



# VERSIÓN PÚBLICA

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

## **Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales**



# VERSIÓN PÚBLICA

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

## **Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales**

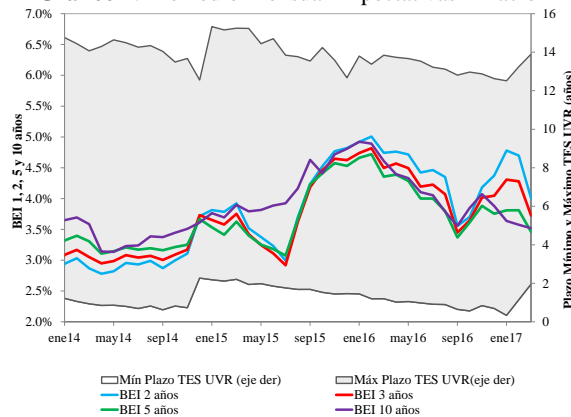
Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales  
Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

# DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

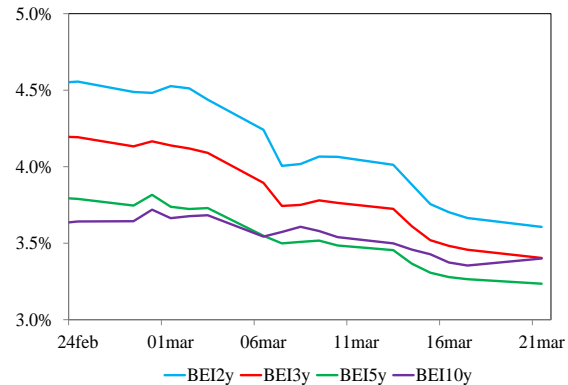
## 1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

En promedio para lo corrido de marzo<sup>1</sup> (hasta el 22) frente a los datos promedio de febrero, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR disminuyeron frente al promedio de febrero 70 p.b, 56 p.b. y 35 p.b. para los plazos a 2, 3 y 5 años, respectivamente, mientras que se mantuvo en niveles similares para el plazo de 10 años. De esta forma los datos promedio del BEI en lo corrido de marzo para estos plazos se ubican en 4,0%, 3,72%, 3,46% y 3,52%, respectivamente (Gráficos 1 y 2).

**Gráfico 1:** Promedio Mensual Expectativas Inflación



**Gráfico 2:** Expectativas Inflación Diarias



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

El Gráfico 3 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez<sup>2</sup> relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR<sup>3</sup>. Con información al 22 de marzo, se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 3,32% (febrero: 3,56%) y para los próximos 5 años sea 3,32% (febrero: 3,47%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años se mantuvo en 0,92% en marzo, al tiempo que la de 5 años pasó de -0,27% a -0,48%.

El Gráfico 4 muestra la senda de inflación esperada (FBEI<sup>4</sup>) para los años comprendidos entre 2018 y 2021, tomando el promedio de los datos diarios del indicador para enero, febrero y marzo. El FBEI entre 2018 y 2020 de marzo es menor al esperado en febrero; mientras que, para 2021 se ubica por encima. Es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre los años 2018 y 2021, de tal forma que para estos años la inflación año completo esperada es de 3,65% y 2,97%, respectivamente (en febrero: 4,07% y 2,90%, respectivamente).

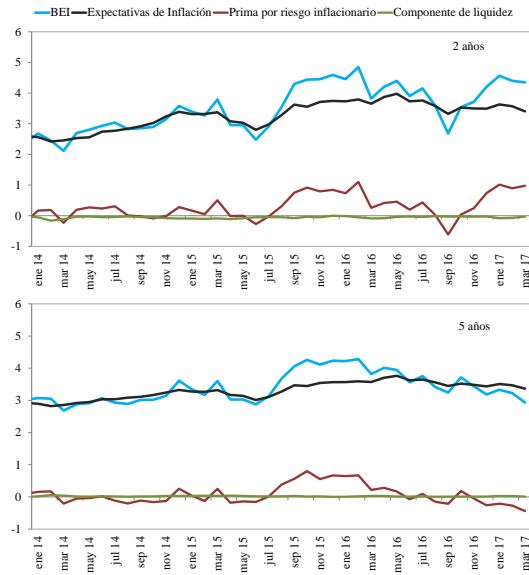
<sup>1</sup> Desde la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -101 p.b, -81 p.b, -55 p.b. y -25 p.b. respectivamente. El 22 de marzo se ubicaron en 3,55%, 3,38%, 3,24% y 3,39%, respectivamente.

<sup>2</sup> El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

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

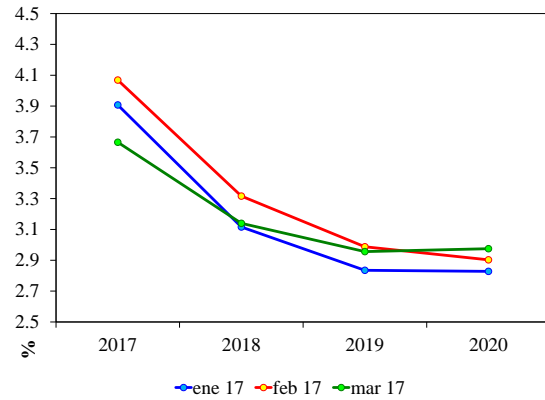
<sup>4</sup> Por sus siglas en inglés, *Forward Breakeven Inflation*.

**Gráfico 3: Descomposición BEI a 2 y 5 años**



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

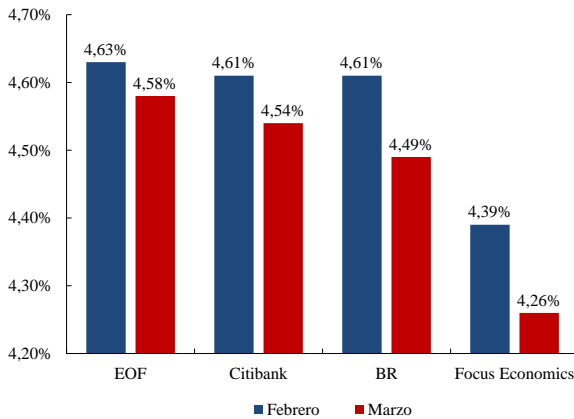
**Gráfico 4: Inflación esperada (FBEI)**



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.\* Promedio datos mensuales.

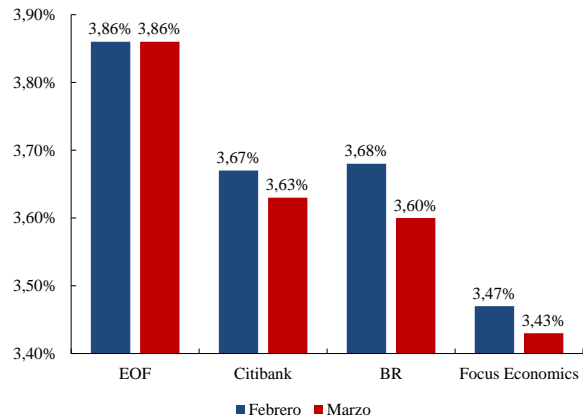
En cuanto a las encuestas de expectativas de inflación de marzo, todas reflejan una menor inflación esperada para los cierres de 2017 y 2018 (Gráficos 5 y 6, y Anexo 1). Cabe agregar que de acuerdo a la encuesta del Banco de la República (BR), la inflación esperada a dos años (marzo de 2019) se ubica en 3,48%, mientras que el mes anterior la inflación esperada para febrero de 2019 era 3,61%.

**Gráfico 5: Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2017**



Fuente: EOF, Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 21 de marzo, los del Citibank el 22 de marzo. La encuesta del BR se realizó entre el 7 y el 9 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 14 de marzo, con encuestas entre el 7 y el 13 de este mismo mes.

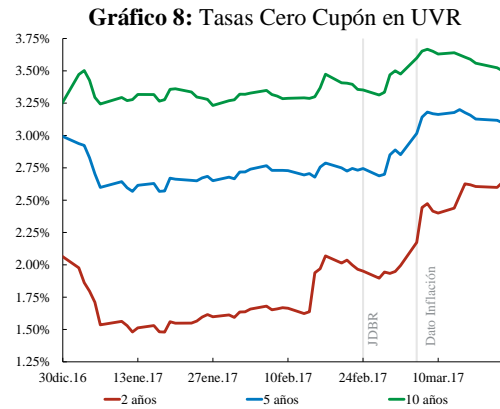
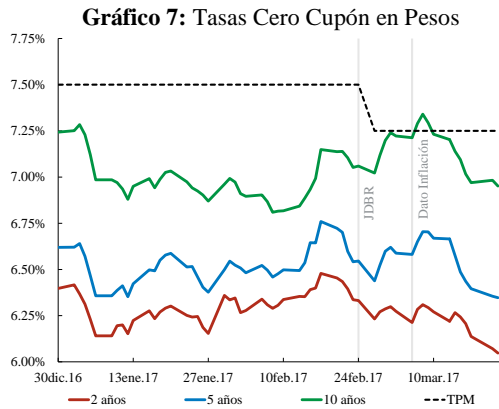
**Gráfico 6: Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018**



En resumen, las expectativas de inflación en marzo extraídas de encuestas apuntan a una menor inflación a cierre de año. Por su parte, el BEI promedio a 2, 3 y 5 años se redujo, mientras que el de 10 años se estima en un nivel similar al del mes anterior. Tanto encuestas como curvas de rendimiento anticipan una senda de inflación decreciente.

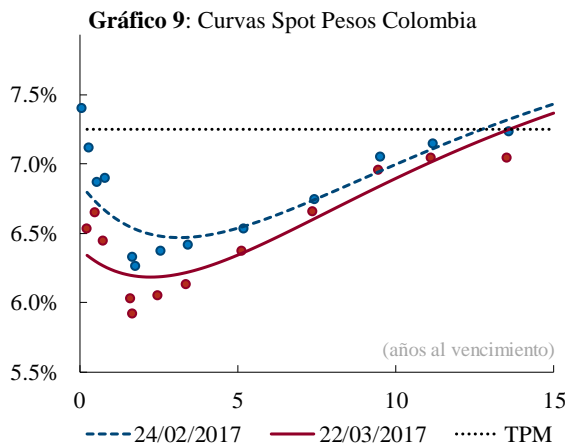
## Análisis del Breakeven Inflation<sup>5</sup>

El BEI promedio a 2, 3 y 5 años de marzo frente al de febrero disminuyó, mientras que a 10 años no presentó variaciones. Este comportamiento se explica por las desvalorizaciones promedio de TES UVR en la parte corta y media; al tiempo que los TES en pesos se mantuvieron en promedio en niveles similares. En la parte larga de las curvas de los TES en pesos y UVR se presentaron movimientos de similar magnitud (Gráficos 7 al 10).



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

En la jornada siguiente a la reunión de política monetaria de la JDBR se presentaron valorizaciones de las curvas en pesos y UVR. A partir del 28 de febrero y hasta el 7 de marzo, este comportamiento se revirtió después de las declaraciones de los miembros del FOMC sobre la necesidad de llevar a cabo un pronto incremento de la tasa de interés de referencia, lo que generó desvalorizaciones generalizadas en los *Treasuries* y en las curvas de la región (Anexo 4). Cabe destacar que entre el 27 de febrero y el 7 de marzo los inversionistas extranjeros realizaron ventas de TES de pesos por cerca de \$137 mm.

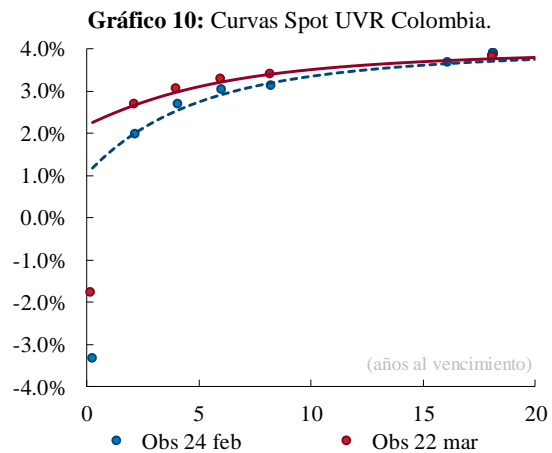


**Cambios Promedio en la Curva por Tramo**

Corto	Medio	Largo
0-2 Años	2-5 Años	5-15 Años
-38	-24	-11

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.



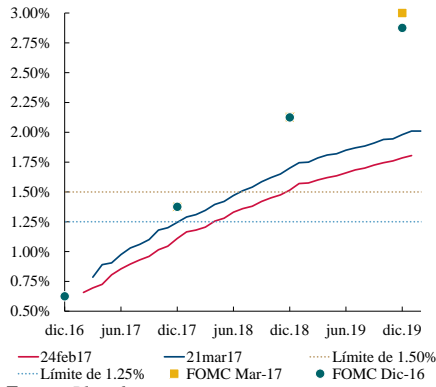
**Cambios Promedio en la Curva por Tramo**

Corto	Medio	Largo
0-2 Años	2-5 Años	5-15 Años
87	48	13

Cifras en puntos básicos

<sup>5</sup> El Anexo 2 resume los elementos relevantes en el mercado local durante el periodo posterior a la última reunión de la JDBR. El análisis de esta sección se lleva a cabo con el BEI promedio de cada mes.

**Gráfico 11: Senda esperada Tasa Fondos Federales**



Fuente: Bloomberg.

A partir del 8 de marzo la curva en pesos comenzó a valorizarse, en particular en la parte larga ante las compras de inversionistas extranjeros (\$1189<sup>6</sup> mm, Anexo 3). Se destaca la entrada del *offshore* luego de la mejora del *outlook* de Colombia por parte de *Fitch Ratings* (compras netas de \$260 mm el 13 de marzo) y posterior a la reunión de la Fed del mes de marzo (compras netas de \$589 mm el 16 de marzo)<sup>7</sup>. Por su parte, la curva de TES denominada en UVR presentó desvalorizaciones adicionales como resultado del dato de inflación de febrero, el cual fue inferior a la expectativa del mercado, que llevó a que los agentes redujeran su apetito por estos títulos.

