



# 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

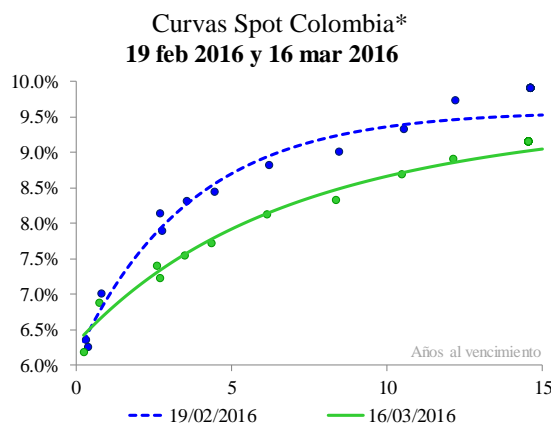
Documentos de trabajo de  
la Junta Directiva  
del Banco de la República

## **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 19 de febrero y el 16 de marzo del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos disminuyeron 21 p.b, 68 p.b. y 67 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente disminuyó 46 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 -88% a -59%<sup>1</sup>. La correlación a 30 días pasó de -67% a -92%.



**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
-21	-68	-67

*Cifras en puntos básicos*

Nivel	Pendiente	Curvatura
-52	-46	-47

*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 valorizaciones. En el caso de los tramos mediano y largo de la curva esto se relaciona con la menor percepción de riesgo a nivel internacional y hacia la región, incluyendo Colombia. Los principales factores externos que han afectado el comportamiento del mercado son la recuperación de los precios del petróleo y las medidas de estímulo económico anunciadas por el BCE y por el Banco Central de China. A nivel local, los TES han estado influenciados por el dato de inflación de febrero que resultó inferior al esperado, por los menores temores en torno a la situación fiscal del Gobierno ante la recuperación de los precios del petróleo y por la posibilidad de que el Gobierno incluya en la reforma tributaria la propuesta de reducir el impuesto que pagan los extranjeros sobre las ganancias en inversiones de portafolio.

En cuanto a los bonos del tramo corto de la curva, su comportamiento puede estar relacionado en parte con las expectativas de menores incrementos de la tasa de política monetaria en las próximas reuniones de la JDBR, que se ven reflejadas en la disminución del IBR a 3 meses. Este tramo

<sup>1</sup> Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 71%.

también pudo verse influenciado por la redención anticipada de TES con vencimiento en junio del año 2016 por un monto de \$1,3 billones, que redujo la oferta de títulos en este tramo.

Respecto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de marzo disminuyó ante la mejora en la mayoría de los indicadores disponibles. A nivel internacional, los indicadores de percepción de riesgo disminuyeron como consecuencia del incremento en el precio del petróleo y las medidas expansionistas adoptadas por el BCE y el Banco Central de China.

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 6,50% en los tres casos.

En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 14 de marzo<sup>2</sup>, un 89% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b, un 6,1% que será incrementada 50 p.b y el 4,9% restante que se mantendrá inalterada.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 37% señaló la política fiscal (ant: 28,2%), un 27,2% (ant: 34,1%) los factores externos, un 21% la política monetaria (ant: 21,2%), un 8,6% el crecimiento económico (ant: 14,1%), un 4,9% las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 1,2%), y el 1,3% restante otros factores (ant: 1,2%).

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 16 de marzo, el 100% (30 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia de 25 p.b.

En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank<sup>3</sup>, se encuentra que de las 33 entidades encuestadas el 100% espera que la tasa aumente 25 p.b. De estas, el 76% (25 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b, el 21% (7 entidades<sup>4</sup>) recomienda un aumento de 50 p.b, y el 3% restante (1 entidad<sup>5</sup>) recomienda que la tasa permanezca inalterada.

En promedio para lo corrido de marzo<sup>6</sup> (hasta el día 16) frente a los datos promedio de febrero, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron para todos los plazos<sup>7</sup>. De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de marzo a 2, 3, 5 y 10 años son 4,82%, 4,58%, 4,45% y 4,72%, respectivamente.

---

<sup>2</sup> Realizada entre el 29 de febrero y el 9 de marzo.

<sup>3</sup> Encuestas publicadas el 14 y el 16 de marzo, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de Citibank. En esta ocasión, Corficolombiana había respondido en la encuesta de Anif que esperaba y recomendaba un incremento de 25 p.b, mientras en la encuesta de Citibank respondió que recomendaba un aumento de 50 p.b.

<sup>4</sup> Anif, Davivienda, Casa de Bolsa, Corficolombiana, Grupo Bolívar, Nomura y Old Mutual.

<sup>5</sup> Alianza Valores.

<sup>6</sup> Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -51 p.b., -57 p.b., -55 p.b. y -22 p.b, respectivamente. De esta manera, el 16 de marzo se ubicaron en 4,67%, 4,43%, 4,32% y 4,64%, respectivamente.

<sup>7</sup> Las variaciones para los plazos 2, 3, 5 y 10 años fueron -15, -21, -25 y -17 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, Sudáfrica y China; y disminuyeron para Colombia, Chile, México, Brasil, Ecuador, India y Noruega. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,59% a 2,54%. Los datos de inflación de febrero fueron inferiores a los pronósticos en todos los países, salvo Chile, China y Noruega. La inflación se encuentra por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2% a 4%), Perú (1% a 3%), Chile (2% a 4%) y Brasil (2,5% a 6,5%). Por último, las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia, México y Sudáfrica; permanecieron estables en los casos de Chile, Perú, Ecuador y Noruega; y disminuyeron para Brasil, India y China.

**Cuadro A: Expectativas Macroeconómicas**

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Feb. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Ultimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Feb. 2016	Mar. 2016		Feb. 2016	Mar. 2016	Esp*	Obs	Feb. 2016	Mar. 2016
<b>Colombia</b>	7.74%	7.59%	5.49%	5.72%	6.25%	6.53%	6.49%	3.1%	3.3%	2.59%	2.54%
<b>Chile</b>	4.6%	4.7%	3.6%	3.6%	3.50%	3.75%	3.75%	2.1%	2.2%	1.9%	1.7%
<b>México</b>	2.92%	2.87%	3.10%	3.34%	3.75%	4.10%	4.20%	2.5%	2.5%	2.69%	2.45%
<b>Perú</b>	4.51%	4.47%	3.5%	3.5%	4.25%	4.45%	4.60%	3.8%	4.0%	3.2%	3.2%
<b>Brasil</b>	10.44%	10.36%	7.61%	7.46%	14.25%	14.25%	14.25%	-5.9%	-6.0%	-3.33%	-3.54%
<b>Ecuador</b>	n.d.	2.60%	3.0%	2.9%	8.88%	3.30%	3.30%	n.d.	-0.4%	-1.2%	-1.7%
<b>India</b>	5.52%	5.18%	5.3%	5.2%	6.75%	6.47%	6.47%	7.1%	7.3%	7.6%	7.5%
<b>Sudáfrica</b>	n.d.	n.d.	6.0%	6.3%	6.75%	7.30%	7.35%	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%
<b>China</b>	1.8%	2.3%	1.7%	1.6%	4.35%	3.99%	3.96%	6.9%	6.9%	6.5%	6.5%
<b>Noruega</b>	3.0%	3.1%	2.5%	2.5%	0.75%	0.40%	0.40%	-0.4%	-1.2%	1.4%	1.3%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 7 y el 9 de marzo del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

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

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

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 11 de marzo.

Ecuador: Consensus Forecast del FocusEconomics (marzo). 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 (marzo).

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 (marzo).

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

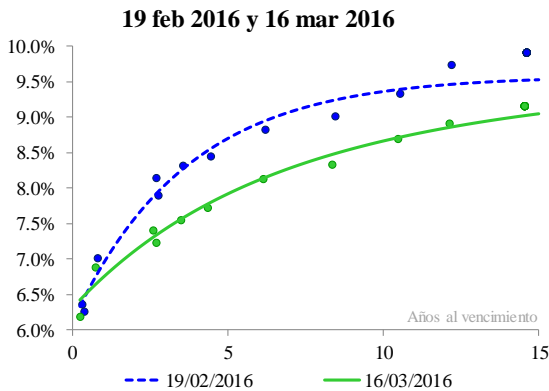
\*\*Todos los datos corresponden al 4T15, salvo los de Chile y Ecuador. En estos casos el dato es del 3T15.

# 1. Evolución del mercado de deuda pública

## 19 de febrero al 16 de marzo de 2016

En Colombia, al comparar los datos entre el 19 de febrero y el 16 de marzo del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos disminuyeron 21 p.b, 68 p.b. y 67 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente disminuyó 46 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 -88% a -59%<sup>8</sup>. La correlación a 30 días pasó de -67% a -92% (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
-21	-68	-67

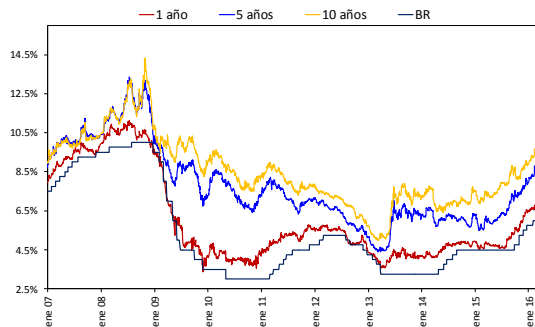
*Cifras en puntos básicos*

Nivel	Pendiente	Curvatura
-52	-46	-47

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

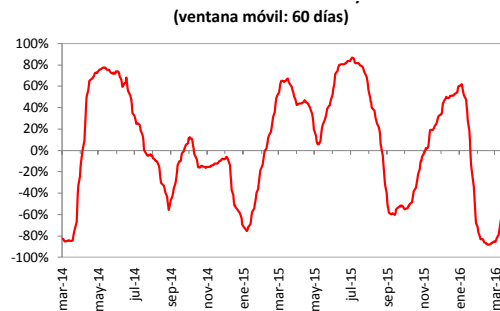
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.\* Las Curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel. Se incluyen TCO en la estimación de la curva.

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



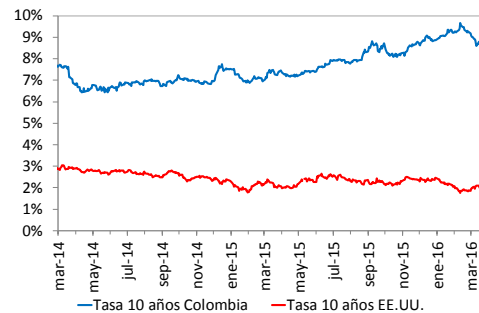
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

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



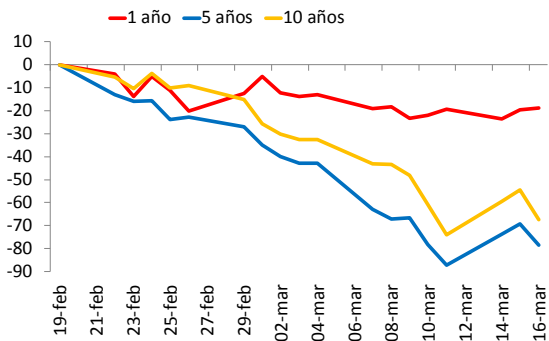
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.  
\*Ventana móvil 60 días.

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



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

**Gráfico 5: Variación (p.b.) tasas cero cupón desde el 19 de febrero**



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

<sup>8</sup> Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 71%.

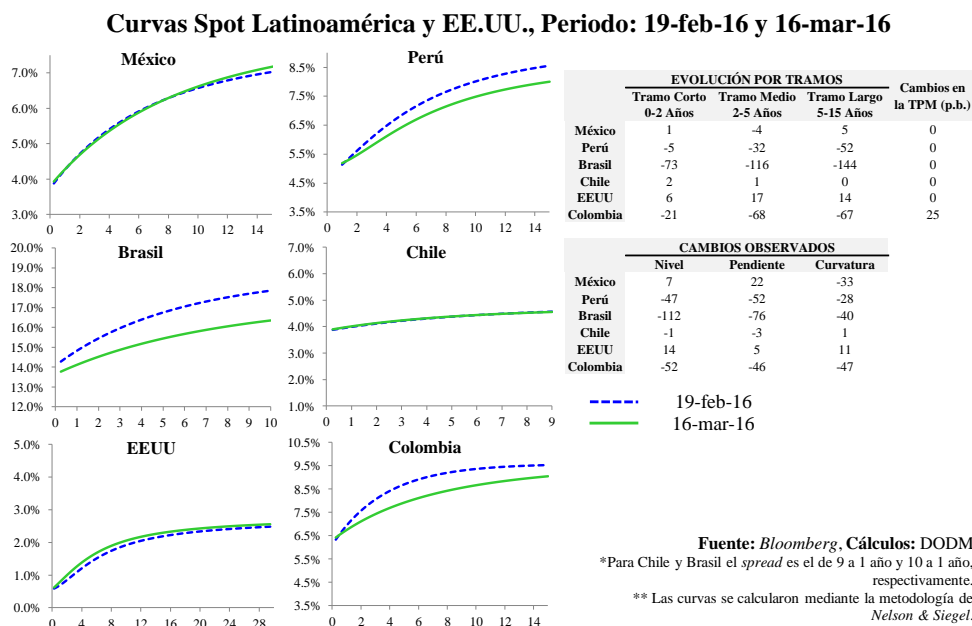
En este período (19 de febrero al 16 de marzo de 2016) los bonos de EE.UU. se desvalorizaron al igual que los bonos de largo plazo de México. Los de Chile presentaron comportamiento estable, y los de Brasil, Perú y Colombia registraron valorizaciones.

Las desvalorizaciones de los bonos del Tesoro de EE.UU. se relacionan con una menor demanda de activos refugio como respuesta a una mejora en las condiciones de riesgo internacional. En particular se destacó la respuesta favorable del mercado ante las medidas de estímulo anunciadas por los bancos centrales de China y Europa y la recuperación del precio del petróleo. Las desvalorizaciones de los *treasuries* también pudieron estar relacionadas con las expectativas de que el siguiente incremento de la tasa de referencia por parte de la Fed sea antes de lo que el mercado descontaba a mediados de febrero<sup>9</sup> dado que el precio del petróleo ha aumentado y se han dado a conocer algunas cifras de crecimiento y del mercado laboral que estarían reflejando una recuperación de la economía estadounidense. Lo anterior, pese a la publicación de otros que estarían reflejando debilidad de la demanda interna (inventarios y ventas al por mayor).

En cuanto a los bonos de los países de la región, las valorizaciones de Brasil, Colombia y Perú se relacionaron también con la menor percepción de riesgo a nivel internacional y con la recuperación de los precios de sus productos de exportación (petróleo y metales). Además, los datos de inflación publicados en marzo fueron menores a los esperados. En el caso particular de Brasil, las valorizaciones pueden estar relacionadas también con las expectativas de que Dilma Rouseff, afectada por el escándalo de corrupción, no pueda terminar su mandato y sea reemplazada por alguien más cercano al mercado que implemente medidas adecuadas para la recuperación económica. En el caso de México, las desvalorizaciones pueden explicarse por su correlación con los bonos del Tesoro de EE.UU.

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

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



**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.

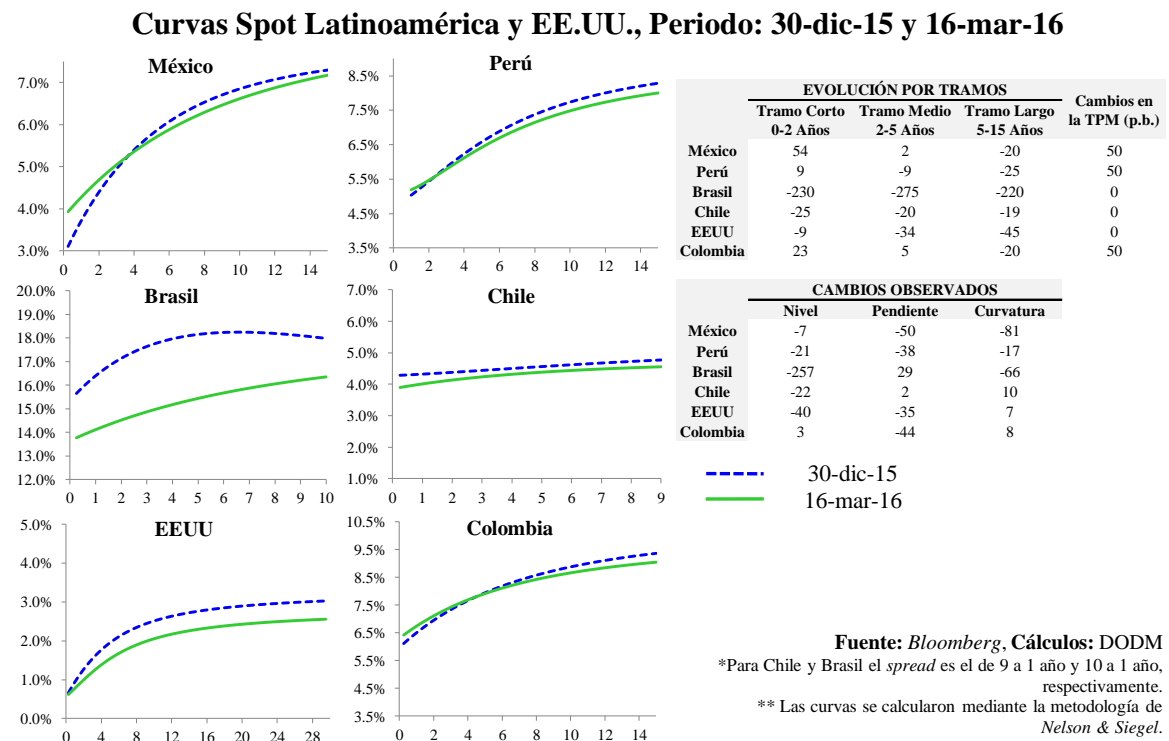
<sup>9</sup> De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, el 19 de febrero se esperaba que la tasa de referencia llegue a 0,50% en diciembre del 2016, y recientemente se espera que alcance este nivel en junio de 2016.

