



# VERSIÓN PÚBLICA

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

## **Comportamiento de los Mercados Financieros Internacionales y Determinantes de las Dinámicas de los Mercados Locales de Capitales**



# VERSIÓN PÚBLICA

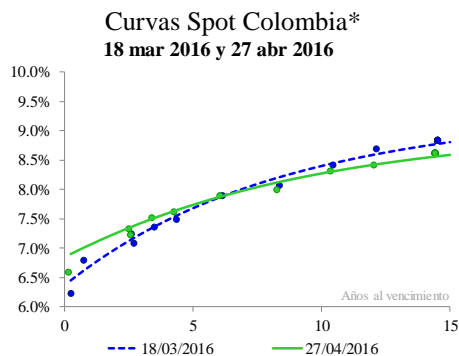
Documentos de trabajo de  
**la Junta Directiva**  
del Banco de la República

## **Comportamiento de los Mercados Financieros Internacionales y Determinantes de las Dinámicas de los Mercados Locales de Capitales**

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

## Resumen Ejecutivo

En Colombia, al comparar los datos entre el 18 de marzo y el 27 de abril del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 35 p.b y 14 p.b. en los tramos corto y mediano, respectivamente. En contraste, las tasas del tramo largo disminuyeron en promedio 12 p.b. de manera que la pendiente cayó 47 p.b. La correlación de 60 días entre las tasas de largo plazo de Colombia y las de los bonos del Tesoro de EE.UU. pasó de -46% a -13%<sup>1</sup>. La correlación a 30 días pasó de -77% a -23%.



**Cambios Promedio en la Curva por Tramos**  
(comparando puntos de referencia)

Tramo	Tramo	Tramo
Corto 0-2	Medio 2-5	Largo 5-15
Años	Años	Años
35	14	-12

*Cifras en puntos básicos*

Nivel	Pendiente	Curvatura
13	-47	5

*Los factores de riesgo reflejan el cambio en la curva spot mediante tres factores: nivel, pendiente y curvatura*

Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.\* Las Curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel. Se incluyen TCO en la estimación de la curva.

Después de la última reunión de la JDBR la curva cero cupón se aplanó ante el aumento de las tasas de los TES de corto plazo y la disminución de las de largo plazo. Las desvalorizaciones de los bonos en el tramo corto están relacionadas principalmente con expectativas de incrementos adicionales de la tasa de política monetaria en las próximas reuniones de la Junta, que se acentuaron después de la publicación del dato de inflación de marzo.

Las tasas de mediano y largo plazo tuvieron una dinámica similar a la de la percepción de riesgo a nivel internacional y hacia Colombia. Las preocupaciones respecto al crecimiento económico a nivel mundial generaron episodios de desvalorizaciones. No obstante lo anterior, en abril se presentaron valorizaciones dado que los mercados están contemplando un menor ritmo en la normalización de la política monetaria por parte de este organismo, y además el precio del petróleo se recuperó. En el caso del tramo largo, las valorizaciones más que compensaron las desvalorizaciones previas. Cabe mencionar que este período de valorizaciones estuvo interrumpido luego de la publicación del dato de inflación.

Respecto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de abril aumentó ante un deterioro en la mayoría de los indicadores disponibles, particularmente en los *spreads* de cartera. A nivel internacional, los indicadores de percepción de riesgo no tuvieron un comportamiento definido

<sup>1</sup> Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 70%.

desde la última reunión de la JDBR, y recientemente se ubican en niveles similares a los observados a mediados de marzo.

Con relación a las expectativas sobre el movimiento de la tasa de referencia del BR en su próxima reunión, de acuerdo con las encuestas realizadas por Fedesarrollo y la BVC, *Bloomberg* y la compilación de las encuestas de Anif y Citibank, las tasas esperadas promedio son 6,80%, 6,82% y 6,82%, respectivamente.

En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 25 de abril<sup>2</sup>, un 65,8% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b, un 28,9% que será incrementada 50 p.b y el 5,3% restante que se mantendrá inalterada.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 37,8% señaló la política monetaria (ant: 21%), un 24,3% (ant: 27,2%) los factores externos, un 21,6% la política fiscal (ant: 37%), un 12,2% el crecimiento económico (ant: 8,6%), y el 4,1% restante las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 4,9%).

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 28 de abril, el 74% (28 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia de 25 p.b, y el 26% restante (10 entidades) espera que la tasa aumente 50 p.b.

En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank<sup>3</sup>, se encuentra que de las 34 entidades encuestadas el 85% (29 entidades) espera que la tasa aumente 25 p.b. y el 15% (5 entidades<sup>4</sup>) cree que la tasa subirá 50 p.b. El 65% (22 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b, el 32% (11 entidades) recomienda un aumento de 50 p.b, y el 3% restante (1 entidad<sup>5</sup>) recomienda que la tasa permanezca inalterada.

En promedio para lo corrido de abril<sup>6</sup> (hasta el día 27) frente a los datos promedio de marzo, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR aumentaron para todos los plazos (2, 3 y 5 años: +2, +8 y +4, respectivamente), con excepción del de 10 años (-21 p.b). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de abril a 2, 3, 5 y 10 años son 4,75%, 4,57%, 4,40% y 4,40%, respectivamente.

---

<sup>2</sup> Realizada entre el 11 y el 20 de abril.

<sup>3</sup> Encuestas publicadas el 25 y el 27 de abril, 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 esta ocasión, Bancolombia y Banco de Bogotá habían respondido en la encuesta de Anif que recomendaban un incremento de 50 p.b, mientras en la encuesta de Citibank respondieron que recomendaban un aumento de 25 p.b.

<sup>4</sup> Adcap, Alianza Valores, Profesionales de Bolsa, Casa de Bolsa y Corpbanca.

<sup>5</sup> Fiduprevisora.

<sup>6</sup> Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de +5 p.b., +10 p.b., +9 p.b. y -6 p.b, respectivamente. De esta manera, el 26 de abril se ubicaron en 4,72%, 4,56%, 4,40% y 4,39%, respectivamente.

Finalmente, el Cuadro A muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, Ecuador, India, Sudáfrica, China y Noruega. Las expectativas de crecimiento económico para el año 2016 se mantuvieron estables en los casos de Chile, India y China; y disminuyeron para Colombia, México, Brasil, Ecuador, Sudáfrica y Noruega. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,54% a 2,52%. Los datos de inflación de marzo fueron inferiores a los pronósticos en todos los países, salvo Colombia y Noruega. La inflación se encuentra por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2% a 4%), Perú (1% a 3%), Chile (2% a 4%) y Brasil (2,5% a 6,5%). Las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia, Sudáfrica, China y Noruega; permanecieron estables en el caso de India; y disminuyeron para Chile, México, Brasil y Ecuador.

**Cuadro A: Expectativas Macroeconómicas**

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Mar. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Mar. 2016	Abr. 2016		Mar. 2016	Abr. 2016	Esp*	Obs	Mar. 2016	Abr. 2016
<b>Colombia</b>	7.70%	7.98%	5.72%	6.03%	6.50%	6.49%	6.89%	3.1%	3.3%	2.54%	2.52%
<b>Chile</b>	4.6%	4.5%	3.6%	3.5%	3.50%	3.75%	3.75%	1.6%	1.3%	1.7%	1.7%
<b>México</b>	2.62%	2.60%	3.34%	3.30%	3.75%	4.20%	4.15%	2.5%	2.2%	2.45%	2.40%
<b>Perú</b>	4.46%	4.30%	3.5%	n.d.	4.25%	4.60%	4.60%	4.6%	4.7%	3.2%	n.d.
<b>Brasil</b>	9.42%	9.39%	7.46%	6.98%	14.25%	14.25%	13.25%	-6.0%	-5.9%	-3.54%	-3.88%
<b>Ecuador</b>	n.d.	2.32%	2.9%	2.8%	8.88%	3.30%	5.64%	n.d.	-1.2%	-1.7%	-2.1%
<b>India</b>	5.00%	4.83%	5.2%	5.2%	6.50%	6.47%	6.44%	7.1%	7.3%	7.5%	7.5%
<b>Sudáfrica</b>	6.4%	6.3%	6.3%	6.4%	7.00%	7.35%	7.45%	0.5%	0.6%	0.9%	0.7%
<b>China</b>	2.4%	2.3%	1.6%	2.0%	4.35%	3.96%	3.94%	6.9%	6.9%	6.5%	6.5%
<b>Noruega</b>	3.2%	3.3%	2.5%	2.8%	0.50%	0.40%	0.30%	-0.4%	-1.2%	1.3%	0.9%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 7 y el 8 de abril del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Encuesta del Banco Central del 29 de febrero. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

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

México: Encuesta publicada por el BCM el 1 de abril. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

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

Ecuador: Consensus Forecast del FocusEconomics (abril). Se incluyen expectativas de tasa de depósitos entre 91 y 120 días.

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

Sudáfrica: Datos obtenidos de Bloomberg.

China: Expectativas de inflación obtenidas de Bloomberg. Las expectativas de TPM y crecimiento son obtenidas del consensus forecast del FocusEconomics (abril).

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

\*\*Todos los datos corresponden al 4T15.

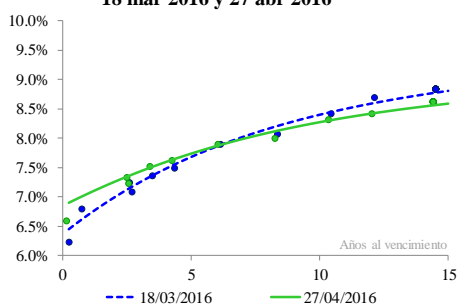
## 1. Evolución del mercado de deuda pública

### 18 de marzo al 27 de abril de 2016

En Colombia, al comparar los datos entre el 18 de marzo y el 27 de abril del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 35 p.b y 14 p.b. en los tramos corto y mediano, respectivamente. En contraste, las tasas del tramo largo disminuyeron en promedio 12 p.b. de manera que la pendiente cayó 47 p.b. La correlación de 60 días entre las tasas de largo plazo de Colombia y las de los bonos del Tesoro de EE.UU. pasó de -46% a -13%<sup>7</sup>. La correlación a 30 días pasó de -77% a -23% (Gráficos 1, 2, 3, 4 y 5).

**Gráfico 1: Curvas Spot Colombia\***

18 mar 2016 y 27 abr 2016



**Cambios Promedio en la Curva por Tramos**  
(comparando puntos de referencia)

Tramo	Tramo	Tramo
Corto 0-2	Medio 2-5	Largo 5-15
Años	Años	Años
35	14	-12

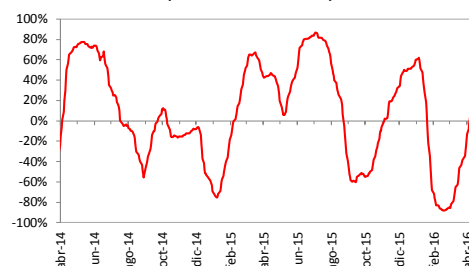
Cifras en puntos básicos

Nivel	Pendiente	Curvatura
13	-47	5

Los factores de riesgo reflejan el cambio en la curva spot mediante tres factores: nivel, pendiente y curvatura

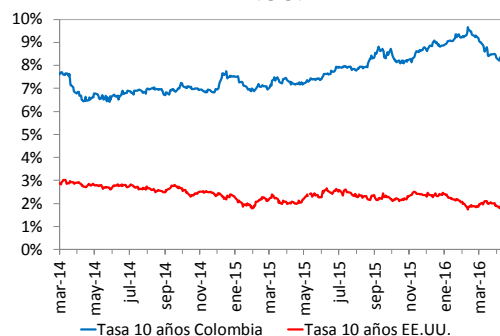
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.\* Las Curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel. Se incluyen TCO en la estimación de la curva.

**Gráfico 2: Correlación Tasas de 10 años EE.UU. y Colombia**  
(ventana móvil: 60 días)



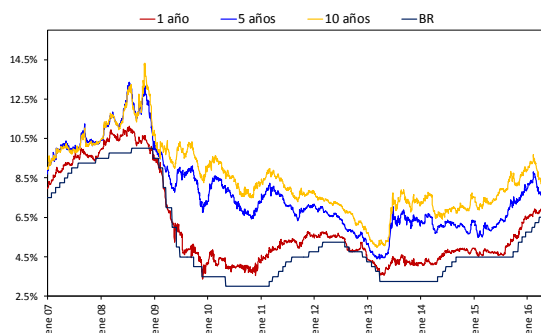
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.  
\*Ventana móvil 60 días.

**Gráfico 3: Tasas Cero Cupón 10 años de Colombia y EE.UU.**



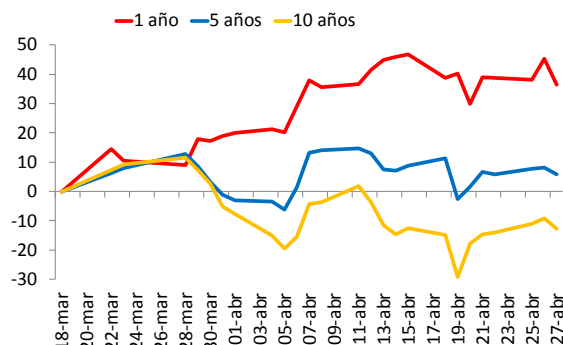
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 4: Tasas Cero Cupón TES en pesos y Tasa Referencia del Banco de la República**



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

**Gráfico 5: Variación (p.b.) tasas cero cupón desde el 18 de marzo**



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

<sup>7</sup> Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 70%.

En este período (18 de marzo al 27 de abril de 2016) la dinámica de las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. estuvo marcada por los cambios en la percepción de riesgo a nivel internacional y en las expectativas respecto a la política monetaria de la Fed. Así, las tasas disminuyeron cuando aumentó la percepción de riesgo ante preocupaciones por la economía global, lo que incentivó la demanda de activos refugio; y además llevó a los mercados a contemplar que la Fed aplazaría el siguiente incremento de su tasa de política hasta diciembre del 2016. Posteriormente, las tasas de los bonos corrigieron al alza y diluyeron las valorizaciones previas ante el aumento de los precios del petróleo y las menores preocupaciones gracias a la publicación de algunos datos favorables de China y de EE.UU., que llevaron a algunos agentes a considerar que la Fed podría aumentar la tasa de referencia en octubre<sup>8</sup>.

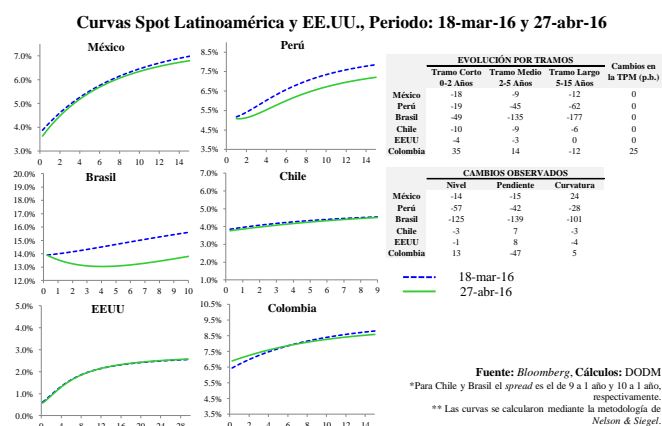
En línea con lo anterior, los bonos de la región se desvalorizaron hasta finales de marzo, y luego corrigieron gracias a la mejora en las primas de riesgo (CDS), la recuperación de los precios de *commodities* y las expectativas de continuidad de las amplias condiciones de liquidez de EE.UU. En México, las valorizaciones también se atribuyen a los anuncios por parte del Gobierno de menores necesidades de endeudamiento este año y futuras recompras de deuda.

La excepción a las valorizaciones fueron los bonos de corto y mediano plazo de Colombia, cuyas tasas aumentaron ante expectativas de mayores incrementos de la tasa de política monetaria en las próximas reuniones de la Junta, reforzadas después de la publicación del dato de inflación de marzo, que a diferencia de los otros países de la región, fue superior al esperado por los analistas.

Los bonos más valorizados de la región fueron los de Brasil, lo que puede estar relacionado con las expectativas de que la tasa de política monetaria sea recortada 100 p.b. para impulsar la economía, con menores expectativas de inflación y con expectativas de que un posible cambio de Presidente resulte beneficioso para el país. Cabe mencionar que la prima de riesgo hacia Brasil (medida por el CDS) se redujo en mayores proporciones que las de otros países de la región. Después de los de Brasil los bonos más valorizados fueron los de Perú, lo que posiblemente se explica por las mejores perspectivas económicas para este país<sup>9</sup>.

La evolución de las curvas cero cupón de los países de la región durante el período analizado se muestra en el Gráfico 6.

**Gráfico 6:** Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



<sup>8</sup> De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, el 18 de marzo se esperaba que la tasa de referencia llegaría a 0,50% en julio del 2016, y recientemente se espera que alcance este nivel en octubre de 2016.

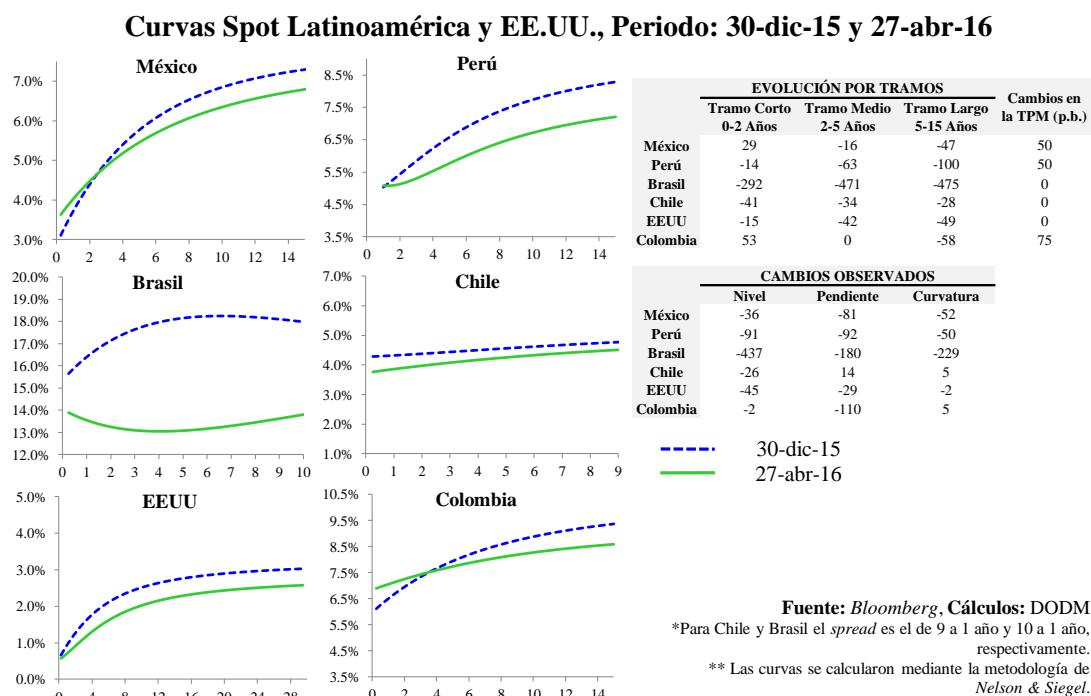
<sup>9</sup> El FMI aumentó el pronóstico de crecimiento para el 2016 de 3,3% a 3,7%.

