



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

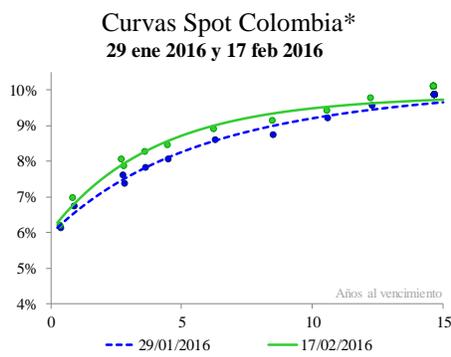
Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

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 enero y el 17 de febrero del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 28 p.b, 45 p.b. y 27 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente permaneció relativamente estable al pasar de 260 p.b. a 259 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 -68% a -88%¹. La correlación a 30 días pasó de -84% a -69%.



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
28	45	27

Cifras en puntos básicos

Nivel	Pendiente	Curvatura
33	0	35

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

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

Después de la última reunión de la JDBR los TES registraron desvalorizaciones. En el caso de los tramos mediano y largo de la curva esto se relaciona con la mayor percepción de riesgo a nivel internacional y hacia Colombia. Los principales factores externos que han afectado el comportamiento del mercado son las preocupaciones respecto a la debilidad de las economías de China y de EE.UU, y las dificultades financieras del Deutsche Bank. A nivel local, los TES han estado influenciados por el dato de inflación de enero que resultó superior al esperado, y por los temores en torno a la situación fiscal del Gobierno afectada por los menores precios del petróleo y por la incertidumbre respecto a la reforma tributaria.

Por otro lado, Morgan Stanley pasó su recomendación en bonos colombianos de «*overweight*» a «*marketweight*» argumentando que en un contexto de bajos precios del petróleo Colombia deberá enfrentar una inflación alta y persistente, un mayor déficit de cuenta corriente y el deterioro de su situación fiscal.

En cuanto a los bonos del tramo corto de la curva, su comportamiento coincide con el del IBR a 1 y 3 meses, lo que refleja que estos bonos pueden estar influenciados por expectativas de mayores incrementos de la tasa de política monetaria en las próximas reuniones de la JDBR, que surgieron luego de la publicación del dato de inflación.

¹ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 72%.

Respecto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de febrero aumentó ante el deterioro en la mayoría de los indicadores disponibles. A nivel internacional, los indicadores de percepción de riesgo aumentaron como consecuencia del deterioro en las perspectivas de crecimiento global, el incremento en el riesgo en Europa y la disminución de los precios del petróleo. Vale la pena aclarar que en las últimas dos jornadas el precio del *Brent* tuvo un repunte importante (10%), de tal manera que en estas mejoró la percepción de riesgo hacia los países de la región.

Con relación a las expectativas sobre el movimiento de la tasa de referencia del BR en su próxima reunión, de acuerdo con las encuestas realizadas por Fedesarrollo y la BVC, *Bloomberg* y la compilación de las encuestas de Anif y Citibank, las tasas esperadas promedio son 6,26%, 6,30% y 6,31%, respectivamente.

En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 15 de febrero², un 81,4% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b. a 6,25%, un 10,5% que será incrementada 50 p.b. y el 8,1% restante que se mantendrá inalterada.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 34,1% (ant: 36,4%) señaló los factores externos, un 28,2% la política fiscal (ant: 27,3%), un 21,2% mencionó la política monetaria (ant: 20,8%), un 14,1% el crecimiento económico (ant: 9%), el 1,2% las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 2,6%), y el 1,2% restante otros factores (ant: 3,9%).

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 18 de febrero, el 79% (26 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia de 25 p.b. y el 21% restante (7 entidades³) espera que la tasa aumente 50 p.b.

En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank⁴, se encuentra que de las 34 entidades encuestadas el 76% (26 entidades) espera que la tasa aumente 25 p.b. y el 24% restante (8 entidades⁵) espera que aumente 50 p.b. De estas 34 entidades el 65% (22 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b. y el 32% restante (11 entidades) recomienda un aumento de 50 p.b.

En promedio para lo corrido de febrero⁶ (hasta el día 17) frente a los datos promedio de enero, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR se mantuvieron estables para todos los plazos⁷. De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de febrero a 2, 3, 5 y 10 años son 4,91%, 4,73%, 4,67% y 4,93%, respectivamente.

² Realizada entre el 1 y el 10 de febrero.

³ Acción Fiduciaria, Banco de Bogotá, Barclays, Casa de Bolsa, Fiduciaria de Occidente, Standard Chartered Bank y Universidad Jorge Tadeo Lozano.

⁴ Encuestas publicadas el 15 y el 17 de febrero, 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, Banco de Bogotá había respondido en la encuesta de Anif que esperaba un incremento de 25 p.b. aunque consideraba apropiado uno de 50 p.b. mientras en la encuesta de Citibank respondió que esperaba y recomendaba un aumento de 50 p.b. Casa de Bolsa había respondido en la encuesta de Anif que esperaba un incremento de 50 p.b. aunque consideraba apropiado uno de 75 p.b. mientras en la encuesta de Citibank respondió que esperaba y recomendaba un aumento de 50 p.b.

⁵ Alianza Valores, Anif, Banco de Bogotá, Casa de Bolsa, Fidubogotá, Barclays, Fedesarrollo y Protección.

⁶ Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de +28 p.b. +31 p.b. +29 p.b. y +8 p.b. respectivamente. De esta manera, al 17 de febrero se ubicaron en 5,14%, 4,99%, 4,90% y 4,99%, respectivamente.

⁷ Las variaciones para los plazos 2, 3, 5 y 10 años fueron 0, 0, +1 y +1 p.b. respectivamente.

Finalmente, el Cuadro A muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, Ecuador, India, Sudáfrica, China y Noruega. Las expectativas de crecimiento económico para el año 2016 se mantuvieron estables en los casos de Perú, India, China y Noruega; y disminuyeron para Colombia, Chile, México, Brasil, Ecuador y Sudáfrica. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,63% a 2,59%. Los datos de inflación de enero fueron superiores a los pronósticos en todos los países, salvo China. La inflación se encuentra por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2% a 4%), Perú (1% a 3%), Chile (2% a 4%) y Brasil (2,5% a 6,5%). Por último, las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia, Chile, Perú y Brasil; permanecieron estables en los casos de Sudáfrica, China y Noruega, y disminuyeron para México, Ecuador e India.

Cuadro A: Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Ene. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Ultimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Ene. 2016	Feb. 2016		Ene. 2016	Feb. 2016	Esp*	Obs	Ene. 2016	Feb. 2016
Colombia	7.07%	7.45%	4.83%	5.49%	6.00%	5.91%	6.53%	3.3%	3.2%	2.63%	2.59%
Chile	4.6%	4.8%	3.5%	3.6%	3.50%	4.00%	3.75%	2.1%	2.2%	2.1%	1.9%
México	2.52%	2.61%	3.32%	3.10%	3.75%	4.00%	4.10%	2.3%	2.5%	2.74%	2.69%
Perú	4.49%	4.61%	3.4%	3.5%	4.25%	4.35%	4.45%	3.8%	4.0%	3.2%	3.2%
Brasil	10.52%	10.71%	7.23%	7.61%	14.25%	14.64%	14.25%	-4.2%	-4.5%	-3.00%	-3.33%
Ecuador	n.d.	3.09%	3.2%	3.0%	8.88%	4.60%	3.30%	n.d.	-0.4%	-0.8%	-1.2%
India	5.40%	5.69%	5.4%	5.3%	6.75%	6.50%	6.47%	7.1%	7.3%	7.6%	7.6%
Sudáfrica	6.0%	6.2%	6.0%	6.0%	6.75%	7.35%	7.3%	1.3%	1.0%	1.2%	0.9%
China	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%	4.35%	4.02%	3.99%	6.9%	6.9%	6.5%	6.5%
Noruega	2.4%	3.0%	2.5%	2.5%	0.75%	0.45%	0.40%	-0.4%	-1.2%	1.4%	1.4%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 6 y el 8 de febrero del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

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

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

México: Encuesta publicada por el BCM el 2 de febrero. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 12 de febrero.

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

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

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.

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

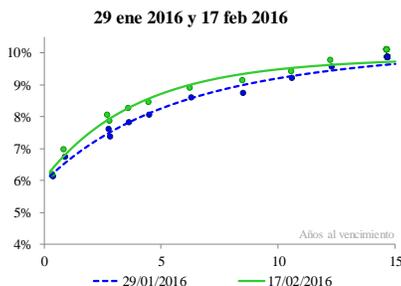
**Todos los datos corresponden al 4T15, salvo los de Colombia, Chile, Brasil, Ecuador y Sudáfrica. En estos casos el dato es del 3T15.

1. Evolución del mercado de deuda pública

29 de enero al 17 de febrero de 2016

En Colombia, al comparar los datos entre el 29 de enero y el 17 de febrero del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 28 p.b, 45 p.b. y 27 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente permaneció relativamente estable al pasar de 260 p.b. a 259 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 -68% a -88%⁸. La correlación a 30 días pasó de -84% a -69% (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
28	45	27

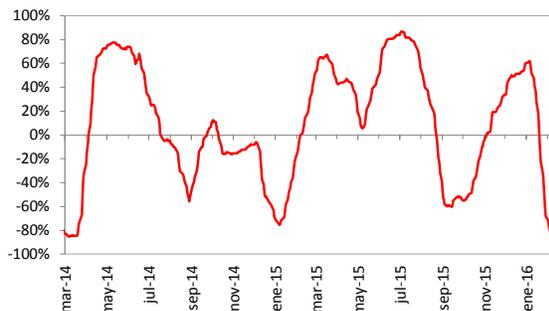
Cifras en puntos básicos

Nivel	Pendiente	Curvatura
33	0	35

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

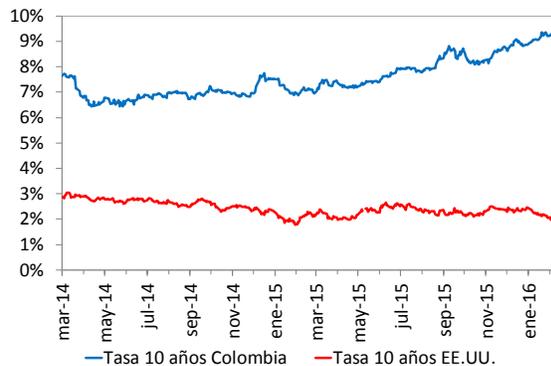
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.* Las Curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel. Se incluyen TCO en la estimación de la curva.

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



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

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



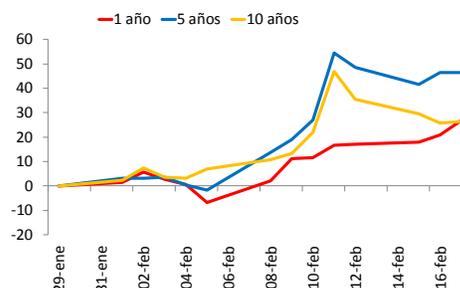
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

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



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

Gráfico 5: Variación (p.b.) tasas cero cupón desde el 29 de enero



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

⁸ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 72%.

En este período (29 de enero al 17 de febrero de 2016) los bonos de EE.UU. se valorizaron mientras que los de la región presentaron comportamiento mixto.

Las valorizaciones de los bonos del Tesoro de EE.UU. se relacionan con una mayor demanda de activos refugio y con expectativas de que la normalización de la política monetaria de la Fed sea más gradual de lo que se esperaba⁹. La mayor demanda de activos refugio obedece a preocupaciones en torno al crecimiento a nivel mundial luego que algunos datos económicos de China y de EE.UU. resultaran menos favorables de lo esperado; y a temores respecto a la estabilidad financiera en Europa ante el riesgo de impago del Deutsche Bank, la morosidad de pagos que enfrenta la banca italiana, y la incertidumbre respecto al cumplimiento por parte del Gobierno de Grecia de las condiciones establecidas en el programa de rescate financiero (ver Sección de Percepción de Riesgo Internacional). Los cambios en las expectativas respecto a la política monetaria de la Fed se relacionan con los bajos precios del petróleo que han llevado a algunos analistas a considerar probable una menor inflación en EE.UU., y con las declaraciones de Yellen que indican una preocupación sobre el impacto que puede tener la dinámica de la economía mundial sobre el crecimiento de EE.UU. lo cual reflejaría que la senda de la tasa de política monetaria de la Fed podría ser menos pronunciada de lo que se esperaba.

En cuanto a los bonos de los países de la región, estos presentaron comportamientos diferentes. Los de Colombia y México se desvalorizaron, mientras que los de Chile y Perú registraron valorizaciones. Las desvalorizaciones de México y Colombia a lo largo del mes parecen relacionarse con la caída de los precios del petróleo. Además, en el caso del tramo corto de México las desvalorizaciones se asocian al sorpresivo incremento de 50 p.b. de la tasa de referencia que anunció el Banco Central el 17 de febrero¹⁰. Por su parte, los bonos de Chile y Perú pudieron estar influenciados positivamente por el comportamiento favorable de sus productos de exportación (los precios del oro y la plata aumentaron ante la demanda por activos refugio¹¹) y la caída de los precios del petróleo considerando que son importadores netos de esta materia prima. No obstante, es importante resaltar que en las últimas dos jornadas el precio del *Brent* tuvo un repunte importante (10%), de tal manera que disminuyeron los indicadores de percepción de riesgo hacia los países de la región¹². Las valorizaciones en Perú fueron reforzadas por la demanda por parte de inversionistas institucionales que al parecer consideraron que los niveles eran apropiados para adquirir bonos luego de las desvalorizaciones de enero. En el caso de Chile, como en otros episodios de mayor percepción de riesgo, las valorizaciones fueron impulsadas probablemente como respuesta a demanda local de activos seguros.

En el caso de Brasil los datos al 17 de febrero aún no reflejan el impacto de la rebaja en la calificación anunciada ese día por *S&P*¹³. Los bonos de largo plazo registraron desvalorizaciones hasta el 16 de febrero en la medida en que los precios del petróleo disminuyeron, pero en las últimas jornadas revirtieron esa tendencia ante la recuperación del *Brent*. Las valorizaciones del tramo corto pueden relacionarse con el cambio en las expectativas respecto a la tasa de política monetaria, pues los agentes parecen haber descartado más incrementos de la tasa de interés en lo que queda del año 2016, e incluso algunos han llegado a contemplar la posibilidad de un recorte.

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

⁹ De acuerdo con las tasas implícitas extraídas de los futuros de la tasa de Fondos Federales, hasta el 5 de febrero se consideraba probable que la tasa superaría el 0,5% en el año 2016. A partir del 8 de febrero, se considera que ese nivel será superado en el 2017.

¹⁰ La nueva tasa de referencia es vigente a partir del 18 de febrero.

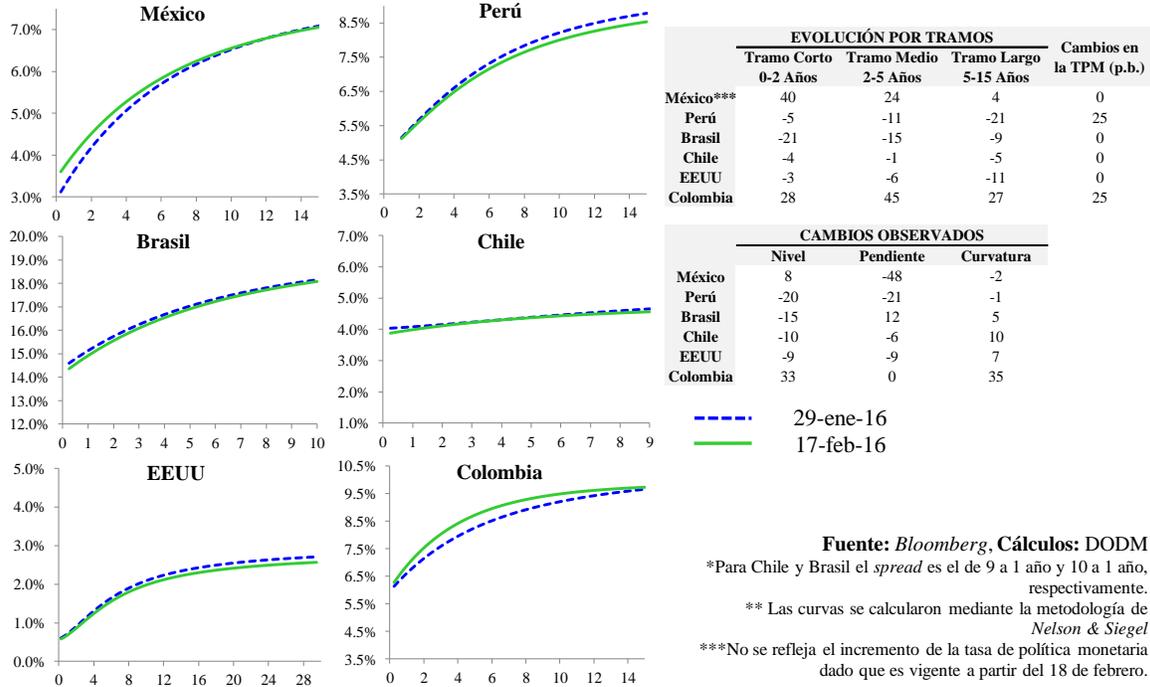
¹¹ El precio del cobre permaneció relativamente estable. Su variación en lo corrido de febrero ha sido +0,45%.

