



# VERSIÓN PÚBLICA

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

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



# VERSIÓN PÚBLICA

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

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

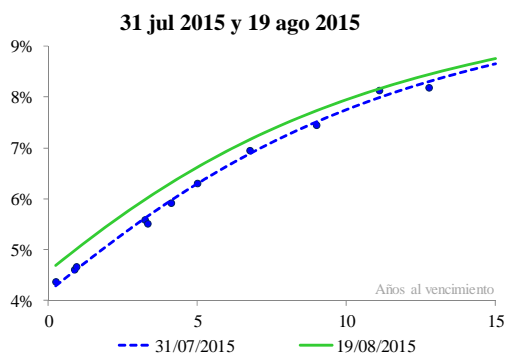
Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales  
Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

## 1. Evolución del mercado de deuda pública

### 31 de julio al 19 de agosto de 2015

En Colombia, al comparar los datos entre el 31 de julio y el 19 de agosto de 2015, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 40 p.b, 36 p.b. y 20 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, de manera que la pendiente disminuyó 20 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 56% a 19%<sup>1</sup>. Por su parte, la correlación a 30 días pasó de 76% a -21% (Gráficos 1, 2, 3, 4 y 5).

**Gráfico 1: Curvas Spot Colombia\***



**Cambios Promedio en la Curva por Tramos**  
(comparando puntos de referencia)

Tramo Corto 0-2 Años	Tramo Medio 2-5 Años	Tramo Largo 5-15 Años
40	36	20

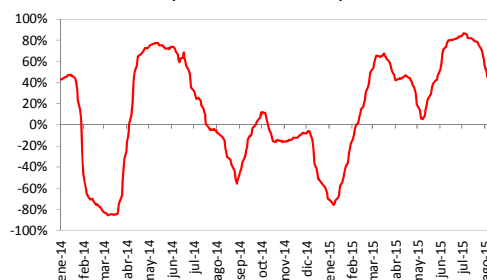
Cifras en puntos básicos

Nivel	Pendiente	Curvatura
32	-20	11

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

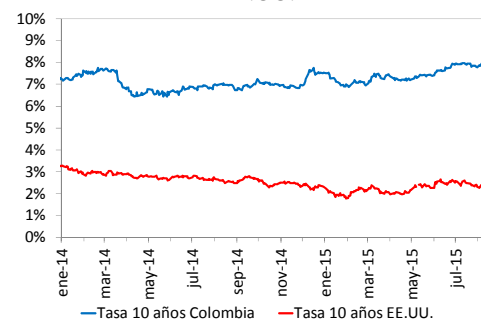
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.\* Las Curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel. Se incluyen TCO en la estimación de la curva.

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



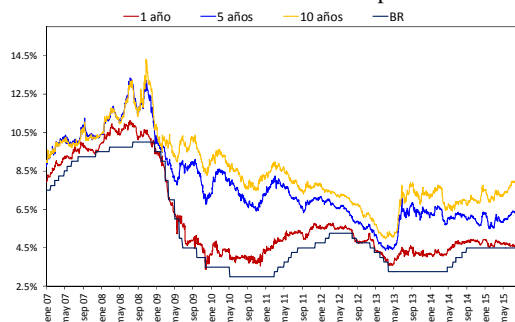
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.  
\*Ventana móvil 60 días.

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



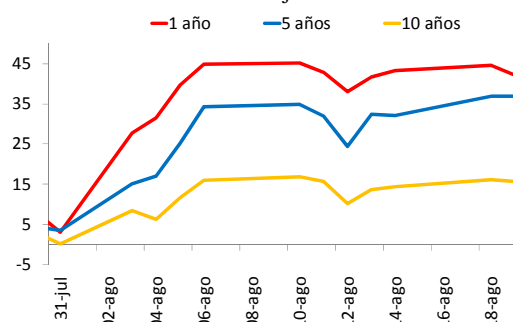
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

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



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

**Gráfico 5: Variación (p.b.) tasas cero cupón desde el 31 de julio**



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

<sup>1</sup> Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 75%.

En este mismo período (31 de julio a 19 de agosto de 2015), similar a lo ocurrido con los bonos colombianos, los de los otros países de la región presentaron desvalorizaciones, con excepción de los de largo plazo de México, que continúan manteniendo una alta correlación con los bonos del Tesoro de EE.UU. Los bonos de Chile no presentaron variaciones significativas.

