



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

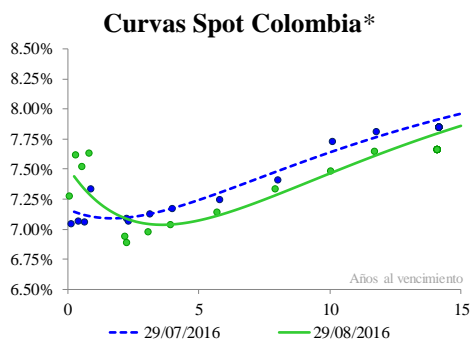
Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

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 29 de julio y el 29 de agosto del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 14 p.b. en el tramo corto, y disminuyeron 11 p.b. y 16 p.b. en los tramos mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente disminuyó 31 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 +86% a +58%¹. La correlación a 30 días pasó de +35% a -33%.



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
14	-11	-16

Cifras en puntos básicos

Nivel	Pendiente	Curvatura
-4	-31	-19

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.

En Colombia, desde la última reunión de la JDDBR los TES de corto plazo se desvalorizaron. Los TES de mediano y largo plazo se desvalorizaron los primeros días de agosto pero luego continuaron con la tendencia de valorización que habían presentado en julio, y actualmente las tasas se ubican en niveles inferiores a los observados el 29 de julio. Las tasas de todos los títulos se ubican por debajo de la tasa de referencia del Banco de la República.

Las desvalorizaciones de los primeros días de agosto estuvieron relacionadas principalmente con la disminución del precio del petróleo. A esto se sumaron, a nivel internacional, preocupaciones en torno al crecimiento a nivel global luego de la publicación de algunos datos desfavorables de la economía estadounidense. A nivel local, algunos agentes señalaron que había incertidumbre en torno a la calificación crediticia de Colombia relacionada con el momento en que sería presentada la reforma fiscal.

Las valorizaciones posteriores se explican por una recuperación del precio del petróleo y expectativas de mayor liquidez mundial luego que en Inglaterra el Banco Central recortara su tasa de política y anunciara un paquete de medidas de estímulo económico para contrarrestar los posibles efectos del *Brexit*. En línea con lo anterior durante el periodo analizado se observó una demanda importante de extranjeros en el mercado de TES en pesos. No obstante, en contraste con la demanda observada en los TES en pesos, el apetito de los inversionistas por los UVR fue baja. Lo anterior obedeció en parte a que, posterior a la publicación del dato de inflación, los agentes redujeron

¹ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 69%.

paulatinamente sus exposiciones a estos títulos esperando que la inflación pueda comenzar a ceder a la baja en los próximos meses generando desvalorizaciones.

Respecto a la percepción de riesgo a nivel local, el IDODM de agosto mejoró frente al mes anterior, lo cual se puede asociar a una mejora significativa en los márgenes de la cartera preferencial, la mejora en la volatilidad y desempeño del mercado accionario a pesar del deterioro en los demás componentes. Por su parte el ISAM mejoró ante un sentimiento favorable respecto a las acciones locales, el precio del petróleo y la apreciación de la tasa de cambio. Por otro lado, los principales indicadores de percepción de riesgo internacional presentaron comportamientos diferentes, de tal manera que los indicadores de países emergentes y de la región mejoraron mientras que el VIX aumentó y el VSTOXX se mantuvo en niveles similares a los del 29 de julio. Los indicadores aumentaron dada la incertidumbre respecto al desempeño de algunos países europeos y las futuras decisiones de la FED, mientras que disminuyeron ante la continuidad de las amplias condiciones de liquidez a nivel global y el incremento en el precio del petróleo.

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 7,83% en todas las encuestas.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 41,7% resaltó la política fiscal (ant: 18,8%), un 25% señaló los factores externos (ant: 34,4%), un 18,3% la política monetaria (ant: 32,8%), un 8,3% el crecimiento económico (ant: 6,3%), un 3,4% las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 4,7%), y el 3,3% restante señaló otros factores.

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 29 de agosto, el 68% (21 entidades) de los analistas espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de interés de referencia y el 32% (10 entidades) esperan un incremento de 25 p.b.

En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank², se encuentra que de las 32 entidades encuestadas el 63% (20 entidades) espera que la tasa permanezca inalterada y el 37% restante (12 entidades) cree que la tasa aumentará 25 p.b. El 69% (22 entidades) recomienda que la tasa permanezca inalterada y el 31% (10 entidades) recomienda que un aumento de 25 p.b.

El 30 de agosto las tasas del IBR *overnight*, el IBR a un mes, el de tres meses y el de seis meses fueron 7,75%, 7,85%, 7,83% y 7,78%, respectivamente, y la tasa fija del OIS de tres meses extraída de *Bloomberg* fue 7,78%. 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 interés de referencia permanezca estable y continúe en los niveles actuales en lo que resta del año.

En promedio para lo corrido de agosto³ (hasta el 29) frente a los datos promedio de julio, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron 10, 14, 18 y 26 p.b. para los plazos a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta

² Encuestas publicadas el 25 y el 29 de marzo, 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, el Banco Agrario había respondido en la encuesta de Anif que esperaba que la tasa permaneciera inalterada y recomendaba un incremento de 25 p.b, mientras en la encuesta de Citibank respondió que esperaba y recomendaba un aumento de 25 p.b.

³ Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -31 p.b, -43 p.b, -50 p.b. y -36 p.b, respectivamente. De esta manera, el 29 de agosto se ubicaron en 4,20%, 3,88%, 3,60% y 3,72%, respectivamente.

manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de agosto a 2, 3, 5 y 10 años son 4,36%, 4,09%, 3,82% y 3,79%, 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 2016 aumentaron en los casos de Perú y Brasil; permanecieron iguales para India, China y Noruega; y disminuyeron para los demás países. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,43% a 2,25%. Los datos de inflación de julio fueron inferiores a los pronósticos en México, Perú y Sudáfrica; igual en el caso de China y superior en los demás países. La inflación retornó a los rangos meta en los casos de Perú (1% a 3%) y Chile (2% a 4%), y continúa por encima del límite superior en los casos de Colombia (2% a 4%), y Brasil (2,5% a 6,5%). Las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia y para Brasil.

Cuadro A: Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Jul. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Jul. 2016	Ago. 2016		Jul. 2016	Ago. 2016	Esp*	Obs	Jul. 2016	Ago. 2016
Colombia	8.78%	8.97%	6.53%	6.77%	7.75%	7.46%	7.77%	2.8%	2.5%	2.43%	2.25%
Chile	3.9%	4.0%	3.5%	3.5%	3.50%	3.50%	3.50%	1.2%	1.5%	1.7%	1.6%
México	2.73%	2.65%	3.10%	3.19%	4.25%	4.55%	4.55%	2.4%	2.4%	2.36%	2.28%
Perú	3.15%	2.96%	3.30%	3.05%	4.25%	4.25%	4.30%	4.5%	4.4%	3.7%	3.8%
Brasil	8.66%	8.74%	7.21%	7.34%	14.25%	13.25%	13.75%	-5.9%	-5.4%	-3.27%	-3.16%
Ecuador	n.d.	1.58%	2.7%	2.1%	5.91%	5.64%	5.64%	n.d.	-3.0%	-2.9%	-3.2%
India	5.90%	6.07%	5.2%	5.3%	6.50%	6.34%	6.35%	7.5%	7.6%	7.5%	7.5%
Sudáfrica	6.1%	6.0%	6.6%	6.5%	7.00%	7.20%	7.15%	-0.1%	-0.2%	0.4%	0.2%
China	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%	4.35%	4.18%	4.21%	6.6%	6.7%	6.6%	6.6%
Noruega	3.8%	4.4%	3.0%	3.0%	0.50%	0.33%	0.35%	0.1%	1.0%	1.0%	1.0%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 8 y el 11 de agosto del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Encuesta del Banco Central del 27 de julio. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Chile: Encuesta enviada el 3 de agosto con plazo máximo de recepción el 9 de agosto.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 26 de agosto.

Ecuador: Expectativas extraídas del Consensus Forecast del FocusEconomics (agosto). Se incluyen expectativas de tasa de depósitos entre 91 y 120 días. En tasa de política se incluye Tasa Pasiva El

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

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 (septiembre).

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

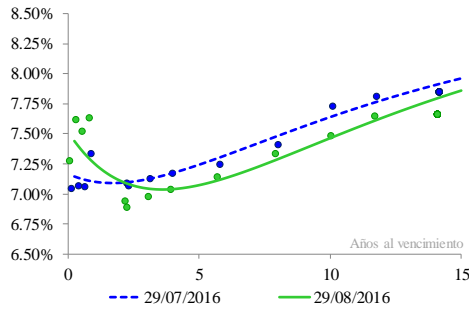
Todos los datos corresponden al 1T16, excepto el de China, Chile y México los cuales corresponden al 2T16.

1. Evolución del mercado de deuda pública

29 de julio al 29 de agosto de 2016

En Colombia, al comparar los datos entre el 29 de julio y el 29 de agosto del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 14 p.b. en el tramo corto, y disminuyeron 11 p.b. y 16 p.b. en los tramos mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente disminuyó 31 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 +86% a +58%⁴. La correlación a 30 días pasó de +35% a -33% (Gráficos 1, 2, 3, 4 y 5).

Gráfico 1: Curvas Spot Colombia*



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
14	-11	-16

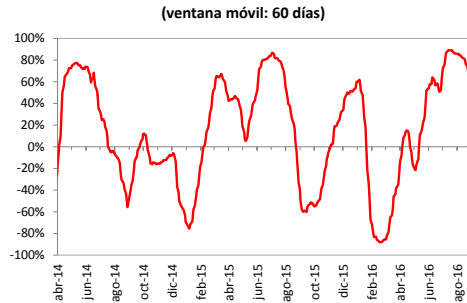
Cifras en puntos básicos

Nivel	Pendiente	Curvatura
-4	-31	-19

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

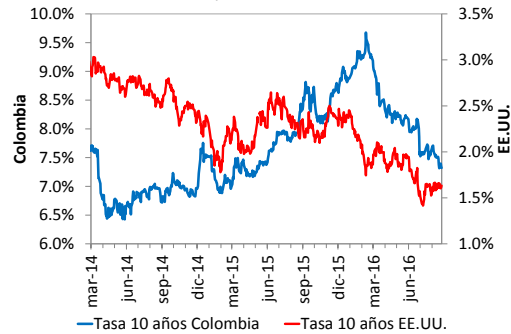
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.* Las Curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel. Se incluyen TCO en la estimación de la curva.

Gráfico 2: Correlación Tasas de 10 años EE.UU. y Colombia



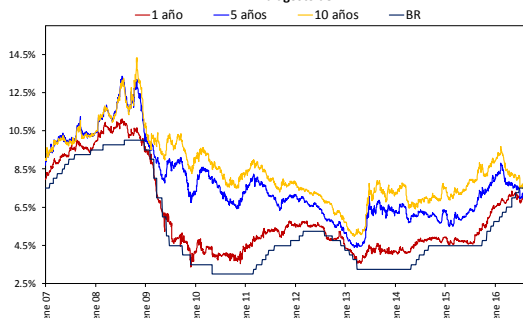
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República. *Ventana móvil 60 días.

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



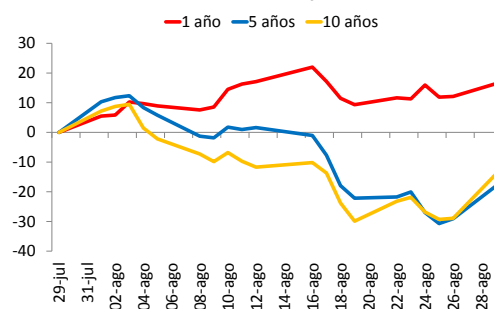
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

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 29 de julio



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

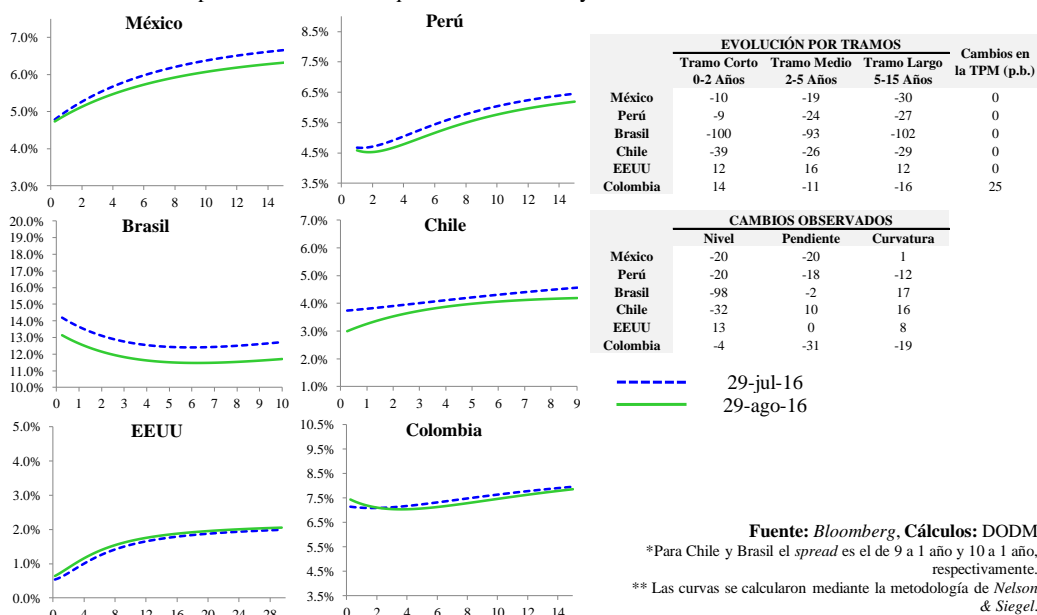
⁴ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 69%.

En este período (29 de julio al 26 de agosto de 2016) la dinámica de las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. estuvo marcada por las expectativas respecto a la decisión de política monetaria de la Reserva Federal (Fed). Así, luego de la publicación de algunos datos del mercado laboral estadounidense que resultaron más favorables de lo esperado, la publicación de las minutas de la Fed y el discurso de Janet Yellen en Jackson Hole, las tasas aumentaron debido a que los mercados consideraron que la tasa de política de la Fed podría aumentar antes de lo pronosticado⁵. Esta tendencia pudo haber sido impulsada también por el incremento del precio del petróleo, lo cual podría generar aumentos en la inflación de EE.UU. y a su vez una mayor probabilidad de una subida de tasas a finales del 2016.

Pese a lo anterior, los bonos de la región se valorizaron ante expectativas de continuidad en las amplias condiciones de liquidez a nivel mundial luego que algunos bancos centrales de países desarrollados recortaran sus tasas de política o anunciaran medidas de estímulo, y por la recuperación de los precios de algunos *commodities*. En particular, el paquete de estímulos anunciado por el Banco de Inglaterra fue sorpresivo para algunos agentes e impactó favorablemente los mercados. Así, la búsqueda de tasas atractivas por parte de inversionistas internacionales puede estar soportando las menores primas de riesgo hacia la región. También se han observado mejoras en las expectativas de inflación y la inflación observada para la mayoría de países de la región. La excepción a las valorizaciones fueron los bonos de corto plazo de Colombia debido al parecer a que algunos agentes del mercado no descartan otro aumento de la tasa de política, lo que se puede ver reflejado en el IBR a 3 meses, el cual se ubica cerca de 10 p.b. por encima de la tasa de referencia.

Las mayores valorizaciones en todos los tramos fueron las de los bonos de Brasil, lo que según analistas se explica por la elevada liquidez externa y los mejores pronósticos de crecimiento para 2016 y 2017, entre estos, el del Gobierno Federal que elevó su pronóstico de crecimiento económico de 1,2% a 1,7% para el año 2017.

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



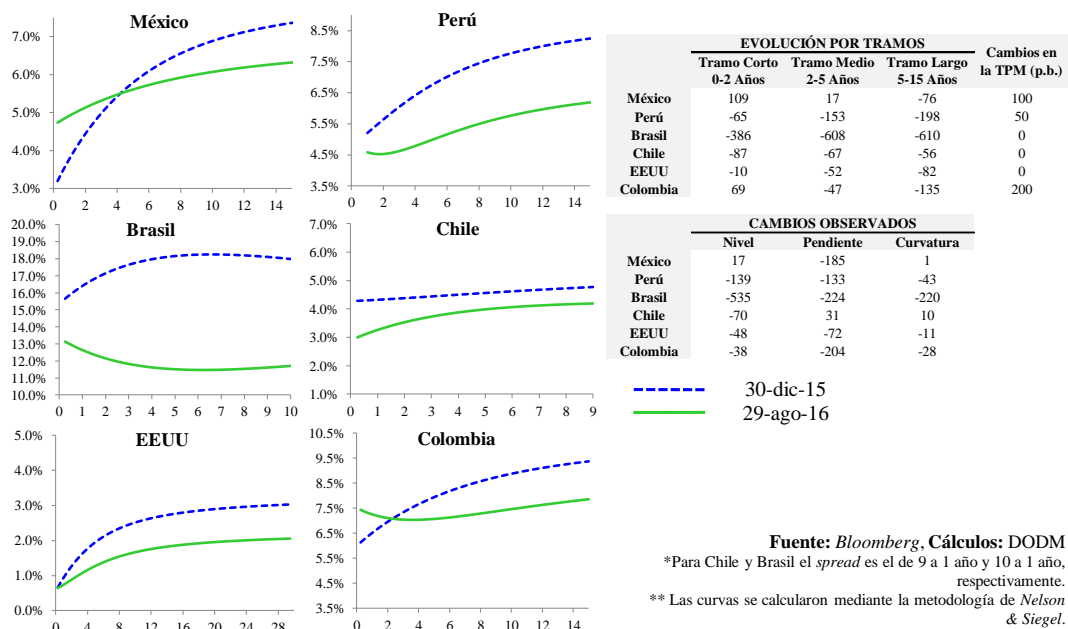
⁵ De acuerdo con las tasas implícitas de los futuros de los fondos federales, el 29 de julio se esperaba que la tasa de política alcanzaría o superaría el nivel de 0,5% en mayo del 2017. Después de la publicación de los datos de empleo en EE.UU. las expectativas se ajustaron de tal forma que se esperaba que esto ocurriera en enero de 2017, y actualmente (agosto 29) se espera que esto ocurra en noviembre del 2016.

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

En lo corrido del 2016 los *treasuries* se han valorizado. En particular, los movimientos de sus tasas se han visto afectados por los cambios en las expectativas en torno a los futuros movimientos de la tasa de política monetaria de la Fed. De esta manera, entre enero y julio los bonos presentaron valorizaciones ante expectativas de bajos niveles de la tasa de política monetaria por un periodo más prolongado. A lo anterior, para los meses de enero, febrero y junio, se sumó un incremento en la demanda de activos refugio ante mayor percepción de riesgo a nivel internacional ocasionada por el debilitamiento de la economía a nivel mundial (principalmente de la economía de China) y por riesgos asociados a la estabilidad económica de Europa, especialmente por el *Brexit*. Cabe mencionar que en marzo y mayo esta tendencia de valorizaciones estuvo interrumpida por expectativas de un posible incremento de la tasa de política por parte de la Fed más pronto de lo esperado, mejoras en los indicadores económicos de EE.UU. y la recuperación de los precios del petróleo. Estos últimos factores también explican las desvalorizaciones de agosto.

En cuanto a los países de la región, en general los bonos se han valorizado ante expectativas de mayores condiciones de liquidez a nivel mundial, con excepción de los bonos de corto y mediano plazo de México y los de corto plazo de Colombia, países que han aumentado sus tasas de referencia. Aunque en Perú también ha aumentado la tasa de política, las tasas de todos los tramos han disminuido, lo que se relaciona con entradas de extranjeros al mercado ante mejores expectativas macroeconómicas y mayor demanda de fondos de pensiones que han sustituido inversiones en moneda extranjera por inversiones en soles. Las valorizaciones de los bonos de Brasil pueden explicarse por una menor inflación esperada, por ajustes en las expectativas en torno a la tasa de referencia⁶, y por el optimismo de los mercados respecto al cambio de presidente. 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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM
 *Para Chile y Brasil el *spread* es el de 9 a 1 año y 10 a 1 año, respectivamente.
 ** Las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel.

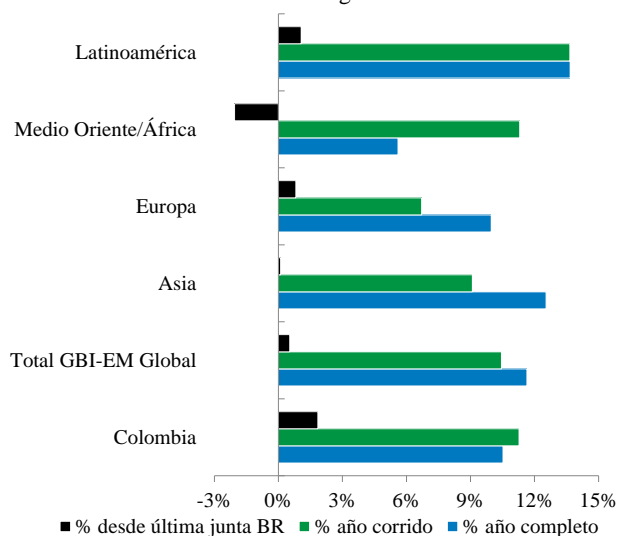
⁶ En enero el Banco Central mantuvo inalterada su tasa de política cuando el mercado esperaba un incremento de 25 p.b. A finales del 2015 se esperaba que la tasa de referencia a finales del año 2016 fuera 15,25%, pero actualmente se espera que cierre el año en 13,75%.