En línea con lo anterior, frente a la última reunión de la JDBR el mercado incrementó su senda esperada de normalización de la política monetaria en EE.UU, al tiempo que la Fed mantuvo sus proyecciones del punto medio del rango de los fondos federales para los cierres de 2017 y 2018, y la aumentó para el cierre de 2019 de 2,875% a 3,0% (Gráfico 11). Con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre los fondos federales, la tasa esperada para diciembre de 2017 pasó de 1,11% el 24 de febrero a 1,245% el 21 de marzo (Cuadro 1).

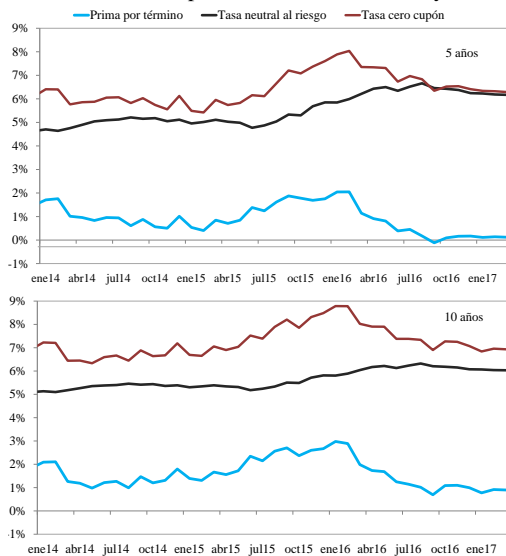
**Cuadro 1: Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed en diciembre 2017**

	0,50% - 0,75%	0,75% - 1,00%	1,00%-1,25%	1,25%-1,50%	Mayor
<b>24Feb17</b>	7%	23%	33%	24%	13%
<b>21Mar17</b>	0%	12%	34%	35%	19%

Fuente: Bloomberg.

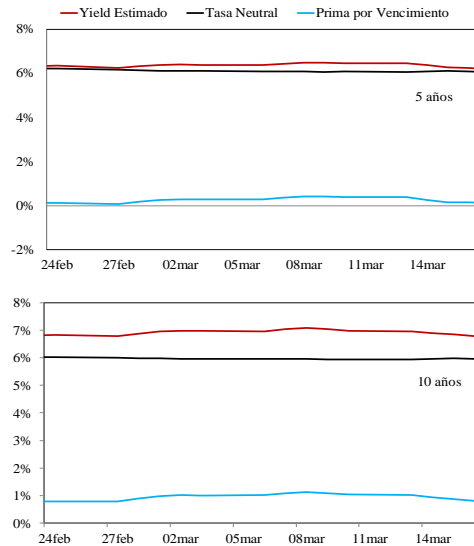
Durante marzo se observó una disminución promedio de la prima por término para los TES en pesos de 2 p.b. a 5 y 10 años (Gráficos 12 y 13). Por su parte, la tasa neutral al riesgo disminuyó cerca de 2 p.b. para 5 años y 1 p.b. para 10 años.

**Gráfico 12: Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años**



Fuente y Cálculos: BR

**Gráfico 13: Zoom**



<sup>6</sup> Entre el 27 de febrero y el 7 de marzo el *offshore* realizó ventas netas de TES pesos por \$136 mm aproximadamente. Posteriormente, entre el 8 y el 17 de marzo realizó compras netas de TES por \$1189 mm. Con lo anterior, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros han comprado en neto TES pesos por \$1053 mm.

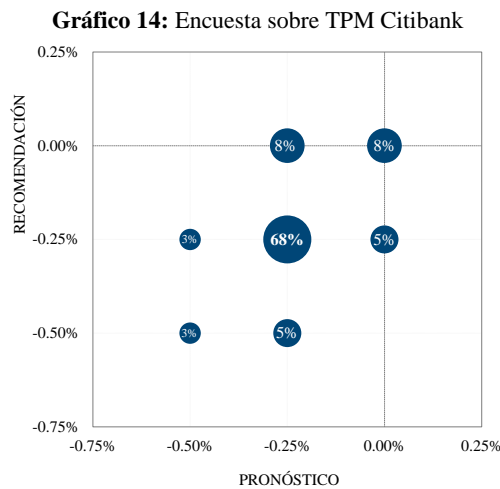
<sup>7</sup> De acuerdo con el IIF, los días posteriores a la decisión de la Fed se observaron entradas de portafolio importantes a economías emergentes.

En síntesis, hasta la primera semana de marzo los TES en pesos y UVR tuvieron un comportamiento similar, por lo que el BEI se mantuvo relativamente constante en todos sus plazos. Una vez se conoció el dato de inflación y se reactivó la demanda del *offshore* por TES en pesos se presentó una reducción generalizada en el BEI. Ante esta dinámica, el BEI promedio de marzo a 2, 3 y 5 años se redujo y el de 10 años se mantuvo en niveles similares a los observados en febrero.

## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

### a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria



Fuente: Encuestas de Citibank.

Las encuestas reflejan que la mayoría de los agentes espera que la JDBR recorte la tasa de interés de referencia en su reunión de marzo en 25 p.b. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia publicada el 21 de marzo<sup>8</sup>, un 16% de los encuestados (10) considera que la tasa de intervención se mantendrá inalterada, mientras que un 72% (44) estima un recorte de 25 p.b, un 10% (6) un recorte de 50 p.b. y el 2% (1) restante espera un recorte de 175 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg*<sup>9</sup>, el 84% de los analistas (26) espera que la JDBR reduzca en 25 p.b. la tasa de interés de referencia y el 16% (5) restante considera que será reducida 50 p.b. Por último, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y *Citibank*<sup>10</sup>, se encuentra que de las 38 entidades encuestadas el 14% espera que la tasa permanezca inalterada, el 80% que sea recortada 25 p.b. y el 6% restante espera un recorte de 50 p.b. Además, el 17% recomienda que permanezca en 7,25%, el 74% recomienda un recorte de 25 p.b. y el 9% restante recomienda un recorte de 50 p.b. (Gráfico 14).

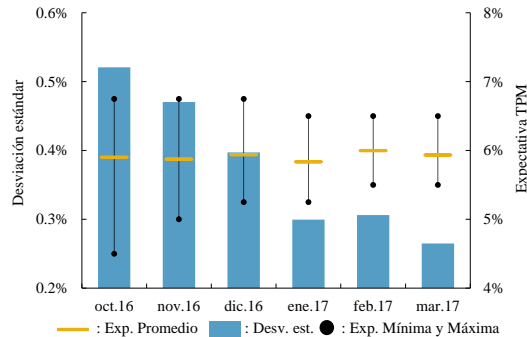
En el Gráfico 15 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2017 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*. Entre febrero y marzo la tasa esperada promedio pasó de 6,00% a 5,94% (Anexo 1). En el Gráfico 16 se muestra la tasa de intervención del BR, el *IBR overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El 22 de marzo las tasa del IBR a 1, 3 meses y 6 meses fueron 7,24%, 6,96%, 6,64% y 6,28%, respectivamente. Cabe resaltar que las brechas entre la TPM y las tasas a 1, 3 y 6 meses se han incrementado durante marzo, llegando a ubicarse el 22 de marzo en 29 p.b, 60 p.b. y 96 p.b, respectivamente.

<sup>8</sup> Realizada entre el 10 y el 20 de marzo.

<sup>9</sup> Actualizada el 21 de marzo. Datos recolectados entre el 6 y el 15 de marzo.

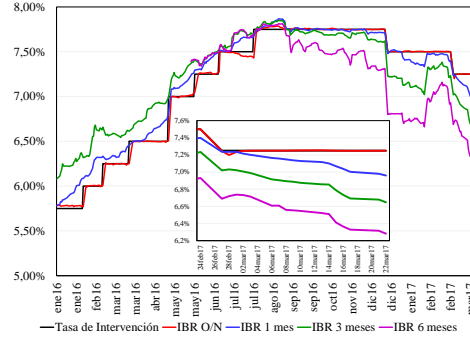
<sup>10</sup> Encuestas publicadas el 21 y el 22 de marzo, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de *Citibank*. En particular, en esta ocasión el Banco Agrario en la encuesta de Anif señaló que recomendaba un recorte de 25 p.b. mientras que en la encuesta de *Citibank* recomendó uno de 50 p.b. Por su parte, BTG Pactual señaló en la encuesta de Anif que esperaba y recomendaba un recorte de 25 p.b, al tiempo que en la encuesta de *Citibank* señaló que esperaba y recomendaba que la tasa de referencia permanezca en 7,25%. Por último, Casa de Bolsa indicó en la encuesta de Anif que esperaba y recomendaba un recorte de 50 p.b, mientras que en la encuesta de *Citibank* recomendó y pronosticó un recorte de 25 p.b.

**Gráfico 15:** Expectativas TPM para Finales de 2017 (Encuesta Citibank)



Fuente: Encuesta Citibank.

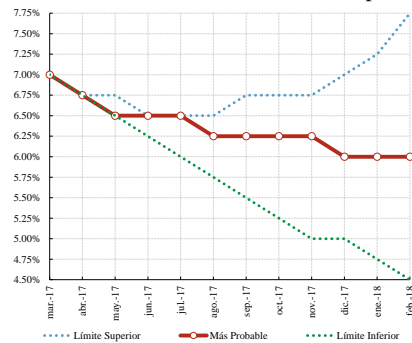
**Gráfico 16:** Tasa Fija del OIS, Tasa de Intervención y Tasas IBR



Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

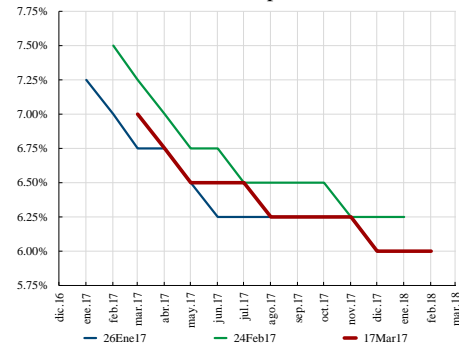
De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS, en línea con las encuestas, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia sea recortada 25 p.b. a 7,0% y que se ubique alrededor de 6,0% a finales de 2017, mientras que antes de la reunión de febrero el mercado descontaba una tasa de 6,25% para el cierre del año (Gráficos 17, 18 y Anexo 6).

**Gráfico 17:** Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

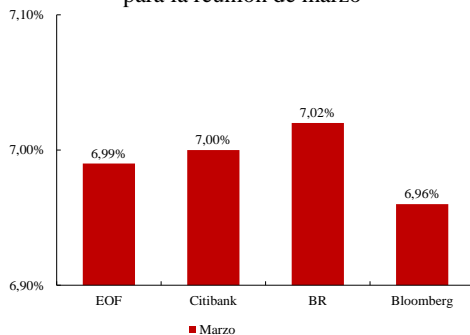
**Gráfico 18:** Evolución Expectativas TPM - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

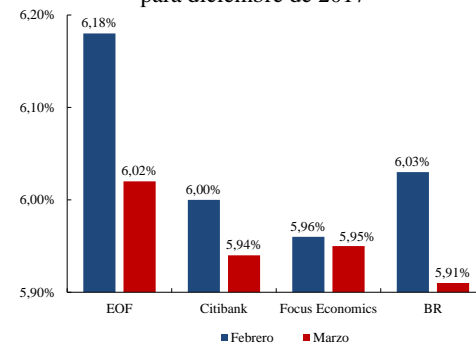
En los Gráficos 19 y 20 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a marzo y diciembre de 2017, respectivamente. En estas se observa que en primer lugar, en marzo todas las encuestas reflejan expectativas sobre reducciones promedio en la tasa de política monetaria de 25 p.b., y en segundo lugar que las tasas esperadas de política monetaria para el cierre de 2017 son inferiores en todas las encuestas a las expectativas de febrero.

**Gráfico 19:** Expectativas de la tasa de política monetaria para la reunión de marzo



Fuente: EOF, Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 21 de marzo, los del Citibank el 23 de marzo. La encuesta del BR se realizó entre el 7 y el 9 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 14 de marzo, con encuestas entre el 7 y el 13 de este mismo mes. Los datos de Bloomberg se actualizaron el 21 de marzo.

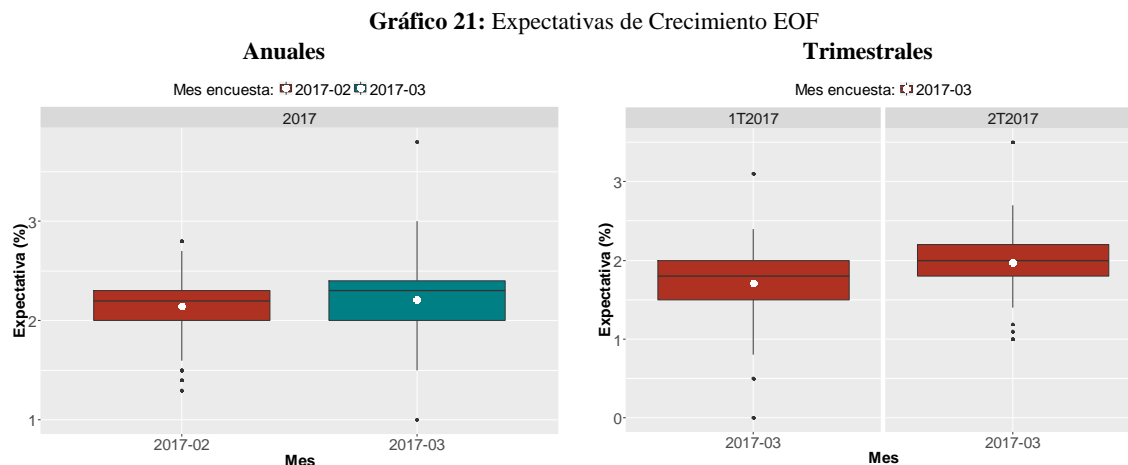
**Gráfico 20:** Expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2017





### b) Expectativas de Crecimiento Económico

En el Gráfico 21 se observa que de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 2017 (2,21%)<sup>11</sup>. El dato esperado para 1T17 (1,71%) es inferior al esperado para el 2T17 (1,96%).



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

### c) Información Adicional Extraída de la EOF

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 56,1% resaltó los factores externos (ant: 43,5%), un 19,3% señaló la política monetaria (ant: 33,9%), un 17,5% el crecimiento económico (ant: 14,5%), un 3,5% las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 3,2%) y 1,8% la política fiscal (ant: 1,6%).

Adicionalmente, los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 1 p.b. (ant: valorización 4 p.b.)<sup>12</sup>. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una desvalorización cercana al 0,04% (ant: desvalorizaciones 0,21%)<sup>13</sup>.