## Comportamiento de las curvas cero cupón de EE.UU, Colombia y otros países de la región en lo corrido de 2016:

Entre enero y febrero los *treasuries* se valorizaron ante la demanda de activos refugio por preocupaciones en torno a la debilidad de la economía china y sus repercusiones sobre la situación económica a nivel global, y por temores respecto al sector financiero de Europa y la publicación de datos de la economía estadounidense que habían resultado menos favorables de lo esperado. Lo anterior, sumado a las expectativas de menor inflación en EE.UU. ante los bajos precios del petróleo, había llevado a varios analistas a considerar que la senda de la tasa de política monetaria de la Fed sería menos pronunciada de lo previamente descontado, consideración que fue reforzada a mediados de febrero luego de un discurso de Yellen en este sentido. En marzo los bonos se desvalorizaron ante la mejora en la percepción de riesgo, el aumento en los precios del petróleo y una mayor probabilidad de que los incrementos de la tasa de política monetaria de la Fed continuarían a mediados del 2016. Esto ha sido descartado nuevamente en abril, dadas las renovadas preocupaciones por el crecimiento a nivel mundial y las declaraciones de Yellen y otros miembros de la Fed, referentes a que la normalización de la política monetaria podrá ser más lenta.

En cuanto a los países de la región, en general los bonos se han valorizado, con excepción de los bonos de corto plazo de México y Colombia, y mediano plazo de Colombia, países que han aumentado sus tasas de referencia. Aunque en Perú también ha aumentado la tasa de referencia, las tasas de todos los tramos han disminuido, lo que posiblemente obedece a entradas de extranjeros al mercado ante mejores expectativas macroeconómicas. Las valorizaciones de los bonos de Brasil pueden explicarse por una menor inflación esperada y por ajustes en las expectativas en torno a la tasa de referencia<sup>10</sup>. En el caso de Chile, los bonos se han valorizado probablemente como respuesta a demanda local de activos seguros.

**Gráfico 6.1:** Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. en lo corrido de 2016



<sup>10</sup> En enero el Banco Central mantuvo inalterada su tasa de política cuando el mercado esperaba un incremento de 25 p.b. A finales del 2015 se esperaba que la tasa de referencia a finales del año 2016 fuera 15,25%, pero actualmente se espera que cierre el año en los niveles actuales (13,25%).



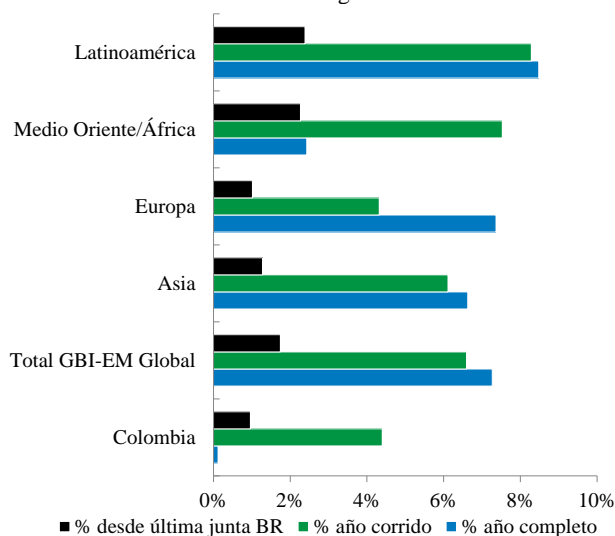
## Comportamiento de la deuda en moneda local de países emergentes:

En el Gráfico 7 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>11</sup> (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, en lo corrido del 2016 y desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Desde la última reunión de la JDBR se valorizaron todos los índices regionales, especialmente los de Latinoamérica (2,4%) y Medio Oriente/África (2,3%). El índice para Colombia aumentó 1% (Anexo 1).

Por su parte, el IIF<sup>12</sup> estimó que los flujos de inversión de portafolio de economías emergentes se recuperaron en marzo (US\$36,8 billones) y registraron un nivel no observado desde junio de 2014. El organismo indicó que este comportamiento se dio tanto en los mercados de renta variable como renta fija, y fue promovido por la continuidad de las posturas expansivas de algunos bancos centrales, un mayor apetito por riesgo y la búsqueda de oportunidades por parte de inversionistas globales. En marzo se registraron entradas en los mercados de renta variable por US\$17,92 billones<sup>13</sup>, y en los mercados de renta fija por US\$18,88 billones<sup>14</sup>. Para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$7,89 billones (Gráfico 8).

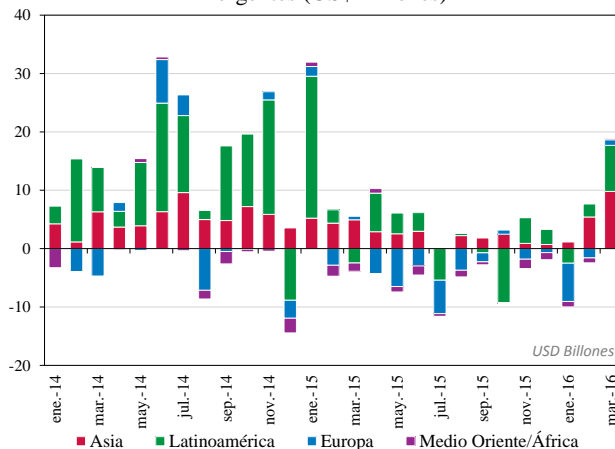
**Gráfico 7:** Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes\*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

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

**Gráfico 8:** Flujos de Portafolio hacia Renta Fija Economías Emergentes (US\$ Billones)



Fuente: IIF.

<sup>11</sup> El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

<sup>12</sup> Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

<sup>13</sup> Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$10,75 billones, Latinoamérica US\$5,50 billones, Europa US\$1,27 billones y Medio Oriente/África US\$0,41 billones.

<sup>14</sup> Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$9,80 billones, Latinoamérica US\$7,89 billones, Europa US\$0,97 billones y Medio Oriente/África US\$0,22 billones.

## Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 18 de marzo y el 27 de abril de 2016:

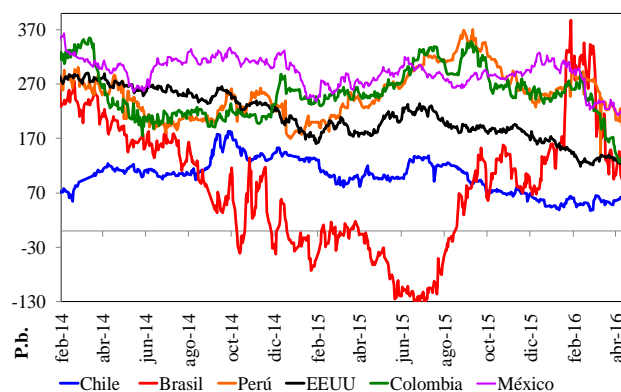
El Gráfico 9 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia pasó de 170 p.b. a 121 p.b., de tal manera que es inferior a las de México (218 p.b.) y Perú (177 p.b.); pero superior a las de Chile (61 p.b.) y Brasil (-7 p.b.).

En el Gráfico 10 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) aumentó y se ubica en niveles cercanos al 24%, al tiempo que la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en 22%. Lo anterior indicaría que los movimientos de las pendientes de estas curvas han empezado a obedecer a factores que afectan a la región. Por otra parte, al observar el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo se encuentra que este aumentó de 20% a 65%<sup>15</sup>.

En Colombia, después de la última reunión de la JDBR la curva cero cupón se aplanó ante el aumento de las tasas de los TES de corto plazo y la disminución de las de largo plazo. Las desvalorizaciones de los bonos en el tramo corto están relacionadas principalmente con expectativas de incrementos adicionales de la tasa de política monetaria en las próximas reuniones de la Junta, que se acentuaron después de la publicación del dato de inflación de marzo.

Las tasas de mediano y largo plazo tuvieron una dinámica similar a la de la percepción de riesgo a nivel internacional y hacia Colombia. Las preocupaciones respecto al crecimiento económico a nivel mundial generaron episodios de desvalorizaciones. No obstante lo anterior, en abril se presentaron valorizaciones dado que los mercados están contemplando un menor ritmo en la normalización de la política monetaria por parte de la Fed, y además el precio del petróleo se recuperó. En el caso del tramo largo, las valorizaciones más que compensaron las desvalorizaciones previas. Cabe

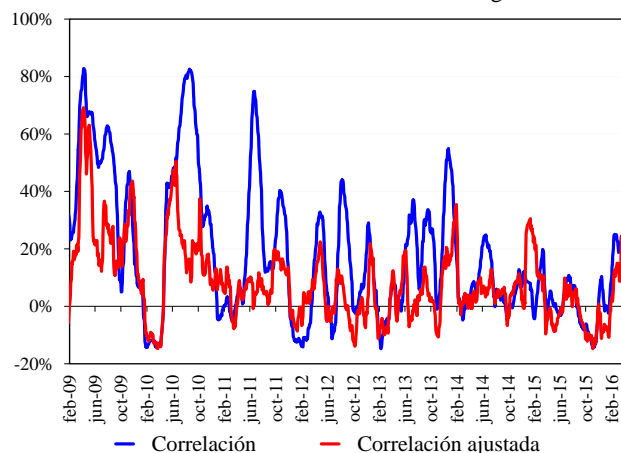
**Gráfico 9:** Pendiente de la Curva Cero Cupón – Latinoamérica y EE.UU.\*



\*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.

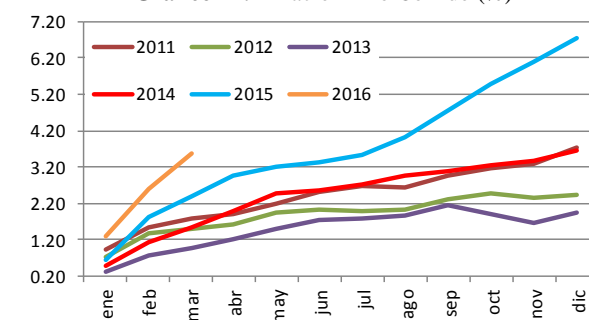
**Fuentes:** Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República. \*Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

**Gráfico 10:** Correlación Pendientes Región



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

**Gráfico 11:** Inflación Año Corrido (%)



**Fuente:** Dane.

<sup>15</sup> Correlaciones calculadas entre el 18 de marzo y el 27 de abril del 2016. La más alta corresponde a la correlación entre Brasil y Perú (94%) y la más baja a la calculada entre Chile y Colombia (51%).

mentar que este período de valorizaciones estuvo interrumpido luego de la publicación del dato de inflación.

Similar a lo ocurrido con la curva de los TES en pesos, la curva de TES denominados en UVR se aplanó. Entre el 18 de marzo y el 27 de abril las tasas de los TES denominados en UVR aumentaron en promedio 27 p.b y 7 p.b, en los tramos corto y mediano, respectivamente, y disminuyeron 3 p.b. en el tramo largo.

A continuación se describen algunos eventos relevantes para el mercado.

Luego de conocerse la decisión de la JDBR de incrementar 25 p.b. la tasa de política monetaria, en promedio las tasas de los TES en pesos presentaron aumentos de 14 p.b, 8 p.b. y 8 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente.

El Dane publicó el 5 de abril que la variación del índice de precios de marzo del 2016 había sido 0,94%, dato superior al esperado por el mercado (*Bloomberg*: 0,70%, encuesta del Banco de la República-BR: 0,68%) y superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2015 (0,59%). La variación anual fue 7,98%<sup>16</sup>. En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación las tasas de los TES en pesos presentaron aumentos de 9 p.b, 8 p.b. y 4 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, mientras que las tasas de los TES denominados en UVR disminuyeron 9 p.b, 7 p.b, y 7 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente.

En la encuesta realizada a comienzos de abril por el BR<sup>17</sup> se observó que la inflación esperada para diciembre del 2016 en promedio pasó de 5,72% en marzo a 6,03%. Para diciembre de 2017 las expectativas pasaron de 3,98% en marzo a 4,08% en abril, y la inflación esperada a dos años (abril de 2018) se ubica en 3,81%<sup>18</sup>.

En la encuesta de Citibank el dato esperado de inflación para diciembre del 2016 pasó de 5,47% a 6,07%, y el dato esperado para el año 2017 pasó de 3,78% a 3,97%. Por su parte, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), las expectativas promedio de inflación para 2016 se ubicaron en 6,21% (ant: 5,74%).

El 14 de abril se publicaron los datos de crecimiento de la producción industrial y las ventas al por menor en el mes de febrero, que en ambos casos fueron superiores a los esperados. Las ventas al por menor aumentaron 4,6% (esp: 2,7%) y el crecimiento de la producción industrial fue 8,2% (esp: 7,9%).

Dentro de otras noticias relevantes para el mercado, se destaca que el Gobierno Nacional firmó un crédito con el Banco Mundial por US\$675 millones, y señaló que los recursos serían destinados al financiamiento de apropiaciones presupuestales prioritarias para 2016, lo que hace parte del Plan de Financiamiento del 2016.

El *Cuadro 1* presenta, segmentando por duración de los títulos, los compradores y vendedores de TES desde la última reunión de la JDBR (18 de marzo de 2016), desde el 19 de marzo de 2014, día en el que se anunció el cambio en la ponderación de los bonos colombianos en el índice *GBI-Global Diversified* de *JP Morgan*, y en lo corrido de 2016.

---

<sup>16</sup> Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2015 (4,56%).

<sup>17</sup> Realizada entre el 7 y el 8 de abril.

<sup>18</sup> En la encuesta anterior la inflación esperada para marzo de 2018 era 3,77%.

**Cuadro 1: Compras Netas de TES\* en Pesos**  
(Valor Nominal en Millones de Pesos)

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2016	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	1'160'412	(15'568'708)	309'475	5'776'874	(9'482'359)	78'7835	(753'105)	(553'657)	(518'928)
Compañía de Financiamiento Comercial	(89)	(34'325)	15'407	1'700	(17'218)	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(1'340'529)	(1'097'267)	(450'151)	487'456	(1'059'962)	36'445	(712'030)	(711'203)	(1'386'788)
<b>Total EC</b>	<b>(180'206)</b>	<b>(16'700'300)</b>	<b>(125'269)</b>	<b>6'266'030</b>	<b>(10'559'539)</b>	<b>824'280</b>	<b>(1'465'135)</b>	<b>(1'264'861)</b>	<b>(1'905'716)</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías	(93'000)	(93'230)	(17'000)	(8'000)	(118'230)	(18'500)	(33'000)	26'000	(25'500)
Fondos de Pensiones y Cesantías	(2'388'379)	(4'384'370)	(349'255)	1'767'261	(2'966'364)	(338'758)	(751'970)	207'580	(883'148)
	<b>Pasivos Pensionales</b>	<b>(1'503'346)</b>	<b>(3'055'117)</b>	<b>653'757</b>	<b>1'193'426</b>	<b>(1'207'934)</b>	<b>(312'758)</b>	<b>(553'770)</b>	<b>144'180</b>
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(67'650)	-	(2'000)	(69'650)	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>	<b>(2'481'379)</b>	<b>(4'545'250)</b>	<b>(366'255)</b>	<b>1'757'261</b>	<b>(3'154'244)</b>	<b>(357'258)</b>	<b>(784'970)</b>	<b>233'580</b>	<b>(908'648)</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa	225'758	(338'505)	464'760	(2'023)	124'232	164'996	(547'271)	122'285	(259'990)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	14'911	(789'749)	(55'976)	167'032	(678'694)	(23'120)	(27'132)	(24'753)	(75'004)
	<b>Extranjeros</b>	<b>(4'500)</b>	<b>(7'937)</b>	<b>17'500</b>	<b>20'130</b>	<b>29'693</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
	<b>FIC</b>	<b>-</b>	<b>(34'938)</b>	<b>(11'000)</b>	<b>64'000</b>	<b>18'062</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>	<b>240'669</b>	<b>(1'128'254)</b>	<b>408'785</b>	<b>165'008</b>	<b>(554'462)</b>	<b>141'876</b>	<b>(574'403)</b>	<b>97'532</b>	<b>(334'994)</b>
Sociedades Fiduciarias	(58'811)	(343'923)	(5'950)	439'914	90'042	(20'811)	(80'000)	1'500	(99'311)
Sociedades Fiduciarias	5'596'523	(7'677'184)	2'338'803	31'941'967	26'603'586	(220'175)	1'039'827	3'113'971	3'933'623
	<b>Extranjeros***</b>	<b>5'589'935</b>	<b>(893'571)</b>	<b>3'342'875</b>	<b>27'242'808</b>	<b>29'692'112</b>	<b>32'340</b>	<b>1'118'214</b>	<b>2'809'286</b>
	<b>FIC</b>	<b>(207'023)</b>	<b>(874'304)</b>	<b>110'421</b>	<b>8'950</b>	<b>(754'933)</b>	<b>(142'100)</b>	<b>74'571</b>	<b>(2'050)</b>
	<b>Pasivos Pensionales</b>	<b>(80'012)</b>	<b>(3'220'284)</b>	<b>(205'775)</b>	<b>2'556'188</b>	<b>(869'871)</b>	<b>(61'926)</b>	<b>(65'508)</b>	<b>78'000</b>
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>	<b>5'537'711</b>	<b>(8'021'106)</b>	<b>2'332'853</b>	<b>32'381'881</b>	<b>26'683'628</b>	<b>(240'986)</b>	<b>959'827</b>	<b>3'115'471</b>	<b>3'834'311</b>
Compañías de Seguros y Capitalización	(329'500)	(607'940)	(70'000)	199'015	(478'925)	(25'500)	(1'000)	(13'500)	(40'000)
Compañías de Seguros y Capitalización	(1'000)	(7'121)	(8'000)	3'500	(11'621)	(500)	-	-	(500)
	<b>Pasivos Pensionales</b>	<b>(1'000)</b>	<b>(7'121)</b>	<b>(8'000)</b>	<b>3'500</b>	<b>(11'621)</b>	<b>(500)</b>	<b>-</b>	<b>(500)</b>
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>	<b>(330'500)</b>	<b>(615'061)</b>	<b>(78'000)</b>	<b>202'515</b>	<b>(490'546)</b>	<b>(26'000)</b>	<b>(1'000)</b>	<b>(13'500)</b>	<b>(40'500)</b>
Sociedades Administradoras de Inversión	(2'000)	-	1'000	-	1'000	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión	-	(16'500)	6'500	4'000	(6'000)	-	-	-	-
	<b>FIC</b>	<b>-</b>	<b>(16'500)</b>	<b>6'500</b>	<b>4'000</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b>	<b>(2'000)</b>	<b>(16'500)</b>	<b>7'500</b>	<b>4'000</b>	<b>(5'000)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total Entidades Financieras No bancarias</b>	<b>2'964'501</b>	<b>(14'326'171)</b>	<b>2'304'883</b>	<b>34'510'664</b>	<b>22'489'376</b>	<b>(482'368)</b>	<b>(400'546)</b>	<b>3'433'083</b>	<b>2'550'169</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	378'430	(2'190'962)	2'053'914	764'753	627'705	(319'000)	(96'500)	414'000	(1'500)
Total Entidades Públicas****	6'273'623	35'349	(1'554'132)	382'072	(1'136'711)	989'088	1'959'181	350'819	3'299'088
Otros****	19'031	(3'519'905)	1'023'542	3'726'084	1'229'720	(12'000)	3'000	22'778	13'778
	<b>Extranjeros</b>	<b>(0)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(22'622)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>
<b>Total Movimiento Neto</b>	<b>9'455'378</b>	<b>(36'701'989)</b>	<b>3'702'937</b>	<b>45'649'603</b>	<b>12'650'551</b>	<b>1'000'000</b>	<b>-</b>	<b>2'953'820</b>	<b>3'955'819</b>

**Fuente:** BR. Información actualizada al 22 de abril de 2016. \* 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, Corpanca 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 general, los principales agentes compradores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR han sido los inversionistas extranjeros (\$3960 mm, principalmente en los tramos medio y largo) y las entidades públicas (\$3299 mm, tramos corto y medio), mientras que los principales vendedores han sido las corporaciones financieras (\$1387 mm, tramos medio y largo), los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$883 mm, tramos corto y medio) y los bancos comerciales (\$519 mm, tramos medio y largo).