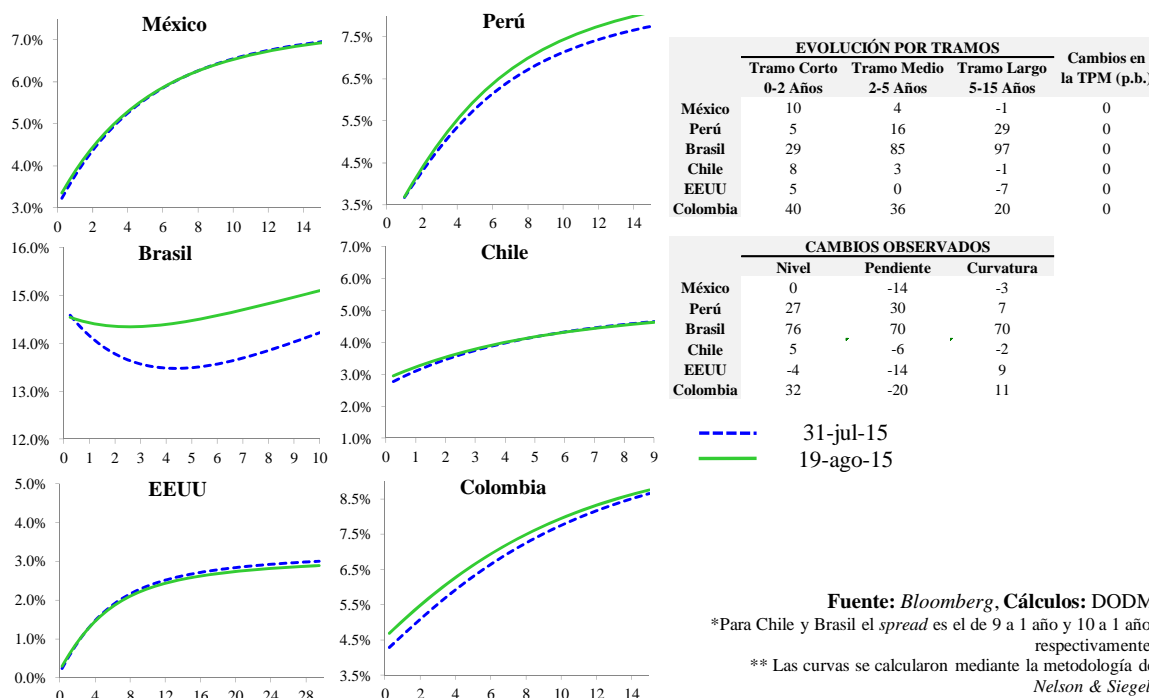
Las desvalorizaciones están asociadas a una mayor percepción de riesgo hacia estos países latinoamericanos (reflejada en el incremento de los CDS) ante las bajas perspectivas de crecimiento, la debilidad de la economía de China y la disminución de los precios de los productos básicos. Cabe mencionar que los bonos más desvalorizados en los tramos mediano y largo fueron los de Brasil, cuya calificación de deuda fue recortada por Moody's de Baa2 a Baa3, el menor nivel dentro del grado de inversión<sup>2</sup>.

Las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. aumentaron a principios de agosto ante mayor tranquilidad respecto a la situación de Grecia, pero posteriormente corrigieron a la baja ante una mayor percepción de riesgo internacional enfocada en la debilidad de la economía china. Aunque algunos analistas mencionaron que la disminución de los precios de los productos básicos y su efecto sobre la inflación de EE.UU. generarían menos presiones para que la Reserva Federal incremente su tasa de política en septiembre, las tasas del tramo corto aumentaron 5 p.b.

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

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

### Curvas Spot Latinoamérica y EE.UU., Periodo: 31-jul-15 y 19-ago-15



<sup>2</sup> Las calificaciones de S&P y de Fitch Ratings son BBB- y BBB, respectivamente.