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

Entre enero y febrero los *treasuries* se valorizaron ante la demanda de activos refugio por preocupaciones en torno a la debilidad de la economía china y sus repercusiones sobre la situación económica a nivel global, y por temores respecto al sector financiero de Europa y la publicación de datos de la economía estadounidense que habían resultado menos favorables de lo esperado. Lo anterior, sumado a las expectativas de menor inflación en EE.UU. ante los bajos precios del petróleo, había llevado a varios analistas a considerar que la senda de la tasa de política monetaria de la Fed sería menos pronunciada de lo previamente descontado, consideración que fue reforzada a mediados de febrero luego de un discurso de Yellen en este sentido. En contraste a lo ocurrido hasta febrero, en marzo los bonos se han desvalorizado ante la mejora en la percepción de riesgo, el aumento en los precios del petróleo y una mayor probabilidad de que los incrementos de la tasa de política monetaria de la Fed continúen a mediados del 2016. Sin embargo, no se han compensado las valorizaciones observadas los dos primeros meses del año.

En cuanto a los países de la región, en general los bonos se han valorizado, con excepción de los bonos de corto plazo de México, Perú y Colombia, y mediano plazo de México y Colombia. Las desvalorizaciones en los tramos cortos de México, Perú y Colombia se relacionan con los aumentos de las tasas de referencia de estos países en lo corrido del año. Las valorizaciones de los bonos de Brasil se explican en parte por los ajustes respecto a las expectativas en torno a la tasa de referencia<sup>10</sup>. En el caso de Chile, los bonos se han valorizado probablemente como respuesta a demanda local de activos seguros.

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



<sup>10</sup> En enero el Banco Central mantuvo inalterada su tasa de política cuando el mercado esperaba un incremento de 25 p.b. A finales del 2015 se esperaba que la tasa de referencia a finales del año 2016 fuera 15,25%, pero actualmente se espera que cierre el año en los niveles actuales (14,25%).



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

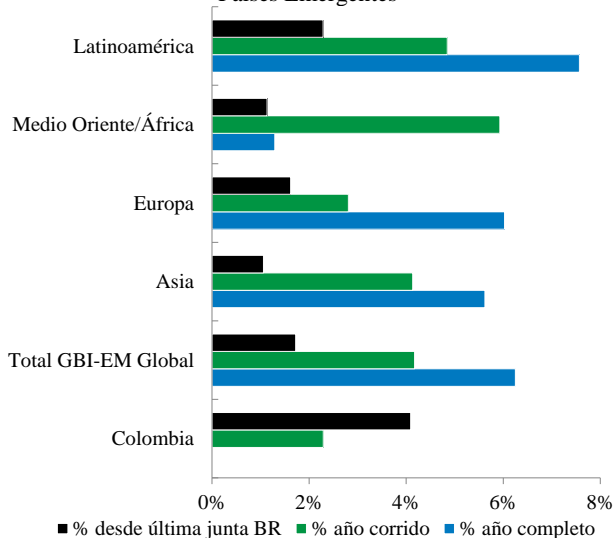
En el Gráfico 7 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>11</sup> (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, en lo corrido del 2016 y desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Desde la última reunión de la JDBR se valorizaron todos los índices regionales, especialmente los de Latinoamérica (2,3%) y Europa (1,6%). El índice para Colombia aumentó 4,1% (Anexo 1).

Por su parte, el IIF<sup>12</sup> estimó que los flujos de inversión de portafolio de economías emergentes se estabilizaron en febrero (-US\$0,21 billones), luego de haber registrado salidas sostenidas durante los últimos 7 meses. En febrero las salidas de los mercados de renta variable (US\$1,09 billones<sup>13</sup>) fueron compensadas por entradas en los mercados de renta fija (US\$0,87 billones<sup>14</sup>). En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$2,80 billones (Gráfico 8).

Adicionalmente, esta entidad señaló que a principios de marzo se registró un cambio en la tendencia al alza de los flujos de portafolio hacia estas economías, principalmente hacia los mercados de renta variable, lo cual pudo estar relacionado con la mayor estabilidad de la moneda china, mejores datos macroeconómicos en EE.UU. y la recuperación de los precios del petróleo.

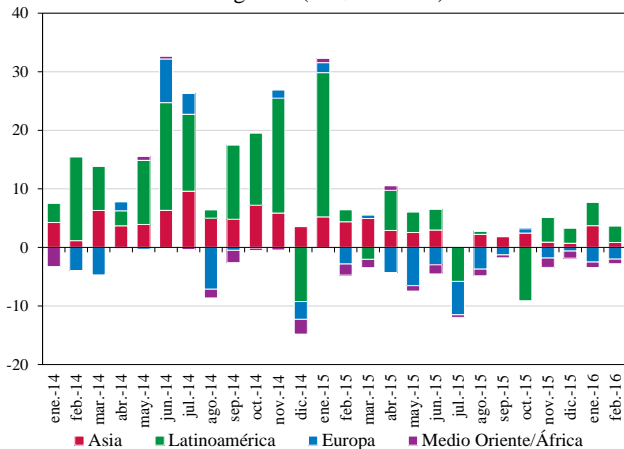
**Gráfico 7:** Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes\*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

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

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



Fuente: IIF.

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

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

<sup>13</sup> Distribuidos de la siguiente manera: Asia -US\$0,51 billones, Latinoamérica -US\$0,09 billones, Europa US\$0,48 billones y Medio Oriente/África -US\$0,96 billones.

<sup>14</sup> Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$0,85 billones, Latinoamérica US\$2,80 billones, Europa -US\$2,01 billones y Medio Oriente/África -US\$0,76 billones.

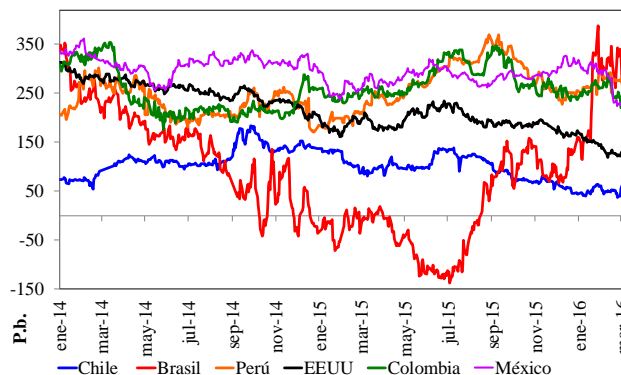
### Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 19 de febrero y el 16 de marzo de 2016:

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 241 p.b. a 192 p.b, de tal manera que es inferior a las de Perú (237 p.b.), México (234 p.b.) y Brasil (207 p.b.); pero superior a la de Chile (48 p.b.).

En el Gráfico 10 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha disminuido y se ubica en niveles cercanos al 17%, al tiempo que la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en 9%. Lo anterior indicaría que los movimientos de las pendientes de las curvas de la región obedecen a factores particulares de cada país. Por otra parte, al observar el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo se encuentra que esta disminuyó de 3% a -3%<sup>15</sup>.

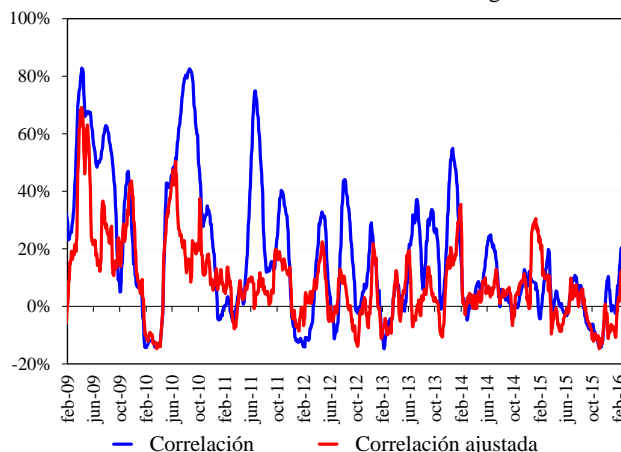
Después de la última reunión de la JDBR los TES registraron valorizaciones. En el caso de los tramos mediano y largo de la curva esto se relaciona con la menor percepción de riesgo a nivel internacional y hacia la región, incluyendo Colombia. Los principales factores externos que han afectado el comportamiento del mercado son la recuperación de los precios del petróleo y las medidas de estímulo económico anunciadas por el BCE y por el Banco Central de China. A nivel local, los TES han estado influenciados por el dato de inflación de febrero que resultó inferior al esperado, por los menores temores en torno a la situación fiscal del Gobierno ante la recuperación de los precios del petróleo y por la posibilidad de que el Gobierno incluya en la reforma tributaria la propuesta de reducir el impuesto que pagan los extranjeros sobre las ganancias en inversiones de portafolio.

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



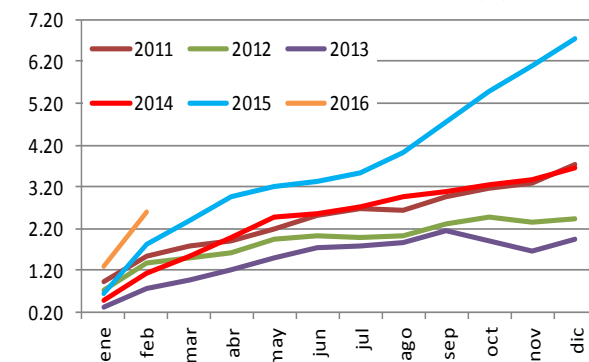
**Fuentes:** Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República. \*Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

**Gráfico 10:** Correlación Pendientes Región



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

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

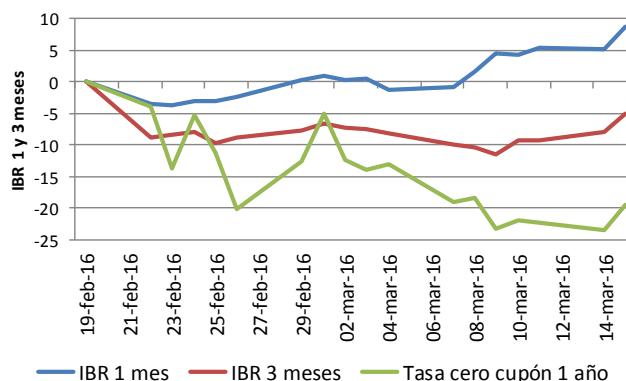


**Fuente:** Dane.

<sup>15</sup> Correlaciones calculadas entre el 19 de febrero y el 15 de marzo del 2016. La más alta corresponde a la correlación entre Colombia y Perú (97%) y la más baja a la calculada entre México y Brasil (-77%).

En cuanto a los bonos del tramo corto de la curva, su comportamiento puede estar relacionado en parte con las expectativas de menores incrementos de la tasa de política monetaria en las próximas reuniones de la JDBR, que se ven reflejadas en la disminución del IBR a 3 meses (Gráfico 12). Este tramo también pudo verse influenciado por la redención anticipada de TES con vencimiento en junio del año 2016 por un monto de \$1,3 billones, que redujo la oferta de títulos en este tramo.

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



Fuente: SEN y MEC; BR.

Entre el 19 de febrero y el 16 de marzo las tasas de los TES denominados en UVR disminuyeron en promedio 3 p.b, 18 p.b. y 51 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 marzo que la variación del índice de precios de febrero del 2016 había sido 1,28%, dato inferior al esperado por el mercado (*Bloomberg*: 1,43%, encuesta del Banco de la República-BR: 1,30%) y superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2015 (1,15%). La variación anual fue 7,59%<sup>16</sup>. En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación las tasas de los TES en pesos presentaron disminuciones de 7 p.b, 19 p.b. y 10 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, mientras que las tasas de los TES denominados en UVR disminuyeron 4 p.b, 5p.b, y 3 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente.

En la encuesta realizada a comienzos de marzo por el BR<sup>17</sup> se observó que la inflación esperada para diciembre del 2016 en promedio pasó de 5,49% en febrero a 5,72%. Para diciembre de 2017 las expectativas pasaron de 3,93% en febrero a 3,98% en marzo, y la inflación esperada a dos años (marzo de 2018) se ubica en 3,77%<sup>18</sup>.

En la encuesta de Citibank el dato esperado de inflación para diciembre del 2016 pasó de 5,44% a 5,47%, y el dato esperado para el año 2017 pasó de 3,73% a 3,78%. 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 5,74% (ant: 5,49%).

El 10 de marzo se publicaron los datos de crecimiento del PIB en el año 2015, y de crecimiento de la producción industrial y las ventas al por menor en el mes de enero. El PIB creció 3,1% en el año 2015 frente a un esperado de 3,0%. Después de conocerse este dato el Gobierno manifestó que estimaba que el crecimiento en el año 2016 será 3,0%, impulsado principalmente por la industria y la construcción. Por su parte, el dato de crecimiento del año 2014 fue revisado a la baja de 4,6% a 4,4%. Por otro lado, las ventas al por menor aumentaron 2,2%, dato superior al esperado por los analistas (-0,2%) y el dato de producción industrial fue más favorable de lo esperado (obs: 8,2% vs esp: 3,5%).

En cuanto a los anuncios por parte del Gobierno, el 4 de marzo se aprobó el aplazamiento del presupuesto de gastos para la vigencia fiscal del año 2016 en \$6 billones (equivalentes a 0,7% del

<sup>16</sup> Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2015 (4,36%).

<sup>17</sup> Realizada entre el 7 y el 9 de marzo.

<sup>18</sup> En la encuesta anterior la inflación esperada para febrero de 2018 era 3,70%.

PIB) para cumplir con su objetivo fiscal mientras los precios del petróleo permanecen bajos<sup>19</sup>. El 10 de marzo anunció que había llevado a cabo una operación de manejo de deuda pública interna consistente en declarar de plazo vencido y redimir anticipadamente TES con vencimiento en junio del año 2016 por un monto de \$1,3 billones. De esta manera, el valor de la amortización de deuda prevista para junio de 2016 se redujo a \$11,2 billones. El 16 de marzo informó acerca de la colocación de bonos denominados en euros a 10 años por EUR1350 millones con cupón de 3,875%. Con esta operación la Nación completó el financiamiento de sus necesidades externas a través de bonos en el mercado internacional, previstas para la vigencia 2016.

El Cuadro 1 presenta, segmentando por duración de los títulos, los compradores y vendedores de TES desde la última reunión de la JDBR (19 de febrero 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	1'581'812	(16'575'442)	513'720	7'000'763	(9'060'959)	160'030	692'299	1'481'531	2'333'859
Compañía de Financiamiento Comercial	(89)	(34'325)	15'407	1'700	(17'218)	-	-	2'000	2'000
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	14'673	(1'133'557)	55'447	1'373'350	295'240	22'411	282'091	(541'998)	(237'496)
<b>Total EC</b>	<b>1'596'395</b>	<b>(1'174'332)</b>	<b>584'574</b>	<b>8'375'813</b>	<b>(8'782'937)</b>	<b>182'441</b>	<b>974'390</b>	<b>941'532</b>	<b>2'098'363</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías	(76'000)	(74'730)	(4'000)	(22'500)	(101'230)	(4'000)	(31'500)	(37'500)	(73'000)
Fondos de Pensiones y Cesantías	(1'627'311)	(4'035'112)	611'635	1'218'181	(2'205'296)	217'370	(676'950)	(739'011)	(1'198'591)
		<i>Pasivos Pensionales</i>							
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(67'650)	-	(2'000)	-	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>	<b>(1'703'311)</b>	<b>(4'177'492)</b>	<b>607'635</b>	<b>1'193'681</b>	<b>(2'376'176)</b>	<b>213'370</b>	<b>(708'450)</b>	<b>(776'511)</b>	<b>(1'271'591)</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa	423'657	(425'301)	755'640	(8'209)	322'131	39'067	222'077	88'148	349'293
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(66'494)	(769'430)	(69'453)	78'785	(760'098)	(13'550)	(43'002)	(28'964)	(85'516)
		<i>Extranjeros</i>							
		<i>FIC</i>							
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>	<b>357'163</b>	<b>(1'194'730)</b>	<b>686'187</b>	<b>70'576</b>	<b>(437'967)</b>	<b>25'517</b>	<b>179'075</b>	<b>59'184</b>	<b>263'776</b>
Sociedades Fiduciarias	(3'000)	(328'111)	58'550	415'414	145'853	(21'000)	(26'500)	61'000	13'500
Sociedades Fiduciarias	775'539	(7'501'664)	1'575'786	2'770'848	21'782'602	(282'329)	(305'294)	2'558'960	1'971'338
		<i>Extranjeros***</i>							
		<i>FIC</i>							
		<i>Pasivos Pensionales</i>							
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>	<b>772'539</b>	<b>(7'829'775)</b>	<b>1'634'336</b>	<b>28'123'895</b>	<b>21'928'456</b>	<b>(303'329)</b>	<b>(331'794)</b>	<b>2'619'960</b>	<b>1'984'838</b>
Compañías de Seguros y Capitalización	(247'000)	(581'940)	(43'500)	229'015	(396'425)	-	34'000	(29'000)	5'000
Compañías de Seguros y Capitalización	500	(6'621)	(8'000)	4'500	(10'121)	-	-	500	500
		<i>Pasivos Pensionales</i>							
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>	<b>(246'500)</b>	<b>(588'561)</b>	<b>(51'500)</b>	<b>233'515</b>	<b>(406'546)</b>	<b>-</b>	<b>34'000</b>	<b>(28'500)</b>	<b>5'500</b>
Sociedades Administradoras de Inversión	(2'000)	-	1'000	-	1'000	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión	-	(16'500)	6'500	4'000	(6'000)	-	-	-	-
		<i>FIC</i>							
<b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b>	<b>(2'000)</b>	<b>(16'500)</b>	<b>7'500</b>	<b>4'000</b>	<b>(5'000)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total Entidades Financieras No bancarias</b>	<b>(822'109)</b>	<b>(13'807'058)</b>	<b>2'884'159</b>	<b>29'625'666</b>	<b>18'702'766</b>	<b>(64'441)</b>	<b>(827'169)</b>	<b>1'874'133</b>	<b>982'523</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	420'430	(1'869'962)	2'135'914	403'753	669'705	(71'000)	150'975	58'525	138'501
Total Entidades Públicas****	3'733'096	(973'739)	(2'922'251)	218'753	(3'677'238)	(612'337)	(328'196)	164'501	(776'032)
Otros*****	5253	(3'507'905)	1'020'542	3'703'306	1'215'942	(36'000)	30'000	25'000	19'000
		<i>Extranjeros</i>							
<b>Total Movimiento Neto</b>	<b>4'933'065</b>	<b>(37'901'989)</b>	<b>3'702'937</b>	<b>42'327'290</b>	<b>8'128'238</b>	<b>(601'338)</b>	<b>0</b>	<b>3'063'692</b>	<b>2'462'354</b>

**Fuente:** BR. Información actualizada al 11 de marzo de 2016. \* Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

En general, los principales agentes compradores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR han sido los bancos comerciales (\$2334 mm, tramos medio y largo principalmente) y los inversionistas extranjeros (\$1804 mm, tramo largo), mientras que los principales vendedores han sido los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$1199 mm, tramos medio y largo) y las entidades públicas (\$776 mm, tramos corto y medio).

