



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

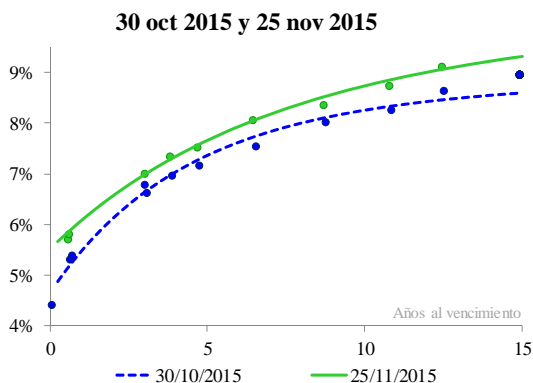
Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales
Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

1. Evolución del mercado de deuda pública

30 de octubre al 25 de noviembre de 2015

En Colombia, al comparar los datos entre el 30 de octubre y el 25 de noviembre de 2015, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 59 p.b, 33 p.b. y 49 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente disminuyó 10 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 -6% a +28%¹. La correlación a 30 días pasó de -15% a +44% (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
59	33	49

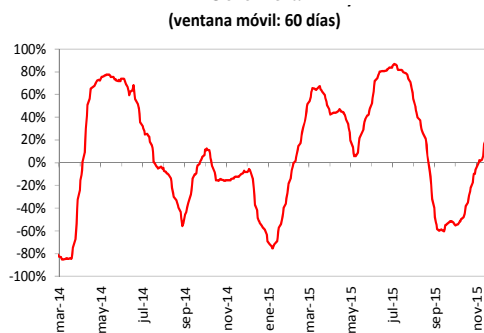
Cifras en puntos básicos

Nivel	Pendiente	Curvatura
47	-10	-42

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

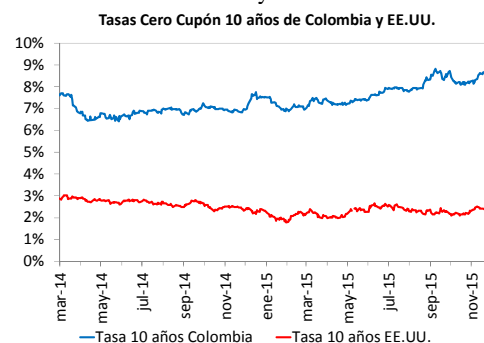
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.* Las Curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel. Se incluyen TCO en la estimación de la curva.

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



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

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



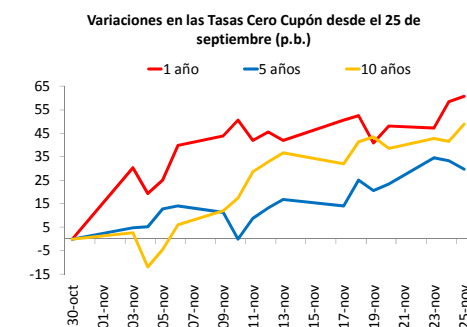
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

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



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

Gráfico 5: Variación (p.b.) tasas cero cupón desde el 30 de octubre



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

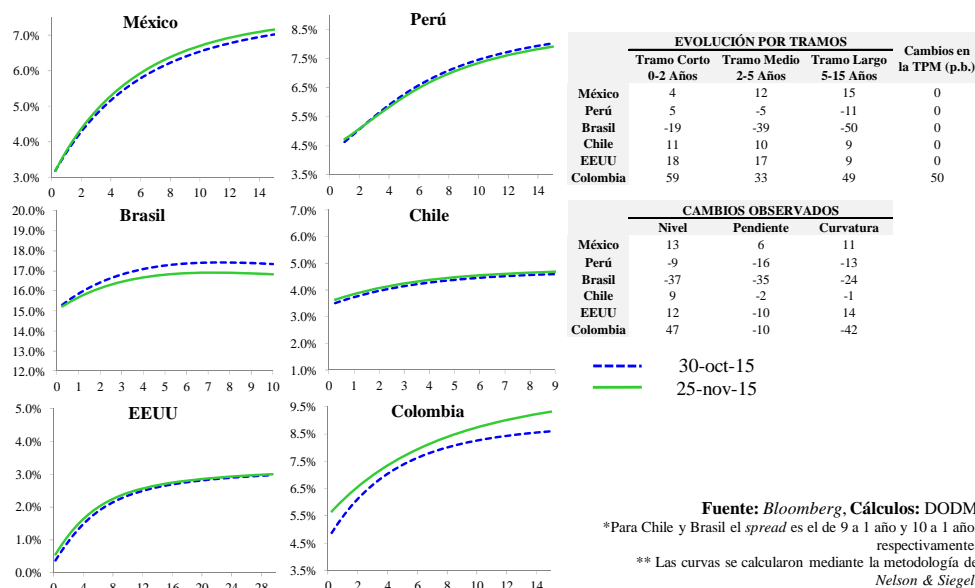
¹ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 74%.

En este mismo período (30 de octubre a 25 de noviembre de 2015) los bonos de otros países de la región presentaron diferentes comportamientos. Los de México, Perú y Chile se movieron en línea con las tasas de EE.UU. reflejando los cambios en las expectativas del inicio de la normalización de la política monetaria de la Fed². No obstante, mientras México y Chile se desvalorizaron respecto a los niveles observados el 30 de octubre (en promedio para todos los tramos: 10 p.b. y 9 p.b., respectivamente) los bonos de Perú finalizaron con valorizaciones que pueden explicarse por mejoras en indicadores de confianza económica local y por noticias positivas en relación a sus cuentas externas³. En Brasil, contrario a lo observado en Colombia y en los otros países de la región, la percepción de riesgo disminuyó y sus bonos se valorizaron, en mayor magnitud los del tramo largo de la curva. Este comportamiento puede reflejar la reacción positiva del mercado ante los esfuerzos del Gobierno por reducir el déficit fiscal⁴.

Los bonos del Tesoro de EE.UU. se desvalorizaron dado que ya no se espera que el primer incremento de la tasa de política se de en el año 2016 sino en diciembre de 2015. A esto se suman las perspectivas de mejor desempeño de esta economía que han motivado inversiones en activos de mayor riesgo⁵.

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



² El 30 de octubre se esperaba que la tasa de referencia llegaría a 0,25% en enero del 2016, y actualmente se considera que será en diciembre del año 2015.

³ Los indicadores de sentimiento de negocios y confianza del consumidor se incrementaron a 45 y 91, respectivamente (ant: 43 y 86). El 20 de noviembre se publicó que el dato de la balanza de pagos para el 3T15 fue US\$1705 millones, superior al del 3T14 (US\$783 millones). Se destacó la mejora en la cuenta financiera del sector público (US\$2570 millones). De igual forma, se registró un mayor ingreso de capitales de largo plazo del sector privado por US\$2318 millones, y el gasto del gobierno general disminuyó en 1.4 pp (de 22,0% a 20,5% del PIB) respecto al 3T14.

⁴ El 11 de noviembre la Cámara de Diputados de Brasil aprobó el proyecto de ley de Repatriación (aún falta la aprobación del Senado) que otorga una amnistía judicial a los ciudadanos que declaren al país activos en el extranjero. Esta amnistía establece que los activos no declarados tendrán que pagar un impuesto del 15% y una multa del 15% en un plazo de 210 días. Según algunas estimaciones se calcula que de declararse todo el capital los ingresos del gobierno se incrementarían entre 100 y 150 billones de reales, no obstante, en las cuentas del Gobierno se espera que de dicha cantidad ingresen 11,4 billones. Además, el 18 y 19 de noviembre el Congreso aprobó los vetos presidenciales que anulan la posibilidad de un incremento salarial a los trabajadores del poder judicial e impide a los jubilados recibir reajustes conforme a la regla del salario mínimo.

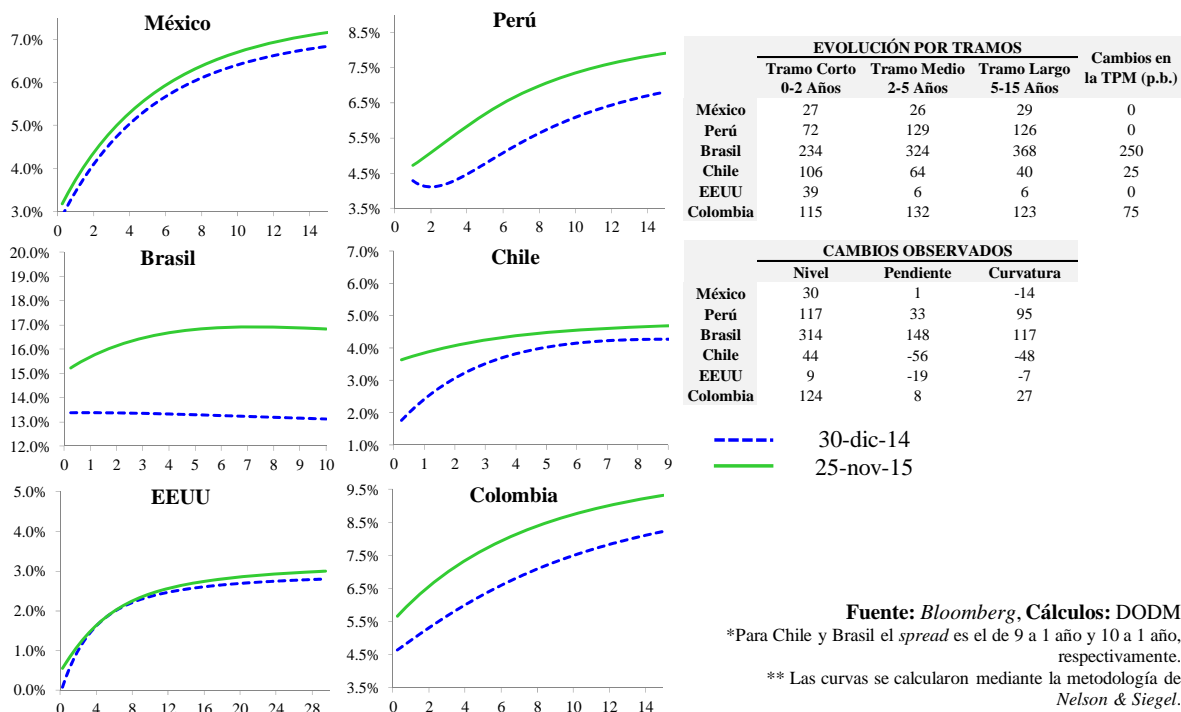
⁵ Desde el 30 de octubre el Dow Jones ha aumentado 0,84%.

Comportamiento de las curvas cero cupón de EE.UU, Colombia y otros países de la región en lo corrido de 2015:

En lo corrido del año los bonos de la región se han desvalorizado. Aunque en general en todos los países hubo valorizaciones en enero, se observaron desvalorizaciones entre febrero y noviembre⁶ (Gráfico 7). Los países cuyos bonos se han desvalorizado en mayor medida son los de Brasil y los de mediano y largo plazo de Perú. En el caso de Brasil, los movimientos del tramo corto obedecen en parte al incremento de 250 p.b. de la tasa de referencia. Los tramos mediano y largo están relacionados con una mayor prima de riesgo ante las perspectivas de crecimiento negativo y más recientemente con los recortes de su calificación y la pérdida de grado de inversión por una agencia calificadora⁷. En el caso de Perú, algunas medidas implementadas por el banco central han limitado la capacidad de los bancos para ofrecer cobertura cambiaria a los inversionistas extranjeros, lo que parece haber desincentivado la compra de títulos por parte de estos agentes.

Los bonos de EE.UU. se han desvalorizado, en mayor magnitud en el tramo corto, lo que refleja las expectativas de incrementos de la tasa de política. Los bonos de largo plazo han estado influenciados por ajustes en la percepción de riesgo a nivel internacional y expectativas respecto a la inflación en EE.UU.

Gráfico 7: Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE. UU. en lo corrido de 2015



Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** DODM

*Para Chile y Brasil el *spread* es el de 9 a 1 año y 10 a 1 año, respectivamente.

** Las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel.

⁶ Las valorizaciones de enero están asociadas a la continuidad de la amplia liquidez a nivel mundial. Por su parte, las desvalorizaciones desde febrero están relacionadas con un nuevo ajuste en las expectativas con respecto a la normalización de la política monetaria de la Fed.

⁷ Las calificaciones de *Moody's*, *Standard and Poor's* y *Fitch Ratings* son Baa3, BB+ y BBB-, respectivamente.

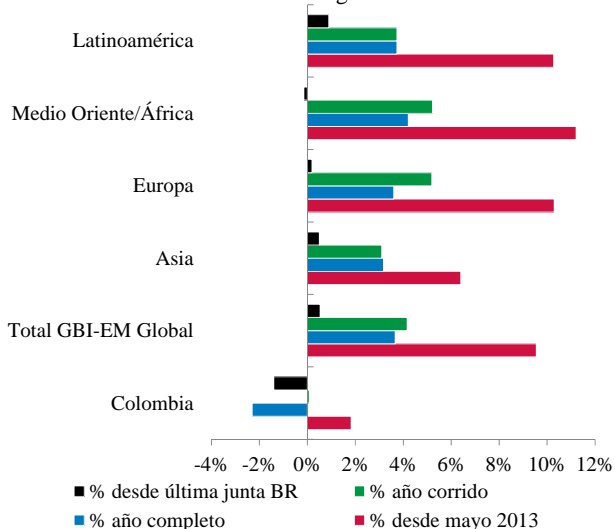
Comportamiento de la deuda en moneda local de países emergentes:

En el Gráfico 8 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes⁸ (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, desde mayo de 2013, en lo corrido de 2015 y desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Desde la última reunión de la JDBR se valorizaron los índices regionales de Latinoamérica (0,9%), Asia (0,5%) y Europa (0,2%), al tiempo que el índice para Medio Oriente y África se desvalorizó (-0,1%). Al analizar los índices para una muestra de países, se encuentra que los que presentaron los mayores incrementos fueron los de Nigeria (7,7%) y Brasil (2,5%), mientras que la mayor caída la presentó el índice para Colombia (-1,4%). El comportamiento de los índices regionales desde la última reunión de la JDBR puede estar relacionado con la recuperación de la percepción de riesgo hacia economías emergentes.

Por otra parte, el IIF señaló que si bien los flujos de fondos hacia economías emergentes presentaron algún grado de estabilización en octubre luego de observarse fuertes salidas de estas en el 3T15, las crecientes expectativas sobre el fortalecimiento del dólar y de que la Fed inicie en diciembre la normalización de su política monetaria han motivado la salida de más de US\$5,5 billones entre el 29 de octubre y 11 de noviembre, principalmente en los mercados de bonos.

Gráfico 8: Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

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

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 PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 30 de octubre y el 25 de noviembre de 2015:

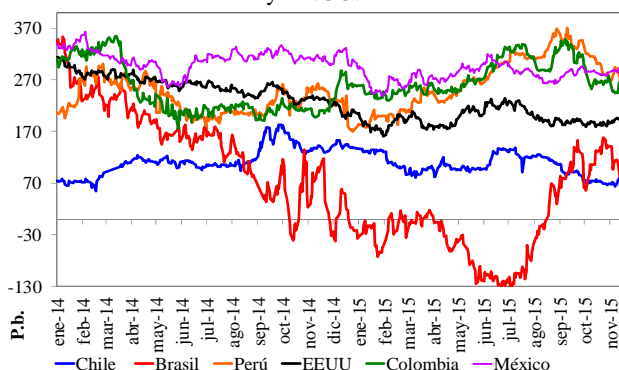
El Gráfico 10 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia disminuyó al pasar de 278 p.b. a 266 p.b. de tal manera que es inferior a la de México (296 p.b.), y superior a las de Perú, Chile y Brasil.