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 emergentes⁷ (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 todos los índices regionales se valorizaron salvo el de Medio Oriente/África (-2,1%). El mayor incremento lo presentó el índice de Latinoamérica (1,1%). Por su parte, el índice para Colombia aumentó 1,8% (Anexo 1).

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.

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 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.

Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 29 de julio y el 29 de agosto de 2016:

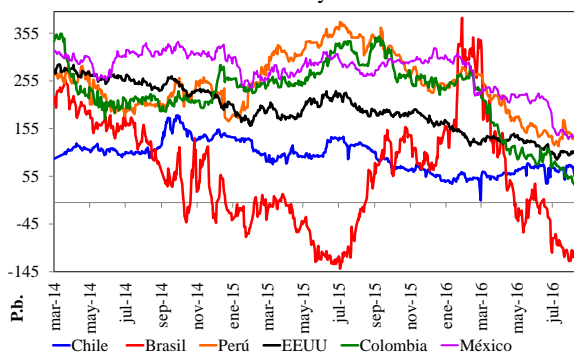
El Gráfico 9 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia pasó de 52 p.b. a 21 p.b, de tal manera que es inferior a las de Perú (129 p.b.), México (106 p.b.) y Chile (67 p.b.); pero superior a la de Brasil (-108 p.b.). Este valor de la pendiente para el caso de Colombia no se observaba desde mediados del año 2007.

En el Gráfico 10 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) se incrementó y se ubica en niveles cercanos al 10%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en -0,5%. Lo anterior estaría indicando que las pendientes de los países de la región están reaccionando a factores propios de cada economía. Por otra parte, se observa que el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo aumentó de 42% a 79%⁸ desde el 29 de julio.

En Colombia, desde la última reunión de la JDBR los TES de corto plazo se desvalorizaron. Los TES de mediano y largo plazo se desvalorizaron los primeros días de agosto pero luego continuaron con la tendencia de valorización que habían presentado en julio, y actualmente las tasas se ubican en niveles inferiores a los observados el 29 de julio. Las tasas de todos los títulos se ubican por debajo de la tasa de referencia del Banco de la República.

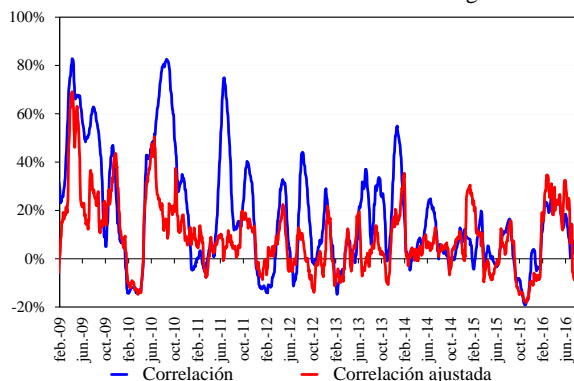
Las desvalorizaciones de los primeros días de agosto estuvieron relacionadas principalmente con la disminución del precio del petróleo. A esto se sumaron, a nivel internacional, preocupaciones en torno al crecimiento a nivel global luego de la publicación de algunos datos desfavorables de la economía estadounidense. A nivel local, algunos agentes señalaron que había incertidumbre en torno a la calificación crediticia de Colombia ante su alta dependencia de que este año sea presentada la reforma fiscal.

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



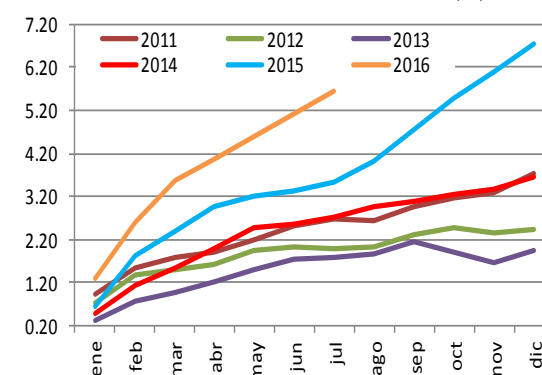
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. *Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

Gráfico 10: Correlación Pendientes Región



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

Gráfico 11: Inflación Año Corrido (%)



Fuente: Dane.

⁸ Correlaciones calculadas entre el 29 de julio y el 26 de agosto del 2016. La más alta corresponde a la correlación entre Perú y Brasil (94%) y la más baja a la calculada entre Chile y Brasil (52%).

Las valorizaciones posteriores se explican por una recuperación del precio del petróleo y expectativas de mayor liquidez mundial luego que en Inglaterra el Banco Central recortara su tasa de política y anunciara un paquete de medidas de estímulo económico para contrarrestar los posibles efectos del *Brexit*. En línea con lo anterior durante el periodo analizado se observó una demanda importante de extranjeros en el mercado de TES en pesos.

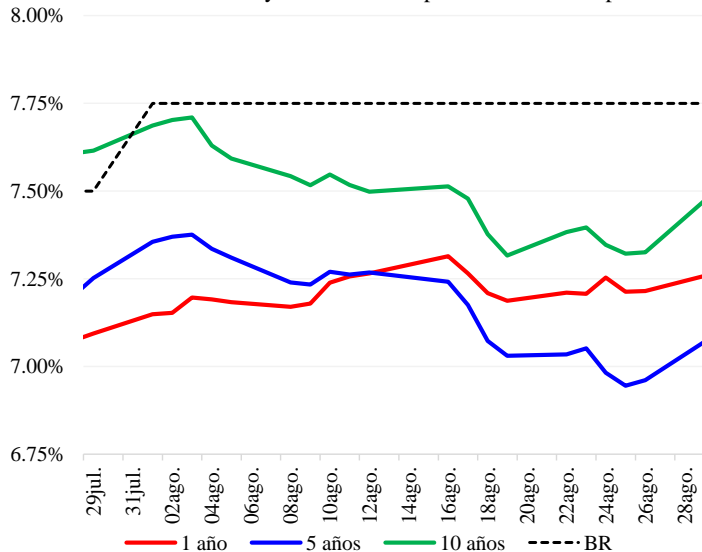
En este contexto, las tasas cero cupón a 1 y 5 años continuaron por debajo de la tasa de referencia y la tasa a 10 años se sumó a este comportamiento (Gráfico 11.1). Adicionalmente, las tasas implícitas en los *Overnight Index Swap* (OIS) estarían reflejando posibles incrementos en el corto plazo así como expectativas de recortes más pronunciados de la tasa de política en el año 2017 (Gráfico 11.2).

En cuanto a los TES denominados en UVR, entre el 29 de julio y el 29 de agosto las tasas aumentaron en promedio 32 p.b, 34 p.b. y 19 p.b, en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente. Estos incrementos se observaron principalmente en la primera semana de agosto lo cual estuvo en línea con los TES en pesos y en general con la evolución de los mercados internacionales. No obstante, en contraste con la demanda observada en los TES en pesos, el apetito de los inversionistas por los UVR fue baja. Lo anterior obedeció en parte a que, posterior a la publicación del dato de inflación, los agentes redujeron paulatinamente sus exposiciones a estos títulos esperando que la inflación pueda comenzar a ceder a la baja en los próximos meses generando desvalorizaciones.

A continuación se describen algunos eventos relevantes para el mercado.

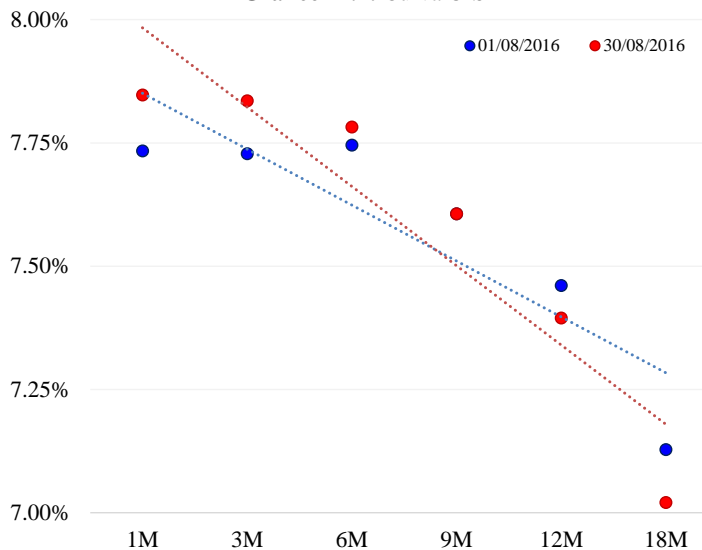
Luego de conocerse la decisión de la JDBR de incrementar 25 p.b. la tasa de política monetaria, en promedio las tasas de los TES en pesos presentaron incrementos de 6 p.b, 10 p.b. y 7 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Por su parte los TES UVR presentaron aumentos promedios de 8 p.b, 13 p.b. y 8 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

Gráfico 11.1: TPM y Tasas Cero Cupón de los TES en pesos



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

Gráfico 11.2: Curva OIS



Fuente: Bloomberg.

El Dane publicó el 5 de agosto que la variación del índice de precios de julio del 2016 había sido 0,52%, dato superior al esperado por el mercado (*Bloomberg*: 0,35%, encuesta del Banco de la República-BR: 0,32%) y superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2015 (0,19%). La variación anual fue 8,97%⁹. En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación las tasas de los TES en pesos presentaron disminuciones de 2 p.b, 6 p.b. y 5 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Según algunos analistas del mercado, esta respuesta de las tasas, pese a que el dato fue superior al esperado, parece obedecer a que la inflación sin alimentos disminuyó, por lo que la cifra de inflación total refleja el incremento de los precios de los alimentos, los cuales estuvieron influenciados por el paro camionero (cuyo efecto es temporal) y el efecto base¹⁰. Las tasas de los TES UVR en promedio presentaron disminuciones de 3 p.b, 6 p.b. y 4 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

En la encuesta realizada a comienzos de agosto por el BR¹¹ se observó que la inflación esperada para diciembre del 2016 en promedio pasó de 6,53% en julio a 6,77%. Para diciembre de 2017 las expectativas pasaron de 4,24% en julio a 4,30% en agosto, y la inflación esperada a dos años (agosto de 2018) se ubica en 3,72%¹².

En la encuesta de Citibank el dato esperado de inflación para diciembre del 2016 pasó de 6,46% a 6,73%, y el dato esperado para el año 2017 pasó de 4,18% a 4,35%. 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 7,02% (ant: 6,90%) y para 2017 en 4,94% (ant: 4,9%).

El 16 de agosto se publicaron los datos de crecimiento de la producción industrial y las ventas al por menor en el mes de junio. El crecimiento de la producción industrial fue superior al esperado (esp: 4,6%, obs: 6,6%) pero el de las ventas al por menor fue negativo e inferior al pronosticado (esp: 1,5%, obs: -0,7%). En la jornada siguiente las tasas de los TES denominados en pesos en promedio presentaron disminuciones de 5 p.b, 7 p.b. y 3 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Por su parte los TES UVR presentaron aumentos promedios de 5 p.b, 7 p.b. y 3 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

El 19 de agosto el Gobierno expidió el Decreto 1340 mediante el cual amplió en \$8 billones el cupo para emitir TES en el mercado local en el 2016. El Gobierno informó que se había cumplido el 99% de la meta de colocaciones para el 2016 y que el monto que excediera la meta quedaría disponible para atender obligaciones del año 2017. El Gobierno señaló que las colocaciones a través de entidades públicas habían impactado positivamente el desempeño de la meta de financiamiento por ese rubro y que esta ampliación se realizaba con el fin de atender la demanda potencial de estas entidades. Se aclaró que la meta establecida de colocaciones mediante subastas permanecía inalterada.

El 29 de agosto se publicó la variación anual del PIB para el segundo trimestre del 2016. El crecimiento fue de 2,0% dato inferior al pronosticado por los analistas de mercado que esperaban que este fuera 2,3%. En línea con este resultado, el Gobierno recortó sus expectativas de crecimiento para el 2016 de 3% a 2,5%. Posteriormente a la publicación del PIB las tasas de los TES denominados en pesos en promedio presentaron incrementos de 4 p.b, 9 p.b. y 14 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Por su parte los TES UVR presentaron aumentos promedios de 6 p.b, 4 p.b. y 3 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

⁹ Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2015 (4,46%).

¹⁰ Los precios de los alimentos disminuyeron 0,14% en julio del año 2015.

¹¹ Realizada entre el 8 y el 11 de agosto.

¹² En la encuesta anterior la inflación esperada para julio de 2018 era 3,68%.

El Cuadro 1 presenta, segmentando por duración de los títulos, los compradores y vendedores de TES desde la última reunión de la JDBR (29 de julio 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.

En general, los principales agentes compradores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR han sido los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$3268 mm, principalmente en el tramo largo), los bancos comerciales (\$869 mm, tramos corto y medio) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$718 mm, tramo largo); mientras que los principales vendedores fueron las entidades públicas (\$2616 mm, tramo largo).

Los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido las entidades públicas (\$1026 mm, tramo corto), y los principales vendedores han sido los bancos comerciales (\$270 mm) (Anexo 2).

En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$13.704 mm. Específicamente, desde el 29 de julio registraron compras netas por \$303 mm y \$2965 mm en los tramos medio y largo, respectivamente.

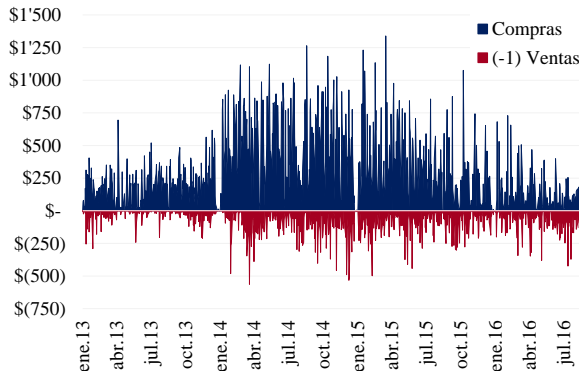
Cuadro 1: Compras Netas de TES* en Pesos
(Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

	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	(2'586)	(18'024)	64	4'732	(13'228)	448	824	(403)	869
Compañía de Financiamiento Comercial	(5)	(39)	15	2	(22)	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(1'027)	(1'152)	(178)	583	(747)	(2)	152	(343)	(193)
Total EC	(3'618)	(19'215)	(98)	5'316	(13'997)	446	976	(746)	677
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(59)	(104)	37	(17)	(84)	-	6	(12)	(6)
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	576	(4'851)	(796)	5'645	(2)	52	(192)	857	718
Pasivos Pensionales	1'095	(3'523)	575	4'338	1'390	3	(228)	809	584
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(68)	-	(2)	(70)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	517	(5'022)	(760)	5'626	(156)	52	(186)	845	712
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	749	(268)	1'076	(160)	648	109	389	(121)	377
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	(90)	(908)	110	14	(783)	11	63	(84)	(10)
Extranjeros	(5)	(8)	18	20	30	-	-	-	-
FIC	-	(35)	(11)	64	18	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	659	(1'176)	1'186	(146)	(136)	119	452	(205)	367
Sociedades Fiduciarias Propia	159	(277)	68	516	308	57	93	(13)	137
Sociedades Fiduciarias Terceros	13'294	(10'412)	3'610	41'102	34'301	31	253	3'086	3'370
Extranjeros***	13'709	(1'813)	4'517	35'107	37'811	-	303	2'965	3'268
FIC	(318)	(1'174)	277	31	(866)	-	(8)	(11)	(19)
Pasivos Pensionales	25	(3'616)	(394)	3'246	(765)	(11)	(115)	144	19
Total Sociedades Fiduciarias	13'453	(10'688)	3'678	41'619	34'609	88	346	3'073	3'507
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	(279)	(665)	(177)	413	(429)	10	(11)	27	26
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	(3)	(8)	(9)	4	(14)	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	(3)	(8)	(9)	4	(14)	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	(282)	(673)	(186)	417	(442)	10	(11)	27	26
Sociedades Administradoras de Inversión Propia	(4)	(1)	-	-	(1)	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión Terceros	-	(17)	7	4	(6)	-	-	-	-
FIC	-	(17)	7	4	(6)	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	(4)	(18)	7	4	(7)	-	-	-	-
Total Entidades Financieras No bancarias	14'343	(17'577)	3'925	47'520	33'868	269	601	3'741	4'611
Total Entidades Financieras Especiales**	164	(2'679)	1'470	1'622	413	65	61	23	148
Total Entidades Públicas****	2'768	(5'446)	(866)	1'669	(4'643)	-	(1'623)	(993)	(2'616)
Otros*****	(158)	(4'315)	1'069	4'299	1'053	20	(14)	7	13
Extranjeros	(0)	-	-	(23)	(23)	-	-	-	-
Total Movimiento Neto	13'498	(49'232)	5'500	60'426	16'694	800	0	2'031	2'831

Fuente: BR. Información actualizada al 26 de agosto 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, 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.

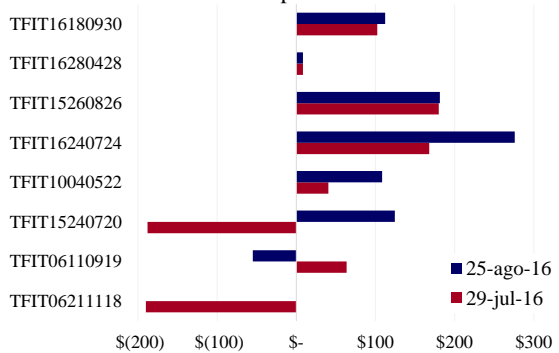
Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$1731 mm y ventas por \$1126 mm¹³, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$571 mm. Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$185 mm el 29 de julio a \$756 mm el 25 de agosto. En particular, se destaca que durante el periodo analizado el incremento de la posición compradora neta se dio principalmente en los TES que vencen en 2020, 2018 y 2024 (Gráfico 11.4).

Gráfico 11.3: Compras y Ventas Pactadas de TES *Offshore* a Través de NDF



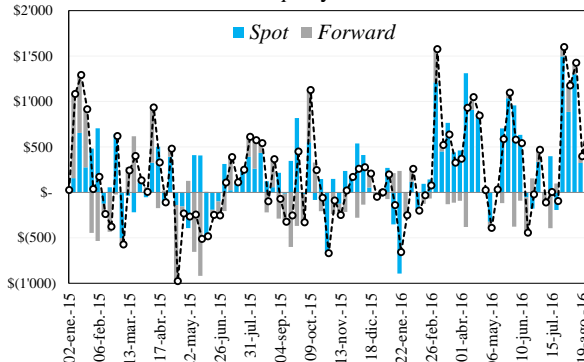
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

Gráfico 11.4: Saldo de Compras Netas *Offshore* de TES en NDF por Título



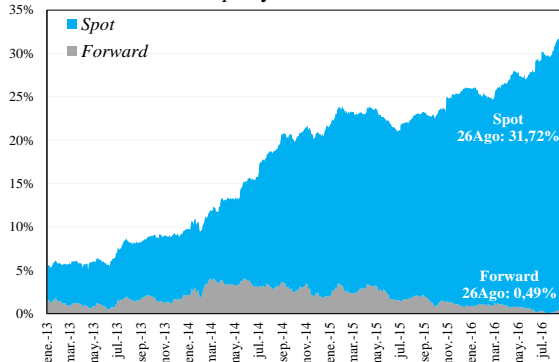
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

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 los mercados *spot* y *forward*. El Gráfico 13 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro 1.1 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*.

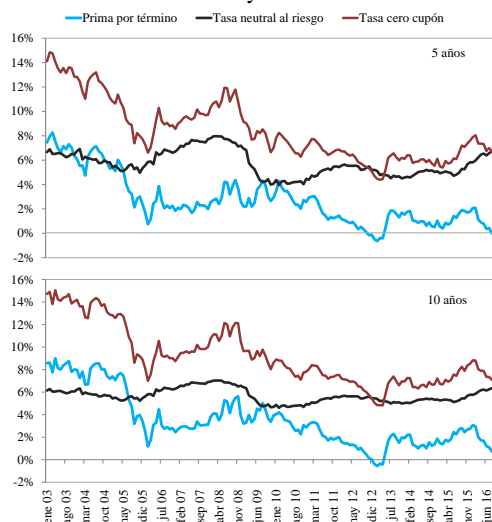
Cuadro 1.1: Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

	2015			Corrido de 2016			Jul-16			Corrido de Ago-16		
	<i>spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'228)	\$ 1'622	\$ (3'607)	\$ (3'618)	\$ 499	\$ (3'118)	\$ (806)	\$ 391	\$ (416)	\$ 677	\$ (571)	\$ 105
Offshore	\$ 7'498	\$ (1'622)	\$ 5'876	\$ 13'704	\$ (499)	\$ 13'205	\$ 1'944	\$ (391)	\$ 1'554	\$ 3'268	\$ 571	\$ 3'839

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 26 de julio 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 la *offshore*.

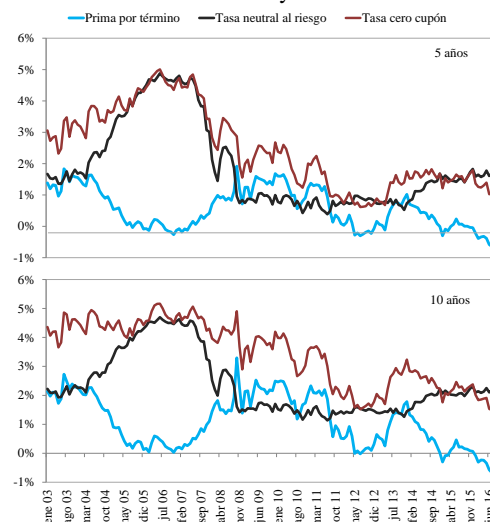
¹³ Al tiempo que registraron vencimientos de contratos de compra de TES por \$1780 mm y de venta por \$1746 mm. Datos actualizados al 24 de agosto de 2016.