¹² Entre el 16 y el 17 de febrero los CDS a 5 años de Colombia, Brasil, México, Perú y Chile disminuyeron 16%, 11%, 13%, 15% y 6%, respectivamente.

¹³ La agencia *Standard and Poor's* redujo la calificación de los bonos de largo plazo de BB+ a BB. Según datos de Bloomberg entre el 17 y el 18 de febrero los precios de los bonos a 10 años disminuyeron 0,6%.

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

Curvas Spot Latinoamérica y EE.UU., Periodo: 29-ene-16 y 17-feb-16



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

***No se refleja el incremento de la tasa de política monetaria dado que es vigente a partir del 18 de febrero.

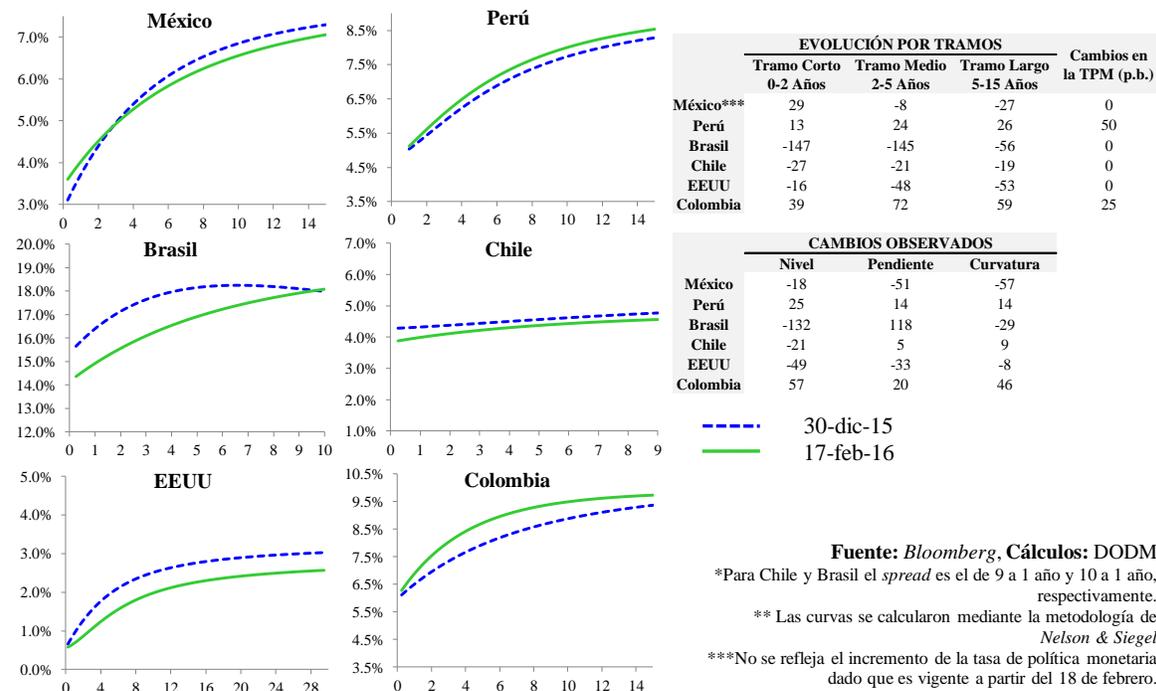
Comportamiento de las curvas cero cupón de EE.UU, Colombia y otros países de la región en lo corrido de 2016:

En lo corrido del año los *treasuries* se han valorizado ante la demanda de activos refugio por preocupaciones en torno a la debilidad de la economía china y sus repercusiones sobre la situación económica a nivel global; y más recientemente por temores respecto al sector financiero de Europa y la publicación de datos de la economía estadounidense que resultaron menos favorables de lo esperado. Lo anterior, sumado a las expectativas de menor inflación en EE.UU. ante los bajos precios del petróleo, ha llevado a varios analistas a considerar que la senda de la tasa de política monetaria de la Fed será menos pronunciada de lo previamente descontado, consideración que fue reforzada a mediados de febrero luego de un discurso de Yellen en este sentido.

En cuanto a los países de la región, los bonos de Brasil, Chile y los de los tramos mediano y largo de México se han valorizado, mientras que los de Perú y Colombia se han desvalorizado. Los bonos de mediano y largo plazo de México estuvieron correlacionados con los de EE.UU. en enero en la medida en que se consideraba que una mejora de la economía estadounidense repercutiría positivamente en la mexicana, pero esta correlación se perdió en febrero ante el incremento en la percepción de riesgo y la correspondiente demanda de *treasuries* por su calidad de activos refugio. Los bonos del tramo corto de México estuvieron influenciados por el sorpresivo incremento de 50 p.b. de la tasa de referencia que anunció el Banco Central el 17 de febrero¹⁴. Los bonos de Brasil se han valorizado en parte debido a que la política monetaria ha sido menos contractiva de lo que había descontado el mercado¹⁵. En el caso de Chile, los bonos se valorizaron probablemente como respuesta a demanda local de activos seguros.

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

Curvas Spot Latinoamérica y EE.UU., Periodo: 30-dic-15 y 17-feb-16



¹⁴ La nueva tasa es vigente a partir del 18 de febrero.

¹⁵ En enero el Banco Central mantuvo inalterada su tasa de política cuando el mercado esperaba un incremento de 25 p.b.

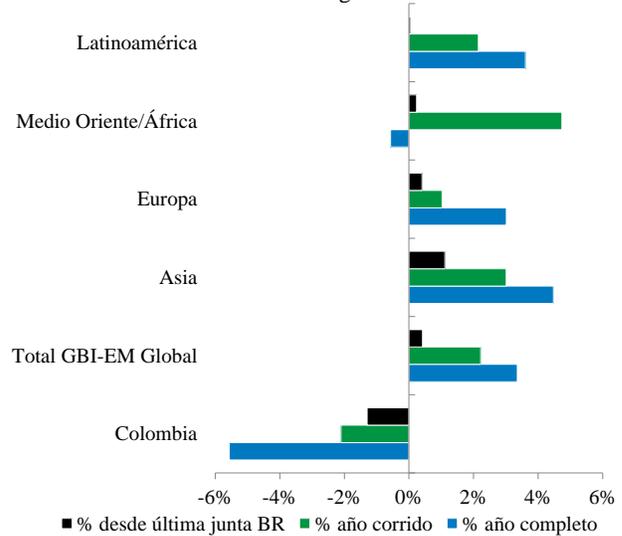
Comportamiento de la deuda en moneda local de países emergentes:

En el Gráfico 7 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes¹⁶ (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, en lo corrido del 2016 y desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Desde la última reunión de la JDBR se valorizaron los índices regionales de Asia (1,1%), Europa (0,4%) y Medio Oriente y África (0,2%), al tiempo que el índice para la región cerró en niveles similares. El índice para Colombia disminuyó 1,3% (Anexo 1).

Por su parte, el IIF¹⁷ estimó salidas netas de inversión de portafolio de economías emergentes en enero por US\$3,59 billones, continuando con la tendencia de salidas que se viene observando desde julio del 2015. En particular, en enero para los mercados de renta fija el IIF estimó entradas netas por US\$5,03 billones¹⁸, y para los mercados de renta variable estimó salidas netas por US\$8,89 billones¹⁹. Específicamente para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$5,55 billones (Gráfico 8).

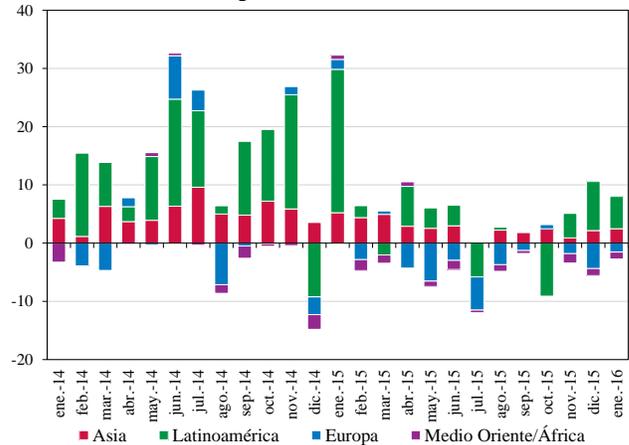
Gráfico 7: Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

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

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



Fuente: IIF.

¹⁶ 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.

¹⁷ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

¹⁸ Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$2,47 billones, Latinoamérica US\$5,55 billones, Europa -US\$1,54 billones y Medio Oriente/África -US\$1,18 billones.

¹⁹ Distribuidos de la siguiente manera: Asia -US\$6,79 billones, Latinoamérica -US\$1,30 billones, Europa US\$0,01 billones y Medio Oriente/África -US\$0,81 billones.

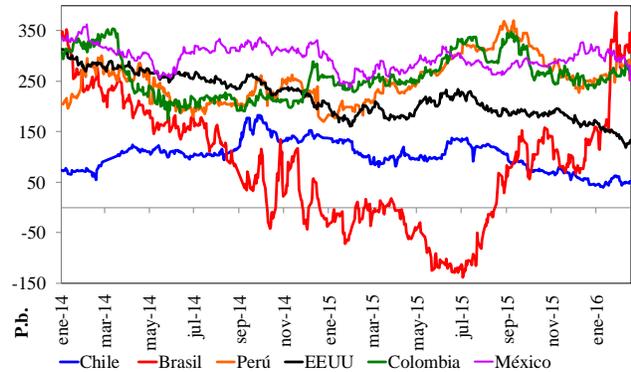
Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 29 de enero y el 17 de febrero de 2016:

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 260 p.b. a 259 p.b, de tal manera que es inferior a las de Brasil (319 p.b.) y Perú (277 p.b.); pero superior a las de México (252 p.b.) y Chile (52 p.b.).

En el Gráfico 10 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha aumentado y se ubica en niveles cercanos al 20%, al tiempo que la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en 12%. Lo anterior indicaría que los movimientos de las pendientes de las curvas de la región obedecen a factores particulares de cada país aunque recientemente los factores regionales e internacionales han venido cobrando relevancia. Por otra parte, al observar el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo se encuentra que esta disminuyó de 14% a 0%²⁰.

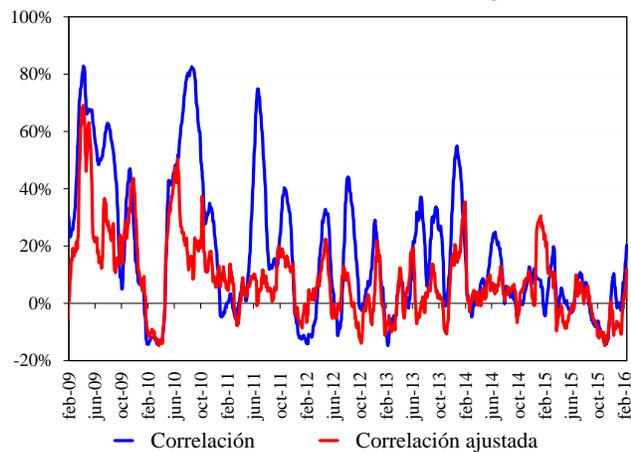
Después de la última reunión de la JDBR los TES registraron desvalorizaciones. En el caso de los tramos mediano y largo de la curva esto se relaciona con la mayor percepción de riesgo a nivel internacional y hacia Colombia. Los principales factores externos que han afectado el comportamiento del mercado son las preocupaciones respecto a la debilidad de las economías de China y de EE.UU., y las dificultades financieras del Deutsche Bank. A nivel local, los TES han estado influenciados por el dato de inflación de enero que resultó superior al esperado, y por los temores en torno a la situación fiscal del Gobierno afectada por los menores precios del petróleo y por la incertidumbre respecto a la reforma tributaria.

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



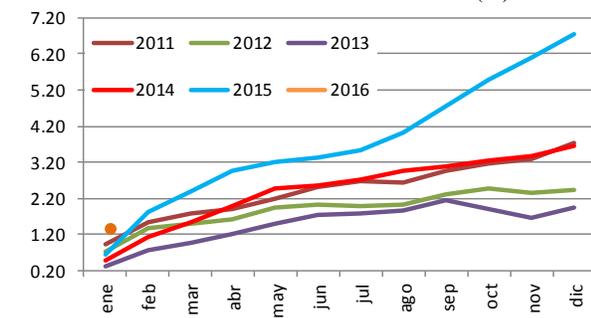
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República. *Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

Gráfico 10: Correlación Pendientes Región



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

Gráfico 11: Inflación Año Corrido (%)



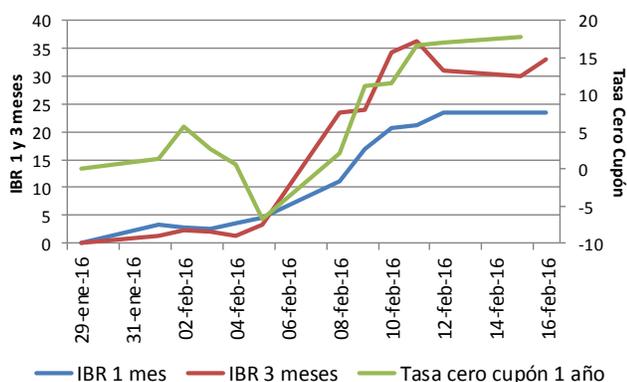
Fuente: Dane.

²⁰ Correlaciones calculadas entre el 29 de enero y el 15 de febrero del 2016. La más alta corresponde a la correlación entre Chile y Perú (60%) y la más baja a la calculada entre Chile y Colombia (-62%).

Por otro lado, Morgan Stanley pasó su recomendación en bonos colombianos de «*overweight*» a «*marketweight*» argumentando que en un contexto de bajos precios del petróleo Colombia deberá enfrentar una inflación alta y persistente, un mayor déficit de cuenta corriente y el deterioro de su situación fiscal.

En cuanto a los bonos del tramo corto de la curva, su comportamiento coincide con el del IBR a 1 y 3 meses, lo que refleja que estos bonos pueden estar influenciados por expectativas de mayores incrementos de la tasa de política monetaria en las próximas reuniones de la JDBR, que surgieron luego de la publicación del dato de inflación (Gráfico 12).

Gráfico 12: Variación (p.b.) IBR 1 y 3 meses y Tasa 1 año



Fuente: SEN y MEC; BR.

Entre el 29 de enero y el 17 de febrero las tasas de los TES denominados en UVR aumentaron en promedio 12 p.b, 17 p.b. y 19 p.b, en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente.

A continuación se describen algunos eventos relevantes para el mercado.

El Dane publicó el 5 de febrero que la variación del índice de precios de enero del 2016 había sido 1,29%, dato superior al esperado por el mercado (*Bloomberg*: 0,92%, encuesta del Banco de la República-BR: 0,84%) y superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2015 (0,64%). La variación anual fue 7,45%²¹. En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de +9 p.b, +16 p.b. y +4 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, mientras que las tasas de los TES denominados en UVR no presentaron ninguna variación.

En la encuesta realizada a comienzos de febrero por el BR²² se observó que la inflación esperada para diciembre del 2016 en promedio pasó de 4,83% en enero a 5,49%. Para diciembre de 2017 las expectativas pasaron de 3,74% en enero a 3,93% en febrero, y la inflación esperada a dos años (febrero de 2018) se ubica en 3,70%²³.

En la encuesta de Citibank el dato esperado de inflación para diciembre del 2016 pasó de 4,83% a 5,44%, y el dato esperado para el año 2017 pasó de 3,58% a 3,73%. 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 5,49% (ant: 5,09%).

El 16 de febrero la agencia *Standard and Poor's* revisó la perspectiva (*outlook*) de Colombia a negativa por el deterioro de las condiciones externas y la posibilidad de que aumente el déficit fiscal en 2016 como consecuencia de un menor crecimiento económico esperado y de los bajos precios del petróleo.

El 17 de febrero se publicaron los datos de crecimiento de la producción industrial y las ventas al por menor en el mes de diciembre. Las ventas al por menor aumentaron 0,3%, dato superior al

²¹ Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2015 (3,82%).

²² Realizada entre el 6 y el 8 de febrero.

²³ En la encuesta anterior la inflación esperada para enero de 2018 era 3,68%.

esperado por los analistas (0%). En contraste, el dato de producción industrial fue menos favorable de lo esperado (obs: 3,9% vs esp: 4,4%).

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 enero 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.

