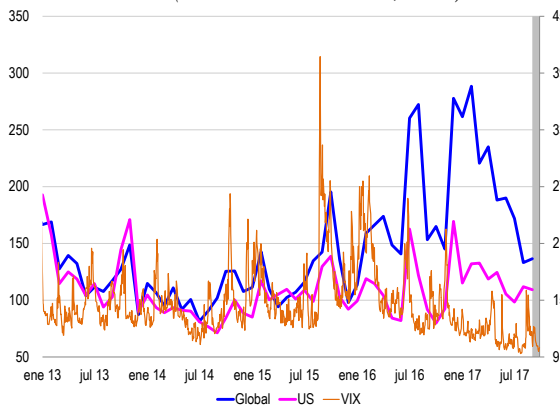
⁶² El 18 de septiembre se publicó el dato de inflación para la Unión Europea del mes de agosto, con una nivel observado de 1,5% coincidente con las proyecciones del mercado, pero superior al dato anterior de 1,3%.

en el corto plazo. Estos mismos eventos generaron un incremento del *Skew* sobre el *S&P500* ante la proyección de mayores tasas que afecten la financiación del sector corporativo.

Cabe agregar que ante la victoria de Angela Merkel en las elecciones de Alemania, la volatilidad del mercado accionario europeo se redujo a sus niveles mínimos en 14 años.

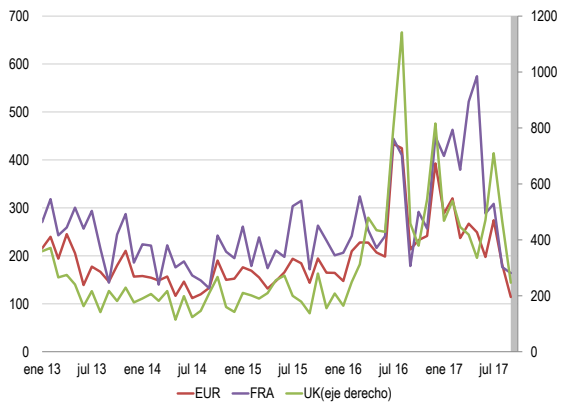
Durante septiembre el índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global aumentó levemente a un nivel de 135,5, desde una observación en julio de 133,13, mientras a que nivel regional y local descendió en Europa (obs: 114,19; ant: 181,42), EE.UU. (obs: 109,3; ant: 111,91), Francia (obs: 164,05; ant: 176,47) y el Reino Unido (obs: 247,01; ant: 466,47) (Gráficos A8.3 y A8.4).

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



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

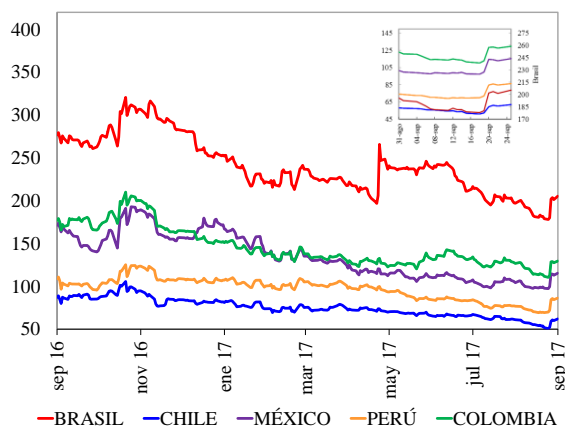
Gráfico A8.4. Incertidumbre política Europa, Francia y el Reino Unido



Fuente: Baker Bloom & Davis (2016).

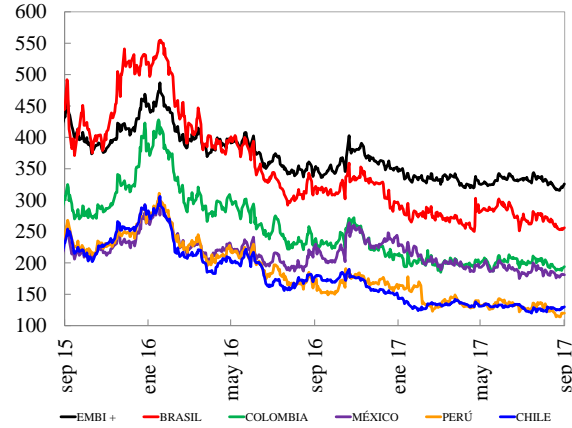
Los *Credit Default Swaps* (CDS) y los EMBI de la región presentaron una dinámica diferenciada. Los EMBI disminuyeron 17 p.b. en Argentina, 16 p.b. Brasil, 8 p.b. en Perú, 4 p.b. en Colombia, 3 p.b. en México y el de Chile se mantuvo estable. Por su parte, los CDS a 5 años aumentaron 14 p.b. en México, 12 p.b. en Perú, 10 p.b. en Brasil, 7 p.b. en Colombia, 4 p.b. en Chile y 4 p.b. en Argentina. Este incremento en los CDS a 5 años se dio el 20 de septiembre y según algunos analistas estuvo explicado por el cambio de serie semestral que es habitual en este indicador. Es posible que los CDS también hayan estado afectados por el tono *hawkish* que se percibió por parte de la Fed después de su reunión (Gráficos A8.5 y A8.6).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.6. EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.