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.

En agosto respecto a lo observado para el mes de julio¹⁴ la prima por vencimiento para los TES en pesos a 5 años disminuyó 43 p.b, mientras que la tasa neutral aumentó 16 p.b. En cuanto a los títulos a 10 años, la prima por vencimiento disminuyó 36 p.b. mientras que la tasa neutral al riesgo aumentó 10 p.b. (Gráfico 14). Los incrementos en la tasa neutral estarían reflejando una tasa esperada de política mayor a la estimada previamente para esos horizontes de tiempo. Por su parte, las caídas en la prima por vencimiento reflejan un importante apetito por TES. Este apetito ha llevado a que la prima por vencimiento se encuentre en niveles cercanos a cero y que no se observaban desde el periodo previo al *tapering*.

Contrario a lo anterior, la prima por vencimiento de los *Treasuries* aumentó aunque se mantuvo en terreno negativo para los plazos a 5 años (pasó de -0,65% a -0,58%) y 10 años (pasó de -0,67% a -0,63%). Por su parte, la tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó 7,8 p.b. y 7 p.b, respectivamente (Gráfico 15), lo que refleja una mayor tasa de interés esperada en Estados Unidos.

En el período analizado no se venció ningún TES pero hubo un pago de cupón por \$1415 mm del TES que vence el 26 de agosto del año 2026. El valor de las emisiones de bonos de largo plazo desde la última reunión de la JDBR ha sido \$2674 mm y de TES de corto plazo por \$800 mm¹⁵.

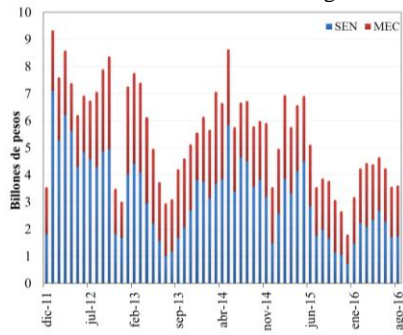
En lo corrido de agosto el monto promedio diario negociado ha sido \$3,61 billones¹⁶, similar al observado el mes anterior (\$3,55 billones), pero inferior al registrado en agosto del 2015 (\$3,86 billones) (Gráfico 16). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 29% a 30%, seguidos de los que vencen en julio del 2020 cuya participación pasó de 11% a 12% (Gráfico 17).

¹⁴ 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.

¹⁵ Con datos al 25 de agosto. De los TES de largo plazo \$2021 mm corresponden a bonos en pesos y \$652 mm a bonos denominados en UVR.

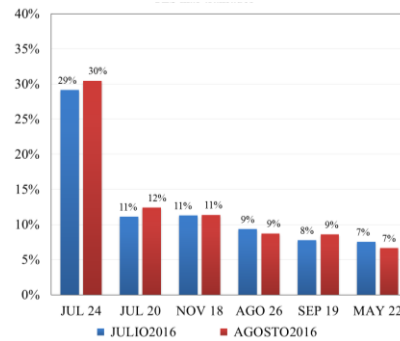
¹⁶ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

Gráfico 16: Monto Promedio Diario Negociado de TES



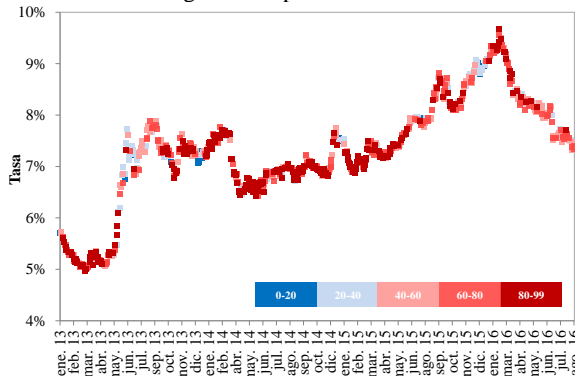
Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República.

Gráfico 17: TES más transados



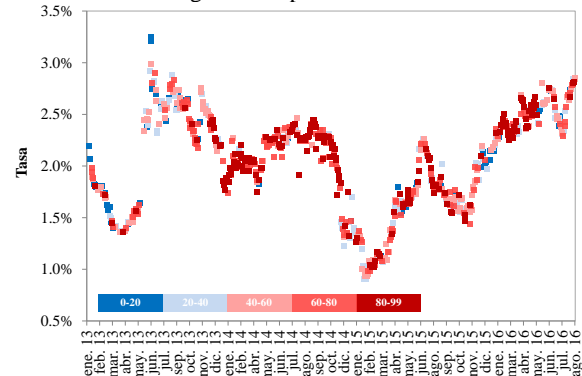
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

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 tiene que desde el 29 de julio han caído los montos de negociación de los títulos en pesos, los cuales se han ubicado en general entre los percentiles 40 y 80. Para el caso de los UVR, los montos de negociación han aumentado levemente y durante el periodo analizado se han ubicado en general entre los percentiles 0 y 80 (anterior: 0 y 60).

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

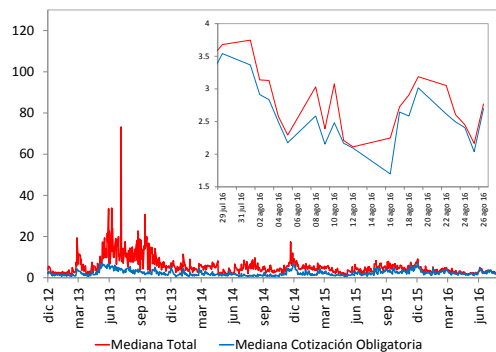
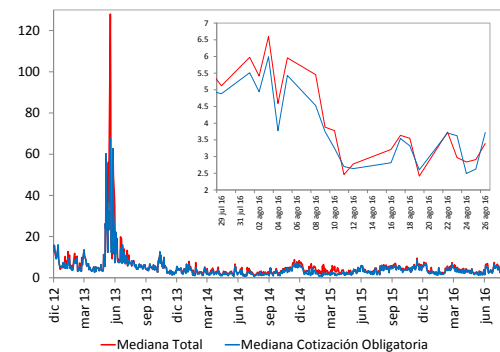


Gráfico 20.2: Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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.

El *bid-ask spread* promedio de agosto de los TES en pesos y UVR disminuyó respecto al promedio de julio (Gráficos 20.1 y 20.2). En particular, para los títulos de cotización obligatoria el promedio de agosto se ubicó en 2,60 p.b. para el caso de los TES en pesos (julio: 2,96 p.b.) y en 3,74 p.b. para el caso de los TES UVR (julio: 3,97 p.b.). La profundidad de estos mercados (Gráficos 20.3 y 20.4), respecto al promedio de julio aumentó para los títulos en pesos, mientras que disminuyó para los TES UVR. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos fue de \$126 mm (julio: \$118 mm) y en UVR de \$57 mm (julio: \$59 mm).

Gráfico 20.3: Profundidad promedio de los TES en pesos*

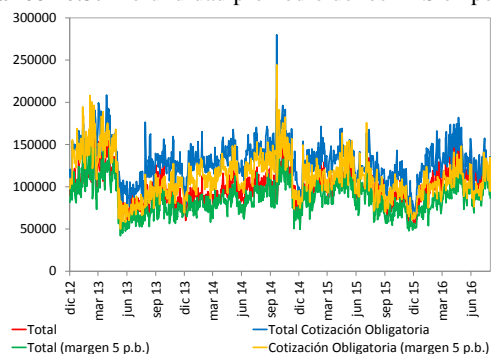
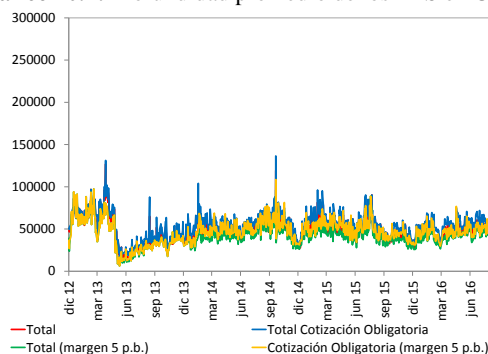
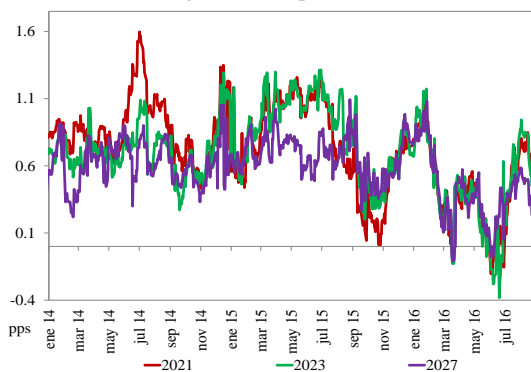


Gráfico 20.4: Profundidad promedio de los TES en UVR*



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

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

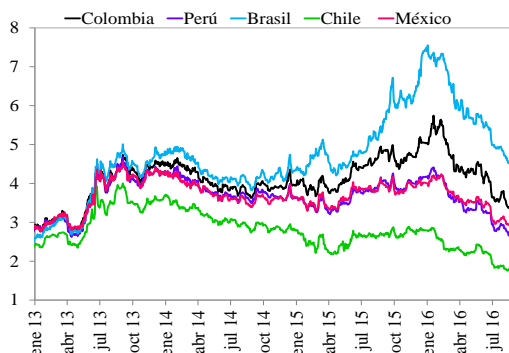


Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.* Los márgenes se calculan con títulos de las dos clases cuyos vencimientos son similares.

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 disminuyeron para todos los plazos principalmente como consecuencia de las valorizaciones de los TES locales más pronunciadas que las de los TES globales.

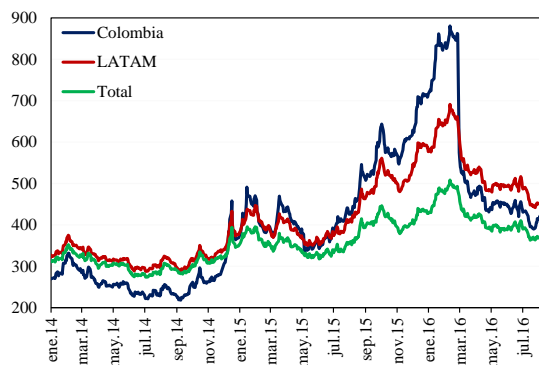
Por su parte, el margen para títulos a 10 años de Brasil, Colombia y Chile disminuyeron ante valorizaciones de los locales más pronunciadas que las de los globales. (Cuadro 2).

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 en Brasil, Chile y Colombia dado que la valorización de los bonos locales fue mayor que la de los externos. (Gráfico 22 y Cuadro 2).

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

Rendimientos bonos yankees a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	3.5	2.7	4.6	1.9	3.0
Variación desde última junta BR (p.b.)	-28	-21	-21	0	-10
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	65	1	187	-51	14
Variación año corrido (p.b.)	62	-14	205	-53	10
Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	7.0	n.d	10.2	3.8	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	-1	n.d	-56	-19	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	256	n.d	352	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	249	n.d	484	n.d	n.d
Tasa cero cupón locales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	7.3	5.7	11.5	4.3	6.1
Variación desde última junta BR (p.b.)	-29	-30	-103	-37	-31
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	223	136	118	-110	136
Variación año corrido (p.b.)	161	143	162	-142	27
Margen bonos locales y bonos globales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	0.3	n.d	1.3	0.5	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	-28	n.d	-48	-17	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	-32	n.d	-235	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-88	n.d	-322	n.d	n.d
Margen bonos locales y bonos en dólares 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	3.8	3.0	6.9	2.4	3.1
Variación desde última junta BR (p.b.)	-1	-9	-82	-37	-21
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	158	136	-70	-59	122
Variación año corrido (p.b.)	99	157	-42	-89	17

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

En cuanto a la colocación de deuda en el mercado local colombiano por parte de agentes diferentes al Gobierno Central, durante el periodo analizado el banco Corpbanca colocó bonos por \$500 mm¹⁷. Adicionalmente, desde la última reunión de la JDBR el *spread* del EMBI corporativo¹⁸ para Colombia disminuyó 9,0%, al tiempo que el *spread* para Latinoamérica disminuyó 6,7% y el de todas las economías emergentes 7,3% (Gráfico 23).

¹⁷ Emisión realizada el 10 de agosto donde la demanda fue 1,9 veces la oferta (\$955 mm). La colocación se realizó con las siguientes características: i) 4 años (monto colocado: \$205,23 mm, tasa fija de 8,74% E.A.), ii) 10 años (monto colocado: \$102,83 mm, tasa 3,94% margen sobre IPC E.A.), y iii) 15 años (monto colocado: \$191,94 mm, tasa 4,2% margen sobre IPC E.A.).

¹⁸ El *Corporate Emerging Market Bond Index* (CEMBI) es un indicador de la deuda corporativa denominada en dólares emitida por entidades provenientes de economías emergentes.

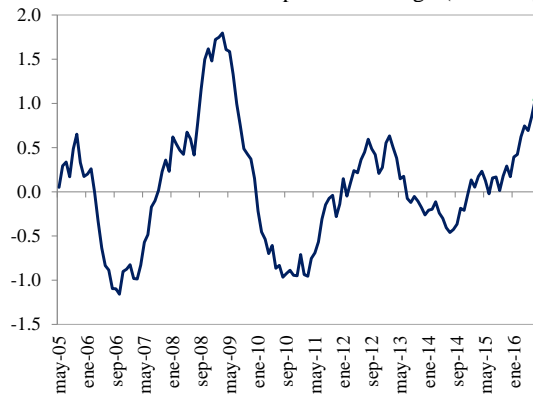
2. Indicadores de percepción de riesgo a nivel local

Con datos disponibles al 29 de agosto (EOF¹⁹, volatilidades preliminares²⁰ y márgenes crediticios preliminares²¹) el índice preliminar²² de percepción de riesgo IDODM mejoró frente al de julio (Gráfico 24).

El índice de confianza de los consumidores que calcula Fedesarrollo empeoró al pasar de -11,3 en junio a -14,9 en julio. Al observar sus componentes se encuentra que mientras el de condiciones actuales se mantuvo estable, el de expectativas presentó un deterioro con respecto al año anterior. El indicador se encuentra 17,5 puntos por debajo de lo registrado en el mismo mes del 2015 (Gráfico 25).

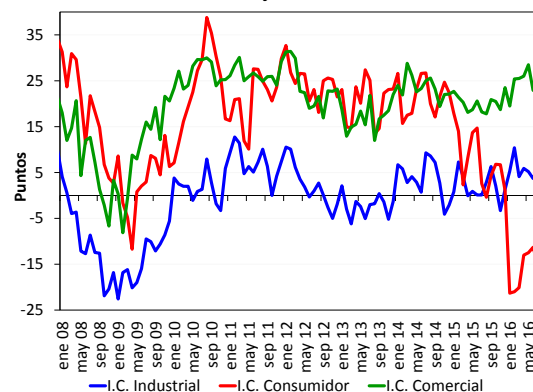
Fedesarrollo publicó los resultados de su Encuesta de Opinión Empresarial del mes de julio del 2016. En los resultados se observó que respecto al mes anterior el índice de confianza industrial aumentó de 3,7 a 5,5 puntos, explicado por el incremento de sus tres componentes: volumen actual de pedidos, nivel de existencias y expectativas de producción para el próximo trimestre. Adicionalmente, el indicador aumentó respecto al observado en el mismo mes de 2015. En el mismo sentido, el índice de confianza comercial pasó de 22,9 a 24,2 puntos, y presentó un aumento respecto al observado en el mismo mes del año anterior (18,2 puntos). El incremento respecto a junio se dio por la mejora en las expectativas de situación para el próximo semestre.

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



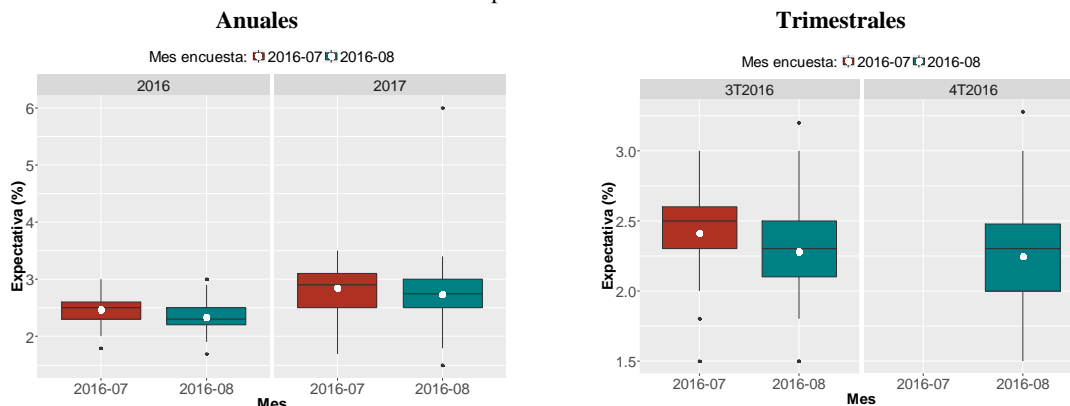
Fuentes: Banco de la República, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

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



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 26: 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.

¹⁹ Publicada el 29 de agosto.

²⁰ Datos al 25 de agosto.

²¹ Datos al 19 de agosto.

²² 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.

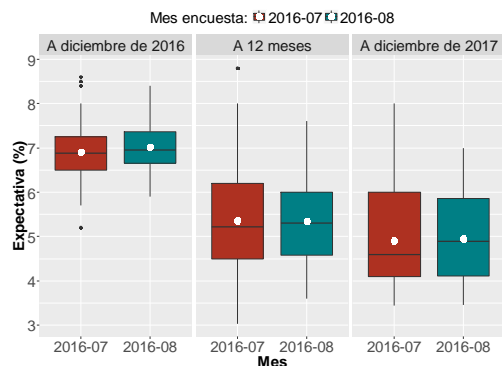
Fedesarrollo y la BVC publicaron la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) del mes de agosto. En el Gráfico 26 puede observarse que respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros disminuyeron sus proyecciones de crecimiento para el año 2016 (de 2,46% a 2,33%), para el tercer trimestre (de 2,4% a 2,27%) y para el 2017 (de 2,84% a 2,74%). Para el cuarto trimestre se espera 2,24%. 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 6,90% a 7,02%), al igual que para diciembre del 2017 (de 4,90% a 4,94%).

Respecto al *spread*, el 41,7% de agentes espera que aumente (anterior: 27,7%), mientras un 28,3% que se mantenga igual (anterior: 41,5%) y un 30% que disminuya (anterior: 30,8%). Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes²³, un 41,7% espera que esta se mantenga estable (anterior: 40,6%) un 21,7% que aumente (anterior: 18,8%), y un 20% que disminuya (anterior: 15,6%).

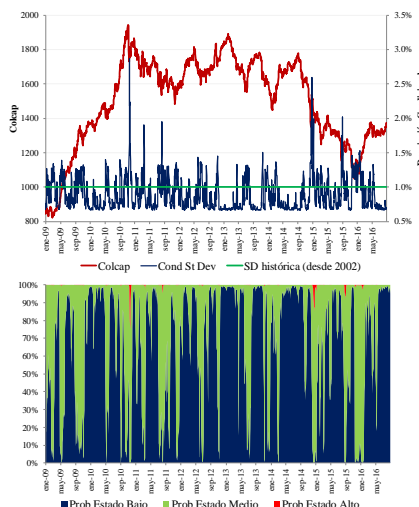
Entre el 29 de julio y el 29 de agosto el Colcap se valorizó 4,87%, explicado por buenos resultados corporativos y el incremento de los precios del petróleo²⁴. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una valorización cercana al 1,29% (anterior: +1,15%)²⁵. Para lo corrido de agosto, la volatilidad promedio del mercado accionario se mantuvo en niveles similares al promedio de julio 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.



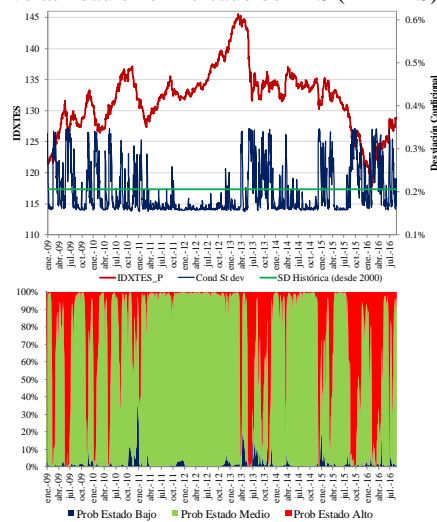
Fuente: Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

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.

²³ Al 16,7% restante no le aplica la pregunta (anterior: 25%).

²⁴ Entre el 29 de julio y el 26 de agosto los precios del petróleo Brent (19,80%) y WTI (14,52%) aumentaron.