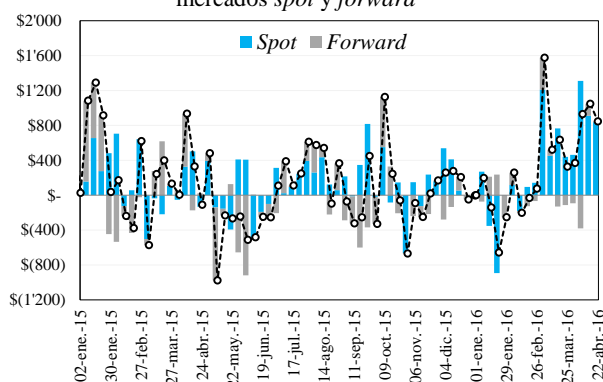
Los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido las entidades públicas (\$795 mm, tramos medio y largo), los bancos comerciales (\$363 mm, tramos corto y medio) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$300 mm, tramo largo), mientras que los principales vendedores fueron las sociedades fiduciarias en posición de terceros (\$165 mm) y las corporaciones financieras (\$128 mm, tramo medio) (Anexo 2).

En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$5585 mm. Específicamente, desde el 18 de marzo registraron compras netas por \$32 mm, \$1118 mm y \$2809 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros mostraron un menor apetito por TES en el mercado a futuro. La posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$441 mm. Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes

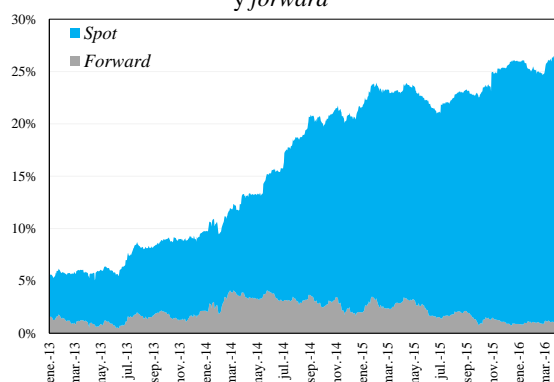
*offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$1611 mm el 18 de marzo a \$1170 mm el 22 de abril.

**Gráfico 12:** Compras Netas de TES *offshore* en los mercados *spot* y *forward*\*



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

**Gráfico 13:** Saldo de TES *offshore* en los mercados *spot* y *forward*\*



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

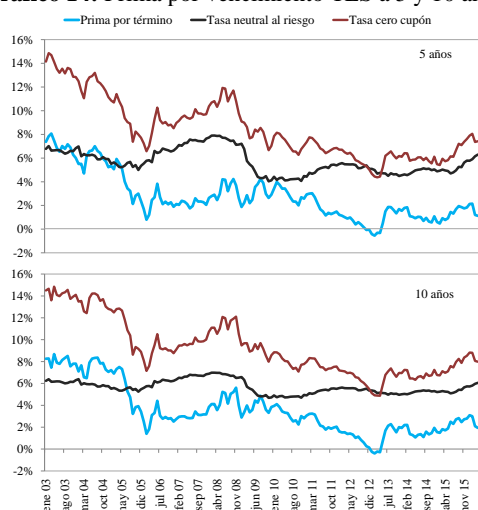
Lo anterior puede observarse en los Gráficos 12 y 13 y en el Cuadro 1.1. El Gráfico 12 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en ambos mercados. El Gráfico 13 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en los mercados *spot* y *forward* como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro 1.1 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*.

**Cuadro 1.1:** Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

	2015			Corrido de 2016			Mar-16			Corrido de Abr-16		
	spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'228'457)	\$ 1'621'761	\$ (3'606'696)	\$ (180'206)	\$ 84'886	\$ (95'320)	\$ 1'246'520	\$ (93'000)	\$ 1'153'520	\$ (2'094'298)	\$ 270'161	\$ (1'824'137)
Offshore	\$ 7'498'210	\$ (1'621'761)	\$ 5'876'449	\$ 5'585'435	\$ (84'886)	\$ 5'500'549	\$ 3'204'345	\$ 93'000	\$ 3'297'345	\$ 3'072'804	\$ (270'161)	\$ 2'802'643

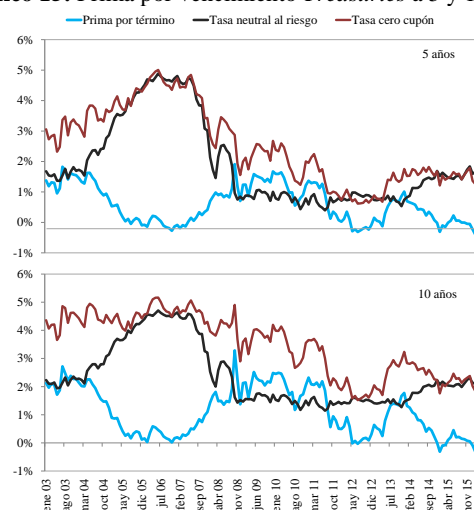
Cifras en millones de Pesos. Información actualizada al 22 de abril de 2016. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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



Fuente y Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 15:** Prima por vencimiento Treasuries a 5 y 10 años.

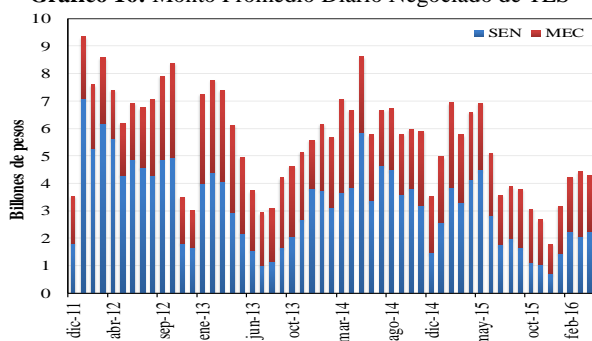


Fuente y Cálculos: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Entre el 31 de marzo y el 22 de abril<sup>19</sup> la prima por vencimiento para los TES en pesos a 5 años disminuyó 8 p.b, mientras que la tasa neutral al riesgo aumentó 14 p.b. En cuanto a los títulos a 10 años, la prima por vencimiento disminuyó 15 p.b. mientras que la tasa neutral al riesgo aumentó 8 p.b. (Gráfico 14). El incremento en la tasa neutral puede asociarse a las expectativas de los agentes respecto a la tasa de política monetaria, mientras que la caída en la prima por vencimiento puede estar relacionada con el apetito de extranjeros en el mercado de deuda local. El comportamiento de la prima de los TES ha sido opuesto al observado en la prima por vencimiento de los *Treasuries* la cual ha aumentado, lo que se explica en parte por la condición de activo refugio de estos títulos y la mejora en la percepción de riesgo a nivel internacional en abril (Gráfico 15).

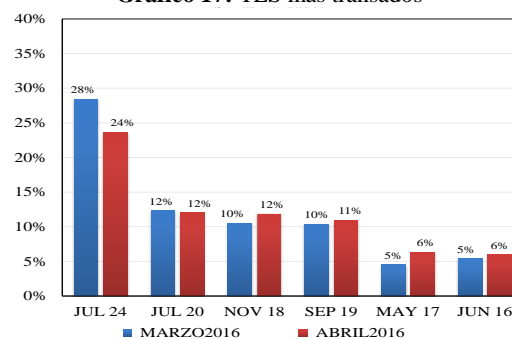
Desde la última reunión de la JDBR no ha habido vencimientos de TES pero se pagaron cupones por \$1500 mm<sup>20</sup>. El valor de las emisiones de bonos de largo plazo desde la última reunión de la JDBR ha sido \$4491 mm y de TES de corto plazo \$1000 mm<sup>21</sup>.

**Gráfico 16:** Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República.

**Gráfico 17:** TES más transados



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

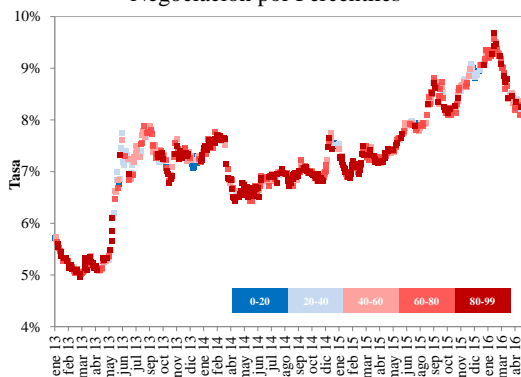
<sup>19</sup> Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2014). *Estimación de la prima por vencimiento de los TES en pesos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía.854. Banco de la República.

<sup>20</sup> De los TES denominados en UVR que vencen el 25 de marzo del año 2033 (\$253 mm), el 4 de abril del 2035 (\$82 mm) y el 17 de abril del 2019 (\$338 mm); y de los TES denominados en pesos que vencen el 28 de abril del 2018 (\$828 mm).

<sup>21</sup> Con datos al 25 de abril. De los TES de largo plazo \$3212 mm corresponden a bonos en pesos y \$1279 mm a bonos denominados en UVR.

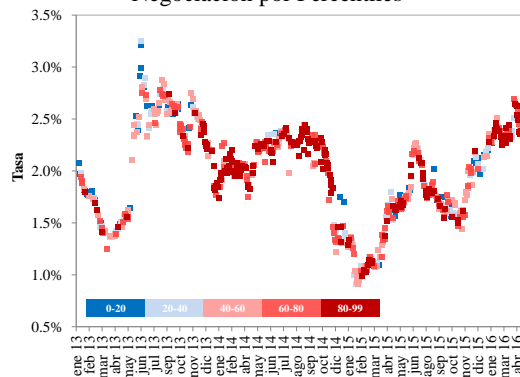
En lo corrido de abril el monto promedio diario negociado ha sido \$4,3 billones<sup>22</sup>, inferior al observado en abril del 2015 (\$6,6 billones) y en marzo del 2016 (\$4,4 billones) (Gráfico 16). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 28% a 24%, seguidos de los que vencen en junio del 2020 cuya participación permaneció en 12% (Gráfico 17).

**Gráfico 18:** Tasa Cero Cupón Pesos 10 años y Volumen Negociación por Percentiles



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

**Gráfico 19:** Tasa Cero Cupón UVR 2 años y Volumen Negociación por Percentiles

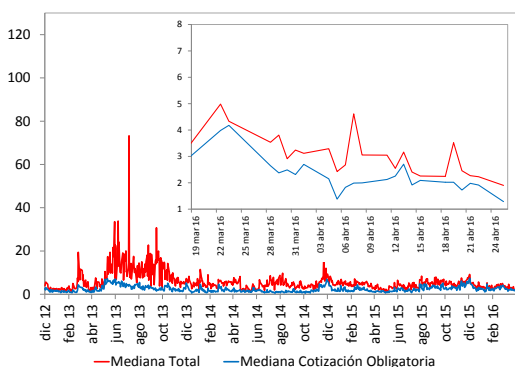


Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

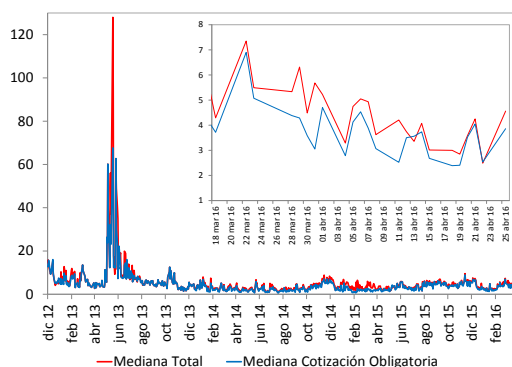
En los Gráficos 18 y 19 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 2 años). Se puede observar que desde el 18 de marzo se han mantenido los montos de negociación de estos títulos en pesos y UVR, y se han ubicado en general entre los percentiles 60 y 99.

El *bid-ask* promedio de abril de los TES en pesos y UVR disminuyó respecto al promedio de marzo (Gráficos 20.1 y 20.2). En particular, para los títulos de cotización obligatoria el promedio de abril se ubicó en 2,14 p.b. para el caso de los TES en pesos (marzo: 3 p.b.) y en 3,43 p.b. para el caso de los TES UVR (marzo: 4,11 p.b.). En cuanto a la profundidad de estos mercados (Gráficos 20.3 y 20.4) respecto al promedio de marzo esta ha aumentado en lo corrido de abril para el caso de los TES en pesos y UVR. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos fue de \$142 mm (marzo: \$134 mm) y en UVR de \$55 mm (marzo: \$49 mm).

**Gráfico 20.1:** Bid-Ask spread de los TES en pesos\* (p.b.)



**Gráfico 20.2:** Bid-Ask spread de los TES en UVR\* (p.b.)

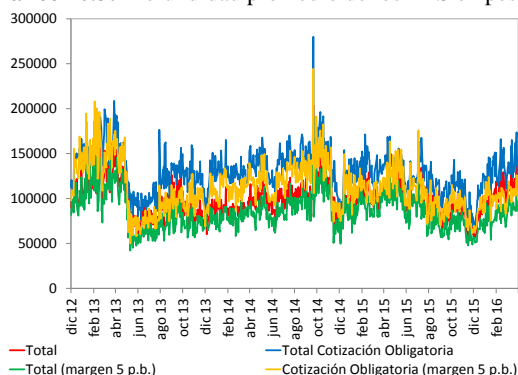


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República. \*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para los títulos. Total: todos los títulos del gobierno en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

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

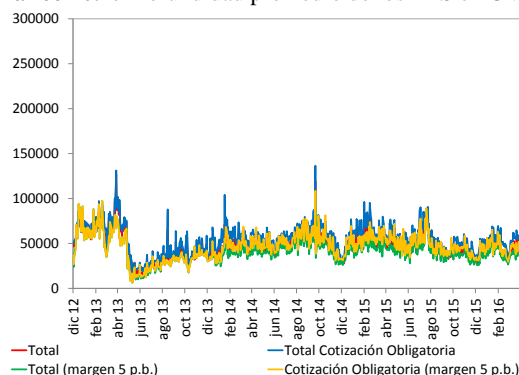


**Gráfico 20.3:** Profundidad promedio de los TES en pesos\*

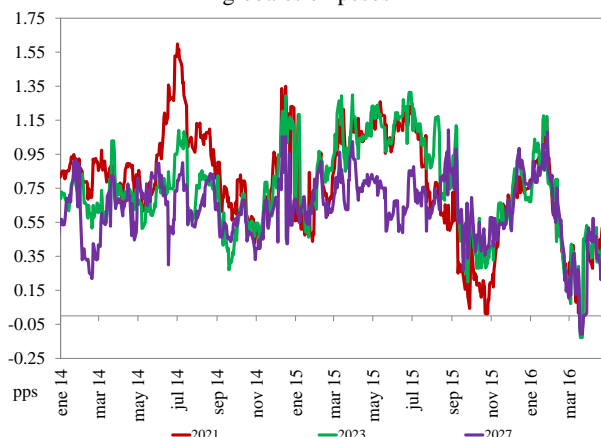


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República.\* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total del mercado y las mejores posturas (en tasa) dentro de un rango de  $\pm 5$  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.

**Gráfico 20.4:** Profundidad promedio de los TES en UVR\*



**Gráfico 21:** Márgenes entre TES locales en pesos y TES globales en pesos\*

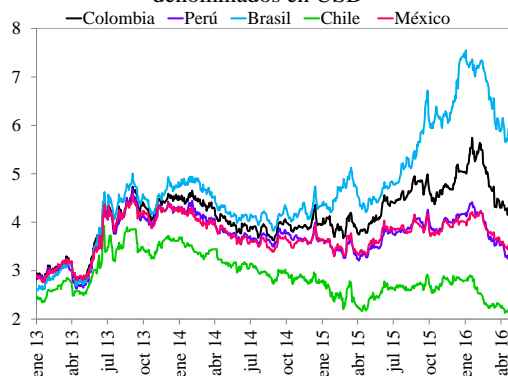


**Fuentes:** Bloomberg, SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.\* Los márgenes se calculan con títulos de las dos clases cuyos vencimientos son similares.

