



# VERSIÓN PÚBLICA

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

## **Comportamiento de los Mercados Financieros Internacionales y Determinantes de las Dinámicas de los Mercados Locales de Capitales**



# VERSIÓN PÚBLICA

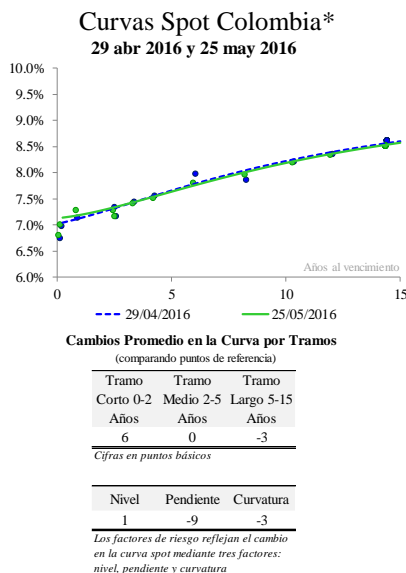
Documentos de trabajo de  
la Junta Directiva  
del Banco de la República

## **Comportamiento de los Mercados Financieros Internacionales y Determinantes de las Dinámicas de los Mercados Locales de Capitales**

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

## Resumen Ejecutivo

En Colombia, al comparar los datos entre el 29 de abril y el 25 de mayo del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 6 p.b. en el tramo corto, no presentaron variaciones en el tramo medio, y disminuyeron 3 p.b. en el tramo largo. De esta manera la pendiente cayó 9 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 -18% a +39%<sup>1</sup>. La correlación a 30 días pasó de -25% a +30%.



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

En Colombia, después de la última reunión de la JDBR la curva cero cupón se aplanó ante el incremento de las tasas de corto plazo.

Los TES se desvalorizaron después de conocerse la decisión de la JDBR de incrementar la tasa de política 50 p.b, magnitud superior a la esperada por la mayoría de agentes (esp: 25 p.b.). Adicionalmente, el 2 y el 3 de mayo las tasas de los bonos continuaron aumentando ante una mayor percepción de riesgo a nivel internacional dadas las preocupaciones respecto al crecimiento a nivel global.

Posteriormente, las tasas disminuyeron debido a la recuperación del precio del petróleo y un ajuste temporal en las expectativas respecto a la política monetaria por parte de la Fed de tal manera que los agentes llegaron a considerar que el próximo incremento de la tasa de referencia en EE.UU. ocurriría a finales de este año. Los bonos se desvalorizaron nuevamente dado que estas expectativas se ajustaron considerablemente luego de las declaraciones de algunos funcionarios de la Fed y la posterior publicación de sus minutas en las que se mencionaba la posibilidad de que el FOMC aumente la tasa en junio y se reflejaba la preocupación de algunos de los miembros de este Comité respecto a que el mercado estaba subestimando la probabilidad de que esto ocurriera<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 70%.

<sup>2</sup> De acuerdo con las tasas implícitas en los futuros de los fondos federales, el 29 de abril se esperaba que la tasa superara el nivel de 0,5% en octubre del 2016, luego llegó considerarse que sería en diciembre del 2016 y después de la publicación de las minutas se espera que sea en agosto.

Respecto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de mayo se mantuvo relativamente estable ante movimientos mixtos en los indicadores disponibles. A nivel internacional, los principales indicadores de percepción de riesgo para países desarrollados cerraron en niveles inferiores a los observados a finales de abril, mientras que los que reflejan la percepción de riesgo hacia países emergentes se deterioraron.

Con relación a las expectativas sobre el movimiento de la tasa de referencia del BR en su próxima reunión, de acuerdo con las encuestas realizadas por Fedesarrollo y la BVC, *Bloomberg* y la compilación de las encuestas de Anif y Citibank, las tasas esperadas promedio son 7,18%, 7,23% y 7,20%, respectivamente.

En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 23 de mayo<sup>3</sup>, un 60,6% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b, un 7% que será incrementada 50 p.b y el 32,4% restante que se mantendrá inalterada.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 35,2% señaló la política monetaria (ant: 37,8%), un 26,8% la política fiscal (ant: 21,6%), un 25,3% (ant: 24,3%) los factores externos, un 9,9% el crecimiento económico (ant: 12,2%), y el 2,8% restante las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 4,1%).

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 26 de mayo, el 72% (23 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia de 25 p.b, el 18% (6 entidades<sup>4</sup>) espera que la tasa permanezca inalterada, y el 9% restante (3 entidades<sup>5</sup>) espera que la tasa aumente 50 p.b.

En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank<sup>6</sup>, se encuentra que de las 34 entidades encuestadas el 62% (21 entidades) espera que la tasa aumente 25 p.b, el 29% (10 entidades) cree que la tasa permanecerá inalterada, y el 9% (3 entidades<sup>7</sup>) espera un aumento de 50 p.b. El 59% (20 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b, el 26% (9 entidades) recomienda que la tasa permanezca inalterada, y el 15% (5 entidades<sup>8</sup>) recomienda que la tasa suba 50 p.b.

En promedio para lo corrido de mayo<sup>9</sup> (hasta el día 24<sup>10</sup>) frente a los datos promedio de abril, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron para todos los plazos (2, 3, 5 y 10 años: -2, -6, -10 y -6, respectivamente). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de mayo a 2, 3, 5 y 10 años son 4,73%, 4,50%, 4,29% y 4,34%, respectivamente.

---

<sup>3</sup> Realizada entre el 10 y el 18 de mayo.

<sup>4</sup> Adcap Colombia, Fiduciaria de Occidente, JP Morgan, Moody's Economy, Pantheon Macroeconomics y Universidad Jorge Tadeo Lozano.

<sup>5</sup> BBVA, Banco Agrario de Colombia y UBS Securities.

<sup>6</sup> Encuestas publicadas el 23 y el 25 de mayo, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de Citibank. En esta ocasión, Banco Agrario había respondido en la encuesta de Anif que recomendaba y esperaba que la tasa permaneciera inalterada, mientras en la encuesta de Citibank respondió que recomendaba y esperaba un aumento de 50 p.b. Por su parte, Casa de Bolsa y Corbanca habían respondido que recomendaban un incremento de 50 p.b, pero en la encuesta de Citibank recomendaron uno de 25 p.b. Por último, Alianza Valores antes recomendaba y esperaba un aumento de 50 p.b, pero luego respondió que esperaba y recomendaba uno de 25 p.b.

<sup>7</sup> Axa Colpatría, Banco Agrario y BBVA.

<sup>8</sup> Axa Colpatría, Banco Agrario, BBVA, Bancolombia y Nomura.

<sup>9</sup> Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -4 p.b., -4 p.b., -3 p.b. y -2 p.b, respectivamente. De esta manera, el 24 de mayo se ubicaron en 4,73%, 4,52%, 4,32% y 4,35%, respectivamente.

<sup>10</sup> El 25 de mayo no hubo negociaciones de TES UVR de corto plazo por lo que el BEI para esta fecha no se tiene en cuenta.

Finalmente, el Cuadro A muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, Ecuador, India, Sudáfrica, China y Noruega. Las expectativas de crecimiento económico para el año 2016 disminuyeron en los casos de Colombia, Ecuador y Sudáfrica; aumentaron para México, Perú y Brasil; y permanecieron iguales para los demás países. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,52% a 2,47%. Los datos de inflación de abril fueron inferiores a los pronósticos en Colombia, México, Perú, Brasil y Noruega; superior en el caso de India, e igual a lo esperado en los demás países. La inflación se encuentra por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2% a 4%), Perú (1% a 3%), Chile (2% a 4%) y Brasil (2,5% a 6,5%). Las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Brasil, Ecuador, Sudáfrica y Noruega.

**Cuadro A: Expectativas Macroeconómicas**

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Abr. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Abr. 2016	May. 2016		Abr. 2016	May. 2016	Esp*	Obs	Abr. 2016	May. 2016
<b>Colombia</b>	8.12%	7.93%	6.03%	6.02%	7.00%	6.89%	7.06%	3.1%	3.3%	2.52%	2.47%
<b>Chile</b>	4.2%	4.2%	3.5%	3.5%	3.50%	3.75%	3.75%	1.6%	1.3%	1.7%	1.7%
<b>México</b>	2.60%	2.54%	3.30%	3.19%	3.75%	4.15%	4.20%	2.5%	2.2%	2.40%	2.41%
<b>Perú</b>	4.07%	3.91%	3.5%	3.4%	4.25%	4.60%	4.35%	4.6%	4.7%	3.5%	3.6%
<b>Brasil</b>	9.20%	9.28%	6.98%	7.04%	14.25%	13.25%	12.75%	-6.0%	-5.9%	-3.88%	-3.83%
<b>Ecuador</b>	n.d.	1.78%	2.8%	2.9%	8.88%	5.64%	5.64%	n.d.	-1.2%	-2.1%	-2.8%
<b>India</b>	5.05%	5.39%	5.1%	5.1%	6.50%	6.36%	6.35%	7.4%	7.6%	7.5%	7.5%
<b>Sudáfrica</b>	6.2%	6.2%	6.4%	6.6%	7.00%	7.45%	7.45%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%
<b>China</b>	2.3%	2.3%	2.0%	2.0%	4.35%	3.97%	4.04%	6.7%	6.7%	6.5%	6.5%
<b>Noruega</b>	3.3%	3.2%	2.8%	2.9%	0.50%	0.30%	0.30%	0.1%	1.0%	0.9%	0.9%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 6 y el 11 de mayo del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

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

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

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

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

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

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

Sudáfrica: Datos obtenidos de Bloomberg.

China: Expectativas de inflación obtenidas de Bloomberg. Las expectativas de TPM y crecimiento son obtenidas del consensus forecast del FocusEconomics (junio).

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

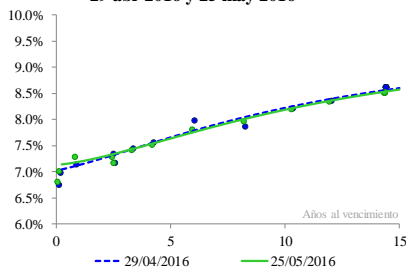
\*\*Los datos de India (estimado), China y Noruega corresponden al IT16. Los demás corresponden al 4T15.

# 1. Evolución del mercado de deuda pública

## 29 de abril al 25 de mayo de 2016

En Colombia, al comparar los datos entre el 29 de abril y el 25 de mayo del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 6 p.b. en el tramo corto, no presentaron variaciones en el tramo medio, y disminuyeron 3 p.b. en el tramo largo. De esta manera la pendiente cayó 9 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 -18% a +39%<sup>11</sup>. La correlación a 30 días pasó de -25% a +30% (Gráficos 1, 2, 3, 4 y 5).

**Gráfico 1: Curvas Spot Colombia\***  
29 abr 2016 y 25 may 2016



**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
6	0	-3

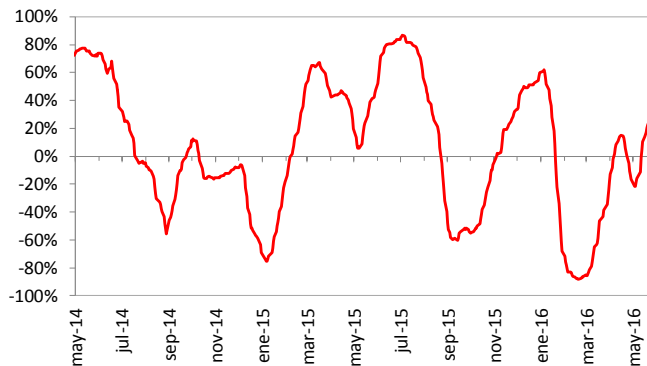
*Cifras en puntos básicos*

Nivel	Pendiente	Curvatura
1	-9	-3

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

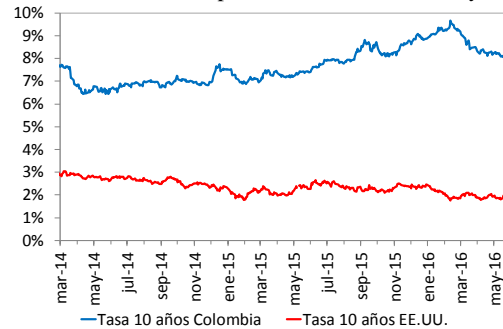
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.\* Las Curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel. Se incluyen TCO en la estimación de la curva.

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



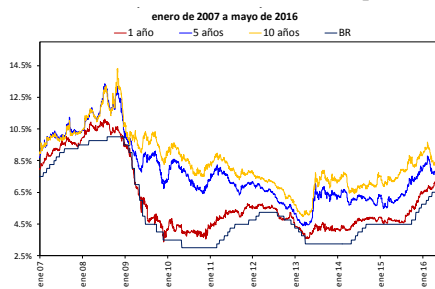
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República. \*Ventana móvil 60 días.

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



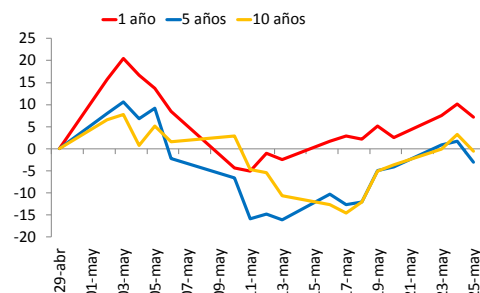
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

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



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

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



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

<sup>11</sup> Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 70%.

En este período (29 de abril al 25 de mayo de 2016) la dinámica de las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. estuvo marcada por los cambios en la percepción de riesgo a nivel internacional y por las expectativas respecto a la política monetaria de la Fed. Así, las tasas disminuyeron cuando aumentó la percepción de riesgo ante preocupaciones por la economía global que incentivó la demanda de activos refugio. Lo anterior, sumado a algunos datos desfavorables de empleo de EE.UU. llevó a los mercados a contemplar que la Fed aplazaría el siguiente incremento de su tasa de política hasta diciembre del 2016. Posteriormente, las tasas de los bonos corrigieron al alza y diluyeron las valorizaciones previas ante las declaraciones de algunos funcionarios de la Fed que dieron señales de un posible aumento de la tasa de política en junio, y la posterior publicación de las minutas de la reunión del FOMC llevada a cabo en abril en las que se refleja la posibilidad de que Fed aumente su tasa ese mes<sup>12</sup>.

En línea con lo anterior, los bonos de la región se desvalorizaron los primeros días de mayo y luego presentaron valorizaciones (excepto los de México) impulsados por la recuperación de los precios de *commodities* y por las expectativas de continuidad de las amplias condiciones de liquidez de EE.UU. Ante las declaraciones de los funcionarios de la Fed y la publicación de las minutas del FOMC los bonos de la región retomaron una tendencia de desvalorizaciones. En casi todos los casos, las desvalorizaciones superaron los movimientos previos, excepto en los tramos largos de Perú y Colombia.

Cabe mencionar que los bonos de México y Brasil presentaron las mayores desvalorizaciones durante el periodo analizado. En el caso de México esto se debe en parte a la mayor relación de su economía con la estadounidense y la correlación más alta de sus bonos con los del Tesoro de EE.UU. A lo anterior se suma la mayor percepción de riesgo hacia este país ante las dificultades financieras de Pemex y su posible impacto fiscal, así como por temores relacionados con los resultados electorales en EE.UU. Según algunos analistas si Donald Trump es elegido podría afectarse el comercio de México y los flujos de portafolio hacia este país. Cabe mencionar también que el Gobierno recortó su pronóstico de crecimiento para el año 2016<sup>13</sup>. En el caso de Brasil los bonos se han visto afectados por un escándalo de corrupción que llevó a renunciar al Ministro de Planeación, y por la persistencia de incertidumbre en los aspectos político y fiscal.

Aunque a principios de mayo la agencia Fitch redujo la calificación de la deuda de Brasil un nivel de BB+ a BB con panorama *Negativo*, los bonos no presentaron desvalorizaciones significativas lo que refleja que posiblemente esta decisión ya estaba descontada por el mercado.

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

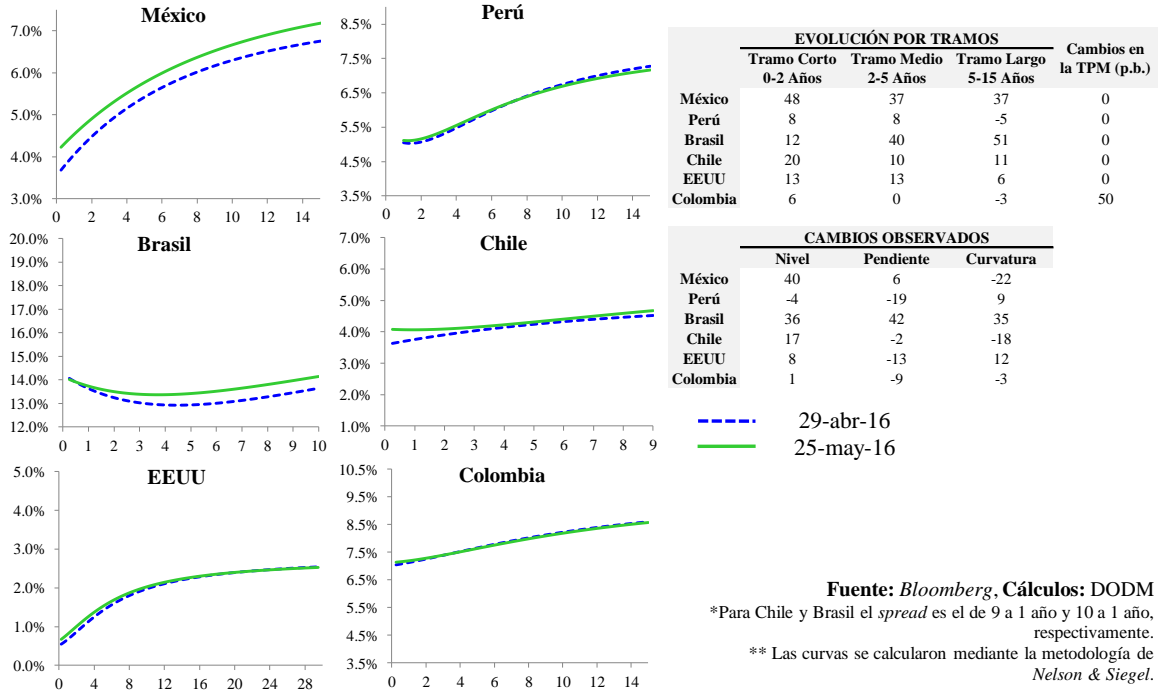
---

<sup>12</sup> De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, el 29 de abril se esperaba que la tasa de referencia llegaría a 0,50% en octubre del 2016, llegó a considerarse que sería en diciembre del 2016, y recientemente se espera que alcance este nivel en agosto del 2016.