### d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

Las expectativas de crecimiento económico para 2017 aumentaron en China, se mantuvieron iguales en México, Brasil, EE.UU. y Alemania, y cayeron en los demás países. En el caso de Colombia, el crecimiento esperado para 2017 pasó de 2,23% a 2,22%. Los datos de inflación de diciembre fueron inferiores a las expectativas del mercado en Colombia, Chile, Brasil, Sudáfrica y Noruega, iguales en EE.UU. y superiores en los demás países. La inflación continúa por encima del límite superior del rango meta en Colombia (2%-4%) y Perú (1%-3%). Las expectativas de inflación para diciembre de 2017 disminuyeron en Colombia, Brasil, India y Sudáfrica (Cuadro 2).

<sup>11</sup> La proyección de crecimiento para el año 2017 pasó de 2,14% a 2,21%.

<sup>12</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.

<sup>13</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.

**Cuadro 2: Expectativas Macroeconómicas**

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Feb. 2017**		Esperada a Diciembre 2017		Vigente	Esperada a Diciembre 2017		Ultimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2017	
	Esp*	Obs	Feb. 2017	Mar. 2017		Feb. 2017	Mar. 2017	Esp*	Obs	Feb. 2017	Mar. 2017
Colombia	5,33%	5,18%	4,61%	4,43%	7,25%	6,00%	5,94%	1,5%	1,6%	2,23%	2,22%
Chile	2,8%	2,7%	2,9%	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	0,50%	0,50%	1,9%	1,8%
México	4,82%	4,86%	5,25%	5,39%	6,25%	7,15%	7,20%	2,2%	2,4%	1,60%	1,60%
Perú	3,21%	3,25%	2,80%	2,80%	4,25%	4,32%	4,29%	4,5%	4,8%	4,1%	3,8%
Brasil	4,86%	4,76%	4,43%	4,15%	12,25%	9,50%	9,00%	-2,4%	-2,5%	0,48%	0,48%
Ecuador	n.d.	0,96%	1,6%	1,6%	5,96%	5,50%	5,50%	n.d.	-1,6%	0,4%	0,1%
Argentina	n.d.	35,60%	21,5%	21,5%	24,75%	19,70%	16,50%	-2,0%	-2,1%	3,0%	2,9%
EE.UU.	2,70%	2,70%	2,3%	2,5%	0,75% -1%	1,35%	1,50%	2,1%	1,9%	2,3%	2,3%
India	3,60%	3,65%	5,0%	4,9%	6,25%	5,91%	6,19%	6,1%	7,0%	7,4%	7,4%
Sudáfrica	6,7%	6,6%	5,5%	5,2%	8,50%	6,90%	6,82%	0,6%	0,7%	1,5%	1,3%
China	1,7%	0,8%	2,2%	2,2%	4,35%	4,34%	4,35%	6,7%	6,8%	6,2%	6,4%
Alemania	1,4%	1,7%	1,5%	1,6%	-	-	-	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%
Noruega	2,9%	2,5%	1,8%	1,9%	0,50%	0,53%	0,50%	0,7%	1,1%	1,9%	1,6%

Colombia: La inf. esp. es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 7 y el 9 de marzo del 2017. Las exp.de crecimiento y de TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

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 con respuestas recibidas entre el 17 y el 28 de febrero. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics de marzo.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 17 de marzo.

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

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

EE.UU: Expectativas extraídas de Bloomberg.

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

Sudáfrica: Expectativas extraídas de Bloomberg.

China: Las expectativas de TPM son obtenidas de Bloomberg. Las expectativas de crecimiento, TPM e inflación son obtenidas de la encuesta del FocusEconomics (marzo).

Alemania: Datos obtenidos de Bloomberg

Noruega: Expectativas obtenidas de Bloomberg.

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

\*\* Todos los datos corresponden al mes de febrero, excepto Sudáfrica, cuyo dato corresponde a enero.

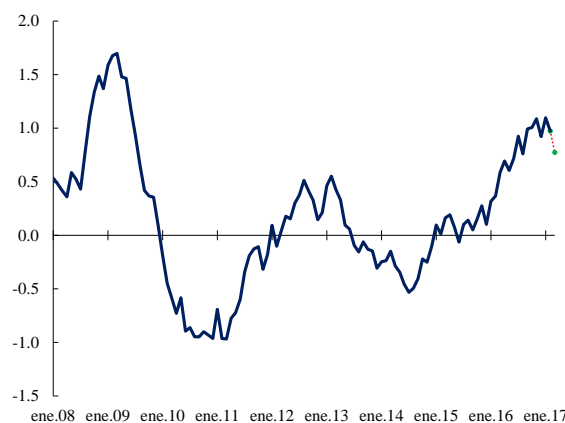
\*\*\* Todos los datos corresponden al 4T16, excepto Ecuador cuyo dato corresponden al 3T16. Para Perú la información corresponde al mes de enero. Todos los datos son YoY, excepto Noruega cuyos datos son QoQ.

El dato reportado corresponde a la mediana, a excepción del caso de las expectativas i) de inflación en Colombia y ii) de la TPM en todos los países, casos en los cuales se presenta la media.

### 3. SENTIMIENTO Y PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

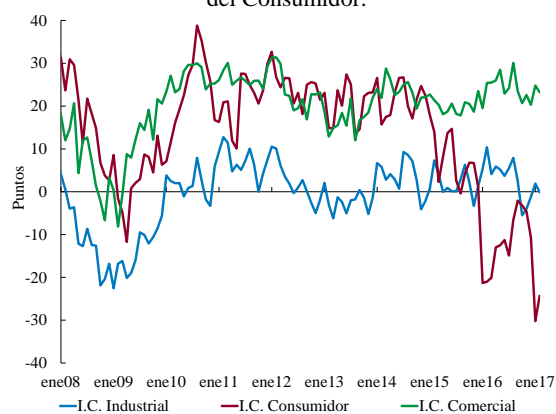
Con datos preliminares de marzo (EOF<sup>14</sup>, volatilidades<sup>15</sup> y márgenes crediticios<sup>16</sup>) el índice de percepción de riesgo IDODM disminuyó frente al de febrero (Gráfico 22 y Anexo 7), lo cual se explicó principalmente por expectativas de menor inflación, la disminución en los márgenes entre las tasas activas frente a las de los TES y por las mejores perspectivas de crecimiento económico.

**Gráfico 22: Índice de Percepción de Riesgo (IDODM).**



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

**Gráfico 23: Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.**



Fuente: Fedesarrollo.

<sup>14</sup> Publicada el 21 de marzo.

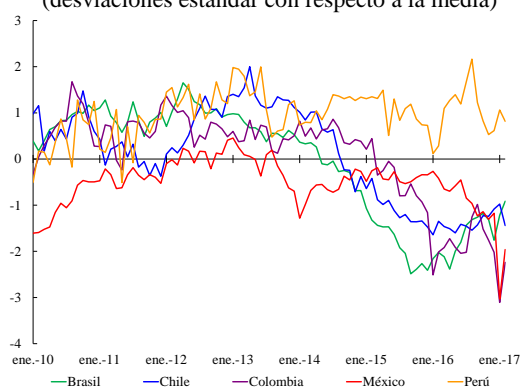
<sup>15</sup> Datos al 21 de marzo.

<sup>16</sup> Datos al 10 de marzo.

El índice de confianza de los consumidores mejoró pasando de -30,2% en enero a -24,3% en febrero. Aunque se mantuvo en niveles negativos y en el segundo nivel más bajo desde que se realiza la encuesta, mostró una leve recuperación luego de cuatro meses consecutivos de deterioro. La mejora en la confianza obedeció a un incremento en el componente de expectativas frente a las condiciones económicas del país y las condiciones económicas de los hogares frente al año anterior. Los índices de confianza industrial (obs: -0,1%, ant: 1,9%) y comercial (obs: 23,2%, ant: 24,8%) cayeron frente a lo observado en enero ante menores expectativas de producción y peor percepción sobre la situación económica actual de las empresas y negocios, respectivamente (Gráfico 23).

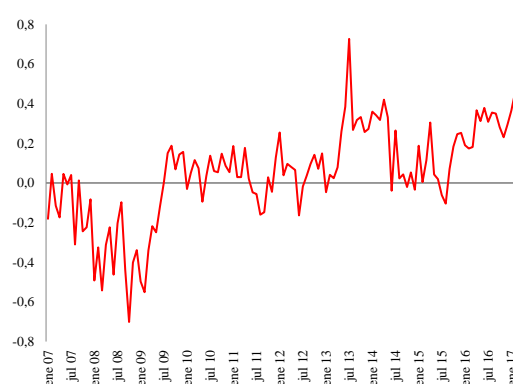
El Gráfico 24 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de su media histórica se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre enero y febrero mejoraron los índices de Brasil, México y Colombia, mientras desmejoraron los de Chile y Perú. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas, salvo el de Perú.

**Gráfico 24: Índices Confianza de Latinoamérica\***  
(desviaciones estándar con respecto a la media)



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

**Gráfico 25: ISAM**



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

El Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) se mantuvo en terreno positivo pero disminuyó de 0,46 en febrero a 0,41 en marzo (Gráfico 25). Esta reducción se dio en un contexto donde los principales temas fueron los índices bursátiles mundiales, la inflación y la balanza comercial, los cuales aparecieron tanto con sentimiento *positivo* como *negativo*.

Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados se redujo durante el periodo. El principal determinante de esta dinámica fue la mayor certidumbre sobre el incremento en la tasa de fondos federales en la reunión de marzo del FOMC. También contribuyó el primer discurso de Donald Trump ante el Congreso de EE.UU, el cual fue visto como moderado. En el contexto europeo, la dinámica de la percepción de riesgo estuvo explicada por la incertidumbre política ante las elecciones en Francia y Holanda, y la posible anticipación de las elecciones en Italia. Esta incertidumbre se redujo después de conocerse los resultados de las elecciones parlamentarias en Holanda y del primer debate entre candidatos presidenciales en Francia, eventos favorables a la continuidad de estos países en la Zona Euro<sup>17</sup>. En particular, cabe resaltar que el *VIX* se encuentra en niveles históricamente bajos ante dinámicas del mercado accionario estadounidense, como se señala describe en el Anexo 8.

En el caso de países de la región, la percepción de riesgo, medida por los CDS aumentó ligeramente ante eventos idiosincráticos y la caída en los precios de algunos *commodities*, principalmente petróleo y hierro<sup>18</sup>. Cabe resaltar que la dinámica de los CDS de la región difirió de los EMBI, los cuales disminuyeron ante las desvalorizaciones que se observaron en los *Treasuries* durante el periodo (Anexo 8).

<sup>17</sup> El 17 de marzo el *VSTOXX* llegó a su mínimo histórico de 11,16%.

<sup>18</sup> Entre el 24 de febrero y el 21 de marzo las cotizaciones del petróleo (WTI) y del hierro disminuyeron 10,3% y 3,2%, respectivamente.

#### 4. RECUADROS/ANEXOS

##### *Anexo I. Encuestas de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros.*

##### **Cuadro A1.1: Encuesta de Expectativas de Bloomberg sobre Tasa de Política Monetaria para la Próxima Reunión de la JDBR**

Actualizada el 21 de marzo

	<b>Empresa</b>	<b>Estimación</b>	<b>Fecha</b>
1	Univ Jorge Tadeo Lozano	7,00%	03/10/2017
2	BofA Merrill Lynch	7,00%	03/17/2017
3	BNP Paribas	7,00%	03/17/2017
4	Casa de Bolsa	7,00%	03/16/2017
5	Societe Generale	7,00%	03/16/2017
6	Barclays	7,00%	03/17/2017
7	Fiduciaria Central	7,00%	03/17/2017
8	Itau Unibanco	6,75%	03/17/2017
9	Bancolombia	7,00%	03/13/2017
10	Banco Agrario de Colombia	6,75%	03/16/2017
11	Pantheon Macroeconomics	6,75%	03/17/2017
12	Adcap Colombia	6,75%	03/16/2017
13	Rabobank Intl	7,00%	03/20/2017
14	Positiva Compania de Seguros	7,00%	03/10/2017
15	Deutsche Bank Securities	7,00%	03/20/2017
16	Alianza Valores	7,00%	03/17/2017
17	XP Securities	7,00%	03/17/2017
18	UBS Securities	7,00%	03/17/2017
19	4Cast Inc	7,00%	03/20/2017
20	Banco de Bogota	7,00%	03/13/2017
21	Banco CorpBanca Colombia SA	7,00%	03/20/2017
22	Ultraserfino	7,00%	03/13/2017
23	BBVA	7,00%	03/17/2017
24	Acciones Y Valores	6,75%	03/20/2017
25	Banco Mizuho	7,00%	03/20/2017
26	Global Securities	7,00%	03/10/2017
27	Corp Financiera Colombiana	7,00%	03/10/2017
28	Banco Bradesco SA	7,00%	03/17/2017
29	Alberdi Partners	7,00%	03/13/2017
30	Fiduciaria la Previsora	7,00%	03/17/2017
31	Credicorp Capital	7,00%	03/17/2017

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
6,75%	5	16%
7,00%	26	84%
<b>Tasa Esperada Ponderada</b>		<b>6,96%</b>

**Cuadro A1.2: Resultados Encuesta de Expectativas de Citibank de Marzo del 2017**

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
4cast	7.00%	7.25%
AdCap	6.75%	6.75%
Alianza Valores	7.00%	7.00%
Anif	7.00%	7.00%
Asobancaria	7.00%	7.00%
Axa Colpatria	7.00%	7.00%
Banco Agrario	7.00%	6.75%
Banco Davivienda	7.00%	7.00%
Banco de Bogotá	7.00%	7.00%
Banco de Occidente	7.00%	7.00%
Banco Pinchicha	7.00%	6.75%
Banco Popular	7.25%	7.00%
Bancoldex	7.00%	7.00%
Bancolombia	7.00%	7.00%
BBVA	7.00%	7.00%
BTG Pactual	7.25%	7.25%
Camacol	7.00%	7.00%
Casa de Bolsa	7.00%	7.00%
Cede	7.25%	7.00%
Citibank	7.00%	7.00%
Colfondos	7.00%	7.00%
Corficolombiana	7.00%	7.00%
CorpBanca	6.75%	7.00%
Credicorp Capital	7.00%	7.00%
Credit Suisse	7.00%	7.00%
Deutsche Bank	7.00%	7.00%
EConcept	7.00%	7.25%
Fedesarrollo	7.00%	7.00%
Fidubogotá	7.00%	7.00%
Fiduprevisora	7.00%	7.00%
Grupo Bolívar	7.00%	7.00%
JP Morgan	7.00%	7.00%
Moodys Economy	7.25%	7.25%
Nomura	7.00%	7.25%
Old Mutual	7.25%	7.25%
Profesionales de Bolsa	7.00%	7.00%
Protección	7.00%	7.00%
Ultraserfinco	7.00%	7.00%
<b>Promedio</b>	<b>7.02%</b>	<b>7.02%</b>
Mediana	7.00%	7.00%
STDV	0.11%	0.12%
Máximo	7.25%	7.25%
Mínimo	6.75%	6.75%