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

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2016	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	(204'816)	(16'595'958)	(207'716)	5'956'088	(10'847'587)	(1'158'838)	407'578	(627'593)	(1'378'853)
Compañía de Financiamiento Comercial	911	(34'325)	15'407	2'700	(16'218)	-	3'000	2'000	5'000
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	578'520	(1'163'178)	67'355	1'954'911	859'087	(61'269)	14'649	413'337	366'716
Total EC	374'615	(17'793'461)	(124'955)	7'913'698	(10'004'718)	(1'220'107)	425'227	(212'257)	(1'007'136)
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	23'000	(75'730)	58'000	15'500	(2'230)	(1'000)	(10'000)	24'000	13'000
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	(140'720)	(4'235'482)	1'482'085	2'034'692	(7'187'04)	(32'500)	(321'500)	469'000	115'000
		<i>Pasivos Pensionales</i>							
	41'013	(3'001'729)	1'777'897	1'560'257	336'425	(33'500)	(233'500)	384'833	117'833
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(6'7650)	-	(2'000)	(69'650)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	(117'720)	(4'378'862)	1'540'085	2'048'192	(790'584)	(33'500)	(331'500)	493'000	128'000
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	259'719	(486'068)	656'882	2'126'21	158'193	(53'326)	(154'084)	467'69	(160'641)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	22'904	(756'180)	(52'769)	138'249	(670'701)	(24'174)	63'329	83'704	122'859
		<i>Extranjeros</i>							
	(5'000)	(7'937)	17'500	19'630	29'193	-	-	-	-
		<i>FIC</i>							
	-	(34'938)	(11'000)	64'000	18'062	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	282'623	(1'242'248)	604'112	125'628	(512'508)	(77'500)	(90'755)	130'473	(37'782)
Sociedades Fiduciarias Propia	(9'000)	(300'111)	85'050	354'914	139'853	(1'500)	-	(8'000)	(9'500)
Sociedades Fiduciarias Terceros	(1'261'480)	(6'698'640)	1'736'654	24'707'568	19'745'583	(566'908)	59'893	447'795	(59'220)
		<i>Extranjeros***</i>							
	(1'033'248)	(170'924)	2'366'414	20'873'439	23'068'929	(542'194)	123'028	355'131	(64'035)
		<i>FIC</i>							
	(157'910)	(694'670)	(23'400)	12'250	(705'820)	54'140	(265'000)	1'500	29'140
		<i>Pasivos Pensionales</i>							
	(6'200)	(2'953'655)	(16'267)	2'173'863	(796'059)	(29'000)	4'500	27'000	2'500
Total Sociedades Fiduciarias	(1'270'480)	(6'998'751)	1'821'704	25'062'483	19'885'436	(568'408)	59'893	439'795	(68'720)
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	(235'000)	(581'940)	(52'500)	250'015	(384'425)	(29'000)	(41'000)	(17'500)	(87'500)
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	-	(6'621)	(8'000)	4'000	(10'621)	-	-	(500)	(500)
		<i>Pasivos Pensionales</i>							
	-	(6'621)	(8'000)	4'000	(10'621)	-	-	(500)	(500)
Total Compañías de Seguros y Capitalización	(235'000)	(588'561)	(60'500)	254'015	(395'046)	(29'000)	(41'000)	(18'000)	(88'000)
Sociedades Administradoras de Inversión Propia	-	-	3'000	-	3'000	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión Terceros	-	(16'500)	6'500	4'000	(6'000)	-	-	-	-
		<i>FIC</i>							
	-	(16'500)	6'500	4'000	(6'000)	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	(16'500)	9'500	4'000	(3'000)	-	-	-	-
Total Entidades Financieras No bancarias	(1'340'577)	(13'224'921)	3'914'902	27'494'317	18'184'298	(708'408)	(403'362)	1'045'268	(66'500)
Total Entidades Financieras Especiales**	219'429	(1'812'462)	1'923'939	357'228	468'705	(46'000)	31'000	6'000	(9'000)
Total Entidades Públicas****	3'231'723	(966'374)	(3'016'490)	(195'748)	(4'178'611)	1'422'129	49'394	(46'500)	1'425'023
Otros****	(12'748)	(3'470'905)	990'542	3'678'306	1'197'942	(567)	6'000	2'000	7'433
		<i>Extranjeros</i>							
	-	-	(22'622)	-	(22'622)	-	-	-	-
Total Movimiento Neto	2'472'442	(37'268'123)	3'687'937	39'247'800	5'667'615	(552'952)	108'259	794'511	349'818

Fuente: BR. Información actualizada al 12 de febrero 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, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

En general, los principales agentes compradores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR han sido las entidades públicas (\$1425 mm, tramo corto principalmente) y las corporaciones financieras (\$367 mm, tramo largo), mientras que los principales vendedores han sido los bancos comerciales (\$1379 mm, tramo largo).

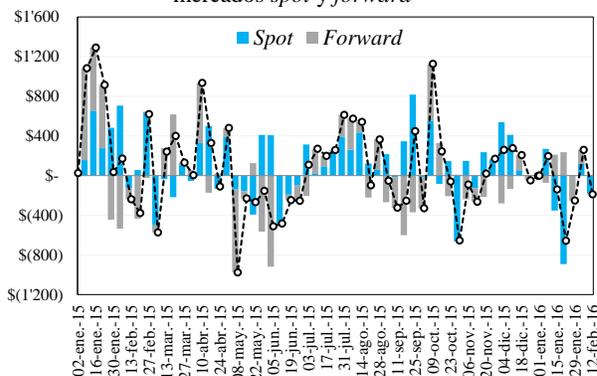
Los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los bancos comerciales (\$892 mm, tramo corto) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$265 mm), mientras que los principales vendedores fueron los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$125 mm) (Anexo 2).

En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado ventas netas de TES en pesos por \$1038 mm, y de \$64 mm desde la última reunión de la JDBR. Específicamente, desde el 29 de

enero se observaron ventas netas por \$542 mm²⁴ en el tramo corto, al tiempo que compraron en neto \$123 mm²⁵ y \$355 mm²⁶ en los tramos medio y largo, respectivamente.

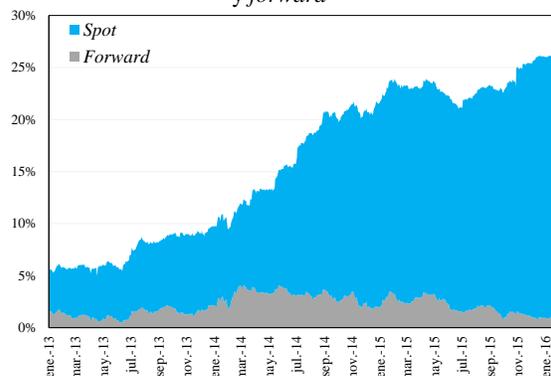
Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros mostraron un mayor apetito por TES en el mercado a futuro. La posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$121 mm. Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$1459 mm el 29 de enero a \$1580 mm el 12 de febrero.

Gráfico 13: Compras Netas de TES *offshore* en los mercados *spot* y *forward**



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

Gráfico 14: 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 13 y 14 y en el Cuadro 1.1. El Gráfico 13 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en ambos mercados. El Gráfico 14 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en los mercados *spot* y *forward* como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro 1.1 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*.

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

Sistema Financiero*	2015			Corrido de 2016			Ene-16			Corrido de Feb-16		
	spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'228)	\$ 1'532	\$ (3'697)	\$ 375	\$ (243)	\$ 132	\$ 1'382	\$ (122)	\$ 1'260	\$ (1'007)	\$ (121)	\$ (1'128)
Offshore	\$ 7'498	\$ (1'532)	\$ 5'966	\$ (1'038)	\$ 243	\$ (795)	\$ (974)	\$ 122	\$ (852)	\$ (64)	\$ 121	\$ 57

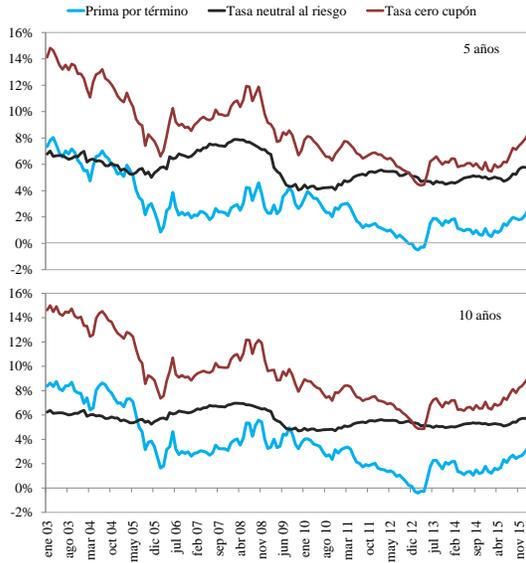
Miles de millones de Pesos. Información actualizada al 12 de febrero de 2016. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

²⁴ Corresponden a ventas del título con vencimiento en junio de 2016.

²⁵ Distribuidas de la siguiente manera: \$71 mm en el título con vencimiento en noviembre de 2018, \$6 mm en el título con vencimiento en septiembre de 2019 y \$64 mm en el título con vencimiento en julio de 2020. Por su parte, realizaron ventas por \$19 mm en el título con vencimiento en octubre de 2018.

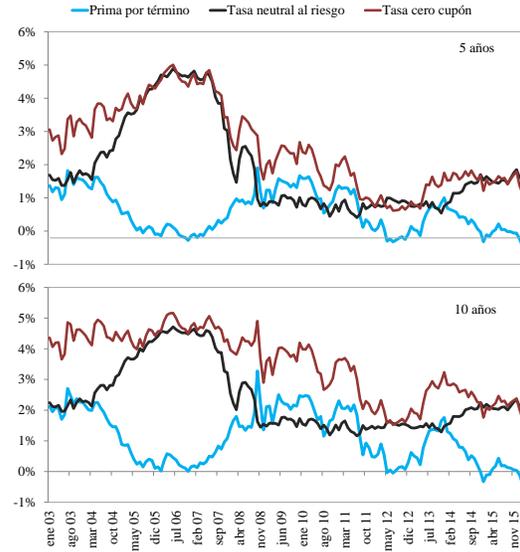
²⁶ Distribuidas de la siguiente manera: \$329 mm en el título con vencimiento en julio de 2024 y \$338 mm en el título con vencimiento en agosto de 2026. Por su parte, realizaron ventas por \$120 mm en el título con vencimiento en mayo de 2022, \$183 mm en el título con vencimiento en abril de 2028 y \$10 mm en el título con vencimiento en septiembre de 2030.

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



Fuente y Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 15.1: Prima por vencimiento Treasuries a 5 y 10 años.

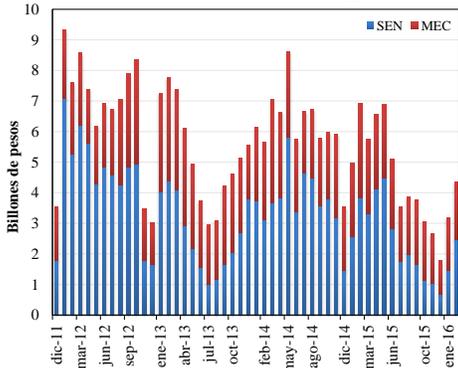


Fuente y Cálculos: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Entre el 29 de enero y el 12 de febrero²⁷ la prima por término para los títulos a 5 años aumentó 29 p.b, mientras que la tasa neutral al riesgo se mantuvo estable. En cuanto a los títulos a 10 años, la prima por término aumentó 32 p.b. mientras que la tasa neutral al riesgo permaneció igual (Gráfico 15). El incremento en la prima puede estar relacionado con la mayor percepción de riesgo a nivel internacional y el aumento en las primas de riesgo crediticio del país. El comportamiento de la prima de los TES ha sido opuesto al observado en la prima por término de los *Treasuries* la cual ha caído durante los últimos meses en parte por la condición de activo refugio de estos títulos.

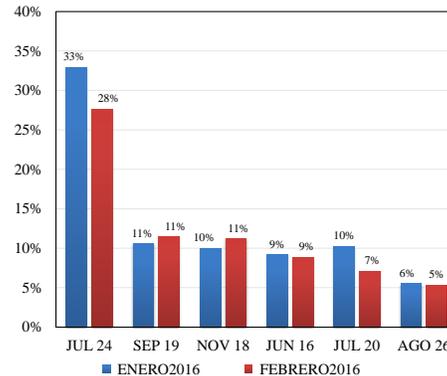
Desde la última reunión de la JDBR no ha habido vencimientos de TES pero se pagó un cupón por \$654 mm²⁸. El valor de las emisiones de bonos de largo plazo desde la última reunión de la JDBR ha sido \$1675 mm y de TES de corto plazo \$600 mm²⁹.

Gráfico 16: Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 15 de febrero de 2016

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.

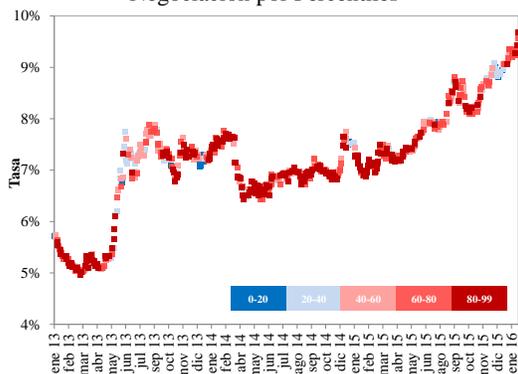
²⁷ Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2014). *Estimación de la prima por vencimiento de los TES en pesos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía.854. Banco de la República.

²⁸ Del TES denominado en UVR que vence el 23 de febrero del año 2023.

²⁹ Con datos al 16 de febrero. De los TES de largo plazo \$835 mm corresponden a bonos en pesos y \$840 mm a bonos denominados en UVR.

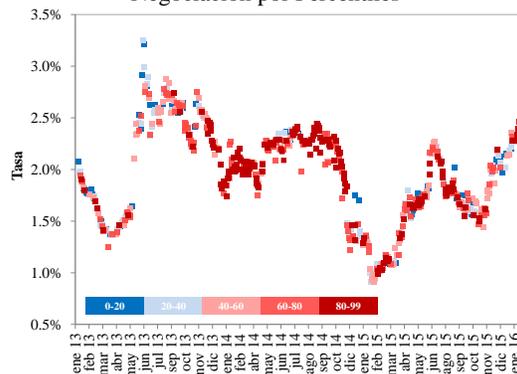
En lo corrido de febrero el monto promedio diario negociado ha sido \$4,3 billones³⁰, superior a los valores observados desde julio del 2015 que no superaron los \$4,0 billones, pero inferior al de febrero del 2015 (\$7,5 billones) (Gráfico 16). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 33% a 28%, seguidos de los que vencen en septiembre del 2019 cuya participación permaneció en 11% (Gráfico 17).

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



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

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



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

En los Gráficos 18 y 19 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 2 años). Se puede observar que desde el 29 de enero los montos de negociación de estos títulos en pesos y UVR han aumentado y se han ubicado en general entre los percentiles 60 y 99.

El *bid-ask* promedio de febrero de los TES en pesos y UVR disminuyó respecto al promedio de enero (Gráficos 20.1 y 20.2). En particular, para los títulos de cotización obligatoria el promedio de febrero se ubicó en 2,35 p.b. (enero: 2,67 p.b.) para el caso de los TES en pesos y en 2,36 p.b. para el caso de los TES UVR (enero: 3,1 p.b.). En cuanto la profundidad de estos mercados (Gráficos 20.3 y 20.4) respecto al promedio de enero esta ha aumentado en febrero. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos fue de 96 mm (enero: 85 mm) y en UVR de 50 mm (enero: 43 mm).