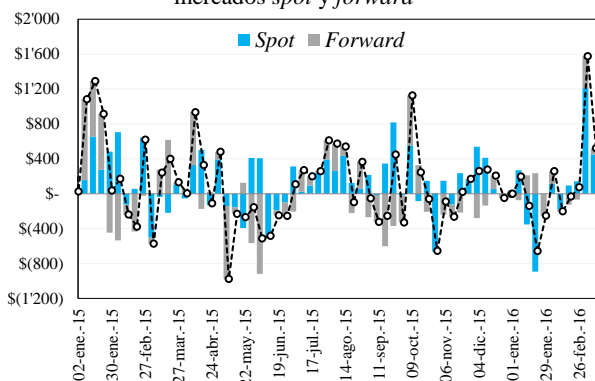
<sup>19</sup> Los recortes se hicieron en Inversión (\$3 billones), funcionamiento (\$2,5 billones) y servicio de deuda (\$0,5 billones).

Los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido las sociedades fiduciarias en posición de terceros (\$350 mm, tramo corto) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$266 mm, tramo largo), mientras que los principales vendedores fueron los bancos comerciales (\$180 mm) (Anexo 2).

En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$860 mm, y de \$1804 mm desde la última reunión de la JDBR. Específicamente, desde el 19 de febrero registraron compras netas por \$2111 mm en el tramo largo, al tiempo que vendieron en neto \$204 mm y \$106 mm en los tramos corto y medio, respectivamente.

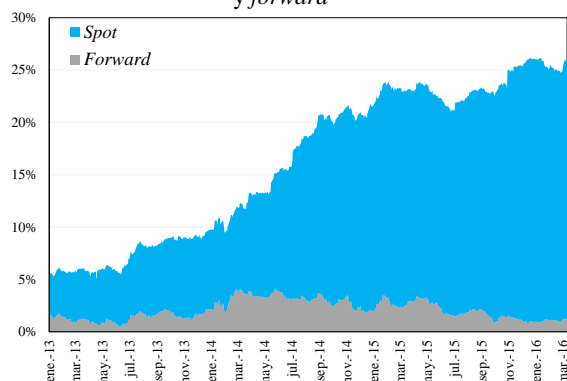
Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros mostraron un mayor apetito por TES en el mercado a futuro. La posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$369 mm. Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$1372 mm el 19 de febrero a \$1741 mm el 11 de marzo.

**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.

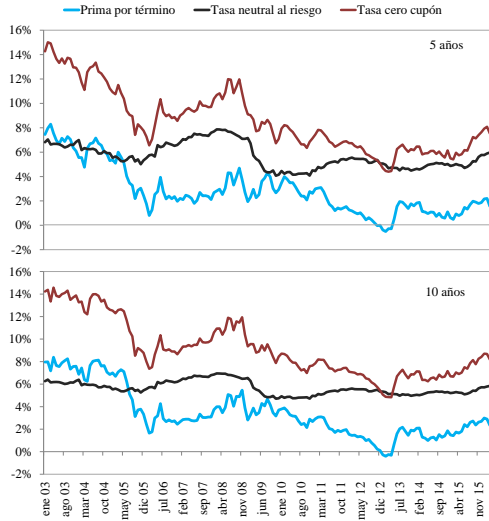
Lo anterior puede observarse en los Gráficos 13 y 14 y en el Cuadro 1.1. El Gráfico 13 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en ambos mercados. El Gráfico 14 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en los mercados *spot* y *forward* como porcentaje 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*	spot			Forward			TOTAL			Spot			Forward			TOTAL		
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$	
Sistema Financiero*	\$ (5'228)	\$ 1'532	\$ (3'697)	\$ 1'596	\$ (485)	\$ 1'111	\$ (714)	\$ 30	\$ (685)	\$ 929	\$ (393)	\$ 536						
Offshore	\$ 7'498	\$ (1'532)	\$ 5'966	\$ 860	\$ 485	\$ 1'346	\$ 282	\$ (30)	\$ 253	\$ 1'552	\$ 393	\$ 1'945						

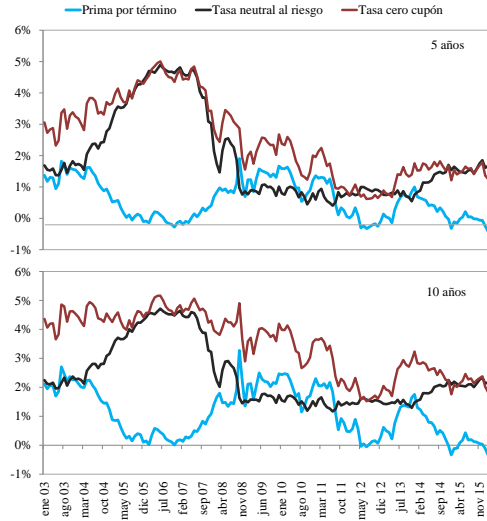
Miles de millones de Pesos. Información actualizada al 12 de febrero de 2016. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

**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.

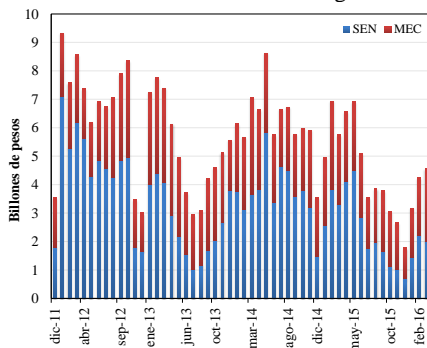


Fuente y Cálculos: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Entre el 29 de febrero y el 11 de marzo<sup>20</sup> la prima por término para los TES en pesos a 5 años disminuyó 64 p.b, mientras que la tasa neutral al riesgo aumentó 9 p.b. En cuanto a los títulos a 10 años, la prima por término disminuyó 56 p.b. mientras que la tasa neutral al riesgo aumentó 6 p.b. (Gráfico 15). La disminución en la prima puede estar relacionada con la menor percepción de riesgo a nivel internacional y la caída 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 aumentado, lo que se explica en parte por la condición de activo refugio de estos títulos y la mejora en la percepción de riesgo a nivel internacional registrada en marzo.

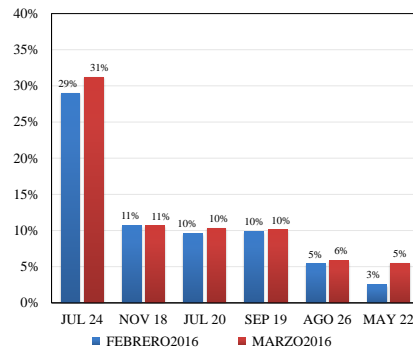
Desde la última reunión de la JDBR no ha habido vencimientos de TES pero se pagaron cupones por \$1085 mm<sup>21</sup>. El valor de las emisiones de bonos de largo plazo desde la última reunión de la JDBR ha sido \$4136 mm y de TES de corto plazo \$800 mm<sup>22</sup>.

**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.

<sup>20</sup> Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2014). *Estimación de la prima por vencimiento de los TES en pesos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía.854. Banco de la República.

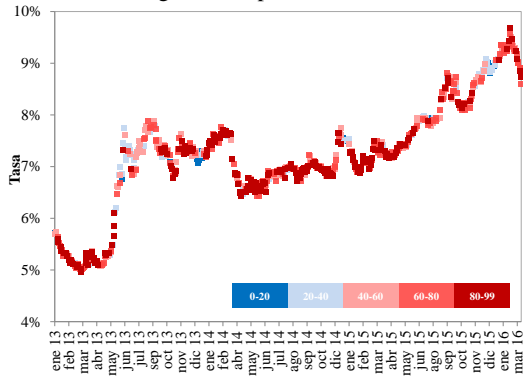
<sup>21</sup> De los TES denominados en UVR que vencen el 23 de febrero del año 2023 (\$660 mm) y el 10 de marzo del año 2021 (\$425 mm).

<sup>22</sup> Con datos al 15 de marzo. De los TES de largo plazo \$3144 mm corresponden a bonos en pesos y \$992 mm a bonos denominados en UVR.



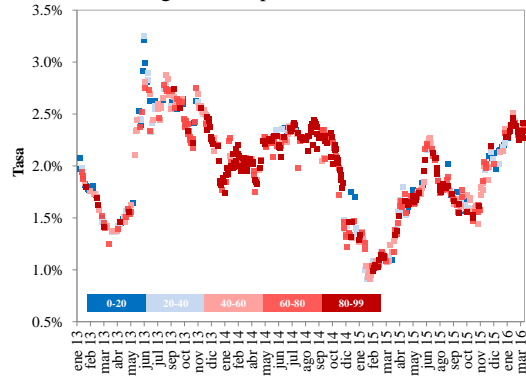
En lo corrido de marzo el monto promedio diario negociado ha sido \$4,6 billones<sup>23</sup>, superior a los valores observados desde julio del 2015, pero inferior al observado en marzo del 2015 (\$5,8 billones) (Gráfico 16). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 29% a 31%, seguidos de los que vencen en noviembre del 2018 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

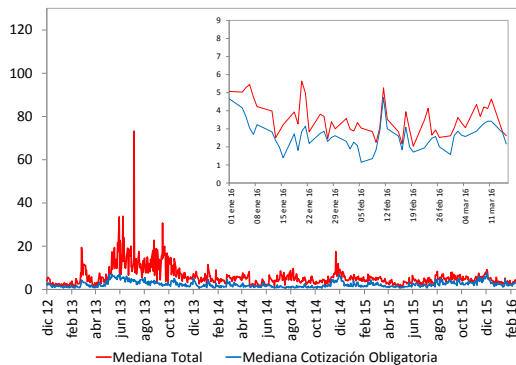


Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

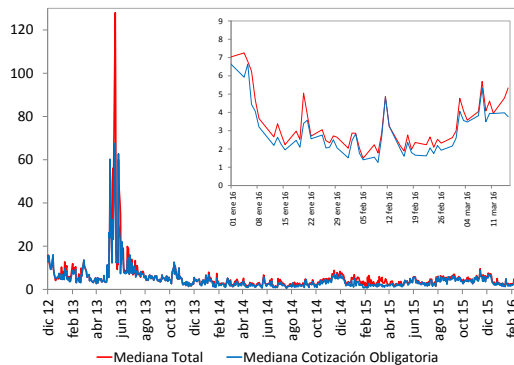
En los Gráficos 18 y 19 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 2 años). Se puede observar que desde el 19 de febrero se han mantenido los montos de negociación de estos títulos en pesos y UVR, y se han ubicado en general entre los percentiles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

El *bid-ask* promedio de marzo de los TES en pesos y UVR aumentó respecto al promedio de febrero (Gráficos 20.1 y 20.2). En particular, para los títulos de cotización obligatoria el promedio de marzo se ubicó en 3,13 p.b. para el caso de los TES en pesos (febrero: 2,36 p.b.) y en 3,81 p.b. para el caso de los TES UVR (febrero: 2,1 p.b.). En cuanto la profundidad de estos mercados (Gráficos 20.3 y 20.4) respecto al promedio de febrero esta ha aumentado en marzo para el caso de los TES en pesos mientras disminuyó para el caso de los UVR. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos fue de 84 mm (febrero: 77 mm) y en UVR de 36 mm (febrero: 46 mm).

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



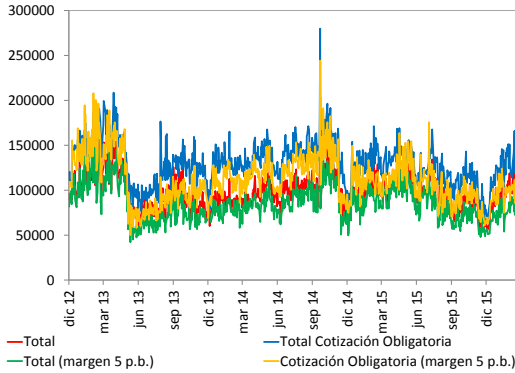
**Gráfico 20.2:** Bid-Ask spread de los TES en UVR\* (p.b.)



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

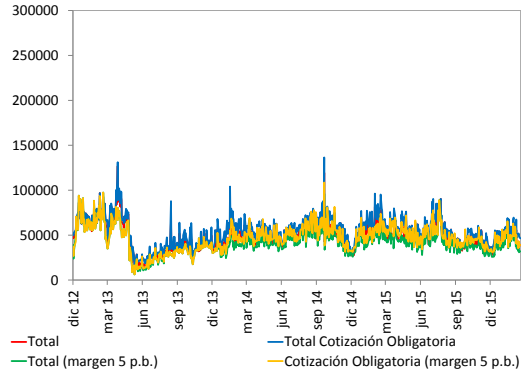
<sup>23</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

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

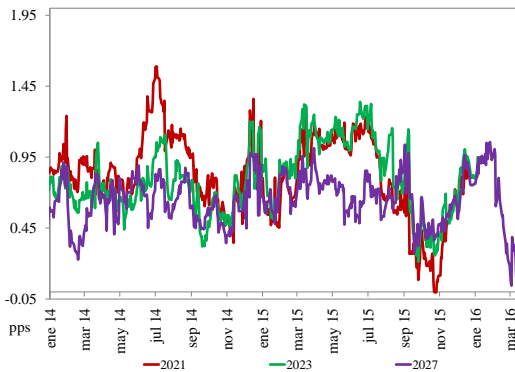


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República.\* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el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



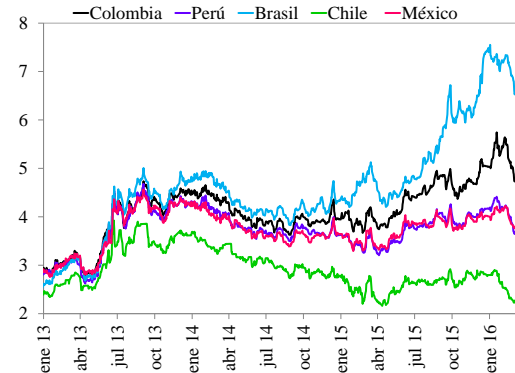
**Fuentes:** Bloomberg, SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.\* Los márgenes se calculan con títulos de las dos clases cuyos vencimientos son similares.

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 títulos con vencimientos en 2021 y 2023<sup>24</sup>, por lo cual no se presentan estos márgenes. Respecto al margen de los títulos con vencimiento en 2027, este disminuyó debido a mayores valorizaciones de los TES locales respecto a las presentadas en los globales.

y desvalorizaciones de sus bonos globales. Para el caso de Chile el comportamiento se explica por la estabilidad de las dos clases de bonos (Cuadro 2).