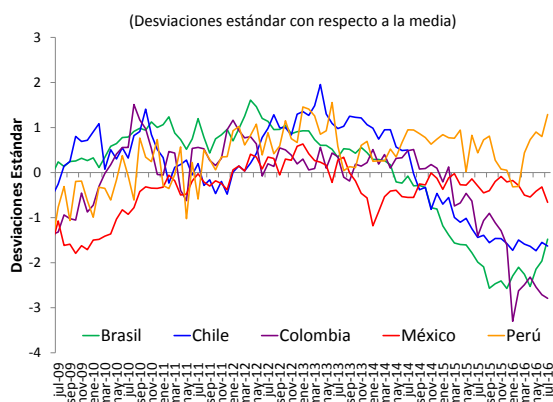
²⁵ El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

Por otro lado, según la EOF los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 7 p.b. (anterior: 14 p.b.)²⁶. Para lo corrido de agosto, la volatilidad promedio del mercado de TES disminuyó respecto al promedio observado en julio y se ubicó por debajo de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico 29).

Con información al 19 de agosto, los márgenes para el promedio de lo corrido de agosto entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron un comportamiento mixto²⁷ frente al promedio de julio. Para la cartera preferencial el margen disminuyó 83 p.b, mientras que para la cartera de tesorería aumentó 13 p.b. y en el caso de la cartera de consumo aumentó 47 p.b. El comportamiento de los márgenes de tesorería se explica principalmente por el incremento de la tasa activa, que superó los incrementos en la tasa de los TES a 30 días (hasta el 19 de agosto). Por su parte, el incremento en los márgenes de cartera de consumo se explica principalmente por el incremento en las tasas de consumo. El comportamiento de los márgenes de la cartera preferencial principalmente por caídas en las tasas de dicha cartera.

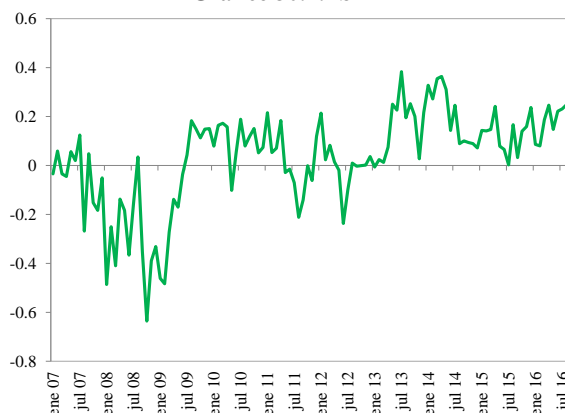
El Gráfico 30 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de su media histórica se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre junio y julio mejoraron los índices de Brasil y Perú, mientras desmejoraron los de Colombia, Chile y México. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas, salvo el de Perú.

Gráfico 30: Índices Confianza de Latinoamérica*



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

Gráfico 30.1: ISAM



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

Finalmente, el Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) se mantuvo en terreno positivo y aumentó al pasar de 0,23 en julio a 0,25 en agosto (Gráfico 30.1). Este resultado se dio en un contexto en el que los principales temas abordados en los documentos cuyo sentimiento fue positivo fueron las acciones locales, el precio del petróleo y la apreciación de la tasa de cambio. Para mayor detalle de la metodología implementada vea el Recuadro 1.

Por su parte, el IDODM de agosto mejoró frente al mes anterior, lo cual se puede asociar a una mejora significativa en los márgenes de la cartera preferencial, la mejora en la volatilidad y desempeño del mercado accionario a pesar del deterioro en los demás componentes.

²⁶ 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.

²⁷ Para mayor información ver Anexo 3.

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

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Australia, Nueva Zelanda e Islandia recortaron en 25 p.b, 25 p.b. y 50 p.b. sus tasas de interés de referencia a 1,5%, 2% y 5,25%, respectivamente, en línea con lo esperado por los mercados. El Banco Central de Israel la mantuvo inalterada en 0,1%, tal como lo esperaba el mercado. El 4 de agosto el Banco Central de Inglaterra recortó su tasa de interés de referencia 25 p.b. de 0,50% a 0,25%, en línea con las expectativas del mercado, indicando que esta decisión estaba orientada al cumplimiento de la meta de inflación del 2% y al soporte del crecimiento y el empleo. Junto con el recorte, el organismo puso en marcha un paquete de medidas de estímulo adicionales conformado por: i) un nuevo esquema para otorgar fondos (TFS)²⁸ a los bancos a tasas de interés cercanas a la tasa de referencia para reforzar la transmisión de la decisión de política; ii) la adquisición de £10 billones en bonos corporativos con grado de inversión; y iii) la expansión del esquema de compras de bonos gubernamentales en £60 billones, de tal forma que el saldo objetivo pasó de £375 billones a £435 billones.

El 2 de agosto el Gobierno de Japón aprobó un paquete fiscal por ¥13,5 trillones (USD 132 billones) con el propósito de otorgar un mayor estímulo a la economía. De este paquete, ¥7,5 trillones corresponderán a gastos del gobierno central y de los gobiernos locales, y los ¥6 trillones restantes a medidas cuasi-fiscales implementadas por agencias gubernamentales en forma de créditos, garantías y subsidios para firmas del sector privado. Lo anterior tuvo lugar dos días después de la reunión del Banco Central de este país en la que, pese a que se anunciaron algunas medidas adicionales de estímulo monetario²⁹, éstas se ubicaron por debajo de las expectativas de algunos analistas que descontaban modificaciones en su programa de compras y recortes adicionales en la tasa de interés aplicable a los excesos de reservas que las instituciones financieras depositan en el Banco Central³⁰.

El 17 de agosto se publicaron las minutas de la reunión de la Fed de julio, en las que se destacó que algunos miembros se mostraron optimistas frente al desempeño de la economía de tal forma que anticipan que las condiciones económicas permitirán incrementar pronto el rango de las tasas de interés. Sin embargo, el comité también consideró que se requiere más información para tomar esta decisión y que sus opciones de política permanecen abiertas.

El 26 de agosto inició la conferencia anual de política monetaria en Jackson Hole (Wyoming), en la que la presidenta de la Reserva Federal, Janet Yellen, señaló que en los meses recientes se ha ido consolidando un escenario propicio para un incremento de la tasa de los fondos federales y que la Fed considera estar cerca de cumplir con sus metas de pleno empleo y estabilidad de precios. Sin embargo, la funcionaria presentó con su discurso un diagrama con los posibles escenarios de las tasas en los fondos federales para los próximos meses, diferente a las últimas proyecciones del FOMC, y en el que se consideraba incluso un escenario en el que las tasas podrían volver nuevamente a 0%. Junto con lo anterior, Yellen indicó que la capacidad del organismo para predecir cómo evolucionará la tasa de los fondos federales en el futuro es limitada. Lo anterior sorprendió a varios analistas del mercado que esperaban señales más claras sobre futuros incrementos de la política monetaria.

²⁸ Por sus siglas en inglés, *Term Funding Scheme*.

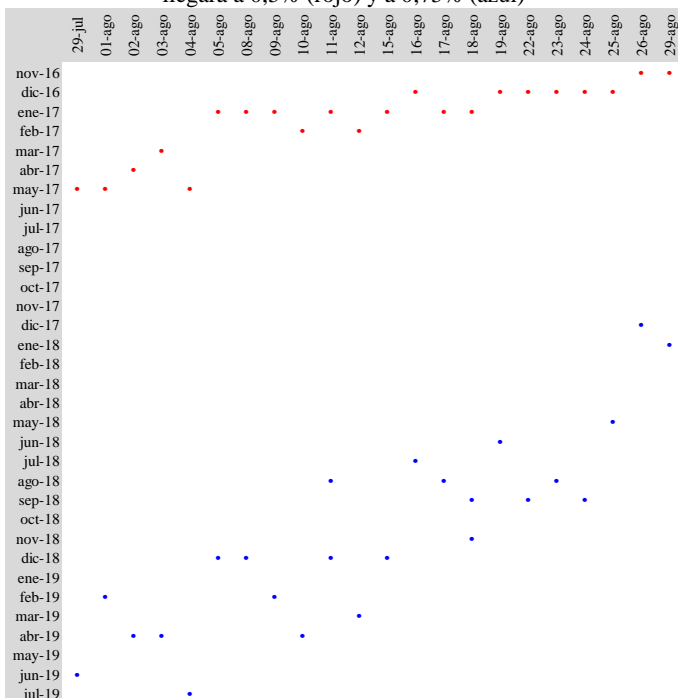
²⁹ En particular, el organismo anunció las siguientes medidas: i) modificó su programa de compras de ETF's de tal forma que éstas aumentarán a un ritmo anual de ¥6 trillones (antes ¥3,3 trillones); ii) incrementó el monto de su programa de préstamos en dólares para promover el crecimiento (*Special Rules for the U.S. Dollar Lending Arrangement to Enhance the Fund-Provisioning Measure to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth Conducted through the Loan Support Program*), de tal forma que pasó de USD\$12 billones a USD\$24 billones; y iii) estableció un nuevo esquema para otorgar liquidez en dólares a las instituciones financieras recibiendo como colateral valores del Gobierno (*Japanese government securities - JGSs*).

³⁰ Se mantuvo en 0,10%, mientras que el mercado esperaba un recorte de 5 p.b. a -0,15%.

De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, actualmente se espera que la tasa de referencia llegue a 0,50% (puntos rojos) en noviembre de este año, mientras que el 29 de julio se esperaba que la tasa alcanzaría este nivel en mayo del 2017. En cuanto a las expectativas respecto al mes en que la tasa alcanzará un nivel de 0,75% (puntos azules), estas pasaron de junio de 2019 a enero del 2018 (Gráfico 31). El Gráfico 31.1 muestra que actualmente el mercado espera un ritmo más rápido de incrementos frente al que se esperaba el 29 de julio.

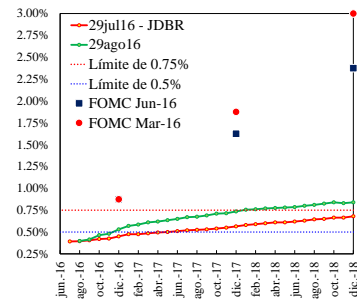
En cuanto a las expectativas sobre las decisiones de la FED respecto al nivel del rango de los fondos federales para la reunión que se celebrará en septiembre, el escenario más probable es que no se presenten cambios, aunque la probabilidad de que se dé un incremento adicional del rango en esta reunión se incrementó (Gráficos 33.1). Además, en los gráficos 33.2 y 33.3 se observa que al final del periodo cambió el escenario más probable para el 2016, de tal manera que actualmente se espera con mayor probabilidad que en diciembre tenga lugar un incremento del rango a uno entre 0,5% y 0,75%.

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



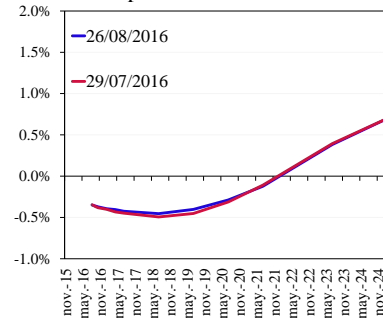
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 31.1: Senda esperada Tasa Fondos Federales



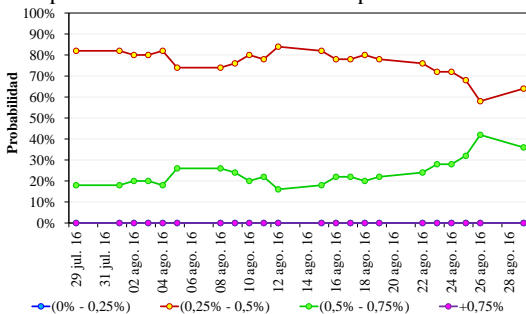
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 32: Expectativas de las tasas del BCE



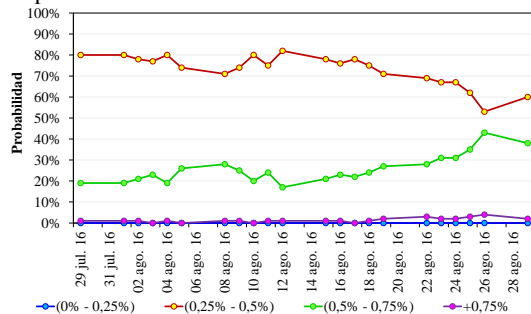
Fuente: Bloomberg.

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



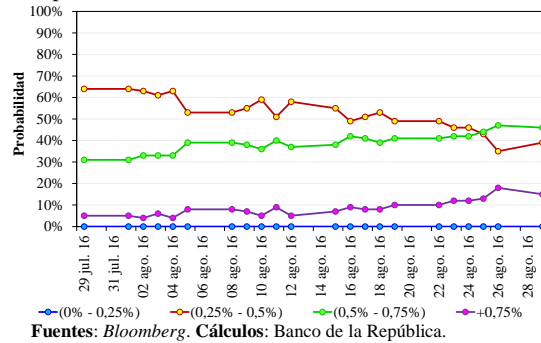
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 33.3: Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2016



En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE, con base en los futuros del índice Eonia, el mercado continúa anticipando que el primer incremento tendrá lugar alrededor del 1T22 (Gráfico 32).

Los bancos centrales de Rusia (10,5%), India (6,5%), Hungría, Corea del Sur (1,25%) y Turquía (7,5%³¹) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado por los analistas. En Latinoamérica, los bancos centrales de México, Chile y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 4,25%, 3,5% y 4,25%, respectivamente, decisiones que eran esperadas por los mercados.

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 reales³² 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 julio las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas³³.

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

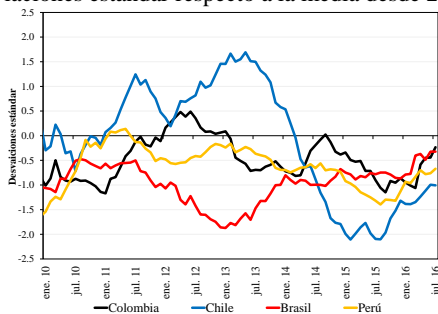
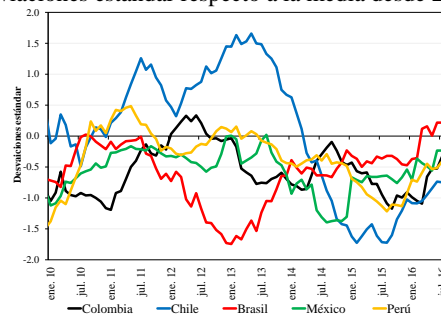


Gráfico 35: Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005*)



³¹ No obstante, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) se redujo por sexta vez consecutiva en 25 p.b. a 8,50%, mientras que la tasa de depósitos (*Borrowing Rate*) se mantuvo inalterada en 7,25%. Además, la tasa para préstamos de la ventana de liquidez (*Late Liquidity Window Interest Rates*, que funciona entre las 4 p.m. y las 5 p.m.) fue recortada 25 p.b. a 10%, al tiempo que la tasa de depósitos de la ventana se mantuvo en 0%. Cabe señalar que las reducciones de las tasas de préstamos, que se iniciaron en el mes de marzo, obedecen al cumplimiento del marco de simplificación de la política monetaria anunciado por el Banco Central de Turquía en agosto de 2015, en el que se señaló que cuando iniciara la normalización de la política monetaria a nivel global el corredor de las tasas de interés se haría más simétrico y estrecho alrededor de la tasa repo a una semana.

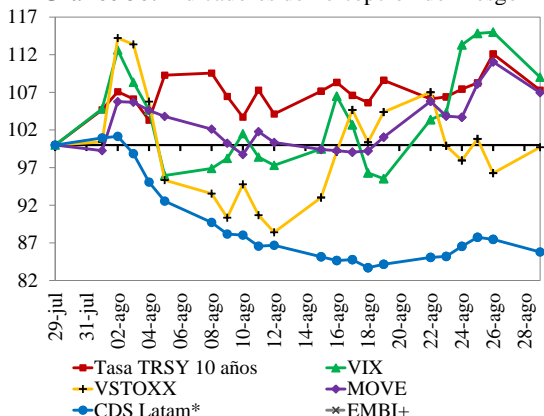
³² Deflactadas con medidas de inflación básica.

³³ Desde febrero del año 2000, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,72%; Chile 1,10%; Brasil 7,09% y Perú 1,22%. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,56%.

4. Indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional

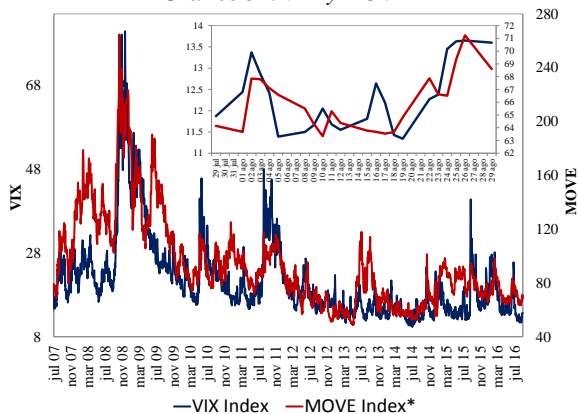
Desde la última reunión de la JDBR los principales indicadores de riesgo a nivel internacional y regional presentaron comportamientos diferentes.

Gráfico 36: Indicadores de Percepción de Riesgo



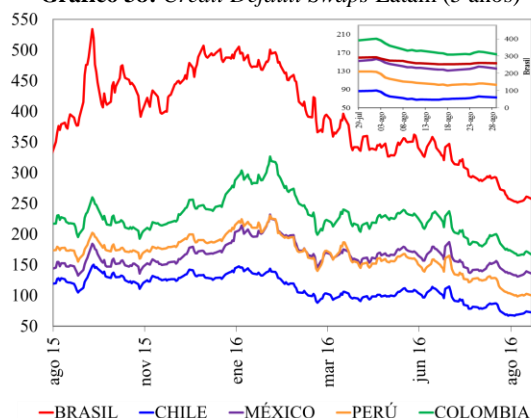
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

Gráfico 37: VIX y MOVE



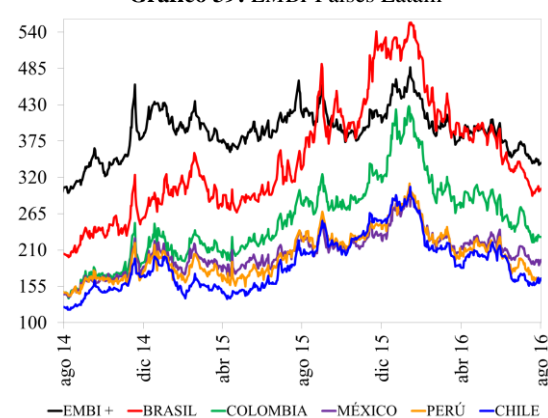
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 38: Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 39: EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.

Por un lado, los principales indicadores de riesgo a nivel internacional (VIX, VSTOXX y MOVE) aumentaron durante los primeros días de agosto ante incertidumbre respecto a las futuras decisiones de la FED y la publicación de algunos datos desfavorables en China. No obstante, luego de las medidas adoptadas por el Banco de Inglaterra, la recuperación de los precios del petróleo y la publicación de cifras favorables en EE.UU.³⁴ y Europa³⁵, los indicadores corrigieron (principalmente el VSTOXX) hasta mediados de agosto. Posteriormente, los indicadores se

³⁴ En Estados Unidos las ventas mayoristas crecieron en 1,9% en junio, siendo la cifra más alta alcanzada desde finales de 2012. Este dato fue superior al esperado y al anterior de 0,5% y 0,7% respectivamente, y constituye el cuarto incremento consecutivo de los últimos meses. Las ventas minoristas en Estados Unidos se mantuvieron inalteradas en julio en un nivel de 0,6%, frente a un dato revisado de 0,8% en junio (Esp: de 0,4%). El dato observado de los precios al productor para demanda final en Estados Unidos se ubicó en 0,4% en julio frente al dato anterior de 0,5%. Esta es la mayor caída presentada desde septiembre de 2015 y se debe principalmente a la disminución en los costos de servicios y energía.

³⁵ En el Reino Unido la producción industrial creció 1,6% a/a en junio (Ant: 1,4% a/a, Esp: 1,6% a/a). Esto fue el resultado del incremento en el componente más grandes de la industria británica, es decir el sector manufacturero que vio un avance de 0,9% a/a. En Alemania la producción industrial tuvo un mejor desempeño al esperado, aumentando en 0,8% frente al dato esperado de 0,5% (Ant: -0,4%). Además el PIB creció en 3,1% frente a la cifra de agosto del año pasado, siendo este dato el mayor presentado en los últimos 5 años (Ant: 1,3%, Esp: 2,8%). El índice de confianza de Sentix de la Eurozona registró un nivel bastante favorable, ubicándose en 4,2 frente al dato anterior igual a 1,7. Este sentimiento sorprendió a los analistas, que esperaban que se ubicara en 3,0. Por primera vez desde 2012 la morosidad de la banca española se encuentra debajo de 10%, ubicándose para el mes de julio en 9,97%.

deterioraron nuevamente ante incertidumbre en Europa respecto a Portugal debido a una posible disminución de la calificación de deuda de este país, a un posible referéndum en Italia que podría llevar a la renuncia del primer ministro y a la publicación de las cifras de endeudamiento del Gobierno Español. Además durante las últimas semanas ha aumentado la incertidumbre respecto a las futuras decisiones de la FED luego de la publicación de las minutas y la conferencia de Janet Yellen en Jackson Hole.

Por otra parte, los indicadores de riesgo a nivel regional (CDS y EMBI) disminuyeron desde la última JDBR debido principalmente a la recuperación en los precios del petróleo y la mayor liquidez externa ante las decisiones adoptadas por algunos bancos centrales de países desarrollados.

De esta manera, el VIX pasó de 11,87% el 29 de julio a 12,9% el 29 de agosto. Por su parte, el VSTOXX se ubicó en 20,18%, nivel similar al registrado el 29 de julio (20,24%). El índice MOVE³⁶ pasó de 64,1 a 68,6 (Gráficos 36 y 37).