En el Gráfico 11 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) se ubica en niveles cercanos a -10%, al tiempo que la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en -6%. 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 45% a 10%⁹.

Después de la última reunión de la JDBR los TES se desvalorizaron en todos los tramos de la curva, aunque en menor magnitud en el mediano plazo. El aumento de las tasas del tramo corto está relacionado con el incremento de 50 p.b. de la tasa de referencia¹⁰. Adicionalmente, las expectativas de mayores incrementos en las próximas reuniones pudieron haber sido reforzadas luego de conocerse el dato de inflación de octubre que resultó superior al esperado.

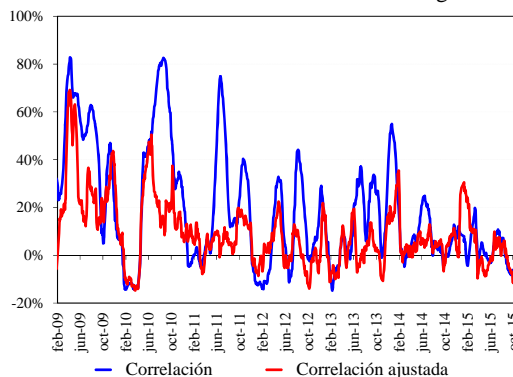
En cuanto a los tramos mediano y largo, las desvalorizaciones pueden explicarse a nivel local por expectativas de mayor inflación, y a nivel internacional por un incremento en la probabilidad de que la Fed inicie la normalización de su política monetaria en diciembre de 2015. Además, la disminución del precio del petróleo y los menores precios esperados a futuro han continuado generando incertidumbre respecto al panorama fiscal de Colombia. Las menores

Gráfico 10: Pendiente de la Curva Cero Cupón – Latinoamérica y EE.UU.*



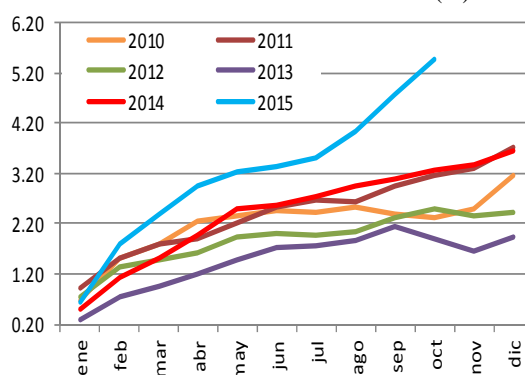
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República. *Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

Gráfico 11: Correlación Pendientes Región



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

Gráfico 12: Inflación Año Corrido (%)



Fuente: Dane.

⁹ Correlaciones calculadas entre el 30 de octubre y el 23 de noviembre de 2015. La más alta corresponde a la correlación entre Colombia y Chile (77%) y la más baja a la calculada entre Colombia y Brasil (-68%).

¹⁰ Luego de conocerse la decisión de la JDBR las tasas de los TES aumentaron 29 p.b. en el plazo corto lo que refleja que la decisión sorprendió a la mayoría de agentes del mercado, que esperaba un aumento de 25 p.b.

desvalorizaciones del tramo medio de la curva están relacionadas con las compras netas de los extranjeros en este tramo.

A continuación se describen algunos eventos relevantes para el mercado.

El Dane publicó el 5 de noviembre que la variación del índice de precios de octubre había sido 0,68%, dato superior al esperado por el mercado (*Bloomberg*: 0,40%, encuesta del Banco de la República-BR: 0,36%) y superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2014. La variación anual fue 5,89%¹¹. En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación las tasas de los TES aumentaron 14 p.b, 3 p.b. y 10 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Cabe mencionar que estas variaciones también pudieron reflejar la reacción del mercado a la publicación de algunos datos del mercado laboral de EE.UU, que al resultar más favorables de lo esperado reforzaron las expectativas de que la Fed aumentará la tasa de referencia en diciembre.

En la encuesta realizada a comienzos de noviembre por el BR¹² se observó que la inflación esperada para diciembre de 2015 en promedio pasó de 5,58% en octubre a 6,24%. Para diciembre de 2016 las expectativas pasaron de 3,89% en octubre a 4,30% en noviembre, y la inflación esperada a dos años (noviembre de 2017) se ubica en 3,55%¹³.

En la encuesta de Citibank el dato esperado de inflación para diciembre del 2015 pasó de 5,71% a 6,35%. Por su parte, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), las expectativas promedio de inflación para 2015 se ubicaron en 6,17% (ant: 5,58%).

Con respecto al Gobierno se destacan cinco hechos importantes. En primer lugar, el 10 de noviembre reinició el programa de colocaciones de TES a corto plazo¹⁴ y anunció que se harían subastas de estos títulos todos los martes hasta la segunda semana de diciembre. En segundo lugar, el Consejo de Ministros aprobó la reducción del presupuesto de \$9 billones para la vigencia 2015¹⁵. En tercer lugar, las comisiones terceras conjuntas de Cámara de Representantes y Senado aprobaron el proyecto de ley para ampliar el cupo de endeudamiento de la Nación¹⁶ que permitirá celebrar operaciones de crédito público interno y externo adicionales por US\$13.000 millones y otorgar garantías por US\$4.500 millones¹⁷. En cuarto lugar, el Gobierno Nacional contrató un crédito con la CAF por US\$500 millones¹⁸. En quinto lugar, el 25 de noviembre se anunció la redención anticipada del portafolio administrado por el Tesoro Nacional (con TES que vencen en junio de 2016 por un monto de hasta \$1,2 billones) y el anticipo para noviembre y diciembre de la ejecución del canje de TES con el Tesoro Nacional por un valor de hasta \$1,2 billones¹⁹.

El 17 de noviembre se publicaron los datos de crecimiento de la producción industrial y las ventas al por menor en el mes de septiembre, los cuales resultaron inferiores a los esperados. Las ventas al por menor crecieron 2,8% (esp: 3,7%) y la producción industrial 2,0% (esp: 2,1%).

¹¹ Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2014 (3,29%).

¹² Realizada entre el 6 y el 10 de noviembre.

¹³ En la encuesta anterior la inflación esperada para octubre de 2017 era 3,46%.

¹⁴ Las colocaciones han sido por \$300 miles de millones cada martes y corresponden al bono que vence el 13 de septiembre del 2016.

¹⁵ Anuncio del 9 de noviembre. Este recorte incluye las partidas que habían sido aplazadas en marzo por \$6 billones.

¹⁶ El proyecto de ley había sido radicado el 18 de septiembre ante la Secretaría General de la Cámara de Representantes. Con la aprobación de las comisiones terceras conjuntas el proyecto pasa a discusión a las plenarias de Cámara de Representantes y Senado. Esta norma incluye un artículo que autoriza a la Nación para emitir títulos de deuda pública hasta por \$500 mil millones para pagar las deudas de Caprecom con los hospitales.

¹⁷ El proyecto incluye hasta US\$4.500 millones para otorgar garantías a diferentes proyectos e instituciones como Bancoldex, Findeter, entre otras, que no hacen parte del presupuesto de la Nación pero que requieren endeudarse en el exterior.

¹⁸ 24 de noviembre. Los recursos son de libre destinación para el financiamiento del presupuesto, en reconocimiento de acciones de política orientadas específicamente a hacer más eficiente la estructuración de proyectos del orden nacional y territorial.

¹⁹ El Gobierno aclaró que con este anticipo se mantiene el monto total de canjes por \$6 billones, los cuales fueron anunciados en junio del 2015, con lo cual sólo se afecta el cronograma de ejecución (anteriormente se había anunciado que la operación sería realizada entre enero y junio del año 2016). La operación consiste en intercambiar TES con vencimiento en 2015 y 2016 por títulos que vencen entre 2017 y 2030.

El Cuadro 1 presenta, segmentando por duración de los títulos, los compradores y vendedores de TES desde la última reunión de la JDBR (30 de octubre de 2015), 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 2015.

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

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2015	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	(8'193'742)	(16'391'347)	(1'669'257)	6'397'583	(11'663'021)	(3'785'09)	16'919	(296'822)	(658'413)
Compañía de Financiamiento Comercial	(26'957)	(32'407)	7'407	500	(24'500)	(1'000)	2'000	(1'000)	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	17'196'11	(991'143)	(401'640)	1'428'341	35'557	43'909	(139'398)	(232'858)	(328'348)
Total EC	(6'501'088)	(17'414'896)	(2'063'491)	7826'423	(11'651'964)	(335'601)	(120'480)	(630'680)	(986'760)
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	29'680	(77'230)	74'000	3'000	(230)	-	20'000	(8'000)	12'000
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	419'197	(3'782'952)	35'795'70	224'782	21'401	(155'081)	(210'200)	577'100	211'819
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(79'017)	(1'454'935)	25'369'19	(743'701)	338'283	(69'581)	(57'700)	457'300
Fondos de Pensiones - Prima Media	(12'500)	(6'7650)	-	(2'000)	(69'650)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	436'377	(3'927'832)	3'653'570	225'782	(48'479)	(155'081)	(190'200)	569'100	223'819
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	(969'464)	(447'522)	303'073	(197'496)	(341'945)	(22'962)	(391'409)	135'450	(278'921)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	5'708	(715'296)	(54'546)	90'712	(679'671)	(11'446)	(14'581)	26'300	273
	<i>Extranjeros</i>	18'314	(7'937)	17'500	24'630	34'193	-	-	-
	<i>FIC</i>	(8'807)	(34'938)	(11'000)	64'000	18'062	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(963'756)	(1'162'818)	248'527	(107'324)	(1'021'616)	(34'409)	(405'990)	161'750	(278'649)
Sociedades Fiduciarias Propia	(7'085)	(372'111)	105'050	312'414	45'353	(21'000)	44'000	7'500	30'500
Sociedades Fiduciarias Terceros	5'908'118	(6'186'649)	158'718	24'865'991	20'266'519	(758'664)	411'782	(178'572)	(525'455)
	<i>Extranjeros***</i>	6'057'476	(193'247)	2'096'558	21'040'446	22'943'756	657	425'670	(166'870)
	<i>FIC</i>	(605'002)	(385'160)	67'500	32'000	(346'410)	(51'437)	5'000	(750)
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(334'763)	(2'743'855)	(72'767)	2'085'363	(731'259)	(251'909)	15'500	68'500
Total Sociedades Fiduciarias	5'901'033	(6'558'760)	1'692'228	25'178'405	20'311'872	(779'664)	455'782	(171'072)	(494'955)
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	64'026	(362'940)	(80'500)	312'015	(131'425)	(44'287)	(35'500)	62'500	(17'287)
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	(2'500)	(5'621)	(8'000)	4'000	(9'621)	-	-	-	-
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(2'500)	(5'621)	(8'000)	4'000	(9'621)	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	61'526	(368'561)	(88'500)	316'015	(141'046)	(44'287)	(35'500)	62'500	(17'287)
Total Entidades Financieras No bancarias	5'435'179	(12'017'971)	5'505'825	25'612'877	19'100'731	(1'013'441)	(175'909)	622'278	(567'071)
Total Entidades Financieras Especiales**	170'885	(1'632'062)	1'537'539	321'301	226'778	(145'260)	52'029	(18'500)	(111'732)
Total Entidades Públicas****	(2'143'298)	(2'640'189)	(2'997'816)	(252'938)	(5'890'943)	(1'646'379)	335'970	(46'569)	(1'356'978)
Otros*****	977'302	(3'062'873)	1'078'998	3'627'979	1'644'105	(761'82)	(17'607)	4'653	(891'37)
	<i>Extranjeros</i>	263'999	-	-	(22'622)	-	-	-	-
Total Movimiento Neto	(2'061'020)	(36'767'990)	3'061'055	371'35'642	3'428'707	(3'216'863)	74'003	31'182	(3'111'677)

Fuente: BR. Información actualizada al 20 de noviembre de 2015. * 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, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

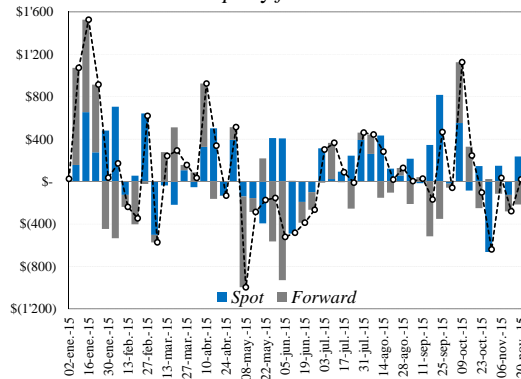
En general, los principales agentes compradores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR han sido los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$259 mm, tramo medio principalmente) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$212 mm, tramo largo), mientras que los principales vendedores han sido las entidades públicas (\$1357 mm, tramo corto), los bancos comerciales (\$658 mm, tramos corto y largo) y las sociedades fiduciarias en posición de terceros (\$525 mm, tramos corto y largo, teniendo en cuenta las compras de extranjeros). Cabe destacar que los vencimientos de TES se reflejan como ventas.

Los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los bancos comerciales (\$723 mm, tramo corto) y las sociedades fiduciarias en posición de terceros (\$346 mm), mientras que los principales vendedores fueron los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$105 mm, tramos corto y largo) (Anexo 2).

En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$6340 mm, de los cuales \$259 mm se hicieron desde la última reunión de la JDBR. Específicamente, desde el 30 de octubre se observaron compras por \$1 mm y \$426 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, al tiempo que vendieron en neto \$167 mm en el tramo largo. En cuanto a títulos denominados en UVR, desde la última reunión de la JDBR estos agentes realizaron compras netas por \$72 mm.

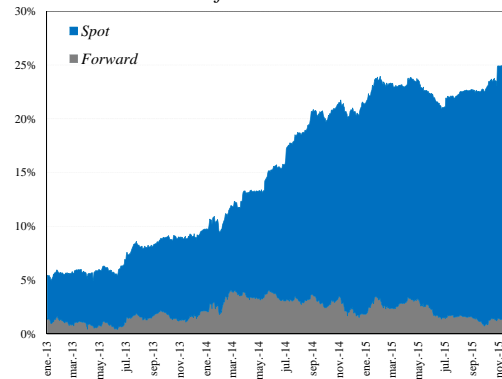
Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros mostraron un menor apetito por TES en el mercado a futuro. La posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$485 mm. Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$2076 mm el 30 de octubre a \$1592 mm el 20 de noviembre.

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*. Se destaca que las ventas netas de TES a futuro del sector financiero corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

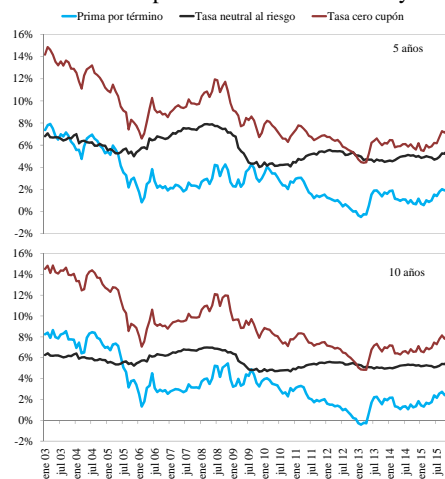
	2014			Corrido de 2015			Oct-15			Corrido de Nov-15		
	Spot	Forward*	TOTAL	Spot	Forward*	TOTAL	Spot	Forward*	TOTAL	Spot	Forward*	TOTAL
Sistema Financiero**	\$ (1'092)	\$ 238	\$ (854)	\$ (6'501)	\$ 1'051	\$ (5'450)	\$ (1'669)	\$ (906)	\$ (2'575)	\$ (987)	\$ 485	\$ (502)
Offshore	\$ 17'741	\$ (238)	\$ 17'503	\$ 6'340	\$ (1'051)	\$ 5'289	\$ 91	\$ 906	\$ 996	\$ 259	\$ (485)	\$ (225)

Miles de millones de Pesos. Información actualizada al 23 de octubre de 2015. *Solo se dispone de la información de derivados sobre TES con el *Offshore*. **Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras.