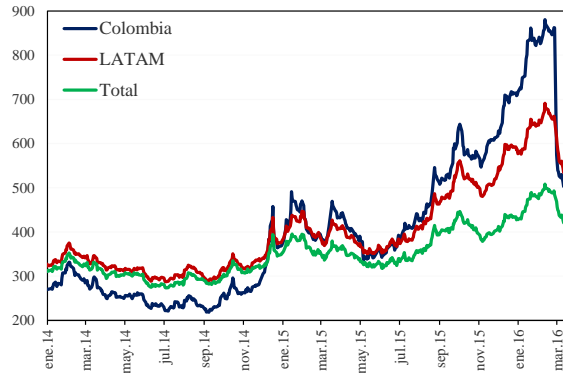
Este margen (para títulos a 10 años) disminuyó para el caso de Brasil y se mantuvo estable para el caso de Chile. Para el primero como resultado de valorizaciones de sus bonos locales

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



**Fuente:** Bloomberg.

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



**Fuente:** Bloomberg

<sup>24</sup> 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 los casos de Brasil, Colombia y Perú, como consecuencia de valorizaciones más pronunciadas de los bonos locales respecto a las registradas en los bonos externos. Para los casos de Chile y México el margen aumentó. Para el caso de Chile debido a valorizaciones de sus bonos externos y estabilidad de sus bonos locales, mientras que para el caso de México por valorizaciones de los bonos externos y desvalorizaciones de los bonos locales (Gráfico 22 y Cuadro 2).

En cuanto a la deuda de agentes diferentes al Gobierno Central, durante el periodo analizado Corpbanca colocó deuda por \$300 mm<sup>25</sup>. Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR el *spread* del EMBI corporativo<sup>26</sup> para Colombia disminuyó 41,2%, al tiempo que el *spread* para Latinoamérica disminuyó 19,7% y el de todas las economías emergentes 14,4% (Gráfico 23). La variación del *spread* para el caso colombiano puede asociarse principalmente a la salida de los bonos de un emisor de la composición del índice del país.

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

<b>Rendimientos bonos yankees a 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual	4.6	3.6	6.3	2.3	3.7
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-53</b>	<b>-42</b>	<b>-80</b>	<b>-6</b>	<b>-24</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	181	90	358	-24	86
Variación año corrido (p.b.)	177	75	375	-8	82
<b>Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual	8.3	n.d	13.2	4.2	n.d
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-40</b>	<b>n.d</b>	<b>128</b>	<b>0</b>	<b>n.d</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	378	n.d	652	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	371	n.d	784	n.d	n.d
<b>Tasa cero cupón locales 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual	8.6	7.5	15.8	4.6	6.7
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-74</b>	<b>-53</b>	<b>-195</b>	<b>-1</b>	<b>9</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	351	318	550	-80	195
Variación año corrido (p.b.)	288	324	594	-111	86
<b>Margen bonos locales y bonos globales 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual (pps)	0.3	n.d	2.6	0.4	n.d
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-34</b>	<b>n.d</b>	<b>-323</b>	<b>-1</b>	<b>n.d</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	-27	n.d	-102	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-83	n.d	-190	n.d	n.d
<b>Margen bonos locales y bonos en dólares 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual (pps)	4.0	3.9	9.5	2.3	2.9
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-21</b>	<b>-11</b>	<b>-114</b>	<b>5</b>	<b>33</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	170	228	192	-56	109
Variación año corrido (p.b.)	111	249	219	-102	4

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

<sup>25</sup> Emisión de bonos ordinarios realizada el 3 de marzo donde la demanda fue 2,5 veces la oferta (\$763.549 millones). La colocación se realizó con las siguientes características: i) 2 años (monto colocado: \$215 mm, tasa fija 8,99% E.A.), y ii) 1,5 años (monto colocado: \$85 mm, IBR 2,39% N.M.V.).

<sup>26</sup> El *Corporate Emerging Market Bond Index* (CEMBI) es un indicador de la deuda corporativa denominada en dólares emitida por entidades provenientes de economías emergentes.

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

Con datos disponibles al 16 de marzo (EOF<sup>27</sup>, volatilidades preliminares<sup>28</sup> y márgenes crediticios preliminares<sup>29</sup>) el índice preliminar de percepción de riesgo IDODM disminuyó frente al de febrero<sup>30</sup> (Gráfico 24). En enero y febrero el indicador aumentó principalmente ante el comportamiento de la confianza de los consumidores, el incremento de los *spreads* de cartera y el aumento en la volatilidad del mercado de TES.

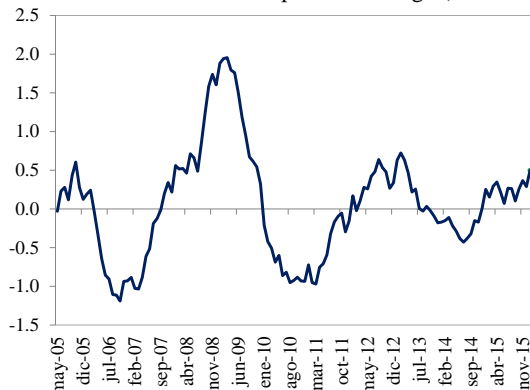
El índice de confianza de los consumidores que calcula Fedesarrollo se mantuvo en niveles similares (-21) a los observados en enero (-21,3). Al observar los componentes se encuentra que el de condiciones actuales se deterioró mientras que el de expectativas mejoró. El indicador disminuyó 35 puntos respecto 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 marzo. En el Gráfico 26 puede observarse que respecto a lo que se esperaba en febrero, los analistas financieros disminuyeron sus proyecciones de crecimiento para 2016 (de 2,68% a 2,54%). Respecto a la expectativa que tenían para 2015 (a enero de 2016: 3%) esta se ubicó por debajo del dato del PIB publicado por el Dane (3,1%). La encuesta preguntó por primera vez acerca del crecimiento esperado para el primer y segundo trimestre de 2016 y para 2017. Para ambos trimestres del 2016 se espera un crecimiento de 2,46%, cifra inferior al dato publicado para el cuarto trimestre de 2015 (3,3%). El dato esperado para 2017 es 2,9%, superior al esperado para 2016.

En cuanto a la inflación (Gráfico 27), la EOF refleja que en promedio el dato esperado para el 2016 aumentó (de 5,49% a 5,74%), mientras que para diciembre del 2017 disminuyó de 4,29% a 4,22%. Las expectativas para diciembre de 2017 muestran un sesgo al alza.

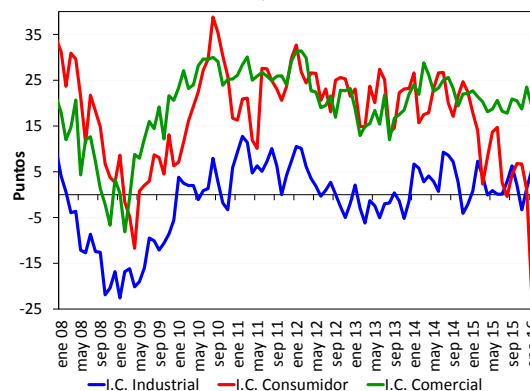
Respecto al *spread*, el 37% de agentes espera que aumente (anterior: 63%), mientras un 35,8% espera que se mantenga igual (anterior: 26%) y un 27,2% que disminuya (anterior: 11%).

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



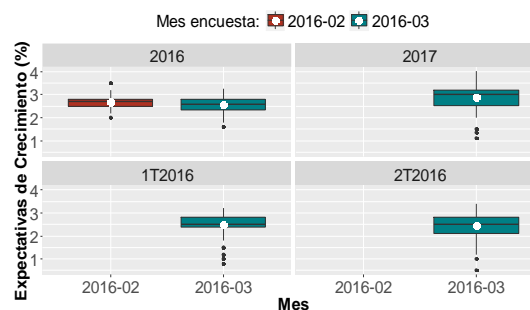
**Fuentes:** Banco de la República, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

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



**Fuente:** Fedesarrollo.

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



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

<sup>27</sup> Publicada el 14 de marzo.

<sup>28</sup> Datos al 11 de marzo.

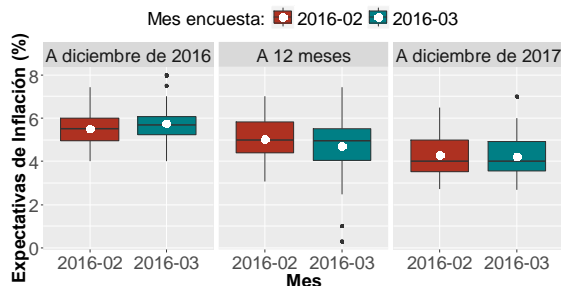
<sup>29</sup> Datos al 4 de marzo.

<sup>30</sup> Estos datos son preliminares ya que no se cuenta con la Encuesta de Opinión Empresarial de la Andi ni con la de Fedesarrollo.

Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes<sup>31</sup>, un 39,5% espera que esta se mantenga estable (anterior: 31,8%), un 8,6% que disminuya (anterior: 28,2%), y un 28,4% que aumente (anterior: 20%).

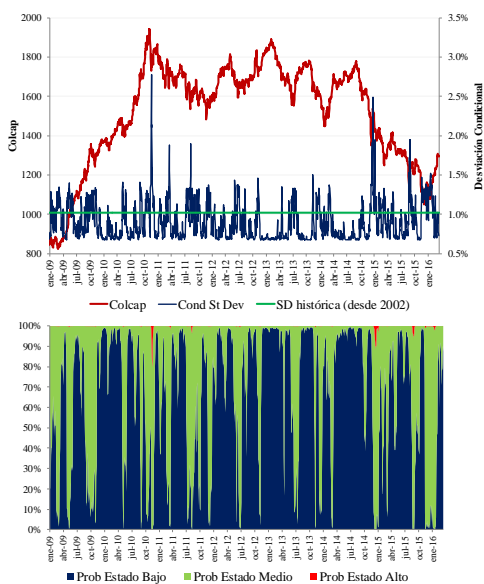
Entre el 19 de febrero y el 16 de marzo el Colcap se valorizó 4%. Este comportamiento es explicado en parte por el incremento del precio del petróleo, la mejora en la percepción de riesgo a nivel internacional y la caída en la prima de riesgo de Colombia. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una valorización cercana al 1,77% (anterior: +1,09%)<sup>32</sup>. Para lo corrido de febrero, la volatilidad promedio del mercado accionario se mantuvo estable respecto al promedio observado en febrero y actualmente se ubica por debajo de su media histórica; además, actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico 28).

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



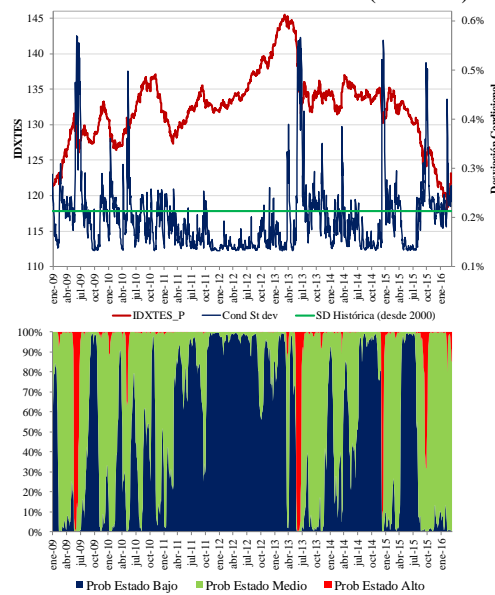
**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

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



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

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



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

Por otro lado, según la EOF los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en 2024 presenten una desvalorización cercana a los 27 p.b. (anterior: 6 p.b.)<sup>33</sup>. Para lo corrido de marzo, la volatilidad promedio del mercado de TES disminuyó respecto al promedio observado en febrero aunque actualmente se ubica por encima de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico 29).

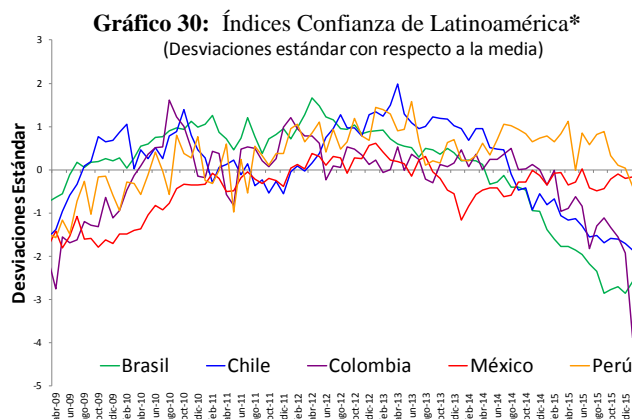
<sup>31</sup> Al 23,5% restante no les aplica la pregunta (anterior: 20%).

<sup>32</sup> El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

<sup>33</sup> El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

Con información al 4 de marzo, los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES aumentaron respecto a lo observado en promedio durante febrero para la cartera de tesorería (+42 p.b.), la preferencial (+7 p.b.)<sup>34</sup> y la de consumo (3 p.b.). El comportamiento de los márgenes de tesorería se explica por incrementos de las tasas activas superiores a las desvalorizaciones de los TES a 30 días. Para el caso de los márgenes de cartera preferencial y de consumo los incrementos se dieron principalmente ante las valorizaciones observadas en 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 enero y febrero mejoraron los índices de Colombia, Chile y Brasil; y desmejoraron los de México y Perú. 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 marzo disminuyó ante la mejora en la mayoría de los indicadores disponibles.

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

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Israel (0,1%), Australia (2%), Islandia (5,75%), EE.UU. (0,25%-0,50%), Canadá (0,5%) e Inglaterra (0,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas en línea con las expectativas de los analistas. El Banco Central de Inglaterra mantuvo el monto de su programa de compra de activos en £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012) y el de Japón decidió mantener inalterada la tasa de interés negativa (-0,1%) a los depósitos de las instituciones financieras y su política a través de operaciones de mercado abierto con el fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual de ¥80 trillones (US\$700 billones aproximadamente). Por otra parte, el Banco Central de Nueva Zelanda recortó sorpresivamente su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 2,25%.

En otro escenario, el Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa de interés aplicable a las operaciones de financiación del Eurosistema en 5 p.b. a 0%, la tasa de interés de la facilidad marginal de crédito en 5 p.b. a 0,25% y la tasa aplicable a la facilidad de depósito en 10 p.b. a -0,4%. Adicionalmente, el organismo decidió incrementar las compras mensuales de activos de €60 a €80 billones, las cuales continuarán hasta finales de marzo de 2017 o hasta observar un ajuste sostenido de la senda de inflación compatible con su objetivo de 2%. Junto con lo anterior, el BCE anunció varias medidas para flexibilizar su programa de compra de activos y mejorar la transmisión de su política monetaria<sup>35</sup> e indicó que iniciará una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a largo plazo a partir de junio de 2016 con objetivo específico (TLTRO II)<sup>36</sup>.

<sup>34</sup> Para mayor información ver Anexo 3.

<sup>35</sup> Aumentó de 33 % a 50 % los límites por emisión y emisor para las adquisiciones de valores emitidos por organizaciones internacionales y bancos de desarrollo multilaterales admisibles; y notificó que a finales del segundo trimestre de este año iniciará un nuevo programa de compras en el que se incluirán bonos denominados en euros con calificación de grado de inversión emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario establecidas en la zona del euro.

<sup>36</sup> Con vencimiento a cuatro años donde las contrapartes podrán tomar prestado hasta el 30% del total de los préstamos admisibles a 31 de enero de 2016. El tipo de interés aplicable a las TLTRO II será fijo para todo el período de vigencia de cada operación e igual a la tasa de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema vigente en la fecha de adjudicación. En el caso de las

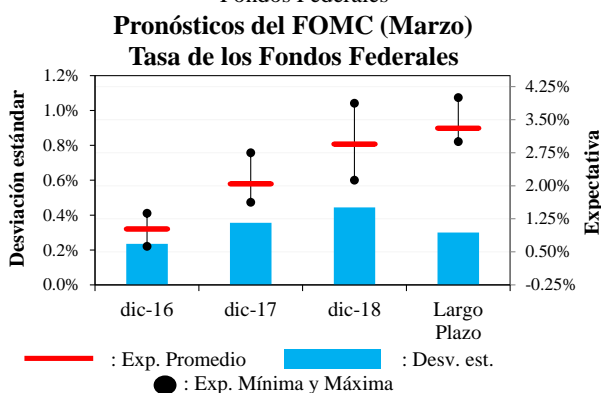
El BCE señaló que anticipa que las tasas de interés continuarán en los niveles actuales, o inferiores, por un período prolongado y mayor al de las compras netas de activos. Además, recortó sus proyecciones ante las débiles perspectivas de crecimiento mundial de tal forma que prevé que el PIB real se incremente 1,4% en 2016, 1,7% en 2017 y 1,8% en 2018 (ant: 1,7 % en 2016 y 1,9 % en 2017); y redujo sus proyecciones de inflación a 0,1% para 2016, 1,3% para 2017 y 1,6% para 2018 (ant: 1,0% para 2016 y 1,6% para 2017), destacando los menores precios del petróleo registrados en los últimos meses.

En su reunión celebrada entre el 15 y el 16 de marzo la Fed señaló que la actividad económica se expandió a un ritmo moderado pese a los desarrollos económicos y financieros de los últimos meses, que indicadores recientes señalaron un fortalecimiento adicional del mercado laboral y que la inflación aumentó, aunque continúa por debajo del 2% reflejando en parte la disminución de precios de energía y de los precios de las importaciones no energéticas.

En particular, indicó que la evolución económica y financiera mundial sigue representando riesgos para la economía estadounidense y que la inflación continuará baja en el corto plazo, aunque retornará al 2% en el mediano plazo a medida que los efectos transitorios de la disminución de los precios de la energía y de importaciones se disipen y el mercado laboral continúe fortaleciéndose.

El organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que el punto medio de la proyección de crecimiento económico fue revisado a la baja para el 2016 de 2,4% a 2,2%, para 2017 de 2,2% a 2,1% y se mantuvo inalterado para el año 2018 y el largo plazo (2%). El punto medio de la proyección de desempleo fue revisado a la baja para los años 2017 y 2018 de 4,7% (en ambos casos) a 4,6% y 4,5%, respectivamente, y permaneció estable para el 2016 (4,7%). El punto medio de la proyección de inflación fue revisado a la baja para el 2016 de 1,6% a 1,2% y permaneció inalterado para 2017 y 2018 en 1,9% y 2%, respectivamente.

**Gráfico 30.1:** Pronósticos de la Fed (Marzo) Tasa de los Fondos Federales



Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

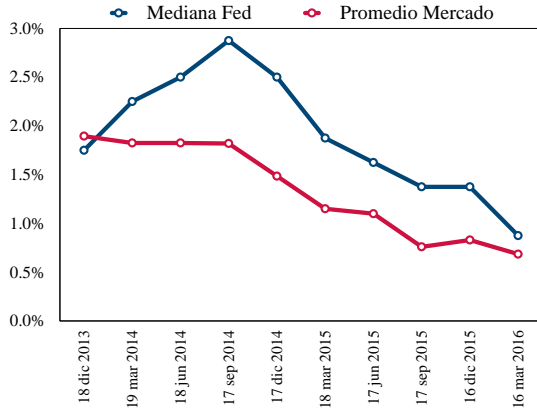
En cuanto a los pronósticos de marzo sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos 30.1<sup>37</sup>, 30.2 y 30.3<sup>38</sup> se observa que: i) frente a las últimas proyecciones (diciembre de 2015) las estimaciones del FOMC para el cierre de los años 2016 y 2017 se redujeron de tal manera que se descuentan incrementos de la tasa de política monetaria a un ritmo más suave (y más cercano al que espera el mercado); ii) el mercado, por su parte, pronostica que los incrementos serán más suaves que lo que se descontaba en diciembre; y iii) el mercado continúa anticipando un ritmo de incrementos menor al que pronostica el FOMC.

entidades de crédito cuyos préstamos netos superen un determinado umbral, la tasa de interés aplicable a las TLTRO II será más baja (pudiendo llegar a ser igual a la tasa aplicable a la facilidad de depósito vigente en la fecha de adjudicación).

<sup>37</sup> En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en marzo para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2016, 2017, 2018 y para el largo plazo.

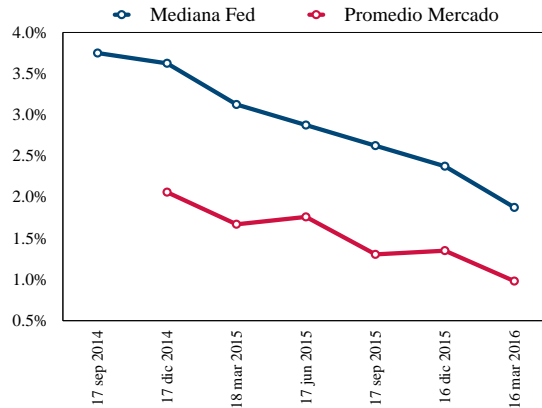
<sup>38</sup> En los gráficos 30.2 y 30.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2016 y 2017.

**Gráfico 30.2: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2016**



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

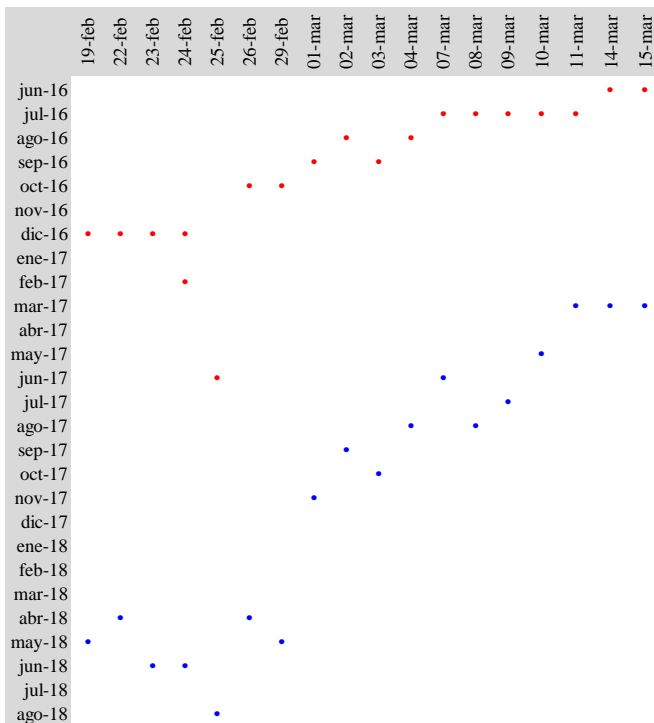
**Gráfico 30.3: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2017**



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

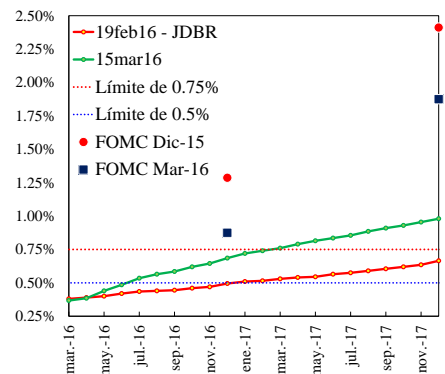
Por otra parte, de acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, el 19 de febrero se esperaba que la tasa de referencia llegue a 0,50% (puntos rojos) en diciembre del 2016, y recientemente se espera que alcance este nivel en junio de 2016. En cuanto a las expectativas respecto al mes en que la tasa alcanzará un nivel de 0,75% (puntos azules), estas pasaron de mayo de 2016 a marzo de 2017 (Gráfico 31). El Gráfico 31.1 muestra que actualmente el mercado espera un ritmo de incrementos de las tasas más alto al que se esperaba el 19 de febrero. Por último, durante el periodo la probabilidad de que ocurriera un incremento adicional del rango de las tasas de los fondos federales en marzo se mantuvo baja, mientras que aumentó la probabilidad de que esto ocurra en junio (Gráficos 32.1 y 33).

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



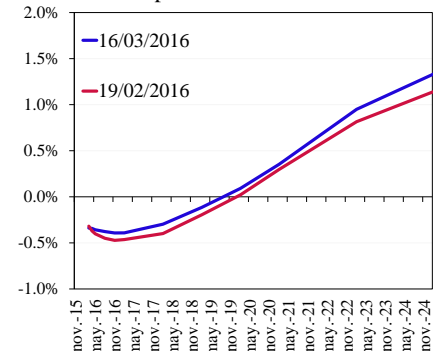
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

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



Fuente: Bloomberg.

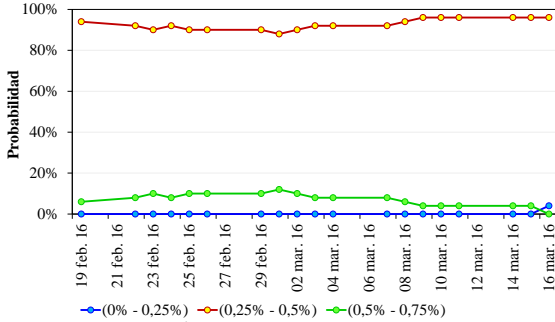
**Gráfico 32: Expectativas de las tasas del BCE**



Fuente: Bloomberg.

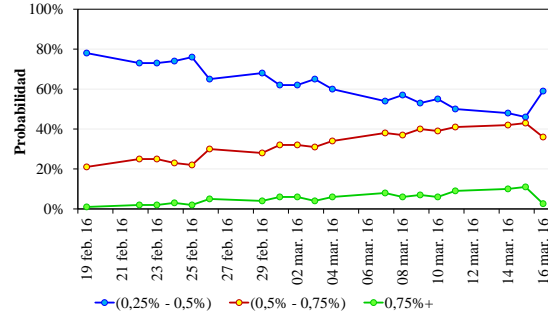


**Gráfico 32.1:** Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de marzo de 2016



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

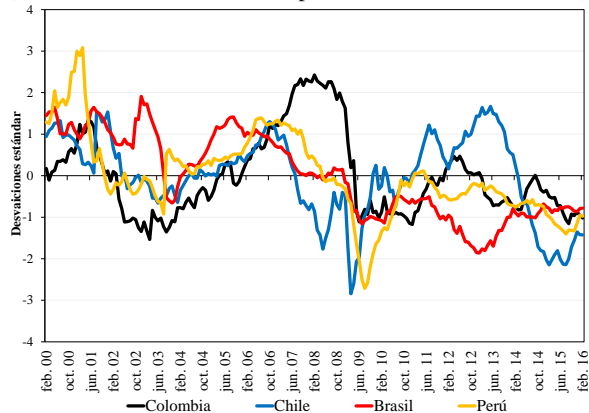
En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE con base en los futuros del índice Eonia, el mercado descuenta que el primer incremento tenga lugar alrededor del 4T19, luego que el 19 de febrero descontaran este incremento en el 1T20 (Gráfico 32).

Los bancos centrales de Turquía, Hungría, Polonia y Corea del Sur mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en línea con lo esperado por los mercados. El Banco Central de China recortó 50 p.b. el tipo de encaje exigido a los principales bancos comerciales del país de 17,5% a 17%, con el propósito de otorgar un mayor estímulo a la economía. El organismo señaló que la medida busca mantener un nivel adecuado de liquidez del sistema financiero para asegurar un crecimiento moderado y constante de la base monetaria y el crédito.

En Latinoamérica, el Banco Central de Brasil mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 14,25%, decisión que era esperada por el mercado y que tuvo en cuenta la situación macroeconómica, las perspectivas de inflación y la incertidumbre local y externa. Por otra parte, el Banco Central de Perú mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 4,25%, mientras que el mercado anticipaba un incremento de 25 p.b. a 4,5%.

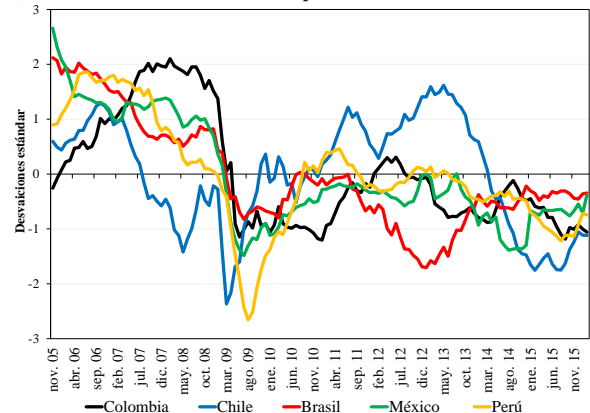
Para mayor detalle de la información presentada en esta sección se puede consultar el Anexo 4.

**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\*)



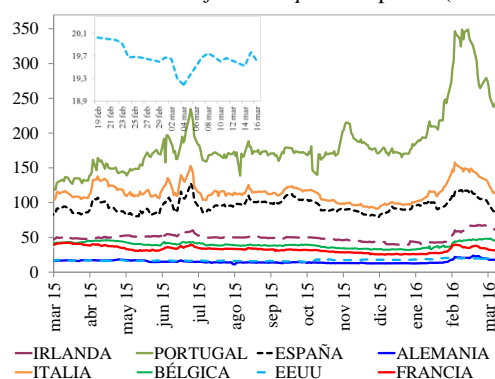
Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.\*Media y desviación histórica calculada desde octubre de 2005.

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 reales<sup>39</sup> desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. Se puede observar que en enero las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas<sup>40</sup>.

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

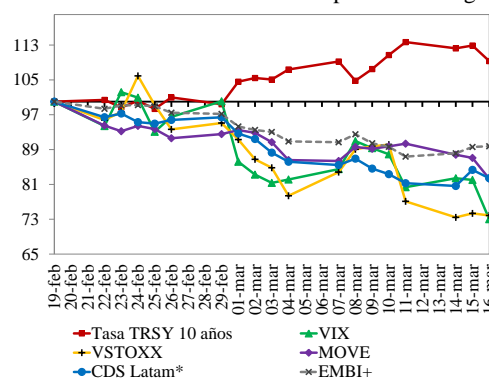
Desde el 19 de febrero los principales indicadores de percepción de riesgo a nivel mundial mejoraron influenciados principalmente por la recuperación en los precios del petróleo y las medidas adoptadas por el BCE y el Banco Central de China. No obstante, durante este periodo fueron publicados algunos datos negativos tanto en China como en Europa<sup>41</sup>.

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



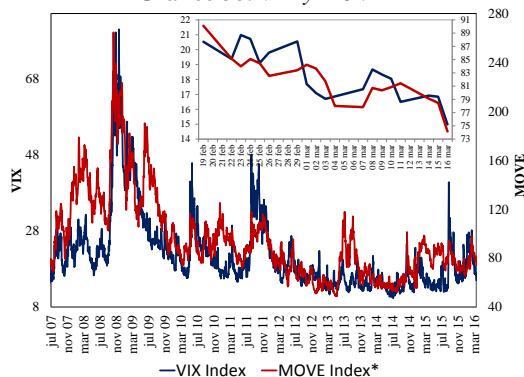
Fuente: Bloomberg.

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



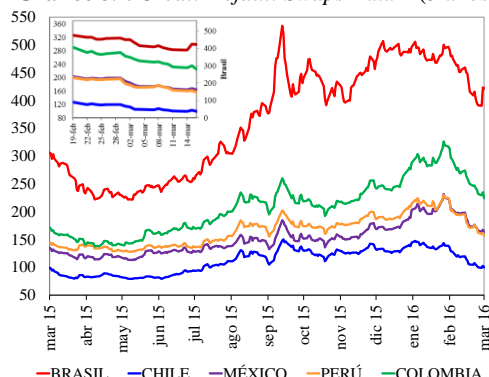
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. \*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

**Gráfico 38:** VIX y MOVE\*



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

Los incrementos del precio de petróleo estuvieron influenciados principalmente por factores de oferta debido a la caída en el número de plataformas activas de extracción en EE.UU., los problemas en el suministro de crudo por parte de Irak y Nigeria, y el acuerdo preliminar alcanzado entre los

<sup>39</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

<sup>40</sup> Desde febrero del año 2000, las medias de las tasas reales de Colombia, Chile, Brasil y Perú son 1,74%, 1,15%, 7,12% y 1,25%, respectivamente. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,59%.

<sup>41</sup> China: Las exportaciones e importaciones de febrero presentaron una contracción de 25,4% y 13,8%, respectivamente. El PMI manufacturero (ant.: 48,4 puntos) y de servicios (ant.: 52,4 puntos) elaborado por Caixin disminuyeron a 48 puntos y 51,2 puntos respectivamente. Europa: El PMI manufacturero alcanzó un nivel de 51 puntos, el menor nivel en un año, frente a 52 puntos esperados y 52,3 registrados el mes anterior. El PMI servicios se ubicó en 53 puntos frente a 53,4 esperados por el mercado y 53,6 registrados el mes anterior. La inflación de enero se ubicó en 0,3% anual, frente al 0,4% esperado. La estimación de la inflación de febrero se ubicó en -0,2% anual (esp.: 0%)

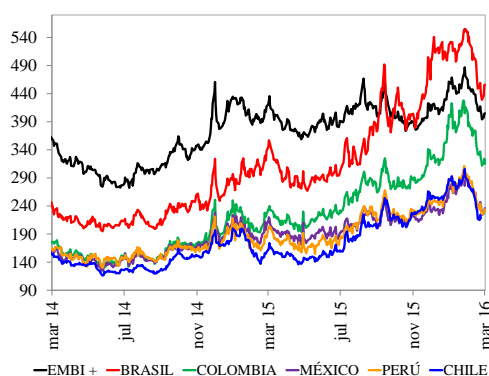


principales exportadores de petróleo<sup>42</sup> de congelar su producción en los niveles registrados en enero con el fin de estabilizar los precios<sup>43</sup>. Por otra parte, el aumento del precio del petróleo también fue soportado por las mayores tensiones en el medio oriente, después que los Cuerpos de la Guardia Revolucionaria Islámica de Irán realizaran pruebas con dos misiles balísticos, lo cual podría generar nuevas sanciones por parte de Estados Unidos.

De esta manera, el VIX pasó de 20,53% el 19 de febrero a 14,99% el 16 de marzo, al tiempo que el VSTOXX disminuyó de 31,2% a 23,09%. El índice MOVE<sup>44</sup> pasó de 90 a 74 (Gráficos 37 y 38). Por su parte el precio del petróleo WTI aumentó 29,76% y el del petróleo Brent aumentó 21,31%.

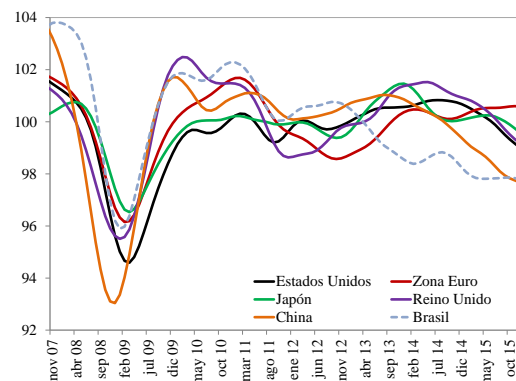
Los indicadores de percepción de riesgo a nivel regional (CDS) disminuyeron en línea con la mejora en la percepción de riesgo a nivel internacional, debido en parte por el incremento generalizado en los precios de las materias primas. Entre el 19 de febrero y el 16 de marzo los *Credit Default Swap* (CDS) disminuyeron 66 p.b. para Colombia, 52 p.b. para el caso de Brasil, 43 p.b. para Perú, 39 p.b. para México y 27 p.b. en el caso de Chile. Por su parte, el EMBI+ se redujo 46 p.b. al tiempo que el EMBI Colombia disminuyó 69 p.b. (Gráficos 39 y 40).