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

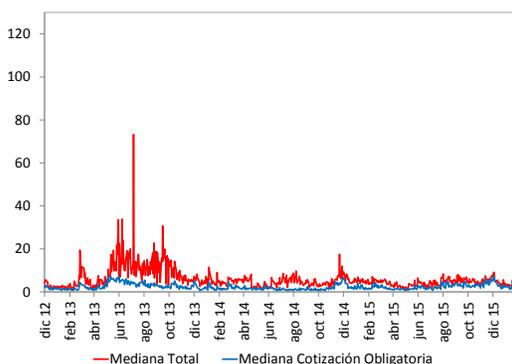
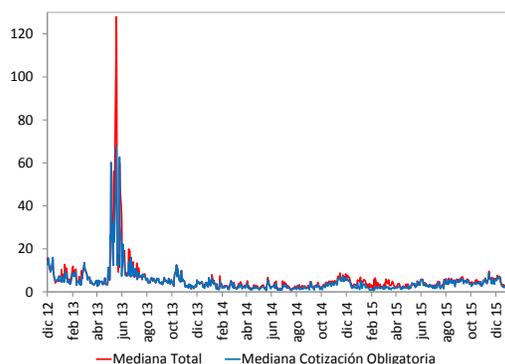


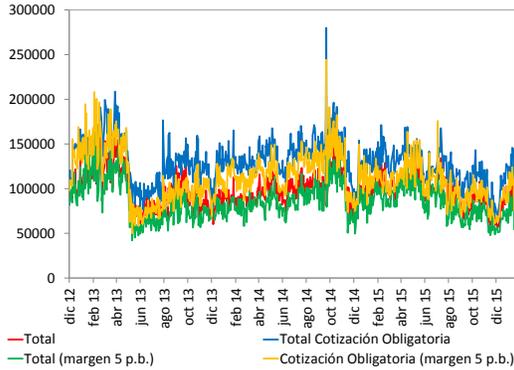
Gráfico 20.2: Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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

³⁰ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros). El monto negociado en enero del 2016 fue \$3,2 billones y el de febrero del 2015 fue \$

Gráfico 20.3: Profundidad promedio de los TES en pesos*



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

Gráfico 20.4: Profundidad promedio de los TES en UVR*

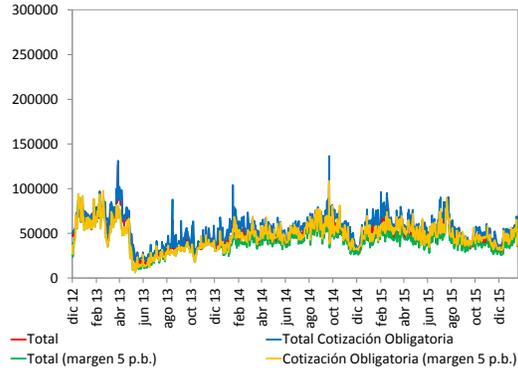
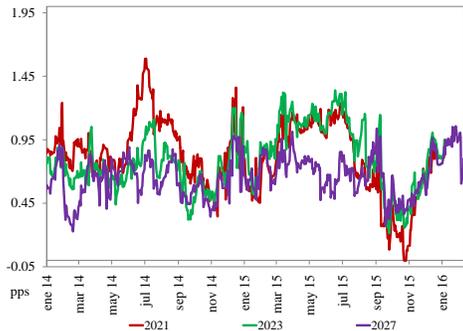


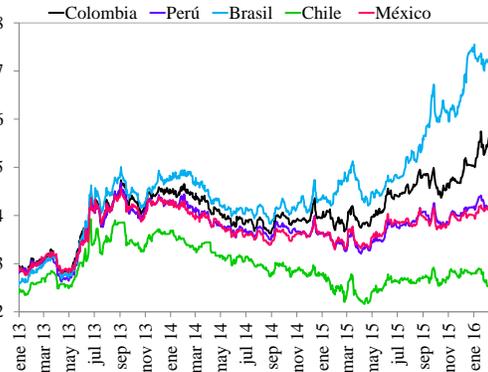
Gráfico 21: Márgenes entre TES locales en pesos y TES globales en pesos*



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

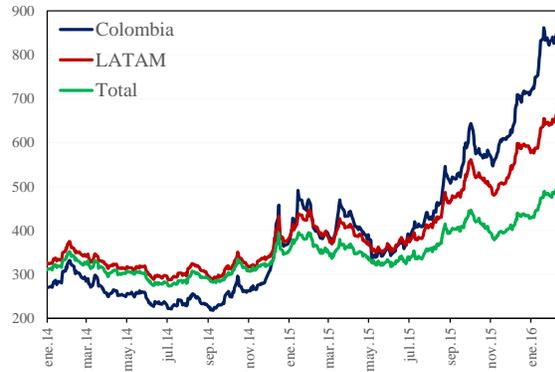
En el Gráfico 21 se muestra la evolución de los márgenes entre las tasas de los TES locales y los TES globales en pesos. Desde la última junta no se han registrado precios de los títulos³¹ con vencimientos en 2021 y 2023, por lo cual no se presentan estos márgenes. Respecto al margen de los títulos con vencimiento en 2027, este disminuyó debido a mayores desvalorizaciones de los TES globales respecto a las presentadas en los locales.

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 23: CEMBI Colombia y CEMBI Total



Fuente: Bloomberg

³¹ Según distintas fuentes con las que cuenta Bloomberg.

El margen entre las tasas a 10 años de los bonos locales (denominados en moneda local) y los bonos externos denominados en dólares disminuyó para la mayoría de países analizados con excepción de Colombia. La disminución para el caso de México y Brasil se presentó ante menores desvalorizaciones de los bonos locales respecto a los externos, mientras que para el caso de Perú y Chile principalmente ante las valorizaciones observadas en sus bonos locales. Para el caso de Colombia el margen aumentó luego de observarse desvalorizaciones más pronunciadas en los bonos locales (Gráfico 22 y Cuadro 2).

En cuanto a la deuda de agentes diferentes al Gobierno Central, durante el periodo se realizaron colocaciones por \$1242 mm y los emisores fueron la Financiera de Desarrollo Territorial S.A. (\$317 mm)³², Emgesa S.A. E.S.P. (\$525 mm)³³ e Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. - ISA (\$400 mm)³⁴. Adicionalmente, el 12 de febrero se anunció que Goldman Sachs colocó en los mercados internacionales una emisión de bonos por US\$260 millones para financiar la concesión de Cuarta Generación de las Autopistas para la Prosperidad denominada Pacífico 3. Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR el *spread* del EMBI corporativo³⁵ para Colombia aumentó 3,7%, al tiempo que el *spread* para Latinoamérica aumentó 5,1%, y el de todas las economías emergentes aumentó 3,5% (Gráfico 23).

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	5.5	4.2	7.3	2.5	4.2
Variación desde última junta BR (p.b.)	20	4	21	-10	9
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	265	148	457	-3	132
Variación año corrido (p.b.)	262	134	475	12	127
Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	8.6	n.d	12.1	4.2	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	57	n.d	36	-11	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	414	n.d	537	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	407	n.d	669	n.d	n.d
Tasa cero cupón locales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	9.6	8.2	18.2	4.6	6.6
Variación desde última junta BR (p.b.)	35	-10	5	-12	4
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	448	381	786	-78	189
Variación año corrido (p.b.)	385	388	830	-109	80
Margen bonos locales y bonos globales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	0.9	n.d	6.1	0.4	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	-21	n.d	-31	-1	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	34	n.d	249	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-22	n.d	162	n.d	n.d
Margen bonos locales y bonos en dólares 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	4.1	4.0	10.9	2.1	2.4
Variación desde última junta BR (p.b.)	15	-14	-16	-2	-5
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	182	233	328	-75	57
Variación año corrido (p.b.)	123	255	356	-122	-47

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

³² Emisión de CDT's realizada el 3 de febrero donde la demanda fue 1,3 veces la oferta (\$415.673 millones). La colocación se realizó con las siguientes características: i) 2 años (monto colocado: \$51,56 mm, 2,40% margen sobre IBR N.M.V.); ii) 1,5 años (monto colocado: \$220,704 mm, 2,30% margen sobre IBR N.M.V.); y iii) 3 años (monto colocado: \$44,819 mm, 3,35 % margen sobre IPC E.A.).

³³ Emisión de bonos ordinarios realizada el 11 de febrero donde la demanda fue 1,3 veces la oferta (\$660.100 millones). La colocación se realizó con las siguientes características: i) 3 años (monto colocado: \$234,87 mm, 3,49% margen sobre IPC E.A.), y ii) 7 años (monto colocado: \$290,13 mm, 4,69% margen sobre IPC E.A.).

³⁴ Emisión de bonos ordinarios realizada el 16 de febrero donde la demanda fue 2,1 veces la oferta (\$857.365 millones). La colocación se realizó con las siguientes características: i) 8 años (monto colocado: \$115 mm, 4,73% margen sobre IPC E.A.), ii) 12 años (monto colocado: \$152 mm, 5,05 % margen sobre IPC E.A.) y iii) 25 años (monto colocado: \$133 mm, 5,38 % margen sobre IPC E.A.).

³⁵ 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 16 de febrero (EOF³⁶, volatilidades preliminares³⁷ y márgenes crediticios preliminares³⁸) el índice preliminar de percepción de riesgo IDODM aumentó frente al de enero³⁹ (Gráfico 24). En enero el indicador aumentó principalmente ante el importante deterioro de la confianza de los consumidores y el incremento de los *spreads* de cartera.

El índice de confianza de los consumidores que calcula Fedesarrollo disminuyó considerablemente al pasar de 1,1 en diciembre a -21,3 en enero, de tal manera que alcanzó niveles no observados desde abril del 2002. Lo anterior se explica por el deterioro de sus dos componentes: expectativas y condiciones actuales. El indicador disminuyó 39 puntos respecto a lo registrado en el mismo mes del 2015 (Gráfico 25).

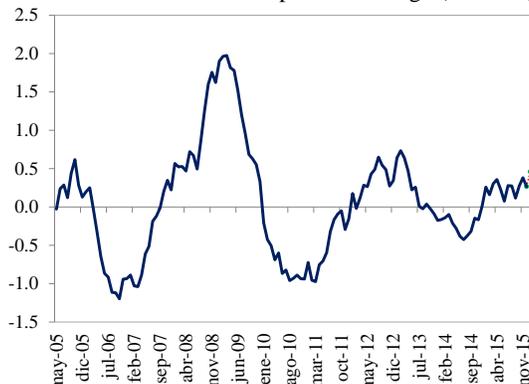
Fedesarrollo y la BVC publicaron la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) del mes de febrero. En el Gráfico 26 puede observarse que respecto a lo que se esperaba en enero, los analistas financieros mantuvieron estables sus proyecciones de crecimiento para el 4T15 (3%) y el año 2015 (3%), mientras redujeron las del 2016 (de 2,78% a 2,68%). Se observa un sesgo a la baja en las expectativas para 2016 y además los agentes esperan que el crecimiento este año sea inferior al del año 2015.

En cuanto a la inflación (Gráfico 27), la encuesta refleja que en promedio los datos esperados para el 2016 y el 2017 aumentaron. Para el 2016 de 5,09% a 5,49% y para el 2017 de 4,05% a 4,29%. Las expectativas para el 2017 muestran un sesgo al alza.

Respecto al *spread*, el 63% de agentes espera que aumente (anterior: 82%), mientras un 26% espera que se mantenga igual (anterior: 13%) y un 11% que disminuya (anterior: 5%).

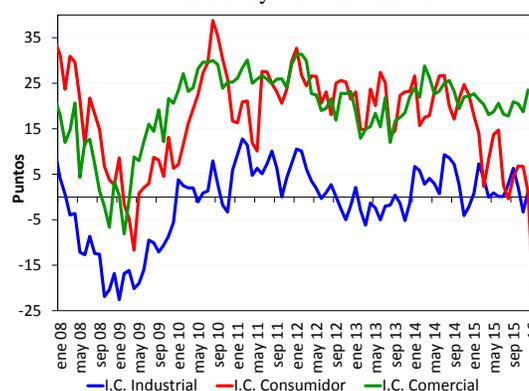
Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes⁴⁰, un 31,8% espera que esta se mantenga estable (anterior: 37,7%), un 28,2% que disminuya (anterior: 27,3%), y un 20% que aumente (anterior: 19,5%).

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



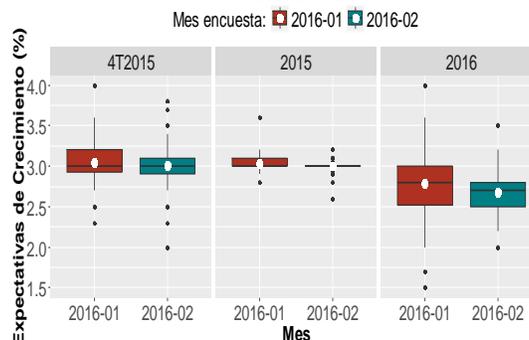
Fuentes: Banco de la República, *Bloomberg*, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

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



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 26: Gráficos de Caja Expectativas de Crecimiento EOF.



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

³⁶ Publicada el 15 de febrero.

³⁷ Datos al 12 de febrero.

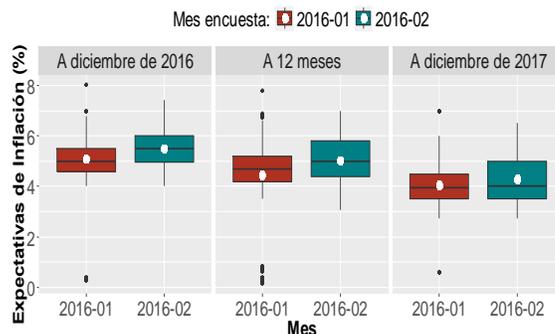
³⁸ Datos al 5 de febrero.

³⁹ Estos datos son preliminares ya que no se cuenta con la Encuesta de Opinión Empresarial de la Andi ni con la de Fedesarrollo.

⁴⁰ Al 20% restante no les aplica la pregunta (anterior: 15,5%).

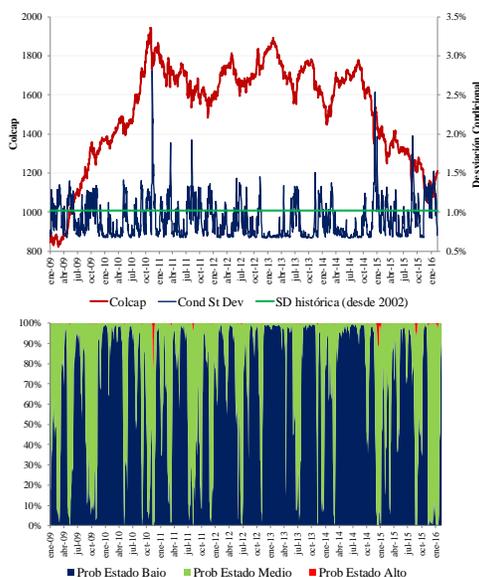
Entre el 29 de enero y el 17 de febrero el Colcap se valorizó 4,96%. Este comportamiento se registró en parte por algunas noticias corporativas positivas⁴¹ y, según algunos analistas, por compras que se han dado ante el nivel de precios de las acciones. Además, recientemente el índice se valorizó ante el repunte del precio del petróleo. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una valorización cercana al 1,09% (anterior: -1,2%)⁴². Para lo corrido de febrero, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó respecto al promedio observado en enero y actualmente se ubica por debajo de su media histórica; además, luego de que desde noviembre predominara el estado de volatilidad media, actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico 28).

Gráfico 27: Gráficos de Caja Expectativas de Inflación EOF.



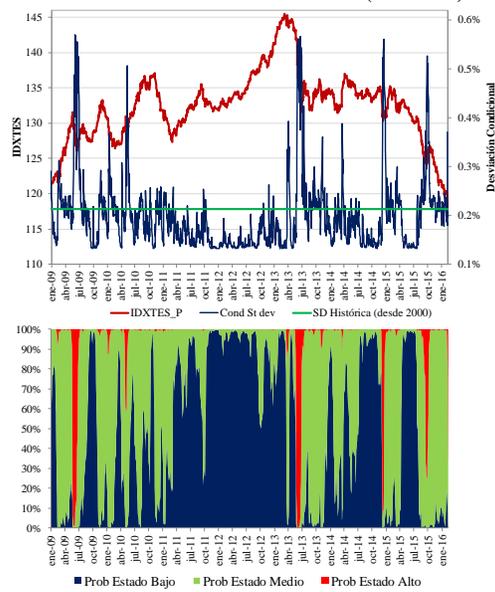
Fuente: Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

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



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

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



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

Por otro lado, según la EOF los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en 2024 presenten una desvalorización cercana a los 6 p.b. (anterior: 13 p.b.)⁴³. Para lo corrido de febrero, la volatilidad promedio del mercado de TES aumentó respecto al promedio

⁴¹ Los mayores avances en los precios de las acciones que componen el Colcap son encabezados por Canacol (5,67%), Avianca (4,86%) y Cementos Argos (2,63%). En primer lugar, Canacol anunció que había ampliado su capacidad de procesamiento de gas. En segundo lugar, Avianca anunció cifras favorables de personas transportadas y además su mayor competidor de la región (entidad brasilera) se ha visto afectado por el deterioro de la economía de Brasil. Finalmente, las utilidades de Argos han mejorado debido a la recuperación de la economía de Estados Unidos y a las mayores compras observadas en Colombia ante la construcción de las 4G.

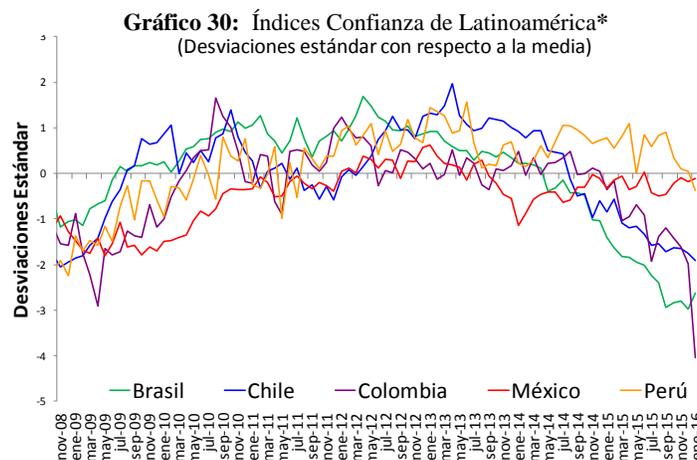
⁴² El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

⁴³ 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.

observado en enero y actualmente se ubica por encima de su media histórica, de tal manera que luego de que desde octubre dominara el estado de volatilidad media, actualmente predomina el estado de volatilidad alta (Gráfico 29).

Con información al 5 de febrero, los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES aumentaron respecto a lo observado en promedio durante enero para la cartera de tesorería (+42 p.b.), la de consumo (+28 p.b.) y la preferencial (+8 p.b.)⁴⁴. El comportamiento de los márgenes se explica por un incremento de las tasas activas, que superó los incrementos en las tasas de los TES.