En el Gráfico 21 se muestra la evolución de los márgenes entre las tasas de los TES locales y los TES globales en pesos. Desde la última junta los márgenes aumentaron para todos los plazos principalmente como consecuencia de las valorizaciones de los TES globales.

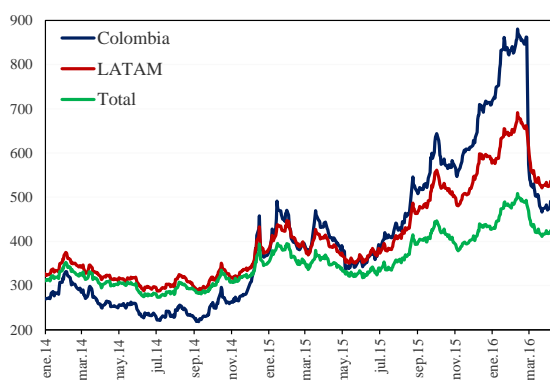
El margen para títulos a 10 años aumentó en los casos de Brasil y Chile. Para ambos casos como consecuencia de mayores valorizaciones de los bonos globales respecto a las valorizaciones registradas en los locales (Cuadro 2).

**Gráfico 22:** Tasas de Bonos Externos a 10 años denominados en USD



**Fuente:** Bloomberg.

**Gráfico 23:** CEMBI Colombia y CEMBI Total



**Fuente:** Bloomberg

El margen entre las tasas a 10 años de los bonos locales (denominados en moneda local) y los bonos externos denominados en dólares disminuyó para los casos de Brasil, Perú, Colombia y México, como consecuencia de las valorizaciones más pronunciadas de los bonos locales respecto a las



registradas en los bonos externos (para el caso de Colombia los bonos externos se desvalorizaron). El margen de Chile se mantuvo estable ante valorizaciones similares en los dos tipos de bonos (Gráfico 22 y Cuadro 2).

En cuanto a la deuda de agentes diferentes al Gobierno Central, durante el periodo analizado se realizaron colocaciones por \$500 mm, de las cuales \$100<sup>23</sup> mm corresponden a bonos emitidos por el Grupo de Inversiones Suramericana S.A, y \$400 mm<sup>24</sup> a bonos colocados por Cementos Argos S.A. Desde la última reunión de la JDBR el *spread* del EMBI corporativo<sup>25</sup> para Colombia disminuyó 9,2%, al tiempo que el *spread* para Latinoamérica disminuyó 8,8% y el de todas las economías emergentes 6,3% (Gráfico 23).

**Cuadro 2:** Bonos locales y globales (moneda local) y bonos globales (en dólares) a 10 años.

<b>Rendimientos bonos yankees a 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual	4.4	3.4	5.9	2.2	3.6
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>7</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	154	67	313	-34	71
Variación año corrido (p.b.)	151	52	330	-18	67
<b>Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual	7.8	n.d	11.2	4.0	n.d
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-56</b>	<b>n.d</b>	<b>-190</b>	<b>-13</b>	<b>n.d</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	331	n.d	452	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	323	n.d	584	n.d	n.d
<b>Tasa cero cupón locales 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual	8.3	6.7	13.9	4.5	6.4
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-9</b>	<b>-67</b>	<b>-161</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	322	235	351	-84	167
Variación año corrido (p.b.)	259	242	395	-115	58
<b>Margen bonos locales y bonos globales 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual (pps)	0.5	n.d	2.6	0.5	n.d
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>47</b>	<b>n.d</b>	<b>29</b>	<b>10</b>	<b>n.d</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	-9	n.d	-101	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-64	n.d	-189	n.d	n.d
<b>Margen bonos locales y bonos en dólares 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual (pps)	3.9	3.3	8.0	2.3	2.8
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-16</b>	<b>-53</b>	<b>-142</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	168	168	38	-50	96
Variación año corrido (p.b.)	108	190	66	-96	-8

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

<sup>23</sup> Emisión de bonos ordinarios realizada el 30 de marzo donde la demanda fue 2 veces la oferta (\$199 mm). La colocación se realizó a 6 años y a una tasa de 3,55% margen sobre IPC E.A.

<sup>24</sup> Emisión de bonos ordinarios realizada el 13 de abril donde la demanda fue 3,4 veces la oferta (\$1362 mm). La colocación se realizó con las siguientes características: i) 5 años (monto colocado: \$94,768 mm, tasa 3,74% margen sobre IPC E.A.); ii) 10 años (monto colocado: \$121,075 mm, tasa 4,19% margen sobre IPC E.A.); y iii) 15 años (monto colocado: \$184,157 mm, tasa 4,47% margen sobre IPC E.A.).

<sup>25</sup> El *Corporate Emerging Market Bond Index* (CEMBI) es un indicador de la deuda corporativa denominada en dólares emitida por entidades provenientes de economías emergentes.

## 2. Indicadores de percepción de riesgo a nivel local

Con datos disponibles al 25 de abril (EOF<sup>26</sup>, volatilidades preliminares<sup>27</sup> y márgenes crediticios preliminares<sup>28</sup>) el índice preliminar<sup>29</sup> de percepción de riesgo IDODM aumentó frente al de marzo (Gráfico 24). Entre febrero y marzo el indicador había aumentado principalmente ante el incremento de los *spreads* de cartera y la caída en la confianza industrial.

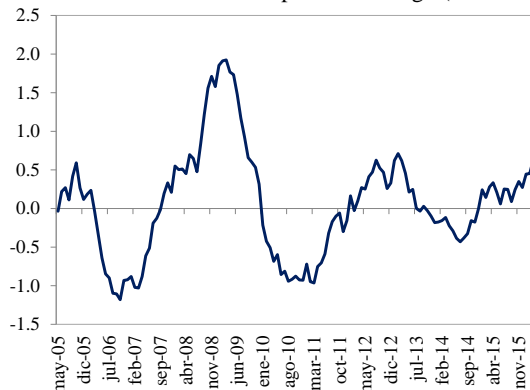
El índice de confianza de los consumidores que calcula Fedesarrollo mejoró levemente al pasar de -21 en febrero a -20,1 en marzo. Al observar los componentes se encuentra que tanto el de condiciones actuales como el de expectativas mejoraron. No obstante el indicador se encuentra 22,4 puntos por debajo de lo registrado en el mismo mes del 2015 (Gráfico 25).

Fedesarrollo publicó los resultados de su Encuesta de Opinión Empresarial del mes de marzo del 2016. En los resultados se observó que respecto a febrero el índice de confianza industrial disminuyó de 10,4 a 4,1 puntos, lo que se explica por el deterioro de dos de sus tres componentes: expectativas de producción para el próximo trimestre y volumen actual de pedidos. El indicador se ubicó en los mismos niveles observados en el mismo mes de 2015. Por su parte, el índice de confianza comercial se mantuvo estable (25,5 puntos), aunque presentó un aumento respecto al observado en el mismo mes del año anterior (20,3 puntos).

Fedesarrollo y la BVC publicaron la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) del mes de abril. En el Gráfico 26 puede observarse que respecto a lo que se esperaba en marzo, los analistas financieros aumentaron sus proyecciones de crecimiento para todo el año 2016 (de 2,54% a 2,61%), el primer (de 2,47% a 2,66%) y segundo trimestre (de 2,46% a 2,64%) del 2016 y para el 2017 (de 2,9% a 2,95%). Para los dos primeros trimestres del 2016 se espera un crecimiento inferior al dato publicado para el cuarto trimestre de 2015 (3,3%). El dato esperado para el 2017 es superior al esperado para el 2016.

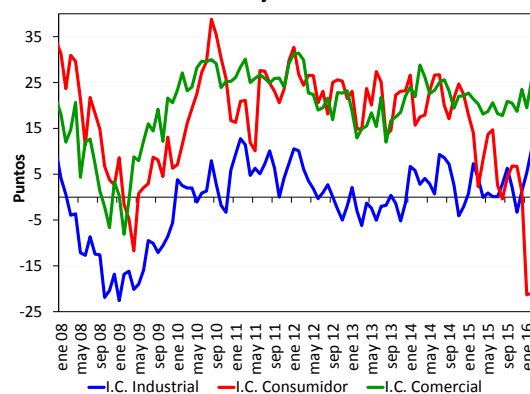
En cuanto a la inflación (Gráfico 27), la EOF refleja que en promedio el dato esperado para el 2016 aumentó (de 5,74% a 6,21%), al igual que para diciembre del 2017 (4,22% a 4,46%). Las expectativas para diciembre de 2017 muestran un sesgo al alza.

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



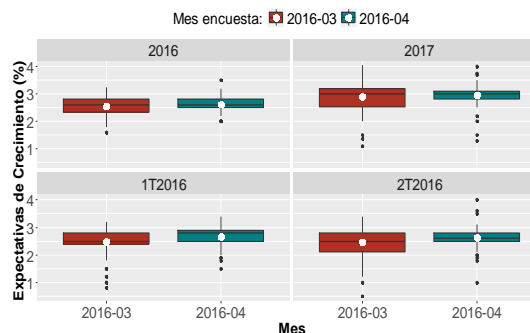
**Fuentes:** Banco de la República, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

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



**Fuente:** Fedesarrollo.

**Gráfico 26:** Gráficos de Caja Expectativas de Crecimiento EOF.



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

<sup>26</sup> Publicada el 25 de abril.

<sup>27</sup> Datos al 25 de abril.

<sup>28</sup> Datos al 15 de abril.

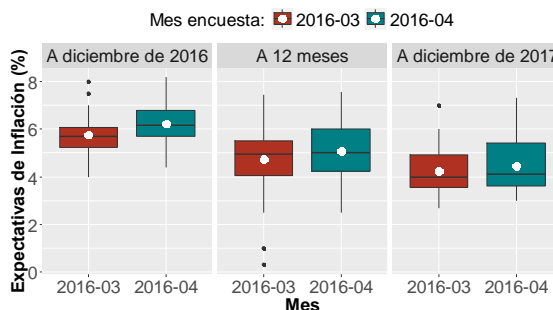
<sup>29</sup> Estos datos son preliminares ya que no se cuenta con la Encuesta de Opinión Empresarial de la Andi ni con la de Opinión Empresarial y del Consumidor de Fedesarrollo.

Respecto al *spread*, el 42% de agentes espera que aumente (anterior: 37%), mientras un 30% espera que se mantenga igual (anterior: 36%) y un 28% que disminuya (anterior: 27%).

Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes<sup>30</sup>, un 37,8% espera que esta se mantenga estable (anterior: 39,5%), un 27% que aumente (anterior: 28,4%), y un 14,9% que disminuya (anterior: 8,6%).

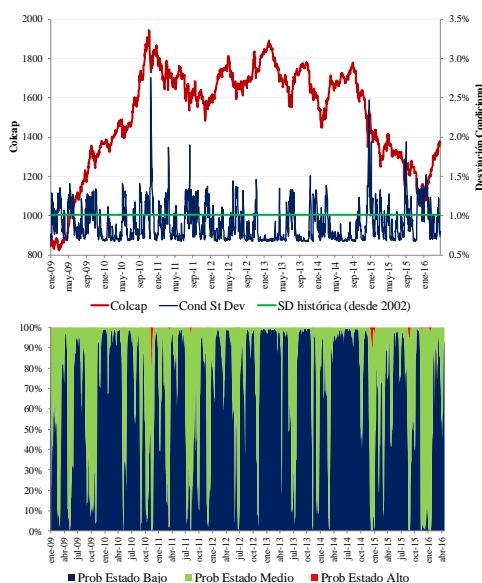
Entre el 18 de marzo y el 27 de abril el Colcap se valorizó 3,98%. Este comportamiento es explicado en parte por el incremento del precio del petróleo. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una valorización cercana al 1,15% (anterior: +1,77%)<sup>31</sup>. Para lo corrido de abril, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó respecto al promedio observado en marzo y actualmente se ubica por debajo de su media histórica; además, actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico 28).

**Gráfico 27:** Gráficos de Caja Expectativas de Inflación EOF.



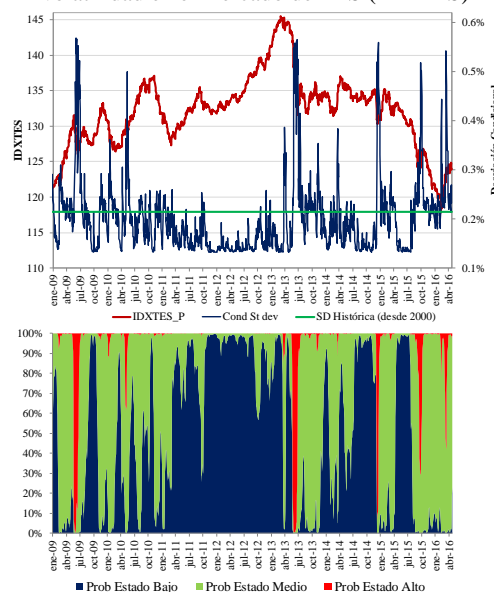
**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

**Gráfico 28:** Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)



**Fuente:** Bloomberg, **Cálculos:** Banco de la República.

**Gráfico 29:** Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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

Por otro lado, según la EOF los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en 2024 presenten una desvalorización cercana a los 28 p.b. (anterior: 48 p.b.)<sup>32</sup>. Para lo corrido de abril, la volatilidad promedio del mercado de TES disminuyó respecto al promedio observado en marzo aunque actualmente se ubica por encima de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico 29).

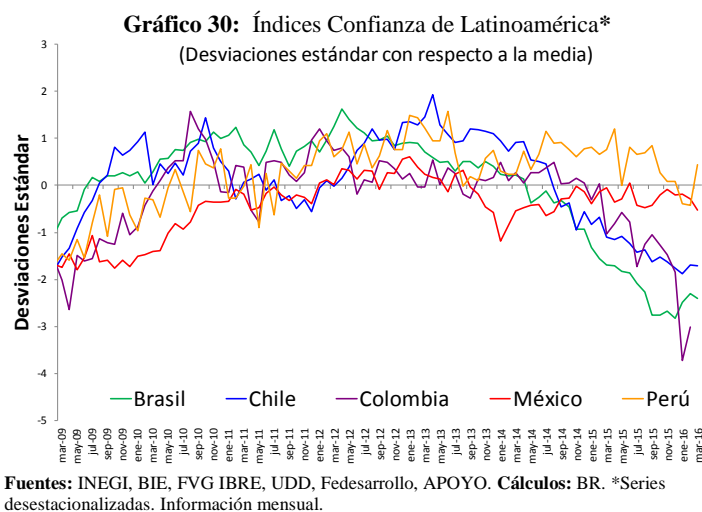
<sup>30</sup> Al 20,3% restante no les aplica la pregunta (anterior: 23,5%).

<sup>31</sup> El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

<sup>32</sup> El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

Con información al 15 de abril, los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES aumentaron respecto a lo observado en promedio durante marzo para la cartera de tesorería (+25 p.b.), la preferencial (+91 p.b.)<sup>33</sup> y la de consumo (+87 p.b.). El comportamiento de los márgenes de tesorería se explica por incrementos de las tasas activas superiores a las desvalorizaciones de los TES a 30 días. Los aumentos de los márgenes de cartera preferencial y de consumo se explican principalmente por los incrementos en las tasas activas.

Finalmente, el Gráfico 30 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 febrero y marzo mejoraron los índices de Perú y Colombia; y desmejoraron los de México, Brasil y Chile. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas, salvo el de Perú.



En resumen, el IDODM preliminar de abril aumentó ante un deterioro en la mayoría de los indicadores disponibles, particularmente en los *spreads* de cartera.

### 3. Decisiones de política de los Bancos Centrales y Gobiernos de otros países

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Israel (0,1%), Australia (2%), Suecia (-0,5%), Europa (0%)<sup>34</sup>, EE.UU. (0,25%-0,50%), Canadá (0,5%) Nueva Zelanda (2,25%) e Inglaterra (0,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas en línea con las expectativas de los analistas. Además, el Banco Central de Inglaterra mantuvo el monto de su programa de compra de activos en £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012) y el de Japón decidió mantener inalterada la tasa de interés negativa (-0,1%) a los depósitos de las instituciones financieras y su política a través de operaciones de mercado abierto con el fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual de ¥80 trillones.

En su reunión del 27 de abril, la Fed señaló que desde su última reunión las condiciones del mercado laboral mejoraron pese a que el crecimiento de la actividad económica se desaceleró. Destacó además que la inflación continuó por debajo del objetivo de 2%, reflejando en parte la disminución en los precios de la energía y de los precios de las importaciones no energéticas. En adición, el Comité mantuvo su indicación de que la orientación de la política monetaria continuará siendo expansiva en aras de soportar avances adicionales en las condiciones del mercado laboral y la inflación, y que para determinar el momento y el tamaño de futuros ajustes en el rango objetivo de la tasa de fondos federales evaluará una amplia gama de información, incluidas las medidas de condiciones del mercado laboral, indicadores de presiones inflacionarias y expectativas de inflación, y lecturas sobre la evolución financiera y los mercados internacionales. Con lo anterior, el organismo espera que las condiciones económicas evolucionen de tal forma que justifiquen

<sup>33</sup> Para mayor información ver Anexo 3.

<sup>34</sup> Mantuvo inalteradas la tasa de interés de la facilidad marginal de crédito en 0,25% y la tasa aplicable a la facilidad de depósitos en -0,4%.

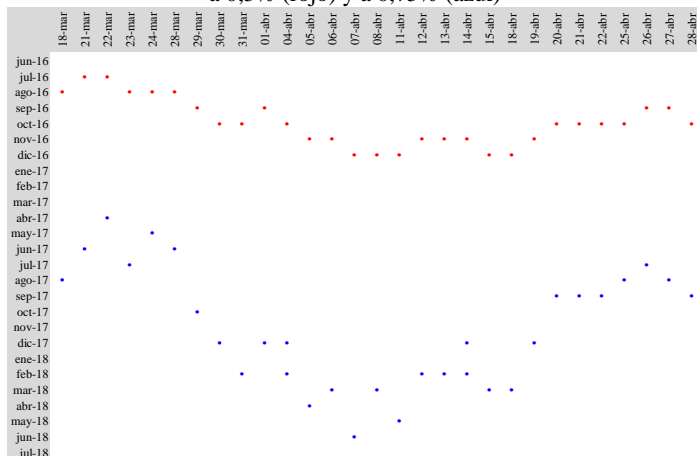
solamente aumentos graduales de las tasas de fondos federales, las cuales continuarán por algún tiempo por debajo de sus niveles de largo plazo.