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel regional disminuyeron. Entre el 29 de julio y el 29 de agosto los *Credit Default Swap* (CDS) a 5 años disminuyeron 33 p.b. para Brasil, 30 p.b. para Colombia, 28 p.b. para Perú, 16 p.b. para México y 13 p.b. en el caso de Chile. Por su parte, el EMBI+ disminuyó 32 p.b. al tiempo que el EMBI Colombia presentó una caída de 45 p.b. (Gráficos 38 y 39).

En resumen, los principales indicadores de percepción de riesgo internacional presentaron comportamientos diferentes, de tal manera que los indicadores de países emergentes y de la región mejoraron mientras que el VIX aumentó y el VSTOXX se mantuvo en niveles similares a los del 29 de julio. Los indicadores aumentaron dada la incertidumbre respecto al desempeño de algunos países europeos y las futuras decisiones de la FED, mientras que disminuyeron ante la continuidad de las amplias condiciones de liquidez a nivel global y el incremento en el precio del petróleo.

³⁶ Indicador que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre los Bonos del Tesoro de los EE.UU.

5. Tasas de interés y Expectativas del mercado

En el Gráfico 43 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 29 de julio el IBR *overnight* y la TIB oscilaron en niveles similares al de la tasa de política monetaria. La tasa de simultáneas del SEN pasó de 6,85% el 29 de julio a 7,60%³⁷.

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 y recomienda que permanezca inalterada.

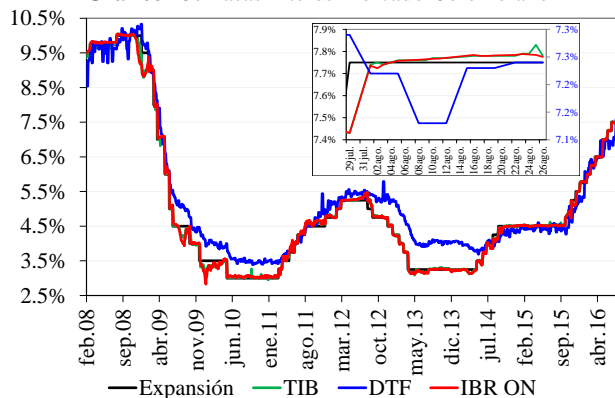
En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 29 de agosto³⁸, un 66,1 % de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención se mantendrá inalterada, mientras que el 32,3% restante considera que será incrementada 25 p.b.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 41,7% resaltó la política fiscal (ant: 18,8%), un 25% señaló los factores externos (ant: 34,4%), un 18,3% la política monetaria (ant: 32,8%), un 8,3% el crecimiento económico (ant: 6,3%), un 3,4% las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 4,7%), y el 3,3% restante señaló otros factores.

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 29 de agosto, el 68% (21 entidades) de los analistas espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de interés de referencia y el 32% (10 entidades) esperan un incremento de 25 p.b.

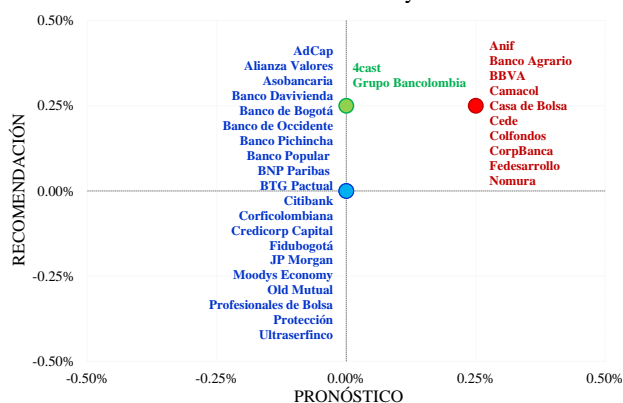
En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank³⁹, se encuentra que de las 32 entidades encuestadas el 63% (20 entidades) espera que la tasa permanezca inalterada y el 37% restante (12 entidades) cree que la tasa aumentará 25 p.b. El 69% (22 entidades) recomienda que la tasa permanezca inalterada y el 31% (10 entidades) recomienda que un aumento de 25 p.b. El

Gráfico 43: Tasas Interés Mercado Colombiano



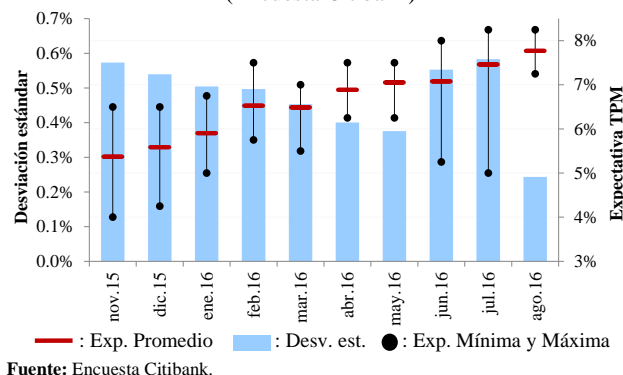
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 44: Encuestas Anif y Citibank



Fuente: Anif y Citibank.

Gráfico 45: Expectativas TPM para Finales de 2016 (Encuesta Citibank)



Fuente: Encuesta Citibank.

³⁷ Dato del 29 de agosto.

³⁸ Realizada entre el 16 y el 24 de agosto

³⁹ Encuestas publicadas el 25 y el 29 de marzo, 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, el Banco Agrario había respondido en la encuesta de Anif que esperaba que la tasa permaneciera inalterada y recomendaba un incremento de 25 p.b, mientras en la encuesta de Citibank respondió que esperaba y recomendaba un aumento de 25 p.b.

Gráfico 44 presenta el resumen de los resultados de estas encuestas, cuyos detalles pueden ser consultados en el Anexo 5.

En el Gráfico 45 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 julio y agosto la tasa esperada en promedio pasó de 7,46% a 7,77%.

En el Gráfico 46 se muestran el IBR *overnight*, y el IBR a 1, 3 y 6 meses. También se incluyen la tasa de intervención del BR, y la tasa fija del OIS a 3 meses de *Bloomberg*⁴⁰. Se observa que los indicadores no se alejan significativamente de la tasa de política.

El 30 de agosto las tasas del IBR *overnight*, el IBR a un mes, el de tres meses y el de seis meses fueron 7,75%, 7,85%, 7,83% y 7,78%, respectivamente, y la tasa fija del OIS de tres meses extraída de *Bloomberg* fue 7,78%. 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 interés de referencia permanezca estable y continúe en los niveles actuales en lo que resta del año (Gráfico 47, Cuadro 3, y Anexo 6).

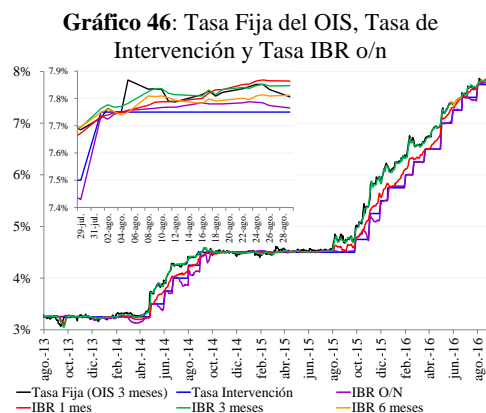
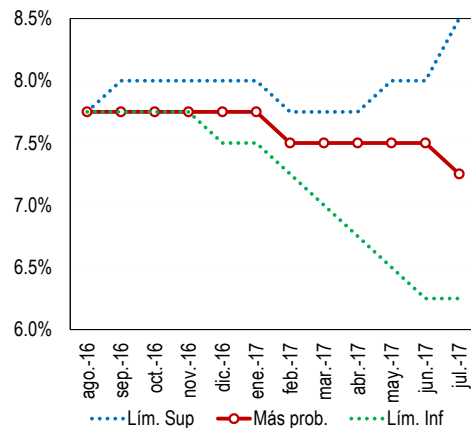


Gráfico 46: Tasa Fija del OIS, Tasa de Intervención y Tasa IBR o/n
Fuente: Bloomberg y Banco de la República. Cálculos: Banco de la República

Gráfico 47: Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República.

Cuadro 3

TPM	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17	may17	jun17	jul17
8.75%												0%
8.50%												1%
8.25%												
8.00%		0%	0%	0%	0%	0%				0%	1%	2%
7.75%	100%	100%	100%	100%	77%	51%	35%	22%	12%	6%	1%	1%
7.50%					23%	49%	53%	53%	51%	47%	39%	29%
7.25%							12%	22%	28%	30%	34%	36%
7.00%								3%	8%	14%	18%	22%
6.75%									1%	3%	6%	8%
6.50%										0%	1%	2%
6.25%											0%	0%
6.00%												

Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República

⁴⁰ 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.

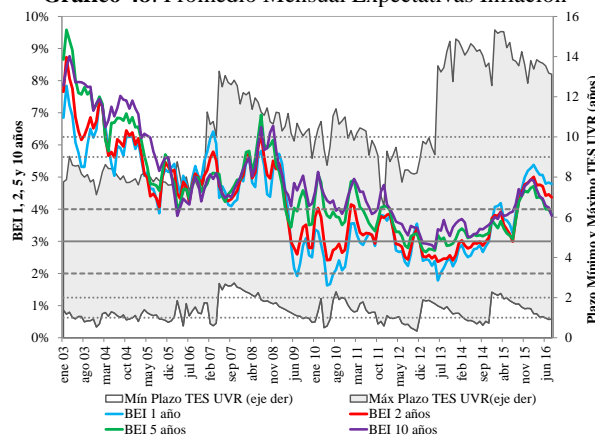
En la última encuesta de expectativas de inflación realizada por el BR⁴¹, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2016 en promedio se ubica en 6,77% (encuesta anterior: 6,53%). Las expectativas promedio para diciembre de 2017 se ubican en 4,30% (ant: 4,24%) y para julio del 2018 en 3,72%⁴².

La encuesta realizada por Citibank⁴³ refleja que la inflación esperada para diciembre de 2016 es 6,73%, mientras que en la encuesta anterior era 6,46%.

En promedio para lo corrido de agosto⁴⁴ (hasta el 29) frente a los datos promedio de julio, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron 10, 14, 18 y 26 p.b. para los plazos a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de agosto a 2, 3, 5 y 10 años son 4,36%, 4,09%, 3,82% y 3,79%, respectivamente.

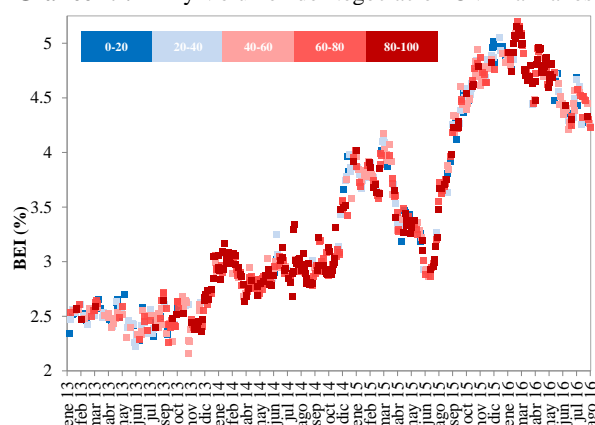
El Gráfico 50 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez⁴⁵ relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR⁴⁶. Con información al 26 de agosto se espera que en los próximos 2 años en promedio la inflación sea 3,52% (junio: 3,73%). Para el plazo de 5 años, la inflación promedio esperada pasó de 3,6% en julio a 3,50% en agosto. Por su parte, la prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años disminuyó de 0,52% a 0,15%, al tiempo que la de 5 años pasó de 0,13% a -0,19%. Este último no se observaba desde abril del 2016.

Gráfico 48: Promedio Mensual Expectativas Inflación



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

Gráfico 49: BEI y Volumen de Negociación UVR a 2 años



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

⁴¹ Realizada entre el 8 y el 11 de agosto.

⁴² En la encuesta anterior la inflación esperada para julio del 2018 era 3,68%.

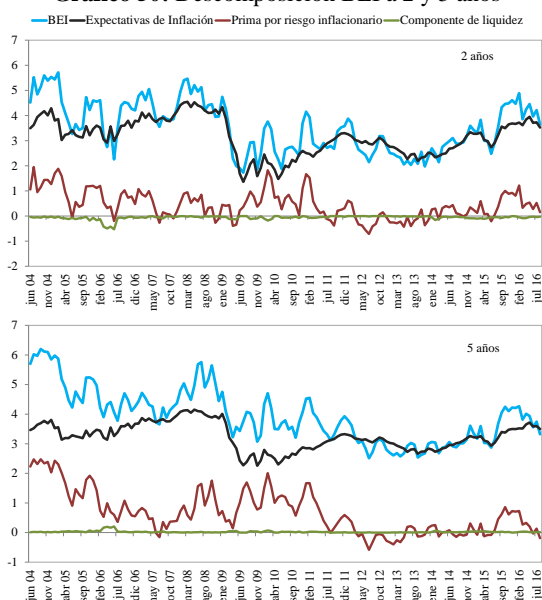
⁴³ Publicada el 29 de agosto.

⁴⁴ Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -31 p.b., -43 p.b., -50 p.b. y -36 p.b., respectivamente. De esta manera, el 29 de agosto se ubicaron en 4,20%, 3,88%, 3,60% y 3,72%, respectivamente.

⁴⁵ El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

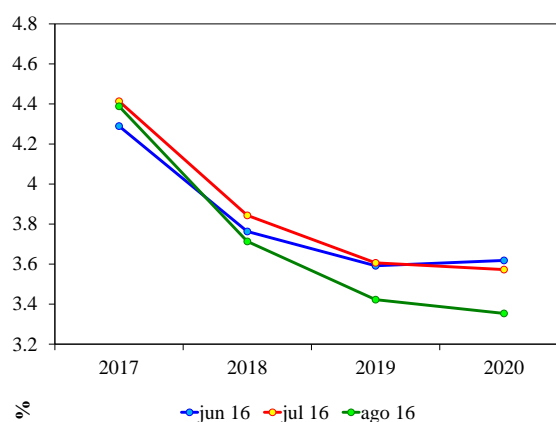
⁴⁶ Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2015). *Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía. 903. Banco de la República.

Gráfico 50: Descomposición BEI a 2 y 5 años



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

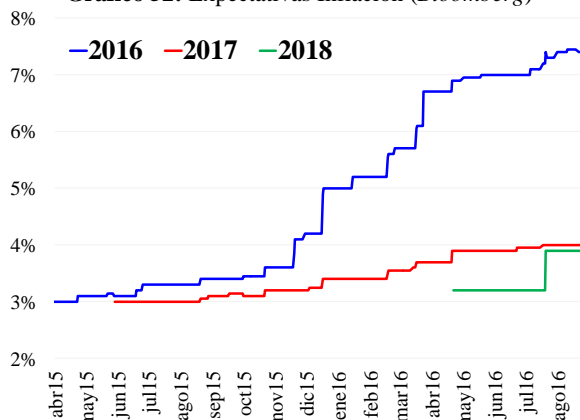
Gráfico 51: Inflación esperada (FBEI)



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

El Gráfico 51 muestra la senda de inflación esperada para los años comprendidos entre 2017 y 2020, tomando el promedio de los datos diarios para los meses de junio, julio y lo corrido de agosto del 2016. Los datos de inflación esperada (FBEI) promedio de agosto para los años comprendidos entre el 2018 y el 2020 son inferiores a los de junio y julio, aunque para 2017 es similar a julio y superior al del mes de junio. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre los años 2017 y 2020, de tal forma que para el año 2020 la inflación año completo esperada es 3,35% (esperada en julio: 3,57%).

Gráfico 52: Expectativas Inflación (Bloomberg)



Fuente: Bloomberg.

El Gráfico 52 presenta las expectativas de inflación para diciembre de este año y los dos siguientes según los sondeos de *Bloomberg*. Puede observarse que para el 2016 la cifra esperada es 7,4%, para el 2017 se espera 4,0% y para el 2018 se espera un dato de 3,9%.

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 2016 aumentaron en los casos de Perú y Brasil; permanecieron iguales para India, China y Noruega; y disminuyeron para los demás países. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,43% a 2,25%. Los datos de inflación de julio fueron inferiores a los pronósticos en México, Perú y Sudáfrica; igual en el caso de China y superior en los demás países. La inflación retornó a los rangos meta en los casos de Perú (1% a 3%) y Chile (2% a 4%), y continúa por encima del límite superior en los casos de Colombia (2% a 4%), y Brasil (2,5% a 6,5%). Las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia y para Brasil.

Cuadro 4: Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Jul. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Jul. 2016	Ago. 2016		Jul. 2016	Ago. 2016	Esp*	Obs	Jul. 2016	Ago. 2016
Colombia	8.78%	8.97%	6.53%	6.77%	7.75%	7.46%	7.77%	2.8%	2.5%	2.43%	2.25%
Chile	3.9%	4.0%	3.5%	3.5%	3.50%	3.50%	3.50%	1.2%	1.5%	1.7%	1.6%
México	2.73%	2.65%	3.10%	3.19%	4.25%	4.55%	4.55%	2.4%	2.4%	2.36%	2.28%
Perú	3.15%	2.96%	3.30%	3.05%	4.25%	4.25%	4.30%	4.5%	4.4%	3.7%	3.8%
Brasil	8.66%	8.74%	7.21%	7.34%	14.25%	13.25%	13.75%	-5.9%	-5.4%	-3.27%	-3.16%
Ecuador	n.d.	1.58%	2.7%	2.1%	5.91%	5.64%	5.64%	n.d.	-3.0%	-2.9%	-3.2%
India	5.90%	6.07%	5.2%	5.3%	6.50%	6.34%	6.35%	7.5%	7.6%	7.5%	7.5%
Sudáfrica	6.1%	6.0%	6.6%	6.5%	7.00%	7.20%	7.15%	-0.1%	-0.2%	0.4%	0.2%
China	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%	4.35%	4.18%	4.21%	6.6%	6.7%	6.6%	6.6%
Noruega	3.8%	4.4%	3.0%	3.0%	0.50%	0.33%	0.35%	0.1%	1.0%	1.0%	1.0%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 8 y el 11 de agosto del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Encuesta del Banco Central del 27 de julio. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Chile: Encuesta enviada el 3 de agosto con plazo máximo de recepción el 9 de agosto.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 26 de agosto.

Ecuador: Expectativas extraídas del Consensus Forecast del FocusEconomics (agosto). Se incluyen expectativas de tasa de depósitos entre 91 y 120 días. En tasa de política se incluye Tasa Pasiva El

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

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 (septiembre).

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

Todos los datos corresponden al ITr16, excepto el de China, Chile y México los cuales corresponden al 2Tr16.

6. Conclusiones

En Colombia, desde la última reunión de la JDBR los TES de corto plazo se desvalorizaron. Los TES de mediano y largo plazo se desvalorizaron los primeros días de agosto pero luego continuaron con la tendencia de valorización que habían presentado en julio, y actualmente las tasas se ubican en niveles inferiores a los observados el 29 de julio. Las tasas de todos los títulos se ubican por debajo de la tasa de referencia del Banco de la República.

Las desvalorizaciones de los primeros días de agosto estuvieron relacionadas principalmente con la disminución del precio del petróleo. A esto se sumaron, a nivel internacional, preocupaciones en torno al crecimiento a nivel global luego de la publicación de algunos datos desfavorables de la economía estadounidense. A nivel local, algunos agentes señalaron que había incertidumbre en torno a la calificación crediticia de Colombia relacionada con el momento en que sería presentada la reforma fiscal.

Las valorizaciones posteriores se explican por una recuperación del precio del petróleo y expectativas de mayor liquidez mundial luego que en Inglaterra el Banco Central recortara su tasa de política y anunciara un paquete de medidas de estímulo económico para contrarrestar los posibles efectos del *Brexit*. En línea con lo anterior durante el periodo analizado se observó una demanda importante de extranjeros en el mercado de TES en pesos. No obstante, en contraste con la demanda observada en los TES en pesos, el apetito de los inversionistas por los UVR fue baja. Lo anterior obedeció en parte a que, posterior a la publicación del dato de inflación, los agentes redujeron paulatinamente sus exposiciones a estos títulos esperando que la inflación pueda comenzar a ceder a la baja en los próximos meses generando desvalorizaciones.

Respecto a la percepción de riesgo a nivel local, el IDODM de agosto mejoró frente al mes anterior, lo cual se puede asociar a una mejora significativa en los márgenes de la cartera preferencial, la mejora en la volatilidad y desempeño del mercado accionario a pesar del deterioro en los demás componentes. Por su parte el ISAM mejoró ante un sentimiento favorable respecto a las acciones locales, el precio del petróleo y la apreciación de la tasa de cambio. Por otro lado, los principales indicadores de percepción de riesgo internacional presentaron comportamientos diferentes, de tal manera que los indicadores de países emergentes y de la región mejoraron mientras que el VIX aumentó y el VSTOXX se mantuvo en niveles similares a los del 29 de julio. Los indicadores aumentaron dada la incertidumbre respecto al desempeño de algunos países europeos y las futuras decisiones de la FED, mientras que disminuyeron ante la continuidad de las amplias condiciones de liquidez a nivel global y el incremento en el precio del petróleo.

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 7,83% en todas las encuestas.

En promedio para lo corrido de agosto (hasta el 29) frente a los datos promedio de julio, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron 10, 14, 18 y 26 p.b. para los plazos a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de agosto a 2, 3, 5 y 10 años son 4,36%, 4,09%, 3,82% y 3,79%, respectivamente.