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

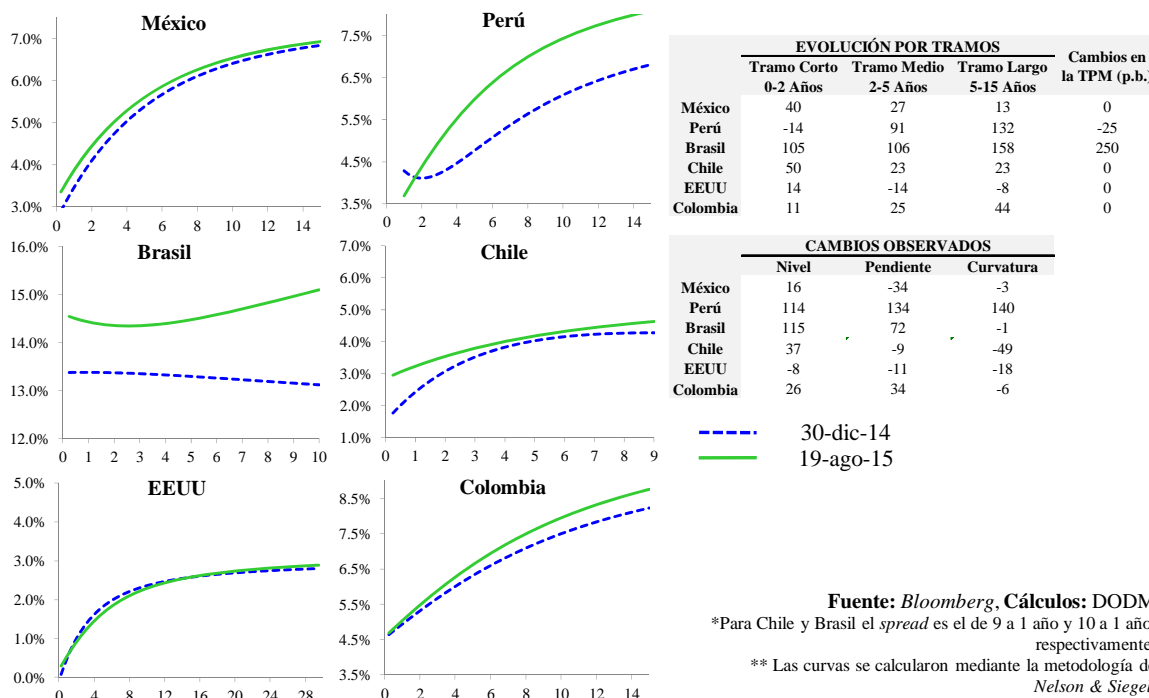
En lo corrido del año la mayoría de los bonos de la región han presentado desvalorizaciones con excepción de los bonos de corto plazo de Perú. En general en todos los países hubo valorizaciones en enero, y desvalorizaciones entre febrero y agosto<sup>3</sup>; y lo que ha marcado la diferencia es que en el caso de Perú las desvalorizaciones del tramo corto no han superado las valorizaciones de enero lo que se explica principalmente porque el Banco Central de ese país recortó su tasa de referencia 25 p.b. (Gráfico 7).

Los países cuyos bonos se han desvalorizado en mayor medida son los de Brasil y los de mediano y largo plazo de Perú. En el caso de Brasil, los movimientos del tramo corto obedecen en parte al incremento de 250 p.b. en la tasa de referencia. Los tramos mediano y largo están relacionados con una mayor prima de riesgo ante las perspectivas de crecimiento negativo y más recientemente debido a la reducción en su calificación. En el caso de Perú, algunas medidas implementadas por el banco central han limitado la capacidad de los bancos para ofrecer cobertura a los inversionistas extranjeros, lo que parece estar desincentivando la compra de títulos por parte de estos agentes<sup>4</sup>.

Los bonos de EE.UU. se han desvalorizado en el tramo corto reflejando las expectativas de que la tasa de política sea incrementada en los próximos meses. Por su parte, los bonos de largo plazo han estado influenciados por ajustes en la percepción de riesgo a nivel internacional y expectativas respecto a la inflación en EE.UU.

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

### Curvas Spot Latinoamérica y EE.UU., Periodo: 30-dic-14 y 19-ago-15



<sup>3</sup> Las valorizaciones de enero están asociadas a la continuidad de la amplia liquidez a nivel mundial. Por su parte, las desvalorizaciones desde febrero están relacionadas con un nuevo ajuste en las expectativas con respecto a la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal.