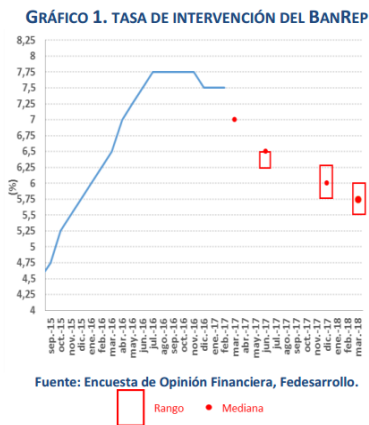
RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
7.25%	17%	6
7.00%	74%	26
6.75%	9%	3
<b>Total</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
7.25%	14%	5
7.00%	80%	28
6.75%	6%	2
<b>Total</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>

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

Participantes	Marzo	2017	2018
4cast	4.73%	4.50%	3.80%
AdCap	4.77%	4.70%	3.18%
Alianza Valores	4.60%	5.20%	3.90%
Anif	4.90%	4.60%	3.30%
Asobancaria	4.81%	4.52%	3.60%
Axa Colpatría	4.73%	4.54%	3.50%
Banco Agrario	4.84%	4.40%	3.39%
Banco Davivienda	4.77%	5.47%	
Banco de Bogotá	4.80%	4.44%	3.44%
Banco de Occidente	5.00%	4.73%	4.24%
Bancoldex	4.83%	4.50%	3.75%
BBVA	4.60%	4.10%	3.60%
BTG Pactual	4.67%	4.26%	3.30%
Casa de Bolsa	4.60%	5.60%	4.50%
Citibank	4.85%	4.00%	3.10%
Colfondos	4.66%	4.49%	3.50%
Corficolombiana	4.71%	3.90%	3.50%
CorpBanca	4.66%	4.10%	3.50%
Credicorp Capital	4.60%	4.30%	2.90%
EConcept	4.84%	4.72%	3.50%
Fidubogotá	4.69%	4.55%	3.51%
Fiduprevisora	4.66%	4.20%	4.45%
Grupo Bancolombia	4.84%	4.30%	3.50%
JP Morgan	4.70%	3.89%	3.86%
Moodys Economy	5.20%	4.40%	3.50%
Nomura	4.56%	5.00%	3.00%
Profesionales de Bolsa	4.78%	5.14%	5.13%
Ultraserfinco	4.74%	4.67%	3.51%
<b>Promedio</b>	<b>4.76%</b>	<b>4.54%</b>	<b>3.63%</b>
Mediana	4.74%	4.50%	3.50%
STDV	0.14%	0.43%	0.48%
Máximo	5.20%	5.60%	5.13%
Mínimo	4.56%	3.89%	2.90%

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



Fuente: EOF.

**Cuadro A1.4: Encuesta de Expectativas de Focus Economics Sobre Tasa de Política Monetaria para 2017**

**Encuestas realizadas entre el 7 y el 14 de marzo**

	<b>Empresa</b>	<b>Estimación</b>
1	ANIF	6,00%
2	Banco Bradesco	5,75%
3	Banco Davivienda	6,25%
4	Banco de Bogotá	6,25%
5	Bancolombia	6,25%
6	Barclays Capital	6,50%
7	BBVA Research	6,00%
8	BMI Research	6,50%
9	BTG Pactual	5,50%
10	Capital Economics	5,50%
11	Citigroup Global Mkts	6,00%
12	Corficolombiana	5,50%
13	CorpBanca Económico	5,50%
14	Credicorp Capital	5,75%
15	Credit Suisse	5,50%
16	Deutsche Bank	5,75%
17	Ecoanalítica	6,00%
18	Fedesarrollo	6,50%
19	Goldman Sachs	6,25%
20	Itaú BBA	5,50%
21	JPMorgan	6,00%
22	Nomura	6,25%
23	Positiva Compañía de Seguros	5,50%
24	Santander	6,00%
25	UBS	6,25%
26	Ultraserfinco	6,00%

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
5,50%	7	26,92%
5,75%	3	11,54%
6,00%	7	26,92%
6,25%	6	23,08%
6,50%	3	11,54%
<b>Media</b>		<b>5,95%</b>
<b>Mediana</b>		<b>6,00%</b>

**Cuadro A1.5: Encuesta de Expectativas del Focus Economicos Sobre la Inflación para 2017**  
Encuestas realizadas entre el 7 y el 13 de marzo

	<b>Empresa</b>	<b>Estimación</b>
1	ANIF	4,6%
2	Banco Bradesco	3,9%
3	Banco Davivienda	5,5%
4	Banco de Bogotá	4,4%
5	Bancolombia	4,3%
6	Barclays Capital	3,2%
7	BBVA Research	4,1%
8	BMI Research	3,8%
9	BTG Pactual	4,2%
10	Capital Economics	4,7%
11	Citigroup Global Mkts	4,0%
12	Corficolombiana	3,9%
13	CorpBanca Económico	4,1%
14	Credicorp Capital	4,3%
15	Credit Suisse	4,2%
16	Deutsche Bank	4,5%
17	Ecoanalítica	4,7%
18	EIU	4,5%
19	Fedesarrollo	4,4%
20	Frontier Strategy Group	4,8%
21	Goldman Sachs	4,4%
22	Itaú BBA	4,1%
23	JPMorgan	3,9%
24	Kiel Institute	3,5%
25	Nomura	5,0%
26	Oxford Economics	3,8%
27	Polinomics	4,3%
28	Positiva Compañía de Seguros	4,6%
29	Santander	4,3%
30	Société Générale	5,1%
31	UBS	4,0%
32	Ultraserfinco	3,5%

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
3% - 3,5%	2	6,25%
3,5% - 4%	6	18,75%
4% - 4,5%	14	43,75%
4,5% - 5%	7	21,88%
5% - 5,5%	3	9,38%
<b>Media</b>		<b>4,27%</b>
<b>Mediana</b>		<b>4,30%</b>



## *Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local*

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de febrero, en promedio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -12 p.b, -11 p.b. y -4 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones promedio de -4 p.b, -6 p.b. y -3 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Lo anterior refleja que la decisión no era anticipada por la mayoría del mercado.

El Dane publicó el 4 de marzo la variación del índice de precios al consumidor de febrero del 2017, ubicándose en 1,01% mes a mes. Dicho resultado fue inferior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (1,15%), al dato extraído de la encuesta del BR (1,16%) y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2016 (1,28%). La variación anual fue 5,18%<sup>19</sup>. Entre el 3 y el 6 de marzo las tasas de los TES en pesos disminuyeron 2 p.b. en todos sus tramos, al tiempo que las tasas de los TES UVR en promedio aumentaron 17 p.b, 17 p.b. y 11 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Según los analistas del mercado, las desvalorizaciones de los UVR se explicaron por expectativas de que los precios de estos bonos continúen disminuyendo en los meses próximos, reforzadas por el dato de inflación de febrero.

El 10 de marzo la agencia calificadora *Fitch Ratings* ratificó la calificación crediticia para Colombia en el grado de inversión y mejoró el *outlook* de *negativo* a *estable*. Según la entidad, la decisión refleja *la reducción de los desequilibrios macroeconómicos como resultado de la fuerte reducción del déficit en cuenta corriente, la disminución de la incertidumbre que rodea la senda de consolidación fiscal, y la expectativa de que la inflación converja hacia el objetivo del Banco Central*. Entre el 10 y el 13 de marzo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 p.b, -1 p.b. y -3 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR en promedio no presentaron variaciones.

El 14 de marzo se venció un TES de corto plazo que junto con el pago de su cupón totalizó \$2783 mm<sup>20</sup>. Adicionalmente, en el periodo hubo pagos de cupones de TES UVR por \$849 mm<sup>21</sup>. En lo corrido de 2017 el valor de las emisiones de bonos de largo plazo ha sido \$8709 mm y de TES de corto plazo por \$2200 mm<sup>22</sup>.

En lo corrido de marzo, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,5 billones<sup>23</sup>, inferior al observado el mes anterior (\$5,5 billones), pero superior al registrado en marzo de 2016 (\$4,4 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 23% al 27%, seguidos por los que vencen en mayo de 2022 cuya participación pasó de 15% a 13% (Gráfico A2.2).

En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos con vencimiento en 2024 y el UVR con vencimiento en 2017. Se tiene que desde el 24 de febrero de 2017 y hasta el 15 de marzo, los montos de negociación de los títulos en pesos aumentaron y se situaron entre los percentiles 60 y 99. En el caso de los títulos UVR, los montos negociados se mantuvieron bajos y se situaron en los percentiles 0 y 40. En particular los títulos con vencimiento en 2017 tuvieron bajos niveles de negociación.

<sup>19</sup> Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2016 (7,59%).

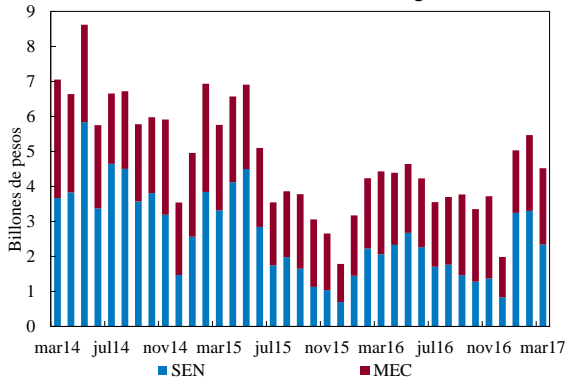
<sup>20</sup> Solamente el capital correspondió a \$2600 mm.

<sup>21</sup> De los TES denominados en UVR que vencen el 10 de marzo de 2021 (\$561 mm), el 25 de marzo de 2033 (\$263 mm) y el 17 de marzo de 2027 (\$25 mm).

<sup>22</sup> Con datos al 16 de marzo. De los TES de largo plazo \$5325 mm corresponden a bonos en pesos y \$3384 mm a bonos denominados en UVR.

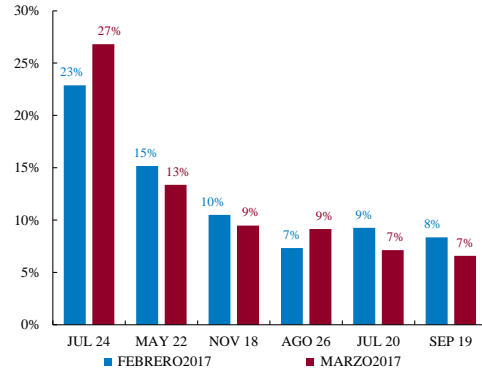
<sup>23</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

**Gráfico A2.1:** Monto Promedio Diario Negociado de TES



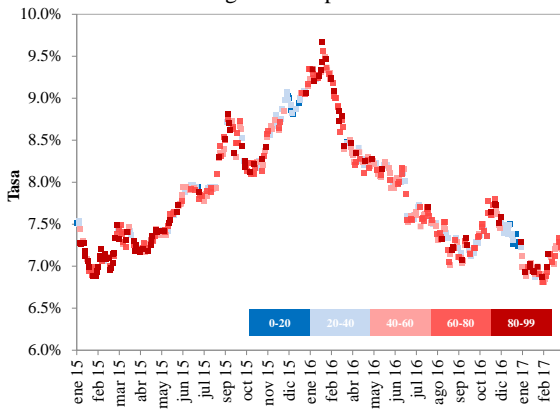
**Fuente y Cálculos:** Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 17 de marzo del 2017.

**Gráfico A2.2:** TES más transados



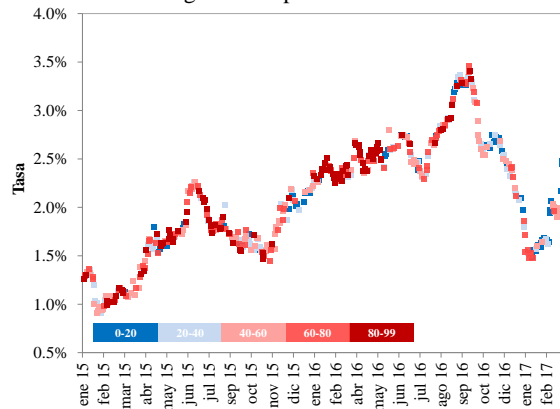
**Fuentes:** SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. \* Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

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



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

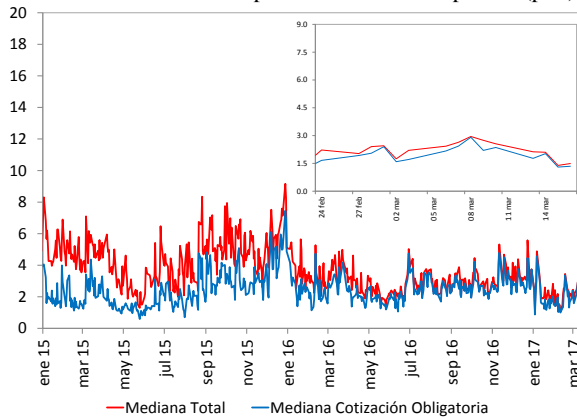
**Gráfico A2.4:** Tasa Cero Cupón TUVT 2017 y Volumen Negociación por Percentiles



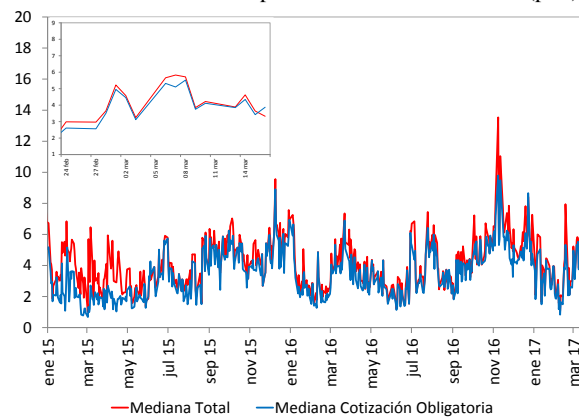
**Fuentes:** SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.