<sup>13</sup> De un rango entre 2,6% y 3,6% a uno entre 2,2% y 3,2%.

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

**Curvas Spot Latinoamérica y EE.UU., Periodo: 29-abr-16 y 25-may-16**



**Fuente:** Bloomberg, **Cálculos:** DODM

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

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

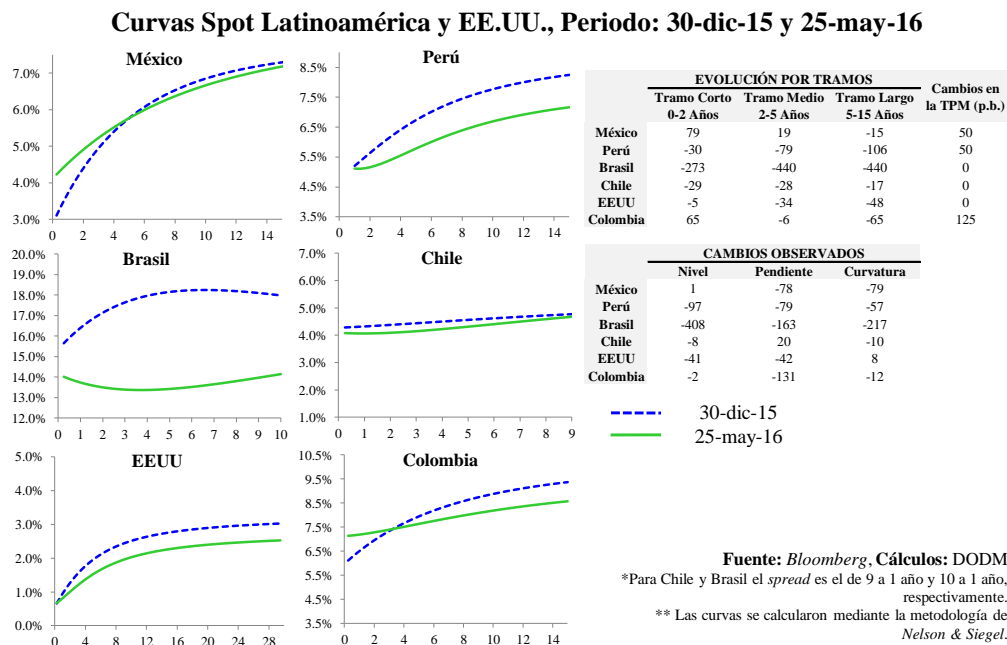


## Comportamiento de las curvas cero cupón de EE.UU, Colombia y otros países de la región en lo corrido de 2016:

Entre enero y febrero los *treasuries* se valorizaron ante la demanda de activos refugio por preocupaciones en torno a la debilidad de la economía china y sus repercusiones sobre la situación económica a nivel global, y por temores respecto al sector financiero de Europa y la publicación de datos de la economía estadounidense que habían resultado menos favorables de lo esperado. Lo anterior, sumado a las expectativas de menor inflación en EE.UU. ante los bajos precios del petróleo, había llevado a varios analistas a considerar que la senda de la tasa de política monetaria de la Fed sería menos pronunciada de lo previamente descontado, consideración que fue reforzada a mediados de febrero luego de un discurso de Yellen en este sentido. En marzo los bonos se desvalorizaron ante la mejora en la percepción de riesgo, el aumento en los precios del petróleo y una mayor probabilidad de que los incrementos de la tasa de política monetaria de la Fed continuarían a mediados del 2016. Esto fue descartado nuevamente en abril, dadas las renovadas preocupaciones por el crecimiento a nivel mundial, pero a mediados de mayo después de la publicación de las minutas de la reunión del FOMC de abril, el mercado ha considerado nuevamente un aumento de las tasas en el verano del 2016.

En cuanto a los países de la región, en general los bonos se han valorizado, con excepción de los bonos de corto y mediano plazo de México y los de corto plazo de Colombia, países que han aumentado sus tasas de referencia. Aunque en Perú también ha aumentado la tasa de referencia, las tasas de todos los tramos han disminuido, lo que posiblemente obedece a entradas de extranjeros al mercado ante mejores expectativas macroeconómicas. Las valorizaciones de los bonos de Brasil pueden explicarse por una menor inflación esperada, por ajustes en las expectativas en torno a la tasa de referencia<sup>14</sup>, y más recientemente por el optimismo de los mercados respecto al cambio de presidente. En el caso de Chile, los bonos se han valorizado probablemente como respuesta a demanda local de activos seguros.

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



<sup>14</sup> En enero el Banco Central mantuvo inalterada su tasa de política cuando el mercado esperaba un incremento de 25 p.b. A finales del 2015 se esperaba que la tasa de referencia a finales del año 2016 fuera 15,25%, pero actualmente se espera que cierre el año en 12,75%.

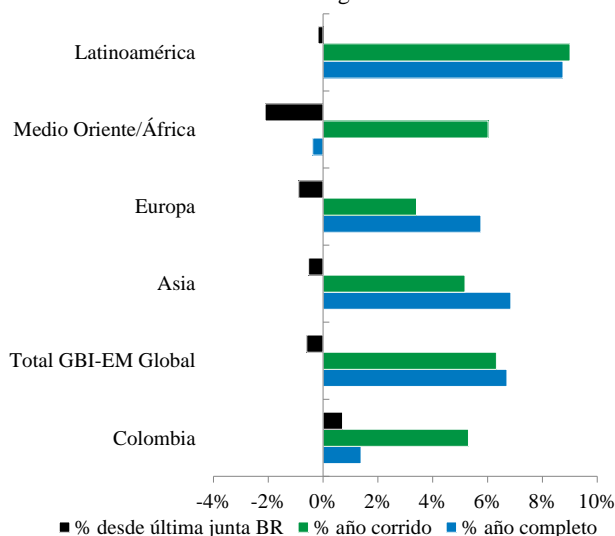
## Comportamiento de la deuda en moneda local de países emergentes:

En el Gráfico 7 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>15</sup> (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, en lo corrido del 2016 y desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Desde la última reunión de la JDBR se desvalorizaron todos los índices regionales, especialmente los de Medio Oriente/África (2,1%) y Europa (0,9%). Por su parte, el índice para Colombia aumentó 0,7% (Anexo 1).

Adicionalmente, el IIF<sup>16</sup> estimó que los flujos de inversión de portafolio de economías emergentes continuaron en abril (US\$25,51 billones). En particular, el ritmo de entradas a renta variable se redujo de US\$20,23 billones en marzo a US\$5,05 billones<sup>17</sup> en abril; al tiempo que aumentó en los mercados de renta fija de US\$16,92 billones a US\$20,46 billones<sup>18</sup>. Para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$9,72 billones (Gráfico 8).

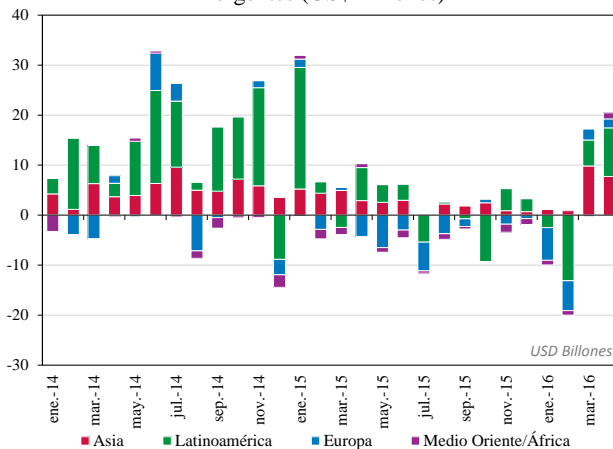
**Gráfico 7:** Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes\*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

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

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



Fuente: IIF.

<sup>15</sup> El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

<sup>16</sup> Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

<sup>17</sup> Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$3,44 billones, Latinoamérica US\$2,25 billones, Europa US\$0,49 billones y Medio Oriente/África -US\$1,13 billones.

<sup>18</sup> Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$7,73 billones, Latinoamérica US\$9,72 billones, Europa US\$1,81 billones y Medio Oriente/África US\$1,20 billones.

## Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 29 de abril y el 25 de mayo de 2016:

El Gráfico 9 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia pasó de 108 p.b. a 101 p.b, de tal manera que es inferior a las de México (213 p.b.) y Perú (165 p.b.); pero superior a las de Chile (73 p.b.) y Brasil (11 p.b.).

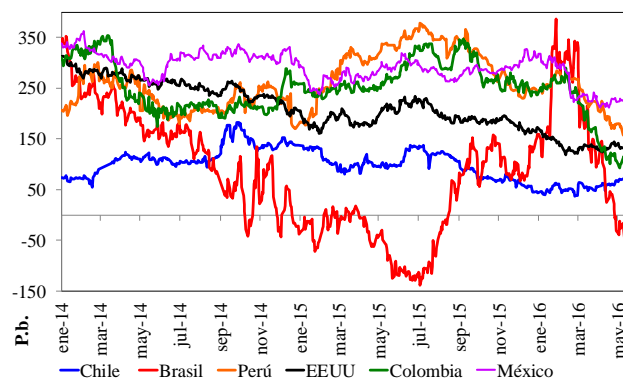
En el Gráfico 10 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) disminuyó y se ubica en niveles cercanos al 13%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en 21%. Lo anterior estaría indicando que los factores internacionales están afectando de forma diferente la pendiente de cada país de la región. Por otra parte, al observar el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo se encuentra que este disminuyó de 64% a 31%<sup>19</sup>.

En Colombia, después de la última reunión de la JDBR la curva cero cupón se aplanó ante el incremento de las tasas de corto plazo.

Los TES se desvalorizaron después de conocerse la decisión de la JDBR de incrementar la tasa de política 50 p.b, magnitud superior a la esperada por la mayoría de agentes (esp: 25 p.b.). Adicionalmente, el 2 y el 3 de mayo las tasas de los bonos continuaron aumentando ante una mayor percepción de riesgo a nivel internacional dadas las preocupaciones respecto al crecimiento a nivel global.

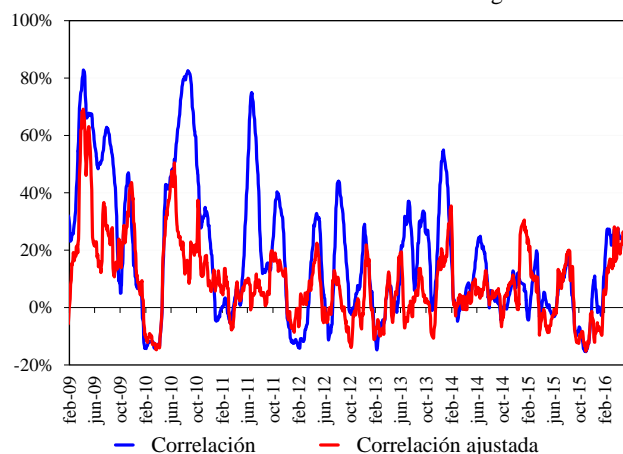
Posteriormente, las tasas disminuyeron debido a la recuperación del precio del petróleo y un ajuste temporal en las expectativas respecto a la política monetaria por parte de la Fed de tal manera que los agentes llegaron a considerar que el próximo incremento de la tasa de referencia en EE.UU. ocurriría a finales de este año. Los bonos se desvalorizaron nuevamente dado que estas expectativas se ajustaron considerablemente luego de las declaraciones de algunos funcionarios de la Fed y la

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



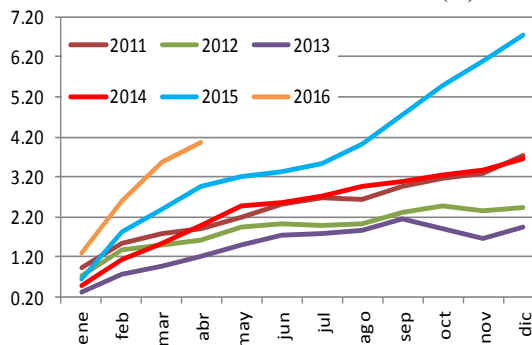
**Fuentes:** Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República. \*Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

**Gráfico 10:** Correlación Pendientes Región



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

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



**Fuente:** Dane.

<sup>19</sup> Correlaciones calculadas entre el 29 de abril y el 24 de mayo del 2016. La más alta corresponde a la correlación entre Colombia y Perú (87%) y la más baja a la calculada entre México y Colombia (-29%).

posterior publicación de sus minutas en las que se mencionaba la posibilidad de que el FOMC aumente la tasa en junio y se reflejaba la preocupación de algunos de los miembros de este Comité respecto a que el mercado estaba subestimando la probabilidad de que esto ocurriera<sup>20</sup>.

Además, a nivel local, las tasas pudieron haber sido afectadas por el anuncio del Gobierno de la realización de un canje de deuda con el Tesoro Nacional por \$3,2 billones realizado el 17 de mayo que implica una mayor oferta en el tramo largo de la curva de los TES en pesos a cambio de una contracción en los TES UVR cercanos a su vencimiento. La operación consistió en el intercambio de TES UVR con vencimiento en el año 2017 por TES denominados en pesos que vencen en los años 2020 y 2024<sup>21</sup>. El Ministerio mencionó que con este canje el saldo de la deuda había disminuido \$503 mil millones, y se habían reducido los pagos de amortización de deuda para el año 2017, lo que implica menores necesidades de emisión de TES en el Plan Financiero de ese año.

Adicionalmente, el 19 de mayo se publicaron los datos de balanza comercial de marzo que arrojaron un déficit superior al esperado por el mercado (obs: -US\$1116.9 millones vs esp: -US\$1084 millones), lo que refuerza las preocupaciones en torno al déficit de cuenta corriente.

En cuanto a los TES denominados en UVR, entre el 29 de abril y el 24 de mayo las tasas disminuyeron en promedio 3 p.b y 2 p.b, en los tramos corto y mediano, respectivamente, y no presentaron variaciones en el tramo largo.

A continuación se describen algunos eventos relevantes para el mercado.

Luego de conocerse la decisión de la JDBR de incrementar 50 p.b. la tasa de política monetaria, en promedio las tasas de los TES en pesos presentaron aumentos de 16 p.b, 9 p.b. y 8 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente.

El Dane publicó el 5 de mayo que la variación del índice de precios de abril del 2016 había sido 0,50%, dato inferior al esperado por el mercado (*Bloomberg*: 0,67%, encuesta del Banco de la República-BR: 0,66%) e inferior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2015 (0,54%). La variación anual fue 7,93%<sup>22</sup>. En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación las tasas de los TES en pesos presentaron disminuciones de 5 p.b, 12 p.b. y 1 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, mientras que las tasas de los TES denominados en UVR aumentaron 5 p.b, 2 p.b, y 2 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente.

En la encuesta realizada a comienzos de mayo por el BR<sup>23</sup> se observó que la inflación esperada para diciembre del 2016 en promedio pasó de 6,03% en abril a 6,02%. Para diciembre de 2017 las expectativas pasaron de 4,08% en abril a 4,07% en mayo, y la inflación esperada a dos años (mayo de 2018) se ubica en 3,69%<sup>24</sup>.

En la encuesta de Citibank el dato esperado de inflación para diciembre del 2016 pasó de 6,07% a 5,97%, y el dato esperado para el año 2017 pasó de 3,97% a 4,03%. Por su parte, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), las expectativas promedio de inflación para 2016 se ubicaron en 6,33% (ant: 6,21%).

---

<sup>20</sup> De acuerdo con las tasas implícitas en los futuros de los fondos federales, el 29 de abril se esperaba que la tasa superara el nivel de 0,5% en octubre del 2016, luego llegó considerarse que sería en diciembre del 2016 y después de la publicación de las minutas se espera que sea en agosto.

<sup>21</sup> El comunicado fue publicado el 18 de mayo en la tarde. Se recibieron \$3242 miles de millones del TES UVR que vence el 17 de mayo del 2017 y se entregaron TES denominados en pesos que vencen el 24 de julio del 2020 y el 24 de julio del 2024 por \$1740 miles de millones y \$1000 miles de millones, respectivamente.

<sup>22</sup> Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2015 (4,64%).

<sup>23</sup> Realizada entre el 6 y el 11 de mayo.

<sup>24</sup> En la encuesta anterior la inflación esperada para abril de 2018 era 3,81%.

El 16 de mayo se publicaron los datos de crecimiento de la producción industrial y las ventas al por menor en el mes de marzo, que en ambos casos fueron inferiores a los esperados. Las ventas al por menor disminuyeron 2,9% (esp: aumento de 3,4%) y el crecimiento de la producción industrial fue 1,4% (esp: 4,2%).

El Cuadro 1 presenta, segmentando por duración de los títulos, los compradores y vendedores de TES desde la última reunión de la JDBR (29 de abril de 2016), desde el 19 de marzo de 2014, día en el que se anunció el cambio en la ponderación de los bonos colombianos en el índice *GBI-Global Diversified* de JP Morgan, y en lo corrido de 2016.