<sup>4</sup> Con el fin de limitar el exceso de volatilidad que puede generar en el tipo de cambio un volumen elevado de operaciones con derivados cambiarios, en particular de agentes económicos no residentes, el Banco Central de Perú estableció en enero del 2015 un límite al saldo de operaciones con derivados cambiarios de los bancos, e informó que las empresas financieras locales que excedieran dicho límite deberían aumentar sus encajes en moneda nacional. En mayo de 2015 se estableció que la tasa de encaje se incrementaría en caso que: i) las operaciones diarias pactadas de venta de moneda extranjera a cambio de moneda nacional a través de *forwards* y *swaps* (excluyendo las pactadas con fines de cobertura) excedieran un límite diario igual al monto mayor entre el 8% del patrimonio efectivo del 31 de diciembre del año 2014 y US\$90 millones; ii) las operaciones pactadas de venta de moneda extranjera a cambio de moneda nacional a través de *forwards* y *swaps* (excluyendo las de cobertura), realizadas durante 5 días hábiles consecutivos, excedieran el límite equivalente al monto mayor entre el 20% del patrimonio técnico efectivo el 31 de diciembre del 2014 y US\$350 millones; iii) dichas operaciones excedieran el límite equivalente al monto mayor entre el patrimonio efectivo del 31 de diciembre del 2014 y US\$800 millones; y iv) dichas operaciones excedieran el límite equivalente al monto mayor entre 25% del patrimonio efectivo al 31 de diciembre de 2014 y US\$1200 millones.

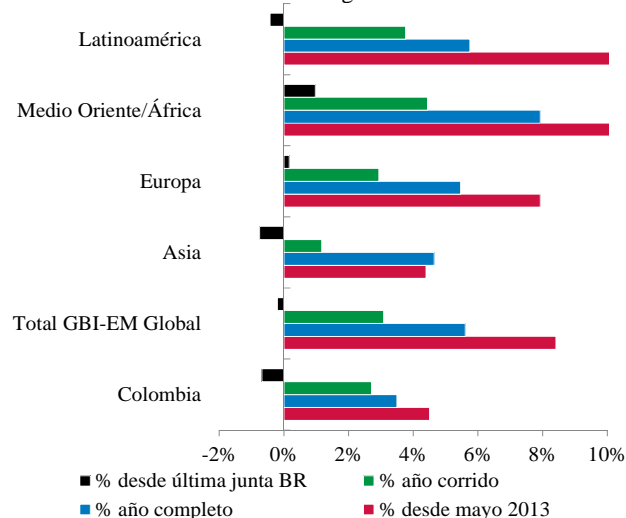
## Comportamiento de la deuda en moneda local de países emergentes:

En el Gráfico 8 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>5</sup> (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, desde mayo de 2013, en lo corrido de 2015 y desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Desde la última reunión de la JDBR los índices regionales presentaron un comportamiento mixto, de tal forma que avanzaron los índices de Medio Oriente/África (1,0%) y Europa (0,2%), y disminuyeron los de Asia (-0,8%) y Latinoamérica (-0,4%). Al analizar los índices para una muestra de países, se encuentra que los que presentaron los mayores incrementos fueron los de Rumania (0,4%) y Polonia (0,4%); mientras que los que presentaron las mayores caídas fueron los de Indonesia (-1,4%), Nigeria (-1,1%) y Brasil (-1,1%) (Anexo 1). Por su parte, el índice para Colombia disminuyó 0,7%. El comportamiento de estos índices desde la última reunión de la JDBR puede estar relacionado con las bajas perspectivas de crecimiento de estos países así como con el impacto de la caída de los precios de los productos básicos.

Adicionalmente, el IIF estimó que las entradas de capital a economías emergentes en julio alcanzaron un valor de US\$6,65 billones<sup>6</sup>. En particular, para los mercados de renta fija estimó entradas netas por US\$5,1 billones y para Latinoamérica por US\$5,88 billones<sup>7</sup> (Gráfico 9).