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



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

En resumen, el IDODM preliminar de febrero aumentó ante el deterioro en la mayoría de los indicadores disponibles. Vale la pena aclarar que en las últimas dos jornadas el precio del *Brent* tuvo un repunte importante (10%), de tal manera que en estas mejoró la percepción de riesgo hacia los países de la región.

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

En sus reuniones ordinarias los bancos centrales de Australia (2%), Islandia (5,75%) e Inglaterra (0,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas, en línea con las expectativas de los analistas, y el Banco Central de Inglaterra mantuvo el monto de su programa de compras. Por otra parte, con el propósito de otorgar mayor soporte a la economía y afianzar las expectativas de que la inflación retornará y se estabilizará alrededor del 2% en 2017, el Banco Central de Suecia recortó su tasa de interés de referencia 15 p.b. a -0,5% (esperado: -0,45%), e indicó que está preparado para implementar una política monetaria más expansiva de ser necesario.

En otro escenario, el Banco Central de Japón (BoJ) introdujo un nuevo esquema de política monetaria (*Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate*) caracterizado por la implementación de una tasa de interés negativa (-0,1%) a los depósitos de las instituciones financieras en el BoJ⁴⁵, e indicó que esta tasa podría ser más negativa de ser necesario.

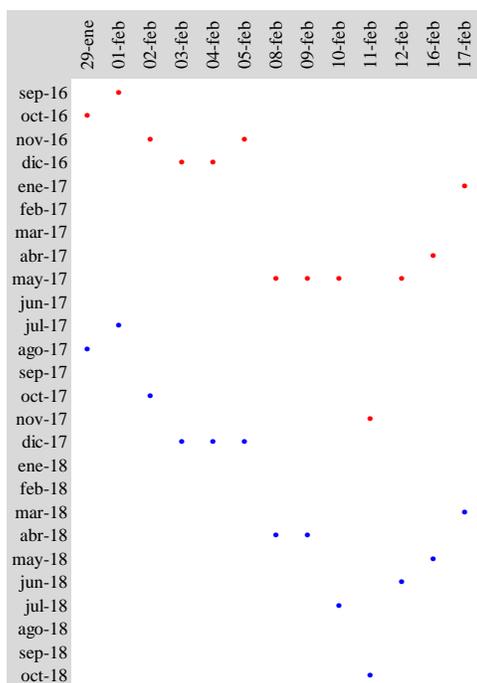
Por otra parte, de acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, el 29 de enero se esperaba que la tasa de referencia llegue a 0,50% (puntos rojos) en octubre del 2016, y recientemente se espera que alcance este nivel en enero del 2017. En cuanto a las expectativas respecto al mes en que la tasa alcanzará un nivel de 0,75% (puntos rojos), estas

⁴⁴ Para mayor información ver Anexo 3.

⁴⁵ Específicamente, el BoJ adoptó un sistema de tres niveles en el que el saldo de cada cuenta corriente de las entidades financieras en el BoJ se divide en tres partes donde a cada una le aplica o una tasa de interés positiva (0,1%), o una tasa cero de interés o una tasa de interés negativa (-0,1%), respectivamente.

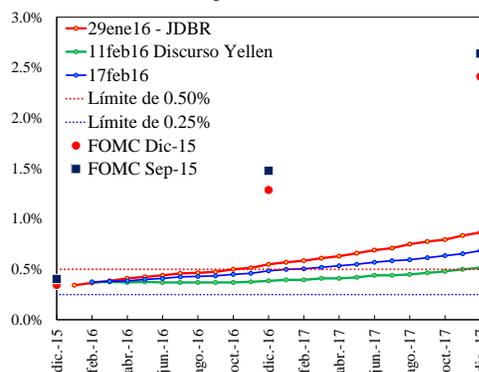
pasaron de agosto de 2017 a marzo de 2018 (Gráfico 31). El Gráfico 31.1 muestra que actualmente el mercado espera un ritmo de incrementos de las tasas más suave al que se esperaba el 29 de enero. Por último, la probabilidad de que ocurra un incremento adicional del rango de las tasas de los fondos federales en marzo disminuyó, y con esto se incrementó la probabilidad de que lo mantengan inalterado (Gráfico 32).

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



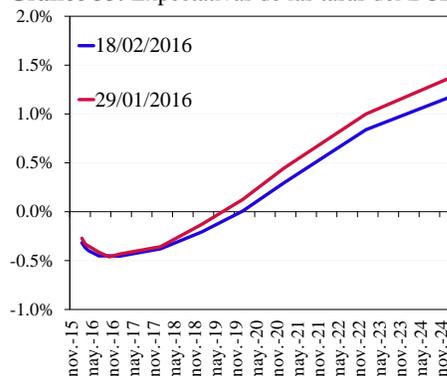
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 31.1: Senda esperada Tasa Fondos Federales



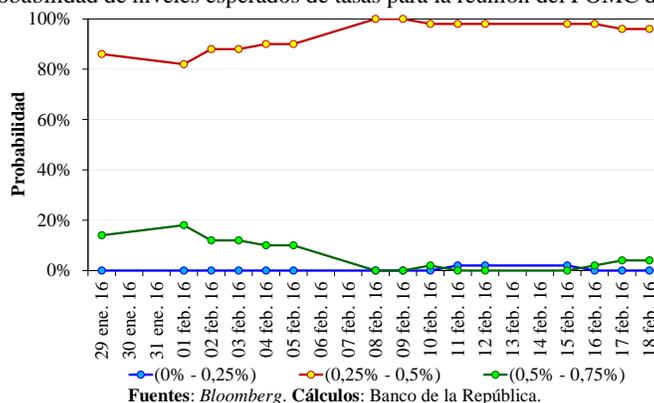
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 33: Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 32: Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de marzo de 2016



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE con base en los futuros del índice Eonia, el mercado descuenta que el primer incremento tenga lugar alrededor del 4T19, luego que el 29 de enero descontaran este incremento en el 1T20 (Gráfico 33).

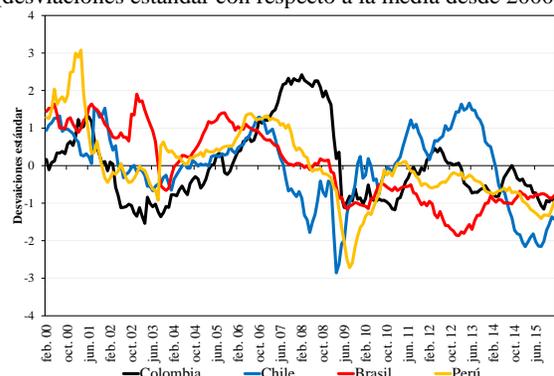
Los bancos centrales de Rusia, India, Tailandia, Polonia y Corea del Sur mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en línea con lo esperado. Por su parte, el Banco Central de Indonesia recortó 25 p.b. su tasa de interés de referencia a 7%, tal como lo esperaba el mercado.

En Latinoamérica, el Banco Central de Chile mantuvo su tasa de política inalterada en 3,50% y el Banco Central de Perú la incrementó 25 p.b. a 4,25%. En ambos casos las decisiones eran esperadas por los mercados. Por otra parte, el Banco Central de México celebró una reunión extraordinaria el 17 de febrero en la que incrementó sorpresivamente su tasa de referencia 50 p.b. a 3,75%, indicando que tal decisión refleja el incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, el deterioro del entorno externo y la caída de los precios del petróleo, factores que han contribuido a la depreciación de la moneda local, y han aumentado la probabilidad de desanclaje de las expectativas de inflación. Junto con la medida, el organismo decidió suspender los mecanismos de venta de dólares de manera inmediata. Sin embargo, afirmó que no descarta la posibilidad de intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario en caso de que se presenten condiciones excepcionales en el mismo.

En línea con lo anterior, el Gobierno de este país anunció una reducción en el gasto del Gobierno Federal de MXN132,3 mm (0,7% del PIB) para el 2016 con el propósito de hacer frente al deterioro del entorno global. De este monto MXN100 mm corresponden a Pemex (0,53% del PIB).

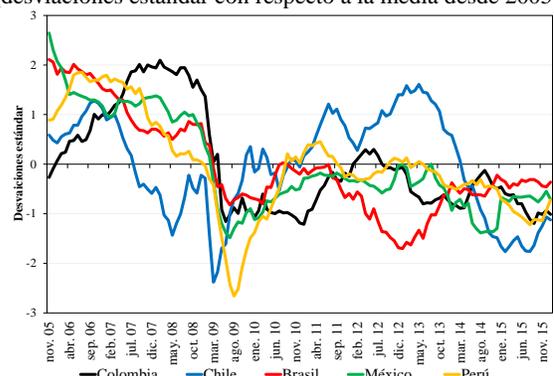
Para mayor detalle de la información presentada en esta sección se puede consultar el Anexo 4.

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



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

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



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

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 reales⁴⁶ 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 enero las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas⁴⁷.

⁴⁶ Deflactadas con medidas de inflación básica.

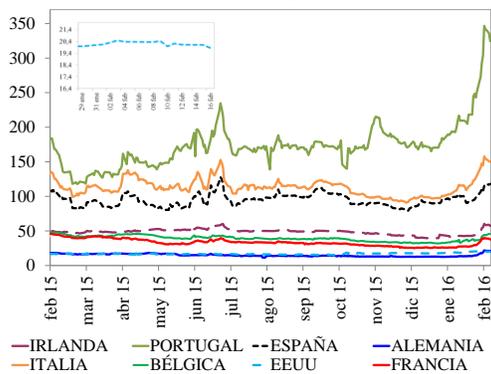
⁴⁷ Desde febrero del año 2000, las medias de las tasas reales de Colombia, Chile, Brasil y Perú son 1,75%, 1,16%, 7,13% y 1,25%, respectivamente. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,59%.

4. Indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional

Desde el 29 de enero los principales indicadores de percepción de riesgo a nivel mundial se deterioraron influenciados principalmente por débiles perspectivas de crecimiento económico mundial, temores financieros en Europa y una caída adicional en los precios del petróleo (Gráfico 37). No obstante, recientemente ante el acuerdo alcanzado entre los miembros de la OPEP, Irán e Irak los indicadores mejoraron notablemente.

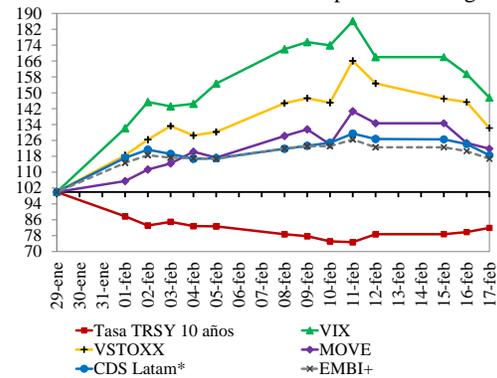
En primer lugar, fueron publicados algunos datos negativos de actividad manufacturera y mercado laboral en Estados Unidos⁴⁸, y de producción industrial y confianza en la Zona Euro⁴⁹. Adicionalmente, Janet Yellen afirmó ante la Cámara de Servicios Financieros del Congreso de los EEUU, que las condiciones financieras se han vuelto menos favorables para el crecimiento económico y que hay riesgos asociados a la incertidumbre sobre la salud de la economía China. A lo anterior, se sumó el anuncio del Banco de Inglaterra (BOE) de recortar sus proyecciones de crecimiento económico a 2,2% en 2016 y un 2,3% en el 2017, frente a la estimación publicada en noviembre de 2,5% y 2,6%, respectivamente; y la decisión del Banco Central de Japón para reactivar la economía en un contexto de volatilidad y desaceleración del crecimiento global.

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



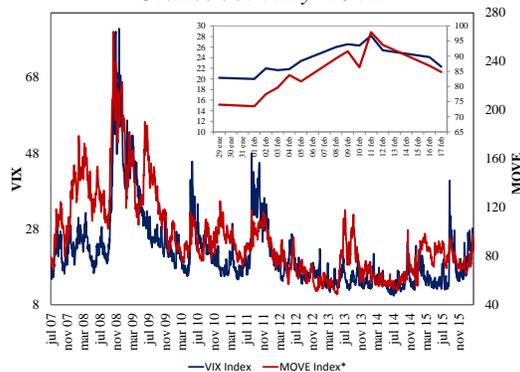
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 37: Indicadores de Percepción de Riesgo



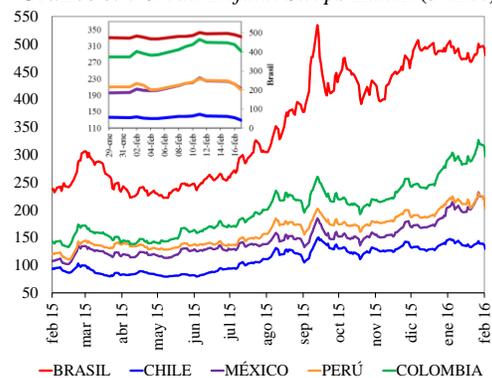
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. *Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

Gráfico 38: VIX y MOVE*



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 39: Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

⁴⁸ En enero, los indicadores ISM manufacturero y de servicios se ubicaron en 48,2 puntos y 53,5 puntos, por debajo de los esperados por el mercado. Además, se conoció que en enero se crearon 151 mil nóminas no agrícolas, dato inferior a los 190 mil esperados. Finalmente, los nuevos pedidos de bienes a fábricas registraron en diciembre su mayor caída en un año (-2,9%), debido a que las manufacturas siguieron presionadas por la fortaleza del dólar y la debilidad de la demanda en el exterior.

⁴⁹ En diciembre, la producción industrial se contrajo 1% (esp: +0,3%). El índice de confianza del consumidor Sentix de febrero, alcanzó el nivel de 6,0 puntos frente a 7,4 esperados por los analistas y 9,6 registrados el mes anterior. Este es el menor nivel observado en un año. Adicionalmente, se conoció que la producción industrial alemana disminuyó sorpresivamente en diciembre y que las exportaciones e importaciones también cayeron.

En segundo lugar, aumentó la incertidumbre respecto al cumplimiento por parte del Gobierno de Grecia de las condiciones establecidas en el programa de rescate financiero y la incertidumbre con respecto a la estabilidad del sistema financiero europeo. Se destaca el caso del Deutsche Bank, el cual reportó pérdidas por primera vez desde el año 2008, las cuales ascendieron a los EUR6700 millones en 2015, las más pronunciadas en la historia. Lo anterior, generó temores con respecto a la capacidad de esta entidad de hacer frente al pago de sus obligaciones y llevó a que sus CDS aumentaran significativamente⁵⁰. No obstante, el 12 de febrero la entidad anunció una recompra de su deuda por EUR\$5000 millones, lo cual tranquilizó a los mercados⁵¹. Por otra parte, la morosidad de la banca italiana⁵² ha generado alarma en los mercados financieros, lo cual se ha visto reflejado en las desvalorizaciones significativas de los mercados bursátiles.

Finalmente, el precio del petróleo Brent alcanzó valores inferiores a los US\$30 por barril. Las reducciones se dieron en un contexto de mayor incertidumbre con respecto a una posible reunión entre los miembros de la OPEP y otros países productores de petróleo para discutir medidas que ayuden a impulsar los precios, y de expectativas de mayor oferta de crudo. Con respecto a este último punto se destaca que la Agencia Internacional de Energía afirmó que el mundo almacenará petróleo durante la mayor parte del 2016 debido a que los declives de la producción de EE.UU. tomarán mucho tiempo en ocurrir y a que es poco probable que disminuya la oferta mundial. Adicionalmente, el precio del petróleo se vio afectado por el débil dinamismo de la economía de China.

De esta manera, el VIX pasó de 20,2% el 29 de enero a 22,3% el 17 de febrero, al tiempo que el VSTOXX aumentó de 27,3% a 30,5%. El índice MOVE⁵³ pasó de 74 a 85 (Gráficos 37 y 38). Por su parte el precio del petróleo WTI disminuyó 8,8% y el del petróleo Brent aumentó 3,49% (hasta el 16 de febrero -4,7%). El incremento observado en el MOVE se puede asociar a la incertidumbre que pudieron haber generado las declaraciones de Yellen.

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel regional (CDS) aumentaron en línea con el incremento en la percepción de riesgo a nivel internacional y en el caso de los productores de petróleo debido a los menores precios de este producto. Entre el 29 de enero y el 16 de febrero los *Credit Default Swap* (CDS) aumentaron 30 p.b. para Colombia, 22 p.b. para México, 17 para Brasil y 7 p.b. para Perú, mientras que cayeron 1 p.b. en el caso de Chile. No obstante, el 17 de febrero los CDS disminuyeron considerablemente de tal manera que al comparar estos datos con los del 29 de enero los indicadores aumentaron 13 p.b. para Colombia, 9 p.b. para México, 6 para Brasil y disminuyeron 9 p.b. para Perú y 7 p.b. en el caso de Chile. Por su parte, el EMBI+ aumentó 7 p.b. al tiempo que el EMBI Colombia aumentó 3 p.b. (Gráficos 39 y 40).