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

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2016	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	1'565	(15'142)	(529)	6'594	(9'078)	390	(567)	757	581
Compañía de Financiamiento Comercial	(0)	(34)	15	2	(17)	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(874)	(1'059)	36	430	(593)	30	428	(667)	(210)
<b>Total EC</b>	<b>691</b>	<b>(16'236)</b>	<b>(478)</b>	<b>7'025</b>	<b>(9'688)</b>	<b>420</b>	<b>(139)</b>	<b>91</b>	<b>371</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(72)	(92)	16	(21)	(97)	2	13	4	18
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	(1'709)	(4'477)	(338)	2'528	(2'287)	(5)	60	563	618
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(953)	(3'127)	721	1'748	(657)	(8)	108	409
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(68)	-	(2)	(70)	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>	<b>(1'781)</b>	<b>(4'636)</b>	<b>(322)</b>	<b>2'505</b>	<b>(2'454)</b>	<b>(4)</b>	<b>72</b>	<b>567</b>	<b>636</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	65	(406)	712	(341)	(36)	(61)	51	(224)	(234)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	(64)	(767)	(40)	49	(758)	(23)	(16)	(108)	(147)
	<i>Extranjeros</i>	(5)	(8)	18	20	30	-	-	-
	<i>FIC</i>	-	(35)	(11)	64	18	-	-	-
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>	<b>1</b>	<b>(1'173)</b>	<b>672</b>	<b>(292)</b>	<b>(794)</b>	<b>(85)</b>	<b>36</b>	<b>(332)</b>	<b>(381)</b>
Sociedades Fiduciarias Propia	(13)	(339)	7	468	135	(2)	(15)	30	14
Sociedades Fiduciarias Terceros	6'142	(8'021)	2'228	32'943	27'149	(417)	(232)	1'084	434
	<i>Extranjeros***</i>	6'017	(1'035)	2'894	28'261	30'119	(114)	(541)	1'067
	<i>FIC</i>	40	(802)	285	9	(508)	(61)	230	(3)
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(285)	(3'415)	(133)	2'473	(1'075)	(128)	15	(145)
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>	<b>6'129</b>	<b>(8'361)</b>	<b>2'235</b>	<b>33'410</b>	<b>27'285</b>	<b>(419)</b>	<b>(247)</b>	<b>1'114</b>	<b>448</b>
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	(303)	(608)	(91)	247	(452)	-	(16)	44	28
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	(1)	(7)	(8)	4	(12)	-	-	-	-
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(1)	(7)	(8)	4	(12)	-	-	-
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>	<b>(304)</b>	<b>(615)</b>	<b>(99)</b>	<b>250</b>	<b>(464)</b>	<b>-</b>	<b>(16)</b>	<b>44</b>	<b>28</b>
Sociedades Administradoras de Inversión Propia	(2)	-	1	-	1	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión Terceros	-	(17)	7	4	(6)	-	-	-	-
	<i>FIC</i>	-	(17)	7	4	(6)	-	-	-
<b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b>	<b>(2)</b>	<b>(17)</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>(5)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total Entidades Financieras No bancarias</b>	<b>4'044</b>	<b>(14'802)</b>	<b>2'494</b>	<b>35'877</b>	<b>23'568</b>	<b>(507)</b>	<b>(156)</b>	<b>1'392</b>	<b>730</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	282	(2'362)	1'699	1'194	531	(91)	(105)	36	(159)
Total Entidades Públicas****	10'552	780	674	1'687	3'142	541	2'121	1'291	3'953
Otros*****	149	(3'525)	1'054	3'830	1'360	(5)	19	44	58
	<i>Extranjeros</i>	(0)	-	-	(23)	(23)	-	-	-
<b>Total Movimiento Neto</b>	<b>15'718</b>	<b>(36'144)</b>	<b>5'443</b>	<b>49'614</b>	<b>18'913</b>	<b>358</b>	<b>1'740</b>	<b>2'854</b>	<b>4'952</b>

**Fuente:** BR. Información actualizada al 20 de mayo de 2016. \* Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

En general, los principales agentes compradores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR han sido las entidades públicas (\$3953 mm, principalmente en los tramos medio y largo) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$618 mm, tramo largo), mientras que los principales vendedores han sido las sociedades comisionistas de bolsa en posición propia (\$234 mm, tramo largo) y las corporaciones financieras (\$210 mm, tramo largo).

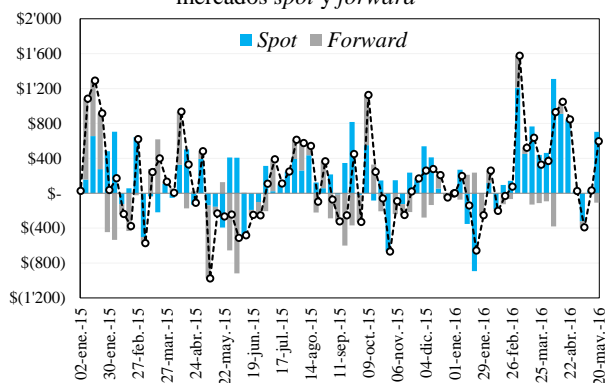
Los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$311 mm, tramos

medio y largo), mientras que los principales vendedores fueron los bancos comerciales (\$1234 mm, tramo corto) y las entidades públicas (\$1149 mm, tramo corto) (Anexo 2).

En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$6012 mm. Específicamente, desde el 29 de abril registraron ventas netas por \$114 mm y \$541 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, al tiempo que compraron en neto \$1067 mm en el tramo largo.

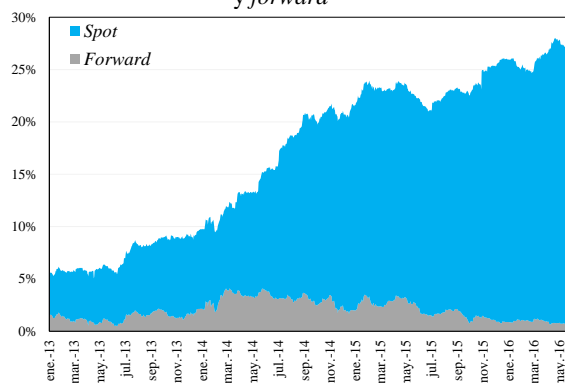
Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros mostraron un menor apetito por TES en el mercado a futuro. La posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$186 mm. Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$1180 mm el 29 de abril a \$994 mm el 20 de mayo.

**Gráfico 12:** Compras Netas de TES *offshore* en los mercados *spot* y *forward*\*



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

**Gráfico 13:** Saldo de TES *offshore* en los mercados *spot* y *forward*\*



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

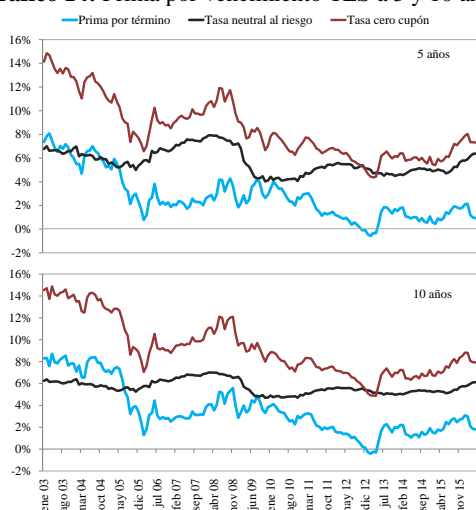
Lo anterior puede observarse en los Gráficos 12 y 13 y en el Cuadro 1.1. El Gráfico 12 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward*. El Gráfico 13 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro 1.1 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*.

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

	2015			Corrido de 2016			Abr-16			Corrido de May-16		
	spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'228)	\$ 1'622	\$ (3'607)	\$ 691	\$ 262	\$ 953	\$ (1'594)	\$ 261	\$ (1'334)	\$ 371	\$ 186	\$ 558
Offshore	\$ 7'498	\$ (1'622)	\$ 5'876	\$ 6'012	\$ (262)	\$ 5'751	\$ 3'088	\$ (261)	\$ 2'827	\$ 412	\$ (186)	\$ 225

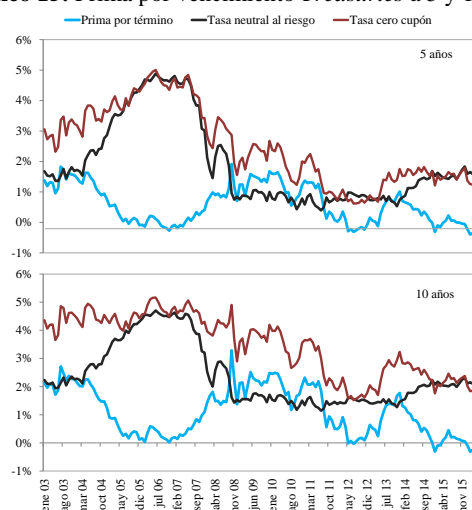
Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 20 de mayo de 2016. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

**Gráfico 14:** Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años.



Fuente y Cálculos: Banco de la República.

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

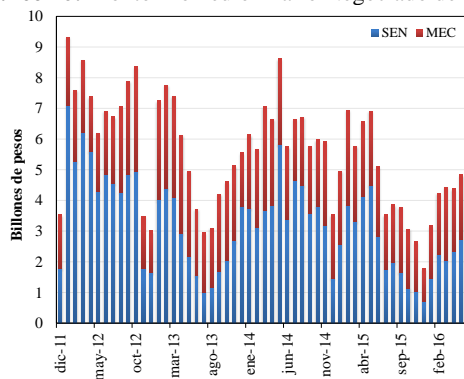


Fuente y Cálculos: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Entre el 29 de abril y el 20 de mayo<sup>25</sup> la prima por vencimiento para los TES en pesos a 5 años disminuyó 5 p.b, mientras que la tasa neutral al riesgo aumentó 1,5 p.b. En cuanto a los títulos a 10 años, la prima por vencimiento disminuyó 2,7 p.b. mientras que la tasa neutral al riesgo aumentó 1 p.b. (Gráfico 14). Por su parte, la prima por vencimiento de los *Treasuries* disminuyó 3 p.b. para el plazo a 5 años y 7,5 p.b. para el plazo a 10 años. No obstante, la tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó 11 p.b. y 9,6 p.b. respectivamente, lo que se explica en parte por expectativas de que los futuros incrementos de la tasa de política monetaria se den antes de lo descontado previamente (Gráfico 15).

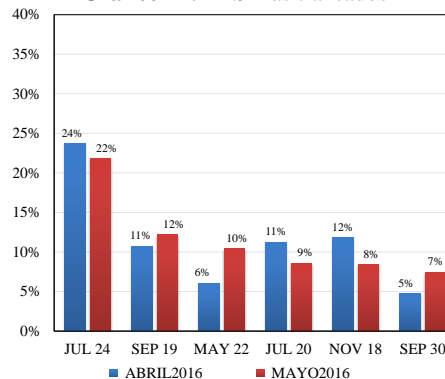
Desde la última reunión de la JDBR no ha habido vencimientos de TES pero se pagaron cupones por \$1737 mm<sup>26</sup>. El valor de las emisiones de bonos de largo plazo desde la última reunión de la JDBR ha sido \$2932 mm y de TES de corto plazo por \$800 mm<sup>27</sup>.

**Gráfico 16:** Monto Promedio Diario Negociado de TES



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

**Gráfico 17:** TES más transados



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

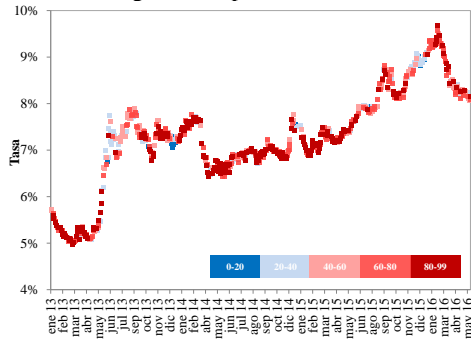
<sup>25</sup> Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2014). *Estimación de la prima por vencimiento de los TES en pesos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía.854. Banco de la República.

<sup>26</sup> De los TES denominados en pesos que vencen el 4 de mayo del año 2022 (\$1054 mm), y de los TES denominados en UVR que vencen el 17 de mayo del 2017 (\$507 mm) y el 7 de mayo del año 2025 (\$176 mm).

<sup>27</sup> Con datos al 24 de mayo. De los TES de largo plazo \$2932 mm corresponden a bonos en pesos y \$800 mm a bonos denominados en UVR.

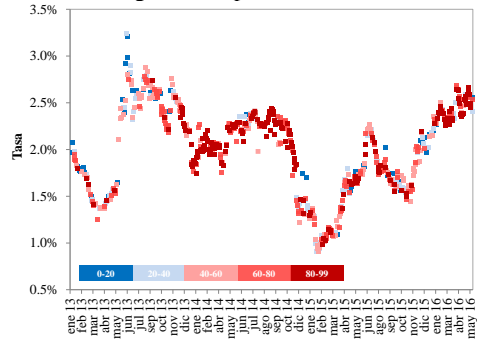
En lo corrido de mayo el monto promedio diario negociado ha sido \$4,8 billones<sup>28</sup>, superior al observado el mes anterior (\$4,3 billones), pero inferior al registrado en mayo del 2015 (\$6,9 billones) (Gráfico 16). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 24% a 22%, seguidos de los que vencen en septiembre del 2019 cuya participación pasó de 11% a 12% (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

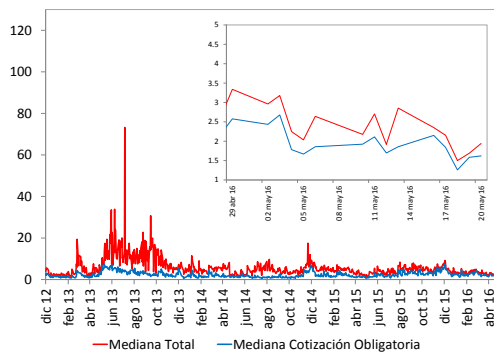


Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

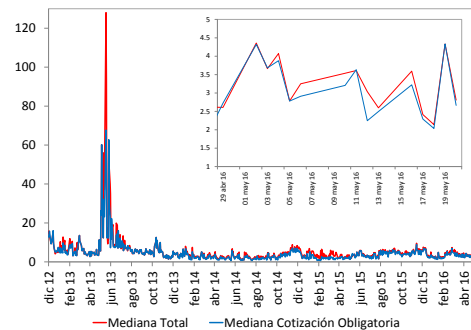
En los Gráficos 18 y 19 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 2 años). Se tiene que desde el 29 de abril se han mantenido los montos de negociación de los títulos en pesos, los cuales se han ubicado en general entre los percentiles 40 y 60. Para el caso de los UVR, hasta el 13 de mayo los montos de negociación fueron altos y se ubicaron entre los percentiles 80 y 99, no obstante, posterior al 13 de mayo estos montos cayeron y se ubicaron entre los percentiles 20 y 60. El mayor monto de las primeras semanas de mayo se asocia principalmente a la operación asociada al canje de deuda llevado a cabo por el Gobierno.

El *bid-ask* promedio de mayo de los TES en pesos y UVR disminuyó respecto al promedio de abril (Gráficos 20.1 y 20.2). En particular, para los títulos de cotización obligatoria el promedio de mayo se ubicó en 1,92 p.b. para el caso de los TES en pesos (abril: 2,13 p.b.) y en 3,19 p.b. para el caso de los TES UVR (abril: 3,25 p.b.). La profundidad de estos mercados (Gráficos 20.3 y 20.4), respecto al promedio de abril, ha aumentado. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos fue de \$159 mm (marzo: \$144 mm) y en UVR de \$57 mm (marzo: \$55 mm).

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



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

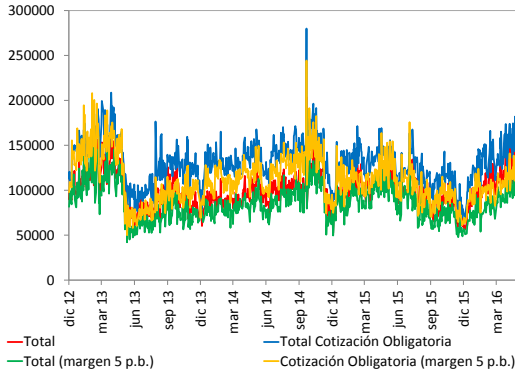


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República.\*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para los títulos. Total: todos los títulos del gobierno en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

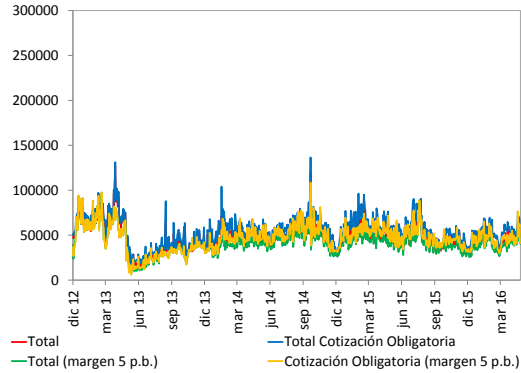
<sup>28</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).



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

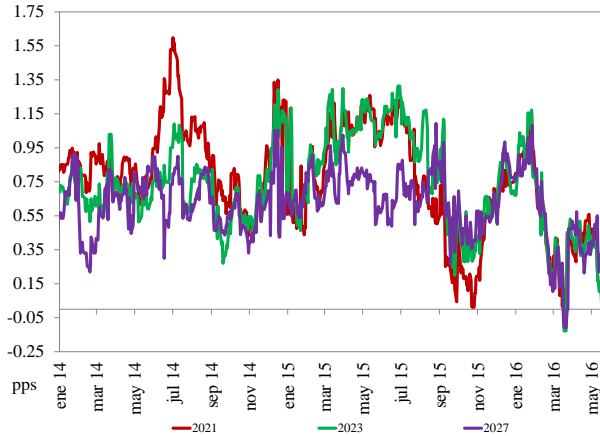


**Gráfico 20.4:** Profundidad promedio de los TES en UVR\*



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

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

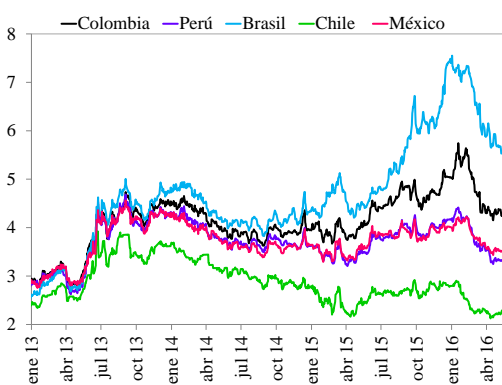


**Fuentes:** Bloomberg, SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.\* Los márgenes se calculan con títulos de las dos clases cuyos vencimientos son similares.