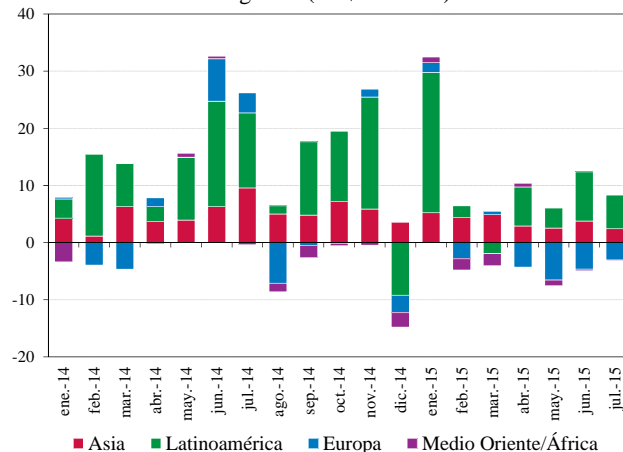
**Gráfico 8:** Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes\*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

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

**Gráfico 9:** Flujos de Portafolio hacia Renta Fija Economías Emergentes (US\$ Billones)



Fuente: IIF.

<sup>5</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>6</sup> La muestra a partir de la cual se construyen estos indicadores es: **Europa:** Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia, Rumania, Rusia, Turquía y Ucrania; **Asia:** China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur y Tailandia; **Latinoamérica:** Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela; **Medio Oriente/África:** Egipto, Líbano, Marruecos, Nigeria, Arabia Saudita, Sudáfrica y Emiratos Árabes Unidos.

<sup>7</sup> *EM Portfolio Flows Tracker*.

## Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 31 de julio y el 18 de agosto de 2015:

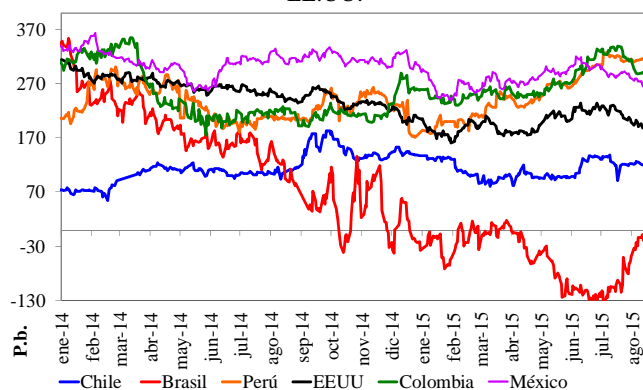
El Gráfico 10 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia disminuyó al pasar de 314 p.b. a 290 p.b. de tal manera que ahora es inferior a la de Perú (337 p.b.) pero sigue siendo superior a las de México, EE.UU., Chile y Brasil las cuales se ubican en 261 p.b., 187 p.b., 117 p.b. y 28 p.b., respectivamente.

En el Gráfico 11 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) continúa en niveles cercanos a 0%, aunque la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) aumentó y se ubicó en 13%. Lo anterior indicaría que si bien algunos factores internacionales han venido cobrando relevancia, los movimientos de las pendientes de las curvas de la región obedecen a factores particulares de cada país. Por otro lado, al observar el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo se encuentra que esta aumentó de -13,2% a 18,1%<sup>8</sup>.

Desde la última reunión de la JDBR los TES se han desvalorizado, en mayor magnitud los de corto plazo. Las mayores desvalorizaciones se presentaron en la jornada siguiente a la reunión de la JDBR, cuando las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones promedio de +24 p.b., +15 p.b. y +8 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

Aunque la mayoría de agentes esperaba que la tasa de referencia permaneciera inalterada en 4,5%, según algunos analistas después de la rueda de prensa cambiaron las expectativas respecto a la evolución de la tasa de política en el corto plazo. Al parecer este ajuste en las expectativas obedece a que la depreciación del peso y la persistencia del fenómeno de El Niño pueden postergar la convergencia de la inflación a la meta, sumado a que la decisión de la JDBR de mantener la tasa inalterada no fue unánime y algunos codirectores estuvieron a favor de aumentarla. Como se verá más adelante, estas expectativas se ven reflejadas en el incremento del IBR a 1 y 3 meses, y las tasas de los *Overnight Index Swaps*.