7. Recuadros/Anexos

Recuadro 1: Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado

Introducción

El Banco de la República utiliza diversas fuentes de información para medir y hacer seguimiento a los cambios en expectativas de los agentes de mercado, y a los cambios en percepción de riesgo asociados al comportamiento de variables económicas y financieras.

Este recuadro propone la creación del Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM), basado en el análisis del lenguaje contenido en los documentos escritos por los equipos de investigaciones económicas de diferentes entidades del sector financiero. Estos textos constituyen una fuente de información tradicionalmente no cuantificada, y por tanto no usada sistemáticamente en el seguimiento de expectativas y de percepción de riesgos.

Los documentos escritos por diferentes entidades del sector financiero contienen señales de cómo ven la economía en general, los mercados financieros, y las medidas adoptadas por el gobierno en temas específicos. Dichas señales pueden servir como medida aproximada del «sentimiento» que estos agentes mantienen sobre la economía.

El ISAM utiliza técnicas de minería de texto y procesamiento de lenguaje natural, y su objetivo es servir como medida agregada del sentimiento de analistas a lo largo del tiempo. Los resultados se muestran con agregación mensual, sin señalar el sentimiento de una publicación o fuente particular.

Los principales resultados muestran que este indicador recoge algunos eventos relevantes de la economía a nivel internacional y a nivel local. En particular se ve una correlación importante del ISAM con algunos indicadores de riesgo a nivel internacional, algunas variables financieras locales y con indicadores de confianza de la economía colombiana. No obstante, esta correlación varía y dependiendo del momento del tiempo predomina más para unas variables que para otras.

Metodología de estimación ISAM e información

El marco teórico adoptado se basa en investigaciones de Rickard Nyman, Paul Ormerod y David Tuckett⁴⁷, en las cuales desarrollan un indicador denominado *Relative Sentiment Shifts* (RSS) mediante la medición de emociones expresadas en documentos escritos. Los autores parten de una teoría psicológica denominada *Conviction Narrative Theory*, según la cual una persona genera narrativas sobre el futuro, coherentes con lo que observa, a fin de tomar decisiones en condiciones de incertidumbre. Estas narrativas son plasmadas por dicha persona en los documentos escritos que publica y, usando listas predefinidas de palabras que expresan emociones contrarias, se puede realizar un conteo de la frecuencia de uso de dichas palabras en cada documento. RSS se construye a partir de los conteos de palabras asociadas a emociones contrarias.

El ISAM presentado en este recuadro busca construir un indicador similar aunque difiere del RSS tanto en las listas de palabras utilizadas como en la forma de realizar el cálculo que determina el sentimiento.

⁴⁷ *News and Narratives in Financial Systems*.

Disponible en http://risklab.fi/sra2015/slides/D1_S3_01_Tuckett_Nyman_presentation.pdf

Measuring Financial Sentiment to Predict Financial Instability: A New Approach based on Text Analysis

Disponible en <http://arxiv.org/abs/1508.05357>

En materia de listas de palabras, se tradujo al español tanto las listas de Nyman y Tuckett⁴⁸ como otras listas disponibles⁴⁹. Se eliminaron las palabras que no se consideraron adecuadas y se añadieron nuevas con significado similar a alguna palabra de las listas originales. Se crearon dos listas de emociones contrarias, denominadas mejora (M) y deterioro (D)⁵⁰. Una vez se armaron las listas, se seleccionaron las 350 palabras de cada lista que tuvieran mayor frecuencia de uso en el idioma español⁵¹.

En materia de método de cálculo, se toma como unidad de análisis la frase. Una vez extraído el texto de un documento⁵², se divide en frases, se cuentan las palabras asociadas a cada emoción en cada frase, y se calcula el sentimiento de cada frase basado en dichos conteos de la siguiente manera⁵³:

$$\text{Sentimiento} = \frac{M - D}{(M + D)/2}$$

Donde M es el número de veces que alguna palabra de la lista mejora aparece en la frase y D es el número de veces que alguna palabra de la lista deterioro aparece en la frase⁵⁴. *Sentimiento* está en el rango ± 2 , donde valores positivos denotan un sentimiento positivo, y valores negativos lo contrario.

El sentimiento de un documento se calcula como el promedio simple del sentimiento de las frases que lo componen. Sólo aquellas frases con presencia de palabras contenidas en las listas son tenidas en cuenta en el promedio. El sentimiento en una fecha específica se calcula como el promedio simple del sentimiento de los documentos publicados en esa fecha⁵⁵.

Las mediciones de sentimiento en general tienden a ser volátiles, tal vez por la variedad en uso y significado del lenguaje, por los fuertes cambios y temas que se tratan en el panorama económico, y por las distintas decisiones que adoptan las diferentes autoridades económicas.

Respecto a la información utilizada para la construcción del índice, se utilizaron informes que realizan los equipos de investigaciones económicas de 5 entidades financieras con distintas periodicidades. Debido a la disponibilidad de documentos el indicador se presenta a partir de enero de 2007. En promedio el ISAM se construye teniendo en cuenta entre 50 y 150 documentos mensuales⁵⁶.

Resultados

El ISAM es un indicador volátil tal como se puede observar en el Gráfico R1. No obstante, el indicador refleja distintas tendencias y picos dependiendo de la coyuntura económica que afecta en mayor medida el sentimiento de los agentes. Pequeños cambios pueden verse como estabilidad en el

⁴⁸ Los autores permitieron hacer uso de sus listas de palabras con el compromiso de no publicar ni divulgar las mismas.

⁴⁹ Existen diversas fuentes de listas de palabras asociadas a emociones. Una de las fuentes más nombradas proviene de las publicaciones realizadas por Bill McDonald y Tim Loughran, disponible en http://www3.nd.edu/~mcdonald/Word_Lists.html.

⁵⁰ Estos son nombres seleccionados para identificar las listas. Lo importante es que cada una denota una emoción contraria a la otra.

⁵¹ La Real Academia Española publica un listado de frecuencias en su Corpus de Referencia del Español Actual, disponible en <http://corpus.rae.es/lfrecuencias.html>

⁵² Los documentos fueron, en algunos casos, entregados por las entidades financieras que los elaboraron, y descargados de las páginas web mediante el uso de robots en otros.

⁵³ Sentimiento está en el rango ± 2 , donde valores positivos denotan mayor mejora que deterioro, y valores negativos lo contrario.

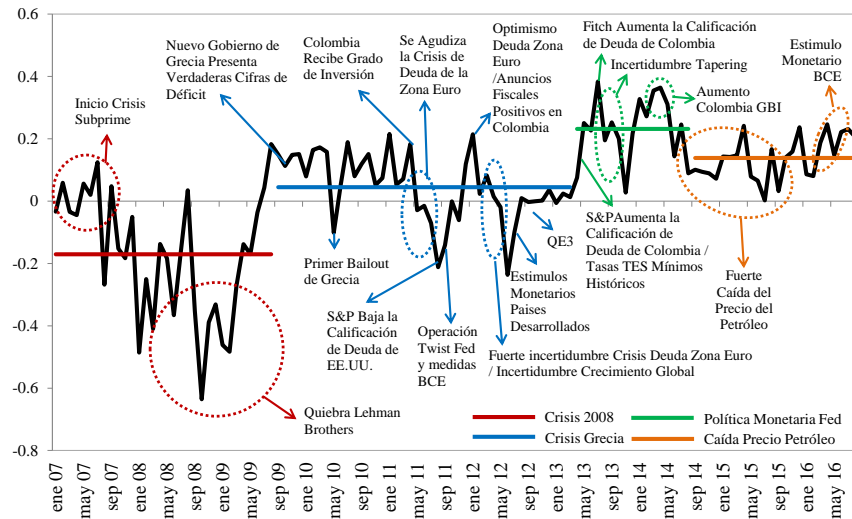
⁵⁴ Estrictamente se cuenta los stems de las palabras, para incluir posibles variaciones en una palabra. Un stem es similar a la raíz de una palabra, solo que puede no ser una palabra real.

⁵⁵ El indicador como tal se basa en el concepto de diferencia relativa, usado frecuentemente cuando los dos números de la diferencia reflejan cambios en una unidad común. En este caso, la unidad común se puede interpretar como un sentimiento neutro, sin emoción.

⁵⁶ Se procesaron cerca de 13.250 documentos dentro del rango enero 2007 – agosto 2016.

sentimiento, mientras que grandes diferencias respecto a periodos anteriores pueden reflejar eventos de mayor relevancia. Es relevante entonces entender cambios importantes en el indicador puesto que estos pueden reflejar qué eventos pueden estar influenciando el sentimiento de los analistas. En términos generales se puede observar que el indicador recoge coyunturas de riesgo a nivel global – Crisis Financiera Internacional del 2008, Crisis de Deuda de Grecia y caída reciente precio del petróleo – al igual que situaciones locales como los incrementos en calificación de la deuda soberana de Colombia, el incremento en la ponderación de los bonos de Colombia en el índice GBI-EM de *JP Morgan* o el buen desempeño de la economía colombiana en 2013 y 2014.

Gráfico R1: ISAM y principales eventos a nivel global y local.

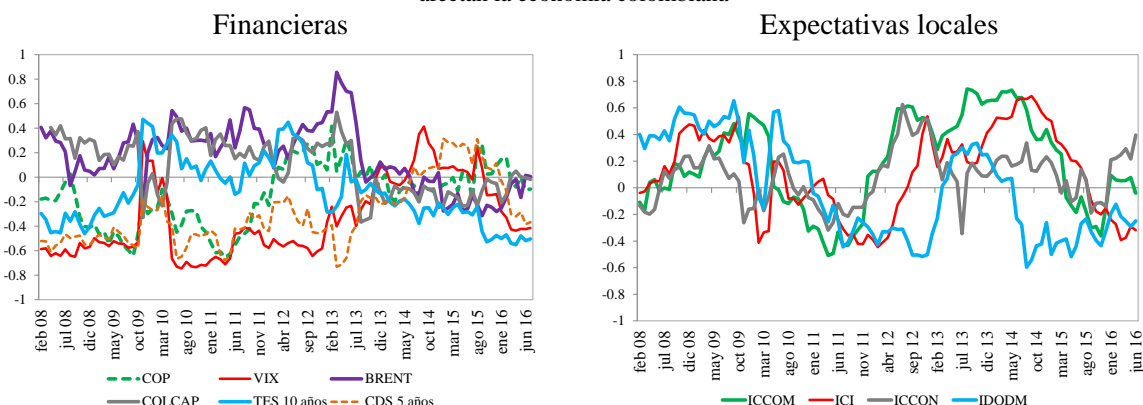


Fuente: Entidades Financieras. Cálculos: Banco de la República.

Con el fin de entender la dinámica del ISAM y su posible aporte al análisis y entendimiento del sentimiento de los principales analistas del mercado local, se llevó a cabo un análisis de correlaciones entre este indicador y algunas de las principales variables financieras y de expectativas que afectan la economía colombiana.

Los principales resultados del análisis señalan que la correlación con las distintas variables ha cambiado en el tiempo y que en general han presentado en la mayor parte de la muestra el signo esperado (Gráficos R2, A1 y A2). Por ejemplo, a medida que aumenta el VIX es de esperar que el ISAM disminuya, al tiempo que si la confianza de los comerciantes aumenta se espera que el sentimiento sea más positivo. Entre las variables consideradas, las que en promedio han estado más correlacionadas con el sentimiento de los analistas durante el periodo analizado son el VIX y los CDS a 5 años de Colombia, lo cual refleja la importancia del riesgo internacional y el riesgo país en el sentimiento de los analistas (Gráfico A3).

Gráfico R2: Correlación (promedio móvil de 1 año) ISAM con algunas variables financieras y de expectativas que afectan la economía colombiana*



Fuente: Entidades Financieras, Fedesarrollo, BVC, Bloomberg y Banco de la República. **Cálculos:** Banco de la República. *Las correlaciones móviles se toman sobre las diferencias para evitar correlaciones espurias dado que las series son I(1).

En el periodo de la Crisis Financiera Internacional del 2008 y la Crisis de Deuda de Grecia el ISAM estuvo altamente relacionado con el VIX y los CDS (Gráfico R2). Por otra parte, en el periodo entre 2012 y mediados de 2015 perdió dicha correlación pero se incrementó con las variables de expectativas locales (Indicador de Confianza de Comerciantes e Industriales principalmente), lo cual puede estar asociado a los datos favorables en materia de crecimiento y consolidación macroeconómica del país registrados en dicho periodo. Posteriormente, junto con la caída importante del precio del petróleo que se ha presentado desde mediados de 2015 el indicador ha aumentado su correlación nuevamente con variables de riesgo como el VIX y los CDS, y más recientemente con el índice de confianza de consumidores.

Temas tratados en el último período

Un ejercicio adicional de carácter exploratorio que puede realizarse usando los documentos escritos por las entidades financieras es el análisis de tópicos. Esta es una técnica que puede ser aplicada a un conjunto de documentos, buscando descubrir su estructura semántica (entender su contenido) mediante la identificación estadística de patrones en la recurrencia de palabras dentro de los textos. Implícitamente el supuesto es que aquellos documentos que presentan recurrencia de palabras están más relacionados entre sí que aquellos documentos que no presentan la misma recurrencia de palabras, permitiendo identificar diferentes temáticas tratadas en un conjunto de documentos. El objetivo es poder identificar los diferentes «temas» que se tratan en los documentos en conjunto, sin tener que leer cada uno de ellos.

El análisis de tópicos puede ser realizado mediante diferentes algoritmos no supervisados, lo cual quiere decir que no se requiere de antemano ninguna clasificación por parte de una persona para la ejecución del algoritmo. Los algoritmos no supervisados suelen ser usados cuando se quiere tener una idea de cómo están organizados unos datos no conocidos, de tal forma que tienden a tener un carácter exploratorio.

Uno de los algoritmos más utilizados para el análisis de tópicos es *Latent Dirichlet Allocation* (LDA), en el cual los tópicos se interpretan como distribuciones de probabilidad sobre un universo de palabras, y los documentos se interpretan como una mezcla de estos tópicos. A manera de ejemplo, un Tópico #1 puede producir las palabras «leche», «gato», y «ratón» con altas probabilidades, mientras que un tópico #2 producir las palabras «ladrido», «cachorro», y «hueso»

con altas probabilidades. En este caso tendría dos tópicos claramente diferenciados (Felinos vs Caninos)⁵⁷.

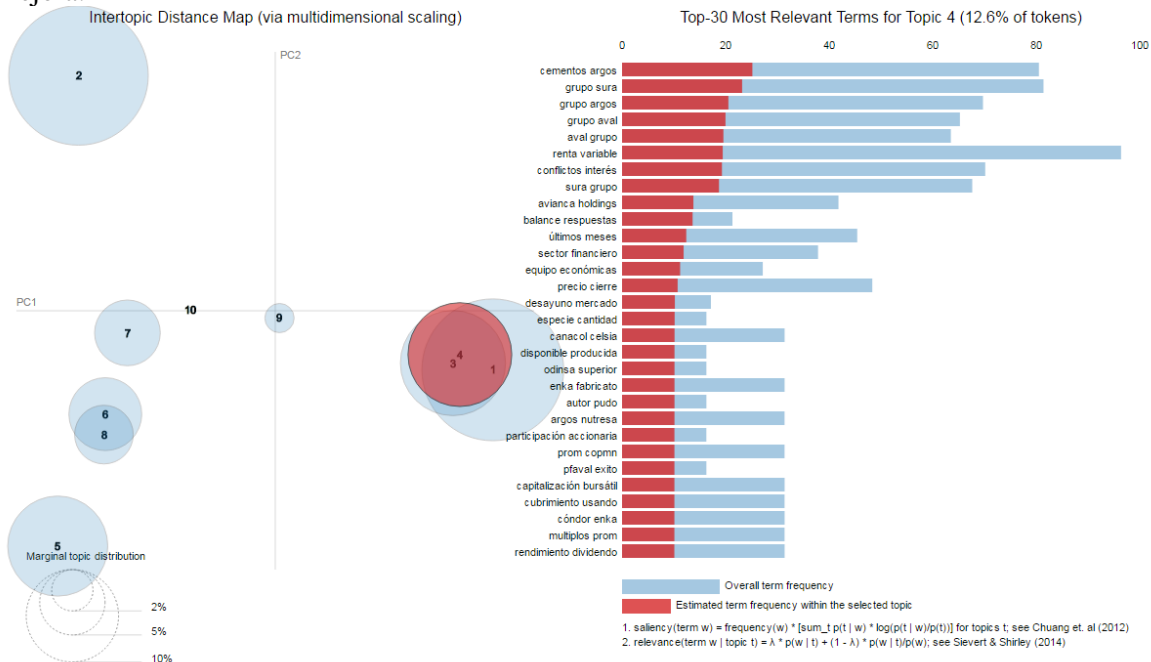
LDA puede ser aplicado al conjunto de documentos producidos en un período específico, por ejemplo el último mes o desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República, para tener una idea de qué temas fueron tratados en ese período de tiempo.

El resultado del algoritmo no ofrece una clara definición de títulos de tópicos (“Renta Variable”, “Mercado Local”, “Agricultura” o similar), sino que presenta una lista de palabras relacionadas entre sí que pueden entenderse como usuales en un tópico. Recae sobre el usuario del modelo interpretar la validez de los tópicos resultantes, y asignar un «título» al tópico si se desea para efectos de clasificación. También es importante recordar la naturaleza exploratoria de este tipo de análisis, de tal forma que no necesariamente se van a obtener resultados fáciles de interpretar.

Los resultados de los modelos de análisis de tópicos suelen ser interpretados con ayuda de herramientas visuales interactivas. En particular, los lenguajes de programación R y Python ofrecen librerías que pueden ser utilizadas para la visualización de los tópicos y su interpretación⁵⁸. En la herramienta adoptada, cada círculo representa un tópico identificado, y su tamaño la prevalencia del tópico en el conjunto de documentos. La distancia entre los círculos representa la distancia entre tópicos, de tal forma que círculos (tópicos) cercanos son más parecidos entre sí que círculos (tópicos) lejanos. Las palabras más determinantes de un tópico en particular se muestran al seleccionar el círculo asociado a ese tópico⁵⁹.

Para ilustrar, realizamos un análisis de tópicos sobre los documentos publicados a partir de la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República⁶⁰.

Mejora:



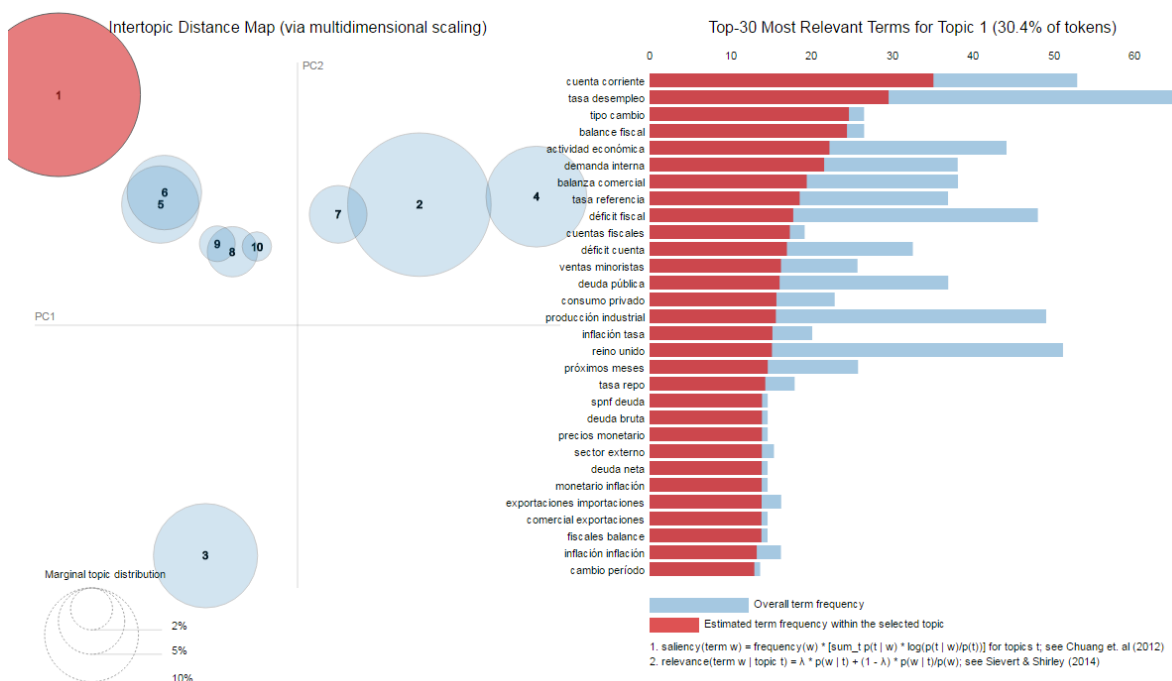
⁵⁷ https://en.wikipedia.org/wiki/Latent_Dirichlet_allocation

⁵⁸ <https://github.com/bmabey/pyLDavis>

⁵⁹ No es posible, desde luego, incorporar interactividad en un documento como este.

⁶⁰ 29 de julio de 2016

Deterioro:



Comentarios finales

Con el Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) se busca contar con una fuente de información adicional que contribuya al seguimiento de las expectativas y percepción de riesgo de los agentes de mercado. El procesamiento y análisis de documentos y fuentes escritas que tradicionalmente no han sido utilizadas tiene la ventaja de contar con mayor frecuencia en su producción, de tal forma que se cuente con información constante y oportuna.