En el Gráfico 21 se muestra la evolución de los márgenes entre las tasas de los TES locales y los TES globales en pesos. Desde la última junta los márgenes disminuyeron para todos los plazos principalmente como consecuencia de las desvalorizaciones de los TES globales.

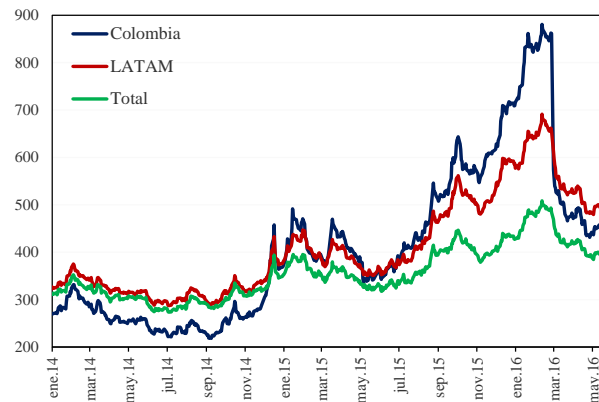
El margen para títulos a 10 años aumentó en los casos de Brasil y Chile. Para el caso de Brasil ante valorizaciones de los globales y desvalorizaciones de los locales. Para el caso de Chile ante desvalorizaciones más pronunciadas en los bonos locales (Cuadro 2).

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



**Fuente:** Bloomberg.

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



**Fuente:** Bloomberg

El margen entre las tasas a 10 años de los bonos locales (denominados en moneda local) y los bonos externos denominados en dólares disminuyó para los casos de Brasil, Perú y Colombia, se mantuvo estable para el caso de Chile y aumentó para el caso de México. Las caídas de Brasil, Perú y Colombia obedecen principalmente a las desvalorizaciones de los bonos externos<sup>29</sup>. El margen de Chile se mantuvo estable ante desvalorizaciones similares en los dos tipos de bonos y para el caso de México los bonos locales se desvalorizaron en mayor magnitud (Gráfico 22 y Cuadro 2).

En cuanto a la deuda de agentes diferentes al Gobierno Central, durante el periodo analizado el Banco Caja Social realizó una colocación por \$400 mm<sup>30</sup> en el mercado local, y el Banco de Bogotá realizó una colocación en los mercados internacionales por US\$600 millones<sup>31</sup>. Adicionalmente, desde la última reunión de la JDBR el *spread* del EMBI corporativo<sup>32</sup> para Colombia aumentó 2,4%, al tiempo que el *spread* para Latinoamérica aumentó 2,2% y el de todas las economías emergentes 0,3% (Gráfico 23).

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

<b>Rendimientos bonos yankees a 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual	4.5	3.5	5.8	2.4	3.6
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>8</b>	<b>19</b>	<b>9</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	167	81	300	-13	76
Variación año corrido (p.b.)	163	66	317	3	72
<b>Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual	7.9	n.d	10.8	4.1	n.d
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>18</b>	<b>n.d</b>	<b>-8</b>	<b>6</b>	<b>n.d</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	345	n.d	409	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	337	n.d	541	n.d	n.d
<b>Tasa cero cupón locales 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual	8.2	6.6	13.5	4.8	6.6
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-4</b>	<b>-12</b>	<b>5</b>	<b>19</b>	<b>31</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	308	225	315	-62	193
Variación año corrido (p.b.)	245	232	359	-93	84
<b>Margen bonos locales y bonos globales 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual (pps)	0.2	n.d	2.7	0.7	n.d
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-21</b>	<b>n.d</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>n.d</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	-36	n.d	-94	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-92	n.d	-181	n.d	n.d
<b>Margen bonos locales y bonos en dólares 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual (pps)	3.7	3.1	7.7	2.3	3.0
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-26</b>	<b>-32</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>23</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	141	145	15	-49	116
Variación año corrido (p.b.)	82	166	43	-96	12

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

<sup>29</sup> Para los casos de Perú y Colombia también se ven valorizaciones en los títulos locales.

<sup>30</sup> Emisión de bonos subordinados realizada el 4 de mayo donde la demanda fue 1,5 veces la oferta (\$597 mm). La colocación se realizó a 10 años, con una tasa de 4,72% margen sobre IPC E.A.

<sup>31</sup> Emisión realizada el 10 de mayo, con un plazo de 10 años y cupón de 6,25%, donde la demanda alcanzó los US\$1300 millones (2,2 veces la oferta). De acuerdo con la entidad, los recursos se utilizarán para fondar parte de la cartera que colocará en proyectos de infraestructura de cuarta generación.

<sup>32</sup> El *Corporate Emerging Market Bond Index* (CEMBI) es un indicador de la deuda corporativa denominada en dólares emitida por entidades provenientes de economías emergentes.

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

Con datos disponibles al 24 de mayo (EOF<sup>33</sup>, volatilidades preliminares<sup>34</sup> y márgenes crediticios preliminares<sup>35</sup>) el índice preliminar<sup>36</sup> de percepción de riesgo IDODM se mantuvo relativamente estable frente al de abril (Gráfico 24). Entre marzo y abril el indicador había aumentado principalmente ante el incremento de los *spreads* de cartera y el deterioro en las expectativas de *spread* soberano.

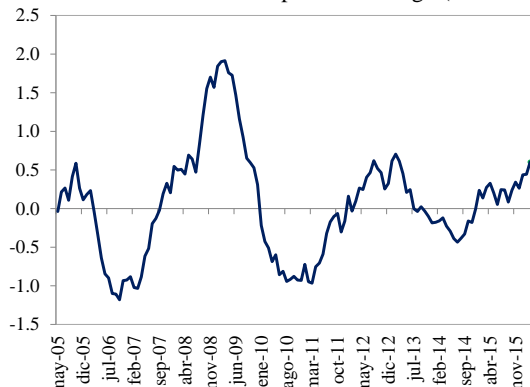
En este mismo mes (abril) el índice de confianza de los consumidores que calcula Fedesarrollo mejoró al pasar de -21 en marzo a -13. Al observar sus componentes se encuentra que tanto el de condiciones actuales como el de expectativas mejoraron. No obstante el indicador se encuentra 21,2 puntos por debajo de lo registrado en el mismo mes del 2015 (Gráfico 25).

Fedesarrollo y la BVC publicaron la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) del mes de mayo. En el Gráfico 26 puede observarse que respecto a lo que se esperaba en abril, en mayo los analistas financieros mantuvieron relativamente estables sus proyecciones de crecimiento para todo el año 2016 (2,61%), el primer (2,69%) y segundo trimestre (2,65%) del 2016 y para el 2017 (2,97%). Para los dos primeros trimestres del 2016 se espera un crecimiento inferior al dato publicado para el cuarto trimestre de 2015 (3,3%). El dato esperado para el 2017 es superior al esperado para el 2016.

En cuanto a la inflación (Gráfico 27), la EOF refleja que en promedio el dato esperado para el 2016 aumentó (de 6,21% a 6,33%), al igual que para diciembre del 2017 (4,46% a 4,64%). Las expectativas para diciembre de 2017 muestran un sesgo al alza.

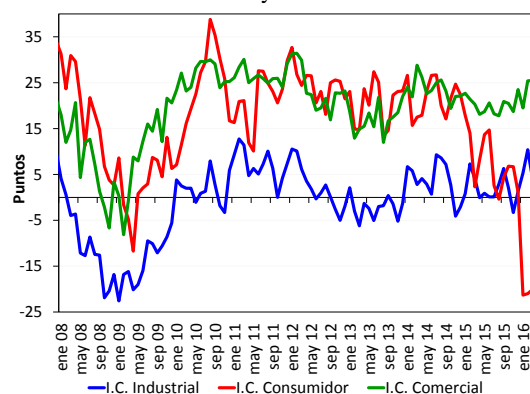
Respecto al *spread*, el 39% de agentes espera que aumente (anterior: 42%), mientras un 39% espera que se mantenga igual (anterior: 30%) y un 21% que disminuya (anterior: 28%).

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



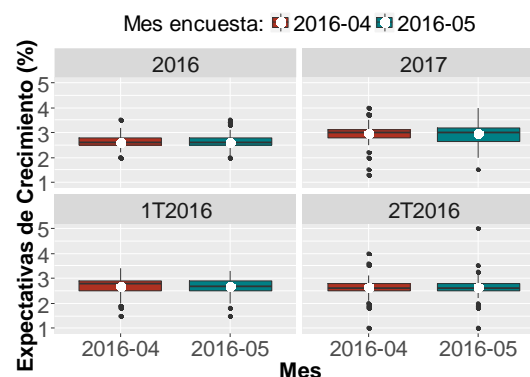
**Fuentes:** Banco de la República, *Bloomberg*, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

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



**Fuente:** Fedesarrollo.

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



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

<sup>33</sup> Publicada el 23 de mayo.

<sup>34</sup> Datos al 20 de mayo.

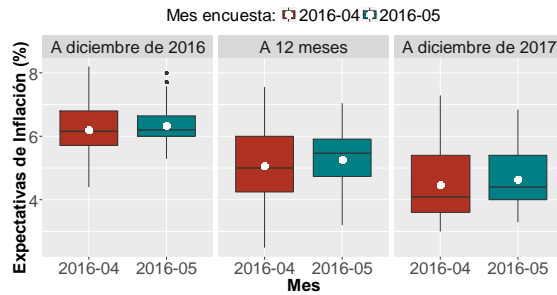
<sup>35</sup> Datos al 13 de mayo.

<sup>36</sup> Estos datos son preliminares ya que no se cuenta con la Encuesta de Opinión Empresarial de la Andi ni con la de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes<sup>37</sup>, un 29,6% espera que esta se mantenga estable (anterior: 37,8%), un 28,2% que aumente (anterior: 27%), y un 23,9% que disminuya (anterior: 14,9%).

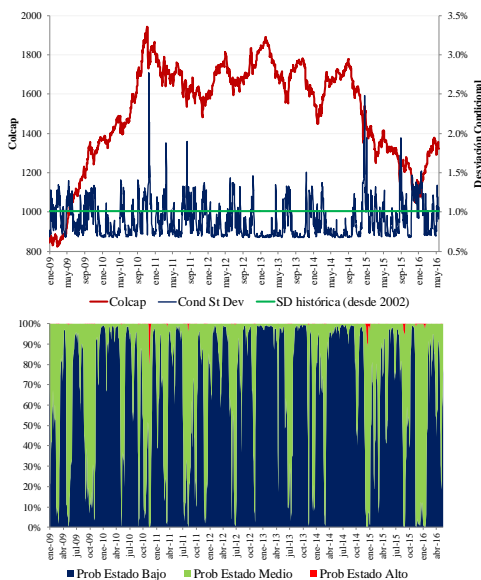
Entre el 29 de abril y el 25 de mayo el Colcap se desvalorizó 2,66%. Este comportamiento es explicado en parte por las expectativas respecto a los movimientos de la Fed, la depreciación del peso y la publicación de algunos resultados corporativos peores a los esperados por el mercado. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una valorización cercana al 0,53% (anterior: +1,15%)<sup>38</sup>. Para lo corrido de mayo, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó respecto al promedio observado en abril y actualmente se ubica cerca de su media histórica; además, actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico 28).

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



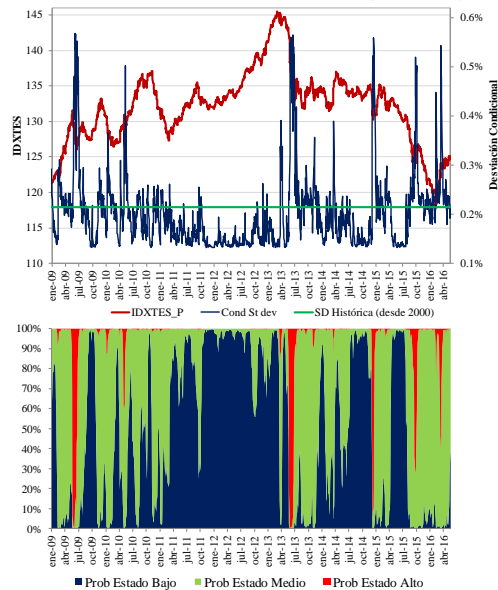
**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

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



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

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



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

Por otro lado, según la EOF los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en 2024 presenten una desvalorización cercana a los 10 p.b. (anterior: 28 p.b.)<sup>39</sup>. Para lo corrido de mayo, la volatilidad promedio del mercado de TES disminuyó respecto al promedio observado en abril y se ubica cerca de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico 29).

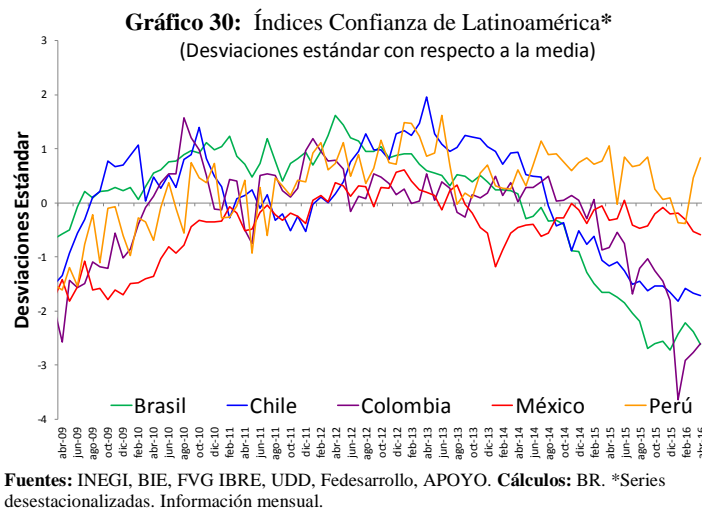
<sup>37</sup> Al 18,3% restante no les aplica la pregunta (anterior: 20,3%).

<sup>38</sup> El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

<sup>39</sup> El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

Con información al 13 de mayo, los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron un comportamiento mixto respecto a lo observado en promedio durante abril<sup>40</sup>. Para la cartera de tesorería el margen aumentó 41 p.b, mientras que para las carteras preferencial y de consumo los márgenes disminuyeron 24 p.b. y 0,8 p.b, respectivamente. El comportamiento de los márgenes de tesorería se explica por incrementos de las tasas activas superiores a las desvalorizaciones de los TES a 30 días. La disminución de los márgenes de cartera preferencial se explica principalmente por las caídas en las tasas activas.

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 marzo y abril mejoraron los índices de Perú y Colombia; y desmejoraron los de Brasil, México y Chile. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas, salvo el de Perú.



En resumen, el IDODM preliminar de mayo se mantuvo relativamente estable ante movimientos mixtos en los indicadores disponibles.

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

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Islandia (5,75%), Noruega (0,5%), Israel (0,1%), Canadá (0,5%) e Inglaterra (0,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas en línea con las expectativas de los analistas. Adicionalmente, el Banco Central de Inglaterra mantuvo el monto de su programa de compra de activos en £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012). Por su parte, el Banco Central de Australia recortó sorpresivamente su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 1,75%.

El 18 de mayo se publicaron las minutas de la reunión de política monetaria de la Fed del mes de abril, en las cuales se señaló que es probable que el organismo suba en junio el rango de las tasas de los fondos federales debido a que se considera que las cifras entrantes apuntan a un crecimiento económico más acelerado en el 2T16, que el mercado laboral continúa fortaleciéndose y que la inflación avanza hacia su meta del 2%.

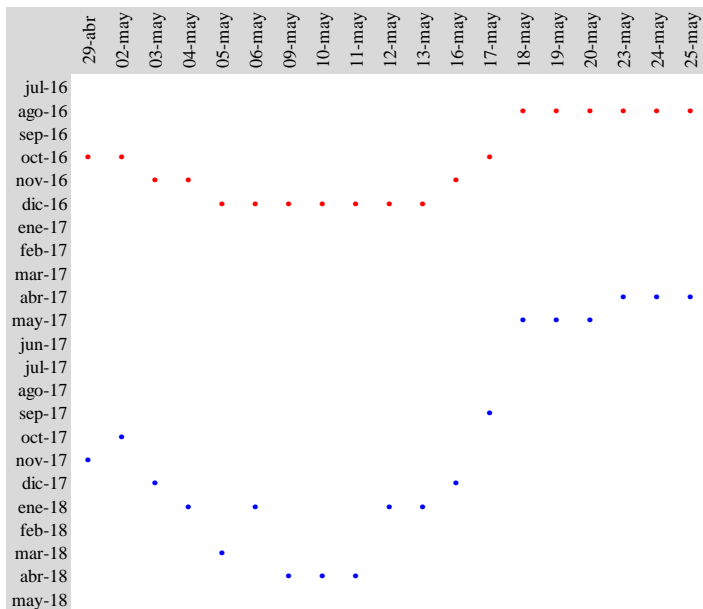
De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, el 29 de abril se esperaba que la tasa de referencia llegaría a 0,50% (puntos rojos) en octubre del 2016, y recientemente se espera que alcance este nivel en agosto de 2016. En cuanto a las expectativas respecto al mes en que la tasa alcanzará un nivel de 0,75% (puntos azules), estas pasaron de noviembre a abril de 2017 (Gráfico 31). El Gráfico 31.1 muestra que actualmente el mercado espera un ritmo de incrementos más rápido al que se esperaba el 29 de abril.