Entre el 30 de octubre y el 24 de noviembre²⁰ la prima por término para los títulos a 5 años disminuyó 1,1 p.b, mientras que la tasa neutral al riesgo aumentó 29 p.b. En cuanto a los títulos a 10 años, la prima por término y la tasa neutral al riesgo aumentaron 21 p.b. y 17 p.b, respectivamente (Gráfico 15). Los incrementos en la tasa neutral al riesgo se asocian en parte al incremento observado en las tasas de corto plazo y las expectativas de mayores incrementos.

En noviembre se han presentado vencimientos y pagos de cupones por \$3750 mm²¹ mientras que el valor de las emisiones de bonos de largo plazo ha sido \$190 mm y de TES de corto plazo \$900 mm²².

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



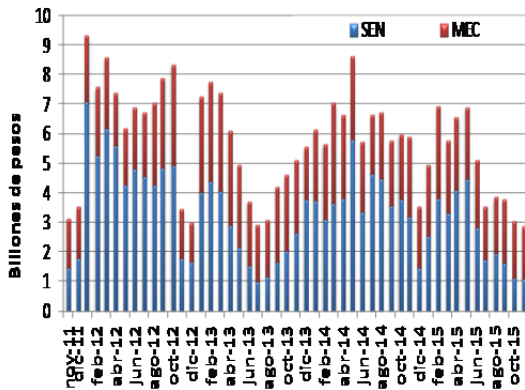
Fuente y Cálculos: Banco de la República.

²⁰ 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.

²¹ La mayoría corresponde a un TES en pesos que venció el 11 de noviembre (\$3077 miles de millones de capital y \$162 miles de millones de cupón).

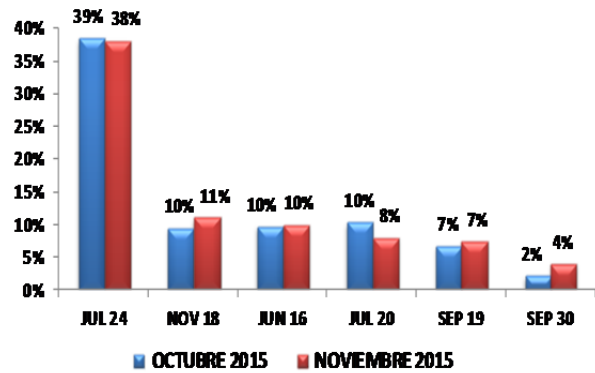
²² Con datos al 24 de noviembre. De los TES de largo plazo \$82 mm corresponden a bonos en pesos y \$108 mm a bonos denominados en UVR.

Gráfico 16: Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente y Cálculos: Banco de la República

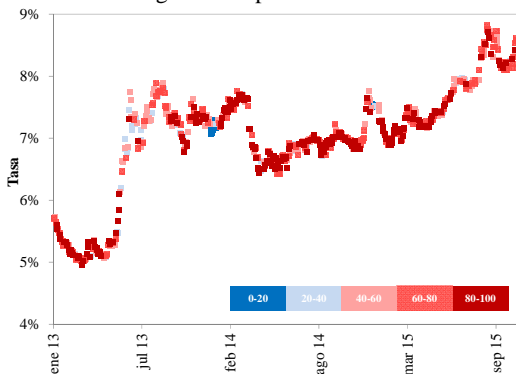
Gráfico 17: TES más transados



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

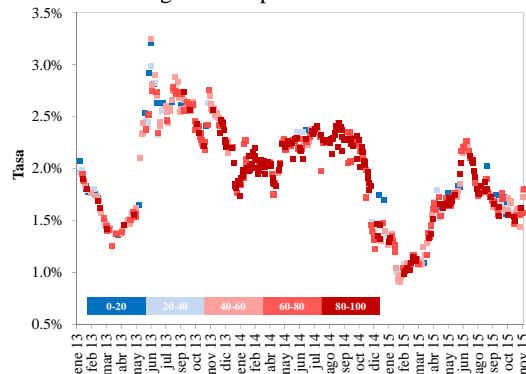
El promedio diario de negociación disminuyó de \$5,1 billones en junio a \$3,5 billones en julio y desde entonces se ha mantenido en niveles inferiores a los \$4 billones, reflejando un menor dinamismo por incertidumbre a nivel local e internacional. En lo corrido de noviembre ha sido \$3,2 billones²³, inferior al observado en octubre de este año (\$3,7 billones) y en noviembre del 2014 (\$5,9 billones) (Gráfico 16). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 39% a 38%, seguidos de los que vencen en noviembre de 2018 cuya participación pasó de 10% a 11%. Los bonos que vencen en el año 2020 han disminuido su participación de 10% a 8% (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



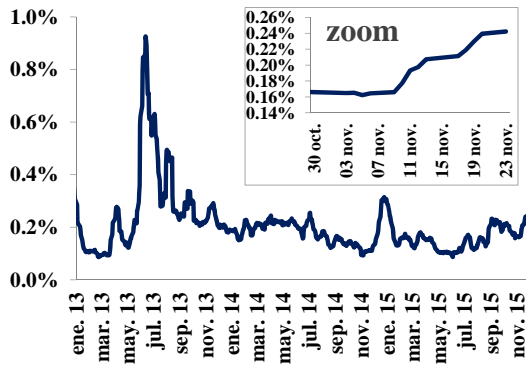
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

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 30 de octubre, en promedio, los montos de negociación de las dos clases de títulos se ubicaron en general entre los percentiles 40 y 60.

²³ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

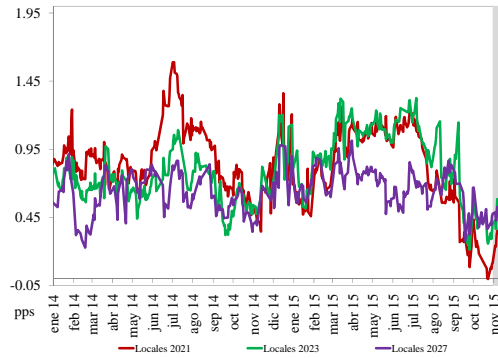
En cuanto al *bid-ask spread* de los TES en pesos (promedio ponderado²⁴), su promedio móvil de 10 días aumentó de 0,166% el 30 de octubre a 0,242% el 23 de noviembre. Durante este mismo periodo su promedio se ubicó en 0,194% (Gráfico 20 y Anexo 3).

Gráfico 20: Bid-Ask Spread*



Fuente: Banco de la República. *Como porcentaje del precio medio entre las puntas de oferta y demanda. Promedio Móvil de 10 días.

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

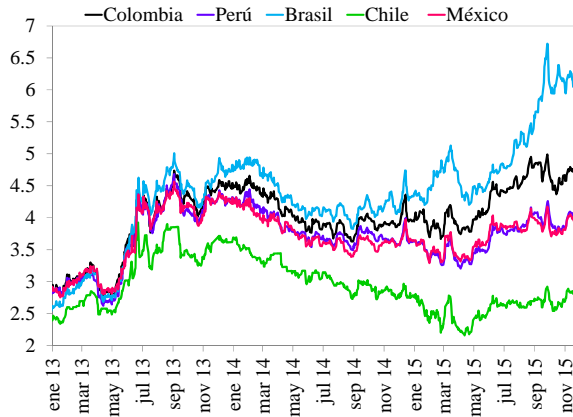


Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República.* Los márgenes se calculan con títulos de las dos clases cuyos vencimientos son similares.

En el Gráfico 21 se muestra la evolución de los márgenes entre las tasas de los TES locales y los TES globales en pesos. Respecto al 30 de octubre, el margen aumentó para todos los vencimientos, comportamiento que se explica por mayores desvalorizaciones de los TES locales respecto a las registradas en los globales. No obstante para el *spread* de 2021 el comportamiento también fue reflejo de valorizaciones registradas en los TES globales.

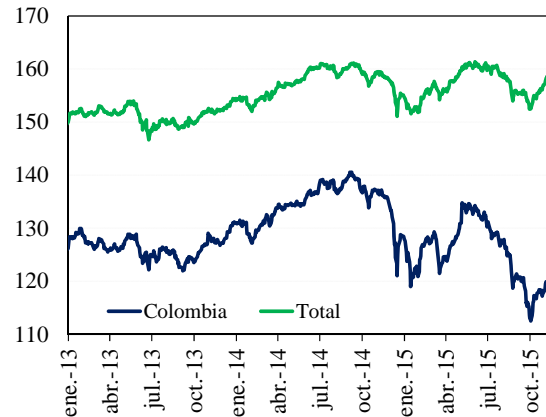
Con respecto a Brasil, este margen (para títulos a 10 años) disminuyó como resultado de valorizaciones más pronunciadas de sus bonos locales respecto a las de sus globales (Cuadro 2). Para el caso de Chile, el margen se mantuvo estable ante desvalorizaciones similares en los dos tipos de bonos.

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 23: CEMBI Colombia y CEMBI Total



Fuente: Bloomberg

²⁴ Como porcentaje del precio *mid*, calculado como un promedio entre las puntas de oferta (*ask*) y demanda (*bid*). Para el cálculo de los *bid-ask spread* se tomaron las puntas activas en el SEN entre las 10:45 am y 10:46 am, y se ponderan utilizando el saldo de TES del sistema en el DCV para el viernes anterior a la actualización.

El margen entre las tasas a 10 años de los bonos locales (denominados en moneda local) y los bonos externos denominados en dólares aumentó para Colombia, Chile y México, mientras que disminuyó para los casos de Brasil y Perú (Gráfico 22). Los movimientos en Colombia, Chile y México obedecen a desvalorizaciones de los bonos locales más pronunciadas que las de los externos. Para el caso de Perú el resultado es consecuencia de desvalorizaciones en sus bonos externos y valorizaciones de los locales. En cuanto a Brasil la caída en el margen obedece a mayores valorizaciones en sus bonos locales respecto a las observadas en sus bonos externos (Cuadro 2).

En cuanto a la deuda de agentes diferentes al Gobierno Central, en el periodo analizado Davivienda y Banco de Occidente colocaron bonos por \$600 mm²⁵ y \$400 mm²⁶, respectivamente. Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR el índice EMBI corporativo²⁷ para el *spread* de títulos colombianos frente a los *treasuries* disminuyó 1,56%, mientras que el comportamiento del indicador para el total de economías emergentes se mantuvo relativamente estable (0,25%) (Gráfico 23).

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

Rendimientos bonos yankees a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	4.7	4.0	6.1	2.7	3.9
Variación desde última junta BR (p.b.)	2	13	-6	2	9
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	184	129	335	20	104
Variación año corrido (p.b.)	180	114	352	36	99
Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	7.3	n.d	11.9	4.3	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	-5	n.d	-37	11	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	332	n.d	521	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	343	n.d	653	n.d	n.d
Tasa cero cupón locales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	8.7	7.4	16.6	4.7	6.7
Variación desde última junta BR (p.b.)	41	-12	-86	9	12
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	358	304	620	-66	196
Variación año corrido (p.b.)	295	311	664	-97	87
Margen bonos locales y bonos globales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	1.4	n.d	4.6	0.4	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	46	n.d	-49	-2	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	25	n.d	99	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-48	n.d	11	n.d	n.d
Margen bonos locales y bonos en dólares 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	4.0	3.4	10.4	2.0	2.8
Variación desde última junta BR (p.b.)	40	-25	-79	6	3
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	174	175	285	-86	92
Variación año corrido (p.b.)	114	196	312	-133	-13

²⁵ Emisión realizada el 10 de noviembre de 2015 donde la demanda fue 1,95 veces la oferta (\$1171,5 mm). La colocación se realizó con las siguientes características: i) 2 años (monto colocado: \$177,421 mm, 2,05% margen sobre IBR N.M.V.); ii) 5 años (monto colocado: \$148,956 mm, 3,45% margen sobre IPC E.A.); y iii) 10 años (monto colocado: \$273,623 mm, 4,5% margen sobre IPC E.A.). Adicionalmente, la entidad indicó que los recursos se utilizarán para financiar las necesidades de capital de trabajo de la entidad y no para pagar pasivos adquiridos con compañías.

²⁶ Emisión realizada el 19 de noviembre de 2015 donde la demanda fue 1,54 veces la oferta (\$615 mm). La colocación se realizó con las siguientes características: i) 2 años (monto colocado: \$100 mm, 2,04% margen sobre IBR N.M.V.); ii) 5 años (monto colocado: \$50 mm, 3,51% margen sobre IPC E.A.); y iii) 12 años (monto colocado: \$250 mm, 4,65% margen sobre IPC E.A.). Adicionalmente, la entidad indicó que los recursos se utilizarán para el desarrollo de su negocio de intermediación financiera.

²⁷ El *Corporate Emerging Market Bond Index* (CEMBI) es un indicador de la deuda corporativa denominada en dólares emitida por entidades provenientes de economías emergentes.

2. Indicadores de percepción de riesgo a nivel local

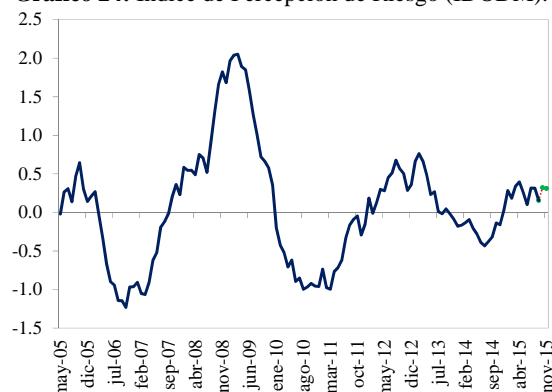
Con datos disponibles al 25 de noviembre (EOF²⁸, volatilidades preliminares²⁹ y márgenes crediticios preliminares³⁰) el índice preliminar de percepción de riesgo IDODM se mantuvo estable frente al observado en octubre, el cual incluye datos definitivos³¹ (Gráfico 24). En octubre el indicador había aumentado ante el deterioro en los datos observados en los índices de comerciantes e industriales. La estabilidad del índice en noviembre se explica por el comportamiento mixto de los indicadores.

El índice de confianza de los consumidores que calcula Fedesarrollo continuó recuperándose al pasar de 4,3 en septiembre a 6,8 en octubre, ante una mejora en sus dos componentes: condiciones actuales y expectativas. No obstante, el indicador se ubicó 14,8 puntos por debajo de lo registrado en el mismo mes del 2014 (Gráfico 25).

Además, Fedesarrollo publicó los resultados de su Encuesta de Opinión Empresarial del mes de octubre de 2015. En los resultados se observó que entre septiembre y octubre el índice de confianza industrial disminuyó de 6,3 a 2,1, lo que se explica por el deterioro de su componente de expectativas de producción para el próximo trimestre, el cual más que contrarrestó la mejora de sus componentes de nivel de existencias y volumen actual de pedidos. El indicador se ubicó 0,6 puntos por debajo del observado en el mismo mes de 2014. En línea con lo anterior, el índice de confianza comercial disminuyó al pasar de 20,9 a 20,5 en octubre, mientras que aumentó respecto a lo observado en el mismo mes del año anterior (octubre del 2014: 19,4). El comportamiento del índice se explica por el deterioro en dos de sus tres componentes: expectativas de la situación económica para el próximo semestre y nivel de existencias.