La mejora de la percepción de riesgo de Perú y Chile puede estar relacionada con el comportamiento favorable de los precios de sus principales productos de exportación y en la última jornada con la mejora en la percepción de riesgo a nivel internacional. Por su parte, *Standard and Poor's* revisó la perspectiva (*outlook*) de Colombia a negativa por el deterioro de las condiciones externas y la posibilidad de que aumente el déficit fiscal en 2016 como consecuencia de un menor crecimiento económico esperado y de los bajos precios del petróleo. Sin embargo, la agencia ratificó la calificación de los bonos de largo y corto plazo en moneda local y extranjera⁵⁴.

⁵⁰ El spread de los CDS del Deutsche Bank pasó de 99,2 p.b. el 13 de enero a 264 el 11 de febrero de 2016.

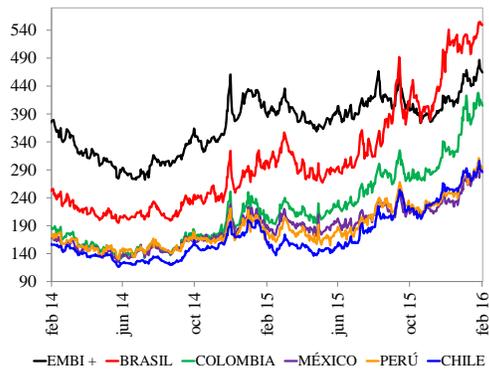
⁵¹ Luego del anuncio los CDS pasaron de 264 a 221 p.b.

⁵² Según algunos analistas, la proporción de préstamos en mora de Italia es del 17%, más de cuatro veces que el promedio europeo.

⁵³ Indicador que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre los Bonos del Tesoro de los EE.UU.

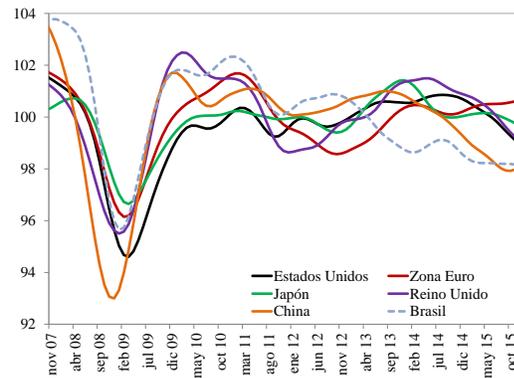
⁵⁴ La calificación de los bonos de largo plazo en moneda extranjera fue ratificada en BBB mientras que la de largo plazo en moneda local se mantuvo en BBB+.

Gráfico 40: EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 41: Indicadores Líderes de Crecimiento de la OECD



Fuente: OECD.

Entre noviembre y diciembre de 2015 los indicadores líderes de la actividad económica⁵⁵ publicados por la OECD⁵⁶ desmejoraron para Brasil, Estados Unidos, Japón y Reino Unido, mientras que mejoraron para China y Europa (Gráfico 41).

En resumen, los indicadores de percepción de riesgo aumentaron como consecuencia del deterioro en las perspectivas de crecimiento global, el incremento en el riesgo en Europa y la disminución de los precios del petróleo.

⁵⁵ Toda la serie es actualizada en el momento en que se dispone de nuevos datos. La metodología puede ser encontrada en *OECD Leading Indicators and Business Cycles in Member Countries, Sources and Methods*, No 39, January 1987. El indicador busca replicar el índice de producción total utilizando, entre otros, el nivel del stock de bienes finales, precios de acciones, oferta monetaria, salarios, inicios de construcción y horas semanales de trabajo en el sector manufacturero.

⁵⁶ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

5. Tasas de interés y Expectativas del mercado

En el Gráfico 42 se presenta la evolución de la tasa mínima de expansión del BR, la tasa interbancaria (TIB), la DTF y el IBR a un día. Desde el 29 de enero el IBR *overnight* y la TIB oscilaron en niveles similares al de la tasa de política monetaria. La tasa de simultáneas del SEN era 5,75% el 29 de enero y recientemente es 6,0%⁵⁷.

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

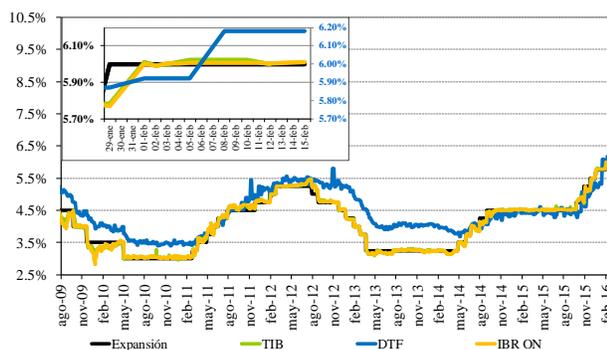
En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 15 de febrero⁵⁸, un 81,4% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b. a 6,25%, un 10,5% que será incrementada 50 p.b. y el 8,1% restante que se mantendrá inalterada.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 34,1% (ant: 36,4%) señaló los factores externos, un 28,2% la política fiscal (ant: 27,3%), un 21,2% mencionó la política monetaria (ant: 20,8%), un 14,1% el crecimiento económico (ant: 9%), el 1,2% las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 2,6%), y el 1,2% restante otros factores (ant: 3,9%).

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 18 de febrero, el 79% (26 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia de 25 p.b. y el 21% restante (7 entidades⁵⁹) espera que la tasa aumente 50 p.b.

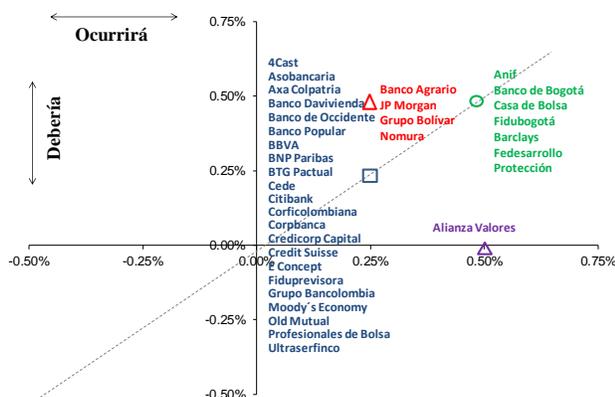
En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank⁶⁰, se encuentra que de las 34 entidades encuestadas el 76% (26

Gráfico 42: Tasas Interés Mercado Colombiano



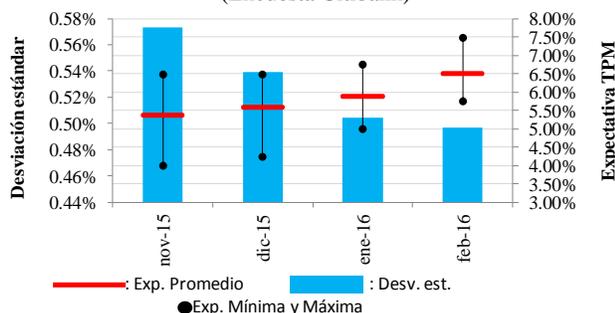
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 43: Encuestas Anif y Citibank



Fuente: Anif y Citibank.

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



Fuente: Encuesta Citibank.

⁵⁷ Dato del 17 de febrero.

⁵⁸ Realizada entre el 1 y el 10 de febrero.

⁵⁹ Acción Fiduciaria, Banco de Bogotá, Barclays, Casa de Bolsa, Fiduciaria de Occidente, Standard Chartered Bank y Universidad Jorge Tadeo Lozano.

⁶⁰ Encuestas publicadas el 15 y el 17 de febrero, 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, Banco de Bogotá había respondido en la

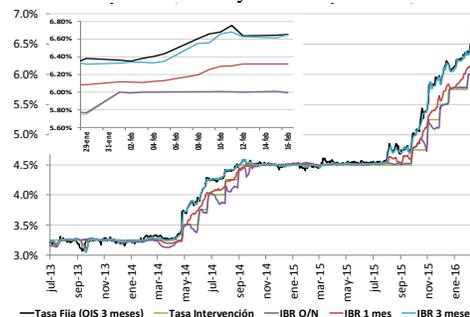
entidades) espera que la tasa aumente 25 p.b. y el 24% restante (8 entidades⁶¹) espera que aumente 50 p.b. De estas 34 entidades el 65% (22 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b, y el 32% restante (11 entidades) recomienda un aumento de 50 p.b. El Gráfico 43 presenta el resumen de los resultados de estas encuestas, cuyos detalles pueden ser consultados en el Anexo 5.

En el Gráfico 44 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2016 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Entre enero y febrero la tasa esperada en promedio pasó de 5,91% a 6,53%.

En el Gráfico 45 se muestran el IBR *overnight*, el IBR a 1 mes y el IBR a 3 meses. También se incluyen la tasa de intervención del BR, y la tasa fija del OIS a 3 meses de *Bloomberg*⁶².

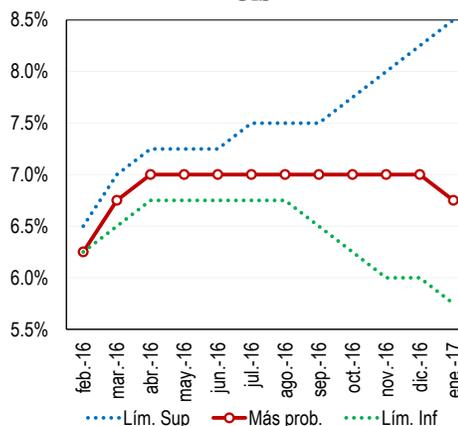
El 17 de febrero el IBR *overnight*, el IBR a un mes y el IBR a tres meses se ubicaron en 6,01%, 6,32% y 6,64%, respectivamente. La tasa fija del OIS de tres meses extraída de *Bloomberg* fue 6,65%. De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de los OIS, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de referencia sea incrementada 25 p.b, y que en marzo aumente 50 p.b. (Gráfico 46, Cuadro 3, y Anexo 6).

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



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

Gráfico 46: Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



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

Cuadro 3

TPM	feb16	mar16	abr16	may16	juni16	jul16	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17
8.75%												0%
8.50%											0%	2%
8.25%										0%	2%	5%
8.00%									0%	2%	7%	8%
7.75%									0%	7%	11%	10%
7.50%						0%	1%	3%	7%	11%	10%	8%
7.25%			28%	32%	37%	43%	39%	36%	33%	24%	16%	10%
7.00%		3%	63%	62%	60%	56%	50%	42%	33%	28%	25%	21%
6.75%		86%	9%	6%	3%	0%	10%	16%	21%	22%	23%	23%
6.50%	29%	10%						3%	6%	9%	13%	16%
6.25%	71%								1%	2%	4%	6%
6.00%										0%	1%	1%
5.75%												
5.50%												0%

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

encuesta de Anif que esperaba un incremento de 25 p.b. aunque consideraba apropiado uno de 50 p.b, mientras en la encuesta de Citibank respondió que esperaba y recomendaba un aumento de 50 p.b. Casa de Bolsa había respondido en la encuesta de Anif que esperaba un incremento de 50 p.b. aunque consideraba apropiado uno de 75 p.b, mientras en la encuesta de Citibank respondió que esperaba y recomendaba un aumento de 50 p.b.

⁶¹ Alianza Valores, Anif, Banco de Bogotá, Casa de Bolsa, Fidubogotá, Barclays, Fedesarrollo y Protección.

⁶² 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.

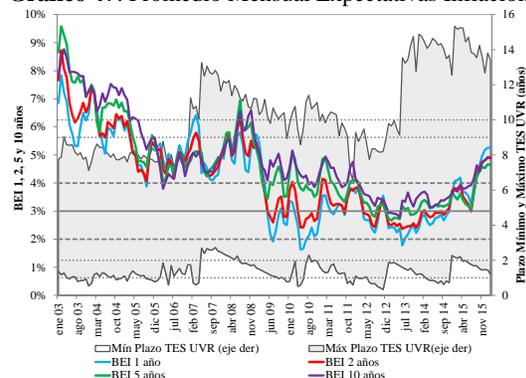
En la última encuesta de expectativas de inflación realizada por el BR⁶³, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2016 en promedio se ubica en 5,49% (encuesta anterior: 4,83%). Las expectativas promedio para diciembre de 2017 se ubican en 3,93% (ant: 3,74%) y para febrero de 2018 en 3,70%⁶⁴.

La encuesta realizada por Citibank⁶⁵ refleja que la inflación esperada para diciembre de 2016 es 5,44%, mientras que en la encuesta anterior era 4,83%.

En promedio para lo corrido de febrero⁶⁶ (hasta el día 17) frente a los datos promedio de enero, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR se mantuvieron estables para todos los plazos⁶⁷. De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de febrero a 2, 3, 5 y 10 años son 4,91%, 4,73%, 4,67% y 4,93%, respectivamente.

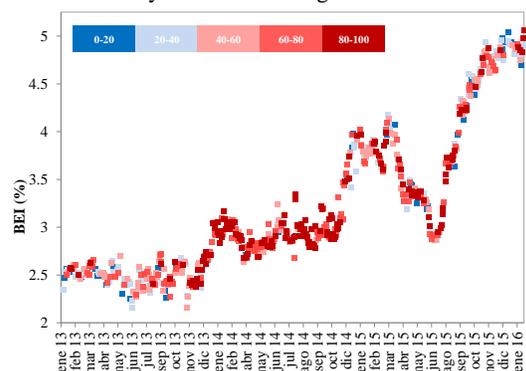
El Gráfico 49 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez⁶⁸ relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR⁶⁹. Con información al 15 de febrero se espera que en los próximos 2 años en promedio la inflación sea 3,58% (enero: 3,58%). Para el plazo de 5 años, la inflación promedio esperada se mantuvo estable en 3,40%. Por su parte, la prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años aumentó de 0,92% a 1,12%, al tiempo que la de 5 años pasó de 0,81% a 1,06%.

Gráfico 47: Promedio Mensual Expectativas Inflación



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

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



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

⁶³ Realizada entre el 6 y el 8 de febrero.

⁶⁴ En la encuesta anterior la inflación esperada para enero del 2018 era 3,68%.

⁶⁵ Publicada el 17 de febrero.

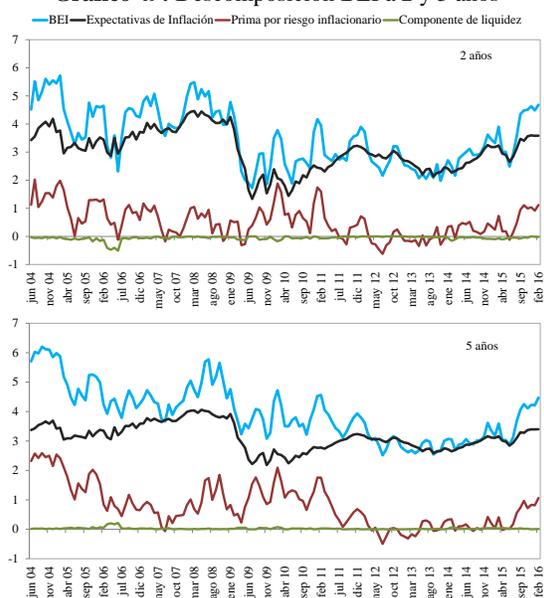
⁶⁶ Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de +28 p.b, +31 p.b, +29 p.b. y +8 p.b, respectivamente. De esta manera, al 17 de febrero se ubicaron en 5,14%, 4,99%, 4,90% y 4,99%, respectivamente.

⁶⁷ Las variaciones para los plazos 2, 3, 5 y 10 años fueron 0, 0, +1 y +1 p.b, respectivamente.

⁶⁸ El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

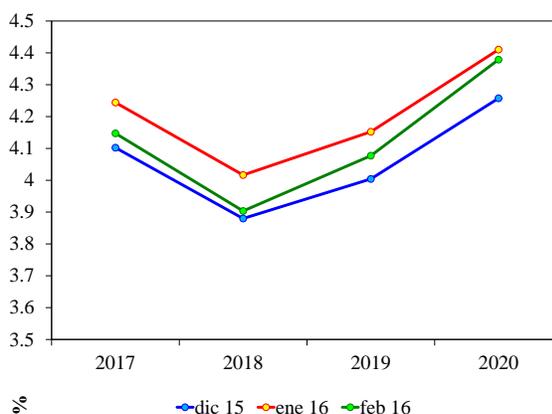
⁶⁹ Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2015). *Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía. 903. Banco de la República.

Gráfico 49: Descomposición BEI a 2 y 5 años



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

Gráfico 50: Inflación esperada (FBEI)



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

El Gráfico 50 muestra la senda de inflación esperada para los años entre 2017 y 2020, tomando el promedio de los datos diarios para los meses de diciembre del 2015⁷⁰, y enero y febrero del 2016. Los datos de inflación esperada (FBEI) promedio de febrero son superiores a los de diciembre pero inferiores a los de enero. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre los años 2017 y 2018, y creciente entre el 2018 y 2020, de tal forma que para este último año la inflación año completo esperada es 4,37% (esperada en enero: 4,41%).

⁷⁰ Cardozo (2010). Incluido en el Anexo del Documento de Curvas del día 23 de julio de 2010.