**Gráfico 40: EMBI Países Latam**



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: OECD.

Entre diciembre del 2015 y enero del 2016 los indicadores líderes de la actividad económica<sup>45</sup> publicados por la OECD<sup>46</sup> desmejoraron para todo el conjunto de países analizados (Gráfico 41).

En resumen, los indicadores de percepción de riesgo disminuyeron como consecuencia del incremento en el precio del petróleo y las medidas expansionistas adoptadas por el BCE y el Banco Central de China.

<sup>42</sup> Entre los cuales se encontraban Rusia, Arabia Saudita, Catar y Venezuela.

<sup>43</sup> Se espera que el acuerdo se mantenga por lo menos por un año.

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

<sup>45</sup> Toda la serie es actualizada en el momento en que se dispone de nuevos datos. La metodología puede ser encontrada en *OECD Leading Indicators and Business Cycles in Member Countries, Sources and Methods*, No 39, January 1987. El indicador busca replicar el índice de producción total utilizando, entre otros, el nivel del stock de bienes finales, precios de acciones, oferta monetaria, salarios, inicios de construcción y horas semanales de trabajo en el sector manufacturero.

<sup>46</sup> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

## 5. Tasas de interés y Expectativas del mercado

En el Gráfico 42 se presenta la evolución de la tasa mínima de expansión del BR, la tasa interbancaria (TIB), la DTF y el IBR a un día. Desde el 19 de febrero el IBR *overnight* y la TIB oscilaron en niveles similares al de la tasa de política monetaria. La tasa de simultáneas del SEN era 6,02% el 19 de febrero y recientemente es 6,25%<sup>47</sup>.

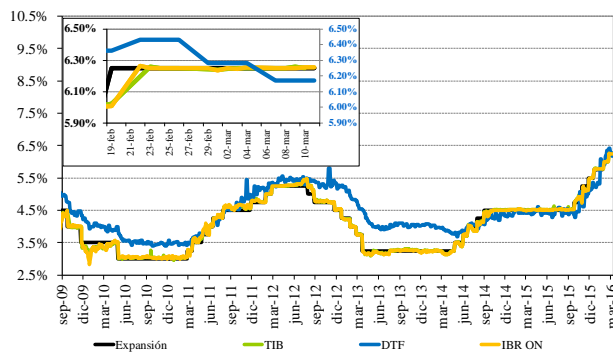
En cuanto a las expectativas de movimientos de la tasa de referencia por parte del BR en la próxima reunión de la Junta, la mayoría de agentes espera un incremento de 25 p.b.

En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 14 de marzo<sup>48</sup>, un 89% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b, un 6,1% que será incrementada 50 p.b y el 4,9% restante que se mantendrá inalterada.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 37% señaló la política fiscal (ant: 28,2%), un 27,2% (ant: 34,1%) los factores externos, un 21% la política monetaria (ant: 21,2%), un 8,6% el crecimiento económico (ant: 14,1%), un 4,9% las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 1,2%), y el 1,3% restante otros factores (ant: 1,2%).

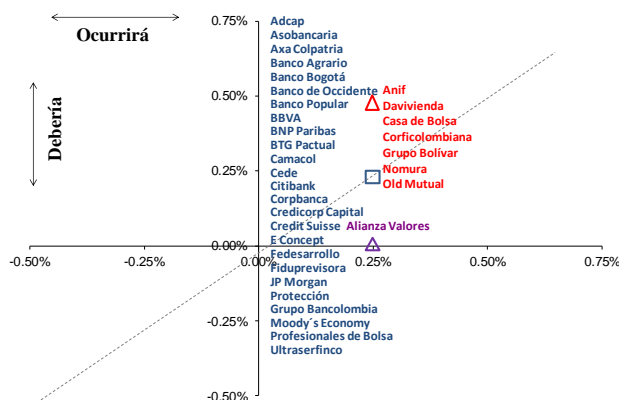
En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 16 de marzo, el 100% (30 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia de 25 p.b.

Gráfico 42: Tasas Interés Mercado Colombiano



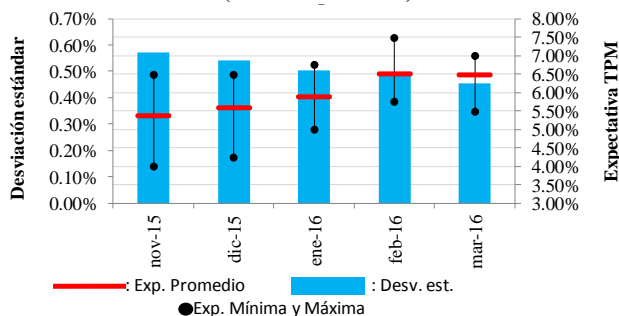
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 43: Encuestas Anif y Citibank



Fuente: Anif y Citibank.

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



Fuente: Encuesta Citibank.

<sup>47</sup> Dato del 16 de marzo.

<sup>48</sup> Realizada entre el 29 de febrero y el 9 de marzo.

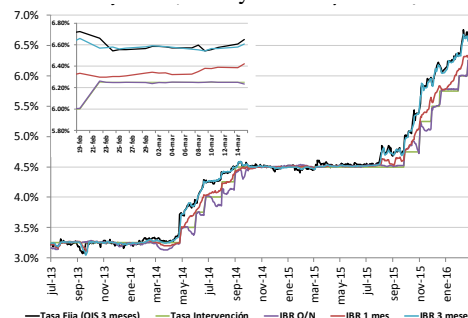
En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank<sup>49</sup>, se encuentra que de las 33 entidades encuestadas el 100% espera que la tasa aumente 25 p.b. De estas, el 76% (25 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b, el 21% (7 entidades<sup>50</sup>) recomienda un aumento de 50 p.b, y el 3% restante (1 entidad<sup>51</sup>) recomienda que la tasa permanezca inalterada. El Gráfico 43 presenta el resumen de los resultados de estas encuestas, cuyos detalles pueden ser consultados en el Anexo 5.

En el Gráfico 44 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2016 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Entre febrero y marzo la tasa esperada en promedio pasó de 6,53% a 6,49%.

En el Gráfico 45 se muestran el IBR *overnight*, el IBR a 1 mes y el IBR a 3 meses. También se incluyen la tasa de intervención del BR, y la tasa fija del OIS a 3 meses de *Bloomberg*<sup>52</sup>.

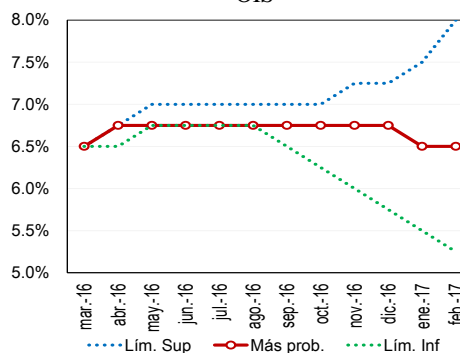
El 16 de marzo el IBR *overnight*, el IBR a un mes y el IBR a tres meses se ubicaron en 6,25%, 6,44% y 6,62%, respectivamente. La tasa fija del OIS de tres meses extraída de *Bloomberg* fue 6,65%. De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de los OIS, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de referencia sea incrementada 25 p.b, y que en abril aumente 25 p.b. adicionales (Gráfico 46, Cuadro 3, y Anexo 6).

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



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

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



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

**Cuadro 3**

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

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

<sup>49</sup> Encuestas publicadas el 14 y el 16 de marzo, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de Citibank. En esta ocasión, Corficolombiana había respondido en la encuesta de Anif que esperaba y recomendaba un incremento de 25 p.b, mientras en la encuesta de Citibank respondió que recomendaba un aumento de 50 p.b.

<sup>50</sup> Anif, Davivienda, Casa de Bolsa, Corficolombiana, Grupo Bolívar, Nomura y Old Mutual.

<sup>51</sup> Alianza Valores.

<sup>52</sup> Correspondiente a la tasa fija del *Overnight Index Swap* (OIS) extraída de *Bloomberg*. Los OIS se definen como *swaps* de tasa de interés en los que se intercambia una tasa fija por una tasa flotante, siendo esta última la tasa de interés compuesta de una tasa *overnight*. En una transacción OIS no existe intercambio del principal. Ambas partes acuerdan intercambiar al vencimiento del swap el diferencial entre la tasa fija pactada y la tasa flotante, por el nominal acordado. El pagador (quien paga la tasa fija y recibe la tasa flotante) se beneficiará ante un incremento en las tasas y el receptor (quien recibe la tasa fija y paga la tasa flotante) se beneficiará de una disminución en las tasas.

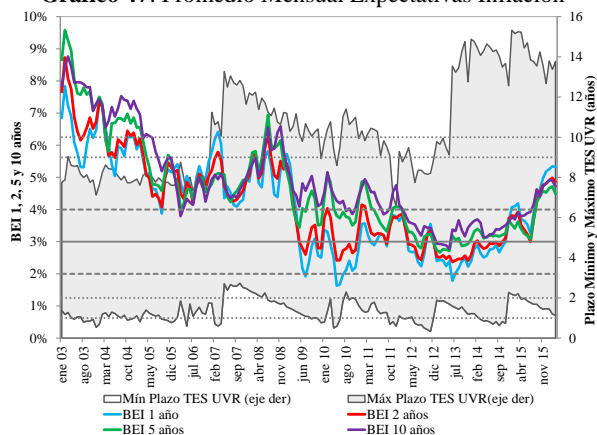
En la última encuesta de expectativas de inflación realizada por el BR<sup>53</sup>, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2016 en promedio se ubica en 5,72% (encuesta anterior: 5,49%). Las expectativas promedio para diciembre de 2017 se ubican en 3,98% (ant: 3,93%) y para marzo de 2018 en 3,77%<sup>54</sup>.

La encuesta realizada por Citibank<sup>55</sup> refleja que la inflación esperada para diciembre de 2016 es 5,47%, mientras que en la encuesta anterior era 5,44%.

En promedio para lo corrido de marzo<sup>56</sup> (hasta el día 16) frente a los datos promedio de febrero, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron para todos los plazos<sup>57</sup>. De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de marzo a 2, 3, 5 y 10 años son 4,82%, 4,58%, 4,45% y 4,72%, respectivamente.

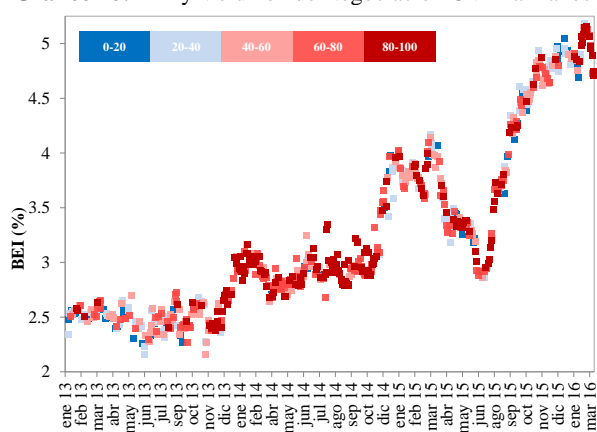
El Gráfico 49 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez<sup>58</sup> relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR<sup>59</sup>. Con información al 15 de marzo se espera que en los próximos 2 años en promedio la inflación sea 3,55% (febrero: 3,66%). Para el plazo de 5 años, la inflación promedio esperada pasó de 3,44% en febrero a 3,40% en marzo. Por su parte, la prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años disminuyó de 1,29% a 0,64%, al tiempo que la de 5 años pasó de 0,81% a 0,59%.

**Gráfico 47: Promedio Mensual Expectativas Inflación**



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

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



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

<sup>53</sup> Realizada entre el 7 y el 9 de marzo.

<sup>54</sup> En la encuesta anterior la inflación esperada para febrero del 2018 era 3,70%.

<sup>55</sup> Publicada el 16 de marzo.

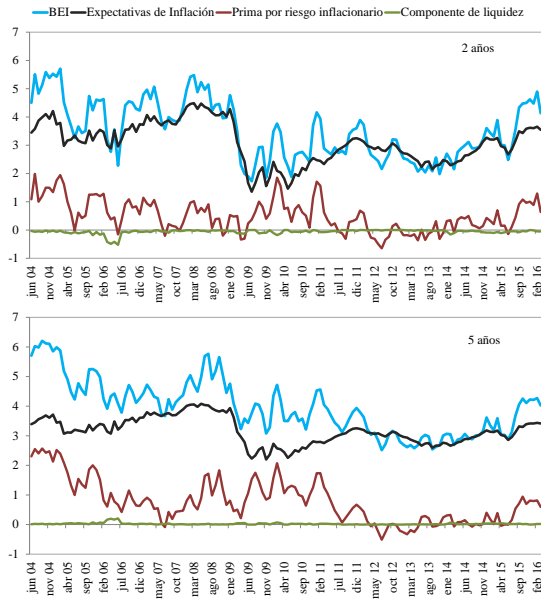
<sup>56</sup> Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -51 p.b., -57 p.b., -55 p.b. y -22 p.b. respectivamente. De esta manera, el 16 de marzo se ubicaron en 4,67%, 4,43%, 4,32% y 4,64%, respectivamente.

<sup>57</sup> Las variaciones para los plazos 2, 3, 5 y 10 años fueron -15, -21, -25 y -17 p.b. respectivamente.

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

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

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



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

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



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

El Gráfico 50 muestra la senda de inflación esperada para los años entre 2017 y 2020, tomando el promedio de los datos diarios para los meses de enero, febrero y lo corrido de marzo del 2016. Los datos de inflación esperada (FBEI) promedio de marzo son inferiores a los de enero y febrero. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación creciente entre los años 2017 y 2020, de tal forma que para este último año la inflación año completo esperada es 4,13% (esperada en enero: 4,37%).

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, Sudáfrica y China; y disminuyeron para Colombia, Chile, México, Brasil, Ecuador, India y Noruega. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,59% a 2,54%. Los datos de inflación de febrero fueron inferiores a los pronósticos en todos los países, salvo Chile, China y Noruega. La inflación se encuentra por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2% a 4%), Perú (1% a 3%), Chile (2% a 4%) y Brasil (2,5% a 6,5%). Por último, las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia, México y Sudáfrica; permanecieron estables en los casos de Chile, Perú, Ecuador y Noruega; y disminuyeron para Brasil, India y China.

**Cuadro 4:** Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Feb. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Feb. 2016	Mar. 2016		Feb. 2016	Mar. 2016	Esp*	Obs	Feb. 2016	Mar. 2016
<b>Colombia</b>	7.74%	7.59%	5.49%	5.72%	6.25%	6.53%	6.49%	3.1%	3.3%	2.59%	2.54%
<b>Chile</b>	4.6%	4.7%	3.6%	3.6%	3.50%	3.75%	3.75%	2.1%	2.2%	1.9%	1.7%
<b>México</b>	2.92%	2.87%	3.10%	3.34%	3.75%	4.10%	4.20%	2.5%	2.5%	2.69%	2.45%
<b>Perú</b>	4.51%	4.47%	3.5%	3.5%	4.25%	4.45%	4.60%	3.8%	4.0%	3.2%	3.2%
<b>Brasil</b>	10.44%	10.36%	7.61%	7.46%	14.25%	14.25%	14.25%	-5.9%	-6.0%	-3.33%	-3.54%
<b>Ecuador</b>	n.d.	2.60%	3.0%	2.9%	8.88%	3.30%	3.30%	n.d.	-0.4%	-1.2%	-1.7%
<b>India</b>	5.52%	5.18%	5.3%	5.2%	6.75%	6.47%	6.47%	7.1%	7.3%	7.6%	7.5%
<b>Sudáfrica</b>	n.d.	n.d.	6.0%	6.3%	6.75%	7.30%	7.35%	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%
<b>China</b>	1.8%	2.3%	1.7%	1.6%	4.35%	3.99%	3.96%	6.9%	6.9%	6.5%	6.5%
<b>Noruega</b>	3.0%	3.1%	2.5%	2.5%	0.75%	0.40%	0.40%	-0.4%	-1.2%	1.4%	1.3%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 7 y el 9 de marzo del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

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

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

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 11 de marzo.

Ecuador: Consensus Forecast del FocusEconomics (marzo). 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 (marzo).

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 (marzo).

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 Chile y Ecuador. En estos casos el dato es del 3T15.

## 6. Conclusiones

En Colombia, al comparar los datos entre el 19 de febrero y el 16 de marzo del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos disminuyeron 21 p.b, 68 p.b. y 67 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente disminuyó 46 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 -88% a -59%<sup>60</sup>. La correlación a 30 días pasó de -67% a -92%.

Después de la última reunión de la JDBR los TES registraron valorizaciones. En el caso de los tramos mediano y largo de la curva esto se relaciona con la menor percepción de riesgo a nivel internacional y hacia la región, incluyendo Colombia. Los principales factores externos que han afectado el comportamiento del mercado son la recuperación de los precios del petróleo y las medidas de estímulo económico anunciadas por el BCE y por el Banco Central de China. A nivel local, los TES han estado influenciados por el dato de inflación de febrero que resultó inferior al esperado, por los menores temores en torno a la situación fiscal del Gobierno ante la recuperación de los precios del petróleo y por la posibilidad de que el Gobierno incluya en la reforma tributaria la propuesta de reducir el impuesto que pagan los extranjeros sobre las ganancias en inversiones de portafolio.