Por otra parte, la probabilidad de que el rango de las tasas de los fondos federales suba en junio o en julio aumentó durante el periodo (Gráficos 32.1 y 33). Además, en los gráficos 33.1 y 33.2 se observa que: i) el escenario más probable es que para el 2016 solo se presente una subida adicional

<sup>40</sup> Para mayor información ver Anexo 3.

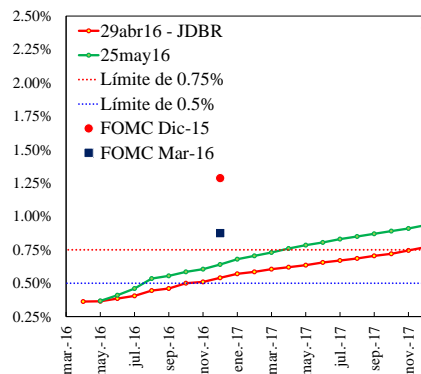
en las tasas de los fondos federales, y ii) desde el 29 de abril aumentó la probabilidad de que tenga lugar más de una subida del rango.

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



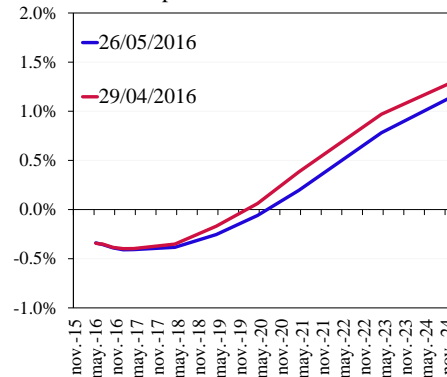
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

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



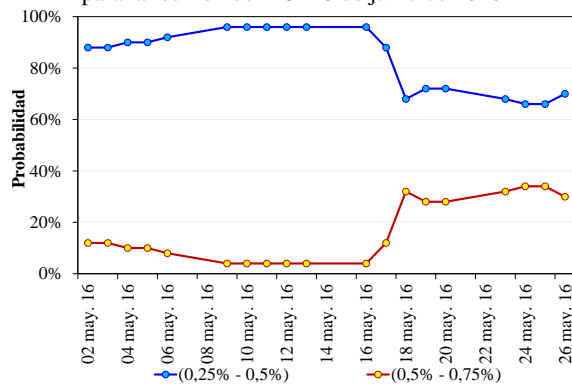
Fuente: Bloomberg.

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



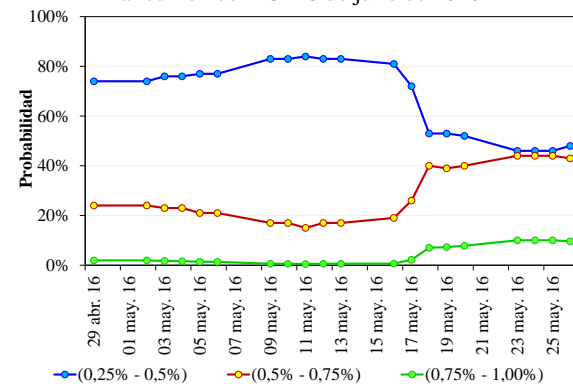
Fuente: Bloomberg.

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



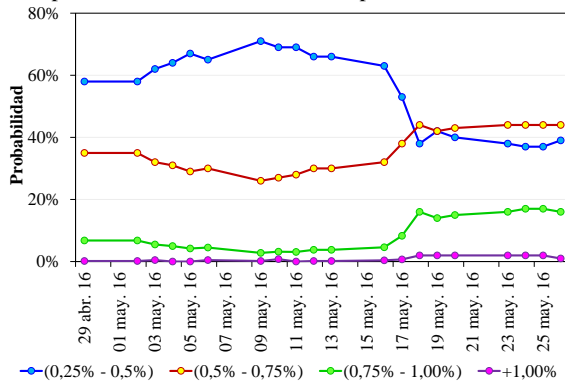
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

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



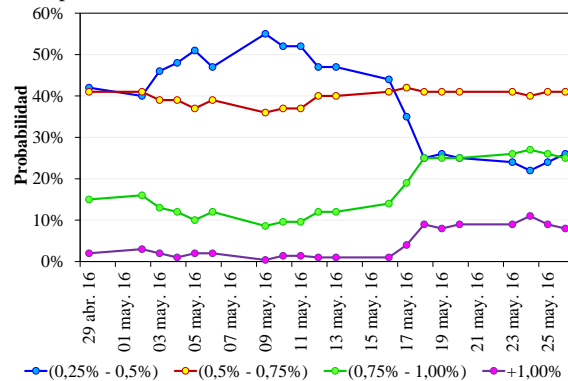
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

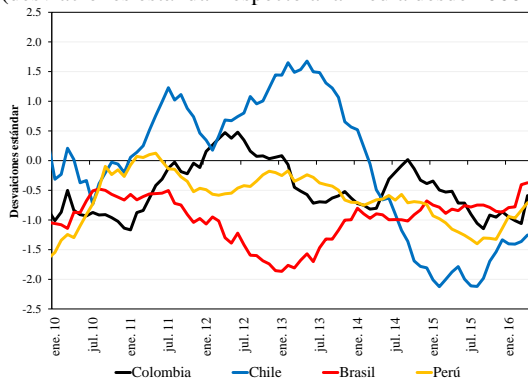
En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE con base en los futuros del índice Eonia, el mercado anticipa que el primer incremento tendrá lugar alrededor del 2T20, mientras que el 29 de abril se descontaba que tendría lugar en el 1T20 (Gráfico 32).

Los bancos centrales de Turquía, Sudáfrica, Rusia, Tailandia, República Checa, Polonia, Corea del Sur e Indonesia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en línea con lo esperado, y el Banco Central de Hungría la recortó 15 p.b. a 0,9%, lo cual también estaba anticipado por el mercado. En Latinoamérica, los bancos centrales de México, Chile y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 3,75%, 3,5% y 4,25% respectivamente, decisiones que eran esperadas por los mercados.

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

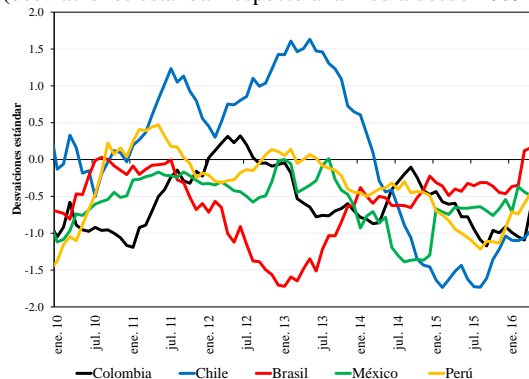
En los Gráficos 34 y 35 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales<sup>41</sup> desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. Se puede observar que en abril las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas<sup>42</sup>.

**Gráfico 34:** Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar 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 respecto a la media desde 2005\*)



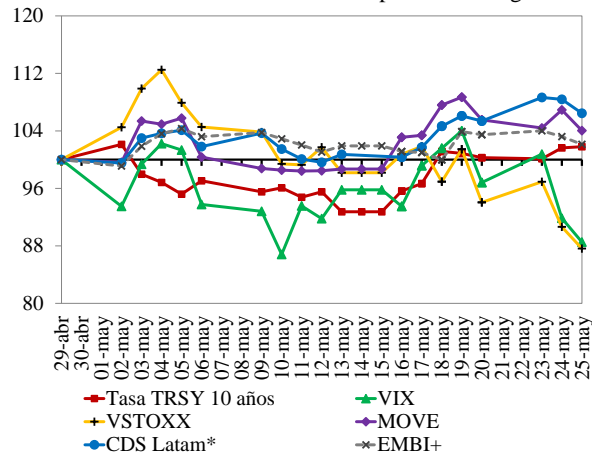
Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.\*Media y desviación histórica calculada desde octubre de 2005.

<sup>41</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

<sup>42</sup> Desde febrero del año 2000, las medias de las tasas reales de Colombia, Chile, Brasil y Perú son 1,73%, 1,12%, 7,11% y 1,24%, respectivamente. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,58%.

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

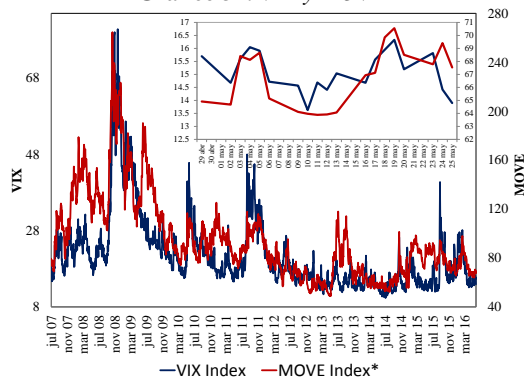
**Gráfico 36: Indicadores de Percepción de Riesgo**



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

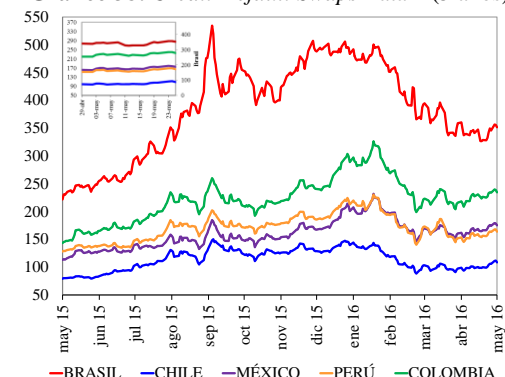
\*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

**Gráfico 37: VIX y MOVE\***



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 38: Credit Default Swaps Latam (5 años)**



Fuente: Bloomberg.

Los principales indicadores de percepción de riesgo para países desarrollados cerraron en niveles inferiores a los observados a finales de abril, mientras que los que reflejan la percepción de riesgo hacia países emergentes se deterioraron.

En particular, durante la primera semana de mayo, los indicadores aumentaron, en mayor magnitud el de Europa, que estuvo afectado por la incertidumbre que ha generado el referendo que determinará la permanencia de Inglaterra en la Unión Europea y al recorte en las proyecciones de crecimiento e inflación para la Zona Euro por parte de la Comisión Europea<sup>43</sup>. El deterioro de todos los indicadores estuvo asociado a la publicación de algunos datos negativos en Estados Unidos<sup>44</sup>, Japón<sup>45</sup> y Reino Unido<sup>46</sup>. Adicionalmente, durante la semana entre el 16 y el 20 de mayo, los indicadores aumentaron ante la publicación de datos desfavorables de comercio, actividad

<sup>43</sup> La Comisión Europea redujo su pronóstico de crecimiento de 1,7% a 1,6% para 2016 y de 1,9% a 1,8% para 2017.

<sup>44</sup> En marzo el gasto total en construcción creció 0,3% mientras el Mercado esperaba un incremento de 0,5%. Por su parte, el ISM manufacturero cayó de 51,8 a 50,8, por debajo de lo esperado por el mercado.

<sup>45</sup> La actividad manufacturera se contrajo para el mes de abril al ritmo más fuerte en más de tres años. El índice PMI cayó de 49,8 en marzo a 48,2.

<sup>46</sup> El PMI manufacturero de Reino Unido se contrajo en abril. El indicador pasó de 51 en marzo a 49,2, y se ubicó por debajo de lo esperado (51,2). Este resultado implica una contracción del sector por primera vez desde abril de 2013.



industrial, y del sector manufacturero y de servicios de China<sup>47</sup>, y el incremento en la probabilidad de que el próximo incremento de la Fed se lleve a cabo en junio. La incertidumbre respecto a lo que hará la Fed se vio reflejada en mayor medida en el índice MOVE. Recientemente, la percepción de riesgo ha disminuido como consecuencia del incremento en el precio del petróleo y la publicación de datos favorables en Estados Unidos.

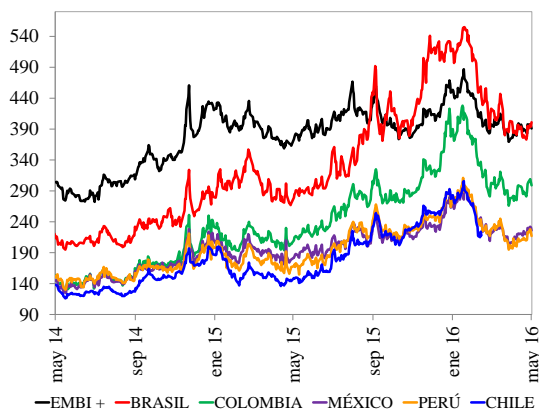
De esta manera, el VIX pasó de 15,7% el 29 de abril a 13,9% el 25 de mayo, al tiempo que el VSTOXX pasó de 24% a 21%. El índice MOVE<sup>48</sup> pasó de 64,9 a 67,5 (Gráficos 36 y 37).

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel regional aumentaron. Entre el 29 de abril y el 25 de mayo los *Credit Default Swap* (CDS) a 5 años aumentaron 16 p.b. para Colombia, 14 p.b. para México, 12 p.b. para Perú, 12 p.b. para el caso de Brasil y 10 p.b. en el caso de Chile. En línea con lo anterior, el EMBI+ aumentó 8 p.b. al tiempo que el EMBI Colombia se incrementó 18 p.b. (Gráficos 38 y 39). El mayor incremento de la percepción de riesgo hacia Colombia puede estar relacionado con el dato desfavorable de balanza comercial de marzo, que reforzó las preocupaciones en torno al déficit de cuenta corriente.

Se destaca que *Fitch Ratings* redujo la calificación crediticia de Brasil desde BB+ a BB con *outlook* negativo, ante débiles perspectivas económicas y un deterioro en la política fiscal del país. Por otra parte, se aprobó el juicio político contra la presidente Dilma Rousseff, lo cual trajo consigo su suspensión del cargo por 180 días.

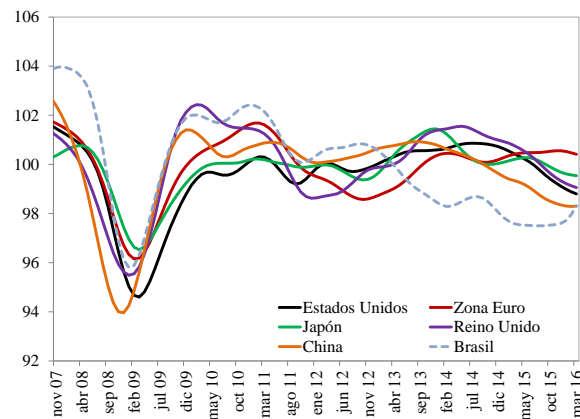
Entre febrero y marzo del 2016 los indicadores líderes de la actividad económica<sup>49</sup> publicados por la OECD<sup>50</sup> desmejoraron para Estados Unidos, la Zona Euro, Japón y Reino Unido, mientras que mejoraron para China y Brasil (Gráfico 40).

**Gráfico 39: EMBI Países Latam**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 40: Indicadores Líderes de Crecimiento de la OECD**



Fuente: OECD.

<sup>47</sup> En abril el PMI manufacturero disminuyó a 49.4 (esp: 49.8) y el de servicios a 51.8 (ant: 52.2). En abril las exportaciones crecieron 4.1% frente a un esperado de 4.3% y las importaciones se contrajeron 5.7% (esp: +0.3%). En abril la producción industrial aumentó 6% dato inferior al esperado de 6.5%. En abril las ventas al por menor aumentaron 10.1%, dato inferior al esperado de 10.6%.

<sup>48</sup> Indicador que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre los Bonos del Tesoro de los EE.UU.

<sup>49</sup> Toda la serie es actualizada en el momento en que se dispone de nuevos datos. La metodología puede ser encontrada en *OECD Leading Indicators and Business Cycles in Member Countries, Sources and Methods*, No 39, January 1987. El indicador busca replicar el índice de producción total utilizando, entre otros, el nivel del stock de bienes finales, precios de acciones, oferta monetaria, salarios, inicios de construcción y horas semanales de trabajo en el sector manufacturero.

<sup>50</sup> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

En resumen, los principales indicadores de percepción de riesgo para países desarrollados cerraron en niveles inferiores a los observados a finales de abril, mientras que los que reflejan la percepción de riesgo hacia países emergentes se deterioraron.

## 5. Tasas de interés y Expectativas del mercado

En el Gráfico 43 se presenta la evolución de la tasa mínima de expansión del BR, la tasa interbancaria (TIB), la DTF y el IBR a un día. Desde el 29 de abril el IBR *overnight* y la TIB oscilaron en niveles similares al de la tasa de política monetaria. La tasa de simultáneas del SEN era 6,37% el 29 de abril y recientemente es 6,97%<sup>51</sup>.

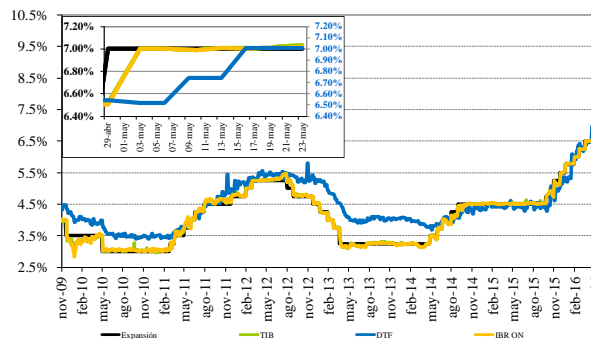
En cuanto a las expectativas de movimientos de la tasa de referencia por parte del BR en la próxima reunión de la Junta, la mayoría de agentes espera un incremento de 25 p.b, algunas entidades esperan un aumento de 50 p.b, y otras creen posible que la tasa permanezca inalterada.

En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 23 de mayo<sup>52</sup>, un 60,6% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b, un 7% que será incrementada 50 p.b y el 32,4% restante que se mantendrá inalterada.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 35,2% señaló la política monetaria (ant: 37,8%), un 26,8% la política fiscal (ant: 21,6%), un 25,3% (ant: 24,3%) los factores externos, un 9,9% el crecimiento económico (ant: 12,2%), y el 2,8% restante las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 4,1%).