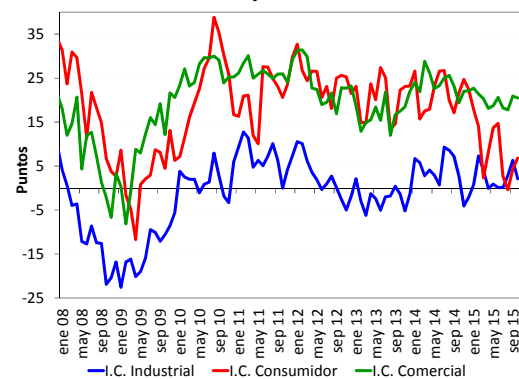
Por otra parte, Fedesarrollo y la BVC publicaron la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) del mes de noviembre. En el Gráfico 26 puede observarse que respecto a lo que se esperaba en octubre, los analistas financieros aumentaron sus proyecciones de crecimiento para el 3T15, el 4T15, el año 2015 y el año 2016. No obstante, para los tres primeros se observa un sesgo a la baja. Respecto al pronóstico de crecimiento del 2016, los agentes esperan que sea levemente superior al del año 2015.

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



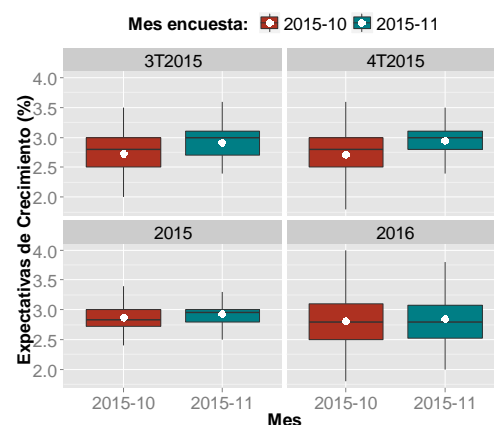
Fuentes: Banco de la República, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

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.

²⁸ Publicada el 23 de noviembre.

²⁹ Datos al 20 de noviembre.

³⁰ Datos al 13 de noviembre.

³¹ Con excepción la Encuesta de Opinión Conjunta de la Andi, el indicador de septiembre cuenta con todo el conjunto de información.

En cuanto a la inflación (Gráfico 27), la encuesta refleja que en promedio el dato esperado para el 2015 aumentó de 5,58% a 6,17%, y la mayoría de encuestados espera que a fin de año se ubique por encima de 6%. En cuanto a las expectativas para el año 2016, se espera que para noviembre la inflación disminuya a 4,51% y que para el cierre del año sea 4,45% (anterior: 4,14%). Lo anterior refleja que los agentes esperan una caída más lenta de la inflación respecto a lo esperado el mes anterior. Adicionalmente, los agentes presentan un sesgo al alza para los datos de noviembre de 2016 y finales de ese año.

Con respecto al *spread*, el 68% de agentes espera que aumente (anterior: 57%), mientras un 22% espera que se mantenga igual (anterior: 31,4%) y un 10% que disminuya (anterior: 11,6%).

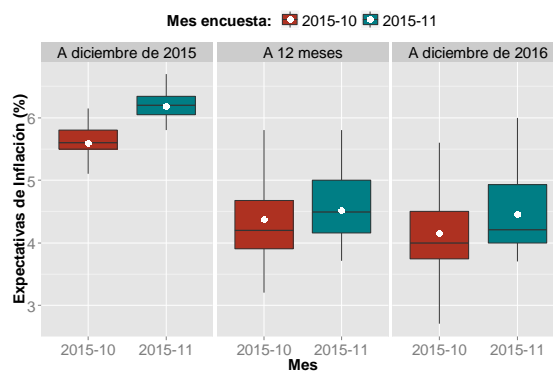
Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes³², un 37,8% espera que disminuya (anterior: 29,1%), un 30,5% espera que esta se mantenga estable (anterior: 34,9), y un 11% que aumente (anterior: 17,4%).

Por otro lado, la ANDI publicó los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial de septiembre, en la que se muestra que en lo corrido del año hasta ese mes, frente al mismo período del 2014, la producción industrial disminuyó 0,2% (ene-ago: -0,5%), mientras que las ventas totales aumentaron 0,4% (ene-ago: -0,3%).

Entre el 30 de octubre y el 25 de noviembre el Colcap presentó una desvalorización de 9%, en línea con la mayor percepción de riesgo que se presentó durante la segunda semana de noviembre, la caída en el precio del petróleo³³ y el impacto que ha tenido el fenómeno del niño sobre algunas compañías energéticas. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una desvalorización cercana al 0,12% (anterior: +1,22%)³⁴. Para lo corrido de noviembre, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó respecto al promedio observado en octubre y actualmente se ubica por encima de su media histórica; además, predomina el estado de volatilidad media luego de que el 30 de octubre predominara el estado de volatilidad baja (Gráfico 28).

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 3,61 p.b. (anterior: +3,58 p.b.)³⁵. Por otra parte, desde el 30 de octubre la volatilidad en el mercado de TES disminuyó y volvió a ubicarse por debajo de la media histórica. En este mercado predominó el estado de volatilidad media (Gráfico 29).

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.

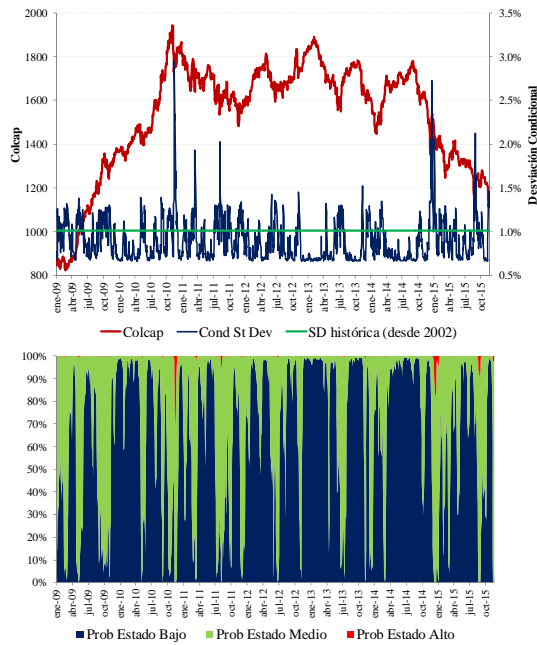
³² Al 20,7% restante no les aplica la pregunta (anterior: 18,6%).

³³ El precio del petróleo WTI cayó 13,31% mientras que el del Brent disminuyó 11,26%.

³⁴ 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.

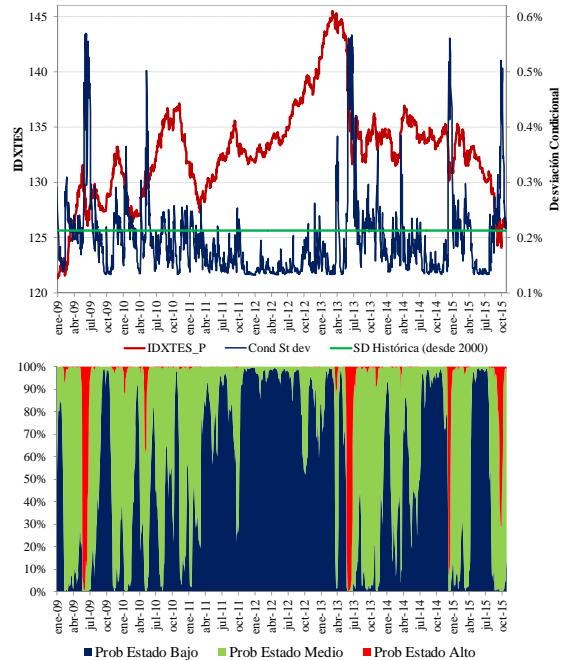
³⁵ El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

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)



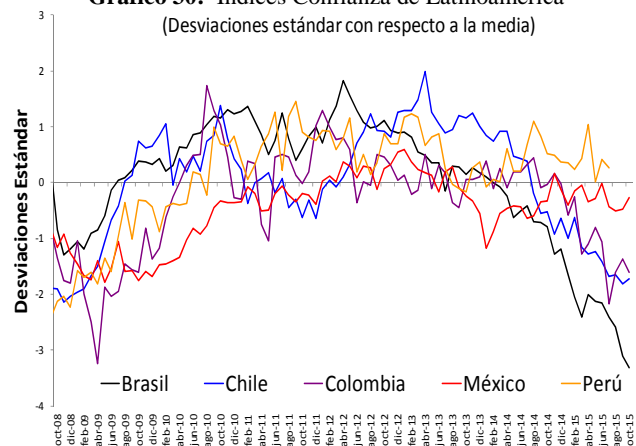
Fuente: Banco de la República, Cálculos: Banco de la República.

Con información al 13 de noviembre, los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES se mantuvieron estables respecto a lo observado en octubre para la cartera de tesorería, mientras que aumentaron para las carteras de consumo y preferencial³⁶. Los aumentos tanto en el margen de consumo (+42 p.b.) como en el de cartera preferencial (+33 p.b.) se explican por un mayor incremento de las tasas activas frente al observado en las tasas de los TES. Para el caso de la cartera de tesorería el margen se mantuvo estable debido a incrementos similares tanto en la tasa activa como en las tasas cero cupón de los TES a 30 días.

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 septiembre y octubre desmejoraron los índices de Colombia y Brasil y mejoraron los de México y Chile³⁷. Los indicadores de estos países permanecen por debajo de sus medias históricas.

En resumen, el IDODM preliminar de noviembre estuvo estable como consecuencia del comportamiento mixto de los indicadores.

Gráfico 30: Índices Confianza de Latinoamérica* (Desviaciones estándar con respecto a la media)



Fuentes: INEGI, BIE, FVG IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO. Cálculos: BR. *Series desestacionalizadas. Desviaciones estándar con respecto a la media. Información mensual.

³⁶ Para mayor información ver Anexo 4.

³⁷ En el momento de elaboración de este informe no se tenían datos actualizados de Perú.

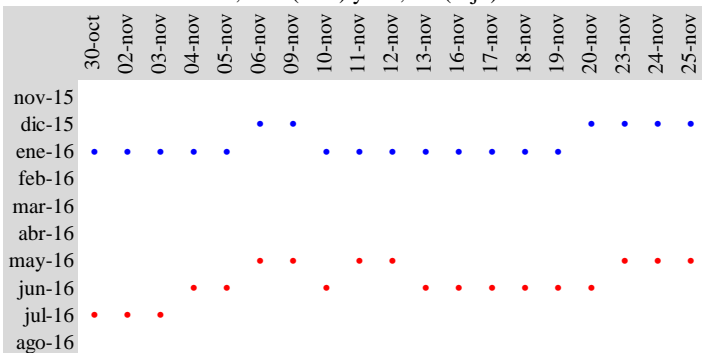
3. Decisiones de política de los Bancos Centrales y Gobiernos de otros países

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Australia (2,0%), Noruega (0,75%), Inglaterra (0,5%) e Israel (0,10%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas, en línea con las expectativas de los analistas. El Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterado el monto de su programa de compras y el Banco de Japón decidió mantener su política a través de operaciones de mercado abierto. Por otra parte, el Banco Central de Islandia incrementó su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 5,75%.

En EE.UU. se publicaron las minutas de la última reunión de la Reserva Federal el 18 de noviembre, en las que se señaló que la actividad económica continuó expandiéndose a un ritmo moderado. El gasto de los hogares, la inversión y el sector hipotecario mejoraron durante los últimos meses, aunque la inflación continuó por debajo del objetivo de largo plazo del FOMC, como resultado de la caída en los precios de energía y los de bienes importados. Adicionalmente, la mayoría de los miembros anticiparon que, a partir de su evaluación de la situación económica actual y sus perspectivas para la actividad económica, el mercado laboral y la inflación, podría ser adecuado iniciar el proceso de normalización de política monetaria en su próxima reunión.

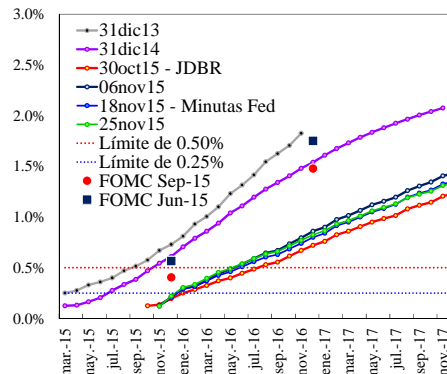
Por otra parte, de acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, el 30 de octubre se esperaba que la tasa de referencia llegaría a 0,25% en enero del 2016, y actualmente se espera que ocurra en diciembre de este año (puntos azules). El 30 de octubre se esperaba que la tasa alcanzaría un nivel de 0,5% (puntos rojos) en julio de 2016 y recientemente se considera que eso ocurrirá en mayo (Gráfico 31). Lo anterior también se puede observar en el Gráfico 31.1, donde se muestra que el mercado espera un ritmo más rápido de incrementos de estas tasas al que se esperaba el 30 de octubre. Por último, en el Gráfico 32 puede observarse que la probabilidad de que la tasa se ubique entre 0% y 0,25% en diciembre aumentó durante el periodo analizado y actualmente se ubica en 74%.

Gráfico 31: Momento en el que la Tasa de los Fondos Federales llegará a 0,25% (azul) y a 0,5% (rojo)



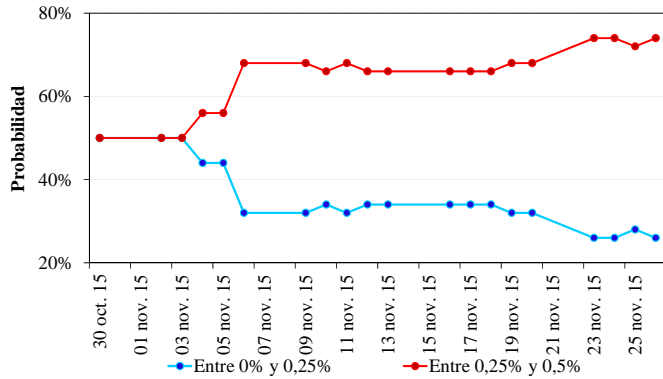
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 31.1: Senda esperada Tasa Fondos Federales



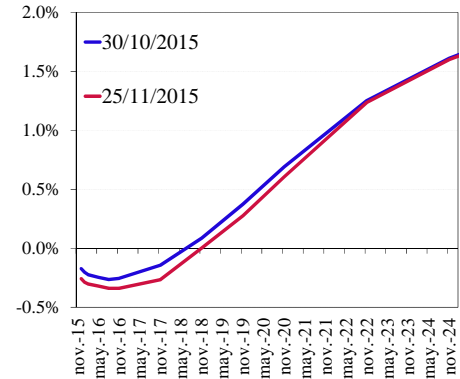
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 32: Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2015



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 33: Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

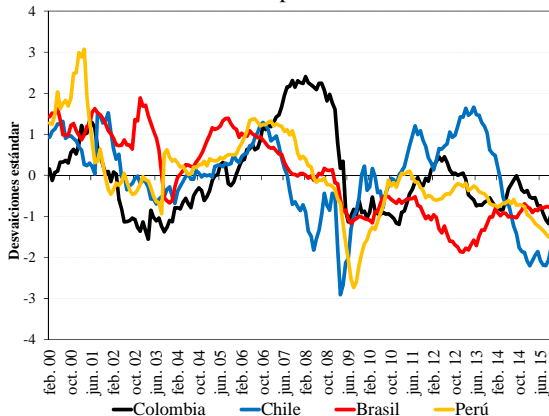
En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE con base en los futuros del índice Eonia, el mercado descuenta que el primer incremento tenga lugar alrededor del cuarto trimestre de 2018, luego que el 30 de septiembre descontaran este incremento en el segundo trimestre de ese mismo año (Gráfico 33).