El *bid-ask spread* promedio de los TES tanto en pesos como en UVR aumentó en marzo respecto al promedio de febrero. Para los títulos de cotización obligatoria denominados en pesos, el promedio se ubicó en 2,60 p.b. mientras que en enero fue 2,13 p.b. (Gráfico A2.5). Para los TES denominados en UVR el *bid-ask spread* se ubicó en 4,78 p.b. para los títulos de cotización obligatoria (enero: 3,30 p.b, Gráfico A2.6). La profundidad de estos mercados (Gráficos A2.7 y A2.8), respecto al promedio de febrero, disminuyó en \$12 mm para los títulos en pesos mientras que para los TES UVR aumentó en \$0,6 mm. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos aumentó de \$144 mm a \$130 mm y en UVR subió de \$60 mm a \$61 mm en marzo.

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

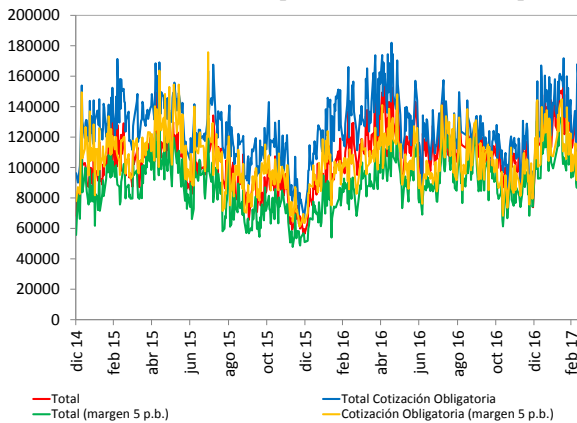


**Gráfico A2.6:** Bid-Ask spread de los TES en UVR\* (p.b.)

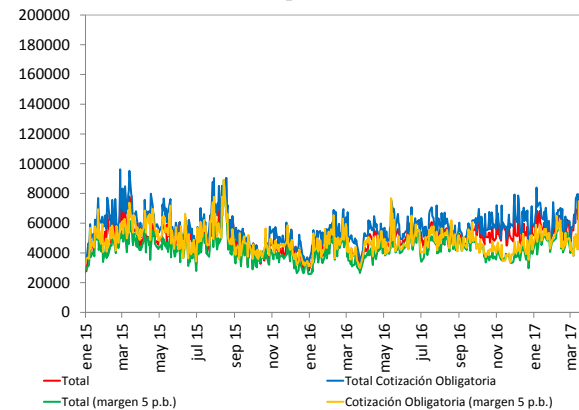


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República.\*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para los títulos. Total: todos los títulos del gobierno en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

**Gráfico A2.7:** Profundidad promedio de los TES en pesos\*



**Gráfico A2.8:** Profundidad promedio de los TES en UVR\*

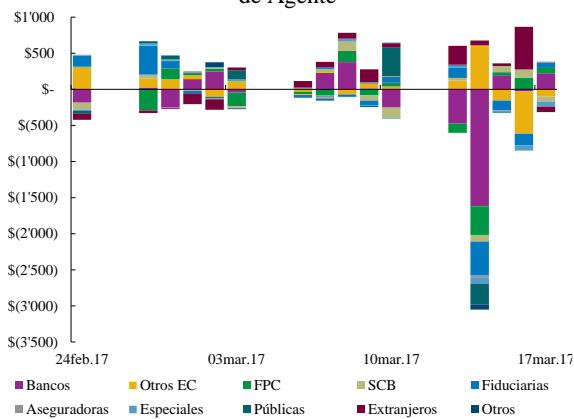


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República.\* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el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

### Anexo 3. Inversionistas en el Mercado de Deuda Local

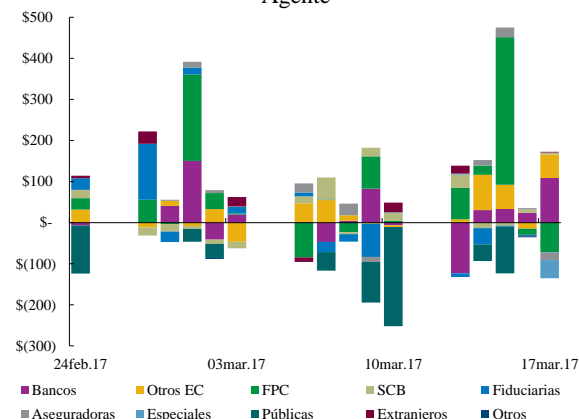
Desde la última reunión de la JDBR los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$1053 mm, principalmente en el tramo largo), al tiempo que los principales vendedores fueron los bancos comerciales (\$1204 mm, tramo corto) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$450 mm, tramos corto y largo). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$602 mm, tramo largo), las corporaciones financieras (\$286 mm, tramo medio) y los bancos comerciales (\$277 mm, tramo corto), mientras que los principales vendedores fueron las entidades públicas (\$605 mm, tramo corto) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2). Cabe señalar que las ventas netas reflejan el vencimiento de un título el 14 de marzo por \$2600 mm.

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



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

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



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

En lo corrido del 2017 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$2190 mm. Adicionalmente, desde el 24 de febrero registraron compras netas por \$136 mm y \$1083 mm en los tramos medio y largo, al tiempo que vendieron \$166 mm en el tramo corto.

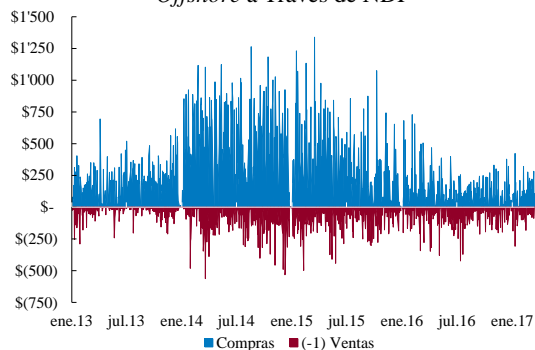
**Cuadro A3.1:** Compras Netas de TES en Pesos (Azul) y TES UVR (Amarillo)\*  
(Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

		Corrido 2017	Corrido 2017	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR
				Corto	Medio	Largo		Corto	Medio	Largo	
Bancos Comerciales		3'123	1'137	(983)	(148)	(73)	(1'204)	153	74	50	277
Compañía de Financiamiento Comercial		(1)	(0)	-	1	-	1	-	(2)	-	(2)
Cooperativas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras		(217)	197	21	74	158	252	47	257	(18)	286
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>		<b>2'905</b>	<b>1'333</b>	<b>(963)</b>	<b>(73)</b>	<b>84</b>	<b>(951)</b>	<b>200</b>	<b>329</b>	<b>31</b>	<b>560</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	(2)	16	(4)	9	(21)	(16)	-	4	-	4
	Terceros	798	2'403	(272)	(71)	(107)	(450)	(123)	(235)	960	602
	<i>Pasivos Pensionales</i>	182	1'710	(246)	(138)	(191)	(575)	(126)	(137)	684	422
Fondos de Pensiones - Prima Media		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>		<b>796</b>	<b>2'419</b>	<b>(276)</b>	<b>(62)</b>	<b>(127)</b>	<b>(465)</b>	<b>(123)</b>	<b>(231)</b>	<b>960</b>	<b>605</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	(486)	94	162	6	(89)	79	-	16	7	22
	Terceros	(298)	140	(27)	(14)	(34)	(76)	-	29	9	37
	<i>Extranjeros</i>	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-
	<i>FIC</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>		<b>(784)</b>	<b>234</b>	<b>135</b>	<b>(9)</b>	<b>(123)</b>	<b>3</b>	-	<b>44</b>	<b>15</b>	<b>59</b>
Sociedades Fiduciarias	Propia	17	6	59	40	(29)	70	-	7	(27)	(20)
	Terceros	2'607	670	(579)	62	1'351	834	(30)	(39)	197	129
	<i>Extranjeros***</i>	2'205	(7)	(166)	136	1'083	1'053	-	56	29	86
	<i>FIC</i>	335	212	(165)	21	43	(101)	1	(99)	-	(97)
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(252)	168	(85)	4	58	(23)	(30)	26	52	48
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>		<b>2'624</b>	<b>675</b>	<b>(520)</b>	<b>102</b>	<b>1'323</b>	<b>905</b>	<b>(30)</b>	<b>(32)</b>	<b>170</b>	<b>109</b>
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	165	147	(7)	(56)	37	(26)	-	2	83	85
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	<i>Pasivos Pensionales</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>		<b>165</b>	<b>147</b>	<b>(7)</b>	<b>(56)</b>	<b>37</b>	<b>(26)</b>	-	<b>2</b>	<b>83</b>	<b>85</b>
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	<i>FIC</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>		<b>2'801</b>	<b>3'476</b>	<b>(668)</b>	<b>(24)</b>	<b>1'109</b>	<b>417</b>	<b>(153)</b>	<b>(216)</b>	<b>1'228</b>	<b>859</b>
Total Entidades Financieras Especiales**		220	(158)	(200)	95	(15)	(120)	(47)	5	-	(42)
Total Entidades Públicas****		(529)	(1'577)	(200)	-	497	298	(607)	-	2	(605)
Otros*****		(72)	11	(66)	2	54	(10)	-	(10)	5	(5)
	<i>Extranjeros</i>	(14)	(0)	-	-	-	-	-	(0)	-	(0)
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>		<b>5'325</b>	<b>3'084</b>	<b>(2'096)</b>	<b>(0)</b>	<b>1'730</b>	<b>(365)</b>	<b>(607)</b>	<b>108</b>	<b>1'267</b>	<b>767</b>

Fuente: BR. Información actualizada al 17 de marzo de 2017. Cabe señalar que las ventas pueden corresponder a vencimientos de TES y, para el caso de entidades públicas, a redenciones anticipadas de TES de corto plazo. \* Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

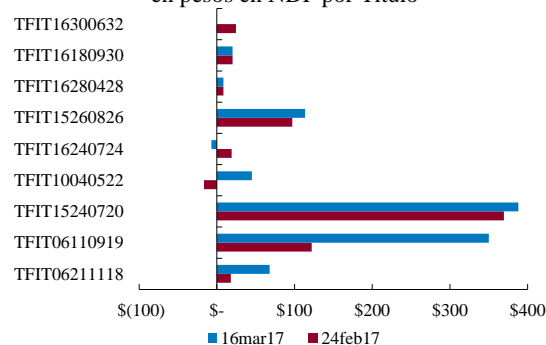
Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$1713 mm y ventas por \$493 mm<sup>24</sup>, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$324 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$662 mm el 24 de febrero a \$986 mm el 16 de marzo de 2017. Durante el periodo analizado, la posición compradora neta disminuyó para los TES con vencimiento en 2024 y 2032, se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2028 y 2030 y aumentó para las demás referencias (Gráfico A3.4).

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



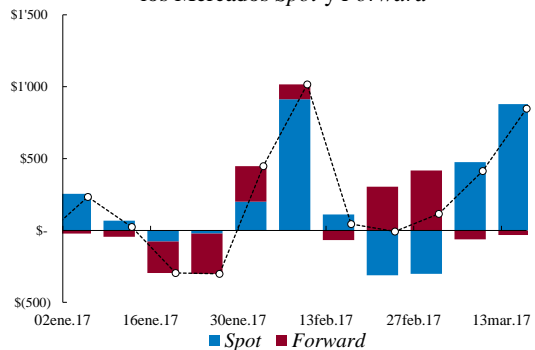
**Fuente:** Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



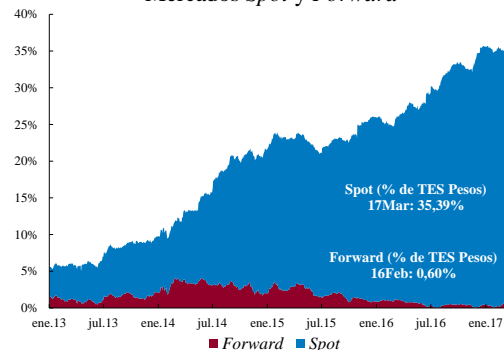
**Fuente:** Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

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



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

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

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

	2016			Corrido de 2017			Feb-17			Corrido de Mar-17		
	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'293)	\$ 617	\$ (4'676)	\$ 2'905	\$ (348)	\$ 2'557	\$ 2'237	\$ (757)	\$ 1'480	\$ (997)	\$ (63)	\$ (1'060)
Offshore	\$ 20'884	\$ (617)	\$ 20'267	\$ 2'190	\$ 348	\$ 2'538	\$ 610	\$ 757	\$ 1'367	\$ 1'100	\$ 63	\$ 1'163

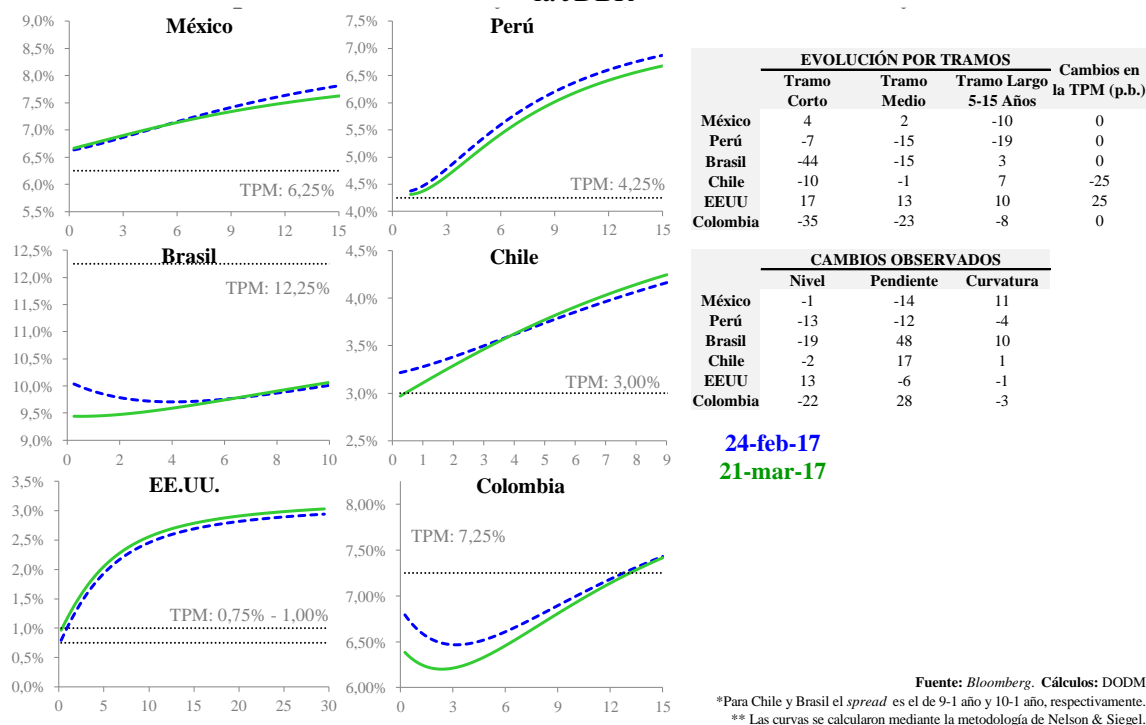
Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 16 y 17 de marzo de 2017 para las posiciones *spot* y *forward*, respectivamente. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

<sup>24</sup> Al tiempo que registraron vencimientos de contratos de compra de TES por \$1416 mm y de venta por \$521 mm. Datos actualizados al 16 de marzo de 2017.