Finalmente, el Cuadro 4 muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, Ecuador, India, Sudáfrica, China y Noruega. Las expectativas de crecimiento económico para el año 2016 se mantuvieron estables en los casos de Perú, India, China y Noruega; y disminuyeron para Colombia, Chile, México, Brasil, Ecuador y Sudáfrica. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,63% a 2,59%. Los datos de inflación de enero fueron superiores a los pronósticos en todos los países, salvo China. La inflación se encuentra por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2% a 4%), Perú (1% a 3%), Chile (2% a 4%) y Brasil (2,5% a 6,5%). Por último, las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia, Chile, Perú y Brasil; permanecieron estables en los casos de Sudáfrica, China y Noruega, y disminuyeron para México, Ecuador e India.

Cuadro 4: Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Ene. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Ene. 2016	Feb. 2016		Ene. 2016	Feb. 2016	Esp*	Obs	Ene. 2016	Feb. 2016
Colombia	7.07%	7.45%	4.83%	5.49%	6.00%	5.91%	6.53%	3.3%	3.2%	2.63%	2.59%
Chile	4.6%	4.8%	3.5%	3.6%	3.50%	4.00%	3.75%	2.1%	2.2%	2.1%	1.9%
México	2.52%	2.61%	3.32%	3.10%	3.75%	4.00%	4.10%	2.3%	2.5%	2.74%	2.69%
Perú	4.49%	4.61%	3.4%	3.5%	4.25%	4.35%	4.45%	3.8%	4.0%	3.2%	3.2%
Brasil	10.52%	10.71%	7.23%	7.61%	14.25%	14.64%	14.25%	-4.2%	-4.5%	-3.00%	-3.33%
Ecuador	n.d.	3.09%	3.2%	3.0%	8.88%	4.60%	3.30%	n.d.	-0.4%	-0.8%	-1.2%
India	5.40%	5.69%	5.4%	5.3%	6.75%	6.50%	6.47%	7.1%	7.3%	7.6%	7.6%
Sudáfrica	6.0%	6.2%	6.0%	6.0%	6.75%	7.35%	7.3%	1.3%	1.0%	1.2%	0.9%
China	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%	4.35%	4.02%	3.99%	6.9%	6.9%	6.5%	6.5%
Noruega	2.4%	3.0%	2.5%	2.5%	0.75%	0.45%	0.40%	-0.4%	-1.2%	1.4%	1.4%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 6 y el 8 de febrero del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

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

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

México: Encuesta publicada por el BCM el 2 de febrero. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 12 de febrero.

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

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

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.

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

**Todos los datos corresponden al 4T15, salvo los de Colombia, Chile, Brasil, Ecuador y Sudáfrica. En estos casos el dato es del 3T15.

6. Conclusiones

En Colombia, al comparar los datos entre el 29 de enero y el 17 de febrero del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 28 p.b, 45 p.b. y 27 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente permaneció relativamente estable al pasar de 260 p.b. a 259 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 -68% a -88%⁷¹. La correlación a 30 días pasó de -84% a -69%.

Después de la última reunión de la JDBR los TES registraron desvalorizaciones. En el caso de los tramos mediano y largo de la curva esto se relaciona con la mayor percepción de riesgo a nivel internacional y hacia Colombia. Los principales factores externos que han afectado el comportamiento del mercado son las preocupaciones respecto a la debilidad de las economías de China y de EE.UU, y las dificultades financieras del Deutsche Bank. A nivel local, los TES han estado influenciados por el dato de inflación de enero que resultó superior al esperado, y por los temores en torno a la situación fiscal del Gobierno afectada por los menores precios del petróleo y por la incertidumbre respecto a la reforma tributaria.

Por otro lado, Morgan Stanley pasó su recomendación en bonos colombianos de «*overweight*» a «*marketweight*» argumentando que en un contexto de bajos precios del petróleo Colombia deberá enfrentar una inflación alta y persistente, un mayor déficit de cuenta corriente y el deterioro de su situación fiscal.

En cuanto a los bonos del tramo corto de la curva, su comportamiento coincide con el del IBR a 1 y 3 meses, lo que refleja que estos bonos pueden estar influenciados por expectativas de mayores incrementos de la tasa de política monetaria en las próximas reuniones de la JDBR, que surgieron luego de la publicación del dato de inflación.

Respecto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de febrero aumentó ante el deterioro en la mayoría de los indicadores disponibles. A nivel internacional, los indicadores de percepción de riesgo aumentaron como consecuencia del deterioro en las perspectivas de crecimiento global, el incremento en el riesgo en Europa y la disminución de los precios del petróleo. Vale la pena aclarar que en las últimas dos jornadas el precio del *Brent* tuvo un repunte importante (10%), de tal manera que en estas mejoró la percepción de riesgo hacia los países de la región.

Con relación a las expectativas sobre el movimiento de la tasa de referencia del BR en su próxima reunión, de acuerdo con las encuestas realizadas por Fedesarrollo y la BVC, *Bloomberg* y la compilación de las encuestas de Anif y Citibank, las tasas esperadas promedio son 6,26%, 6,30% y 6,31%, respectivamente.

En promedio para lo corrido de febrero⁷² (hasta el día 17) frente a los datos promedio de enero, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR se mantuvieron estables para todos los plazos⁷³. De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de febrero a 2, 3, 5 y 10 años son 4,91%, 4,73%, 4,67% y 4,93%, respectivamente.

⁷¹ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 72%.

⁷² Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de +28 p.b, +31 p.b. +29 p.b. y +8 p.b, respectivamente. De esta manera, al 17 de febrero se ubicaron en 5,14%, 4,99%, 4,90% y 4,99%, respectivamente.

⁷³ Las variaciones para los plazos 2, 3, 5 y 10 años fueron 0, 0, +1 y +1 p.b, respectivamente.

7. Recuadros/Anexos

Anexo 1

	Valor actual 15 de febrero	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*	334.8	0.4%	11.0%	2.2%	3.4%	333.4	301.7	327.6	324.0
ASIA	220.7	1.1%	10.3%	3.0%	4.5%	218.3	200.2	214.3	211.3
India**	765.6	-0.2%	24.2%	0.2%	5.5%	767.2	616.5	764.0	725.7
Indonesia	496.4	2.6%	6.9%	5.5%	2.6%	484.0	464.2	470.7	484.0
Malasia	171.3	-0.1%	9.3%	1.5%	4.6%	171.4	156.7	168.7	163.8
Filipinas	141.2	0.2%	-1.0%	1.2%	-0.7%	140.8	142.6	139.5	142.2
Tailandia	223.6	0.9%	17.0%	2.2%	6.6%	221.5	191.2	218.8	209.8
EUROPA	306.9	0.4%	11.0%	1.0%	3.0%	305.7	276.5	303.8	298.0
Polonia	331.5	0.6%	10.9%	0.9%	1.1%	329.7	298.9	328.5	327.8
Turquía	465.2	0.4%	8.0%	1.2%	-2.4%	463.5	430.7	459.6	476.6
Rumania	133.7	0.3%	21.6%	1.4%	3.0%	133.2	109.9	131.8	129.8
Rusia	221.3	0.5%	9.9%	-0.2%	20.1%	220.1	201.4	221.7	184.3
MEDIO ORIENTE/ÁFRICA	363.9	0.2%	8.0%	4.7%	-0.6%	363.1	337.0	347.5	366.0
Nigeria	185.9	0.2%	43.5%	-3.7%	n.d.	185.5	129.6	193.0	140.0
LATINOAMÉRICA	437.6	0.0%	11.8%	2.1%	3.6%	437.4	391.4	428.4	422.4
Chile	129.1	0.4%	12.1%	0.2%	1.4%	128.6	115.3	128.9	127.4
Perú	174.0	1.1%	-5.4%	0.2%	-6.4%	172.1	183.9	173.7	185.9
Brasil	521.8	0.4%	18.3%	4.3%	6.3%	519.8	440.9	500.5	490.6
Colombia	343.3	-1.3%	-0.6%	-2.1%	-5.6%	347.9	345.5	350.7	363.6

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

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

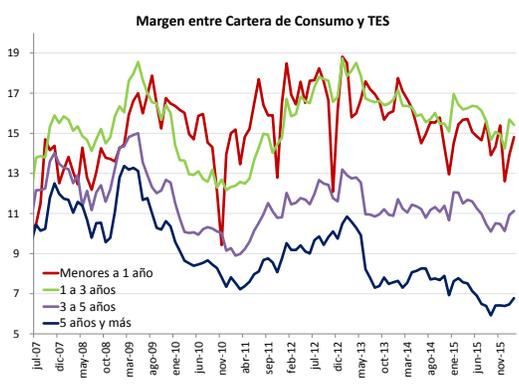
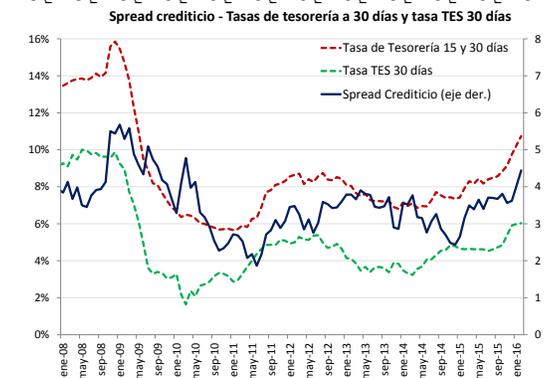
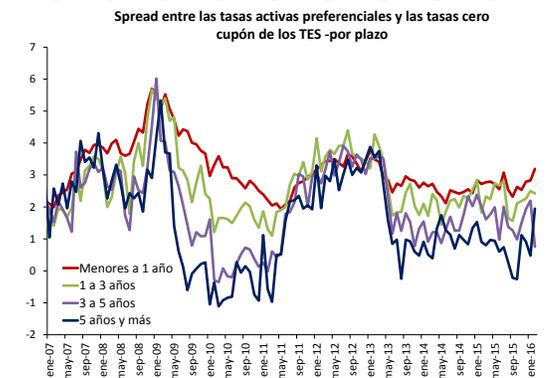
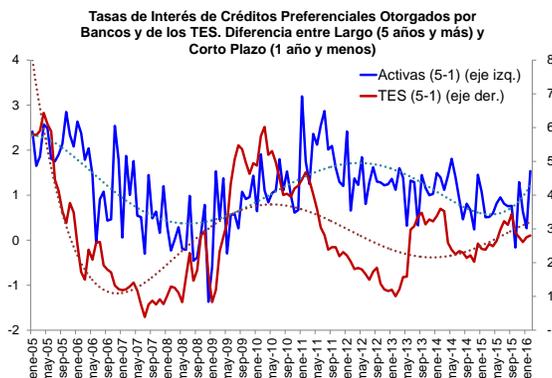
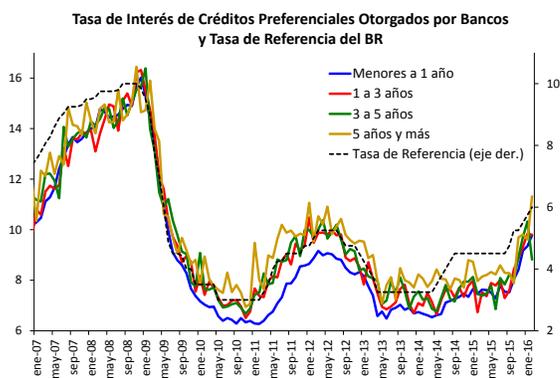
Anexo 2

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

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2016	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	1'148'173	1'829'862	6'025'559	1'474'889	9'330'311	506'098	167'401	218'131	891'630
Compañía de Financiamiento Comercial	-	2'190	4'441	1'102	7'733	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	94'062	(979'810)	205'975	(293'076)	(1'066'911)	9'208	149'287	(9'857)	148'639
Total EC	1'242'235	852'242	6'235'976	1'182'915	8'271'133	515'307	316'688	208'274	1'040'269
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	-	(2'197)	(159)	4'668	2'311	-	-	-	-
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	614'438	(2'357'555)	3'001'553	781'060	8'454'598	(188'138)	(14)	453'638	265'486
	472'763	(2'351'398)	1'980'456	5'537'858	5'166'916	(155'334)	22'971	319'049	186'686
	-	(7'572)	-	-	(7'572)	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	614'438	(2'367'324)	3'001'394	781'528	8'449'337	(188'138)	(14)	453'638	265'486
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	57'350	(198'786)	(159'669)	60'881	(297'574)	36'358	1'196	(243'16)	13'239
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	80'735	148'741	94'866	76'673	320'280	34'499	25'182	1'143	60'824
	-	(22'135)	-	(8'422)	(30'557)	-	-	-	-
	-	23'573	14'016	(6'200)	31'389	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	138'086	(50'045)	(64'800)	137'554	22'706	70'857	26'378	(23'173)	74'063
Sociedades Fiduciarias Propia	47'069	(19'645)	23'706	11'221	15'282	5'750	5'752	5'746	17'248
Sociedades Fiduciarias Terceros	228'416	(222'211)	716'533	276'717	3'261'493	(16'891)	11'378	86'651	81'137
	(251'263)	(456'080)	(59'246)	244'235	(271'090)	(1'264)	(30'648)	(93'102)	(125'014)
	30'114	245'525	8'524	4'057	258'107	566	(11)	(695)	(149)
	110'181	(35'396)	200'973	429'887	595'463	(9'880)	32'864	16'092	39'076
Total Sociedades Fiduciarias	275'485	(241'856)	740'238	277'839	3'276'775	(11'142)	17'130	92'397	98'385
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	398'181	(124'570)	(3275)	1'394'941	1'267'096	21'853	-	113'844	135'697
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	-	-	-	1'104	1'104	-	-	-	-
	-	-	-	1'104	1'104	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	398'181	(124'570)	(3275)	1'396'045	1'268'200	21'853	-	113'844	135'697
	-	-	(14'025)	(43)	(14'068)	-	-	-	-
	-	-	(14'025)	(43)	(14'068)	-	-	-	-
	-	-	(14'025)	(43)	(14'068)	-	-	-	-
Total Entidades Financieras No bancarias	1'426'190	(2783'794)	3'659'529	12'127'216	13'002'950	(106'570)	43'494	636'705	573'630
Total Entidades Financieras Especiales**	3'434	(20'720)	81'521	45'683	106'485	(4'599)	-	1'149	(3'450)
Total Entidades Públicas***	428'891	(121'668)	(269'197)	(246'699)	(637'564)	11'504	11'495	-	22'998
Otros****	21'318	57'011	(153'170)	876'390	780'231	6'895	2'298	12'125	21'318
	-	-	(70'551)	-	(70'551)	-	-	-	-
Total Movimiento Neto	3'122'068	(2'016'929)	9'554'659	13'985'505	21'523'235	422'537	373'975	858'253	1'654'766

Fuente: BR. Información actualizada al 12 de febrero 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. ** Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Anexo 3 Margen entre tasas activas y tasa de TES



Anexo 4 Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

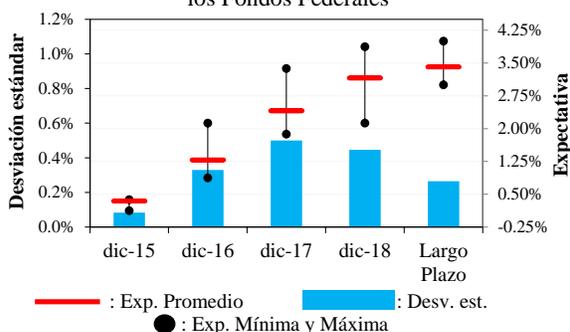
Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Australia (2%), Islandia (5,75%) e Inglaterra (0,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas en línea con las expectativas de los analistas, y el Banco Central de Inglaterra mantuvo el monto de su programa de compra de activos en £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012). Por otra parte, con el propósito de otorgar mayor soporte a la economía y afianzar las expectativas de que la inflación retornará y se estabilizará alrededor del 2% en 2017, el Banco Central de Suecia recortó su tasa de interés de referencia 15 p.b. a -0,5% (esperado: -0,45%), e indicó que está preparado para implementar una política monetaria más expansiva de ser necesario.

En otro escenario, el Banco Central de Japón (BoJ) introdujo un nuevo esquema de política monetaria (*Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate*) caracterizado por la implementación de una tasa de interés negativa (-0,1%) a los depósitos de las instituciones financieras en el BoJ⁷⁴, e indicó que esta tasa podría ser más negativa de ser necesario.

- EE.UU.:

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



Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

que pronostica el FOMC.