En cuanto a los bonos del tramo corto de la curva, su comportamiento puede estar relacionado en parte con las expectativas de menores incrementos de la tasa de política monetaria en las próximas reuniones de la JDBR, que se ven reflejadas en la disminución del IBR a 3 meses. Este tramo también pudo verse influenciado por la redención anticipada de TES con vencimiento en junio del año 2016 por un monto de \$1,3 billones, que redujo la oferta de títulos en este tramo.

Respecto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de marzo disminuyó ante la mejora en la mayoría de los indicadores disponibles. A nivel internacional, los indicadores de percepción de riesgo disminuyeron como consecuencia del incremento en el precio del petróleo y las medidas expansionistas adoptadas por el BCE y el Banco Central de China.

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 6,50% en los tres casos.

En promedio para lo corrido de marzo<sup>61</sup> (hasta el día 16) frente a los datos promedio de febrero, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron para todos los plazos<sup>62</sup>. De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de marzo a 2, 3, 5 y 10 años son 4,82%, 4,58%, 4,45% y 4,72%, respectivamente.

---

<sup>60</sup> Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 71%.

<sup>61</sup> Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -51 p.b., -57 p.b., -55 p.b. y -22 p.b. respectivamente. De esta manera, el 16 de marzo se ubicaron en 4,67%, 4,43%, 4,32% y 4,64%, respectivamente.

<sup>62</sup> Las variaciones para los plazos 2, 3, 5 y 10 años fueron -15, -21, -25 y -17 p.b. respectivamente.

## 7. Recuadros/Anexos

### Anexo 1

	Valor actual 11 de marzo	Variación desde última junta BR	Variación desde mayo 2013	Variación año corrido	Variación año completo	Niveles desde última junta BR	Niveles desde mayo 2013	Niveles año corrido	Niveles año completo
<b>TOTAL GBI-EM GLOBAL*</b>	<b>341.2</b>	<b>1.7%</b>	<b>13.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>335.5</b>	<b>301.7</b>	<b>327.6</b>	<b>321.2</b>
<b>ASIA</b>	<b>223.1</b>	<b>1.1%</b>	<b>11.5%</b>	<b>4.1%</b>	<b>5.6%</b>	<b>220.8</b>	<b>200.2</b>	<b>214.3</b>	<b>211.3</b>
India**	771.1	0.9%	25.1%	0.9%	6.1%	764.6	616.5	764.0	726.8
Indonesia	505.0	2.1%	8.8%	7.3%	5.5%	494.8	464.2	470.7	478.5
Malasia	171.8	0.4%	9.7%	1.8%	4.6%	171.2	156.7	168.7	164.3
Filipinas	142.1	0.5%	-0.3%	1.9%	-0.2%	141.4	142.6	139.5	142.5
Tailandia	226.0	0.6%	18.2%	3.3%	6.9%	224.7	191.2	218.8	211.5
<b>EUROPA</b>	<b>312.4</b>	<b>1.6%</b>	<b>13.0%</b>	<b>2.8%</b>	<b>6.0%</b>	<b>307.4</b>	<b>276.5</b>	<b>303.8</b>	<b>294.6</b>
Polonia	333.3	0.4%	11.5%	1.5%	2.2%	332.1	298.9	328.5	326.2
Turquía	481.0	3.5%	11.7%	4.7%	3.5%	464.7	430.7	459.6	464.8
Rumania	133.5	0.0%	21.4%	1.3%	3.4%	133.5	109.9	131.8	129.1
Rusia	229.7	3.1%	14.1%	3.6%	25.4%	222.9	201.4	221.7	183.1
<b>MEDIO ORIENTE/ÁFRICA</b>	<b>368.1</b>	<b>1.1%</b>	<b>9.2%</b>	<b>5.9%</b>	<b>1.3%</b>	<b>364.0</b>	<b>337.0</b>	<b>347.5</b>	<b>363.4</b>
Nigeria	189.9	1.3%	46.6%	-1.6%	n.d.	187.3	129.6	193.0	142.3
<b>LATINOAMÉRICA</b>	<b>449.2</b>	<b>2.3%</b>	<b>14.8%</b>	<b>4.8%</b>	<b>7.6%</b>	<b>439.2</b>	<b>391.4</b>	<b>428.4</b>	<b>417.6</b>
Chile	130.5	0.8%	13.2%	1.2%	2.4%	129.5	115.3	128.9	127.5
Perú	181.5	3.8%	-1.3%	4.5%	-0.6%	174.8	183.9	173.7	182.6
Brasil	550.7	4.4%	24.9%	10.0%	13.4%	527.5	440.9	500.5	485.8
Colombia	358.8	4.1%	3.9%	2.3%	0.0%	344.7	345.5	350.7	358.8

\* 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

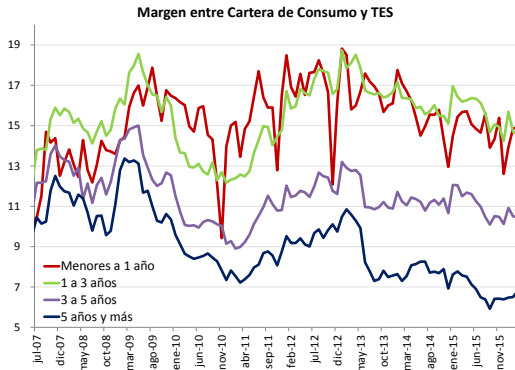
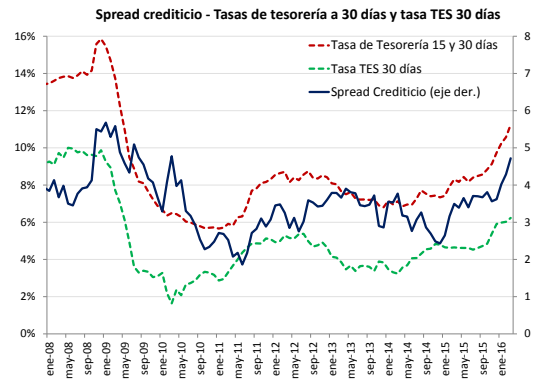
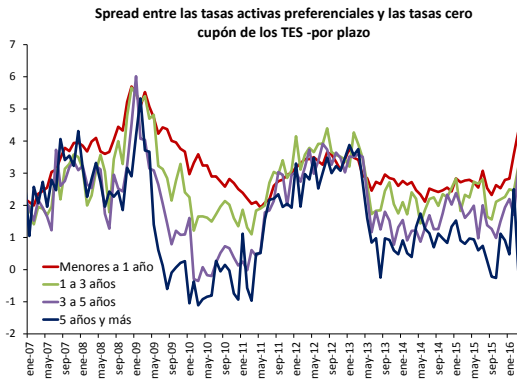
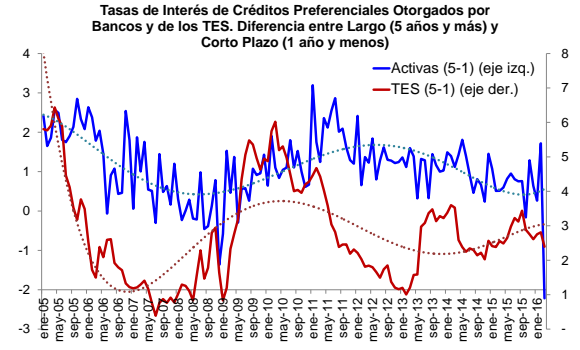
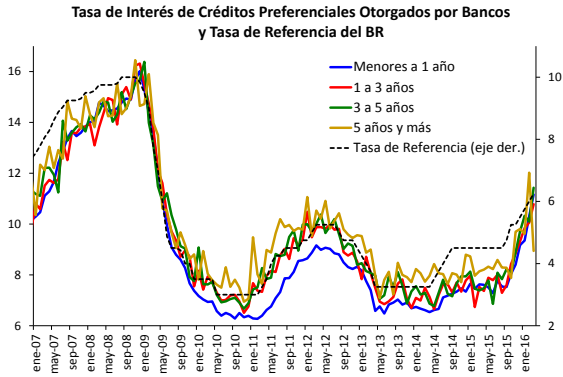
#### Compras Netas de TES\* denominados en UVR (Valor Nominal en Millones de Pesos)

	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	1'502'656	2'095'437	5'966'426	1'622'931	9'684'794	(59'897)	(84'656)	(34'975)	(179'528)
Compañía de Financiamiento Comercial	-	2'190	4'441	1'102	7'733	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	147'439	(989'113)	192'885	(217'306)	(1'013'534)	(5'846)	(18'820)	34'183	9'517
<b>Total EC</b>	<b>1'650'095</b>	<b>1'108'514</b>	<b>6'163'752</b>	<b>1'406'727</b>	<b>8'678'993</b>	<b>(65'743)</b>	<b>(103'475)</b>	<b>(792)</b>	<b>(170'010)</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías									
Propia	(9'829)	(3'353)	(1'316)	(2'849)	(7'518)	(1'156)	(1'156)	(7'516)	(9'829)
Fondos de Pensiones y Cesantías									
Terceros	954'267	(2'811'733)	3'047'602	8'558'559	8'794'427	(278'947)	46'049	498'500	265'602
Pasivos Pensionales	659'439	(2'683'347)	1'968'815	6'068'124	5'353'592	(222'428)	(1'164'1)	341'927	107'858
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(7'572)	-	-	(7'572)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	944'438	(2'822'658)	3'046'286	8'555'710	8'779'338	(280'104)	44'892	490'984	255'773
Sociedades Comisionistas de Bolsa									
Propia	134'891	(135'761)	(171'095)	86'823	(220'033)	79'042	(33'327)	47'842	93'557
Sociedades Comisionistas de Bolsa									
Terceros	164'155	196'437	120'202	87'062	403'700	54'048	33'406	6'929	94'384
Extranjeros	267'85	4'650	-	(8'422)	(3'772)	267'85	-	-	267'85
FIC	-	23'573	14'016	(6'200)	31'389	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	299'047	60'675	(50'893)	173'885	183'668	133'091	79	54'771	187'940
Sociedades Fiduciarias									
Propia	377'30	(16'251)	22'552	(358)	5'943	12'759	(1'154)	(18'501)	(6'896)
Sociedades Fiduciarias									
Terceros	603'772	20'918	793'390	2'822'542	3'636'850	226'762	70'063	53'603	350'429
Extranjeros***	(310'056)	(461'611)	(59'246)	190'973	(329'883)	-	-	(20'930)	(20'930)
FIC	108'683	314'438	20'490	1'747	336'675	38'386	13'120	(582)	50'924
Pasivos Pensionales	266'769	120'790	212'526	418'735	752'051	165'413	11'553	(34'873)	142'093
Total Sociedades Fiduciarias	641'503	4'667	815'942	2'822'184	3'642'793	239'521	68'909	35'102	343'533
Compañías de Seguros y Capitalización									
Propia	420'563	(150'161)	(21'763)	1'461'402	1'289'478	(25'592)	(12'721)	45'691	7'379
Compañías de Seguros y Capitalización									
Terceros	-	-	-	1'104	1'104	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	1'104	1'104	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	420'563	(150'161)	(21'763)	1'462'506	1'290'582	(25'592)	(12'721)	45'691	7'379
	2'311	-	2'311	-	2'311	-	2'311	-	2'311
	-	-	(14'025)	(43)	(14'068)	-	-	-	-
	-	-	(14'025)	(43)	(14'068)	-	-	-	-
	2'311	-	(11'714)	(43)	(11'758)	-	2'311	-	2'311
<b>Total Entidades Financieras No bancarias</b>	<b>2'307'861</b>	<b>(2'907'477)</b>	<b>3'777'858</b>	<b>13'014'241</b>	<b>13'884'622</b>	<b>66'916</b>	<b>103'470</b>	<b>626'549</b>	<b>796'935</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	2'266	(2'893)	81'527	45'683	105'317	(1'173)	5	-	(1'168)
Total Entidades Públicas****	428'891	(121'668)	(269'197)	(246'699)	(637'564)	-	-	-	-
Otros*****	138'773	50'094	(153'170)	1'000'761	897'685	-	-	124'371	124'371
Extranjeros	-	-	(70'551)	-	(70'551)	-	-	-	-
<b>Total Movimiento Neto</b>	<b>4'527'886</b>	<b>(1'892'430)</b>	<b>9'600'769</b>	<b>15'220'713</b>	<b>22'929'053</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>750'128</b>	<b>750'128</b>

Fuente: BR. Información actualizada al 11 de marzo 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, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.



### Anexo 3 Margen entre tasas activas y tasa de TES



## **Anexo 4**

### **Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos**

#### **Países Desarrollados**

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Israel (0,1%), Australia (2%), Islandia (5,75%), EE.UU. (0,25%-0,50%), Canadá (0,5%) e Inglaterra (0,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas en línea con las expectativas de los analistas. El Banco Central de Inglaterra mantuvo el monto de su programa de compra de activos en £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012) y el de Japón decidió mantener inalterada la tasa de interés negativa (-0,1%) a los depósitos de las instituciones financieras y su política a través de operaciones de mercado abierto con el fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual de ¥80 trillones. Por otra parte, el Banco Central de Nueva Zelanda recortó sorpresivamente su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 2,25%.

En otro escenario, el Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa de interés aplicable a las operaciones de financiación del Eurosistema en 5 p.b. a 0%, la tasa de interés de la facilidad marginal de crédito en 5 p.b. a 0,25% y la tasa aplicable a la facilidad de depósito en 10 p.b. a -0,4%. Adicionalmente, el organismo decidió incrementar las compras mensuales de activos de €60 a €80 billones, las cuales continuarán hasta finales de marzo de 2017 o hasta observar un ajuste sostenido de la senda de inflación compatible con su objetivo de 2%. Junto con lo anterior, el BCE anunció varias medidas para flexibilizar su programa de compra de activos y mejorar la transmisión de su política monetaria<sup>63</sup> e indicó que iniciará una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a largo plazo a partir de junio de 2016 con objetivo específico (TLTRO II)<sup>64</sup>.

El BCE señaló que anticipa que las tasas de interés continuarán en los niveles actuales, o inferiores, por un período prolongado y mayor al de las compras netas de activos. Además, recortó sus proyecciones ante las débiles perspectivas de crecimiento mundial de tal forma que prevé que el PIB real se incremente 1,4% en 2016, 1,7% en 2017 y 1,8% en 2018 (ant: 1,7 % en 2016 y 1,9 % en 2017); y redujo sus proyecciones de inflación a 0,1% para 2016, 1,3% para 2017 y 1,6% para 2018 (ant: 1,0% para 2016 y 1,6% para 2017), destacando los menores precios del petróleo registrados en los últimos meses.

En su reunión celebrada entre el 15 y el 16 de marzo la Fed señaló que la actividad económica se expandió a un ritmo moderado pese a los desarrollos económicos y financieros de los últimos meses, que indicadores recientes señalaron un fortalecimiento adicional del mercado laboral y que la inflación aumentó, aunque continúa por debajo del 2% reflejando en parte la disminución de precios de energía y de los precios de las importaciones no energéticas.

En particular, indicó que la evolución económica y financiera mundial sigue representando riesgos para la economía estadounidense y que la inflación continuará baja en el corto plazo, aunque retornará al 2% en el mediano plazo a medida que los efectos transitorios de la disminución de los precios de la energía y de importaciones se disipen y el mercado laboral continúe fortaleciéndose.

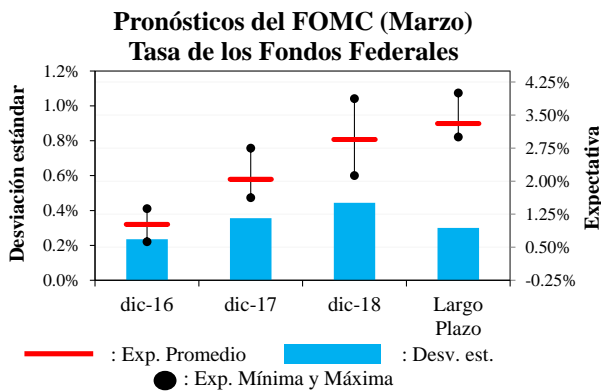
---

<sup>63</sup> Aumentó de 33 % a 50 % los límites por emisión y emisor para las adquisiciones de valores emitidos por organizaciones internacionales y bancos de desarrollo multilaterales admisibles; y notificó que a finales del segundo trimestre de este año iniciará un nuevo programa de compras en el que se incluirán bonos denominados en euros con calificación de grado de inversión emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario establecidas en la zona del euro.

<sup>64</sup> Con vencimiento a cuatro años donde las contrapartes podrán tomar prestado hasta el 30% del total de los préstamos admisibles a 31 de enero de 2016. El tipo de interés aplicable a las TLTRO II será fijo para todo el período de vigencia de cada operación e igual a la tasa de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema vigente en la fecha de adjudicación. En el caso de las entidades de crédito cuyos préstamos netos superen un determinado umbral, la tasa de interés aplicable a las TLTRO II será más baja (pudiendo llegar a ser igual a la tasa aplicable a la facilidad de depósito vigente en la fecha de adjudicación).