Con su decisión, el BCE señaló que las tasas de interés continuarán en los niveles actuales o inferiores durante un período prolongado que superará ampliamente el horizonte de sus compras netas de activos. Además, resaltó que, como resultado del conjunto de medidas adoptadas en marzo, las condiciones de financiación generales de la zona del euro han mejorado, así como la transmisión del estímulo de la política monetaria a las empresas y los hogares, especialmente a través del sistema bancario. No obstante, señaló que aún persiste la incertidumbre sobre el desempeño de los mercados globales.

De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, el 18 de marzo se esperaba que la tasa de referencia llegaría a 0,50% (puntos rojos) en agosto del 2016, y recientemente se espera que alcance este nivel en octubre de 2016. En cuanto a las expectativas respecto al mes en que la tasa alcanzará un nivel de 0,75% (puntos azules), estas pasaron de agosto a septiembre de 2017 (Gráfico 31). El Gráfico 31.1 muestra que actualmente el mercado espera un ritmo de incrementos un poco más suave al que se esperaba el 18 de marzo.

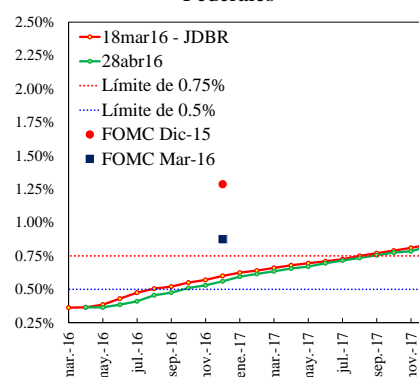
Por otra parte, la probabilidad de que en abril ocurriera un incremento adicional del rango de las tasas de los fondos federales se mantuvo baja, y disminuyó la probabilidad de que en junio se presente un cambio en el rango de estas tasas (Gráficos 32.1 y 33). Además, en los gráficos 33.1 y 33.2 se observa que la probabilidad de que se realice un cambio en las tasas en septiembre disminuyó, mientras que la probabilidad de que en diciembre la tasa permanezca en sus niveles actuales o registre un incremento se ubica cada una alrededor del 40%.

**Gráfico 31:** Momento en el que la Tasa de los Fondos Federales llegará a 0,5% (rojo) y a 0,75% (azul)



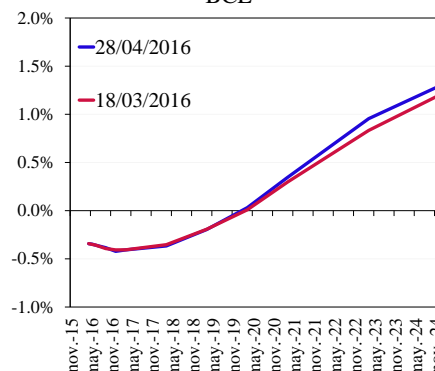
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 31.1:** Senda esperada Tasa Fondos Federales



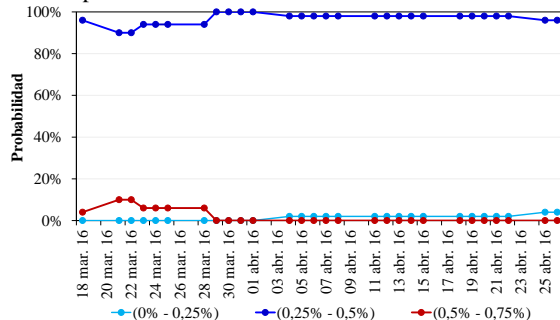
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 32:** Expectativas de las tasas del BCE



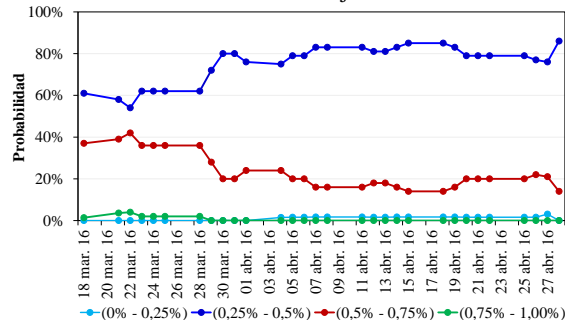
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 32.1:** Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de abril de 2016



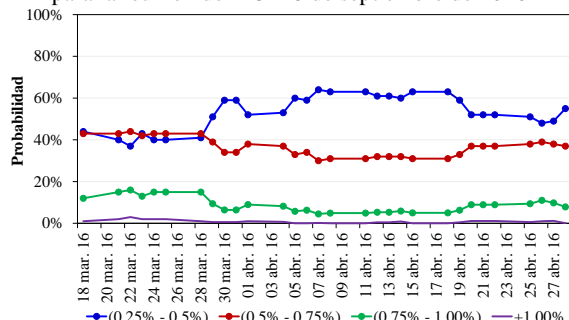
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 33:** Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de junio de 2016



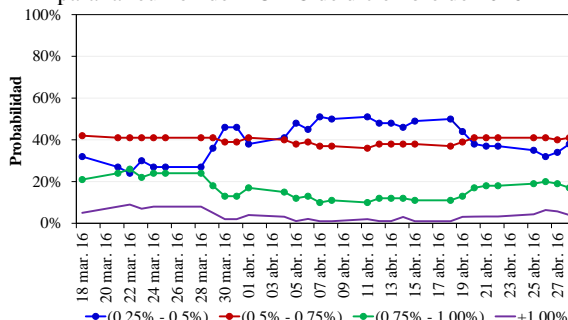
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 33.1:** Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de septiembre de 2016



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 33.2:** Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2016



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE con base en los futuros del índice Eonia, el mercado continúa descontando que el primer incremento tenga lugar alrededor del 1T20 (Gráfico 32).

Los bancos centrales de Rusia, Tailandia, Polonia, Corea del Sur, Turquía e Indonesia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en línea con lo esperado. El Banco Central de Hungría la recortó sorpresivamente 30 p.b. a 1,05%, y el Banco Central de la India la recortó 25 p.b. a 6,5%, en línea con lo esperado por el mercado. En Latinoamérica, los bancos centrales de México, Chile, Perú y Brasil mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 3,75%, 3,5%, 4,25% y 14,25%, respectivamente, decisiones que eran esperadas por los mercados.

Para mayor detalle de la información presentada en esta sección se puede consultar el Anexo 4.

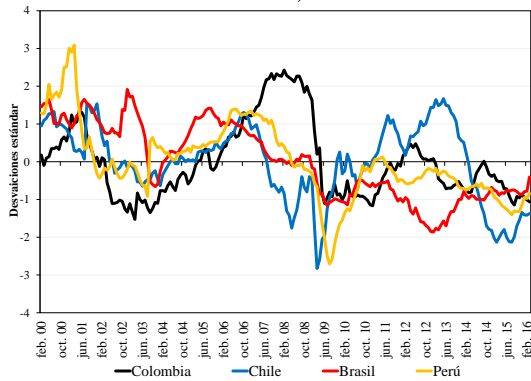
En los Gráficos 34 y 35 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales<sup>35</sup> desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. Se puede observar que en marzo las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas<sup>36</sup>.

<sup>35</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

<sup>36</sup> Desde febrero del año 2000, las medias de las tasas reales de Colombia, Chile, Brasil y Perú son 1,73%, 1,13%, 7,11% y 1,24%, respectivamente. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,58%.

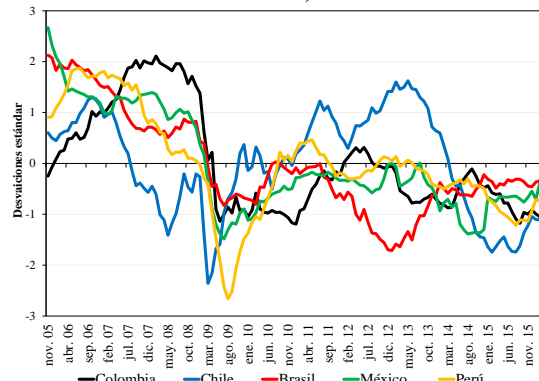


**Gráfico 34:** Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar con respecto a la media desde 2000\*)



Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.\*Media y desviación histórica calculada desde febrero de 2000.

**Gráfico 35:** Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar con respecto a la media desde 2005\*)

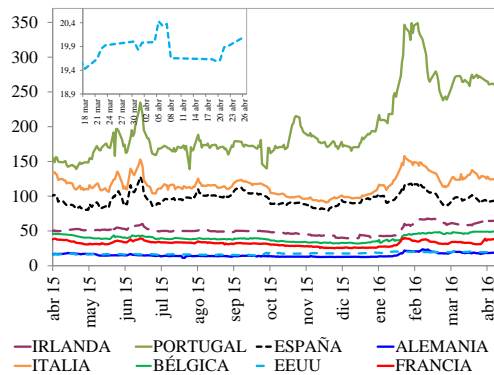


Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.\*Media y desviación histórica calculada desde octubre de 2005.

#### 4. Indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional

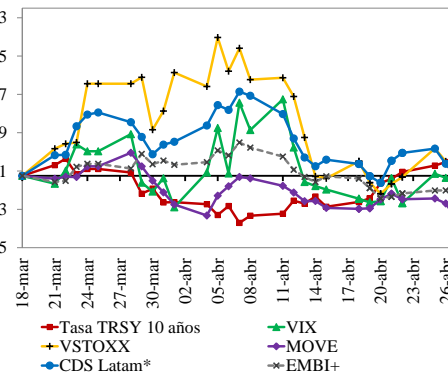
El comportamiento de los principales indicadores de percepción de riesgo fue marcado por dos tendencias. La primera entre mediados de marzo y la primera semana de abril, cuando los indicadores se deterioraron y la segunda, posterior a dicha semana, cuando estos presentaron una recuperación. De esta manera si se comparan los niveles de los indicadores del 18 de marzo con los del 27 de abril estos fueron similares.

**Gráfico 36:** Credit Default Swaps otros países (5 años)



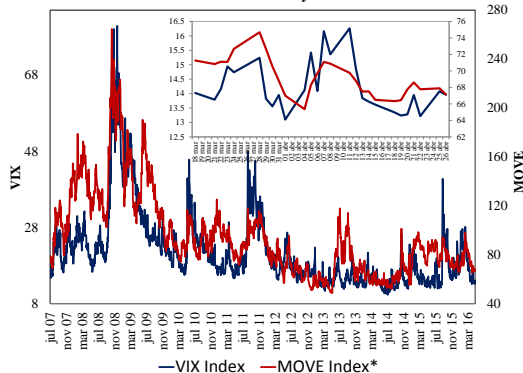
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 37:** Indicadores de Percepción de Riesgo



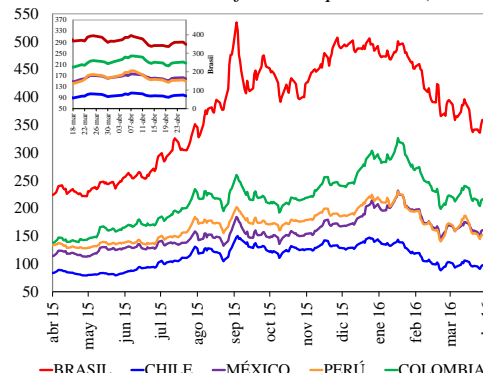
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. \*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

**Gráfico 38:** VIX y MOVE\*



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 39:** Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

En particular, el primer periodo se caracterizó por un incremento en los indicadores de riesgo debido a la publicación de algunas noticias negativas en Japón, China y EE.UU.<sup>37</sup>, y menores perspectivas de crecimiento en Europa<sup>38</sup>. La incertidumbre que ha generado el referendo en Reino Unido para determinar la continuidad de este país en la Unión Europea ocasionó un mayor deterioro de los indicadores de esta región. A partir de la segunda semana de abril los indicadores de riesgo mejoraron ante la publicación de datos positivos de comercio exterior y de actividad manufacturera en China<sup>39</sup> y por anuncios de medidas estímulo en este país y Japón<sup>40</sup>.

Los indicadores también estuvieron influenciados por las expectativas respecto a los futuros movimientos de la tasa de política monetaria de la Fed y los movimientos del precio del petróleo. Para el caso de las expectativas respecto a la Fed, en el primer periodo los agentes postergaron el inicio de nuevos movimientos ante preocupaciones económicas, mientras que en el segundo periodo ocurrió lo contrario. Respecto al petróleo, el precio registró caídas durante las últimas semanas de marzo y luego corrigió de tal manera que desde el 18 de marzo el precio del petróleo WTI aumentó 14,93%, y el del petróleo BRENT 13,44%. Esta recuperación estuvo explicada principalmente por un menor dinamismo de la oferta de este producto por parte de EE.UU.<sup>41</sup> y por expectativas con respecto a un posible acuerdo entre algunos países productores de petróleo y la OPEP para congelar los niveles de producción<sup>42</sup>. Además, huelgas de trabajadores del sector petrolero en Kuwait, también influenciaron el alza que presentaron los precios del petróleo entre el 18 y el 21 de abril.

Finalmente, durante el periodo analizado el FMI redujo sus pronósticos de crecimiento económico<sup>43</sup> y advirtió sobre los posibles efectos que sobre el crecimiento mundial y los precios de los activos podría tener la desaceleración observada en las economías emergentes.

De esta manera, el VIX pasó de 14,02% el 18 de marzo a 13,77% el 27 de abril, al tiempo que el VSTOXX pasó de 20,65% a 21,28%. El índice MOVE<sup>44</sup> pasó de 71,26 a 67,15 (Gráficos 37 y 38).

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel regional aumentaron con excepción del de Brasil. Entre el 18 de marzo y el 27 de abril los *Credit Default Swap* (CDS) a 5 años aumentaron 10 p.b. para Colombia, 8 p.b. para México, 5 p.b. para Perú y 5 p.b. en el caso de Chile, mientras que para

---

<sup>37</sup> **EE.UU.** El índice de confianza de la Universidad de Michigan disminuyó a 90 puntos (ant: 91,7 puntos, esp: 92,2 puntos). Las ventas de viviendas usadas disminuyeron 7,1% y las de viviendas nuevas aumentaron menos de lo esperado por el mercado (obs: 2%, esp: 3,2%). Las órdenes de bienes durables disminuyeron 2,8% (esp: -3%). **Japón:** El índice de producción industrial disminuyó 6,2% en febrero (esp: -5,9%). **China:** Standard & Poor's recortó la perspectiva para la calificación de crédito de la deuda soberana de estable a negativa, aunque mantuvo su calificación actual en AA-.

<sup>38</sup> Standard and Poor's recortó sus previsiones de crecimiento para la Zona Euro de 1,8% a 1,5% para 2016. El gobierno alemán revisó levemente a la baja su pronóstico de crecimiento de 2016, de 1,5% a 1,4% en 2016, afirmando que la incertidumbre económica global pesará marginalmente sobre el comercio.

<sup>39</sup> En marzo, el PMI manufacturero superó la barrera de los 50 puntos, lo cual indica que este sector se expandió por primera vez desde julio de 2015 (obs: 50,2 puntos, esp: 49,4 puntos). En ese mismo mes las exportaciones aumentaron 11,5% (esp: 10%) y las importaciones disminuyeron menos de lo esperado (obs: -7,6%, esp: 10,1%). La producción industrial se expandió 6,8% (esp: 5,9%), y las ventas al por menor, 10,5% (esp: 10,4%), datos superiores a los esperados.

<sup>40</sup> Un miembro del consejo de gobierno del Banco de Japón señaló que la entidad no dudará en expandir nuevamente su programa de estímulo monetario si los riesgos para la economía se materializan y amenazan la frágil recuperación económica, y no descartó un recorte de las tasas de interés aún más en territorio negativo. Adicionalmente, el Parlamento de Japón aprobó un presupuesto estatal récord de JPY96,72 billones (aprox. USD 850 mil millones) para el año fiscal 2016, una ampliación del gasto que permitiría apoyar a la debilitada economía del país. Según un reporte de Reuters, China dio a conocer medidas de apoyo a la economía que incluyen más inversión en infraestructura, reformas fiscales y planes para canjear deuda por capital con el objetivo de ayudar a aliviar las carteras de préstamos de los bancos.

<sup>41</sup> Específicamente, se conoció que entre el 11 de marzo y el 22 de abril el número de equipos de perforación disminuyó de 386 a 343, y que los inventarios de crudo de este país presentaron incrementos inferiores a los esperados por los analistas. Adicionalmente, la Administración de Información de Energía indicó que la producción de crudo en EE.UU. disminuyó en enero en 56.000 barriles por día a 9,179 millones de bpd, registrando el nivel más bajo desde octubre del 2014.

<sup>42</sup> En su reunión del 17 de abril, el grupo petrolero no alcanzó un acuerdo para congelar la producción de crudo. Adicionalmente, Irán indicó que no considera reducir su extracción hasta que recupere la cuota de mercado previa a la imposición de sanciones internacionales en el 2011.

<sup>43</sup> Redujo el pronóstico de crecimiento mundial de 3,4% a 3,2%.

<sup>44</sup> Indicador que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre los Bonos del Tesoro de los EE.UU.

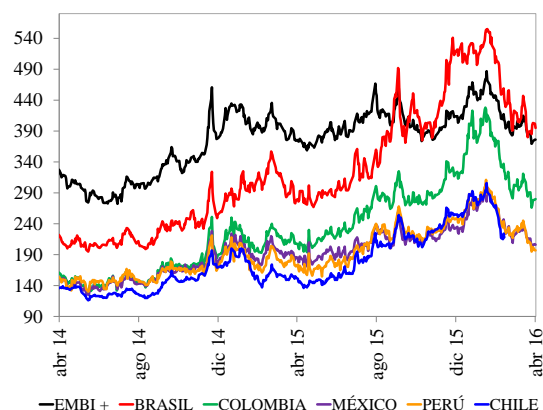


el caso de Brasil disminuyó 29 p.b. Contrario a lo anterior, el EMBI+ se redujo 6 p.b. al tiempo que el EMBI Colombia disminuyó 13 p.b. (Gráficos 39 y 40). Para el caso de Brasil, la reducción en los CDS se asocia al positivismo con el que se tomó la autorización por parte de la Cámara de Diputados de este país de iniciar un juicio político contra la presidenta Dilma Rousseff, bajo cargos de violación de las leyes de presupuesto para favorecer su reelección en el 2014.