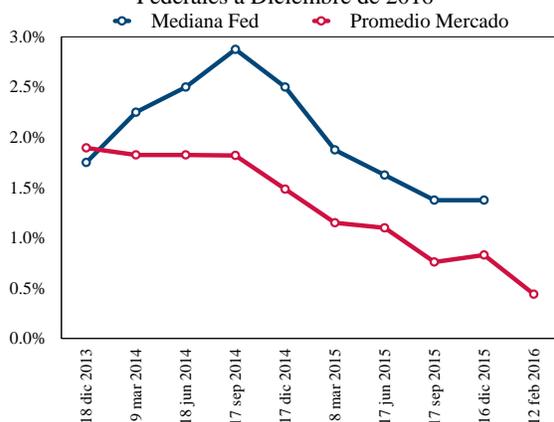
En cuanto a los pronósticos de diciembre sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos A.1⁷⁵, A.2 y A.3⁷⁶ se observa que: i) frente a las últimas proyecciones (septiembre de 2015) las estimaciones del FOMC para el cierre del 2016 permanecieron inalteradas, mientras que para el cierre de 2017 se redujeron de tal manera que se descuentan incrementos de la tasa de política monetaria a un ritmo más suave; ii) el mercado, por su parte, pronostica que los incrementos serán más rápidos que lo que se descontaba en septiembre; y iii) el mercado continúa anticipando un ritmo de incrementos menor al

⁷⁴ Específicamente, el BoJ adoptó un sistema de tres niveles en el que el saldo de cada cuenta corriente de las entidades financieras en el BoJ se divide en tres partes donde a cada una le aplica o una tasa de interés positiva (0,1%), o un tasa cero de interés o una tasa de interés negativa (-0,1%), respectivamente.

⁷⁵ En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en diciembre para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2015, 2016, 2017, 2018 y para el largo plazo.

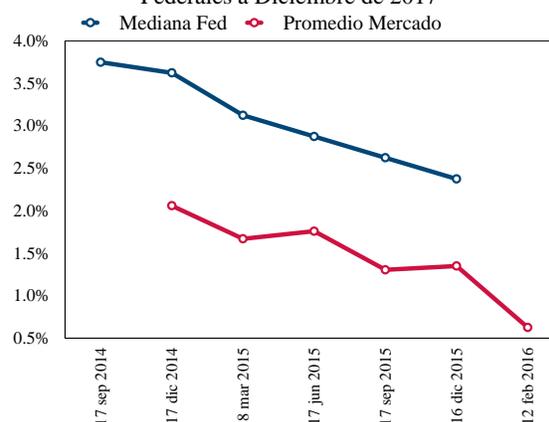
⁷⁶ En los gráficos A.2 y A.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2016 y 2017.

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



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

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



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

Países Emergentes

Los bancos centrales de Rusia, Pakistán, Georgia, India, Tailandia, Filipinas, República Dominicana, Trinidad & Tobago, Botswana, Mauricio, Zambia, Uganda, Rumania, Polonia, República Checa y Corea del Sur mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 11%, 6%, 8%, 6,75%, 1,5%, 4%, 4,75%, 5%, 6%, 4,4%, 15,5%, 17%, 1,75%, 1,5%⁷⁷, 0,05%, y 1,5% respectivamente, en línea con lo esperado. Por otra parte, los bancos centrales de Bulgaria, Serbia y Namibia redujeron sorpresivamente sus tasas de interés de referencia 1 p.b., 25 p.b. y 25 p.b. a 0%, 4,25% y 6,75%, respectivamente, al tiempo que los bancos centrales de Kazajstán y Angola las incrementaron sorpresivamente 100 p.b. a 17% y 12%, respectivamente. Por su parte, el Banco Central de Indonesia recortó 25 p.b. su tasa de interés de referencia a 7%, tal como lo esperaba el mercado.

En Latinoamérica, el Banco Central de Chile mantuvo su tasa de política inalterada en 3,50% y el Banco Central de Perú la incrementó 25 p.b. a 4,25%. En ambos casos las decisiones eran esperadas por el mercado. Por otra parte, el Banco Central de México celebró una reunión extraordinaria el 17 de febrero en la que incrementó sorpresivamente su tasa de referencia 50 p.b. a 3,75%, indicando que tal decisión refleja el incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, el deterioro del entorno externo y la caída de los precios del petróleo, factores que han provocado una depreciación de la moneda local, y han aumentado la probabilidad de desanclaje de las expectativas de inflación.

- Perú:

El 11 de febrero, el Banco Central de Perú mencionó en el comunicado que acompañó su decisión que: *i) la inflación ha sido afectada por factores temporales de oferta tales como el aumento de precios de algunos alimentos y servicios públicos y por la depreciación cambiaria; ii) estos incrementos en los precios al consumidor han afectado a la inflación esperada, ubicándola por encima del rango meta, lo cual puede retroalimentar a la inflación; iii) la actividad económica local se viene recuperando; y iv) la economía mundial continúa registrando volatilidad en tipos de cambio, cotizaciones bursátiles y de materias primas, con señales mixtas de recuperación en la producción y empleo de las economías de mayor tamaño.* Adicionalmente, el organismo señaló que *los indicadores recientes de la actividad productiva y de expectativas empresariales y de consumidores señalan un ciclo económico con tasas de crecimiento del PBI menores a su potencial*

⁷⁷ Asimismo, mantuvo inalteradas su tasa lombarda (2,50%), su tasa de descuento (1,75%) y su tasa de depósitos (0.50%).

hasta el tercer trimestre del 2015, pero con un crecimiento del PBI mayor en el último trimestre del año. Para el 2016 se estima que la economía estará creciendo a una tasa similar a la de su potencial. Finalmente, el organismo señaló que se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, ajustes adicionales en la tasa de referencia.

- **Chile:**

En su reunión de política monetaria llevada a cabo el día 11 de febrero, el Banco Central de Chile mencionó que en lo externo los premios por riesgo soberano han aumentado, la mayoría de las bolsas han intensificado su caída y los precios de las materias primas han vuelto a caer. La mayor parte de las monedas revirtió parcialmente las pérdidas observadas en el mes previo con respecto al dólar. Las perspectivas de crecimiento para el mundo se han ajustado a la baja. En este contexto, algunos bancos centrales han ampliado su estímulo monetario o comunicado acciones futuras en esa dirección. Las tasas de interés de largo plazo han disminuido en los mercados desarrollados.

En el plano local, el organismo indicó que en enero la variación mensual del IPC fue algo mayor que lo previsto y en términos anuales continúa sobre 4%, y que las expectativas de inflación a dos años plazo permanecen en 3%. Además, señaló que los datos conocidos durante el mes están en línea con un acotado crecimiento de la actividad y la demanda interna. Los índices de confianza continúan en niveles pesimistas. El crecimiento anual del empleo asalariado se mostró menos dinámico, pero la tasa de desempleo volvió a caer. El ritmo de crecimiento anual de los salarios continuó moderándose.

- **México:**

En su reunión extraordinaria celebrada el 17 de febrero, el Banco Central de México indicó que a partir de la última reunión de política monetaria, la volatilidad en los mercados financieros internacionales ha aumentado y el entorno externo que enfrenta la economía mexicana ha seguido deteriorándose. Destaca que en ese lapso el precio del petróleo ha continuado descendiendo, lo que ha afectado a las finanzas públicas y a la cuenta corriente, entre otras variables macroeconómicas. Lo anterior ha tenido un impacto negativo sobre la cotización de la moneda nacional, aumentando con ello la probabilidad de que surjan expectativas de inflación que no estén en línea con la consolidación del objetivo permanente de 3%.

Anexo 5

Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.

Febrero del 2016

Cuadro A5.1

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG
Actualizada el 18 de febrero

	Economista	Empresa	Estimación	Fecha
1	Rafael Neira Gonzalez	Banco Gnb Sudameris	6.25%	11-feb-16
2	Nader Nazmi	BNP Paribas	6.25%	12-feb-16
3	Rafael De La Fuente	UBS Securities	6.25%	15-feb-16
4	Sergio Olarte	BTG Pactual	6.25%	12-feb-16
5	Diego Colman	4cast Inc	6.25%	12-feb-16
6	Miguel Aguirre	Accion Fiduciaria	6.50%	17-feb-16
7	Otman Gordillo	Adcap Colombia	6.25%	17-feb-16
8		Alianza Valores	6.25%	5-feb-16
9	Juana Tellez	BBVA	6.25%	12-feb-16
10	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	6.25%	11-feb-16
11		Banco CorpBanca Colombia SA	6.25%	12-feb-16
12	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	6.25%	15-feb-16
13	Luciano Rostagno	Banco Mizuho	6.25%	5-feb-16
14	David Cubides	Banco Popular SA	6.25%	12-feb-16
15		Banco de Bogota	6.50%	17-feb-16
16	Alexander Riveros Saaved	Bancolombia	6.25%	15-feb-16
17	Alejandro Arreaza	Barclays	6.50%	12-feb-16
18	Francisco Rodriguez	BofA Merrill Lynch	6.25%	12-feb-16
19	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	6.50%	11-feb-16
20	Andres Pardo	Corp Financiera Colombiana	6.25%	5-feb-16
21	Daniel Velandia	Credicorp Capital	6.25%	16-feb-16
22	Orlando Santiago Jacome	Fenix Valor	6.25%	5-feb-16
23	Juan Saboya	Fiduciaria de Occidente	6.50%	12-feb-16
24	Daniel Escobar	Global Securities	6.25%	12-feb-16
25		Goldman Sachs	6.25%	12-feb-16
26	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	6.25%	12-feb-16
27	Luis Arcentales	Morgan Stanley	6.25%	12-feb-16
28	Andres Abadia	Pantheon Macroeconomics	6.25%	12-feb-16
29	Eduardo Bolanos	Positiva Compania de Seguros	6.25%	11-feb-16
30	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	6.25%	5-feb-16
31	Italo Lombardi	Standard Chartered Bank	6.50%	11-feb-16
32		Ultraserfinco	6.25%	12-feb
33	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	6.50%	16-feb
		Tasa	Obs.	Prob.
		6.00%	0	0%
		6.25%	26	79%
		6.50%	7	21%
		Tasa Esperada Ponderada		6.30%

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

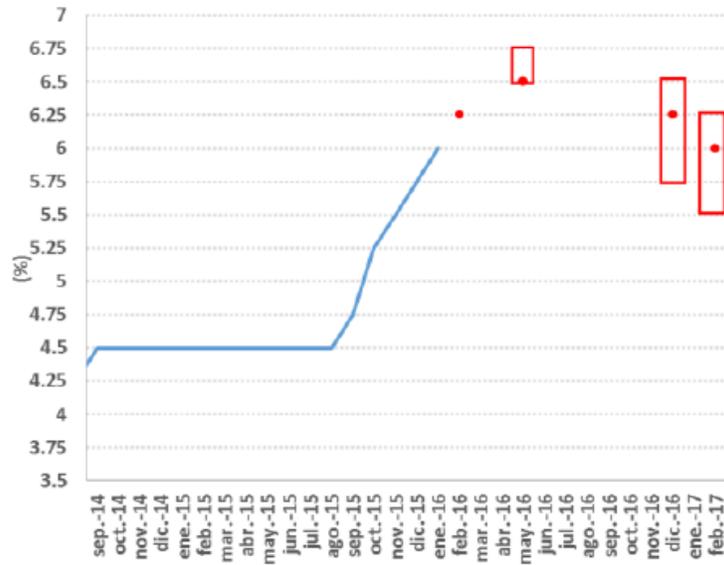
Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
4cast	6.25%	6.25%
Alianza Valores	6.50%	6.00%
Anif	6.50%	6.50%
Asobancaria	6.25%	6.25%
Axa Colpatría	6.25%	6.25%
Banco Agrario	6.25%	6.50%
Banco Davivienda	6.25%	6.25%
Banco de Bogotá	6.50%	6.50%
Banco de Occidente	6.25%	6.25%
Banco Popular	6.25%	6.25%
BBVA	6.25%	6.25%
BNP Paribas	6.25%	6.25%
BTG Pactual	6.25%	6.25%
Casa de Bolsa	6.50%	6.50%
Citibank	6.25%	6.25%
Corficolombiana	6.25%	6.25%
CorpBanca	6.25%	6.25%
Credicorp Capital	6.25%	6.25%
EConcept	6.25%	6.25%
Fidubogotá	6.50%	6.50%
Fiduprevisora	6.25%	6.25%
Grupo Bancolombia	6.25%	6.25%
JP Morgan	6.25%	6.50%
Moodys Economy	6.25%	6.25%
Nomura	6.25%	6.50%
Profesionales de Bolsa	6.25%	6.25%
Ultraserfinco	6.25%	6.25%
Cede	6.25%	6.25%
Credit Suisse	6.25%	6.25%
Old Mutual	6.25%	6.25%
Barclays	6.50%	6.50%
Fedesarrollo	6.50%	6.50%
Protección	6.50%	6.50%
Grupo Bolívar	6.25%	6.50%
Promedio	6.31%	6.32%
Mediana	6.25%	6.25%
STDV	0.11%	0.13%
Máximo	6.50%	6.50%
Mínimo	6.25%	6.00%

Cuánto debería ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
6.50%	32%	11
6.25%	65%	22
6.00%	3%	1
5.75%	0%	0
Total	100%	34

Cuánto va a ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
6.50%	24%	8
6.25%	76%	26
6.00%	0%	0
5.75%	0%	0
Total	100%	34

Cuadro A5.3

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



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

 Rango  Mediana

Anexo 6

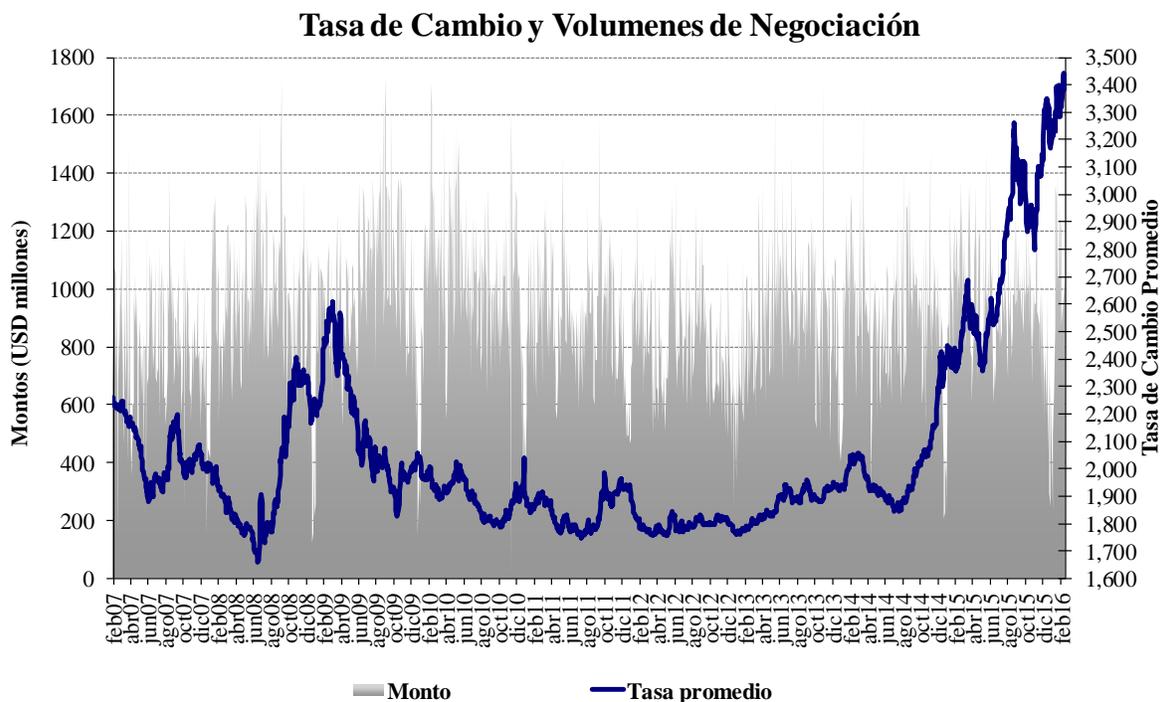
Probabilidades de Escenarios de Tasa de Referencia para las próximas tres reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)

TPM	feb16	mar16	abr16	may16	jun16	jul16	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17
8.75%												
8.50%												0%
8.25%											0%	2%
8.00%										0%	2%	5%
7.75%									0%	2%	7%	8%
7.50%						0%	1%	3%	7%	11%	10%	8%
7.25%			28%	32%	37%	43%	39%	36%	33%	24%	16%	10%
7.00%		3%	63%	62%	60%	56%	50%	42%	33%	28%	25%	21%
6.75%		86%	9%	6%	3%	0%	10%	16%	21%	22%	23%	23%
6.50%	29%	10%						3%	6%	9%	13%	16%
6.25%	71%								1%	2%	4%	6%
6.00%										0%	1%	1%
5.75%												0%
5.50%												

TPM	ene/16	feb/16	mar/16	abr/16	may/16	jun/16	jul/16	ago/16	sep/16	oct/16	nov/16	dic/16
8.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
8.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
8.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
7.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	5%
7.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	6%	10%
7.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	4%	10%	13%	12%
7.00%	0%	0%	0%	0%	3%	8%	12%	18%	23%	21%	16%	10%
6.75%	0%	0%	25%	32%	39%	42%	40%	36%	29%	21%	15%	11%
6.50%	0%	66%	74%	68%	59%	49%	44%	35%	27%	23%	20%	17%
6.25%	2%	34%	0%	0%	0%	0%	4%	11%	16%	18%	19%	19%
6.00%	98%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	5%	8%	11%
5.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%
5.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Anexo 7
Evolución de la tasa de cambio peso/dólar

Gráfico A8



Anexo 8