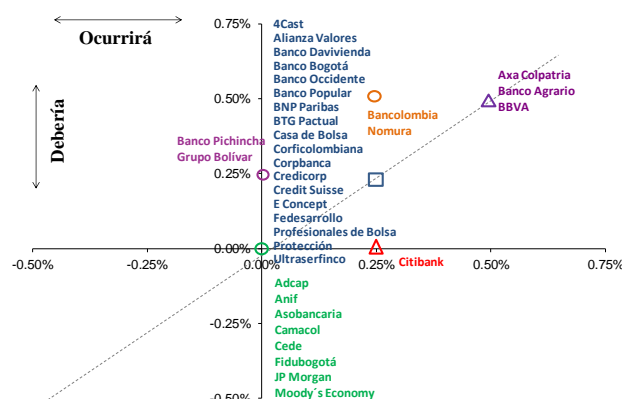
En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 26 de mayo, el 72% (23 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de

Gráfico 43: Tasas Interés Mercado Colombiano



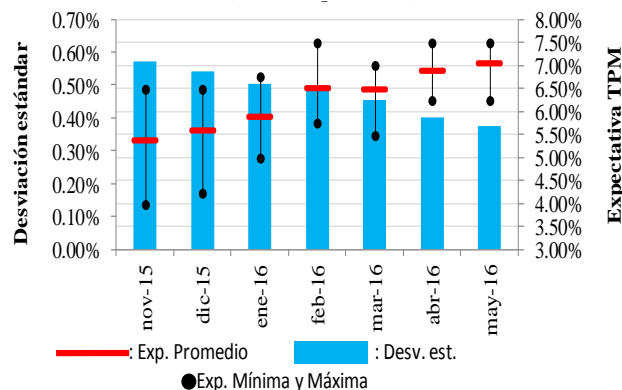
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 44: Encuestas Anif y Citibank



Fuente: Anif y Citibank.

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



Fuente: Encuesta Citibank.

<sup>51</sup> Dato del 25 de mayo.

<sup>52</sup> Realizada entre el 10 y el 18 de mayo.

referencia de 25 p.b, el 18% (6 entidades<sup>53</sup>) espera que la tasa permanezca inalterada, y el 9% restante (3 entidades<sup>54</sup>) espera que la tasa aumente 50 p.b.

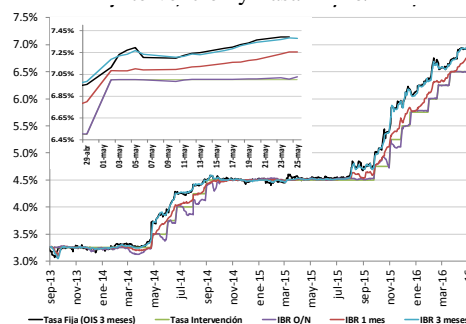
En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank<sup>55</sup>, se encuentra que de las 34 entidades encuestadas el 62% (21 entidades) espera que la tasa aumente 25 p.b, el 29% (10 entidades) cree que la tasa permanecerá inalterada, y el 9% (3 entidades<sup>56</sup>) espera un aumento de 50 p.b. El 59% (20 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b, el 26% (9 entidades) recomienda que la tasa permanezca inalterada, y el 15% (5 entidades<sup>57</sup>) recomienda que la tasa suba 50 p.b. El Gráfico 44 presenta el resumen de los resultados de estas encuestas, cuyos detalles pueden ser consultados en el Anexo 5.

En el Gráfico 45 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2016 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Entre abril y mayo la tasa esperada en promedio pasó de 6,89% a 7,06%.

En el Gráfico 46 se muestran el IBR *overnight*, el IBR a 1 mes y el IBR a 3 meses. También se incluyen la tasa de intervención del BR, y la tasa fija del OIS a 3 meses de *Bloomberg*<sup>58</sup>.

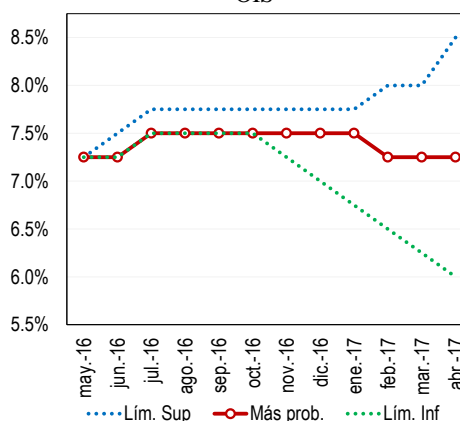
El 26 de mayo el IBR *overnight*, el IBR a un mes y el IBR a tres meses se ubicaron en 7,04%, 7,26% y 7,39%, respectivamente. La tasa fija del OIS de tres meses extraída de *Bloomberg* fue 7,41%. De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de los OIS, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de referencia sea incrementada 25 p.b, y que en julio aumente 25 p.b. adicionales (Gráfico 47, Cuadro 3, y Anexo 6).

**Gráfico 46:** Tasa Fija del OIS, Tasa de Intervención y Tasa IBR o/n



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

**Gráfico 47:** Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



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

<sup>53</sup> Adcap Colombia, Fiduciaria de Occidente, JP Morgan, Moody's Economy, Pantheon Macroeconomics y Universidad Jorge Tadeo Lozano.

<sup>54</sup> BBVA, Banco Agrario de Colombia y UBS Securities.

<sup>55</sup> Encuestas publicadas el 23 y el 25 de mayo, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de Citibank. En esta ocasión, Banco Agrario había respondido en la encuesta de Anif que recomendaba y esperaba que la tasa permaneciera inalterada, mientras en la encuesta de Citibank respondió que recomendaba y esperaba un aumento de 50 p.b. Por su parte, Casa de Bolsa y Corpbanca habían respondido que recomendaban un incremento de 50 p.b, pero en la encuesta de Citibank recomendaron uno de 25 p.b. Por último, Alianza Valores antes recomendaba y esperaba un aumento de 50 p.b, pero luego respondió que esperaba y recomendaba uno de 25 p.b.

<sup>56</sup> Axa Colpatría, Banco Agrario y BBVA.

<sup>57</sup> Axa Colpatría, Banco Agrario, BBVA, Bancolombia y Nomura.

<sup>58</sup> Correspondiente a la tasa fija del *Overnight Index Swap* (OIS) extraída de *Bloomberg*. Los OIS se definen como *swaps* de tasa de interés en los que se intercambia una tasa fija por una tasa flotante, siendo esta última la tasa de interés compuesta de una tasa *overnight*. En una transacción OIS no existe intercambio del principal. Ambas partes acuerdan intercambiar al vencimiento del swap el diferencial entre la tasa fija pactada y la tasa flotante, por el nominal acordado. El pagador (quien paga la tasa fija y recibe la tasa flotante) se beneficiará ante un incremento en las tasas y el receptor (quien recibe la tasa fija y paga la tasa flotante) se beneficiará de una disminución en las tasas.

**Cuadro 3**

TPM	may16	jun16	jul16	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17
8.75%												0%
8.50%												1%
8.25%												3%
8.00%									0%	2%		3%
7.75%			5%	5%	6%	8%	5%	4%	6%	5%	5%	3%
7.50%		46%	95%	95%	94%	92%	74%	58%	44%	35%	25%	18%
7.25%	100%	54%					21%	33%	37%	37%	36%	33%
7.00%							5%	12%	18%	22%	25%	
6.75%								1%	4%	8%	12%	
6.50%									0%	1%	3%	
6.25%										0%	0%	
6.00%												0%
5.75%												0%

Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República

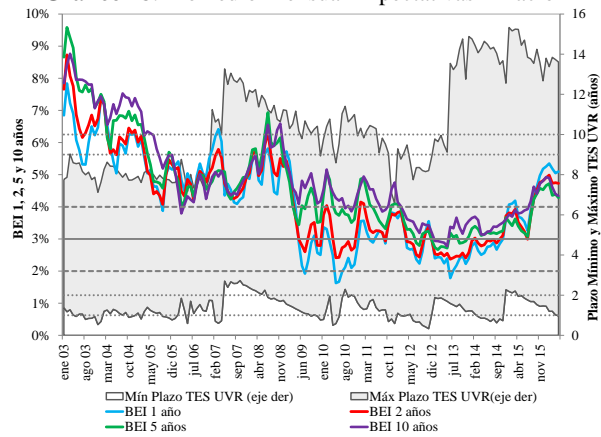
En la última encuesta de expectativas de inflación realizada por el BR<sup>59</sup>, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2016 en promedio se ubica en 6,02% (encuesta anterior: 6,03%). Las expectativas promedio para diciembre de 2017 se ubican en 4,07% (ant: 4,08%) y para mayo del 2018 en 3,69%<sup>60</sup>.

La encuesta realizada por Citibank<sup>61</sup> refleja que la inflación esperada para diciembre de 2016 es 5,97%, mientras que en la encuesta anterior era 6,07%.

En promedio para lo corrido de mayo<sup>62</sup> (hasta el día 24<sup>63</sup>) frente a los datos promedio de abril, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron para todos los plazos (2, 3, 5 y 10 años: -2, -6, -10 y -6, respectivamente). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de mayo a 2, 3, 5 y 10 años son 4,73%, 4,50%, 4,29% y 4,34%, respectivamente.

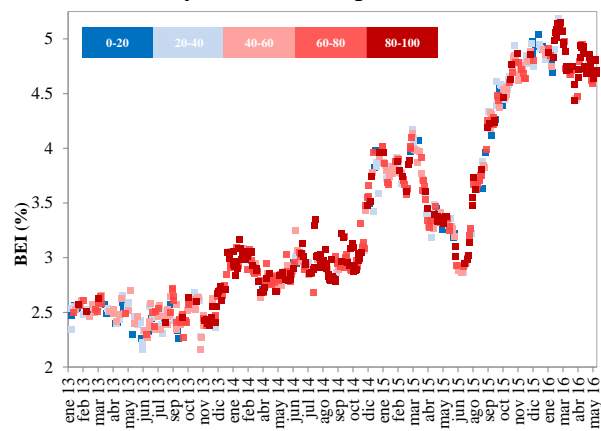
El Gráfico 50 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez<sup>64</sup> relativa de los TES

**Gráfico 48: Promedio Mensual Expectativas Inflación**



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

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



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

<sup>59</sup> Realizada entre el 6 y el 11 de mayo.

<sup>60</sup> En la encuesta anterior la inflación esperada para abril del 2018 era 3,81%.

<sup>61</sup> Publicada el 25 de mayo.

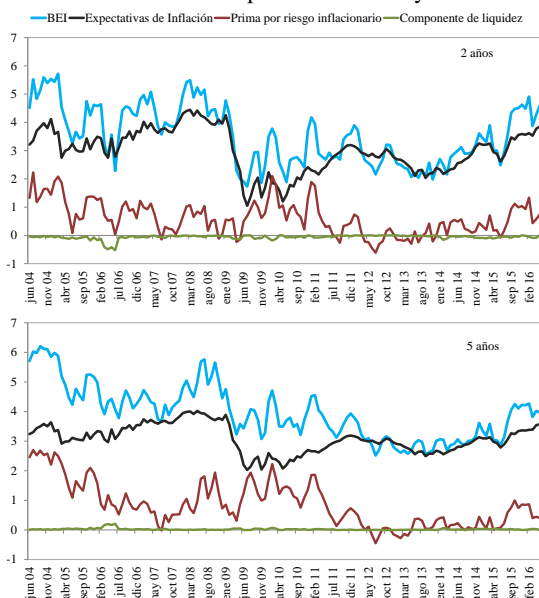
<sup>62</sup> Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -4 p.b., -4 p.b., -3 p.b. y -2 p.b. respectivamente. De esta manera, el 24 de mayo se ubicaron en 4,73%, 4,52%, 4,32% y 4,35%, respectivamente.

<sup>63</sup> El 25 de mayo no hubo negociaciones de TES UVR de corto plazo por lo que el BEI para esta fecha no se tiene en cuenta.

<sup>64</sup> El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

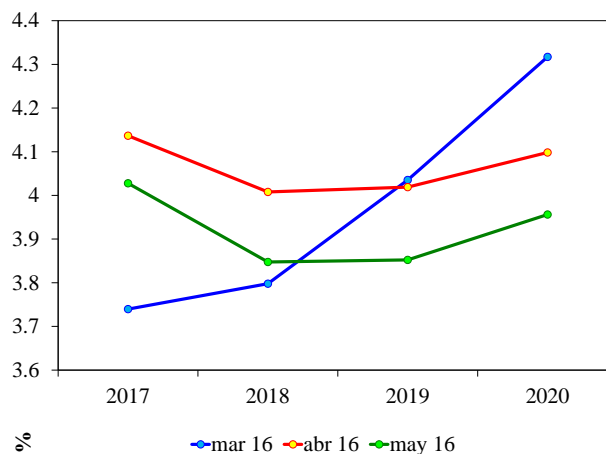
en pesos frente a los denominados en UVR<sup>65</sup>. Con información al 20 de mayo se espera que en los próximos 2 años en promedio la inflación sea 3,85% (abril: 3,78%). Para el plazo de 5 años, la inflación promedio esperada pasó de 3,54% en abril a 3,57% en mayo. Por su parte, la prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años aumentó de 0,58% a 0,75%, al tiempo que la de 5 años pasó de 0,45% a 0,40%.

**Gráfico 50: Descomposición BEI a 2 y 5 años**



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

**Gráfico 51: Inflación esperada (FBEI)**



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

El Gráfico 51 muestra la senda de inflación esperada para los años entre 2017 y 2020, tomando el promedio de los datos diarios para los meses de marzo, abril y lo corrido de mayo del 2016. Los datos de inflación esperada (FBEI) promedio de mayo para los años comprendidos entre el 2017 y el 2020 son inferiores a los de abril. Respecto a los datos promedio de marzo los datos de mayo se encuentran por encima para 2017 y 2018, y por debajo para 2019 y 2020. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre los años 2017 y 2019 y creciente para los años siguientes, de tal forma que para el año 2020 la inflación año completo esperada es 3,86% (esperada en abril: 4,02%).

<sup>65</sup> Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2015). *Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía. 903. Banco de la República.

Finalmente, el Cuadro 4 muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, Ecuador, India, Sudáfrica, China y Noruega. Las expectativas de crecimiento económico para el año 2016 disminuyeron en los casos de Colombia, Ecuador y Sudáfrica; aumentaron para México, Perú y Brasil; y permanecieron iguales para los demás países. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,52% a 2,47%. Los datos de inflación de abril fueron inferiores a los pronósticos en Colombia, México, Perú, Brasil y Noruega; superior en el caso de India, e igual a lo esperado en los demás países. La inflación se encuentra por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2% a 4%), Perú (1% a 3%), Chile (2% a 4%) y Brasil (2,5% a 6,5%). Las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Brasil, Ecuador, Sudáfrica y Noruega.

**Cuadro 4:** Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Abr. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Abr. 2016	May. 2016		Abr. 2016	May. 2016	Esp*	Obs	Abr. 2016	May. 2016
<b>Colombia</b>	8.12%	7.93%	6.03%	6.02%	7.00%	6.89%	7.06%	3.1%	3.3%	2.52%	2.47%
<b>Chile</b>	4.2%	4.2%	3.5%	3.5%	3.50%	3.75%	3.75%	1.6%	1.3%	1.7%	1.7%
<b>México</b>	2.60%	2.54%	3.30%	3.19%	3.75%	4.15%	4.20%	2.5%	2.2%	2.40%	2.41%
<b>Perú</b>	4.07%	3.91%	3.5%	3.4%	4.25%	4.60%	4.35%	4.6%	4.7%	3.5%	3.6%
<b>Brasil</b>	9.20%	9.28%	6.98%	7.04%	14.25%	13.25%	12.75%	-6.0%	-5.9%	-3.88%	-3.83%
<b>Ecuador</b>	n.d.	1.78%	2.8%	2.9%	8.88%	5.64%	5.64%	n.d.	-1.2%	-2.1%	-2.8%
<b>India</b>	5.05%	5.39%	5.1%	5.1%	6.50%	6.36%	6.35%	7.4%	7.6%	7.5%	7.5%
<b>Sudáfrica</b>	6.2%	6.2%	6.4%	6.6%	7.00%	7.45%	7.45%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%
<b>China</b>	2.3%	2.3%	2.0%	2.0%	4.35%	3.97%	4.04%	6.7%	6.7%	6.5%	6.5%
<b>Noruega</b>	3.3%	3.2%	2.8%	2.9%	0.50%	0.30%	0.30%	0.1%	1.0%	0.9%	0.9%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 6 y el 11 de mayo del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

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

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

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

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

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

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

Sudáfrica: Datos obtenidos de Bloomberg.

China: Expectativas de inflación obtenidas de Bloomberg. Las expectativas de TPM y crecimiento son obtenidas del consensus forecast del FocusEconomics (junio).

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

\*\*Los datos de India (estimado), China y Noruega corresponden al IT16. Los demás corresponden al 4T15.

## 6. Conclusiones

En Colombia, al comparar los datos entre el 29 de abril y el 25 de mayo del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 6 p.b. en el tramo corto, no presentaron variaciones en el tramo medio, y disminuyeron 3 p.b. en el tramo largo. De esta manera la pendiente cayó 9 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 -18% a +39%<sup>66</sup>. La correlación a 30 días pasó de -25% a +30%.

Los TES se desvalorizaron después de conocerse la decisión de la JDBR de incrementar la tasa de política 50 p.b, magnitud superior a la esperada por la mayoría de agentes (esp: 25 p.b.). Adicionalmente, el 2 y el 3 de mayo las tasas de los bonos continuaron aumentando ante una mayor percepción de riesgo a nivel internacional dadas las preocupaciones respecto al crecimiento a nivel global.