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

En este periodo (24 de febrero al 21 de marzo de 2017) los títulos de deuda pública de la región presentaron valorizaciones en el tramo corto, a excepción de la curva de México. El tramo medio presentó valorizaciones en Perú, Brasil, Chile y Colombia, y desvalorizaciones en México y EE.UU. En el tramo largo se presentaron valorizaciones en México, Perú y Colombia, y desvalorizaciones en Brasil, Chile y EE.UU. Este comportamiento estuvo influenciado por las expectativas frente a la decisión de política monetaria de la Fed en marzo, eventos idiosincráticos y los precios de los *commodities*, principalmente el cobre, el hierro y la soya.

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



En este periodo, los *treasuries* presentaron desvalorizaciones en sus tramos corto, medio y largo de 17 p.b, 13 p.b. y 10 p.b, respectivamente. El principal determinante de estas desvalorizaciones fue el cambio en las expectativas frente a la decisión de política monetaria del FOMC en su reunión de marzo. Los incrementos en la probabilidad implícita en los contratos futuros sobre la tasa de fondos federales se dieron principalmente ante la intervención de algunos miembros del FOMC durante el periodo en donde se dio a entender que un incremento en su reunión de marzo era conveniente y significativamente probable. El 28 de febrero William Dudley, gobernador de la Fed en Nueva York, favoreció la posibilidad de un tercer incremento en el ciclo alcista que comenzó en diciembre de 2015. Este mismo día, Robert Kaplan y John Williams, gobernadores de la Fed en Dallas y San Francisco, respectivamente, dieron según algunos analistas *fuertes indicios de que el FOMC se encuentra seriamente considerando un incremento de tasas en su reunión de marzo*. El 1 de marzo Lael Brainard, gobernadora de la Fed, señaló que sería apropiada una trayectoria gradual de incrementos. El 2 marzo Jerome Powell, gobernador de la Fed, indicó que las condiciones para un incremento en el rango de tasas estaban presentes y esta posibilidad se encontraba en la mesa de discusión. El 3 de marzo Janet Yellen señaló que *esperar mucho para reducir su apoyo a la economía podría requerir un incremento acelerado de tasas, lo cual podría alterar los mercados*

*financieros y llevar a la economía a una recesión.* Esto fue interpretado por los analistas como una indicación de que en la reunión de marzo del FOMC se llevarían a cabo incrementos. Adicionalmente, señaló que la política monetaria sería *moderadamente acomodativa*, lo cual difirió de su descripción usada en su discurso dado en Standford el 19 de enero. Según algunos analistas esto indica un empinamiento de la senda proyectada de incrementos por la presidenta de la Fed. De esta forma, entre el 24 de febrero y el 8 de marzo, la probabilidad implícita de incrementos en el rango de la tasa de fondos federales en la reunión de marzo extraída de los contratos futuros sobre esta tasa pasó del 40% al 100%.

Durante el periodo se llevaron a cabo anuncios y publicaciones de datos macroeconómicos, principalmente del mercado laboral que acentuaron las desvalorizaciones de los *treasuries*. En particular: el 27 de febrero el Gobierno anunció que incrementaría el gasto militar en 9%; el 28 de febrero se publicó el índice confianza del consumidor del *Conference Board*, el cual con su observación de 114,8 superó las expectativas del mercado de 111; el 1 de marzo se publicó el indicador líder ISM para febrero con un nivel de 57,7, superior a las expectativas del mercado de 56,2; el 6 de febrero se publicaron las órdenes de fábrica y las órdenes de bienes durables para enero con observaciones respectivas de 1,2% (esp: 1,0%) y 2,0% (esp:1,0%); el 8 de marzo se publicó el dato de empleo ADP de febrero con un incremento de 298.000 empleados frente a una expectativa de 187.000; el 10 de marzo se publicaron datos del mercado laboral para el mes de febrero con un incremento en 235.000 nóminas no agrícolas (esp: 200.000), una reducción de la tasa del desempleo a 4,7% (ant:4,8%) y un incremento anual de los salarios de 2,8% (esp: 2,8%; ant: 2,6%)<sup>25</sup>.

En la reunión realizada entre el 14 y el 15 de marzo, en la cual se incrementó el rango de la tasa de fondos federales en 25 p.b, contrario a las expectativas del mercado, no se modificaron las proyecciones del FOMC con respecto a la trayectoria de su política monetaria; mientras el mercado esperaba un anuncio del FOMC de tres incrementos más en el 2017, esta entidad continuó proyectando dos incrementos. De esta forma, el 15 de marzo los *Treasuries* presentaron leves valorizaciones.

En el periodo analizado, las desvalorizaciones observadas en los tramos corto y medio de la curva de México estuvieron en línea con las expectativas sobre la decisión del FOMC en su reunión de marzo. Igualmente contribuyó a esta dinámica el anuncio de un déficit comercial superior a las expectativas (obs: USD 3294 millones; esp: 2600 millones). Las valorizaciones en el tramo largo estuvieron influenciadas por los anuncios del secretario de comercio estadounidense, Wilbur Ross, sobre la necesidad de buscar *un acuerdo comercial sensato* de su país con México que impulse a la moneda local.

En Chile, la caída en los precios del cobre fue el principal determinante de las desvalorizaciones que se presentaron en el tramo largo de su curva. Entre el 1 y el 9 de marzo el precio del cobre presentó una reducción del 6,37%<sup>26</sup>, entre estos días, los tramos corto, medio y largo de la curva de este país presentaron desvalorizaciones de 2 p.b, 6 p.b. y 10 p.b, respectivamente. Igualmente contribuyeron a estas desvalorizaciones las contracciones de la producción industrial (obs: -0,9%; esp: 2,0%) y manufacturera en enero (obs: -1,1%; esp: 0,1%), la inesperada reducción en febrero del superávit comercial (obs: USD 236 m; esp: USD 310 m; ant: USD 720 m) y la caída en las exportaciones de cobre en febrero a USD 2037,1 m desde USD 2319 m. Las valorizaciones de los tramos corto y medio se presentaron en los últimos días del periodo analizado ante la reducción en 25 p.b. de la tasa de política monetaria a un nivel de 3%.

---

<sup>25</sup> Adicionalmente, durante el periodo se conocieron en cuatro ocasiones las solicitudes iniciales de beneficio de desempleo, las cuales en todos sus publicaciones presentaron observaciones cercanas a las expectativas del mercado, con lo cual se completaron 106 semanas por debajo de la marca de 300.000 (23 de marzo, obs: 244.000, esp: 241.000; 2 de marzo, obs: 223.000, esp: 243.000; 9 de marzo, obs: 243.000, esp: 235.000; 16 de marzo: obs: 241.000, esp: 240.000).

<sup>26</sup> El 1 de marzo el precio del cobre se ubicó en 6040 y el 9 de marzo en 5655.

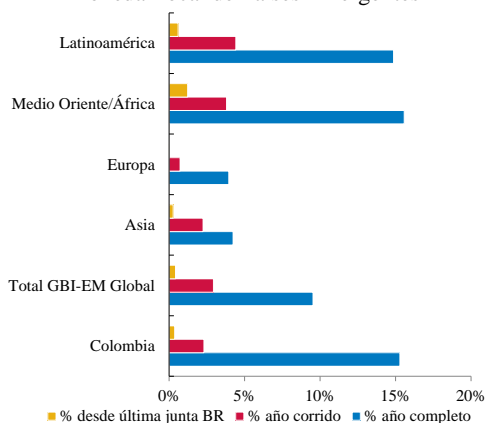
En Brasil, las desvalorizaciones de su tramo largo están explicadas por las caídas en los precios del hierro y la soya durante el periodo. Entre el 1 y el 9 de marzo el precio del hierro y la soya cayeron 6,0% y 2,9%, respectivamente, y en estos mismos días el tramo largo de su curva presentó desvalorizaciones de 24 p.b. Por su parte, las valorizaciones en los tramos corto y medio de la curva estuvieron explicadas por el dato de inflación para febrero inferior a las expectativas (obs: 4,76%; esp: 4,86%; ant: 5,35%) y por la decisión de *Moody's* de mejorar la perspectiva de la deuda de Brasil a *estable* desde *negativa*.

Por último, la curva de Perú presentó valorizaciones en todos sus tramos ante el dato de producción de enero, el cual con su observación de 4,81% resultó superior a la expectativa del mercado de 4,5%. Este dato ha sido el más alto en los últimos cinco meses e implica una acumulación de 90 meses de crecimiento continuo. También contribuyó a esta dinámica el anuncio del Ministro de Economía y Finanzas sobre la puesta en marcha del *Plan de Impulso Económico* que hace parte de las acciones dispuestas por el gobierno de este país para acelerar y dinamizar la economía, y alcanzar un crecimiento de 15% de la inversión pública, así como una expansión del PIB del 4% en el 2017.

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>27</sup> (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, en lo corrido de 2017 y desde la última reunión de la JDBR. Desde la última reunión de la JDBR, todos los índices regionales se valorizaron, especialmente los de Medio Oriente/África (1,2%) y Latinoamérica (0,6%). Por su parte, el índice para Colombia aumentó 0,4%.

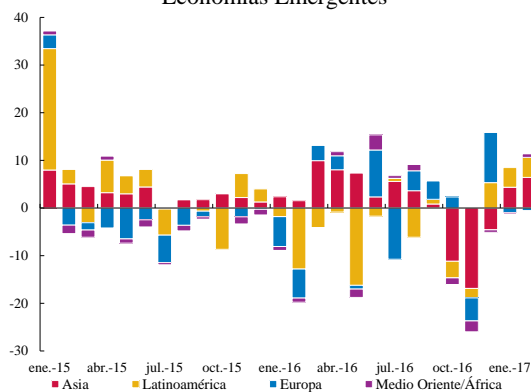
Adicionalmente, el IIF<sup>28</sup> estimó que continuaron los flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en febrero por US\$17,07 mm (enero: US\$14,09 mm). En particular, estimó entradas netas de los mercados de renta fija y renta variable por US\$10,85 mm y de US\$6,22 mm, respectivamente. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$4,21 mm (Gráfico A4.3).

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



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

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



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

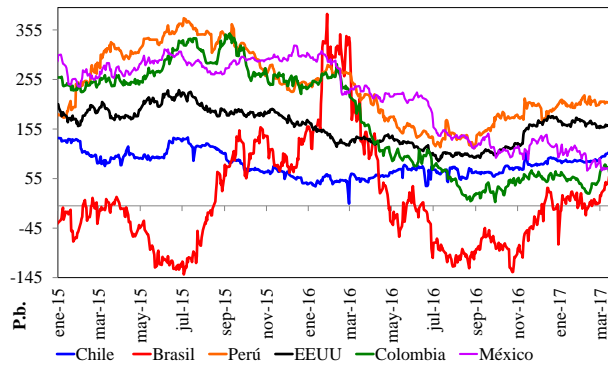
El Gráfico A4.4 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia aumentó a 63 p.b, siendo la menor de la región. Las pendientes de Perú, México, Brasil y Chile se sitúan en 189 p.b, 66 p.b, 46 p.b. y 103 p.b, respectivamente.

<sup>27</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>28</sup> Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.



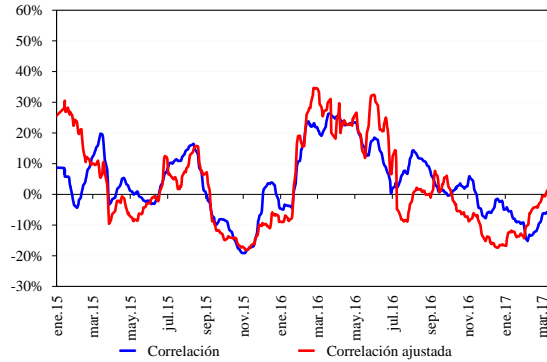
**Gráfico A4.4: Pendiente Curva Cero Cupón Latam y EE.UU.\***



\*Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

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

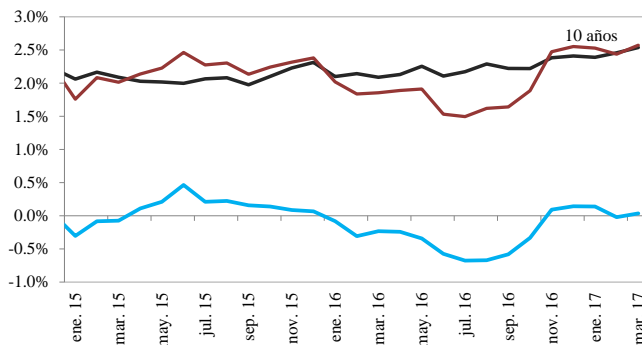
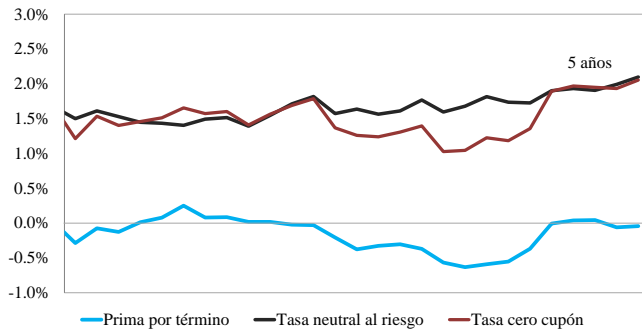
**Gráfico A4.5: Correlación Pendientes Región**



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

En el Gráfico A4.5 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha aumentado y se encuentra actualmente en -7,44%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se encuentra en 1,08%. Así, el comportamiento diferente entre las curvas puede ser explicado por factores idiosincráticos de cada país, niveles de inflación diferentes y posturas de política monetaria divergentes en la región.