En la región también se destaca que Moody's redujo de estable a negativo el panorama (*outlook*) de la calificación crediticia de México<sup>45</sup>. Un débil desempeño económico de México, un entorno externo difícil y la posibilidad de nuevas obligaciones en el caso de que el Gobierno decidiera apoyar a la petrolera estatal Pemex llevaron a Moody's a adoptar esta decisión.

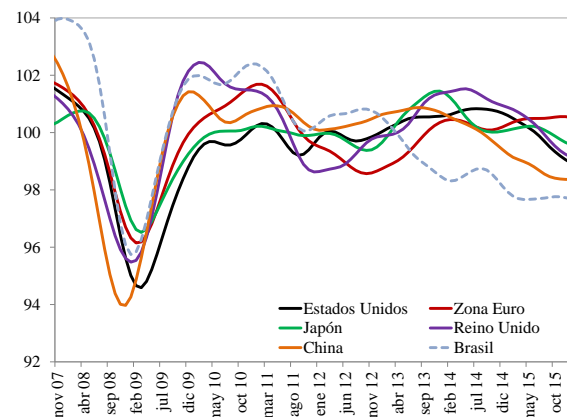
Entre enero y febrero del 2016 los indicadores líderes de la actividad económica<sup>46</sup> publicados por la OECD<sup>47</sup> desmejoraron para Estados Unidos, la Zona Euro, Japón y Reino Unido, mientras que mejoraron para China y Brasil (Gráfico 41).

**Gráfico 40: EMBI Países Latam**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 41: Indicadores Líderes de Crecimiento de la OECD**



Fuente: OECD.

En resumen, los indicadores de percepción de riesgo no tuvieron un comportamiento definido desde la última reunión de la JDBR, y recientemente se ubican en niveles similares a los observados a mediados de marzo.

<sup>45</sup> La agencia ratificó la calificación del país en A3.

<sup>46</sup> Toda la serie es actualizada en el momento en que se dispone de nuevos datos. La metodología puede ser encontrada en *OECD Leading Indicators and Business Cycles in Member Countries, Sources and Methods*, No 39, January 1987. El indicador busca replicar el índice de producción total utilizando, entre otros, el nivel del stock de bienes finales, precios de acciones, oferta monetaria, salarios, inicios de construcción y horas semanales de trabajo en el sector manufacturero.

<sup>47</sup> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

## 5. Tasas de interés y Expectativas del mercado

En el Gráfico 42 se presenta la evolución de la tasa mínima de expansión del BR, la tasa interbancaria (TIB), la DTF y el IBR a un día. Desde el 18 de marzo el IBR *overnight* y la TIB oscilaron en niveles similares al de la tasa de política monetaria. La tasa de simultáneas del SEN era 6,23% el 18 de marzo y recientemente es 6,45%<sup>48</sup>.

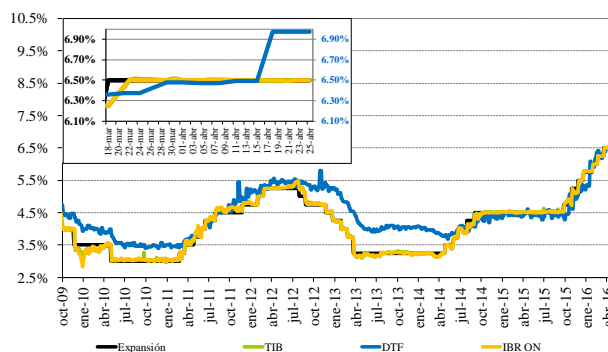
En cuanto a las expectativas de movimientos de la tasa de referencia por parte del BR en la próxima reunión de la Junta, la mayoría de agentes espera un incremento de 25 p.b, y algunas entidades esperan un aumento de 50 p.b.

En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 25 de abril<sup>49</sup>, un 65,8% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b, un 28,9% que será incrementada 50 p.b y el 5,3% restante que se mantendrá inalterada.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 37,8% señaló la política monetaria (ant: 21%), un 24,3% (ant: 27,2%) los factores externos, un 21,6% la política fiscal (ant: 37%), un 12,2% el crecimiento económico (ant: 8,6%), y el 4,1% restante las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 4,9%).

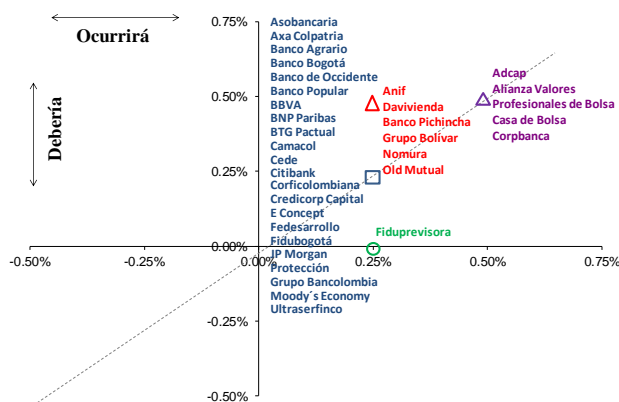
En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 28 de abril, el 74% (28 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia de 25 p.b, y el 26% restante (10 entidades) espera que la tasa aumente 50 p.b.

Gráfico 42: Tasas Interés Mercado Colombiano



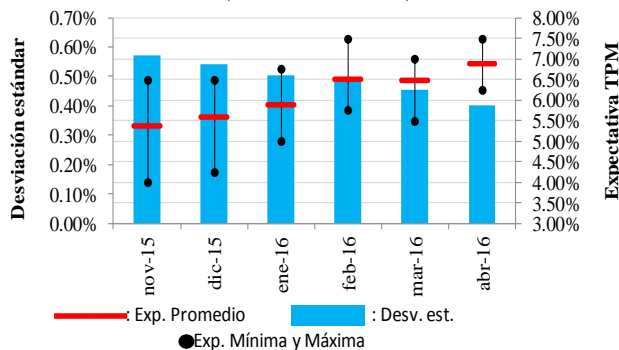
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 43: Encuestas Anif y Citibank



Fuente: Anif y Citibank.

Gráfico 44: Expectativas TPM para Finales de 2016 (Encuesta Citibank)



Fuente: Encuesta Citibank.

<sup>48</sup> Dato del 27 de abril.

<sup>49</sup> Realizada entre el 11 y el 20 de abril.

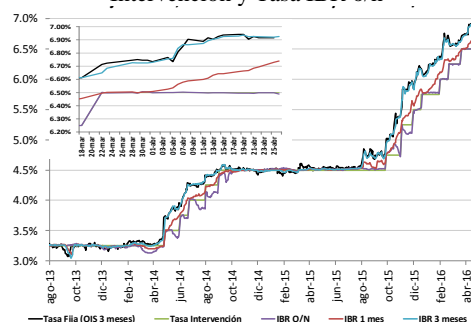
En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank<sup>50</sup>, se encuentra que de las 34 entidades encuestadas el 85% (29 entidades) espera que la tasa aumente 25 p.b. y el 15% (5 entidades<sup>51</sup>) cree que la tasa subirá 50 p.b. El 65% (22 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b, el 32% (11 entidades) recomienda un aumento de 50 p.b, y el 3% restante (1 entidad<sup>52</sup>) recomienda que la tasa permanezca inalterada. El Gráfico 43 presenta el resumen de los resultados de estas encuestas, cuyos detalles pueden ser consultados en el Anexo 5.

En el Gráfico 44 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2016 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Entre marzo y abril la tasa esperada en promedio pasó de 6,49% a 6,89%.

En el Gráfico 45 se muestran el IBR *overnight*, el IBR a 1 mes y el IBR a 3 meses. También se incluyen la tasa de intervención del BR, y la tasa fija del OIS a 3 meses de *Bloomberg*<sup>53</sup>.

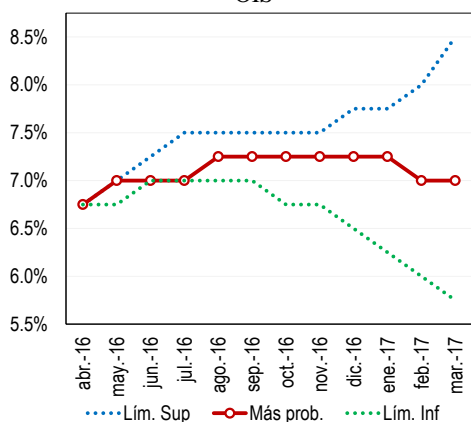
El 28 de abril el IBR *overnight*, el IBR a un mes y el IBR a tres meses se ubicaron en 6,51%, 6,77% y 6,97%, respectivamente. La tasa fija del OIS de tres meses extraída de *Bloomberg* fue 6,92%. De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de los OIS, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de referencia sea incrementada 25 p.b, y que en mayo aumente 25 p.b. adicionales (Gráfico 46, Cuadro 3, y Anexo 6).

**Gráfico 45:** Tasa Fija del OIS, Tasa de Intervención y Tasa IBR o/n



**Fuente:** *Bloomberg* y Banco de la República. **Cálculos:** Banco de la República

**Gráfico 46:** Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



**Fuente:** *Bloomberg*, **Cálculos:** Banco de la República.

**Cuadro 3**

TPM	abr16	may16	jun16	jul16	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17
8.75%												0%
8.50%												1%
8.25%												4%
8.00%												8%
7.75%												8%
7.50%					0%	2%	7%	8%	10%	13%	13%	12%
7.25%				44%	50%	56%	62%	53%	46%	40%	34%	24%
7.00%			56%	50%	41%	31%	39%	37%	32%	30%	28%	26%
6.75%	100%	44%										22%
6.50%							0%	7%	14%	17%	20%	22%
6.25%									1%	4%	7%	11%
6.00%										0%	1%	2%
5.75%											0%	0%
5.50%												0%

**Fuente:** *Bloomberg*, **Cálculos:** Banco de la República

<sup>50</sup> Encuestas publicadas el 25 y el 27 de abril, 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 esta ocasión, Bancolombia y Banco de Bogotá habían respondido en la encuesta de Anif que recomendaban un incremento de 50 p.b, mientras en la encuesta de Citibank respondieron que recomendaban un aumento de 25 p.b.

<sup>51</sup> Adcap, Alianza Valores, Profesionales de Bolsa, Casa de Bolsa y Corpbanca.

<sup>52</sup> Fiduprevisora.

<sup>53</sup> Correspondiente a la tasa fija del *Overnight Index Swap* (OIS) extraída de *Bloomberg*. Los OIS se definen como *swaps* de tasa de interés en los que se intercambia una tasa fija por una tasa flotante, siendo esta última la tasa de interés compuesta de una tasa *overnight*. En una transacción OIS no existe intercambio del principal. Ambas partes acuerdan intercambiar al vencimiento del swap el diferencial entre la tasa fija pactada y la tasa flotante, por el nominal acordado. El pagador (quien paga la tasa fija y recibe la tasa flotante) se beneficiará ante un incremento en las tasas y el receptor (quien recibe la tasa fija y paga la tasa flotante) se beneficiará de una disminución en las tasas.

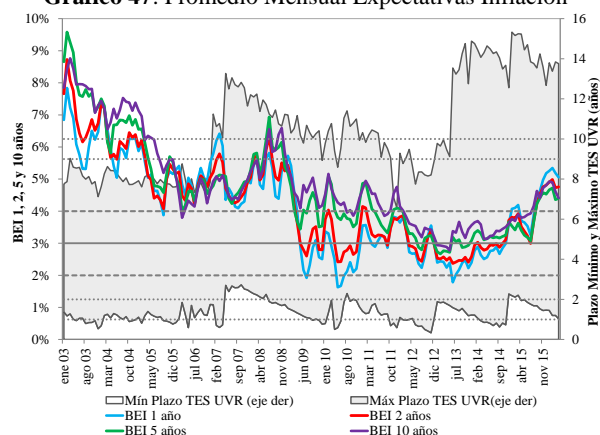
En la última encuesta de expectativas de inflación realizada por el BR<sup>54</sup>, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2016 en promedio se ubica en 6,03% (encuesta anterior: 5,72%). Las expectativas promedio para diciembre de 2017 se ubican en 4,08% (ant: 3,98%) y para abril de 2018 en 3,81%<sup>55</sup>.

La encuesta realizada por Citibank<sup>56</sup> refleja que la inflación esperada para diciembre de 2016 es 6,07%, mientras que en la encuesta anterior era 5,47%.

En promedio para lo corrido de abril<sup>57</sup> (hasta el día 27) frente a los datos promedio de marzo, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR aumentaron para todos los plazos (2, 3 y 5 años: +2, +8 y +4, respectivamente), con excepción del de 10 años (-21 p.b). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de abril a 2, 3, 5 y 10 años son 4,75%, 4,57%, 4,40% y 4,40%, respectivamente.

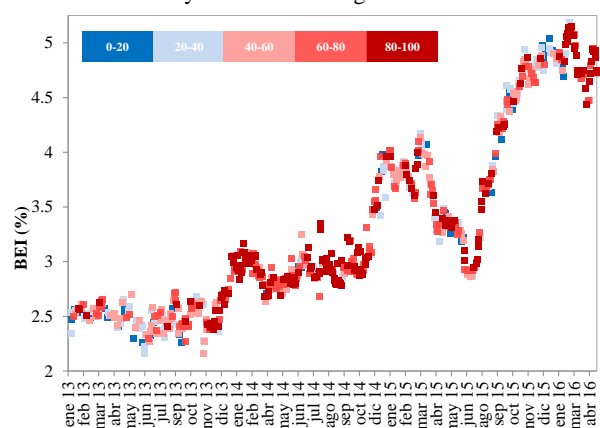
El Gráfico 49 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez<sup>58</sup> relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR<sup>59</sup>. Con información al 22 de abril se espera que en los próximos 2 años en promedio la inflación sea 3,67% (marzo: 3,48%). Para el plazo de 5 años, la inflación promedio esperada pasó de 3,32% en marzo a 3,44% en abril. Por su parte, la prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años aumentó de 0,48% a 0,67%, al tiempo que la de 5 años pasó de 0,46% a 0,59%.

**Gráfico 47: Promedio Mensual Expectativas Inflación**



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

**Gráfico 48: BEI y Volumen de Negociación UVR a 2 años**



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

<sup>54</sup> Realizada entre el 7 y el 8 de abril.

<sup>55</sup> En la encuesta anterior la inflación esperada para marzo del 2018 era 3,77%.

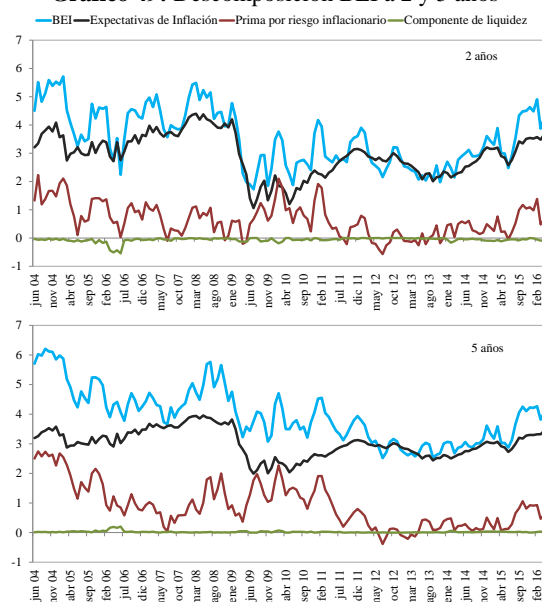
<sup>56</sup> Publicada el 27 de abril.

<sup>57</sup> Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de +5 p.b., +10 p.b., +9 p.b. y -6 p.b, respectivamente. De esta manera, el 26 de abril se ubicaron en 4,72%, 4,56%, 4,40% y 4,39%, respectivamente.

<sup>58</sup> El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

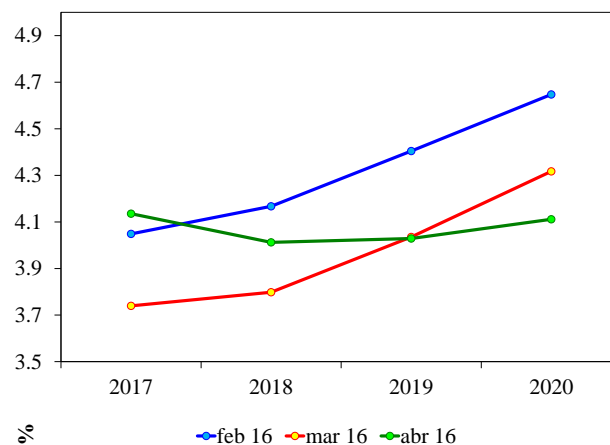
<sup>59</sup> Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2015). *Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía. 903. Banco de la República.

**Gráfico 49: Descomposición BEI a 2 y 5 años**



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

**Gráfico 50: Inflación esperada (FBEI)**



**Fuentes:** SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.\* Promedio datos mensuales.

El Gráfico 50 muestra la senda de inflación esperada para los años entre 2017 y 2020, tomando el promedio de los datos diarios para los meses de febrero, marzo y lo corrido de abril del 2016. Los datos de inflación esperada (FBEI) promedio de abril para 2017 y 2018 son superiores a los de marzo e inferiores para 2019 y 2020. Respecto a los datos promedio de febrero los datos de abril se encuentran por debajo con excepción de aquellos para 2017. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre los años 2017 y 2018 y creciente para los años siguientes, de tal forma que para el año 2020 la inflación año completo esperada es 4,02% (esperada en enero: 4,03%).

Finalmente, el Cuadro 4 muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, Ecuador, India, Sudáfrica, China y Noruega. Las expectativas de crecimiento económico para el año 2016 se mantuvieron estables en los casos de Chile, India y China; y disminuyeron para Colombia, México, Brasil, Ecuador, Sudáfrica y Noruega. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,54% a 2,52%. Los datos de inflación de marzo fueron inferiores a los pronósticos en todos los países, salvo Colombia y Noruega. La inflación se encuentra por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2% a 4%), Perú (1% a 3%), Chile (2% a 4%) y Brasil (2,5% a 6,5%). Las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia, Sudáfrica, China y Noruega; permanecieron estables en el caso de India; y disminuyeron para Chile, México, Brasil y Ecuador.