Posteriormente, las tasas disminuyeron debido a la recuperación del precio del petróleo y un ajuste temporal en las expectativas respecto a la política monetaria por parte de la Fed de tal manera que los agentes llegaron a considerar que el próximo incremento de la tasa de referencia en EE.UU. ocurriría a finales de este año. Los bonos se desvalorizaron nuevamente dado que estas expectativas se ajustaron considerablemente luego de las declaraciones de algunos funcionarios de la Fed y la posterior publicación de sus minutas en las que se mencionaba la posibilidad de que el FOMC aumente la tasa en junio y se reflejaba la preocupación de algunos de los miembros de este Comité respecto a que el mercado estaba subestimando la probabilidad de que esto ocurriera<sup>67</sup>.

Respecto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de mayo se mantuvo relativamente estable ante movimientos mixtos en los indicadores disponibles. A nivel internacional, los principales indicadores de percepción de riesgo para países desarrollados cerraron en niveles inferiores a los observados a finales de abril, mientras que los que reflejan la percepción de riesgo hacia países emergentes se deterioraron.

Con relación a las expectativas sobre el movimiento de la tasa de referencia del BR en su próxima reunión, de acuerdo con las encuestas realizadas por Fedesarrollo y la BVC, *Bloomberg* y la compilación de las encuestas de Anif y Citibank, las tasas esperadas promedio son 7,18%, 7,23% y 7,20%, respectivamente.

En promedio para lo corrido de mayo<sup>68</sup> (hasta el día 24<sup>69</sup>) frente a los datos promedio de abril, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron para todos los plazos (2, 3, 5 y 10 años: -2, -6, -10 y -6, respectivamente). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de mayo a 2, 3, 5 y 10 años son 4,73%, 4,50%, 4,29% y 4,34%, respectivamente.

---

<sup>66</sup> Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 70%.

<sup>67</sup> De acuerdo con las tasas implícitas en los futuros de los fondos federales, el 29 de abril se esperaba que la tasa superara el nivel de 0,5% en octubre del 2016, luego llegó considerarse que sería en diciembre del 2016 y después de la publicación de las minutas se espera que sea en agosto.

<sup>68</sup> Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -4 p.b., -4 p.b., -3 p.b. y -2 p.b. respectivamente. De esta manera, el 24 de mayo se ubicaron en 4,73%, 4,52%, 4,32% y 4,35%, respectivamente.

<sup>69</sup> El 25 de mayo no hubo negociaciones de TES UVR de corto plazo por lo que el BEI para esta fecha no se tiene en cuenta.

## 7. Recuadros/Anexos

### Anexo 1

	Valor actual 20 de mayo	Variación desde última junta BR	Variación desde mayo 2013	Variación año corrido	Variación año completo	Niveles desde última junta BR	Niveles desde mayo 2013	Niveles año corrido	Niveles año completo
<b>TOTAL GBI-EM GLOBAL*</b>	<b>348.3</b>	<b>-0.6%</b>	<b>15.4%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.7%</b>	<b>350.4</b>	<b>301.7</b>	<b>327.6</b>	<b>326.4</b>
<b>ASIA</b>	<b>225.4</b>	<b>-0.5%</b>	<b>12.6%</b>	<b>5.2%</b>	<b>6.8%</b>	<b>226.6</b>	<b>200.2</b>	<b>214.3</b>	<b>210.9</b>
India**	798.4	0.4%	29.5%	4.5%	9.3%	795.2	616.5	764.0	730.6
Indonesia	517.0	-0.7%	11.4%	9.8%	10.3%	520.7	464.2	470.7	468.8
Malasia	173.3	0.3%	10.6%	2.7%	4.6%	172.8	156.7	168.7	165.7
Filipinas	147.1	-0.2%	3.1%	5.4%	2.7%	147.4	142.6	139.5	143.3
Tailandia	224.5	-1.2%	17.4%	2.6%	5.6%	227.3	191.2	218.8	212.5
<b>EUROPA</b>	<b>314.2</b>	<b>-0.9%</b>	<b>13.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>5.8%</b>	<b>317.0</b>	<b>276.5</b>	<b>303.8</b>	<b>297.1</b>
Polonia	332.1	-0.1%	11.1%	1.1%	2.7%	332.4	298.9	328.5	323.3
Turquía	489.4	-2.9%	13.6%	6.5%	6.1%	504.1	430.7	459.6	461.3
Rumania	133.7	0.3%	21.6%	1.4%	3.9%	133.3	109.9	131.8	128.6
Rusia	235.8	0.2%	17.1%	6.4%	16.2%	235.4	201.4	221.7	203.0
<b>MEDIO ORIENTE/ÁFRICA</b>	<b>368.4</b>	<b>-2.1%</b>	<b>9.3%</b>	<b>6.0%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>376.4</b>	<b>337.0</b>	<b>347.5</b>	<b>369.8</b>
Nigeria	175.6	-3.8%	35.5%	-9.0%	n.d.	182.4	129.6	193.0	158.6
<b>LATINOAMÉRICA</b>	<b>467.1</b>	<b>-0.2%</b>	<b>19.3%</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.8%</b>	<b>467.9</b>	<b>391.4</b>	<b>428.4</b>	<b>429.5</b>
Chile	135.0	-0.4%	17.1%	4.7%	4.6%	135.5	115.3	128.9	129.1
Perú	193.5	0.0%	5.2%	11.4%	7.7%	193.6	183.9	173.7	179.6
Brasil	587.1	0.6%	33.2%	17.3%	15.6%	583.5	440.9	500.5	507.7
Colombia	369.3	0.7%	6.9%	5.3%	1.4%	366.7	345.5	350.7	364.3

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

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

### Anexo 2

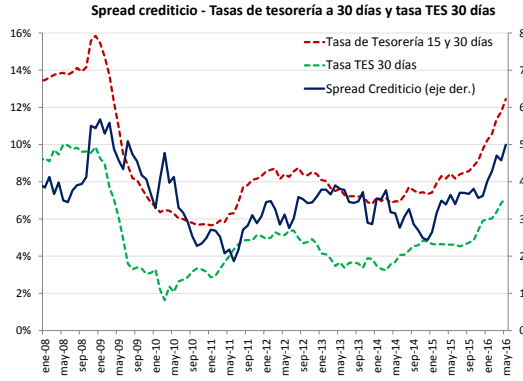
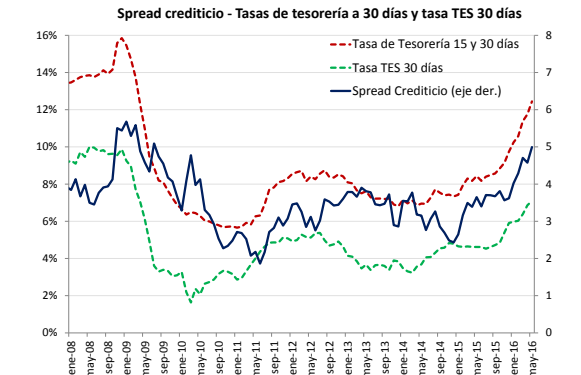
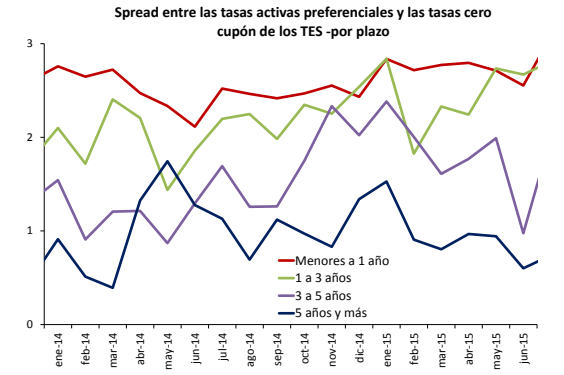
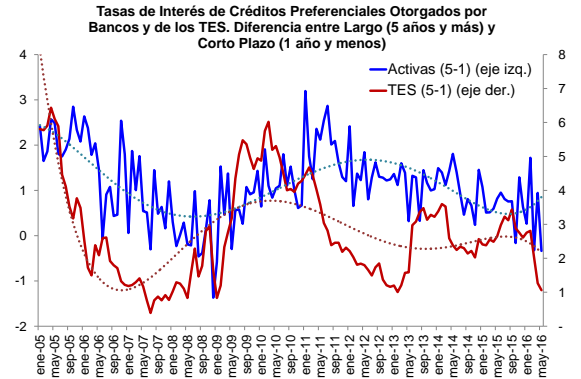
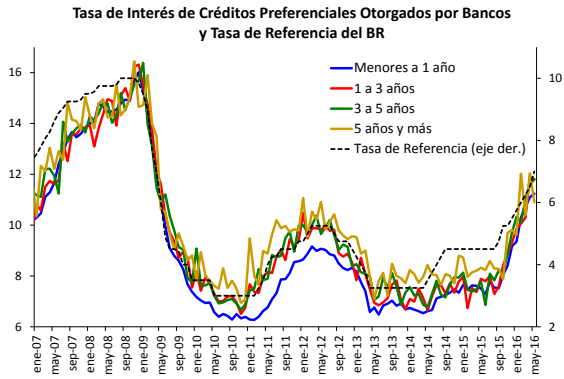
#### Compras Netas de TES\* denominados en UVR (Valor Nominal en Millones de Pesos)

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2016	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR	
Bancos Comerciales	184	738	6'135	1'494	8'366	(1'297)	59	4	(1'234)	
Compañía de Financiamiento Comercial	-	2	4	1	8	-	-	-	-	
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Corporaciones Financieras	(33)	(988)	(95)	(111)	(1'194)	(2)	(25)	33	6	
<b>Total EC</b>	<b>151</b>	<b>(248)</b>	<b>6'044</b>	<b>1'384</b>	<b>7'180</b>	<b>(1'299)</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>(1'227)</b>	
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(10)	(3)	(1)	(3)	(8)	-	-	-	-	
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	1'848	(3'822)	3'598	9'911	9'688	(476)	374	413	311	
		Pasivos Pensionales	1'563	(3'186)	2'376	7'067	6'257	(188)	234	314
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(8)	-	-	(8)	-	-	-	-	
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>	<b>1'838</b>	<b>(3'833)</b>	<b>3'597</b>	<b>9'908</b>	<b>9'673</b>	<b>(476)</b>	<b>374</b>	<b>413</b>	<b>311</b>	
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	8	(273)	(203)	129	(347)	(23)	(9)	8	(23)	
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	10	79	91	79	249	(96)	11	1	(84)	
		Extranjeros	(0)	(22)	-	(8)	(31)	-	-	
		FIC	-	24	14	(6)	31	-	-	
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>	<b>18</b>	<b>(194)</b>	<b>(112)</b>	<b>208</b>	<b>(98)</b>	<b>(118)</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>(107)</b>	
Sociedades Fiduciarias Propia	58	(9)	36	(0)	27	(42)	14	-	(28)	
Sociedades Fiduciarias Terceros	480	(346)	831	3'029	3'513	(234)	102	60	(72)	
		Extranjeros***	(406)	(476)	(71)	121	(426)	(39)	(12)	
		FIC	(43)	147	35	3	185	(42)	42	
		Pasivos Pensionales	90	(67)	243	400	576	(138)	71	
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>	<b>539</b>	<b>(355)</b>	<b>866</b>	<b>3'029</b>	<b>3'540</b>	<b>(276)</b>	<b>116</b>	<b>60</b>	<b>(100)</b>	
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	509	(170)	(88)	1'635	1'378	(62)	(37)	86	(13)	
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	(0)	(0)	-	1	1	(1)	-	-	(1)	
		Pasivos Pensionales	(0)	(0)	-	1	(1)	-	(1)	
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>	<b>509</b>	<b>(170)</b>	<b>(88)</b>	<b>1'636</b>	<b>1'379</b>	<b>(63)</b>	<b>(37)</b>	<b>86</b>	<b>(14)</b>	
Sociedades Administradoras de Inversión Propia	2	-	2	-	2	-	-	-	-	
Sociedades Administradoras de Inversión Terceros	-	-	(14)	(0)	(14)	-	-	-	-	
		FIC	-	-	(14)	(0)	(14)	-	-	
<b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b>	<b>2</b>	<b>-</b>	<b>(12)</b>	<b>(0)</b>	<b>(12)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	
<b>Total Entidades Financieras No bancarias</b>	<b>2'905</b>	<b>(4'551)</b>	<b>4'251</b>	<b>14'782</b>	<b>14'482</b>	<b>(933)</b>	<b>456</b>	<b>568</b>	<b>90</b>	
Total Entidades Financieras Especiales**	21	(5)	83	47	124	(1)	1	-	(0)	
Total Entidades Públicas****	767	(353)	(229)	283	(299)	(985)	(164)	-	(1'149)	
Otros*****	97	24	(153)	985	855	(24)	-	(38)	(61)	
		Extranjeros	-	-	(71)	-	-	-	-	
<b>Total Movimiento Neto</b>	<b>3'942</b>	<b>(5'134)</b>	<b>9'986</b>	<b>17'481</b>	<b>22'343</b>	<b>(3'241)</b>	<b>327</b>	<b>567</b>	<b>(2'348)</b>	

**Fuente:** BR. Información actualizada al 20 de mayo de 2016. \* Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos. \*\* Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, 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 Margen entre tasas activas y tasa de TES

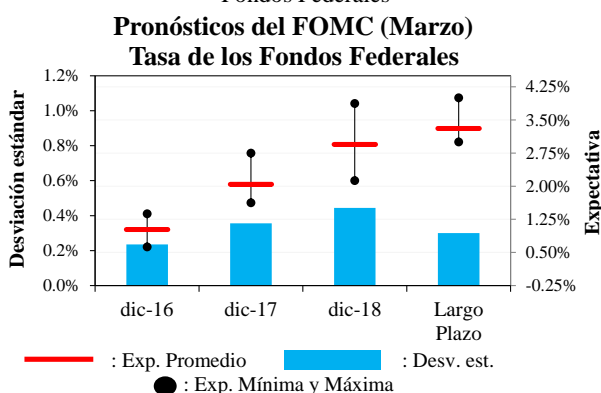


## Anexo 4 Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

### Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Islandia (5,75%), Noruega (0,5%), Israel (0,1%), Canadá (0,5%) e Inglaterra (0,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas en línea con las expectativas de los analistas. Adicionalmente, el Banco Central de Inglaterra mantuvo el monto de su programa de compra de activos en £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012). Por su parte, el Banco Central de Australia recortó sorpresivamente su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 1,75%.

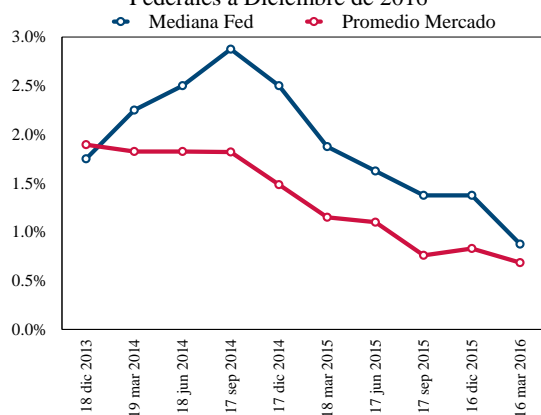
**Gráfico A.1: Pronósticos de la Fed (Marzo) Tasa de los Fondos Federales**



Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República al que pronostica el FOMC.

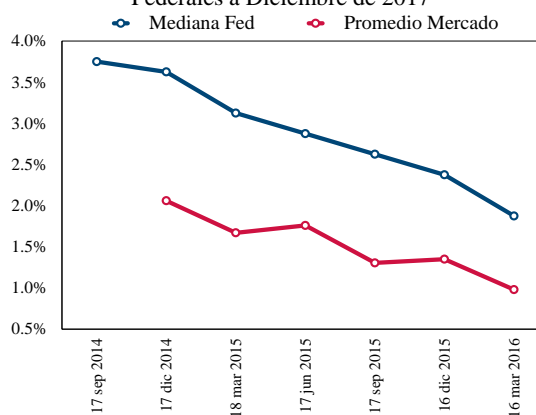
En cuanto a los pronósticos de marzo sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos A.1<sup>70</sup>, A.2 y A.3<sup>71</sup> se observa que: i) frente a las últimas proyecciones (diciembre de 2015) las estimaciones del FOMC para el cierre de los años 2016 y 2017 se redujeron de tal manera que se descuentan incrementos de la tasa de política monetaria a un ritmo más suave (y más cercano al que espera el mercado); ii) el mercado, por su parte, pronostica que los incrementos serán más suaves que lo que se descontaba en diciembre; y iii) el mercado continúa anticipando un ritmo de incrementos menor

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



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

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



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

### Países Emergentes

<sup>70</sup> En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en marzo para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2016, 2017, 2018 y para el largo plazo.

<sup>71</sup> En los gráficos A.2 y A.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2016 y 2017.

Los bancos centrales de Turquía, Sudáfrica, Rusia, Angola, Ghana, Zambia, Filipinas, Tailandia, Rumania, República Checa, Bulgaria, República Dominicana, Guatemala, Polonia, Corea del Sur, Malasia e Indonesia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 7,5%, 7%, 11%, 14%, 26%, 15,5%, 4%, 1,5%, 1,75%, 0,05%, 0%, 5%, 3%, 1,5%, 1,5%, 3,25% y 6,75%, respectivamente, en línea con lo esperado. Los bancos centrales de Serbia y Nigeria mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 4,25 p.b. y 12%, respectivamente, mientras que el mercado descontaba en el primer caso un recorte de 25 p.b. y en el segundo caso un incremento de 100 p.b. El Banco Central de Sri Lanka mantuvo inalteradas sus tasas de interés de préstamos y depósitos en 8% y 6,5%, respectivamente. Los bancos centrales de Kazajistán, Pakistán, Kenia y Ucrania recortaron sorpresivamente su tasa de interés de referencia 200 p.b., 25 p.b., 100 p.b. y 100 p.b. a 15%, 5,75%, 10,5% y 18%, respectivamente. Por otra parte, El Banco Central de Hungría recortó su tasa de interés de referencia 15 p.b. a 0,9%, en línea con lo esperado por el mercado.