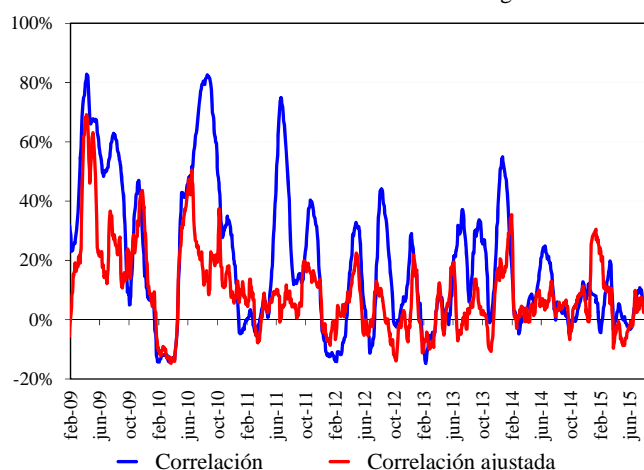
**Gráfico 10:** Pendiente de la Curva Cero Cupón – Latinoamérica y EE.UU.\*



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

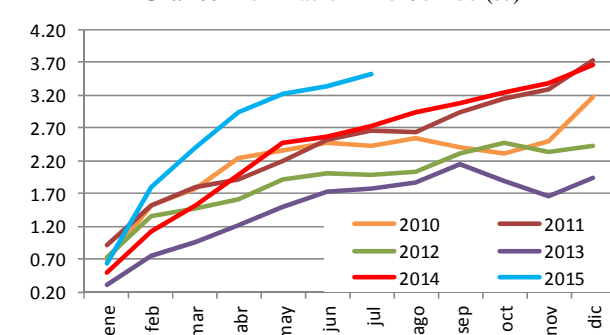
**Fuentes:** Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República. \*Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

**Gráfico 11:** Correlación Pendientes Región



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

**Gráfico 12:** Inflación Año Corrido (%)



**Fuente:** Dane.

<sup>8</sup> Correlaciones calculadas entre el 31 de julio y el 13 de agosto de 2015. La más alta corresponde a la correlación entre Colombia y Brasil (96%) y la más baja a la calculada entre Perú y México (-57%). Excluyendo a México la correlación pasó de -9% a 24,2%.

Adicionalmente, hay expectativas de mayor inflación en Colombia debido a que el dato de julio fue superior al esperado por los analistas. Por último, cabe mencionar que hay incertidumbre respecto al momento en que iniciará la normalización de la política monetaria en EE.UU. y el ritmo de los incrementos de la tasa de referencia.

Respecto a la inflación, el Dane publicó el 5 de agosto que la variación del índice de precios de julio había sido 0,19%, dato superior al esperado por el mercado (*Bloomberg*: 0,10%, encuesta del Banco de la República-BR: 0,12%) y superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2014. La variación anual fue 4,46%<sup>9</sup>. En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación las tasas de los TES presentaron variaciones de +6 p.b, +9 p.b. y +5 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

En la encuesta realizada en agosto por el BR<sup>10</sup>, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2015 en promedio pasó de 3,89% a 4,21%, para diciembre de 2016 pasó de 3,20% a 3,36%, y la inflación esperada a dos años (agosto de 2017) se ubica en 3,18%<sup>11</sup>.

En la encuesta de Citibank el dato de inflación para 2015 pasó de 3,94% a 4,21%. Por su parte, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), las expectativas promedio de inflación para 2015 se ubicaron en 4,21% (ant: 4,02%).

El 14 de agosto se dieron a conocer los datos de crecimiento de producción industrial y ventas al por menor de junio, los cuales resultaron superiores a los esperados. El dato de ventas al por menor fue 5,1% (esp: 3,4%) y el de producción industrial 1,5% (esp:- 0,9%). El 18 de agosto las tasas de los TES presentaron variaciones de +1 p.b, +5 p.b. y +2 p.b, en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

---

<sup>9</sup> Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2014 (2,89%).

<sup>10</sup> Realizada entre el 10 y el 12 de agosto.

<sup>11</sup> En la encuesta anterior la inflación esperada para julio de 2017 era 3,19%.



En el *Cuadro 1* se presentan, segmentando por duración de los títulos, los compradores y vendedores de TES desde la última reunión de la JDBR (31 de julio de 2015), desde el 19 de marzo de 2014, día en el que se anunció el cambio en la ponderación de los bonos colombianos en el índice GBI-Global Diversified de JP Morgan, y en lo corrido de 2015.