Los bancos centrales de Tailandia, Hungría, Turquía, Polonia, Corea del Sur e Indonesia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 1,5%, 1,35%, 7,5%, 1,5%, 1,5%, y 7,5%, respectivamente, en línea con lo esperado. Por su parte, el Banco Central de Rusia la mantuvo inalterada en 11% mientras que el mercado esperaba un recorte de 50 p.b, y el Banco Central de Sudáfrica sorpresivamente la incrementó 25 p.b. a 6,25%.

En Latinoamérica, los bancos centrales de Chile, Brasil y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en línea con lo esperado por el mercado, de tal manera que se ubican en 3,25%, 14,25% y 3,5%, respectivamente.

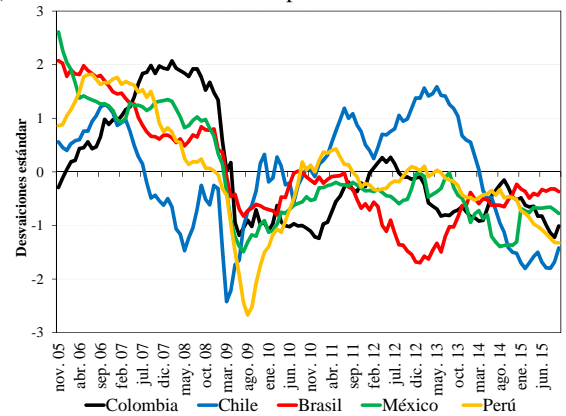
Para mayor detalle de la información presentada en esta sección se puede consultar el Anexo 5.

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.

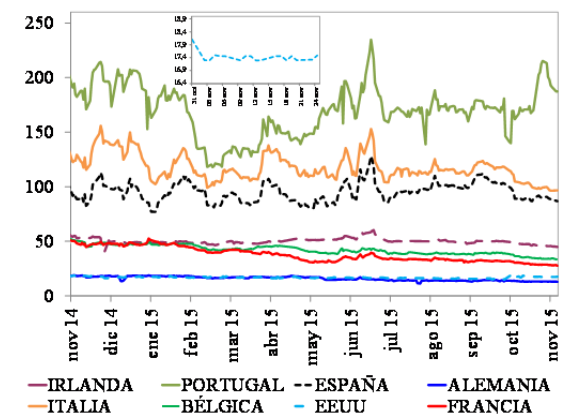
En los Gráficos 34 y 35 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales³⁸ desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. Se puede observar que en octubre las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas³⁹.

4. Indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional

Durante la primera semana de noviembre los principales indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional se mantuvieron estables. Durante esa semana se publicaron algunos datos positivos en Estados Unidos⁴⁰, Europa⁴¹ y China⁴². Posteriormente, las cifras positivas de empleo en Estados Unidos reforzaron las expectativas de que el primer incremento de la tasa de política monetaria de la Fed se lleve a cabo en diciembre y la publicación de datos menores a los esperados en la Zona Euro⁴³ y China⁴⁴ generaron un incremento de la percepción de riesgo. A partir de mediados de noviembre los indicadores han corregido ante los anuncios del presidente del BCE respecto a la posible modificación del programa de expansión cuantitativa y ante datos de inflación superiores a los esperados en EE.UU. y la Zona Euro.

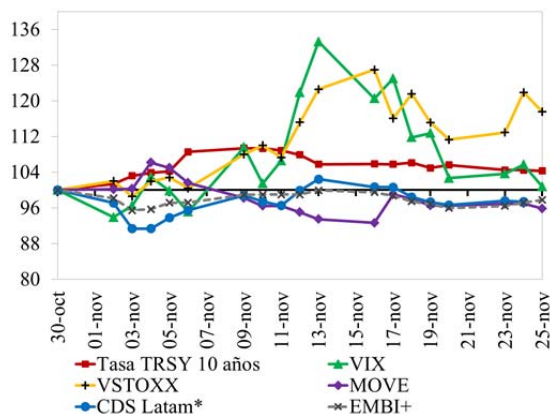
De esta manera, el VIX pasó de 15% el 30 de octubre a 15,19% el 25 de noviembre y alcanzó el máximo del periodo el 13 de noviembre (20%), al tiempo que el VSTOXX aumentó desde 20,4% a 23,9%, y alcanzó el máximo del periodo el 16 de noviembre (25,8%). El índice MOVE⁴⁵ pasó de 73 a 70 (Gráficos 37 y 38).

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.

³⁸ Deflactadas con medidas de inflación básica.

³⁹ Desde febrero del año 2000, las medias de las tasas reales de Colombia, Chile, Brasil y Perú son 1,77%, 1,20%, 7,17% y 1,27%, respectivamente. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,61%.

⁴⁰ En octubre el índice PMI compuesto aumentó a 55 puntos (ant: 54,5 puntos). Los índices PMI manufacturero y de servicios aumentaron a 54,1 puntos (esp: 54 puntos, ant: 54 puntos) y a 54,8 puntos (esp: 54,5 puntos, ant: 54,4 puntos), respectivamente.

⁴¹ En octubre, el índice PMI manufacturero de la Zona Euro aumentó a 52,3 puntos (esp: 52 puntos, ant: 52 puntos) al tiempo que el de Reino Unido aumentó a 55,5 puntos (esp: 51,3 puntos, ant: 51,5 puntos).

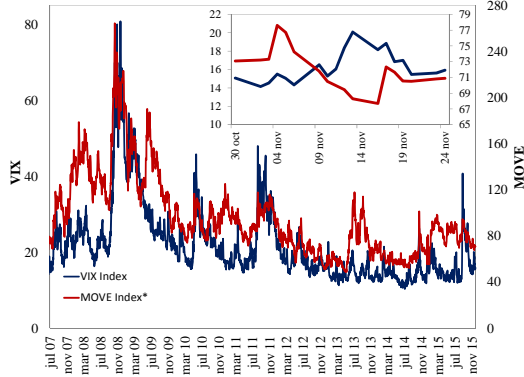
⁴² El índice PMI compuesto aumentó en octubre a 49,9 puntos (ant: 48 puntos). Los índices PMI manufacturero y de servicios aumentaron a 48,3 puntos (esp: 47,6 puntos, ant: 47,2 puntos) y a 52 puntos (ant: 50,5 puntos).

⁴³ En el 3T15 la estimación preliminar del PIB de la Zona Euro aumentó 0,3% (esp: 0,4%, ant: 0,4%) frente al trimestre anterior. La producción industrial disminuyó 0,3% (esp: -0,1%, ant: -0,4%) frente a agosto y aumentó 1,7% (esp: 1,3%, ant: 2,2%) frente al mismo periodo del año anterior.

⁴⁴ La balanza comercial registró en octubre un superávit de USD61,64 billones (esp: USD62 billones, ant: USD60,34 billones). Las importaciones y exportaciones disminuyeron 18,8% (esp: -15,2%, ant: -20,4%) y 6,9% (esp: -3,2%, ant: -3,7%), respectivamente, frente al año anterior. Por otra parte el IPC registró una variación anual de 1,3% (esp: 1,5%, ant: 1,6%). Adicionalmente las ventas al por menor y la producción industrial aumentaron 11% (esp: 10,9%, ant: 10,9%) y 5,6% (esp: 5,8%, ant: 5,7%), respectivamente, frente a octubre del 2014.

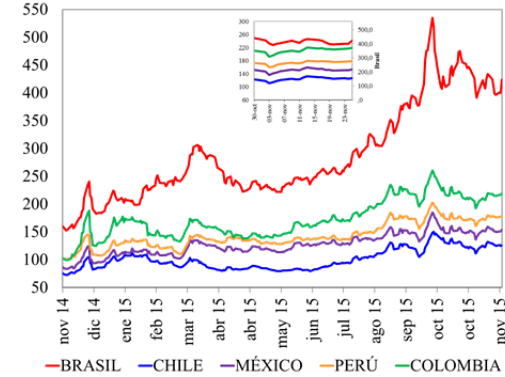
⁴⁵ Indicador que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre los Bonos del Tesoro de los EE.UU.

Gráfico 38: VIX y MOVE*



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 39: Credit Default Swaps Latam (5 años)

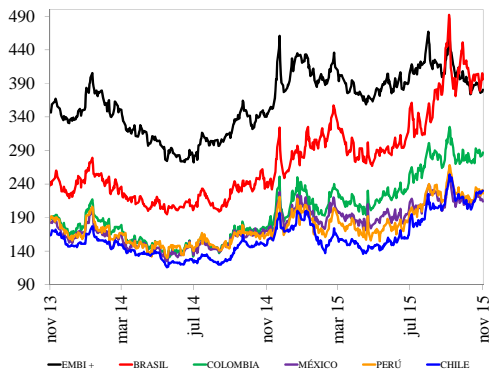


Fuente: Bloomberg.

Con excepción de Brasil, los indicadores de percepción de riesgo a nivel regional (CDS) aumentaron en línea con el incremento en la percepción de riesgo a nivel internacional y los menores precios de las materias primas. Entre el 30 de octubre y el 25 de noviembre los *Credit Default Swap* (CDS) de los países de la región aumentaron 9 p.b. para Colombia, 6 p.b. para Perú, 4 p.b. para Chile, y 2 p.b. para el caso de México, mientras que disminuyeron 17 p.b. para el caso de Brasil. Por su parte, el EMBI+ disminuyó 9 p.b. al tiempo que el EMBI Colombia se mantuvo en los mismos niveles observados el 30 de octubre (Gráficos 39 y 40).

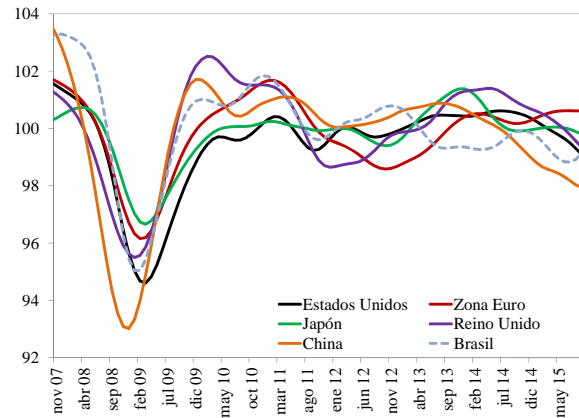
Los indicadores de percepción de riesgo, particularmente en Europa, pudieron estar afectados temporalmente por los ataques terroristas ocurridos en Francia. Algunos miembros del BCE mencionaron que dichos ataques podrían afectar la confianza de consumidores y empresarios.

Gráfico 40: EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 41: Indicadores Líderes de Crecimiento de la OECD



Fuente: OECD.

Entre agosto y septiembre de 2015 los indicadores líderes de la actividad económica⁴⁶ publicados por la OECD⁴⁷ desmejoraron para China, Estados Unidos, Japón y Reino Unido. El indicador de Europa se mantuvo estable mientras que el de Brasil aumentó (Gráfico 41). Adicionalmente, ante la

⁴⁶ 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.

⁴⁷ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

debilidad que han mostrado las economías emergentes, esta organización recortó los pronósticos de crecimiento global para el 2015 de 3,0% a 2,9% y para 2016 de 3,6% a 3,3%.

En resumen, los indicadores de percepción de riesgo no presentaron una tendencia definida debido a las señales mixtas que dieron los datos económicos publicados a lo largo del periodo analizado.

5. Tasas de interés y Expectativas del mercado

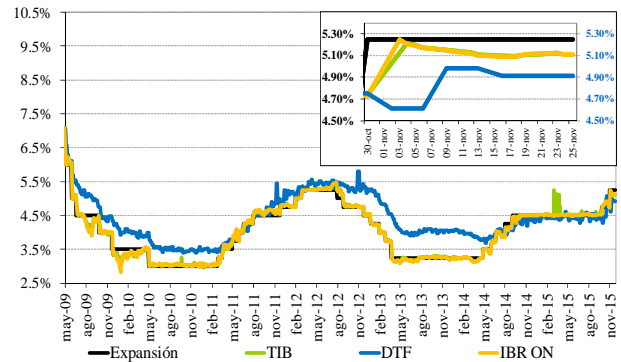
En el Gráfico 42 se presenta la evolución de la tasa mínima de expansión del BR, la tasa interbancaria (TIB), la DTF y el IBR a un día. Después del vencimiento de un TES a finales de octubre por más de \$10 billones, aumentaron las condiciones de liquidez, de tal forma que el IBR *overnight* y la TIB han oscilado en noviembre en niveles por debajo de la tasa de política monetaria y llegaron a ubicarse hasta 16 p.b. por debajo. Recientemente los traslados de impuestos a la Tesorería y el pago de dividendos de Ecopetrol disminuyeron las condiciones de liquidez y las tasas *overnight* aumentaron marginalmente aunque aún no alcanzan el mismo nivel de la tasa de referencia. La tasa de simultáneas del SEN era 4,69% el 3 de noviembre, disminuyó a 3,88%, y recientemente es 4,86%⁴⁸.

En cuanto a las expectativas de movimientos de la tasa de referencia por parte del BR, la mayoría de agentes espera un incremento en la reunión de la Junta de esta semana, aunque no hay un consenso en cuanto a la magnitud esperada, pues algunos agentes esperan un incremento de 25 p.b. y otros de 50 p.b.

En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 23 de noviembre⁴⁹, un 43,9% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b. a 5,5%, un 36,6% que aumentará 50 p.b. a 5,75%, un 18,3% que se mantendrá inalterada en 5,25%, y el 1,2% restante que disminuirá 50 p.b.

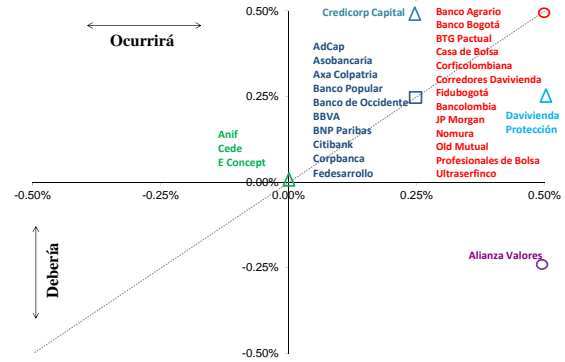
Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 43,9% mencionó la política monetaria (ant: 34,9%), un 22% (ant: 25,6%) señaló los factores externos, un 19,5% la política fiscal (ant: 20,9%), un 9,8% el crecimiento económico (ant: 15,1%), el 2,4% las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 3,5%), y el 1,2% restante otros factores (ant: 1,2%).

Gráfico 42: Tasas Interés Mercado Colombiano



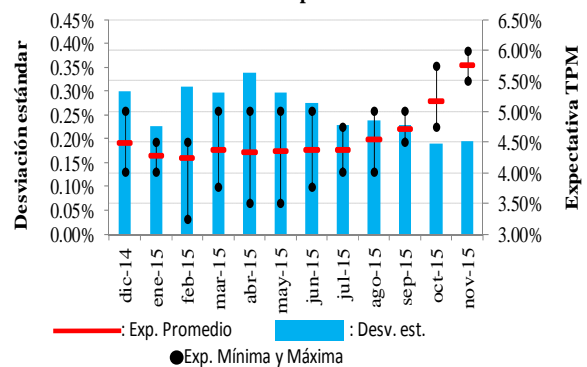
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 43: Encuestas Citibank y Anif



Fuente: Encuestas elaboradas por Anif y Citibank.

Gráfico 44: Expectativas TPM para Finales de 2015 (Encuesta Citibank)



Fuente: Encuesta Citibank.

⁴⁸ Dato del 25 de noviembre.

⁴⁹ Realizada entre el 13 y el 21 de octubre.