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



**Fuente y Cálculos:** Fed.

Por su parte, la prima por vencimiento de los *treasuries* se incrementó en 2 p.b. y 5 p.b. para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente; y se situó en -0,04% a 5 años mientras que a 10 años se ubicó en 0,04%. La tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó 10 p.b. para 5 años mientras que para 10 años aumentó 8 p.b. (Gráfico A4.6).

## Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

### Países Desarrollados

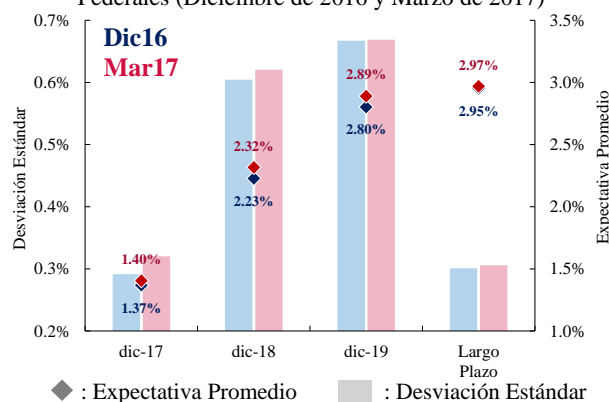
En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Canadá (0,50%), Suiza (-0,75%), Noruega (0,5%) y Australia (1,5%) mantuvieron sus tasas de intervención sin modificación, en línea con las expectativas del mercado. Así mismo, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener su tasa de referencia en 0%, al igual que la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la tasa de depósitos en -0,40%. Con respecto a las medidas no convencionales de política monetaria, el organismo indicó que continuará con su programa de compras mensuales de activos por €80.000 millones hasta marzo de 2017, y a partir de entonces realizará compras mensuales por un monto de €60.000 millones hasta diciembre de 2017. Sin embargo, el Banco señaló que podría aumentar el ritmo y duración del programa dependiendo de la perspectiva del crecimiento económico y de la consistencia de las condiciones financieras con sus objetivos inflacionarios. Adicionalmente, en el comunicado se resaltó la mejora en el sentimiento económico y la disminución de los riesgos para el crecimiento de la Zona Euro, como resultado de mejoras en el entorno global, razón por la cual varios analistas del mercado apuntan a una política monetaria más contractiva.

Por otra parte, el 15 de marzo la Fed aumentó su rango de tasa de interés de referencia en 25 p.b. a uno entre 0,75% y 1,0%, tal como lo anticipaba el mercado. De acuerdo al comunicado del FOMC, desde su última reunión en febrero el mercado laboral ha seguido fortaleciéndose y la expansión de la economía continúa a un ritmo moderado. De otra parte, resaltó la fortaleza en el gasto de los hogares, así como la recuperación en la inversión. A su vez, en los últimos trimestres la inflación se ha ubicado alrededor del objetivo de largo plazo del Comité (2%), sin embargo, al excluir precios de comida y bienes energéticos, la inflación ha presentado ligeros cambios y continúa por debajo de la meta. Pese a lo anterior, las expectativas inflacionarias de largo plazo se mantienen estables. Finalmente, el Comité indicó que la política monetaria será coherente con su objetivo de apoyar un mayor fortalecimiento del mercado laboral y un incremento de la inflación a su nivel objetivo. En lo relativo a las proyecciones de los miembros de la Fed, para 2017 la mayoría espera que el rango de política monetaria se ubique entre 1,25% y 1,5%, lo que implicaría tres incrementos de 25 p.b. (incluyendo el efectuado en la reunión de marzo).

Además, el organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que, comparado con las proyecciones de diciembre, el punto medio de la proyección de crecimiento económico se mantuvo inalterado en 2,1% para 2017 y 1,9% para 2019, mientras que para 2018 fue revisado al alza a 2,1% (Ant: 2,0%); el punto medio de la proyección de desempleo permaneció estable para los tres próximos años en 4,5%, al igual que el punto medio de la proyección de inflación al no presentar cambios para 2017, 2018 ni 2019<sup>29</sup>.

En cuanto a los pronósticos de diciembre sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos A5.1<sup>30</sup>, A5.2 y A5.3<sup>31</sup> se observa que: i) las estimaciones del FOMC para los cierres de 2017 y 2018 permanecieron relativamente estables

**Gráfico A5.1:** Pronósticos de la Fed de la Tasa de los Fondos Federales (Diciembre de 2016 y Marzo de 2017)



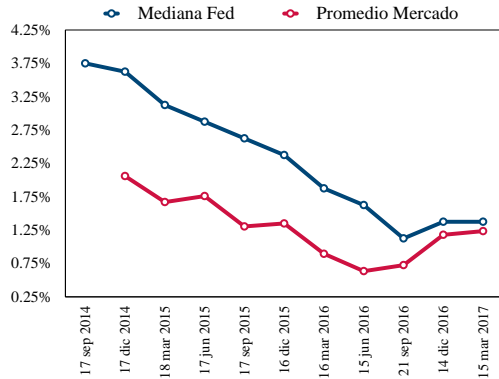
Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

<sup>29</sup> 1,9%, 2% y 2%, respectivamente.

<sup>30</sup> En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en diciembre de 2016 y marzo de 2017 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2017, 2018, 2019 y para el largo plazo.

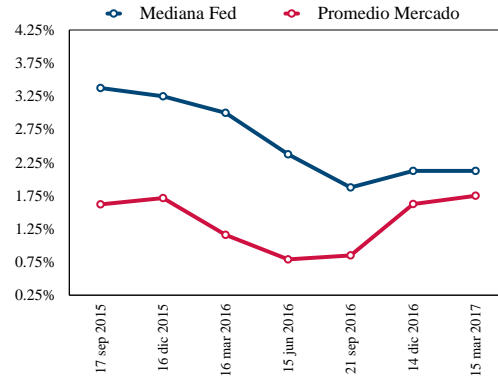
frente a los pronósticos de diciembre; y ii) para el 2017 y el 2018 el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC, sin embargo, las expectativas continuaron alineándose.

**Gráfico A5.2:** Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2017



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

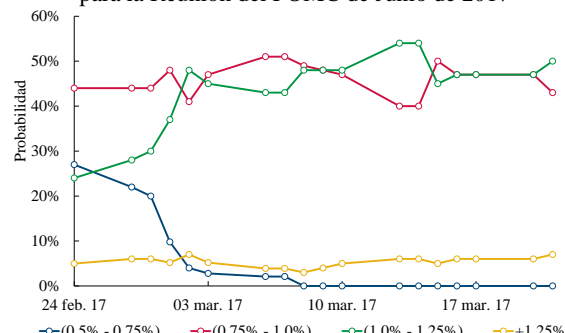
**Gráfico A5.3:** Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2018



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

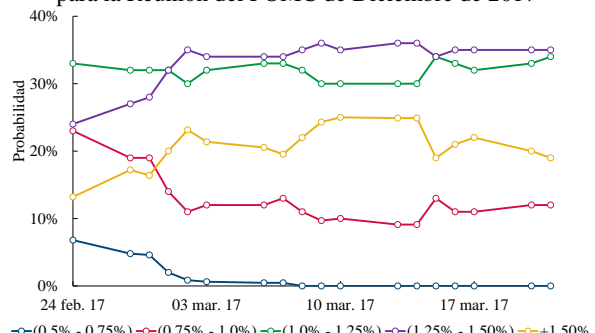
Durante el periodo, se incrementó la probabilidad de un rango de los fondos federales entre 1,00% y 1,25% para la reunión de junio de 2017 (Gráfico A5.4). En el gráfico A5.5 se observa que durante el periodo el escenario más probable para diciembre de 2017 se ubica en un rango entre 1,25% y 1,50%. Además, según lo publicado por *CME Group Inc.*<sup>32</sup>, con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de la Fed de diciembre de 2017 la probabilidad de que el rango de tasas se ubique entre 0,75% y 1,0% es 11,9% (ant.: 20,9%), la de uno entre 1,0% y 1,25% es 34,0% (ant.: 33,3%), la de uno entre 1,25% y 1,5% es 35,0% (ant.: 26,4%), la de uno entre 1,5% y 1,75% es 15,8%, la de uno entre 1,75% y 2,0% es 3,0% y la de uno mayor a 2,0% es 0,2% (la estimación previa asignaba una probabilidad del 14,4% a un rango por encima de 1,5%).

**Gráfico A5.4:** Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Junio de 2017



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico A5.5:** Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Diciembre de 2017



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

El 16 de marzo el Banco Central del Reino Unido decidió mantener su tasa de referencia en 0,25% y continuó con sus medidas de estímulo monetario, conformadas por la adquisición de £10 mm en bonos corporativos con grado de inversión y la expansión del esquema de compras de bonos gubernamentales en £60 mm, de tal forma que el saldo objetivo sea de £435 mm. El Comité espera debilidad en la demanda agregada para el 2017, como consecuencia de una reducida demanda

<sup>31</sup> En los gráficos A5.2 y A5.3 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 2017 y 2018.

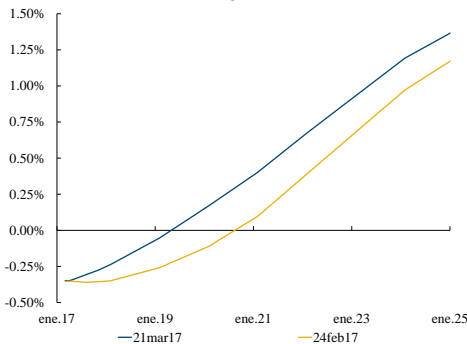
<sup>32</sup> Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade*. Consulta actualizada el 21 de marzo, al tiempo que el valor previo corresponde a las cifras consultadas el 20 de febrero.

doméstica en respuesta a un menor crecimiento real del ingreso. Sin embargo, el mejor desempeño en términos de comercio internacional, dado el debilitamiento de la libra esterlina y el aumento en la demanda global, podrían mejorar los niveles de consumo. La inflación de enero se ubicó en 1,8% a/a, con lo que se espera alcance un nivel superior al 2% en los próximos meses, y se ubique alrededor de 2,75% al comienzo del 2018, para posteriormente volver a la meta (2%).

De manera similar, el Banco Central de Japón decidió mantener inalterada la tasa de interés negativa (-0,1%) a los depósitos de las instituciones financieras. Para el largo plazo, se mantuvo la política de tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (*Japanese Government Bonds*), dando continuidad a la compra de bonos a 10 años a un ritmo anual de ¥80 billones. Adicionalmente, el Banco Central comprará, como ya lo ha venido haciendo, ETFs (*Exchange-Traded Funds*) y J-REITs (*Japan Real Estate Investment Trust*) de tal manera que el incremento en las tenencias a un ritmo anual de ¥6 billones y ¥90 mm, respectivamente. Finalmente, el Banco

mantendrá montos por ¥2,2 billones de notas comerciales y ¥3,2 billones de bonos corporativos. En cuanto a los datos macroeconómicos, se destacó la recuperación moderada que ha tenido la economía, como consecuencia de mayores exportaciones y el aumento en la inversión, pese a la debilidad que ha presentado el consumo privado, lo que lleva a una expectativa de expansión moderada para la economía. En términos del nivel de precios, se observa que la inflación (excluyendo alimentos frescos) sigue ubicándose alrededor del 0% a/a, con la expectativa de que aumente ligeramente en el corto plazo como resultado de los avances en el precio de los bienes energéticos.

**Gráfico A5.6:** Expectativas de las tasas del BCE

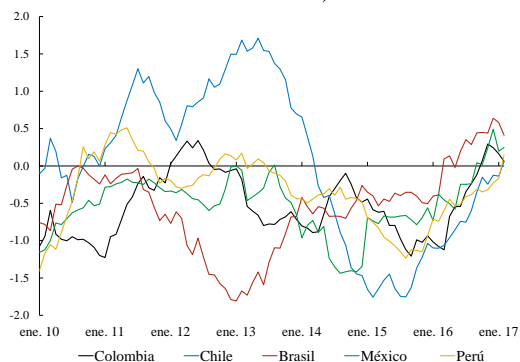


Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa a un día retornará a terreno positivo en el 2T19 (Anterior: 3T20, Gráfico A5.6).

### Países Emergentes

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



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

Los bancos centrales de Ucrania (14%), Indonesia (4,75%), Georgia (6,75%), Serbia (4%), Malasia (3%), Turquía (8%) y Polonia (1,5%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. En Latinoamérica, el Banco Central de Perú mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 4,25%, al tiempo que el Banco Central de Chile la disminuyó 25 p.b. a 3,0%. Todo lo anterior ya estaba anticipado por la mayoría de agentes del mercado.

En el Gráfico A5.7 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales<sup>33</sup> desde el año 2005. Se puede observar que en febrero las tasas reales de todos los países de la

<sup>33</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

región se ubicaron por encima de sus medias históricas<sup>34</sup>.