En Latinoamérica, los bancos centrales de México, Chile y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 3,75%, 3,5% y 4,25% respectivamente, decisiones que eran esperadas por los mercados.

- **México:**

En su reunión celebrada el 5 de mayo, el Banco Central de México indicó que *las expectativas de crecimiento de la economía global han continuado revisándose a la baja y el comercio mundial ha mostrado un estancamiento, lo cual refleja que la recuperación de la mayoría de las economías avanzadas y de algunas de las principales emergentes ha sido menor a la anticipada. En Estados Unidos, el crecimiento de la actividad económica se debilitó durante el primer trimestre, ubicándose por debajo de lo esperado y de lo observado en el trimestre previo. Ha sido notoria una moderación del crecimiento del consumo, a pesar de la fortaleza del empleo y de los elevados niveles de confianza del consumidor. Además, la inversión en equipo y en estructuras y las exportaciones netas se contrajeron. Por su parte, la actividad manufacturera continúa estancada, reflejando los efectos rezagados de la apreciación generalizada del dólar y el lento crecimiento de la demanda externa. El reciente aumento en la inflación parece explicarse en buena medida por factores transitorios, sin que se presenten presiones por el lado de los salarios. En su decisión de abril, la Reserva Federal mantuvo su tasa de política monetaria sin cambio, señalando que continuará dándole un seguimiento puntual a la evolución de las condiciones económicas y financieras internacionales que pudieran afectar el cumplimiento de su mandato dual. De ahí que se anticipe una trayectoria más gradual de incrementos futuros de la tasa de fondos federales. En la zona del euro y en Japón sigue observándose una recuperación económica modesta, sin un repunte de la inflación, a pesar de políticas monetarias extremadamente laxas por parte de sus bancos centrales. En las economías emergentes destaca que las medidas de estímulo monetario y fiscal en China mejoraron los indicadores de actividad productiva. No obstante, hay incertidumbre sobre la sostenibilidad de esta mejoría y persisten las preocupaciones en torno a la estabilidad financiera de este país. Por su parte, América Latina ha tenido un desempeño más débil que otras regiones. Si bien los precios de las materias primas han mostrado una recuperación, no se perciben presiones inflacionarias provenientes del exterior. En el plano local, el organismo indicó que las cifras preliminares indican que el crecimiento económico en México correspondiente al primer trimestre de 2016 fue superior al del trimestre previo. Esta expansión estuvo sustentada en el dinamismo del consumo privado, toda vez que la demanda externa mostró un comportamiento desfavorable y la inversión fija bruta mantuvo un débil desempeño. Por el lado de la producción, continúa observándose una evolución favorable en el sector servicios. En contraste, la actividad industrial ha exhibido un escaso dinamismo. En este contexto, prevalecen condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral, si bien algunos indicadores sugieren que dicha holgura*

*parecería estar disminuyendo gradualmente. No se han presentado presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada, continuando la brecha del producto en terreno negativo.*

- **Perú:**

El 12 de mayo, el Banco Central de Perú mencionó en el comunicado que acompañó su decisión que: *i) el aumento del precio de algunos alimentos y servicios públicos se viene revirtiendo y la depreciación cambiaria se ha moderado; ii) las expectativas de inflación continúan revirtiéndose gradualmente; iii) la actividad económica local se viene recuperando; y, iv) la economía mundial continúa registrando señales mixtas de recuperación en la producción y el empleo, así como una menor volatilidad en los mercados financieros. Adicionalmente, el organismo señaló que los indicadores recientes de la actividad productiva y de expectativas empresariales señalan tasas de crecimiento del PBI similares a la de su potencial.*

- **Chile:**

El 17 de mayo, el Banco Central de Chile mencionó en su comunicado que *en el plano externo, los mercados financieros siguen con tendencias similares a las observadas en meses previos. No obstante, los riesgos persisten. En lo más reciente, con diferencias en su magnitud, las monedas han tendido a depreciarse respecto del dólar. Las perspectivas de crecimiento mundial no tienen cambios significativos, aunque las proyecciones para Estados Unidos se han revisado a la baja. Los precios de las materias primas se ubican en niveles superiores a los de un mes atrás, exceptuando, entre otros, el cobre. Por su parte, en el plano local la entidad señaló que en el primer trimestre la actividad creció por sobre lo previsto en el IPoM de marzo. No obstante, los índices de confianza continúan en niveles pesimistas y el mercado laboral tuvo un deterioro más marcado. El ritmo de crecimiento anual de los salarios no mostró cambios.*

**Anexo 5**

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

**Mayo del 2016**

*Cuadro A5.1*

**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG**

**Actualizada el 26 de mayo**

	<b>Economista</b>	<b>Empresa</b>	<b>Estimación</b>	<b>Fecha</b>
1	David Cubides	Banco Popular SA	7.25%	5/23/2016
2	Nader Nazmi	BNP Paribas	7.25%	5/13/2016
3	Diego Colman	4cast Inc	7.25%	5/13/2016
4	Miguel Aguirre	Accion Fiduciaria	7.25%	5/24/2016
5	Wilson Tovar	Acciones Y Valores	7.25%	5/26/2016
6	Otman Gordillo	Adcap Colombia	7.00%	5/19/2016
7		Alianza Valores	7.25%	5/13/2016
8	Juana Tellez	BBVA	7.50%	5/24/2016
9	Sergio Olarte	BTG Pactual	7.25%	5/20/2016
10	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	7.50%	5/19/2016
11		Banco CorpBanca Colombia SA	7.25%	5/20/2016
12	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	7.25%	5/23/2016
13	Luciano Rostagno	Banco Mizuho	7.25%	5/23/2016
14		Banco de Bogota	7.25%	5/23/2016
15	Alejandro Arreaza	Barclays	7.25%	5/20/2016
16	Francisco Rodriguez	BofA Merrill Lynch	7.25%	5/20/2016
17	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	7.25%	5/13/2016
18	Andres Pardo	Corp Financiera Colombiana	7.25%	5/13/2016
19	Felipe Esteban Espitia Murillo	Fiduciaria Central SA	7.25%	5/20/2016
20	Juan Saboya	Fiduciaria de Occidente	7.00%	5/13/2016
21	Daniel Escobar	Global Securities	7.25%	5/19/2016
22		Itau Asset Management	7.25%	5/25/2016
23	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	7.25%	5/20/2016
24	Ben Ramsey	JP Morgan	7.00%	5/25/2016
25	Juan Pablo Fuentes	Moody's Economy	7.00%	5/19/2016
26	Luis Arcentales	Morgan Stanley	7.25%	5/20/2016
27	Andres Abadia	Pantheon Macroeconomics	7.00%	5/26/2016
28	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	7.25%	5/16/2016
29	Dev Ashish	Societe Generale	7.25%	5/19/2016
30	Italo Lombardi	Standard Chartered Bank	7.25%	5/20/2016
31	Rafael De La Fuente	UBS Securities	7.50%	5/20/2016
32	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	7.00%	5/18/2016

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
7.00%	6	19%
7.25%	23	72%
7.50%	3	9%
<b>Tasa Esperada Ponderada</b>		<b>7.23%</b>

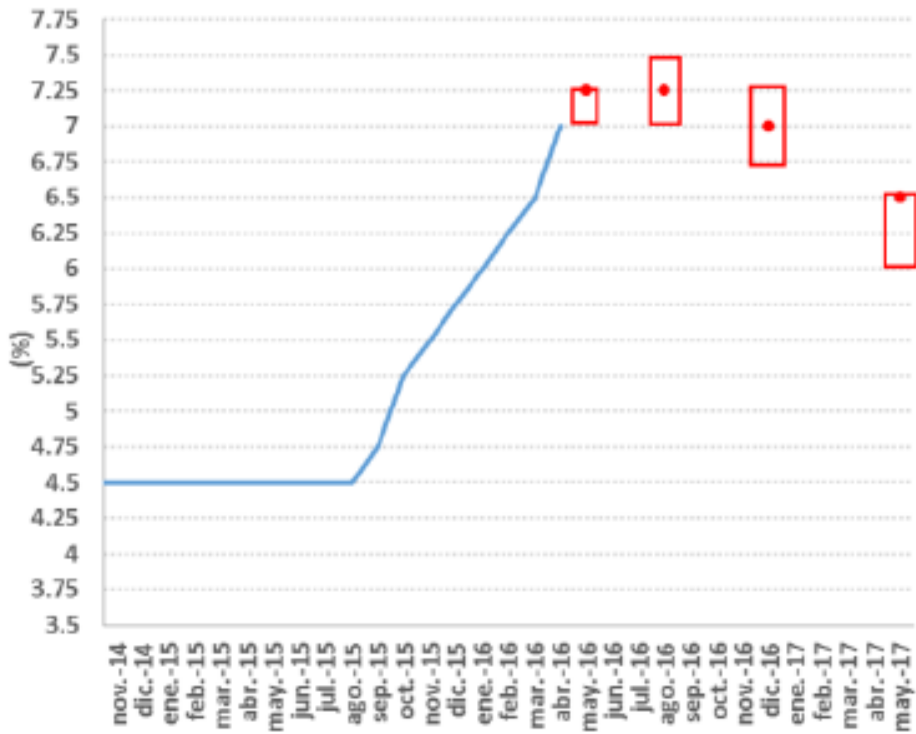
**Cuadro A5.2**  
**Resultados Encuestas de Expectativas de Anif y Citibank**  
 Mayo 2016

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
4cast	7.25%	7.25%
AdCap	7.00%	7.00%
Alianza Valores	7.25%	7.25%
Anif	7.00%	7.00%
Asobancaria	7.00%	7.00%
Axa Colpatría	7.50%	7.50%
Banco Agrario	7.50%	7.50%
Banco Davivienda	7.25%	7.25%
Banco de Bogotá	7.25%	7.25%
Banco de Occidente	7.25%	7.25%
Banco Popular	7.25%	7.25%
BBVA	7.50%	7.50%
BNP Paribas	7.25%	7.25%
BTG Pactual	7.25%	7.25%
Casa de Bolsa	7.25%	7.25%
Citibank	7.25%	7.00%
Corficolombiana	7.25%	7.25%
CorpBanca	7.25%	7.25%
Credicorp Capital	7.25%	7.25%
EConcept	7.25%	7.25%
Fidubogotá	7.00%	7.00%
Grupo Bancolombia	7.25%	7.50%
JP Morgan	7.00%	7.00%
Moodys Economy	7.00%	7.00%
Nomura	7.25%	7.50%
Profesionales de Bolsa	7.25%	7.25%
Ultraserfinco	7.25%	7.25%
Camacol	7.00%	7.00%
Cede	7.00%	7.00%
Banco Pichincha	7.00%	7.25%
Grupo Bolívar	7.00%	7.25%
Credit Suisse	7.25%	7.25%
Fedesarrollo	7.25%	7.25%
Protección	7.25%	7.25%
<b>Promedio</b>	<b>7.20%</b>	<b>7.22%</b>
Mediana	7.25%	7.25%
STDV	0.15%	0.16%
Máximo	7.50%	7.50%
Mínimo	7.00%	7.00%

Cuánto debería ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
7.50%	15%	5
7.25%	59%	20
7.00%	26%	9
6.50%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>34</b>

Cuánto va a ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
7.50%	9%	3
7.25%	62%	21
7.00%	29%	10
6.50%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>34</b>

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

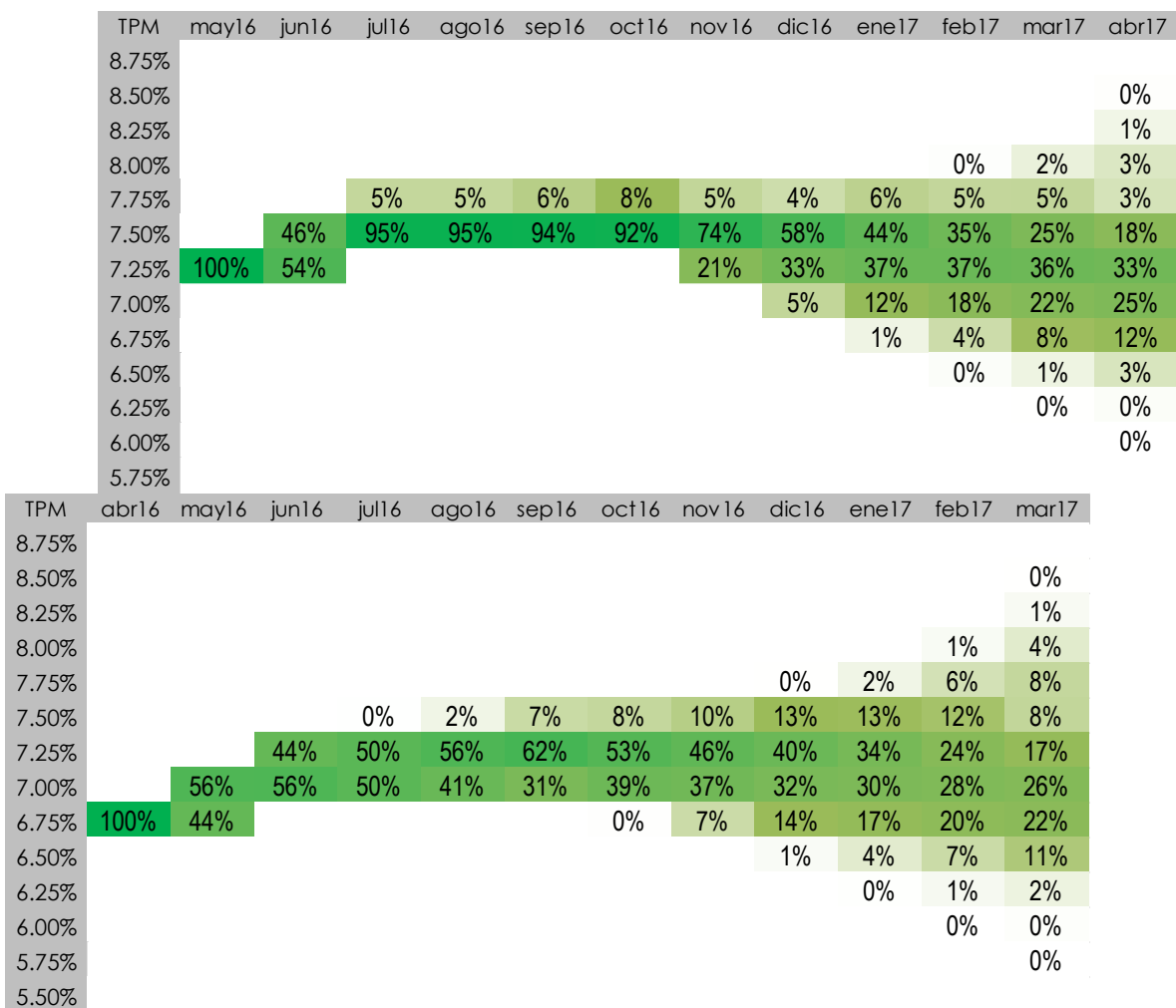


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

Rango      ● Mediana

**Anexo 6**

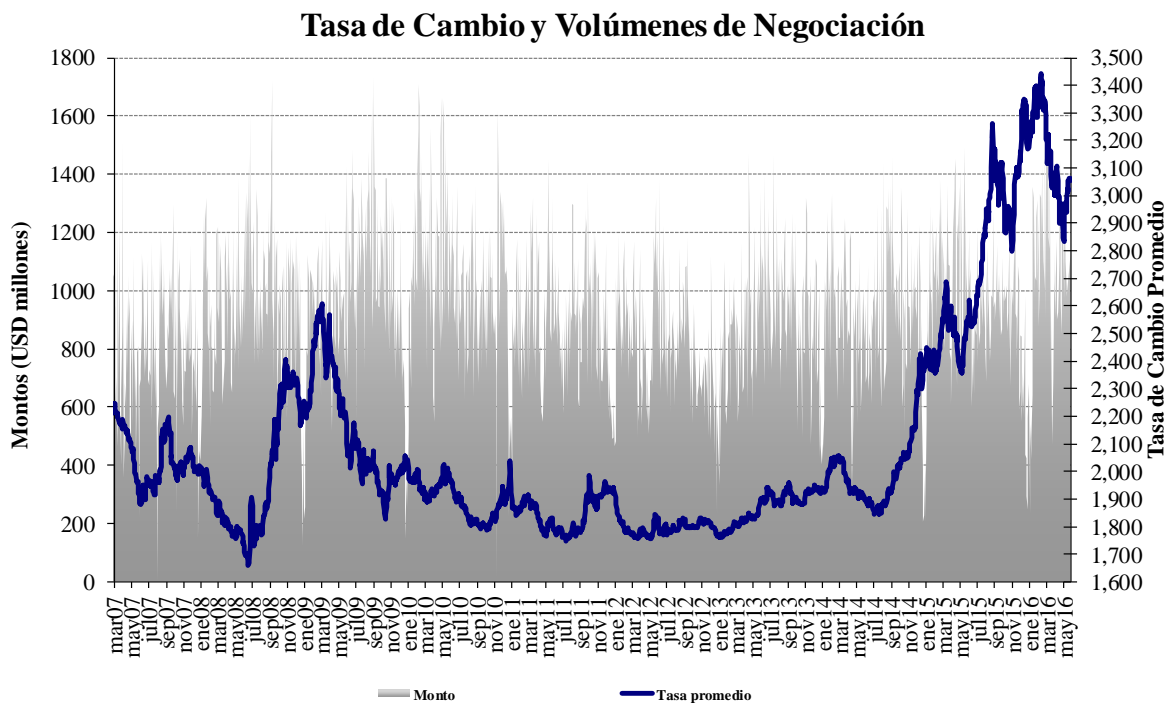
**Probabilidades de Escenarios de Tasa de Referencia para las próximas tres reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)**





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

*Gráfico A8*



**Anexo 8**