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 26 de noviembre, el 55% (21 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia de 50 p.b. a 5,75%, el 39% (15 entidades) espera un incremento de 25 p.b. a 5,50% y el 5% restante (2 entidades⁵⁰) espera que la tasa permanezca inalterada.

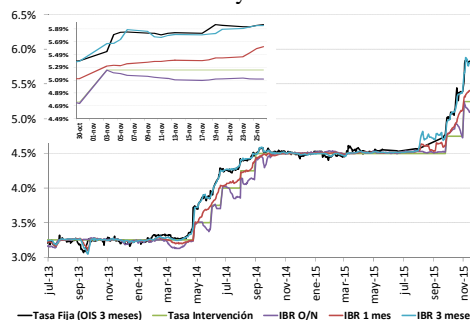
En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por ANIF y Citibank⁵¹, se encuentra que de las 31 entidades encuestadas un 47% (14 entidades) recomienda que la tasa aumente 50 p.b. a 5,75%, un 40% (12 entidades) recomienda un incremento a 5,50%, un 10% (3 entidades⁵²) señala que debería permanecer inalterada y el 3% restante (1 entidad⁵³) señala que la tasa debería disminuir 25 p.b. El 52% (16 entidades) espera que la tasa aumente 50 p.b. a 5,75%, el 39% (12 entidades) espera que se anuncie un aumento de 25 p.b. y el 9% restante (3 entidades⁵⁴) espera que la tasa permanezca en 5,25%. El Gráfico 43 presenta el resumen de los resultados de estas encuestas, cuyos detalles pueden ser consultados en el Anexo 6.

En el Gráfico 44 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2015 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Entre octubre y noviembre la tasa esperada en promedio pasó de 5,19% a 5,77%.

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*⁵⁵.

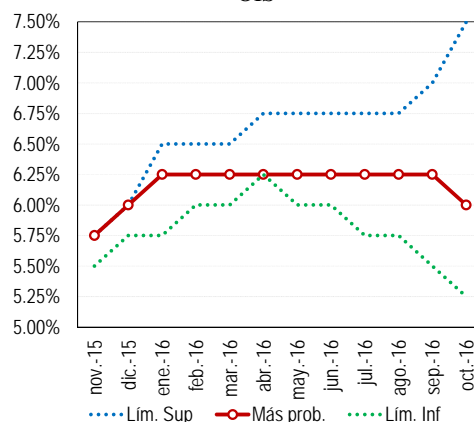
El 26 de noviembre el IBR *overnight*, el IBR a un mes y el IBR a tres meses se ubicaron en 5,11%, 5,62% y 5,94%, respectivamente. La tasa fija del OIS de tres meses extraída de *Bloomberg* fue 5,96%. De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de los OIS⁵⁶, para la próxima reunión de la JDBR

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.

⁵⁰ Pantheon Macroeconomics y Standard Chartered Bank.

⁵¹ Encuestas publicadas el 23 (Anif) y el 25 de noviembre (Citibank). En caso que una entidad hubiera sido encuestada por Anif y Citibank, se tomó el dato de la encuesta de Citibank. En esta ocasión, Credicorp Capital había respondido en la encuesta de Anif que recomendaba que la tasa aumentara 25 p.b. y en la encuesta de Citibank recomendó un incremento de 50 p.b. Davivienda había respondido que esperaba un incremento de 25 p.b. en la encuesta de Anif y en la de Citibank respondió que esperaba un aumento de 50 p.b. Banco Agrario había respondido en la encuesta de Anif que esperaba un incremento de 25 p.b. y en la de Citibank señaló que esperaba uno de 50 p.b. Alianza Valores mencionó en la encuesta de Anif que no recomendaba ningún incremento mientras que en la de Citibank recomienda un recorte de 25 p.b. Cabe mencionar que no se incluyó Moody's Economy en la gráfica debido a que no señaló ninguna recomendación.

⁵² Anif, EConcept y Cede.

⁵³ Alianza Valores.

⁵⁴ Anif, EConcept y Cede.

⁵⁵ 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.

⁵⁶ Con datos al 25 de noviembre.

se espera que la tasa de referencia sea incrementada 50 p.b. a 5,75%, y que en diciembre aumente 25 p.b. a 6,0% (ant: 5,75%) (Gráfico 46, Cuadro 3, y Anexo 7).

Cuadro 3

TPM	nov/15	dic/15	ene/16	feb/16	mar/16	abr/16	may/16	jun/16	jul/16	ago/16	sep/16	oct/16
7.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
7.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
7.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	5%
6.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%	7%	8%
6.50%	0%	0%	1%	3%	15%	26%	28%	30%	33%	29%	22%	14%
6.25%	0%	0%	74%	87%	84%	74%	69%	57%	44%	36%	31%	25%
6.00%	0%	52%	26%	10%	0%	0%	4%	13%	22%	26%	27%	28%
5.75%	66%	48%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	5%	11%	15%
5.50%	34%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%
5.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República

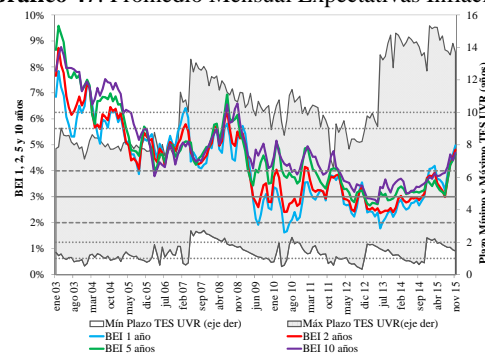
En la última encuesta de expectativas de inflación realizada por el BR⁵⁷, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2015 en promedio se ubica en 6,24% (encuesta anterior: 5,58%). Las expectativas promedio para diciembre de 2016 se ubican en 4,30% (ant: 3,89%) y para noviembre de 2017 en 3,55%⁵⁸.

Así mismo, en la encuesta realizada por Citibank⁵⁹ se refleja que la inflación esperada para diciembre de 2015 es 6,35%, mientras que hace un mes era 5,71%.

En promedio para lo corrido de noviembre⁶⁰ (hasta el día 25) frente a los datos promedio de octubre, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR han aumentado para plazos a 2, 3, 5 y 10 años (25 p.b, 21 p.b, 19 p.b. y 30 p.b, respectivamente). De esta manera, los datos más recientes de BEI a 2, 3, 5 y 10 años son 4,77%, 4,67%, 4,60% y 4,70%, respectivamente (Gráfico 47 y Gráfico 48)⁶¹.

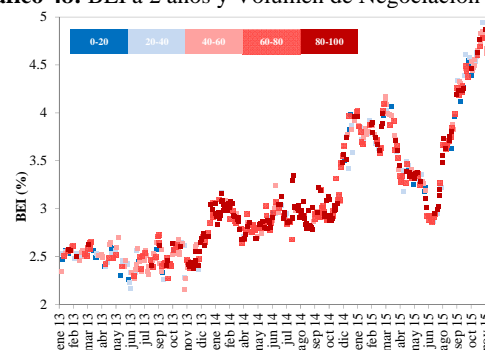
El Gráfico 49 presenta la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez⁶² relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR⁶³. Con información al 24 de noviembre se espera que en los próximos 2 años en promedio la inflación sea 3,63% mientras que al finalizar octubre se esperaba un dato de 3,57%. Para el plazo de 5 años, la inflación promedio esperada pasó de 3,52% a 3,55%. Por su parte, la prima por

Gráfico 47: Promedio Mensual Expectativas Inflación



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

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



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

⁵⁷ Realizada entre el 6 y el 10 de noviembre.

⁵⁸ En la encuesta anterior la inflación esperada para octubre de 2017 era 3,46%.

⁵⁹ Publicada el 25 de noviembre.

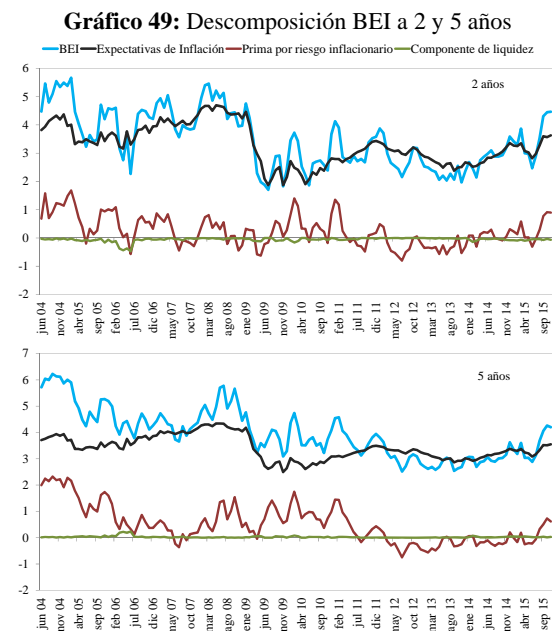
⁶⁰ Respecto a la última JDBR y con datos hasta el 25 de noviembre, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de +10 p.b, -7 p.b, -18 p.b. y +2 p.b, respectivamente. De esta manera, al 25 de noviembre se ubican en 4,72%, 4,56%, 4,46% y 4,65%, respectivamente.

⁶¹ Estos indicadores de inflación esperada pueden verse distorsionados por las primas de liquidez de los títulos de tasa fija y UVR, y la prima de riesgo de inflación.

⁶² El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

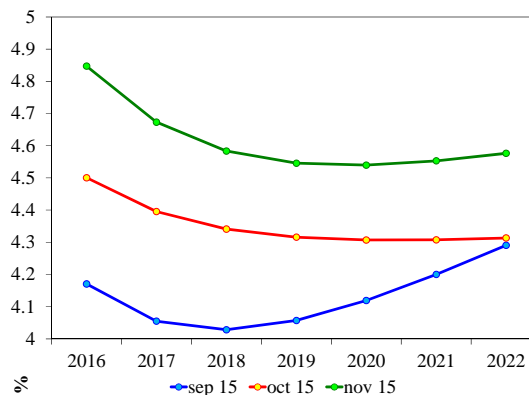
⁶³ Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2015). *Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía. 903. Banco de la República. Esta metodología toma como referente el último dato disponible para cada mes.

riesgo inflacionario promedio de 2 años se mantuvo estable en 0,91%, al tiempo que la de 5 años pasó de 0,73% a 0,64%.



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 hasta el año 2022, tomando el promedio de los datos diarios para los meses de septiembre, octubre y noviembre de 2015⁶⁴. Las expectativas de inflación de noviembre son superiores a las de septiembre y octubre entre los años 2016 y 2022. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre los años 2016 y 2020, y estable entre el 2020 y el 2022, de tal forma que para este último año la inflación año completo esperada es 4,56% (esperada en septiembre para 2022: 4,31%).

⁶⁴ Cardozo (2010). Incluido en el Anexo del Documento de Curvas del día 23 de julio de 2010.

Finalmente, el Cuadro 4 muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, Ecuador, India, Sudáfrica, China y Noruega. Las expectativas de crecimiento económico para el año 2015 desmejoraron para todos los países, excepto para Chile y China. En los casos de Noruega y Colombia el crecimiento esperado permaneció inalterado, en este último en 2,91%. Los datos de inflación de octubre se ubicaron por encima de los pronósticos en Colombia, Chile, Perú, Brasil, India y Noruega; y por debajo de lo esperado en China. La inflación se encuentra por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2% a 4%), Perú (1% a 3%) y Brasil (2,5% a 6,5%). Por último, las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia, Perú y Brasil; permanecieron estables en los casos de Sudáfrica, China y Noruega, y disminuyeron para México, Ecuador e India.

Cuadro 4: Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Oct. 2015		Esperada a Diciembre 2015		Vigente	Esperada a Diciembre 2015		Ultimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2015	
	Esp*	Obs	Oct. 2015	Nov. 2015		Oct. 2015	Nov. 2015	Esp*	Obs	Oct. 2015	Nov. 2015
Colombia	5.60%	5.89%	5.58%	6.24%	5.25%	5.19%	5.77%	2.9%	3.0%	2.91%	2.91%
Chile	3.9%	4.0%	4.6%	n.d.	3.25%	3.25%	n.d.	2.1%	2.2%	2.0%	2.1%
México	2.48%	2.48%	2.75%	2.66%	3.00%	3.15%	3.10%	2.4%	2.6%	2.31%	2.29%
Perú	3.64%	3.66%	3.40%	3.5%	3.50%	3.55%	3.65%	2.9%	2.9%	3.0%	2.8%
Brasil	9.91%	9.93%	9.85%	10.33%	14.25%	14.25%	14.25%	-2.1%	-2.6%	-3.02%	-3.15%
Ecuador	n.d.	3.48%	3.8%	3.6%	n.d.	4.45%	4.45%	n.d.	1.0%	0.5%	0.2%
India	4.90%	5.00%	5.3%	5.1%	6.75%	6.97%	6.69%	7.4%	7.0%	7.5%	7.4%
Sudáfrica	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	6.25%	6.10%	6.15%	1.3%	1.0%	1.50%	1.4%
China	1.5%	1.3%	1.6%	1.6%	4.35%	4.49%	4.33%	6.8%	6.9%	6.8%	6.9%
Noruega	2.3%	2.5%	2.1%	2.1%	0.75%	0.65%	0.70%	n.d.	3.1%	1.3%	1.3%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 6 y el 10 de noviembre de 2015. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

México: Encuesta publicada por el BCM el 3 de noviembre. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 20 de noviembre.

Ecuador: Consensus Forecast del FocusEconomics (noviembre). Se incluyen expectativas de tasa de depósitos entre 90 y 120 días.

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

Sudáfrica: Datos obtenidos de Bloomberg.

China: Datos obtenidos de Bloomberg. Las expectativas de TPM y crecimiento son obtenidas del consensus forecast del FocusEconomics.

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

**Todos los datos corresponden al 3T15, salvo los de Colombia, Brasil, Ecuador e India. En estos casos aparece el dato del 2T15.

6. Conclusiones

En Colombia, al comparar los datos entre el 30 de octubre y el 25 de noviembre de 2015, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 59 p.b, 33 p.b. y 49 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente disminuyó 10 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 -6% a +28%⁶⁵. La correlación a 30 días pasó de -15% a +44%.

Después de la última reunión de la JDBR los TES se desvalorizaron en todos los tramos de la curva, aunque en menor magnitud en el mediano plazo. El aumento de las tasas del tramo corto está relacionado con el incremento de 50 p.b. de la tasa de referencia. Adicionalmente, las expectativas de mayores incrementos en las próximas reuniones pudieron haber sido reforzadas luego de conocerse el dato de inflación de octubre que resultó superior al esperado.

En cuanto a los tramos mediano y largo, las desvalorizaciones pueden explicarse a nivel local por expectativas de mayor inflación, y a nivel internacional por un incremento en la probabilidad de que la Fed inicie la normalización de su política monetaria en diciembre de 2015. Además, la disminución del precio del petróleo y los menores precios esperados a futuro han continuado generando incertidumbre respecto al panorama fiscal de Colombia. Las menores desvalorizaciones del tramo medio de la curva están relacionadas con las compras netas de los extranjeros en este tramo.

En cuanto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de noviembre estuvo estable como consecuencia del comportamiento mixto de los indicadores. Respecto a la percepción de riesgo a nivel global, los indicadores de percepción de riesgo no presentaron una tendencia definida debido a las señales mixtas que dieron los datos económicos publicados a lo largo del periodo analizado.

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 5,53%, 5,63% y 5,60%, respectivamente.

A su vez, en promedio para lo corrido de noviembre⁶⁶ (hasta el día 25) frente a los datos promedio de octubre, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR han aumentado para plazos a 2, 3, 5 y 10 años (25 p.b, 21 p.b, 19 p.b. y 30 p.b, respectivamente). De esta manera, los datos más recientes de BEI a 2, 3, 5 y 10 años son 4,77%, 4,67%, 4,60% y 4,70%, respectivamente.