**Anexo 6. Probabilidades de los Escenarios de Tasa de Referencia Para las Próximas Reuniones de la JDBR Estimados a Partir de Información del OIS (Bloomberg)**

**Cuadro A6.1: Mes Actual**

TPM	mar17	abr17	may17	jun17	jul17	ago17	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18
7.75%												0%
7.50%												1%
7.25%											1%	2%
7.00%	100%									1%	2%	3%
6.75%		100%	25%				0%	0%	1%	3%	3%	3%
6.50%			75%	82%	53%	32%	24%	19%	15%	12%	9%	7%
6.25%				18%	42%	53%	48%	43%	37%	30%	24%	19%
6.00%					5%	14%	23%	28%	31%	31%	30%	28%
5.75%						1%	4%	8%	13%	17%	20%	22%
5.50%							0%	1%	3%	6%	9%	12%
5.25%								0%	0%	1%	2%	4%
5.00%									0%	0%	0%	1%
4.75%											0%	0%
4.50%												0%

**Cuadro A6.2: Mes Anterior**

TPM	feb17	mar17	abr17	may17	jun17	jul17	ago17	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18
7.50%	100%											
7.25%		100%										0%
7.00%			100%	19%							1%	2%
6.75%				81%	76%	37%	21%	9%		1%	1%	1%
6.50%					24%	57%	63%	64%	57%	40%	31%	21%
6.25%						6%	14%	22%	32%	41%	40%	38%
6.00%							2%	5%	9%	13%	20%	24%
5.75%								1%	2%	4%	7%	10%
5.50%									0%	0%	1%	2%
5.25%												0%

**Anexo 7. IDODM, análisis por componentes**

Respecto al EMBI Colombia, el 37% de agentes espera que aumente (anterior: 46,9%), mientras un 35,8% que se mantenga igual (anterior: 34,4%) y un 27,2% que disminuya (anterior: 18,8%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 39,5% espera que esta se mantenga estable (anterior: 37,1%), un 28,4% que aumente (anterior: 25,8%) y un 8,6% que disminuya (anterior: 21,0%)<sup>35</sup>.

Entre el 24 de febrero y el 20 de marzo, el COLCAP se valorizó 0,28%. Este desempeño contrastó con el aumento en el CDS a 5 años de Colombia, la devaluación de la tasa de cambio y con la reducción en el precio del petróleo<sup>36</sup>. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el COLCAP registre una desvalorización cercana al 0,04% (anterior:

<sup>34</sup> Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,90%; Chile 0,78%; Brasil 5,61%, México 1,57 y Perú 0,79%.

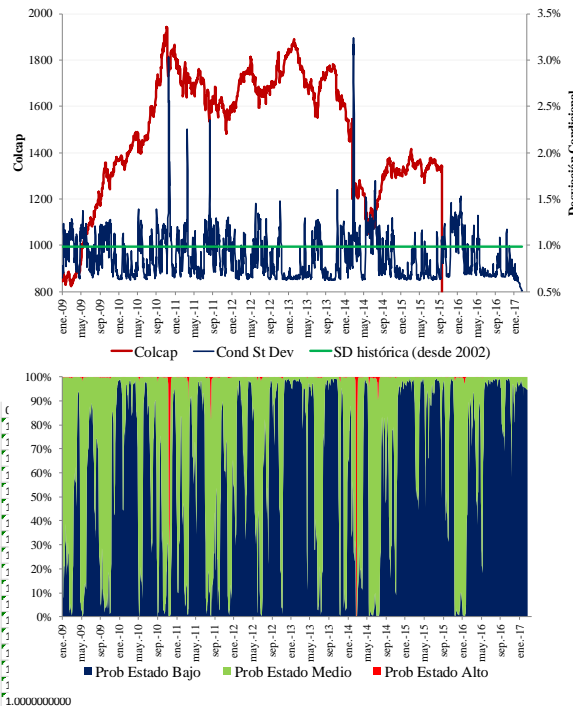
<sup>35</sup> Al 23,5% restante no les aplica la pregunta (anterior: 16,1%).

<sup>36</sup> Entre el 24 de febrero y el 20 de marzo el precio del petróleo Brent cayó 7,8%, el CDS a 5 años aumentó 3 p.b. y la tasa de cambio se depreció 1,82%.

desvalorización de 0,21%). Para lo corrido de marzo, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó ligeramente respecto al promedio de febrero y actualmente se ubica por debajo de su media histórica; además, actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.1).

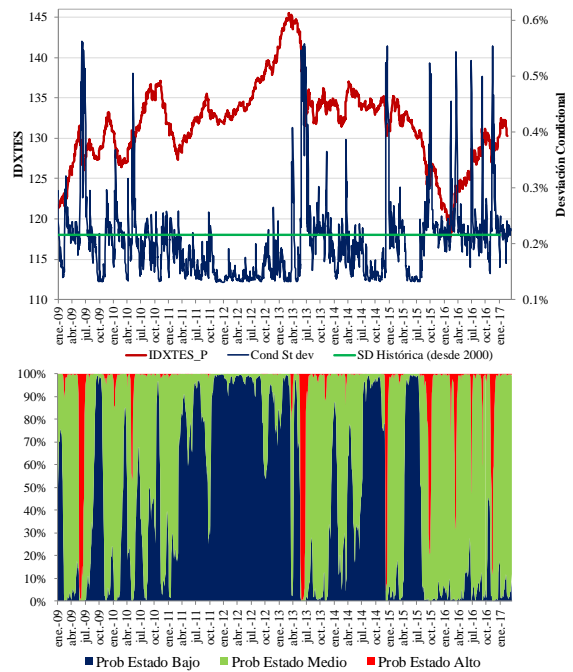
Para lo corrido de marzo, la volatilidad promedio del mercado de TES se incrementó marginalmente respecto al promedio observado en febrero y se ubicó por debajo de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico A7.2).

**Gráfico A7.1:** Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

**Gráfico A7.2:** Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

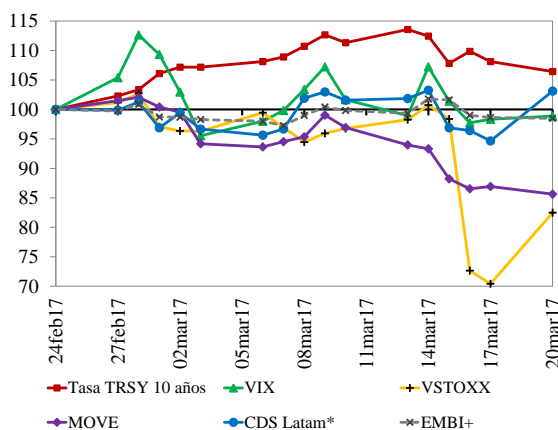
Con información al 10 de marzo, los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES disminuyeron frente a enero 3 p.b, 40 p.b. y 5 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del margen para la cartera de tesorería se explicó por disminuciones en las tasas activas más pronunciadas que las de los TES. Por su parte, la disminución de los márgenes de las carteras preferencial y de consumo se explicó por disminuciones de las tasas activas frente a incrementos de las tasas de los TES.



### Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

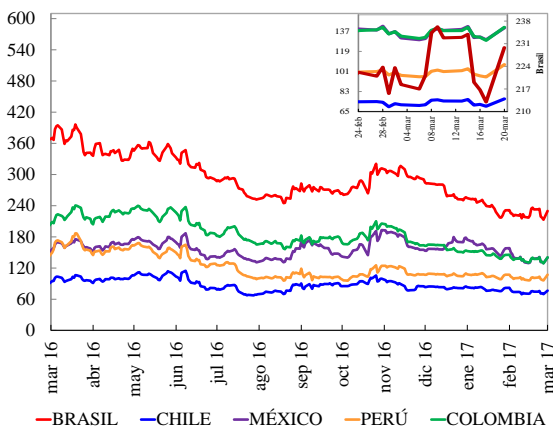
Entre el 24 de febrero y el 20 de marzo la percepción de riesgo a nivel internacional medida por el *VIX* (11,47% a 11,34%), el *VSTOXX* (15,85% a 12,83%) y el *MOVE* (69,84% a 59,81%) presentó un comportamiento a la baja. En particular, cabe resaltar que el *VIX* se ubica en niveles históricamente bajos, frente a lo cual los analistas cuentan con dos hipótesis. Por un lado señalan que los agentes del mercado se encuentran satisfechos con los retornos del *S&P500* y continúan esperando retornos similares durante los próximos meses. Por el otro, a pesar de la mayor volatilidad y la divergencia en retornos que se ha observado a nivel sectorial, la caída en la correlación implícita en las acciones del *S&P500* ha hecho que la volatilidad no se esté viendo reflejada en el *VIX*.

**Gráfico A8.1:** Indicadores de Percepción de Riesgo



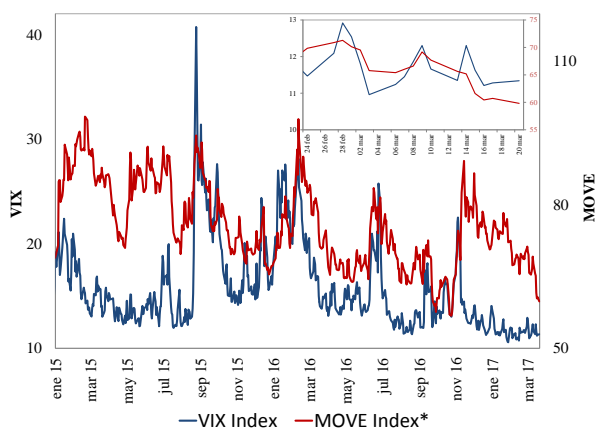
**Fuente:** Bloomberg. **Cálculos:** Banco de la República. \*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

**Gráfico A8.3:** Credit Default Swaps Latam (5 años)



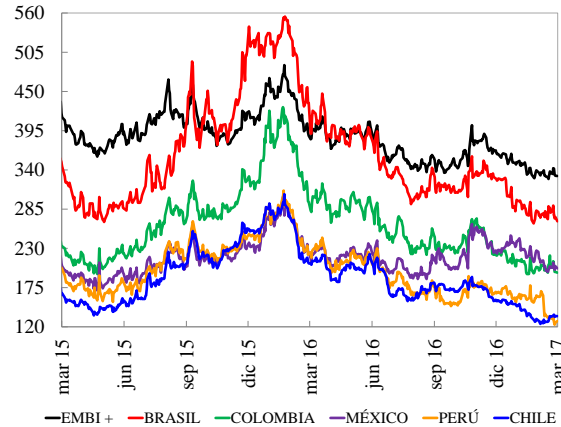
**Fuente:** Bloomberg.

**Gráfico A8.2:** VIX - MOVE



**Fuente:** Bloomberg.

**Gráfico A8.4:** EMBI Países Latam



**Fuente:** Bloomberg.

A finales de febrero se presentó un incremento de la percepción de riesgo a nivel internacional ante la incertidumbre generada por el primer discurso de Donald Trump ante el congreso de EE.UU. Su discurso relativamente moderado contribuyó a la reducción de la percepción de riesgo en los mercados estadounidenses. De igual forma, las intervenciones por parte de miembros del FOMC y la convergencia de las expectativas del mercado frente a un incremento en su reunión de marzo generaron una reducción en el *MOVE*.

La percepción de riesgo a nivel internacional presentó una dinámica estable en los primeros días de marzo con algunos incrementos ante la reunión del BCE y el cambio de tono en su comunicado, en donde no sólo eliminó la frase *Si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, el Consejo de Gobierno actuará utilizando todos los instrumentos disponibles en su mandato*, sino que también adicionó dos frases que daban cuenta de una buena percepción sobre la coyuntura europea. Estas frases son: i) *los indicadores de sentimiento económico sugieren que la recuperación cíclica puede estar cobrando un impulso*; y ii) *los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, aunque menos pronunciados, siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con factores de carácter global*. Con esto, los agentes del mercado anticiparon una política monetaria más contractiva e incluso consideraron la posibilidad de incrementos en la tasa de depósito antes de la terminación de su programa de expansión cuantitativa.

El foco de los riesgos políticos actuales se encuentra en Europa. En Francia, Marine Le Pen, la candidata del partido Frente Nacional lidera la intención de voto para la primera vuelta que será llevada a cabo el 23 de abril, y tanto ella como Emmanuel Macron, candidato del movimiento ¡En Marcha!, se han visto favorecidos por la imputación de cargos por malversación de fondos públicos a Francois Fillon, candidato conservador del Partido Republicano. El mayor riesgo en caso de una victoria de Le Pen sería la posible creación de una nueva moneda nacional que sustituya al euro en Francia.

En Italia, ante los deficientes resultados económicos de las últimas semanas (desempleo en 12% y crecimiento real de 1% en 2016 frente al 3% potencial estimado), algunos analistas del mercado están señalando que el mayor riesgo político se encuentra en este país, en donde, de acuerdo a una reciente encuesta de *Eumetra*, el 55% de los italianos votaría por mantener el euro como la moneda nacional (en septiembre de 2016 este porcentaje ascendía a 64%), y el 64% considera que adoptar el euro ha sido perjudicial para Italia. Lo anterior es percibido por todo el espectro político, el partido político con menor porcentaje de partidarios que votaría por mantener el euro es el partido de centro-izquierda PD. Algunos agentes del mercado no perciben que la probabilidad de unas elecciones en Italia en 2017 sea alta, pero en todo caso, la fecha máxima a que se pueden postergar estas es a febrero de 2018.

En Holanda, el 15 de marzo se llevaron a cabo las elecciones parlamentarias, en donde la esperada victoria del partido PVV era vista como una proxy de un incremento de populismo en la Unión Europea. Al final, resultó victorioso el partido de Gobierno VVD, y el PVV obtuvo el segundo lugar, lo cual generó una reducción del 28% del *VSTOXX* entre el 15 y el 17 de marzo<sup>37</sup>, llevando este indicador de riesgo europeo a su mínimo histórico.

Por su parte, el comportamiento de los *Credit Default Swaps* (CDS) y los EMBI de la región estuvo influenciado por la dinámica común de la región ante los cambios en expectativas de incremento de la tasa de política monetaria de la Fed (ver Anexo 4). Por un lado, entre el 24 de febrero y el 20 de marzo los CDS a 5 años aumentaron 15 p.b. para Argentina, 8 p.b. para Brasil, 7 p.b. para Perú, 3 p.b. para Chile y Colombia y 1 p.b. para México. Por el otro, en el mismo periodo los EMBI aumentaron 8 p.b. en Chile y disminuyeron en Brasil, México, Colombia, Argentina y Perú 9 p.b., 10 p.b., 11 p.b., 19 p.b., y 42 p.b., respectivamente. La divergencia en la dinámica de la percepción de riesgo de la región medida por los CDS y los EMBI está explicada por las desvalorizaciones en los *Treasuries* que afecta este último indicador (Gráficos A8.3 y A8.4).

---

<sup>37</sup> Entre el 15 y el 17 de marzo el *VSTOXX* cayó un 28% pasando de 15,59% a 11,16%.