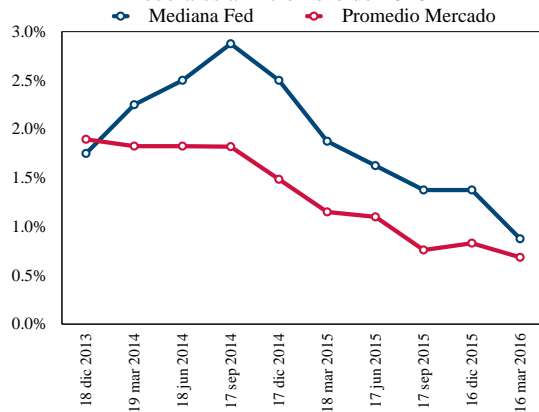
El organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que el punto medio de la proyección de crecimiento económico fue revisado a la baja para el 2016 a 2,2% (ant: 2,4%), para 2017 a 2,1% (ant: 2,2%) y lo mantuvo inalterado para el año 2018 y el largo plazo (2%); el punto medio de la proyección de desempleo fue revisado a la baja para los años 2017 y 2018 de 4,7% (en ambos casos) a 4,6% y 4,5%, respectivamente, y permaneció estable para el 2016 (4,7%); y el punto medio de la proyección de inflación fue revisado a la baja para el 2016 a 1,2% (ant: 1,6%) y permaneció inalterado para 2017 y 2018 (1,9% y 2%, respectivamente).

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

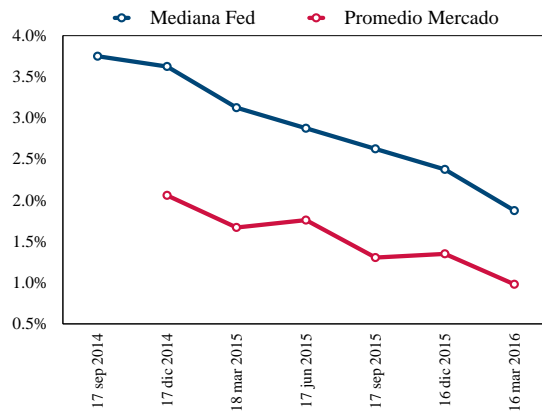


En cuanto a los pronósticos de marzo sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos A.1<sup>65</sup>, A.2 y A.3<sup>66</sup> se observa que: i) frente a las últimas proyecciones (diciembre de 2015) las estimaciones del FOMC para el cierre de los años 2016 y 2017 se redujeron de tal manera que se descuentan incrementos de la tasa de política monetaria a un ritmo más suave (y más cercano al que espera el mercado); ii) el mercado, por su parte, pronostica que los incrementos serán más suaves que lo que se descontaba en diciembre; y iii) el mercado continúa anticipando un ritmo de incrementos menor al que pronostica el FOMC.

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



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



## Países Emergentes

Los bancos centrales de Turquía, Malasia, Hungría, Bulgaria, Guatemala, República Dominicana, Angola, Georgia, Polonia y Corea del Sur mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 7,5%, 3,25%, 1,35%, 0%, 3%, 5%, 12%, 8%, 1,5% y 1,5% respectivamente, en línea con lo esperado. Los bancos centrales de Ucrania y Kazajistán las mantuvieron inalteradas en 21% y 17%, respectivamente, mientras que los mercados esperaban recortes de 100 p.b. El Banco Central de Sri

<sup>65</sup> En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en marzo para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2016, 2017, 2018 y para el largo plazo.

<sup>66</sup> En los gráficos A.2 y A.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2016 y 2017.

Lanka incrementó 50 p.b. sus tasas de interés de préstamos y depósitos a 8% y 6,5%, respectivamente. En otro escenario, el Banco Central de China recortó 50 p.b. el tipo de encaje exigido a los principales bancos comerciales del país de 17,5% al 17%, con el propósito de otorgar un mayor estímulo a la economía. El organismo señaló que la medida busca mantener un nivel adecuado de liquidez del sistema financiero para asegurar un crecimiento moderado y constante de la base monetaria y el crédito.

En Latinoamérica, el Banco Central de Brasil mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 14,25%, decisión que era esperada por el mercado y tuvo en cuenta la situación macroeconómica, las perspectivas de inflación y la incertidumbre local y externa, principalmente. El Banco Central de Perú mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 4,25%, mientras que el mercado anticipaba un incremento de 25 p.b. a 4,5%.

- **Perú:**

El 10 de marzo, el Banco Central de Perú mencionó en el comunicado que acompañó su decisión que: *i) la economía mundial continúa registrando señales mixtas de recuperación en la producción y empleo, así como una menor volatilidad en los mercados financieros, con tendencias a la apreciación de las monedas de las economías emergentes y a un aumento del precio de las materias primas; ii) 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, la que se ha revertido parcialmente; iii) los incrementos en los precios al consumidor han afectado a la inflación esperada, ubicándola por encima del rango meta; y iv) la actividad económica local se viene recuperando.* Adicionalmente, el organismo señaló que *los indicadores recientes de la actividad productiva y de expectativas empresariales señalan tasas de crecimiento del PBI similares a la de su potencial.*

**Anexo 5**

**Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.**

**Marzo del 2016**

*Cuadro A5.1*

**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG**  
**Actualizada el 16 de marzo**

	<b>Economista</b>	<b>Empresa</b>	<b>Estimación</b>	<b>Fecha</b>
1	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	6.50%	9-mar-16
2	Diego Colman	4cast Inc	6.50%	11-mar-16
3	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	6.50%	4-mar-16
4	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	6.50%	4-mar-16
5	David Cubides	Banco Popular SA	6.50%	14-mar-16
6	Alejandro Arreaza	Barclays	6.50%	11-mar-16
7	Miguel Aguirre	Accion Fiduciaria	6.50%	14-mar-16
8	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	6.50%	11-mar-16
9	Sergio Olarte	BTG Pactual	6.50%	11-mar-16
10	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	6.50%	11-mar-16
11	Andres Abadia	Pantheon Macroeconomics	6.50%	11-mar-16
12	Otman Gordillo	Adcap Colombia	6.50%	9-mar-16
13	Eduardo Bolanos	Positiva Compania de Seguros	6.50%	10-mar-16
14	Felipe Esteban Espitia Mur	Fiduciaria Central SA	6.50%	4-mar-16
15	Francisco Rodriguez	BofA Merrill Lynch	6.50%	11-mar-16
16	Rafael Neira Gonzalez	Banco Gnb Sudameris	6.50%	4-mar-16
17		Goldman Sachs	6.50%	11-mar-16
18	Rafael De La Fuente	UBS Securities	6.50%	11-mar-16
19	Nader Nazmi	BNP Paribas	6.50%	11-mar-16
20	Juan Pablo Fuentes	Moody's Economy	6.50%	4-mar-16
21		Banco de Bogota	6.50%	7-mar-16
22		Banco CorpBanca Colombia SA	6.50%	4-mar-16
23		Ultraserfinco	6.50%	15-mar-16
24	John Welch	CIBC World Markets	6.50%	11-mar-16
25	Juana Tellez	BBVA	6.50%	11-mar-16
26	Luciano Rostagno	Banco Mizuho	6.50%	14-mar-16
27	Daniel Escobar	Global Securities	6.50%	11-mar-16
28	Andres Pardo	Corp Financiera Colombiana	6.50%	4-mar-16
29	Daniel Velandia	Credicorp Capital	6.50%	11-mar-16
30	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	6.50%	14-mar-16

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
6.25%	0	0%
6.50%	30	100%
6.75%	0	0%
<b>Tasa Esperada Ponderada</b>		<b>6.50%</b>

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

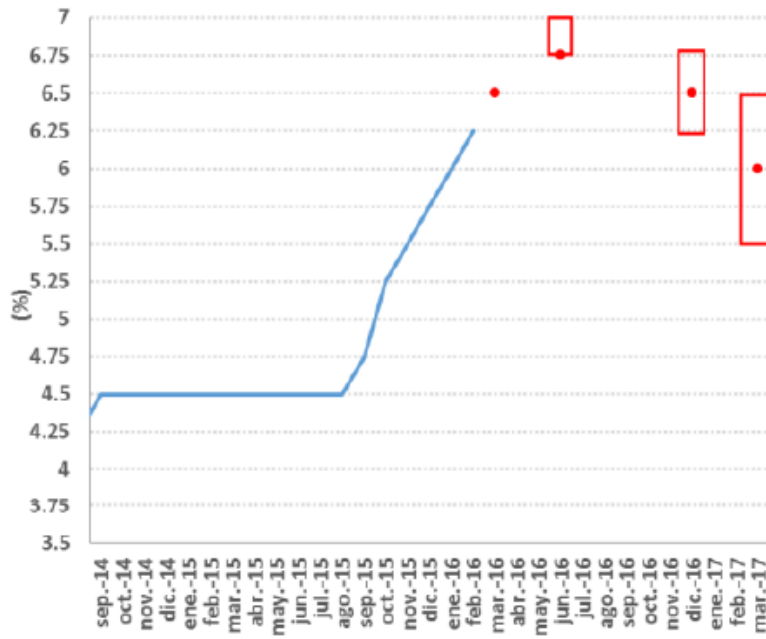
Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
AdCap	6.50%	6.50%
Alianza Valores	6.50%	6.25%
Anif	6.50%	6.75%
Asobancaria	6.50%	6.50%
Axa Colpatría	6.50%	6.50%
Banco Agrario	6.50%	6.50%
Banco Davivienda	6.50%	6.75%
Banco de Bogotá	6.50%	6.50%
Banco de Occidente	6.50%	6.50%
Banco Popular	6.50%	6.50%
BBVA	6.50%	6.50%
BNP Paribas	6.50%	6.50%
BTG Pactual	6.50%	6.50%
Casa de Bolsa	6.50%	6.75%
Citibank	6.50%	6.50%
Corficolombiana	6.50%	6.75%
CorpBanca	6.50%	6.50%
Credicorp Capital	6.50%	6.50%
EConcept	6.50%	6.50%
Fiduprevisora	6.50%	6.50%
Grupo Bancolombia	6.50%	6.50%
Moodys Economy	6.50%	6.50%
Nomura	6.50%	6.75%
Profesionales de Bolsa	6.50%	6.50%
Ultraserfinco	6.50%	6.50%
Camacol	6.50%	6.50%
Cede	6.50%	6.50%
Credit Suisse	6.50%	6.50%
Fedesarrollo	6.50%	6.50%
Grupo Bolívar	6.50%	6.75%
Old Mutual	6.50%	6.75%
JP Morgan	6.50%	6.50%
Protección	6.50%	6.50%
<b>Promedio</b>	<b>6.50%</b>	<b>6.55%</b>
Mediana	6.50%	6.50%
STDV	0.00%	0.12%
Máximo	6.50%	6.75%
Mínimo	6.50%	6.25%

Cuánto debería ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
6.75%	21%	7
6.50%	76%	25
6.25%	3%	1
6.00%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>33</b>



Cuánto va a ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
6.75%	0%	0
6.50%	100%	33
6.25%	0%	0
6.00%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>33</b>

Cuadro A5.3

*Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y BVC  
Marzo 2016*

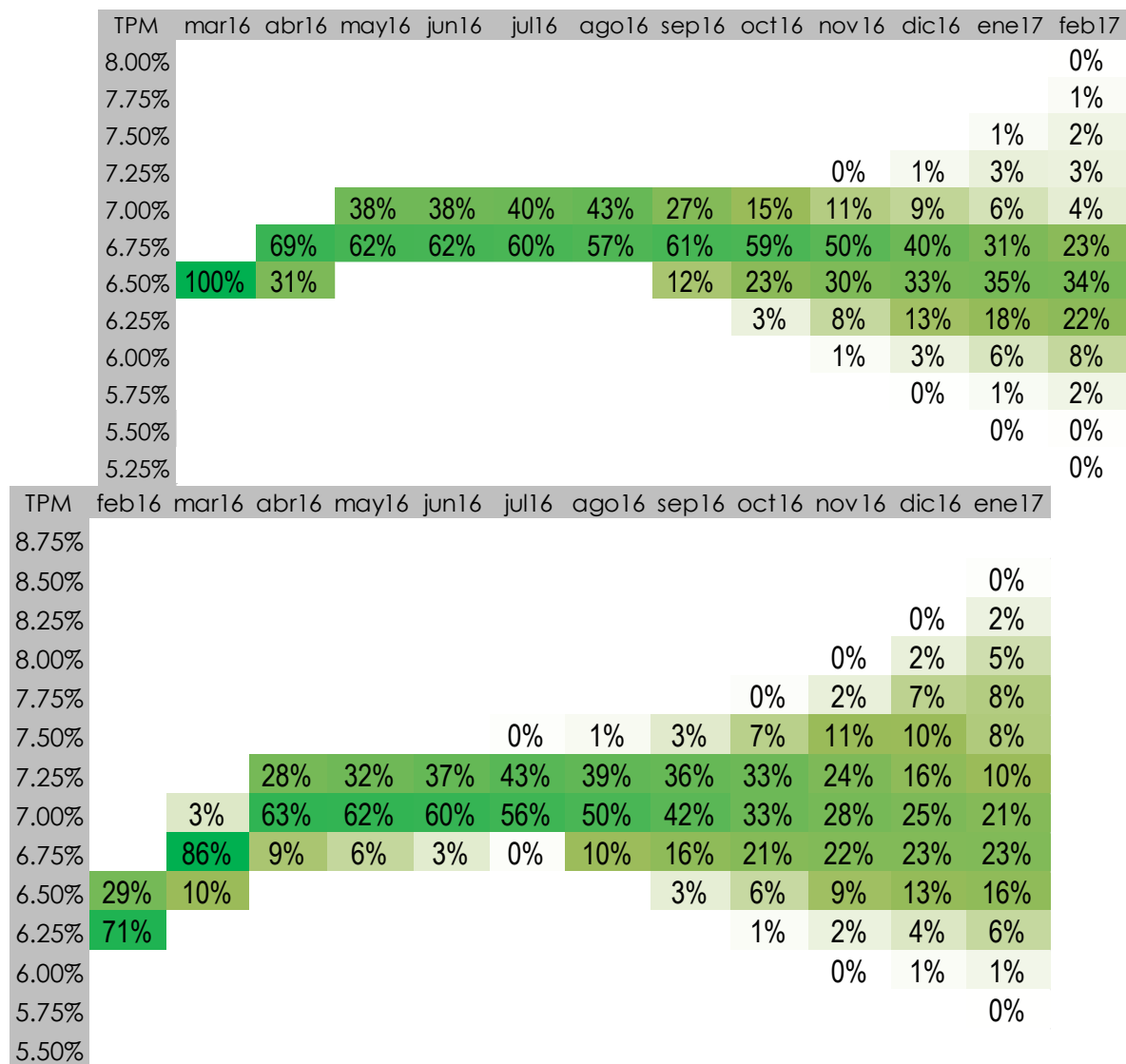


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

 Rango     Mediana

**Anexo 6**

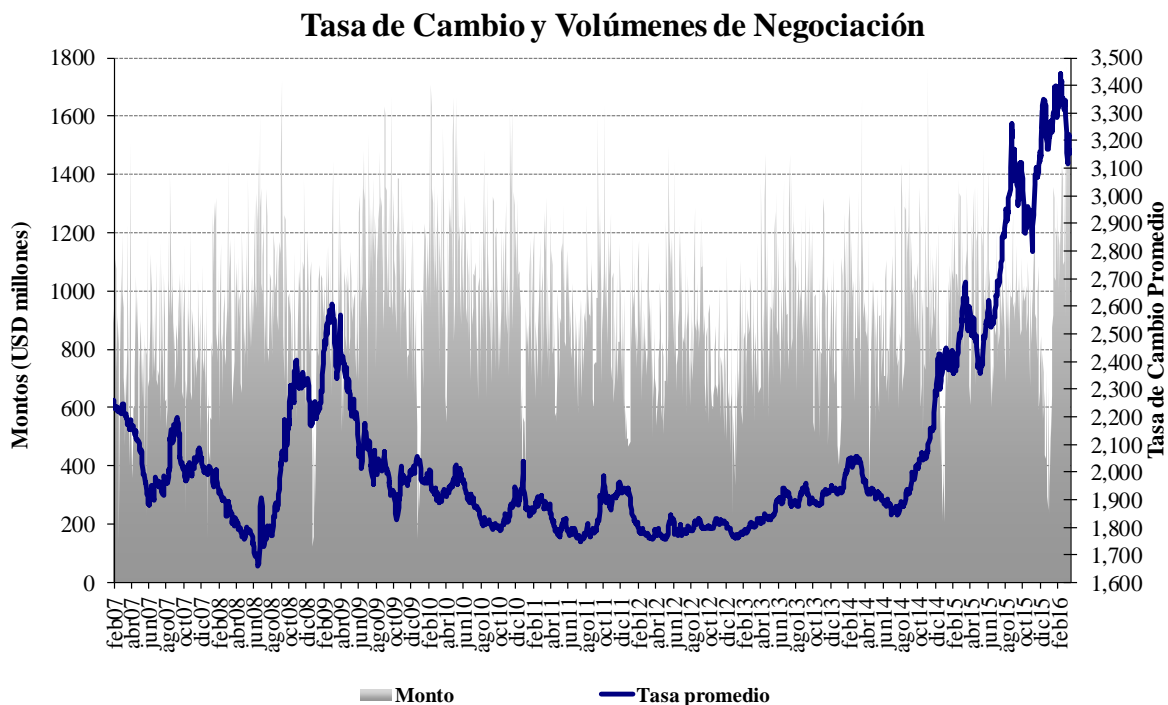
**Probabilidades de Escenarios de Tasa de Referencia para las próximas tres reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)**





**Anexo 7**  
**Evolución de la tasa de cambio peso/dólar**

*Gráfico A8*



**Anexo 8**