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

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2015	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	(3'813'235)	(13'137'072)	(411'328)	6'265'886	(7'282'513)	143'911	(642'664)	(12'568)	(511'321)
Compañía de Financiamiento Comercial	(1'0033)	(26'309)	7'907	10'826	(7'576)	(5'810)	500	6'326	1'016
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	1'598'898	(1'039'598)	(276'464)	1'230'906	(85'156)	22'991	892'348	161'319	1'076'658
<b>Total EC</b>	<b>(2'224'370)</b>	<b>(14'202'979)</b>	<b>(679'884)</b>	<b>7'507'618</b>	<b>(7'375'245)</b>	<b>161'092</b>	<b>250'185</b>	<b>155'077</b>	<b>566'353</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(20'820)	(58'730)	15'000	(7'000)	(50'730)	10'000	25'000	(21'000)	14'000
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	1'717'754	(2'367'883)	283'271	855'128	1'319'957	(28'600)	436'400	(345'000)	62'800
Fondos de Pensiones - Prima Media	(12'500)	(67'650)	-	(2'000)	(69'650)	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>	<b>1'684'434</b>	<b>(2'494'263)</b>	<b>284'771</b>	<b>846'128</b>	<b>1'199'577</b>	<b>(18'600)</b>	<b>461'400</b>	<b>(366'000)</b>	<b>76'800</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	(924'689)	(405'825)	(43'955)	152'611	(297'169)	20'500	(565'082)	265'582	(279'000)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	(2'448)	(627'536)	(178'509)	118'218	(687'827)	(1'336)	(174'21)	(430'50)	(61'807)
Extranjeros	(2'000)	(7'911)	17'500	4'300	13'889	-	-	-	-
Carteras Colectivas Abiertas	(8'807)	(34'938)	(11'500)	64'500	18'062	4'547	(10'500)	(1'000)	(6'953)
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>	<b>(927'137)</b>	<b>(1'033'361)</b>	<b>(222'463)</b>	<b>270'828</b>	<b>(984'996)</b>	<b>19'164</b>	<b>(582'503)</b>	<b>222'532</b>	<b>(340'807)</b>
Sociedades Fiduciarias Propia	(54'801)	(328'231)	35'000	290'868	(2'363)	(30'908)	(500)	5'500	(25'908)
Sociedades Fiduciarias Terceros	5'493'249	(347'926)	838'448	22'492'464	19'851'651	(66'653)	180'808	671'024	785'180
Extranjeros***	4'490'897	1'220'510	151'3435	18'640'474	21'374'420	221'076	107'598	521'074	849'748
Carteras Colectivas Abiertas	(252'305)	(110'183)	37'520	78'950	6'287	(110'456)	(20'000)	28'500	(101'956)
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>	<b>5'438'448</b>	<b>(380'7493)</b>	<b>873'448</b>	<b>22'783'333</b>	<b>19'849'288</b>	<b>(97'560)</b>	<b>180'308</b>	<b>676'524</b>	<b>759'272</b>
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	291'964	(109'502)	3'000	203'015	96'513	(31'000)	29'000	5'500	3'500
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	(2'500)	(6'121)	(9'000)	5'500	(9'621)	-	-	-	-
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>	<b>289'464</b>	<b>(115'623)</b>	<b>(6'000)</b>	<b>208'515</b>	<b>86'892</b>	<b>(31'000)</b>	<b>29'000</b>	<b>5'500</b>	<b>3'500</b>
<b>Total Entidades Financieras No bancarias</b>	<b>6'485'209</b>	<b>(7'450'739)</b>	<b>3'492'697</b>	<b>24'108'803</b>	<b>20'150'761</b>	<b>(127'997)</b>	<b>88'206</b>	<b>538'556</b>	<b>498'765</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	366'487	(748'450)	867'029	303'801	422'380	(64'000)	(43'609)	(50'000)	(157'609)
Total Entidades Públicas****	5'279'028	4'165'890	(2'966'317)	331'810	1'531'384	(489'204)	88'178	115'417	(285'609)
Otros*****	1'386'199	(2'370'185)	960'565	3'462'621	2'053'001	5'895	(14'215)	(1'655)	(9'975)
Extranjeros	263'999	-	-	(22'622)	(22'622)	-	-	-	-
<b>Total Movimiento Neto</b>	<b>11'292'553</b>	<b>(20'606'463)</b>	<b>1'674'090</b>	<b>35'714'653</b>	<b>16'782'280</b>	<b>(514'214)</b>	<b>368'744</b>	<b>757'394</b>	<b>611'925</b>

Cifras en Millones de Pesos. Fuente: Banco de la República. Información Actualizada al 19 de agosto de 2015.