⁶⁵ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 74%.

⁶⁶ Respecto a la última JDBR y con datos hasta el 25 de noviembre, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de +10 p.b., -7 p.b., -18 p.b. y +2 p.b., respectivamente. De esta manera, al 25 de noviembre se ubican en 4,72%, 4,56%, 4,46% y 4,65%, respectivamente.

7. Anexos

Anexo 1

	Valor actual 23 de noviembre	Variación desde última junta BR	Variación desde mayo 2013	Variación año corrido	Variación año completo	Niveles desde última junta BR	Niveles desde mayo 2013	Niveles año corrido	Niveles año completo
TOTAL GBI-EM GLOBAL*	330.5	0.5%	9.5%	4.2%	3.7%	328.8	301.7	317.3	318.9
ASIA	213.0	0.5%	6.4%	3.1%	3.2%	211.9	200.2	206.6	206.4
India**	760.5	-0.1%	23.4%	7.5%	10.2%	761.2	616.5	707.7	690.1
Indonesia	471.2	1.7%	1.5%	2.0%	2.6%	463.3	464.2	461.7	459.2
Malasia	167.3	-0.1%	6.8%	3.8%	3.0%	167.4	156.7	161.2	162.4
Filipinas	144.2	0.9%	1.1%	5.1%	5.3%	143.0	142.6	137.2	136.9
Tailandia	216.1	-0.2%	13.1%	3.2%	4.0%	216.5	191.2	209.3	207.8
EUROPA	305.0	0.2%	10.3%	5.2%	3.6%	304.4	276.5	289.9	294.4
Polonia	329.4	-0.1%	10.2%	1.9%	1.9%	329.7	298.9	323.2	323.1
Turquia	465.9	-0.3%	8.2%	0.0%	1.4%	467.1	430.7	465.9	459.5
Rumania	131.9	0.2%	20.0%	3.7%	4.3%	131.7	109.9	127.2	126.5
Rusia	219.5	1.7%	9.0%	30.5%	13.0%	215.9	201.4	168.2	194.2
MEDIO ORIENTE/ÁFRICA	374.8	-0.1%	11.2%	5.2%	4.2%	375.4	337.0	356.2	359.7
Nigeria	184.7	7.7%	42.5%	29.3%	n.d.	171.5	129.6	142.8	147.2
LATINOAMÉRICA	431.6	0.9%	10.3%	3.7%	3.7%	427.8	391.4	416.0	416.0
Chile	128.8	0.1%	11.8%	2.7%	3.2%	128.7	115.3	125.4	124.8
Perú	178.6	1.1%	-2.9%	-1.3%	-1.1%	176.6	183.9	180.9	180.6
Brasil	507.8	2.5%	15.2%	4.7%	4.6%	495.5	440.9	485.2	485.6
Colombia	351.8	-1.4%	1.8%	0.1%	-2.3%	356.8	345.5	351.5	360.1

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

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

Anexo 2

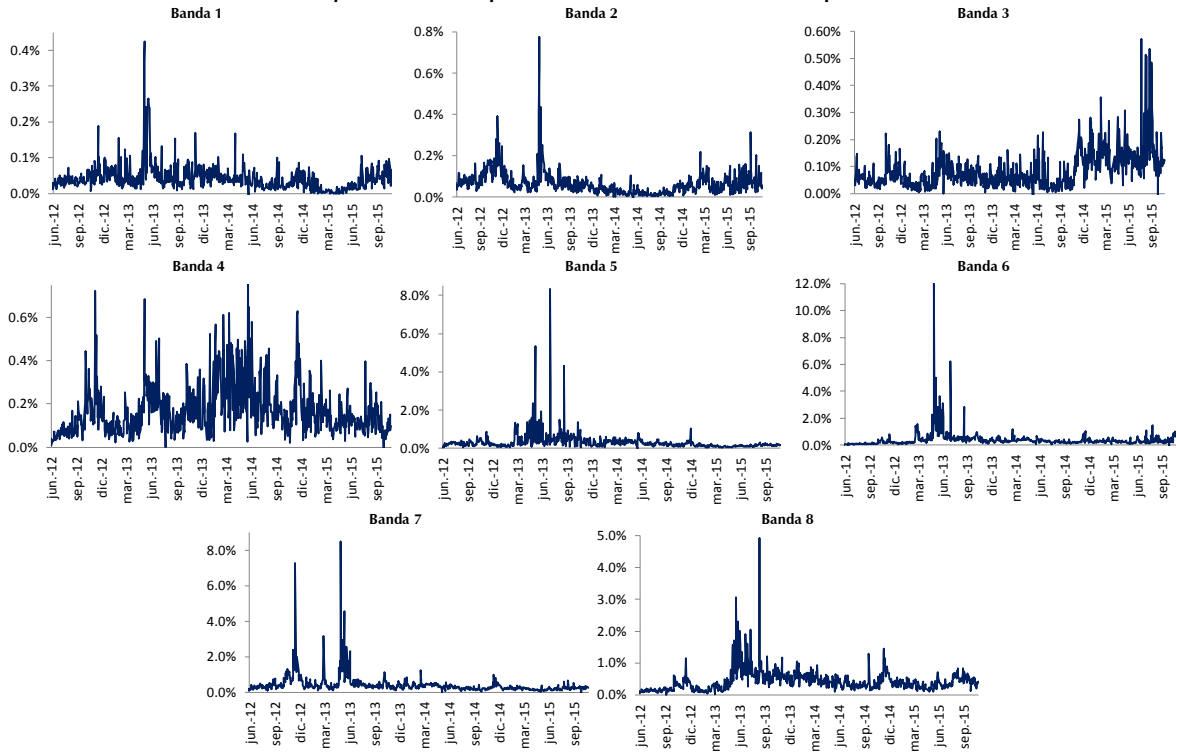
Compras Netas de TES* denominados en UVR (Valor Nominal en Millones de Pesos)

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2015	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	4'932'206	1'057'632	5'483'116	1'353'526	7'894'273	502'556	85'141	135'659	723'356
Compañía de Financiamiento Comercial	(818)	2'190	4'441	1'102	7'733	1'131	1'127	1'127	3'385
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	215'983	(989'018)	61'622	(316'712)	(1'244'109)	-	(4'443)	(62'500)	(66'943)
Total EC	5'147'371	70'803	5'549'179	1'037'916	6'657'897	503'686	81'825	74'287	659'798
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(7'206)	(2'197)	(159)	4'668	2'311	-	-	-	-
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	4'018'502	(2'224'909)	2'972'911	6'984'893	7'732'894	(78'952)	53'125	(79'572)	(105'398)
<i>Pasivos Pensionales</i>	3'133'738	(1'923'323)	1'936'446	4'672'430	4'685'553	(42'843)	18'127	(101'036)	(125'752)
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(7'572)	-	-	(7'572)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	4'011'296	(2'234'678)	2'972'752	6'989'560	7'727'633	(78'952)	53'125	(79'572)	(105'398)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	(139'790)	(276'116)	(178'776)	86'847	(368'045)	(13'554)	(64'892)	33'884	(44'562)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	210'298	101'581	70'958	55'010	227'549	4'500	22'593	1'923	29'016
<i>Extranjeros</i>	(16'722)	(22'135)	-	(8'422)	(30'557)	-	-	-	-
<i>FIC</i>	50'895	23'573	14'016	(6'200)	31'389	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	70'508	(174'535)	(107'819)	141'858	(140'496)	(9'055)	(42'299)	35'807	(15'547)
Sociedades Fiduciarias Propia	(35'680)	(25'390)	(9'576)	908	(34'058)	1'131	1'127	1'131	3'390
Sociedades Fiduciarias Terceros	1'350'748	(277'457)	566'680	2'619'172	2'908'395	66'159	103'696	176'459	346'314
<i>Extranjeros***</i>	(251'725)	(429'188)	(285'988)	525'018	67'232	-	-	72'253	72'253
<i>FIC</i>	265'926	220'456	(13'888)	12'005	218'573	78'024	(9'019)	(2'263)	66'742
<i>Pasivos Pensionales</i>	469'137	(36'530)	98'593	381'761	443'824	-	65'367	45'171	110'538
Total Sociedades Fiduciarias	1'315'068	(302'847)	557'105	2'620'079	2'874'337	67'290	104'824	177'591	349'704
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	95'468	(66'079)	32'082	940'144	906'148	(54'235)	14'672	19'222	(20'341)
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	1'104	-	-	1'104	1'104	-	-	-	-
<i>Pasivos Pensionales</i>	1'104	-	-	1'104	1'104	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	95'571	(66'079)	32'082	941'248	907'252	(54'235)	14'672	19'222	(20'341)
Total Entidades Financieras No bancarias	6'352'444	(2'778'139)	3'454'120	10'692'745	11'368'726	(74'951)	130'322	153'048	208'419
Total Entidades Financieras Especiales**	(23'888)	(23'004)	81'521	44'534	103'051	-	-	(13'545)	(13'545)
Total Entidades Públicas****	(752'424)	(336'881)	(395'317)	(354'516)	(1'086'713)	-	-	(2'065)	(2'065)
Otros*****	160'352	35'337	(164'622)	361'756	232'471	(1'079)	9'028	30'493	38'442
<i>Extranjeros</i>	(70'535)	-	(70'551)	-	(70'551)	-	-	-	-
Total Movimiento Neto	10'883'855	(3'031'884)	8'524'882	11'782'435	17'275'432	427'656	221'175	217'218	866'048

Fuente: BR. Información actualizada al 20 de noviembre de 2015. * Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contraparte entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Anexo 3

Bid-Ask spreads de los TES por bandas al vencimiento (como % del precio mid)

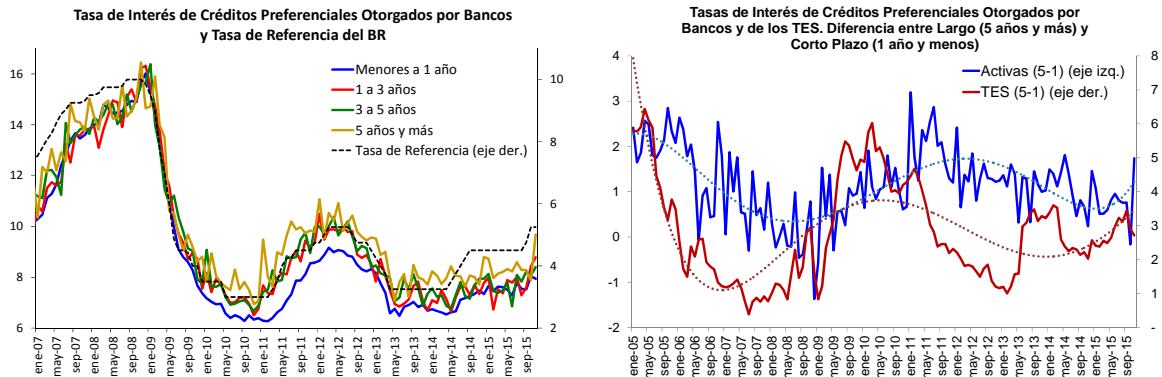


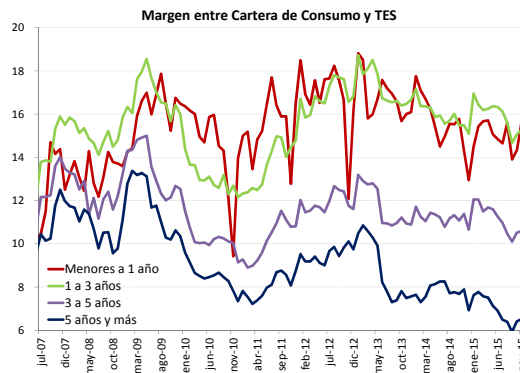
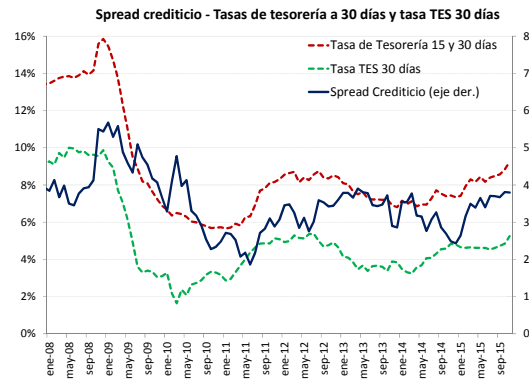
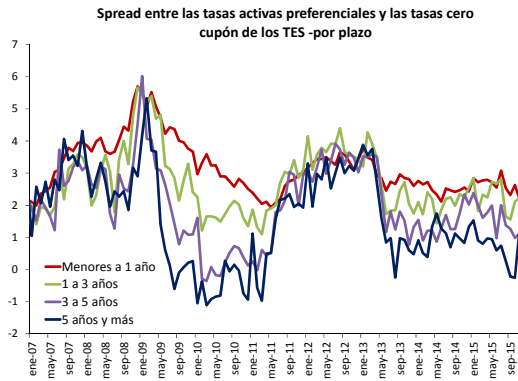
*Para el cálculo de los *bid-ask spread* se tomaron las puntas activas en el SEN entre las 10:45 am y 10:46 am, de cada día. Las bandas al vencimiento en las que se agrupa la información son las siguientes: 1 (menos de un año), 2 (entre 1 y dos años), 3 (entre 2 y 3 años), 4 (entre 3 y 4 años), 5 (entre 4 y 5 años), 6 (entre 5 y 7 años), 7 (entre 7 y 10 años) y 8 (más de 10 años).

**Para el cálculo del Bid Ask Spread promedio ponderado (gráfico 13.A) se utilizó el saldo de TES del sistema en el DCV para el viernes anterior a la actualización y se utilizaron las mismas bandas.

Anexo 4

Margen entre tasas activas y tasa de TES





Anexo 5

Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

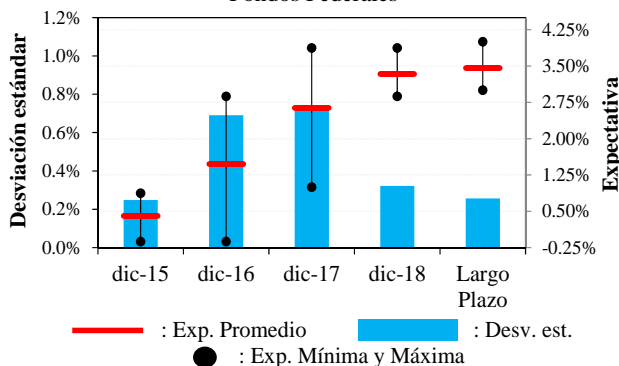
Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Australia (2,0%), Noruega (0,75%), Inglaterra (0,5%) e Israel (0,10%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas, en línea con las expectativas de los analistas. El Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterado 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 su política a través de operaciones de mercado abierto con el fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual de JPY80 trillones. Por otra parte, el Banco Central de Islandia incrementó su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 5,75%.

- EE.UU.:

En EE.UU. se publicaron las minutas de la última reunión de la Reserva Federal el 18 de noviembre, en las que se señaló que la actividad económica continuó expandiéndose a un ritmo moderado. El gasto de los hogares, la inversión y el sector de hipotecario mejoraron durante los últimos meses, aunque la inflación continuó por debajo del objetivo de largo plazo del FOMC, como resultado de la caída en los precios de energía y los de bienes importados. Adicionalmente, la mayoría de los participantes anticiparon que, a partir de su evaluación de la situación económica actual y sus perspectivas para la actividad económica, el mercado laboral, y la inflación, podría ser adecuado iniciar el proceso de normalización de política monetaria en su próxima reunión.