**Cuadro 4:** Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Mar. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Mar. 2016	Abr. 2016		Mar. 2016	Abr. 2016	Esp*	Obs	Mar. 2016	Abr. 2016
<b>Colombia</b>	7.70%	7.98%	5.72%	6.03%	6.50%	6.49%	6.89%	3.1%	3.3%	2.54%	2.52%
<b>Chile</b>	4.6%	4.5%	3.6%	3.5%	3.50%	3.75%	3.75%	1.6%	1.3%	1.7%	1.7%
<b>México</b>	2.62%	2.60%	3.34%	3.30%	3.75%	4.20%	4.15%	2.5%	2.2%	2.45%	2.40%
<b>Perú</b>	4.46%	4.30%	3.5%	n.d.	4.25%	4.60%	4.60%	4.6%	4.7%	3.2%	n.d.
<b>Brasil</b>	9.42%	9.39%	7.46%	6.98%	14.25%	14.25%	13.25%	-6.0%	-5.9%	-3.54%	-3.88%
<b>Ecuador</b>	n.d.	2.32%	2.9%	2.8%	8.88%	3.30%	5.64%	n.d.	-1.2%	-1.7%	-2.1%
<b>India</b>	5.00%	4.83%	5.2%	5.2%	6.50%	6.47%	6.44%	7.1%	7.3%	7.5%	7.5%
<b>Sudáfrica</b>	6.4%	6.3%	6.3%	6.4%	7.00%	7.35%	7.45%	0.5%	0.6%	0.9%	0.7%
<b>China</b>	2.4%	2.3%	1.6%	2.0%	4.35%	3.96%	3.94%	6.9%	6.9%	6.5%	6.5%
<b>Noruega</b>	3.2%	3.3%	2.5%	2.8%	0.50%	0.40%	0.30%	-0.4%	-1.2%	1.3%	0.9%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 7 y el 8 de abril del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Encuesta del Banco Central del 29 de febrero. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

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

México: Encuesta publicada por el BCM el 1 de abril. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

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

Ecuador: Consensus Forecast del FocusEconomics (abril). Se incluyen expectativas de tasa de depósitos entre 91 y 120 días.

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

Sudáfrica: Datos obtenidos de Bloomberg.

China: Expectativas de inflación obtenidas de Bloomberg. Las expectativas de TPM y crecimiento son obtenidas del consensus forecast del FocusEconomics (abril).

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

\*\*Todos los datos corresponden al 4T15.

## 6. Conclusiones

En Colombia, al comparar los datos entre el 18 de marzo y el 27 de abril del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 35 p.b y 14 p.b. en los tramos corto y mediano, respectivamente. En contraste, las tasas del tramo largo disminuyeron en promedio 12 p.b. de manera que la pendiente cayó 47 p.b. La correlación de 60 días entre las tasas de largo plazo de Colombia y las de los bonos del Tesoro de EE.UU. pasó de -46% a -13%<sup>60</sup>. La correlación a 30 días pasó de -77% a -23%.

Después de la última reunión de la JDBR la curva cero cupón se aplanó ante el aumento de las tasas de los TES de corto plazo y la disminución de las de largo plazo. Las desvalorizaciones de los bonos en el tramo corto están relacionadas principalmente con expectativas de incrementos adicionales de la tasa de política monetaria en las próximas reuniones de la Junta, que se acentuaron después de la publicación del dato de inflación de marzo.

Las tasas de mediano y largo plazo tuvieron una dinámica similar a la de la percepción de riesgo a nivel internacional y hacia Colombia. Las preocupaciones respecto al crecimiento económico a nivel mundial generaron episodios de desvalorizaciones. No obstante lo anterior, en abril se presentaron valorizaciones dado que los mercados están contemplando un menor ritmo en la normalización de la política monetaria por parte de este organismo y gracias a la recuperación del precio del petróleo. En el caso del tramo largo, las valorizaciones más que compensaron las desvalorizaciones previas. Cabe mencionar que este período de valorizaciones estuvo interrumpido luego de la publicación del dato de inflación.

Respecto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de abril aumentó ante un deterioro en la mayoría de los indicadores disponibles, particularmente en los *spreads* de cartera. A nivel internacional, los indicadores de percepción de riesgo no tuvieron un comportamiento definido desde la última reunión de la JDBR, y recientemente se ubican en niveles similares a los observados a mediados de marzo.

Con relación a las expectativas sobre el movimiento de la tasa de referencia del BR en su próxima reunión, de acuerdo con las encuestas realizadas por Fedesarrollo y la BVC, *Bloomberg* y la compilación de las encuestas de Anif y Citibank, las tasas esperadas promedio son 6,80%, 6,82% y 6,82%, respectivamente.

En promedio para lo corrido de abril<sup>61</sup> (hasta el día 27) frente a los datos promedio de marzo, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR aumentaron para todos los plazos (2, 3 y 5 años: +2, +8 y +4, respectivamente), con excepción del de 10 años (-21 p.b). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de abril a 2, 3, 5 y 10 años son 4,75%, 4,57%, 4,40% y 4,40%, respectivamente.

---

<sup>60</sup> Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 70%.

<sup>61</sup> Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de +5 p.b., +10 p.b., +9 p.b. y -6 p.b, respectivamente. De esta manera, el 26 de abril se ubicaron en 4,72%, 4,56%, 4,40% y 4,39%, respectivamente.

## 7. Recuadros/Anexos

### Anexo 1

	Valor actual 22 de abril	Variación desde última junta BR	Variación desde mayo 2013	Variación año corrido	Variación año completo	Niveles desde última junta BR	Niveles desde mayo 2013	Niveles año corrido	Niveles año completo
<b>TOTAL GBI-EM GLOBAL*</b>	<b>349.2</b>	<b>1.7%</b>	<b>15.7%</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.3%</b>	<b>343.2</b>	<b>301.7</b>	<b>327.6</b>	<b>325.5</b>
<b>ASIA</b>	<b>227.4</b>	<b>1.3%</b>	<b>13.6%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.6%</b>	<b>224.5</b>	<b>200.2</b>	<b>214.3</b>	<b>213.2</b>
India**	794.9	2.0%	28.9%	4.0%	8.5%	779.5	616.5	764.0	732.6
Indonesia	524.8	2.9%	13.1%	11.5%	8.8%	509.8	464.2	470.7	482.3
Malasia	172.9	0.5%	10.3%	2.5%	4.3%	172.0	156.7	168.7	165.7
Filipinas	147.1	3.0%	3.1%	5.4%	2.5%	142.8	142.6	139.5	143.5
Tailandia	227.7	0.0%	19.1%	4.0%	6.3%	227.7	191.2	218.8	214.1
<b>EUROPA</b>	<b>317.0</b>	<b>1.0%</b>	<b>14.6%</b>	<b>4.3%</b>	<b>7.4%</b>	<b>313.8</b>	<b>276.5</b>	<b>303.8</b>	<b>295.2</b>
Polonia	332.2	-0.5%	11.2%	1.1%	1.9%	334.0	298.9	328.5	326.0
Turquía	504.1	4.1%	17.0%	9.7%	11.8%	484.2	430.7	459.6	450.8
Rumania	133.3	-0.2%	21.3%	1.2%	3.0%	133.6	109.9	131.8	129.4
Rusia	232.7	0.1%	15.5%	4.9%	18.4%	232.3	201.4	221.7	196.5
<b>MEDIO ORIENTE/ÁFRICA</b>	<b>373.6</b>	<b>2.3%</b>	<b>10.9%</b>	<b>7.5%</b>	<b>2.4%</b>	<b>365.4</b>	<b>337.0</b>	<b>347.5</b>	<b>364.8</b>
Nigeria	182.8	-3.4%	41.1%	-5.3%	n.d.	189.3	129.6	193.0	155.8
<b>LATINOAMÉRICA</b>	<b>463.9</b>	<b>2.4%</b>	<b>18.5%</b>	<b>8.3%</b>	<b>8.5%</b>	<b>453.1</b>	<b>391.4</b>	<b>428.4</b>	<b>427.7</b>
Chile	133.4	2.1%	15.8%	3.5%	3.0%	130.6	115.3	128.9	129.5
Perú	190.8	4.4%	3.8%	9.9%	4.8%	182.8	183.9	173.7	182.0
Brasil	576.3	4.0%	30.7%	15.1%	15.0%	554.2	440.9	500.5	500.9
Colombia	366.2	1.0%	6.0%	4.4%	0.1%	362.7	345.5	350.7	365.7

\* 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 Producto Nacional Bruto 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 de más fáciles de replicar.

\*\* El índice de India no compone el *GBI-EM Global*. Este índice hace parte del *GBI-EM Broad* el cual recoge un mayor número de países.

### Anexo 2

#### Compras Netas de TES\* denominados en UVR (Valor Nominal en Millones de Pesos)

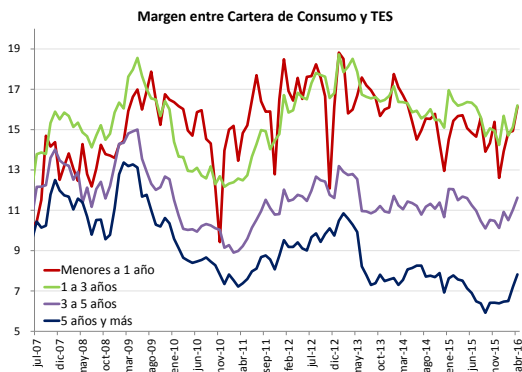
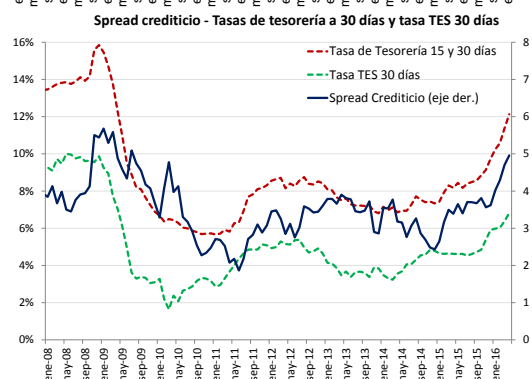
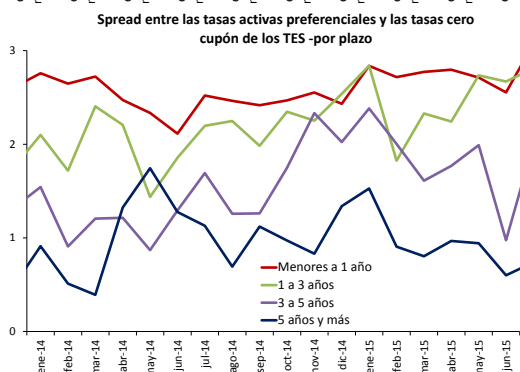
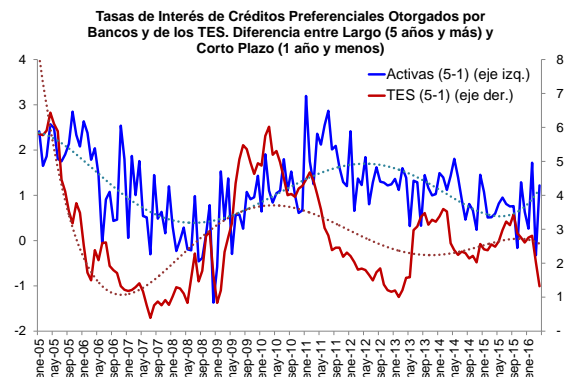
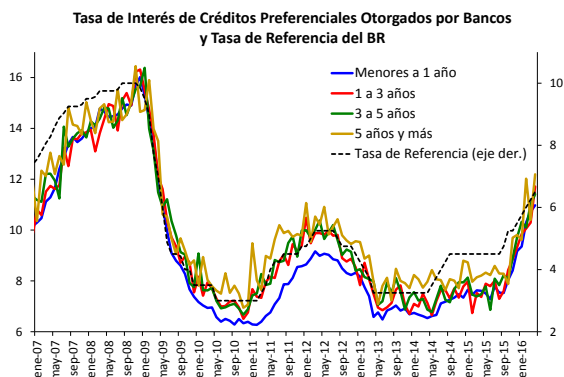
	Movimiento Neto en lo Corrido de 2016	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	1'997'124	2'478'983	6'121'496	1'578'782	10'179'261	226'971	241'439	(105'805)	362'605
Compañía de Financiamiento Comercial	-	2'190	4'441	1'102	7'733	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(34'913)	(986'188)	506	(210'204)	(1'195'886)	589	(150'330)	21'692	(128'048)
<b>Total EC</b>	<b>1'962'210</b>	<b>1'494'985</b>	<b>6'126'443</b>	<b>1'369'680</b>	<b>8'991'108</b>	<b>227'560</b>	<b>91'109</b>	<b>(84'113)</b>	<b>234'556</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(9'829)	(3'353)	(1'316)	(2'849)	(7'518)	-	-	-	-
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	1'500'692	(3'301'217)	3'140'897	9'501'172	9'340'852	(291'073)	(95'825)	686'449	299'551
<b>Pasivos Pensionales</b>	<b>1'182'509</b>	<b>(2'950'118)</b>	<b>2'071'139</b>	<b>6'755'641</b>	<b>5'876'661</b>	<b>(160'587)</b>	<b>25'294</b>	<b>492'037</b>	<b>356'744</b>
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(7'572)	-	-	(7'572)	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>	<b>1'490'684</b>	<b>(3'312'142)</b>	<b>3'139'581</b>	<b>9'498'324</b>	<b>9'325'763</b>	<b>(291'073)</b>	<b>(95'825)</b>	<b>686'449</b>	<b>299'551</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	167'900	(117'378)	(192'462)	122'817	(187'023)	(53'938)	(14'828)	68'061	(705)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	123'172	187'900	80'209	94'608	362'717	17'696	(34'855)	(4'698)	(21'857)
<b>Extranjeros</b>	<b>(36)</b>	<b>(22'170)</b>	<b>-</b>	<b>(8'422)</b>	<b>(30'592)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>FIC</b>	<b>-</b>	<b>23'573</b>	<b>14'016</b>	<b>(6'200)</b>	<b>31'389</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>	<b>291'072</b>	<b>70'522</b>	<b>(112'253)</b>	<b>217'425</b>	<b>175'693</b>	<b>(36'242)</b>	<b>(49'683)</b>	<b>63'363</b>	<b>(22'562)</b>
Sociedades Fiduciarias Propia	101'930	34'934	30'836	4'372	70'142	47'689	8'284	4'731	60'704
Sociedades Fiduciarias Terceros	520'857	(47'063)	671'001	2'929'996	3'553'934	(52'062)	(86'198)	(26'639)	(164'899)
<b>Extranjeros***</b>	<b>(285'114)</b>	<b>(436'552)</b>	<b>(59'246)</b>	<b>190'857</b>	<b>(304'941)</b>	<b>(1'761)</b>	<b>-</b>	<b>(74'750)</b>	<b>(76'511)</b>
<b>FIC</b>	<b>14'202</b>	<b>249'257</b>	<b>(11'164)</b>	<b>4'102</b>	<b>242'195</b>	<b>(7'971)</b>	<b>(24'647)</b>	<b>2'355</b>	<b>(30'264)</b>
<b>Pasivos Pensionales</b>	<b>161'548</b>	<b>70'495</b>	<b>147'670</b>	<b>428'665</b>	<b>646'830</b>	<b>(53'798)</b>	<b>(64'856)</b>	<b>9'930</b>	<b>(108'724)</b>
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>	<b>622'787</b>	<b>(12'129)</b>	<b>701'837</b>	<b>2'934'369</b>	<b>3'624'077</b>	<b>(4'373)</b>	<b>(77'914)</b>	<b>(2'1908)</b>	<b>(104'195)</b>
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	501'756	(108'814)	(50'999)	1'530'483	1'370'671	35'513	(16'401)	36'608	55'720
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	1'173	1'173	-	1'104	2'276	1'173	-	-	1'173
<b>Pasivos Pensionales</b>	<b>1'173</b>	<b>1'173</b>	<b>-</b>	<b>1'104</b>	<b>2'276</b>	<b>1'173</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1'173</b>
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>	<b>502'929</b>	<b>(107'641)</b>	<b>(50'999)</b>	<b>1'531'587</b>	<b>1'372'947</b>	<b>36'686</b>	<b>(16'401)</b>	<b>36'608</b>	<b>56'893</b>
	2'311	-	2'311	-	2'311	-	-	-	-
	-	-	(14'025)	(43)	(14'068)	-	-	-	-
	-	-	(14'025)	(43)	(14'068)	-	-	-	-
	2'311	-	(11'714)	(43)	(11'758)	-	-	-	-
<b>Total Entidades Financieras No bancarias</b>	<b>2'909'962</b>	<b>(3'361'390)</b>	<b>3'666'452</b>	<b>14'181'660</b>	<b>14'486'722</b>	<b>(295'002)</b>	<b>(239'824)</b>	<b>764'511</b>	<b>229'686</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	18'816	(6'509)	81'527	46'849	121'867	15'384	-	-	15'384
Total Entidades Públicas****	1'223'651	(74'303)	(51'867)	283'366	157'196	47'365	217'330	530'065	794'760
Otros****	162'735	54'787	(153'170)	1020'030	921'647	4'693	-	-	4'693
<b>Extranjeros</b>	<b>-</b>	<b>(70'551)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(70'551)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total Movimiento Neto</b>	<b>6'277'374</b>	<b>(1'892'430)</b>	<b>9'669'385</b>	<b>16'901'585</b>	<b>24'678'540</b>	<b>0</b>	<b>68'616</b>	<b>1'210'464</b>	<b>1'279'080</b>

**Fuente:** BR. Información actualizada al 22 de abril de 2016. \* 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. \*\* 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.



### Anexo 3

## Margen entre tasas activas y tasa de TES



## Anexo 4

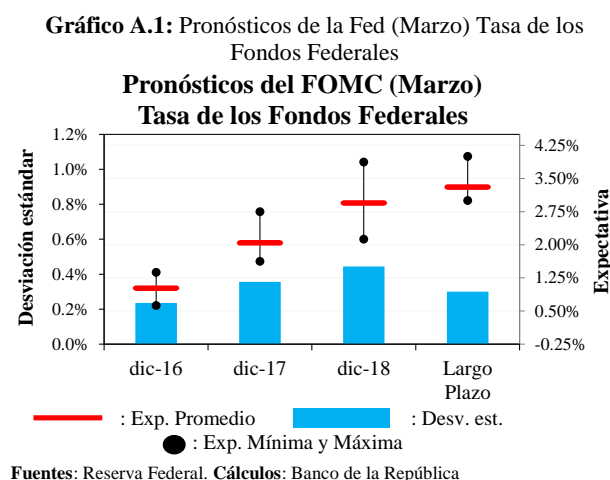
### Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

#### Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Israel (0,1%), Australia (2%), Suecia (-0,5%), Europa (0%)<sup>62</sup>, EE.UU. (0,25%-0,50%), Canadá (0,5%), Nueva Zelanda (2,25%) e Inglaterra (0,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas en línea con las expectativas de los analistas. Adicionalmente, el Banco Central de Inglaterra mantuvo el monto de su programa de compra de activos en £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012) y el de Japón decidió mantener inalterada la tasa de interés negativa (-0,1%) a los depósitos de las instituciones financieras y su política a través de operaciones de mercado abierto con el fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual de ¥80 trillones.