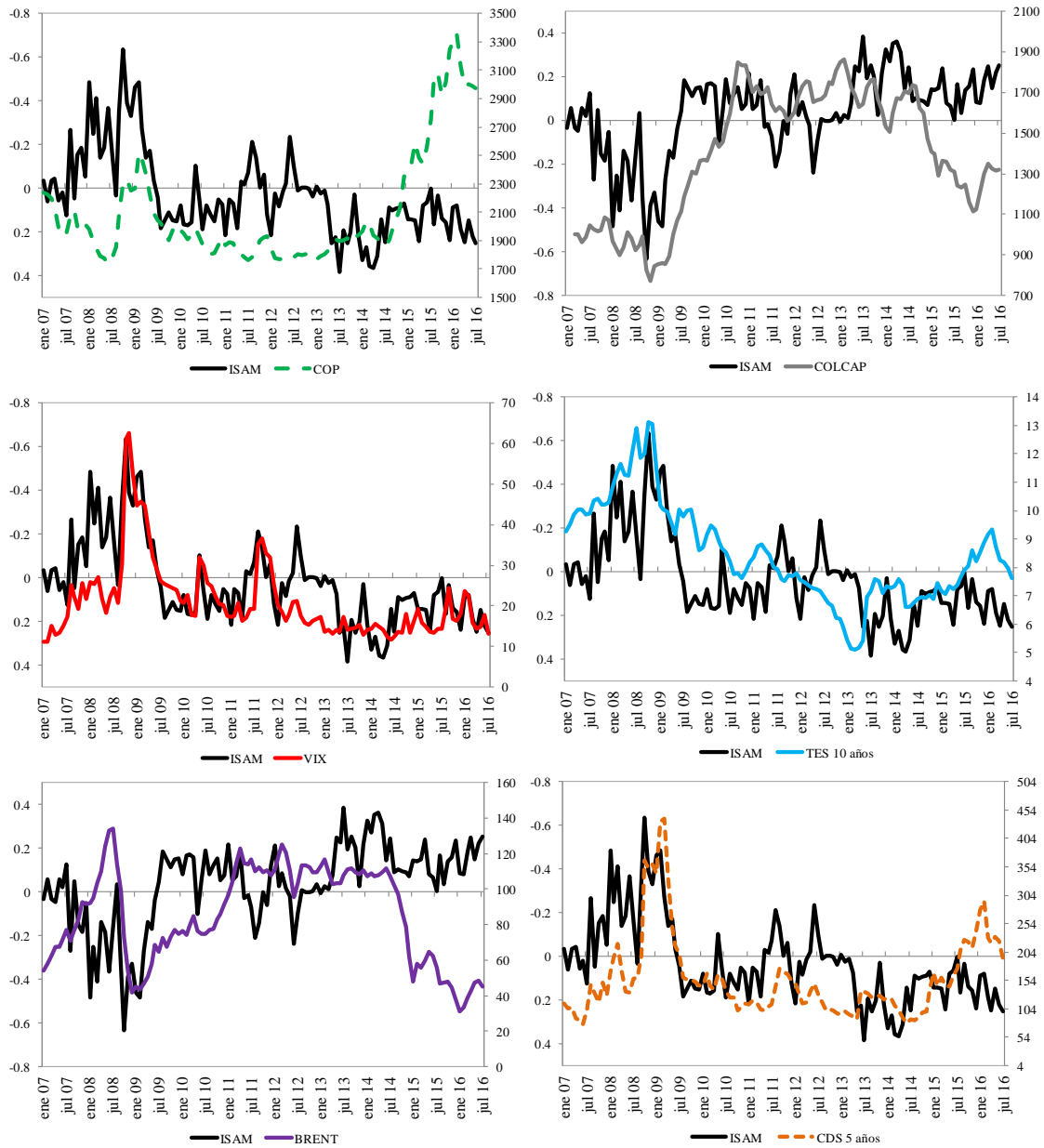
En el presente recuadro se encontró que el ISAM está correlacionado con variables que reflejan la percepción de riesgo tanto a nivel internacional, principalmente el VIX, como a nivel local. Dado esto, este indicador puede ser un insumo complementario al IDODM el cual analiza la percepción de los agentes respecto a las variables locales.

Adicionalmente, dada la información contenida en los documentos producidos por los analistas es posible utilizar métodos de exploración de tópicos con el fin de identificar los principales temas tratados desde la última reunión de la JDBR y su posible relación con sentimientos tanto positivos como negativos.

Cabe anotar que este indicador mide solamente el sentimiento de los analistas de mercado de las instituciones financieras con las que se cuenta con información para la construcción del indicador.

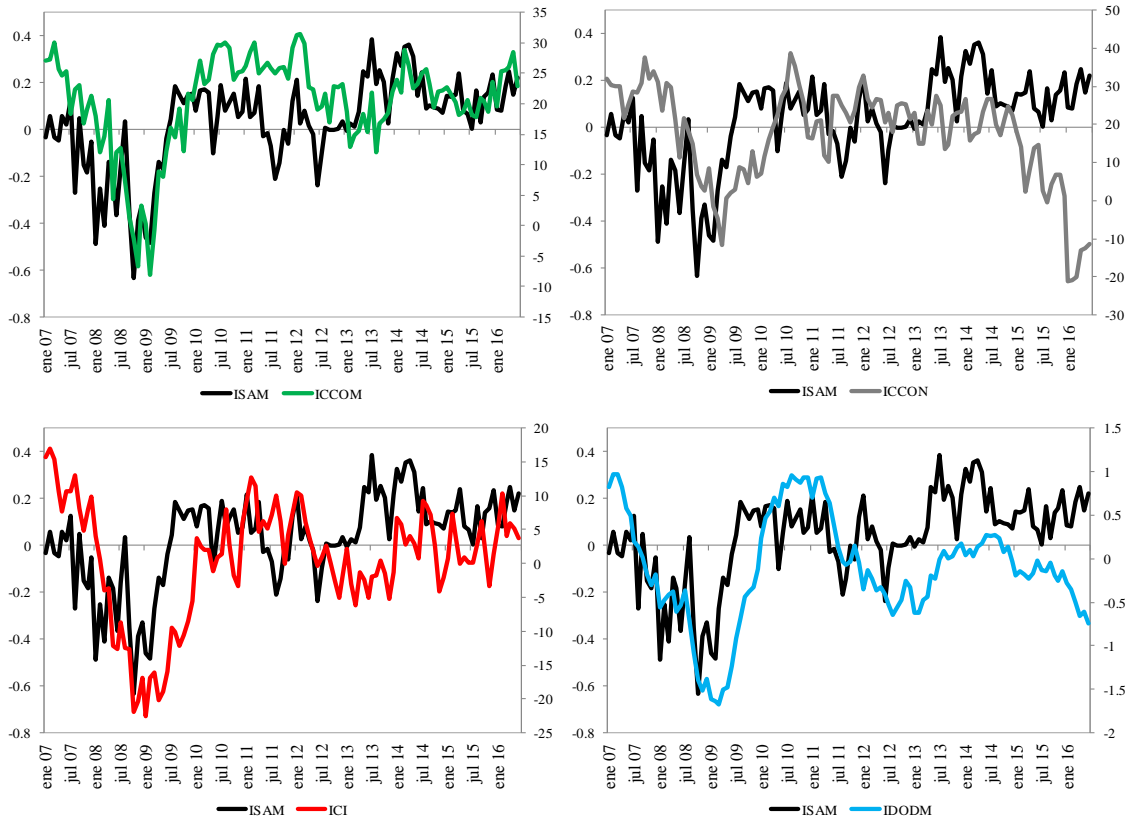
Apéndice A

Gráfico A1: ISAM y algunas variables financieras*



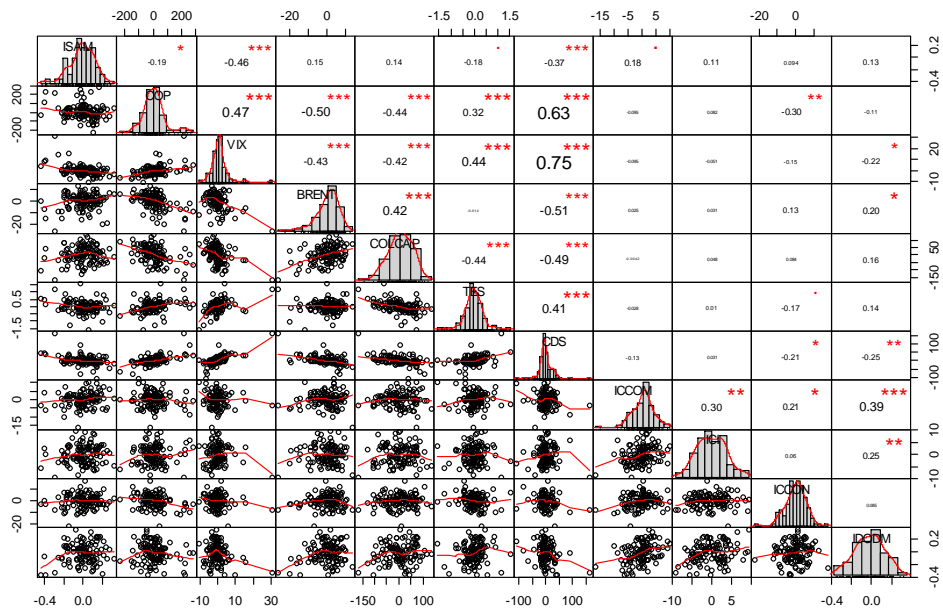
Fuente: Entidades Financieras, Bloomberg y Banco de la República. **Cálculos:** Banco de la República. *Los ejes del ISAM en las gráficas del Colcap y petróleo Brent se encuentran invertidos para facilitar su interpretación.

Gráfico A2: ISAM y algunas variables de expectativas locales



Fuente: Entidades Financieras, Fedesarrollo, BVC, Bloomberg y Banco de la República. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico A3: Matriz de correlaciones ISAM y algunas variables financieras y de expectativas que afectan la economía colombiana*



Fuente: Entidades Financieras, Fedesarrollo, BVC, Bloomberg y Banco de la República. Cálculos: Banco de la República. * Los asteriscos señalan si la correlación es significativa o no.

Anexo 1

	Valor actual 25 de agosto	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
TOTAL GBI-EM GLOBAL*	361.8	0.5%	19.9%	10.4%	11.6%	359.9	301.7	327.6	324.1
ASIA	233.7	0.1%	16.8%	9.1%	12.5%	233.5	200.2	214.3	207.7
India**	844.8	1.2%	37.0%	10.6%	13.8%	834.6	616.5	764.0	742.6
Indonesia	552.4	0.0%	19.0%	17.4%	22.3%	552.5	464.2	470.7	451.7
Malasia	177.5	0.4%	13.3%	5.2%	8.6%	176.8	156.7	168.7	163.4
Filipinas	155.5	1.4%	9.0%	11.5%	10.0%	153.4	142.6	139.5	141.4
Tailandia	226.3	-0.1%	18.4%	3.4%	5.7%	226.5	191.2	218.8	214.0
EUROPA	324.2	0.8%	17.2%	6.7%	10.0%	321.6	276.5	303.8	294.8
Polonia	337.7	0.8%	13.0%	2.8%	4.3%	334.9	298.9	328.5	323.9
Turquía	513.2	0.8%	19.1%	11.6%	14.1%	509.0	430.7	459.6	449.9
Rumania	137.5	1.2%	25.1%	4.4%	6.5%	135.9	109.9	131.8	129.2
Rusia	246.2	1.2%	22.3%	11.0%	24.2%	243.3	201.4	221.7	198.3
MEDIO ORIENTE/ÁFRICA	386.8	-2.1%	14.8%	11.3%	5.6%	394.9	337.0	347.5	366.2
Nigeria	175.0	2.4%	35.1%	-9.3%	n.d.	170.9	129.6	193.0	153.5
LATINOAMÉRICA	486.9	1.1%	24.4%	13.7%	13.7%	481.8	391.4	428.4	428.4
Chile	138.5	1.4%	20.2%	7.5%	7.7%	136.7	115.3	128.9	128.6
Perú	205.6	1.3%	11.8%	18.4%	20.1%	203.0	183.9	173.7	171.2
Brasil	613.7	0.9%	39.2%	22.6%	20.8%	608.4	440.9	500.5	508.1
Colombia	390.3	1.8%	13.0%	11.3%	10.5%	383.2	345.5	350.7	353.1

* 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.

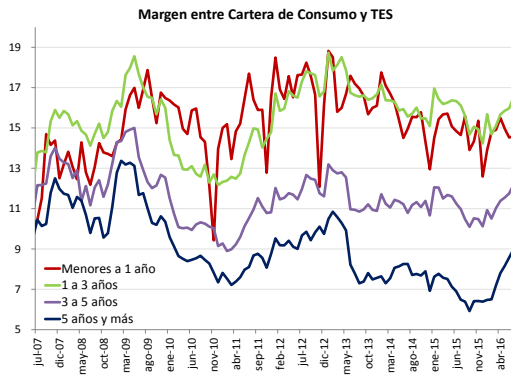
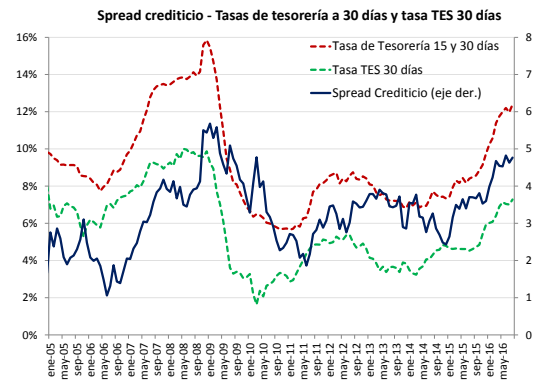
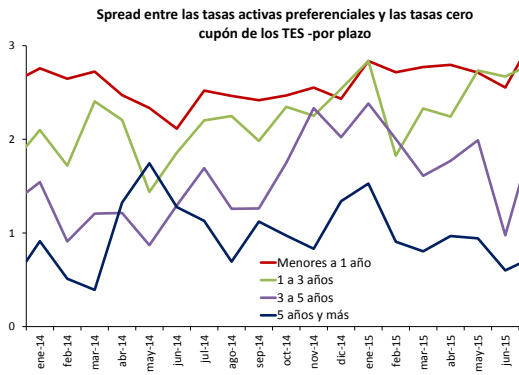
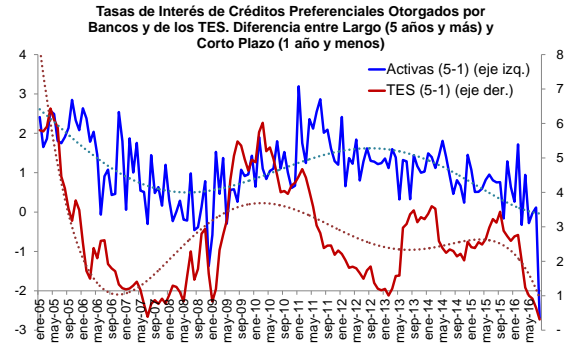
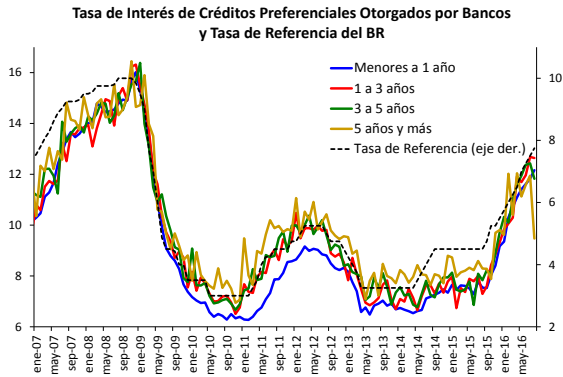
Anexo 2

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	327	732	6'341	1'436	8'510	(172)	(10)	(89)	(270)
Compañía de Financiamiento Comercial	-	2	4	1	8	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(58)	(1'001)	22	(241)	(1'219)	(12)	(18)	4	(27)
Total EC	270	(267)	6'368	1'197	7'298	(184)	(28)	(85)	(297)
Fondos de Pensiones y Cesantías	(10)	(3)	(1)	(3)	(8)	-	-	-	-
Fondos de Pensiones y Cesantías	3'251	(4'896)	3'986	12'002	11'091	(800)	121	599	(80)
		<i>Pasivos Pensionales</i>							
	2'736	(3'881)	2'928	8'384	7'431	(621)	153	384	(84)
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(8)	-	-	(8)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	3'241	(4'907)	3'984	11'999	11'076	(800)	121	599	(80)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	74	(271)	(177)	168	(281)	(5)	7	27	29
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(11)	79	79	70	229	(5)	(0)	(6)	(10)
		<i>Extranjeros</i>							
	(0)	(22)	-	(8)	(31)	-	-	-	-
	-	24	14	(6)	31	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	63	(192)	(98)	238	(52)	(10)	7	22	19
Sociedades Fiduciarias	(13)	(13)	(50)	18	(45)	(7)	(48)	(17)	(72)
Sociedades Fiduciarias	626	(529)	918	3'269	3'659	(36)	38	50	52
		<i>Extranjeros***</i>							
	(123)	(413)	112	157	(143)	68	9	20	97
	(191)	15	20	2	37	(66)	34	-	(32)
	(114)	(103)	95	380	371	(8)	62	(19)	34
Total Sociedades Fiduciarias	612	(542)	868	3'287	3'614	(43)	(10)	33	(21)
Compañías de Seguros y Capitalización	546	(163)	(49)	1'628	1'415	13	35	(50)	(1)
Compañías de Seguros y Capitalización	(0)	(0)	-	1	1	-	-	-	-
		<i>Pasivos Pensionales</i>							
	(0)	(0)	-	1	1	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	546	(163)	(49)	1'629	1'416	13	35	(50)	(1)
Sociedades Administradoras de Inversión	2	-	2	-	2	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	(14)	(0)	(14)	-	-	-	-
		<i>FIC</i>							
	-	-	(14)	(0)	(14)	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	2	-	(12)	(0)	(12)	-	-	-	-
Total Entidades Financieras No bancarias	4'466	(5'804)	4'693	17'153	16'042	(840)	152	604	(84)
Total Entidades Financieras Especiales**	50	(5)	110	48	153	(2)	10	-	7
Total Entidades Públicas****	2'042	921	(229)	283	975	1'026	-	-	1'026
Otros*****	111	20	(140)	990	870	(0)	-	-	(0)
		<i>Extranjeros</i>							
	(0)	(0)	(71)	-	(71)	(0)	-	-	(0)
Total Movimiento Neto	6'938	(5'135)	10'803	19'671	25'339	0	133	519	652

Fuente: BR. Información actualizada al 26 de agosto 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 Australia, Nueva Zelanda e Islandia recortaron en 25 p.b, 25 p.b. y 50 p.b. sus tasas de interés de referencia a 1,5%, 2% y 5,25%, respectivamente, en línea con lo esperado por los mercados. El Banco Central de Israel la mantuvo inalterada en 0,1%, tal como lo esperaba el mercado. El 4 de agosto el Banco Central de Inglaterra recortó su tasa de interés de referencia 25 p.b. de 0,50% a 0,25%, en línea con las expectativas del mercado, indicando que esta decisión estaba orientada al cumplimiento de la meta de inflación del 2% y al soporte del crecimiento y el empleo. Junto con el recorte, el organismo puso en marcha un paquete de medidas de estímulo adicionales conformado por: i) un nuevo esquema para otorgar fondos (TFS)⁶¹ a los bancos a tasas de interés cercanas a la tasa de referencia para reforzar la transmisión de la decisión de política; ii) la adquisición de £10 billones en bonos corporativos con grado de inversión; y iii) la expansión del esquema de compras de bonos gubernamentales en £60 billones, de tal forma que el saldo objetivo pasó de £375 billones a £435 billones.

El 2 de agosto el Gobierno de Japón aprobó un paquete fiscal por ¥13,5 trillones (USD 132 billones) con el propósito de otorgar un mayor estímulo a la economía. De este paquete, ¥7,5 trillones corresponderán a gastos del gobierno central y de los gobiernos locales, y los ¥6 trillones restantes a medidas cuasi-fiscales implementadas por agencias gubernamentales en forma de créditos, garantías y subsidios para firmas del sector privado. Lo anterior tuvo lugar dos días después de la reunión del Banco Central de este país en la que, pese a que se anunciaron algunas medidas adicionales de estímulo monetario⁶², éstas se ubicaron por debajo de las expectativas de algunos analistas que descontaban modificaciones en su programa de compras y recortes adicionales en la tasa de interés aplicable a los excesos de reservas que las instituciones financieras depositan en el Banco Central⁶³.

El 17 de agosto se publicaron las minutas de la reunión de la Fed de julio, en las que se destacó que algunos miembros se mostraron optimistas frente al desempeño de la economía de tal forma que anticipan que las condiciones económicas permitirán incrementar pronto el rango de las tasas de interés. Sin embargo, el comité también consideró que se requiere más información para tomar esta decisión y que sus opciones de política permanecen abiertas.