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



Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

En cuanto a los pronósticos del FOMC de septiembre sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos A.1⁶⁷, A.2 y A.3⁶⁸ se observa que: i) frente a las últimas proyecciones (junio 2015) las estimaciones para los cierres de 2015 y 2016 se redujeron de tal manera que se descuentan incrementos más suaves de la tasa de política monetaria; y ii) que 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 2015

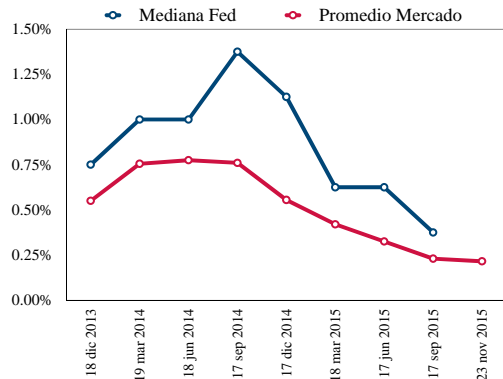
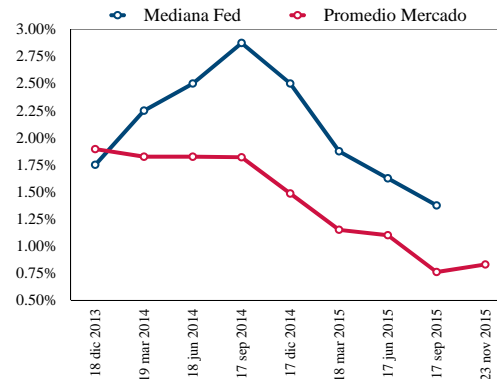


Gráfico A.3: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2016



Países Emergentes

Los bancos centrales de Tailandia, Malasia, República Checa, Filipinas, Serbia, Pakistán, Rumania, Hungría, Bulgaria, Turquía, Kenia, República Dominicana, Polonia, Corea del Sur e Indonesia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 1,5%, 3,25%, 0,05%, 4%, 4,5%, 6%, 1,75%, 1,35%, 0,01%, 7,5%⁶⁹, 11,5%, 5%, 1,5%⁷⁰, 1,5%, y 7,5%⁷¹, respectivamente, en línea con lo esperado. Por su parte, el Banco Central de Rusia la mantuvo inalterada en 11%, mientras que el mercado esperaba un recorte de 50 p.b. El Banco Central de Sri Lanka mantuvo inalteradas sus tasas de interés de préstamos y depósitos en 7,5% y 6,0%, respectivamente. El Banco Central de Zambia la incrementó 300 p.b. a 15,5%, mientras que el mercado anticipaba un incremento de 150 p.b. En otro escenario, los bancos centrales de Mauricio y Nigeria recortaron sorpresivamente sus tasas de interés de referencia 25 p.b. y 200 p.b. a 4,4% y 11%, respectivamente; al tiempo que los bancos centrales de Georgia, Ghana y Sudáfrica las incrementaron 50 p.b, 100 p.b. y 25 p.b. a 7,5%, 26% y 6,25%, respectivamente, lo cual tampoco era esperado por el mercado.

⁶⁷ En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en septiembre para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2015, 2016, 2017, 2018 y para el largo plazo.

⁶⁸ 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 2015 y 2016.

⁶⁹ Con la medida, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) se mantuvo en 10,75%, la tasa de depósitos (*Borrowing Rate*) en 7,25% y la tasa aplicable a las facilidades de depósitos para los "Primary Dealers" en 10,25%.

⁷⁰ Asimismo, mantuvo inalteradas su tasa lombarda (2,50%), su tasa de redescuento (1,75%) y su tasa de depósitos (0,50%).

⁷¹ Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito también se mantuvieron inalteradas en 8,0% y 5,5%, respectivamente.

En Latinoamérica, los bancos centrales de Chile, Brasil y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en línea con lo esperado por el mercado, de tal manera que se ubican en 3,25%, 14,25% y 3,5%, respectivamente.

- **Perú:**

El 12 de noviembre, el Banco Central de Perú mencionó en el comunicado que acompañó su decisión que *el nivel de la tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación que converge al rango meta en el 2016 y toma en cuenta que: i) Las expectativas de inflación convergen gradualmente al rango meta. ii) La inflación ha sido afectada por factores temporales de oferta tales como el aumento de precios de algunos alimentos y por la depreciación cambiaria, factores que no deberían trasladarse de manera generalizada al resto de precios de la economía. iii) Los indicadores internacionales muestran señales mixtas de recuperación de la economía mundial, así como volatilidad en los mercados financieros y cambiarios externos. iv) La actividad económica se viene recuperando de manera gradual.* Adicionalmente, el organismo señaló que los indicadores recientes de la actividad productiva y de expectativas empresariales y de consumidores señalan un ciclo económico con tasas de crecimiento del PBI menores a su potencial, pero con un ritmo mayor en el segundo semestre. Para el 2016 se estima que la economía estará creciendo a una tasa similar a la de su potencial.

- **Chile:**

En su reunión de política monetaria llevada a cabo el día 12 de noviembre, el Banco Central de Chile mencionó que *en el ámbito externo, la información más reciente confirma el mayor crecimiento de las economías desarrolladas y el menor dinamismo de las emergentes. Los datos conocidos para Estados Unidos aumentaron significativamente la probabilidad de que la primera alza de tasa de la Reserva Federal ocurra en diciembre. Pese a lo esperado de este evento, persisten los riesgos en torno a las posibles interrupciones que esto pueda provocar en los mercados. En general, los precios de las materias primas descendieron durante el mes.*

En el plano local, el organismo indicó *el IPC de octubre fue algo mayor que lo previsto, con una sorpresa que se concentró en la inflación subyacente, y que las expectativas de inflación a dos años siguen en 3%. Además, señaló que los datos conocidos del tercer trimestre indican que la actividad y la demanda evolucionaron en línea con lo previsto en el IPoM⁷². Los índices de confianza mejoraron en el margen, aunque siguen en niveles pesimistas. La creación de empleo y el crecimiento de los salarios mantienen su dinamismo.*

⁷² Informe de Política Monetaria.

Anexo 6

Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.

Noviembre de 2015

Cuadro A5.1

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG

Actualizada el 26 de noviembre

	Economista	Empresa	Estimación	Fecha
1	Sergio Olarte	BTG Pactual	5.75%	20-nov
2	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	5.75%	16-nov
3	Diego Colman	4cast Inc	5.50%	13-nov
4	Miguel Aguirre	Accion Fiduciaria	5.50%	23-nov
5	Wilson Tovar	Acciones Y Valores	5.75%	26-nov
6	Otman Gordillo	Adcap Colombia	5.50%	23-nov
7	Juana Tellez	BBVA	5.50%	20-nov
8	Nader Nazmi	BNP Paribas	5.50%	20-nov
9		Banco CorpBanca Colombia SA	5.50%	20-nov
10	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	5.75%	25-nov
11	Rafael Neira Gonzalez	Banco Gnb Sudameris	5.75%	23-nov
12	Luciano Rostagno	Banco Mizuho	5.75%	23-nov
13	David Cubides	Banco Popular SA	5.50%	23-nov
14		Banco de Bogota	5.75%	20-nov
15	Alexander Riveros Saavedra	Bancolombia	5.75%	23-nov
16	Alejandro Arreaza	Barclays	5.50%	20-nov
17	Francisco Rodriguez	BofA Merrill Lynch	5.50%	20-nov
18	Edward Glossop	Capital Economics	5.75%	25-nov
19	Andres Pardo	Corp Financiera Colombiana	5.75%	13-nov
20	Daniel Velandia	Credicorp Capital	5.50%	23-nov
21	Jose German Cristancho	Davivienda Corredores	5.75%	13-nov
22	Orlando Santiago Jacome	Fenix Valor	5.50%	13-nov
23	Christian Martinez	Fiduciaria Central	5.75%	23-nov
24	Juan Saboya	Fiduciaria de Occidente	5.75%	23-nov
25	Daniel Escobar	Global Securities	5.75%	16-nov
26		Goldman Sachs	5.50%	20-nov
27	Shiells/Rivett	Informa Global Markets	5.75%	20-nov
28	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	5.75%	19-nov
29	Ben Ramsey	JP Morgan	5.75%	20-nov
30	Luis Arcentales	Morgan Stanley	5.50%	20-nov
31	Andres Abadia	Pantheon Macroeconomics	5.25%	20-nov
32	Eduardo Bolanos	Positiva Compania de Seguros	5.50%	23-nov
33	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	5.75%	19-nov
34	Pablo Breard	Scotiabank	5.75%	20-nov
35	Italo Lombardi	Standard Chartered Bank	5.25%	20-nov
36	Rafael De La Fuente	UBS Securities	5.50%	20-nov
37		Ultraserfincio	5.75%	17-nov
38	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	5.75%	16-nov
		Tasa	Obs.	Prob.
		5.25%	2	5%
		5.50%	15	39%
		5.75%	21	55%
		Tasa Esperada Ponderada		5.63%

Cuadro A6.2
Resultados Encuestas de Expectativas de Citibank y ANIF
 Noviembre 2015

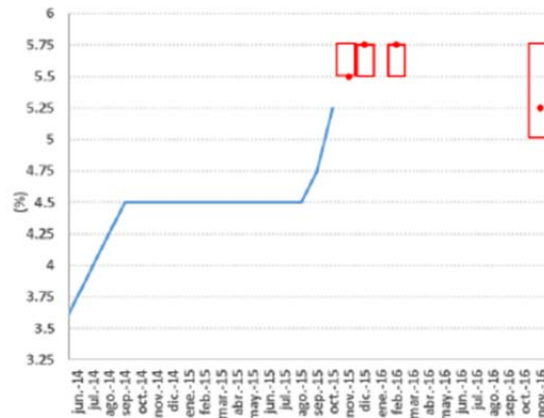
Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
AdCap	5.50%	5.50%
Alianza Valores	5.75%	5.00%
Anif	5.25%	5.25%
Asobancaria	5.50%	5.50%
Axa Colpatría	5.50%	5.50%
Banco Agrario	5.75%	5.75%
Banco Davivienda	5.75%	5.50%
Banco de Bogotá	5.75%	5.75%
Banco de Occidente	5.50%	5.50%
BBVA	5.50%	5.50%
BNP Paribas	5.50%	5.50%
BTG Pactual	5.75%	5.75%
Casa de Bolsa	5.75%	5.75%
Citibank	5.50%	5.50%
Corficolombiana	5.75%	5.75%
CorpBanca	5.50%	5.50%
Credicorp Capital	5.50%	5.75%
Corredores Davivienda	5.75%	5.75%
EConcept	5.25%	5.25%
Fidubogotá	5.75%	5.75%
Grupo Bancolombia	5.75%	5.75%
JP Morgan	5.75%	5.75%
Moodys Economy	5.50%	
Nomura	5.75%	5.75%
Old Mutual	5.75%	5.75%
Profesionales de Bolsa	5.75%	5.75%
Ultraserfinco	5.75%	5.75%
Banco Popular	5.50%	5.50%
Fedesarrollo	5.50%	5.50%
Cede	5.25%	5.25%
Protección	5.75%	5.50%
Promedio	5.60%	5.58%
Mediana	5.75%	5.50%
STDV	0.17%	0.20%
Máximo	5.75%	5.75%
Mínimo	5.25%	5.00%

Cuánto debería ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.75%	47%	14
5.50%	40%	12
5.25%	10%	3
5.00%	3%	1
Total	100%	30

Cuánto va a ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.75%	52%	16
5.50%	39%	12
5.25%	10%	3
Total	100%	31

Cuadro A6.3

Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y BVC
Noviembre 2015



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

Rango • Mediana

Anexo 7

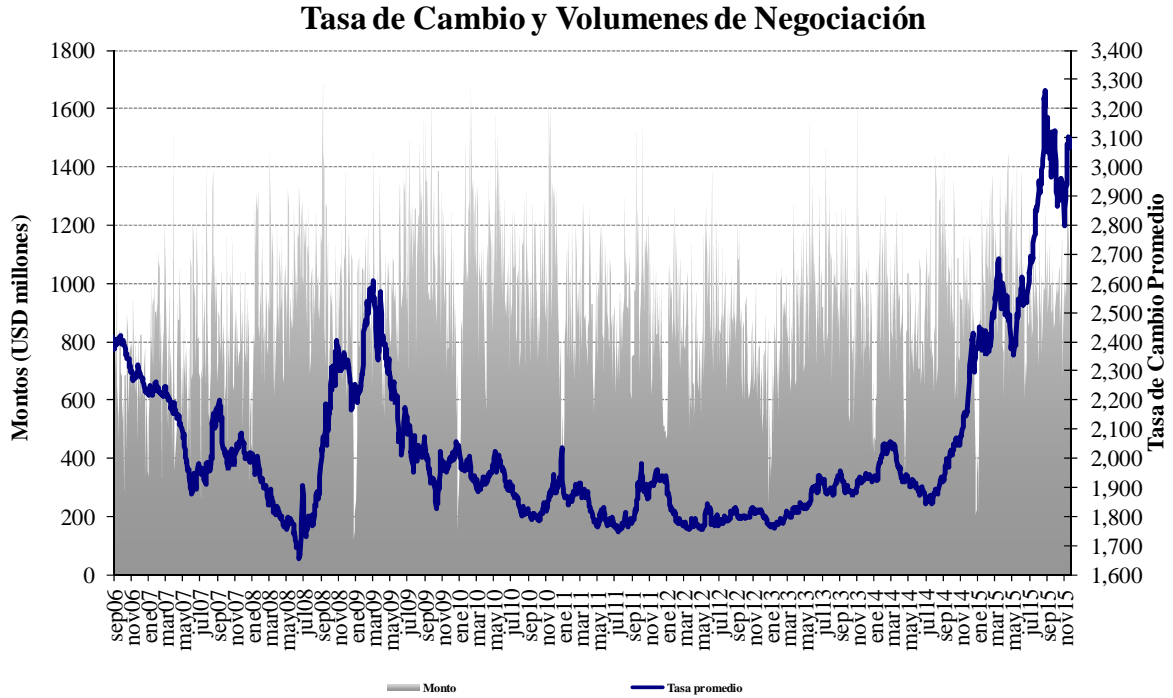
Probabilidades de Escenarios de Tasa de Referencia para las próximas tres reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)

TPM	nov/15	dic/15	ene/16	feb/16	mar/16	abr/16	may/16	jun/16	jul/16	ago/16	sep/16	oct/16
7.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
7.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
7.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	5%
6.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%	7%	8%
6.50%	0%	0%	1%	3%	15%	26%	28%	30%	33%	29%	22%	14%
6.25%	0%	0%	74%	87%	84%	74%	69%	57%	44%	36%	31%	25%
6.00%	0%	52%	26%	10%	0%	0%	4%	13%	22%	26%	27%	28%
5.75%	66%	48%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	5%	11%	15%
5.50%	34%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%
5.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

TPM	oct/15	nov/15	dic/15	ene/16	feb/16	mar/16	abr/16	may/16	jun/16	jul/16	ago/16	sep/16
7.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
7.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
6.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%
6.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	8%
6.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	8%	13%	12%
6.00%	0%	0%	0%	0%	11%	23%	26%	30%	34%	29%	21%	13%
5.75%	0%	0%	72%	91%	89%	77%	71%	59%	44%	35%	28%	22%
5.50%	0%	67%	28%	9%	0%	0%	3%	11%	20%	26%	27%	27%
5.25%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	8%	13%
5.00%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
4.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Anexo 8
Evolución de la tasa de cambio peso/dólar

Gráfico A8



Anexo 9