En su reunión del 27 de abril, la Fed señaló que desde su última reunión las condiciones del mercado laboral mejoraron pese a que el crecimiento de la actividad económica se desaceleró. Destacó además que la inflación continuó por debajo del objetivo de 2%, reflejando en parte la disminución en los precios de la energía y de los precios de las importaciones no energéticas. En adición, el comité mantuvo su indicación de que la orientación de la política monetaria continuará siendo expansiva en aras de soportar avances adicionales en las condiciones del mercado laboral y la inflación, y que para determinar el momento y el tamaño de futuros ajustes en el rango objetivo de la tasa de fondos federales evaluará una amplia gama de información, incluidas las medidas de condiciones del mercado laboral, indicadores de presiones inflacionarias y expectativas de inflación, y lecturas sobre la evolución financiera y los mercados internacionales. Con lo anterior, el organismo espera que las condiciones económicas evolucionen de tal forma que justifiquen solamente aumentos graduales de las tasas de fondos federales, las cuales continuarán por algún tiempo por debajo de sus niveles de largo plazo.

Con su decisión, el BCE señaló que las tasas de interés continuarán en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado que superará ampliamente el horizonte de sus compras netas de activos. Además, resaltó que las condiciones de financiación generales de la zona del euro han mejorado, así como la transmisión del estímulo de la política monetaria a las empresas y los hogares, especialmente a través del sistema bancario; como resultado del conjunto de medidas adoptadas en marzo. No obstante, señaló que aún persiste la incertidumbre sobre el desempeño de los mercados globales.



bancario; como resultado del conjunto de medidas adoptadas en marzo. No obstante, señaló que aún persiste la incertidumbre sobre el desempeño de los mercados globales.

En cuanto a los pronósticos de marzo sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos A.1<sup>63</sup>, A.2 y A.3<sup>64</sup> se observa que: i) frente a las últimas proyecciones (diciembre de 2015) las estimaciones del FOMC para el cierre de los años 2016 y 2017 se redujeron de tal manera que se descuentan incrementos de la tasa de política monetaria a un ritmo

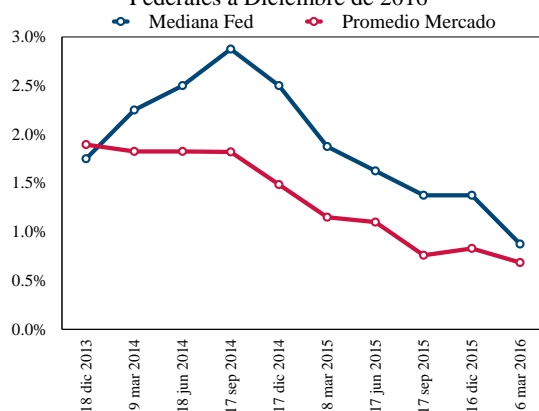
<sup>62</sup> Mantuvo inalteradas la tasa de interés de la facilidad marginal de crédito en 0,25% y la tasa aplicable a la facilidad de depósito en -0,4%.

<sup>63</sup> En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en marzo para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2016, 2017, 2018 y para el largo plazo.

<sup>64</sup> En los gráficos A.2 y A.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2016 y 2017.

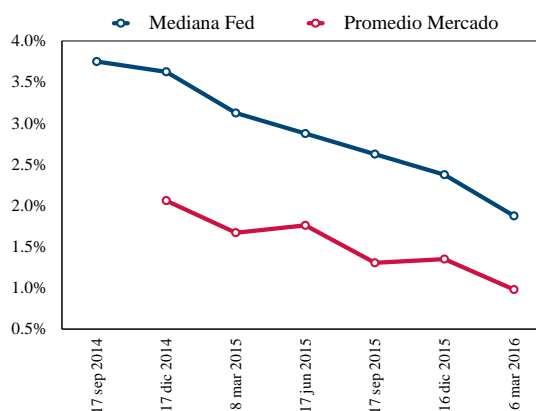
más suave (y más cercano al que espera el mercado); ii) el mercado, por su parte, pronostica que los incrementos serán más suaves que lo que se descontaba en diciembre; y iii) el mercado continúa anticipando un ritmo de incrementos menor al que pronostica el FOMC.

**Gráfico A.2:** Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2016



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

**Gráfico A.3:** Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2017



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

## Países Emergentes

Los bancos centrales de Egipto, Rusia, Botsuana, Ghana, Kenia, Filipinas, Tailandia, Trinidad & Tobago, Guatemala, Rumania, República Checa, Bulgaria, República Dominicana, Polonia, Serbia, Pakistán, Corea del Sur, Turquía e Indonesia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 10,75%, 11%, 6%, 26%, 11,5%, 4%, 1,5%, 4,75%, 3%, 1,75%, 0,05%, 0%, 5%, 1,5%, 4,25%, 6%, 1,5%, 7,5% y 6,75%, respectivamente, en línea con lo esperado. El Banco Central de Sri Lanka incrementó mantuvo inalteradas sus tasas de interés de préstamos y depósitos en 8% y 6,5%, respectivamente. Los bancos centrales de Nigeria, Angola y Namibia incrementaron sorpresivamente sus tasas de interés de referencia 100 p.b, 200 p.b. y 25 p.b. a 12%, 14% y 7%, respectivamente. Los bancos centrales de Hungría, Marruecos, Georgia y Uganda recortaron sorpresivamente su tasa de interés de referencia 30 p.b, 25 p.b, 50 p.b. y 100 p.b. a 1,05%, 2,25%, 7,5% y 16%, respectivamente. El Banco Central de Ucrania la recortó 300 p.b. a 19%, mientras que el mercado anticipaba un recorte de 100 p.b. En otro escenario, el Banco Central de la India recortó su tasa de referencia 25 p.b. a 6,5%<sup>65</sup>.

En Latinoamérica, los bancos centrales de México, Chile, Perú y Brasil mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 3,75%, 3,5%, 4,25% y 14,25%, respectivamente, decisiones que eran esperadas por los mercados.

### - Perú:

El 14 de abril, el Banco Central de Perú mencionó en el comunicado que acompañó su decisión que: i) *La economía mundial continúa registrando señales mixtas de recuperación en la producción y empleo, así como una menor volatilidad en los mercados financieros;* ii) *Los aumentos de precios de algunos alimentos y servicios públicos así como la depreciación cambiaria, se están revirtiendo;* iii) *Las expectativas de inflación han comenzado a disminuir;* y iv) *La actividad económica local se viene recuperando.* Adicionalmente, el organismo señaló que los indicadores recientes de la

<sup>65</sup> Con la medida, incrementó la tasa de repo inverso 25 p.b. a 6%.

*actividad productiva y de expectativas empresariales señalan tasas de crecimiento del PBI similares a la de su potencial.*

**- Chile:**

El 12 de abril, el Banco Central de Chile mencionó en su comunicado que *en lo externo, los mercados financieros se mantienen en relativa calma, mostrando movimientos mixtos en el último mes. No obstante, los riesgos persisten. Las tasas de interés de largo plazo de las economías desarrolladas se mantienen bajas, las perspectivas de crecimiento global no muestran cambios relevantes y los precios de las materias primas tuvieron movimientos contrapuestos durante el mes.* Por su parte, en el plano local la entidad señaló *que en marzo la inflación fue menor que lo previsto y su variación anual se ubicó en 4,5%. Las perspectivas indican que permanecerá por sobre 4% por algunos meses. Las expectativas de inflación a dos años plazo permanecen en 3%.* Por otra parte, indicó que los datos de actividad sorprendieron al alza, aunque los índices de confianza continúan en niveles pesimistas.

# Anexo 5

## Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.

Abril del 2016

*Cuadro A5.1*

### ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG

Actualizada el 28 de abril

	Economista	Empresa	Estimación	Fecha
1	Rafael Neira Gonzalez	Banco Gnb Sudameris	6.75%	4/21/2016
2	David Cubides	Banco Popular SA	6.75%	4/25/2016
3	Orlando Santiago Jacome	Fenix Valor	6.75%	4/15/2016
4	Nader Nazmi	BNP Paribas	6.75%	4/22/2016
5	Diego Colman	4cast Inc	6.75%	4/22/2016
6	Miguel Aguirre	Accion Fiduciaria	6.75%	4/25/2016
7	Otman Gordillo	Adcap Colombia	7.00%	4/21/2016
8		Alianza Valores	7.00%	4/15/2016
9	Juana Tellez	BBVA	6.75%	4/26/2016
10	Sergio Olarte	BTG Pactual	6.75%	4/22/2016
11	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	6.75%	4/15/2016
12		Banco CorpBanca Colombia SA	7.00%	4/18/2016
13	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	7.00%	4/26/2016
14	Luciano Rostagno	Banco Mizuho	6.75%	4/25/2016
15		Banco de Bogota	6.75%	4/15/2016
16	Alexander Riveros Saaved	Bancolombia	6.75%	4/26/2016
17	Francisco Rodriguez	BofA Merrill Lynch	6.75%	4/22/2016
18	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	7.00%	4/15/2016
19	Andres Pardo	Corp Financiera Colombiana	6.75%	4/15/2016
20	Daniel Velandia	Credicorp Capital	6.75%	4/28/2016
21	Felipe Esteban Espitia Mur	Fiduciaria Central SA	7.00%	4/15/2016
22	Juan Saboya	Fiduciaria de Occidente	7.00%	4/21/2016
23	Daniel Escobar	Global Securities	6.75%	4/21/2016
24		Goldman Sachs	6.75%	4/22/2016
25		Itau Asset Management	6.75%	4/28/2016
26	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	6.75%	4/22/2016
27	Ben Ramsey	JP Morgan	6.75%	4/25/2016
28	Juan Pablo Fuentes	Moody's Economy	6.75%	4/15/2016
29	Luis Arcentales	Morgan Stanley	6.75%	4/22/2016
30	Mario Castro	Nomura Securities	6.75%	4/26/2016
31	Andres Abadia	Pantheon Macroeconomics	6.75%	4/22/2016
32	Eduardo Bolanos	Positiva Compania de Seguros	7.00%	4/15/2016
33	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	7.00%	4/18/2016
34	Dev Ashish	Societe Generale	6.75%	4/22/2016
35	Italo Lombardi	Standard Chartered Bank	6.75%	4/22/2016
36	Rafael De La Fuente	UBS Securities	7.00%	4/25/2016
37		Ultraserfinco	6.75%	4/15/2016
38	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	6.75%	4/15/2016

Tasa	Obs.	Prob.
6.50%	0	0%
6.75%	28	74%
7.00%	10	26%
Tasa Esperada Ponderada		6.82%

**Cuadro A5.2**  
**Resultados Encuestas de Expectativas de Anif y Citibank**  
Abril 2016

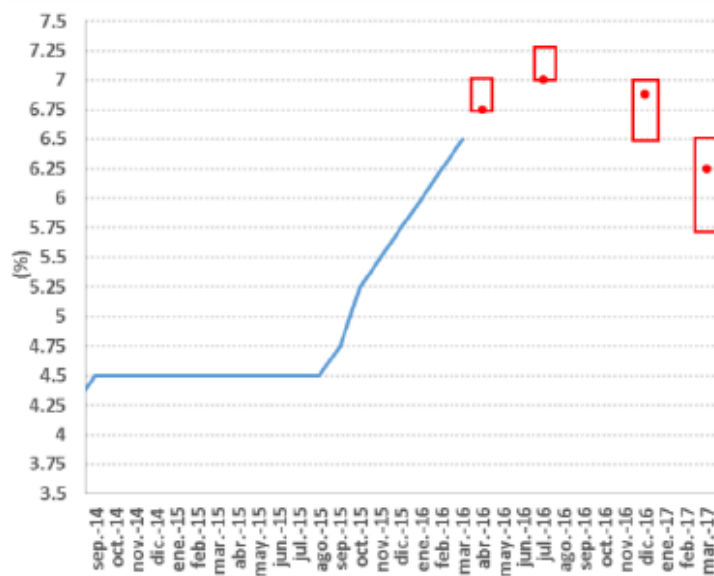
Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
AdCap	7.00%	7.00%
Alianza Valores	7.00%	7.00%
Anif	6.75%	7.00%
Asobancaria	6.75%	6.75%
Axa Colpatria	6.75%	6.75%
Banco Agrario	6.75%	6.75%
Banco Davivienda	6.75%	7.00%
Banco de Bogotá	6.75%	6.75%
Banco de Occidente	6.75%	6.75%
Banco Pichincha	6.75%	7.00%
Banco Popular	6.75%	6.75%
BBVA	6.75%	6.75%
BNP Paribas	6.75%	6.75%
BTG Pactual	6.75%	6.75%
Camacol	6.75%	6.75%
Casa de Bolsa	7.00%	7.00%
Cede	6.75%	6.75%
Citibank	6.75%	6.75%
Corficolombiana	6.75%	6.75%
CorpBanca	7.00%	7.00%
Credicorp Capital	6.75%	6.75%
EConcept	6.75%	6.75%
Fedesarrollo	6.75%	6.75%
Fidubogotá	6.75%	6.75%
Fiduprevisora	6.75%	6.50%
Grupo Bancolombia	6.75%	6.75%
Grupo Bolívar	6.75%	7.00%
JP Morgan	6.75%	6.75%
Moodys Economy	6.75%	6.75%
Nomura	6.75%	7.00%
Old Mutual	6.75%	7.00%
Profesionales de Bolsa	7.00%	7.00%
Protección	6.75%	6.75%
Ultraserfinco	6.75%	6.75%
<b>Promedio</b>	<b>6.79%</b>	<b>6.82%</b>
Mediana	6.75%	6.75%
STDV	0.09%	0.13%
Máximo	7.00%	7.00%
Mínimo	6.75%	6.50%

Cuánto debería ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
7.00%	32%	11
6.75%	65%	22
6.50%	3%	1
6.25%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>34</b>

Cuánto va a ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
7.00%	15%	5
6.75%	85%	29
6.50%	0%	0
6.25%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>34</b>

**Cuadro A5.3**

**Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y BVC**  
Abril 2016



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.



Rango

• Mediana

## Anexo 6

### Probabilidades de Escenarios de Tasa de Referencia para las próximas tres reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (*Bloomberg*)

TPM	abr16	may16	jun16	jul16	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17
8.75%												0%
8.50%												1%
8.25%												4%
8.00%											1%	8%
7.75%									0%	2%	6%	8%
7.50%				0%	2%	7%	8%	10%	13%	13%	12%	8%
7.25%			44%	50%	56%	62%	53%	46%	40%	34%	24%	17%
7.00%		56%	56%	50%	41%	31%	39%	37%	32%	30%	28%	26%
6.75%	100%	44%					0%	7%	14%	17%	20%	22%
6.50%									1%	4%	7%	11%
6.25%										0%	1%	2%
6.00%											0%	0%
5.75%												0%
5.50%												

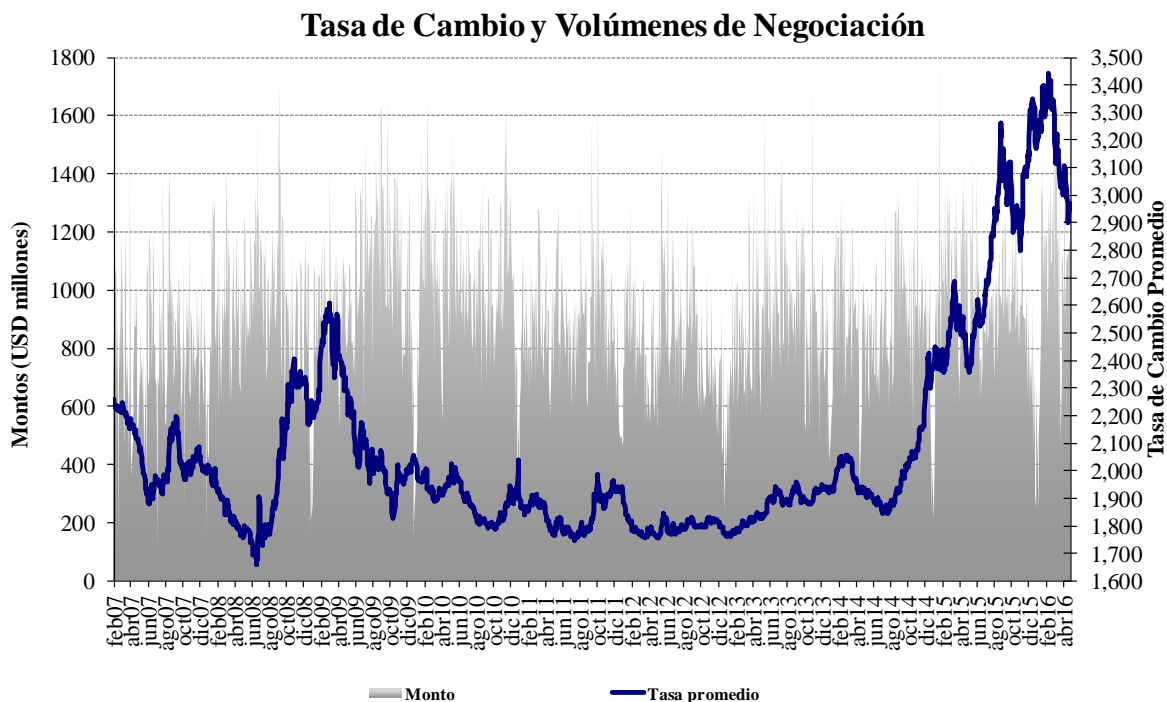
TPM	mar16	abr16	may16	jun16	jul16	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17
8.00%												0%
7.75%												1%
7.50%											1%	2%
7.25%									0%	1%	3%	3%
7.00%			38%	38%	40%	43%	27%	15%	11%	9%	6%	4%
6.75%		69%	62%	62%	60%	57%	61%	59%	50%	40%	31%	23%
6.50%	100%	31%					12%	23%	30%	33%	35%	34%
6.25%							3%	8%	13%	18%	22%	
6.00%								1%	3%	6%	8%	
5.75%									0%	1%	2%	
5.50%										0%	0%	
5.25%											0%	



## Anexo 7

### Evolución de la tasa de cambio peso/dólar

Gráfico A8



## Anexo 8