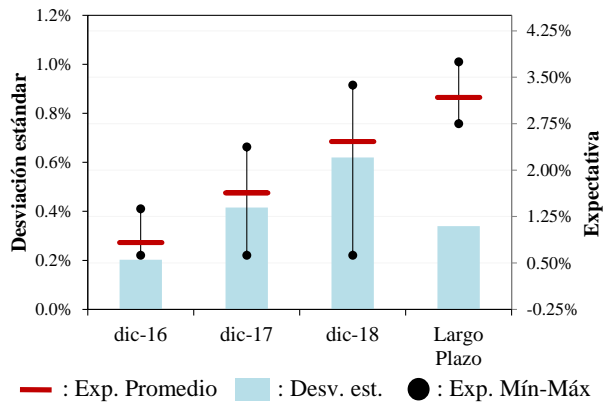
El 26 de agosto inició la conferencia anual de política monetaria en Jackson Hole (Wyoming), en la que la presidenta de la Reserva Federal, Janet Yellen, señaló que en los meses recientes se ha ido consolidando un escenario propicio para un incremento de la tasa de los fondos federales y que la Fed considera estar cerca de cumplir con sus metas de pleno empleo y estabilidad de precios. Sin embargo, la funcionaria presentó con su discurso un diagrama con los posibles escenarios de las tasas en los fondos federales para los próximos meses, diferente a las últimas proyecciones del FOMC, y en el que se consideraba incluso un escenario en el que las tasas podrían volver nuevamente a 0%. Junto con lo anterior, Yellen indicó que la capacidad del organismo para predecir cómo evolucionará la tasa de los fondos federales en el futuro es limitada. Lo anterior sorprendió a

⁶¹ Por sus siglas en inglés, *Term Funding Scheme*.

⁶² En particular, el organismo anunció las siguientes medidas: i) modificó su programa de compras de ETF's de tal forma que éstas aumentarán a un ritmo anual de ¥6 trillones (antes ¥3,3 trillones); ii) incrementó el monto de su programa de préstamos en dólares para promover el crecimiento (*Special Rules for the U.S. Dollar Lending Arrangement to Enhance the Fund-Provisioning Measure to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth Conducted through the Loan Support Program*), de tal forma que pasó de USD\$12 billones a USD\$24 billones; y iii) estableció un nuevo esquema para otorgar liquidez en dólares a las instituciones financieras recibiendo como colateral valores del Gobierno (*Japanese government securities - JGSs*).

⁶³ Se mantuvo en 0,10%, mientras que el mercado esperaba un recorte de 5 p.b. a -0,15%.

Gráfico A.1: Pronósticos de la Fed (Junio) Tasa de los Fondos Federales



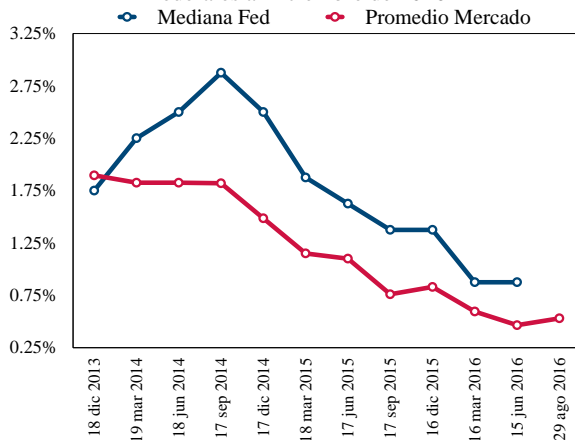
Fuente: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

En marzo, mientras que para el 2017 se mantuvieron relativamente estables; y iii) para el 2016 y el 2017 el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC.

varios analistas del mercado que esperaban señales más claras sobre futuros incrementos de la política monetaria.

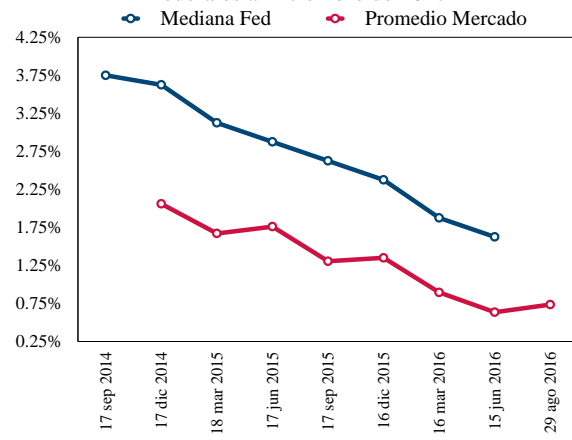
En cuanto a los pronósticos de junio sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos A.1⁶⁴, A.2 y A.3⁶⁵ se observa que: i) frente a las últimas proyecciones (marzo de 2016) las estimaciones del FOMC para el cierre de 2016 permanecieron estables, al tiempo que se redujeron para el 2017, de tal manera que se espera un ritmo más lento de incrementos de la tasa de política monetaria; ii) el mercado pronostica que los incrementos para 2016 serán más suaves de lo que descontaba

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



Fuente: Reserva Federal y Bloomberg.

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



Fuente: Reserva Federal y Bloomberg.

Países Emergentes

Rusia (10,5%), India (6,5%), Trinidad y Tobago (4,75%), República Dominicana (5%), Pakistán (5,75%), Kazajstán (13%), Hungría (0,9%), Tailandia (1,5%), Filipinas (3%), Rumania (1,75%), República Checa (0,05%), Bulgaria (0%), Serbia (4%), Corea del Sur (1,25%), Angola (16%), Namibia (7%) y Turquía (7,5%⁶⁶), mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia. Por su

⁶⁴ 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.

⁶⁵ 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.

⁶⁶ No obstante, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) se redujo por sexta vez consecutiva en 25 p.b. de 8,75% a 8,50%, mientras que la tasa de depósitos (*Borrowing Rate*) se mantuvo inalterada en 7,25%. Además, la tasa para préstamos de la ventana de liquidez (*Late Liquidity Window Interest Rates*, que funciona entre las 4 p.m. y las 5 p.m.) fue recortada 25 p.b. a 10%, al tiempo que la tasa de depósitos se mantuvo en 0%. Cabe señalar que las reducciones de la tasa de préstamos, que se iniciaron en el mes de marzo (momento en el que, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) se redujo de 10,75% a 10,5%, y), obedecen al cumplimiento del marco de simplificación de la política monetaria anunciado por el Banco Central de Turquía en agosto de 2015, en el que se señaló que cuando iniciara la normalización de la política monetaria a nivel global, el corredor de las tasas de interés se haría más simétrico y estrecho alrededor de la tasa repo a una semana.

parte, los Bancos Centrales de Uganda y Botsuana las recortaron 100 p.b. y 50 p.b. a 14% y 5,5%, respectivamente.

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

El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,25% y consideró que: *i) la inflación retornó al rango meta; ii) las expectativas de inflación continúan disminuyendo gradualmente; iii) los efectos de los aumentos de los precios de algunos alimentos y servicios públicos y del tipo de cambio sobre la inflación se han venido revirtiendo; iv) la actividad económica local viene creciendo a un ritmo cercano a su potencial; y, v) la economía mundial continúa registrando señales mixtas de recuperación en la producción y el empleo, así como una menor volatilidad en los mercados financieros.* Por otra parte, el organismo también señaló que *los indicadores de expectativas empresariales continuaron mejorando, ubicándose todos en el tramo optimista. En línea con lo anterior, las expectativas de crecimiento del PBI para el 2016 han aumentado entre junio y julio de 3,7% a 3,8% y para el 2017 de 4,0% a 4,2%. Sin embargo, los indicadores asociados a la construcción y manufactura se han debilitado en julio debido a la menor inversión.*

Chile mantuvo inalterada la tasa de política en 3.5% de acuerdo a lo esperado por el mercado. El consejo del Banco Central de Chile señaló que *en el plano externo, las condiciones monetarias y financieras siguen siendo expansivas y las tasas de interés de largo plazo se mantienen bajas. Resalta el mayor apetito por riesgo en los mercados financieros globales, en particular por activos de economías emergentes. Ello ha llevado a una baja en los premios soberanos, un aumento en el valor de las bolsas y una apreciación de sus monedas. En el agregado, las perspectivas de crecimiento mundial siguen sin sufrir mayores variaciones. La mayoría de los precios de las materias primas presentó descensos acotados. En lo interno, aunque en julio la inflación fue algo mayor que lo esperado, su variación anual retornó al rango de tolerancia. Las expectativas de inflación a dos años plazo permanecen en 3%. La evolución de estas variables se seguirá monitoreando con especial atención. En el segundo trimestre la actividad y la demanda interna mostraron un crecimiento acotado. Los índices de confianza permanecen en niveles pesimistas. El mercado laboral sigue dando cuenta de un gradual deterioro, con una tasa de desempleo que se mantiene estable. El peso se ha apreciado.*

Por su parte, el Banco Central de México decidió mantener su tasa de interés de referencia en 4,25%, y en su comunicado el organismo señaló que *las perspectivas para el crecimiento de la economía mundial continuaron revisándose a la baja, reflejando en parte el impacto estimado de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, así como el hecho de que otras economías avanzadas se han expandido a un ritmo menor al esperado. En Estados Unidos, el crecimiento del PIB durante el segundo trimestre resultó inferior a lo anticipado, revisándose también a la baja las cifras de los dos trimestres previos. Lo anterior reflejó la debilidad de la inversión fija privada, una significativa caída en los inventarios y una contracción del gasto público. No obstante, se observó un comportamiento favorable del consumo privado y cierta mejoría en las exportaciones netas. Además, se han atenuado algunas de las preocupaciones que existían sobre el comportamiento del mercado laboral. Ante ello, en su decisión de julio, la Reserva Federal mantuvo el rango objetivo de la tasa de fondos federales sin cambio, a la vez que indicó que los riesgos de corto plazo para el panorama económico han disminuido. Por tanto, se continúa previendo un ajuste gradual al alza en la tasa de fondos federales para este año y el próximo. En la zona del euro, el crecimiento económico se ha moderado y la inflación se mantiene en niveles bajos. Los efectos sobre la Unión Europea de la salida del Reino Unido hasta el momento han sido limitados, pero existe la*

preocupación de que ante este suceso se agraven las vulnerabilidades prevalecientes en el sistema bancario de algunos países de la zona del euro. El desempeño económico de Japón ha continuado siendo más débil de lo esperado, mientras que China y otras economías emergentes no han mostrado un mayor dinamismo. Así, las perspectivas para el crecimiento mundial se mantienen deprimidas, lo que se ha reflejado en menores precios del petróleo. En este entorno, se considera que la política monetaria, principalmente de países avanzados, se mantendrá muy acomodaticia por un periodo largo.

En el plano local, el organismo señaló que *en el periodo comprendido desde la última reunión de política monetaria de este Instituto Central, la cotización de la moneda nacional mostró una gran volatilidad, depreciándose primero al conocerse la decisión del Brexit, y apreciándose posteriormente, incluso a niveles inferiores a los del cierre de junio. Adicionalmente, reflejando el ajuste del objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día determinado por la Junta de Gobierno en la citada reunión, las tasas de interés de corto y mediano plazo mostraron incrementos, en tanto que las correspondientes a horizontes de largo plazo disminuyeron, con lo que la curva de rendimientos registró un aplanamiento notorio. Hacia adelante no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, destacando los riesgos asociados a factores geopolíticos y, en particular, las posibles consecuencias del proceso electoral en Estados Unidos, así como a medidas previsibles de normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal. En línea con lo anterior, indicó que ajustará su postura monetaria con toda flexibilidad y en el momento y magnitud que sea requerido, con el afán de mantener la inflación y sus expectativas bien ancladas, lo que a su vez coadyuvará a una mayor estabilidad financiera. Adicionalmente, la entidad puntualizó que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mexicana se deterioró con respecto a la anterior decisión de política, mientras que la inflación general anual continúa ubicándose por debajo de la meta permanente de 3%, y las expectativas de inflación provenientes de encuestas y las extraídas de cotizaciones de mercado continúan ancladas.*

Anexo 5

Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.

Cuadro A5.1

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG Actualizada el 29 de agosto

	Economista	Empresa	Estimación	Fecha
1	Diego Colman	4cast Inc	7.75%	8/19/2016
2	Otman Gordillo	Adcap Colombia	7.75%	8/25/2016
3	Juana Tellez	BBVA	8.00%	8/26/2016
4	Oscar Munoz	BNP Paribas	7.75%	8/26/2016
5	Sergio Olarte	BTG Pactual	7.75%	8/26/2016
6	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	8.00%	8/26/2016
7		Banco CorpBanca Colombia SA	8.00%	8/26/2016
8	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	7.75%	8/23/2016
9	David Cubides	Banco Popular SA	7.75%	8/19/2016
10		Banco de Bogota	7.75%	8/26/2016
11	Alexander Riveros Saavedra	Bancolombia	7.75%	8/29/2016
12	Alejandro Arreaza	Barclays	7.75%	8/26/2016
13	Ezequiel Aguirre	BofA Merrill Lynch	8.00%	8/26/2016
14	John Welch	CIBC World Markets	8.00%	8/19/2016
15	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	8.00%	8/18/2016
16	Orlando Santiago Jacome	Fenix Valor	7.75%	8/18/2016
17	Felipe Esteban Espitia Murcia	Fiduciaria Central SA	8.00%	8/26/2016
18		Fiduciaria la Previsora	7.75%	8/23/2016
19	Daniel Escobar	Global Securities	7.75%	8/26/2016
20		Goldman Sachs	7.75%	8/26/2016
21	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	8.00%	8/26/2016
22	Ben Ramsey	JP Morgan	7.75%	8/26/2016
23	Luis Arcentales	Morgan Stanley	7.75%	8/26/2016
24	Andres Abadia	Pantheon Macroeconomics	7.75%	8/26/2016
25	Eduardo Bolanos	Positiva Compania de Seguros	7.75%	8/19/2016
26	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	7.75%	8/18/2016
27	Dev Ashish	Societe Generale	8.00%	8/25/2016
28	Italo Lombardi	Standard Chartered Bank	7.75%	8/26/2016
29	Rafael De La Fuente	UBS Securities	7.75%	8/26/2016
30		Ultraserfinco	7.75%	8/25/2016
31	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	8.00%	8/23/2016

Tasa	Obs.	Prob.
7.25%	0	0%
7.75%	21	68%
8.00%	10	32%
Tasa Esperada Ponderada		7.83%

Cuadro A5.2

Resultados Encuestas de Expectativas de Anif y Citibank

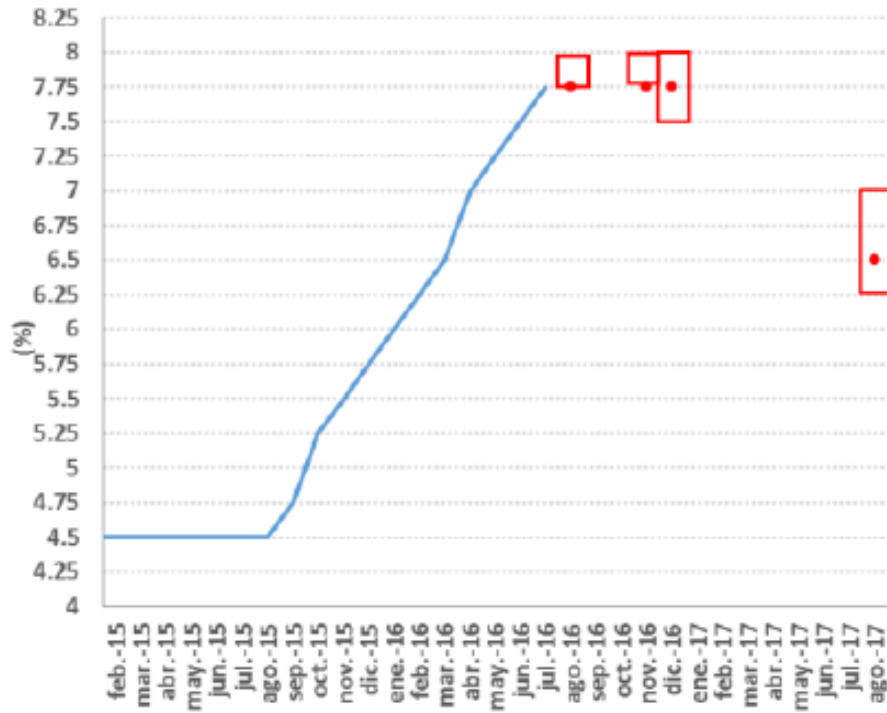
Agosto 2016

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
4cast	7.75%	8.00%
AdCap	7.75%	7.75%
Alianza Valores	7.75%	7.75%
Anif	8.00%	8.00%
Asobancaria	7.75%	7.75%
Banco Agrario	8.00%	8.00%
Banco Davivienda	7.75%	7.75%
Banco de Bogotá	7.75%	7.75%
Banco de Occidente	7.75%	7.75%
Banco Pichincha	7.75%	7.75%
Banco Popular	7.75%	7.75%
BBVA	8.00%	8.00%
BNP Paribas	7.75%	7.75%
BTG Pactual	7.75%	7.75%
Camacol	8.00%	8.00%
Casa de Bolsa	8.00%	8.00%
Cede	8.00%	8.00%
Citibank	7.75%	7.75%
Colfondos	8.00%	8.00%
Corficolombiana	7.75%	7.75%
CorpBanca	8.00%	8.00%
Credicorp Capital	7.75%	7.75%
Fedesarrollo	8.00%	8.00%
Fidubogotá	7.75%	7.75%
Grupo Bancolombia	7.75%	8.00%
JP Morgan	7.75%	7.75%
Moodys Economy	7.75%	7.75%
Nomura	8.00%	8.00%
Old Mutual	7.75%	7.75%
Profesionales de Bolsa	7.75%	7.75%
Protección	7.75%	7.75%
Ultraserfinco	7.75%	7.75%
Promedio	7.83%	7.84%
Mediana	7.75%	7.75%
STDV	0.12%	0.12%
Máximo	8.00%	8.00%
Mínimo	7.75%	7.75%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
8.00%	38%	12
7.75%	63%	20
7.50%	0%	0
7.00%	0%	0
Total	100%	32

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
8.00%	31%	10
7.75%	69%	22
7.50%	0%	0
7.00%	0%	0
Total	100%	32

Cuadro A5.3
Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y BVC
 Agosto 2016



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

Rango ● Mediana

Anexo 6

Probabilidades de los Escenarios de Tasa de Referencia para las Próximas Reuniones de la JDBR Estimados a partir de Información del OIS (Bloomberg)

Mes Actual

TPM	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17	may17	jun17	jul17
8.75%												0%
8.50%												1%
8.25%												2%
8.00%		0%	0%	0%	0%	0%				0%	1%	
7.75%	100%	100%	100%	100%	77%	51%	35%	22%	12%	6%	1%	1%
7.50%					23%	49%	53%	53%	51%	47%	39%	29%
7.25%							12%	22%	28%	30%	34%	36%
7.00%								3%	8%	14%	18%	22%
6.75%									1%	3%	6%	8%
6.50%										0%	1%	2%
6.25%											0%	0%
6.00%												

Mes Anterior

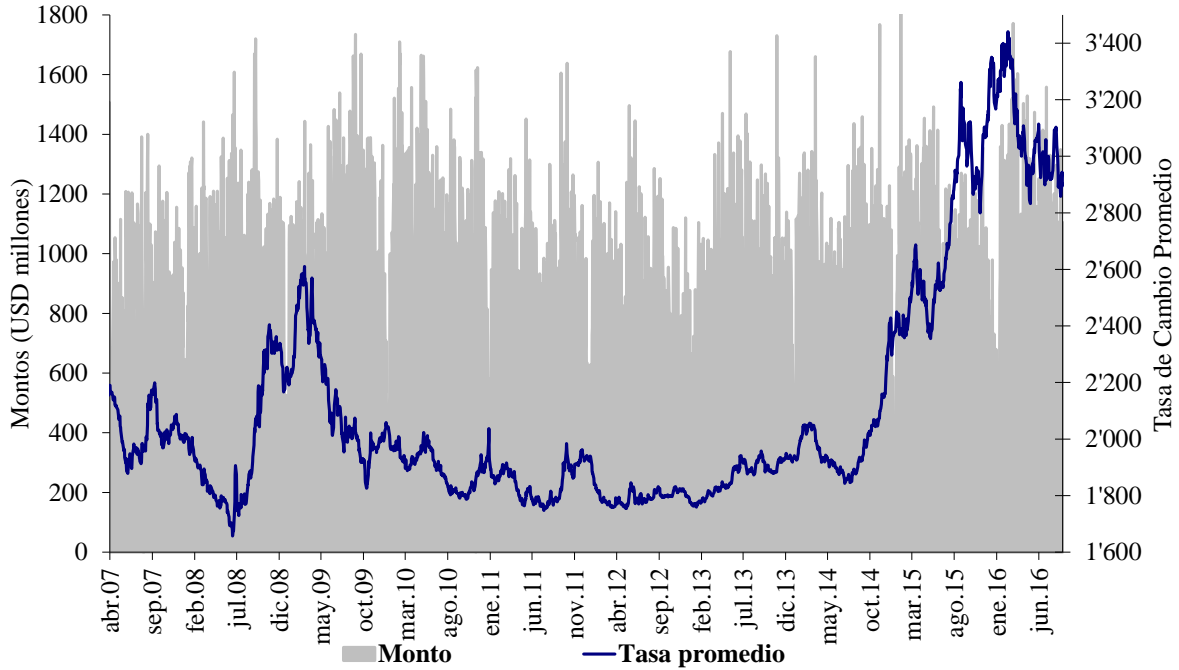
TPM	jul16	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17	may17	jun17
8.00%												
7.75%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	68%	44%	26%	11%	0%	
7.50%							32%	48%	55%	57%	54%	40%
7.25%								8%	18%	26%	33%	39%
7.00%									2%	6%	11%	16%
6.75%										0%	2%	4%
6.50%											0%	1%
6.25%												0%
6.00%												

Anexo 7

Evolución de la tasa de cambio peso/dólar

Gráfico A8

Tasa de Cambio y Volúmenes de Negociación



Anexo 8