\*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compra-venta contra pago (420 y 422). Además, se incluyen las emisiones y vencimientos.

\*\*Las entidades financieras especiales son Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras.

\*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por BNP Paribas, Cititrust, Corpbanca Trust y Fiduciaria Bogotá.

\*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del Banco de la República.

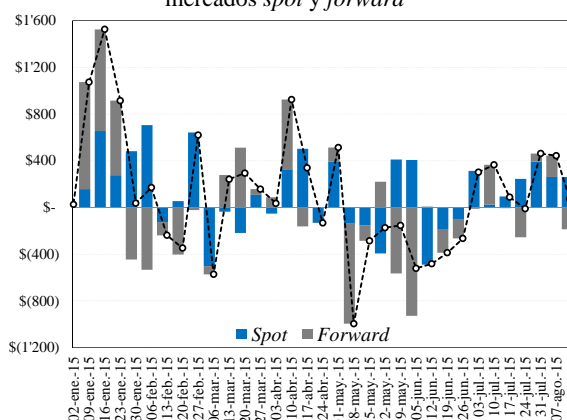
**Fuente:** BR. Información actualizada al 19 de agosto de 2015. \* Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos. \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

En general, los principales agentes compradores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR han sido las corporaciones financieras (\$1076 mm, principalmente en el tramo medio) y los inversionistas extranjeros (\$849 mm, tramo largo), mientras que los principales vendedores han sido las sociedades comisionistas de bolsa en posición propia (\$279 mm, tramo medio), los bancos comerciales (\$511 mm, tramo medio) y las entidades públicas (\$285 mm, tramo corto).

En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$4752 mm, de los cuales \$849 mm se hicieron desde la última reunión de la JDBR. Específicamente, desde el 31 de julio se observaron compras por \$221 mm, \$107 mm y \$521 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. De esta forma, las entradas netas de estos agentes en agosto continuaron la tendencia observada a lo largo de julio, mes en el que los inversionistas extranjeros compraron en neto \$1023 mm. En cuanto a títulos denominados en UVR en agosto estos agentes realizaron ventas netas por \$196 mm las cuales se dieron en los tramos corto (\$123 mm) y largo (\$125 mm) y más que compensaron las compras netas del tramo medio (\$52 mm).

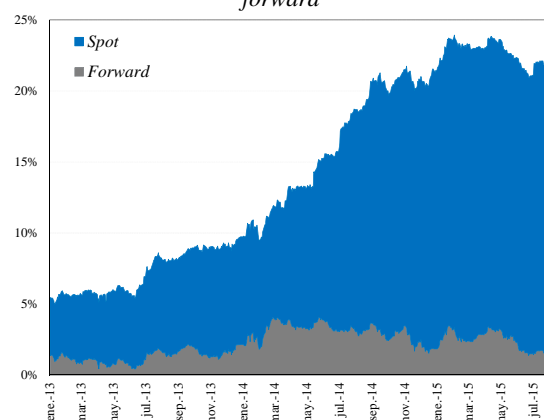
Desde la última de la JDBR los inversionistas extranjeros mostraron un menor apetito por TES en el mercado a futuro. La posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$48 mm debido principalmente a mayores compras vencidas que pactadas. Así, el saldo neto de ventas NDF de TES por parte de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) a los agentes *offshore* pasó de \$2,478 billones el 31 de julio a \$2,430 billones el 18 de agosto.

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



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

**Gráfico 14:** Saldo de TES *offshore* en los mercados *spot* y *forward*\*



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

Lo anterior puede observarse en los Gráficos 13 y 14 y en el Cuadro 1.1. El Gráfico 13 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en ambos mercados. El Gráfico 14 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en los mercados *spot* y *forward* como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro 1.1 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*. Se destaca que las ventas netas de TES a futuro del sector financiero corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

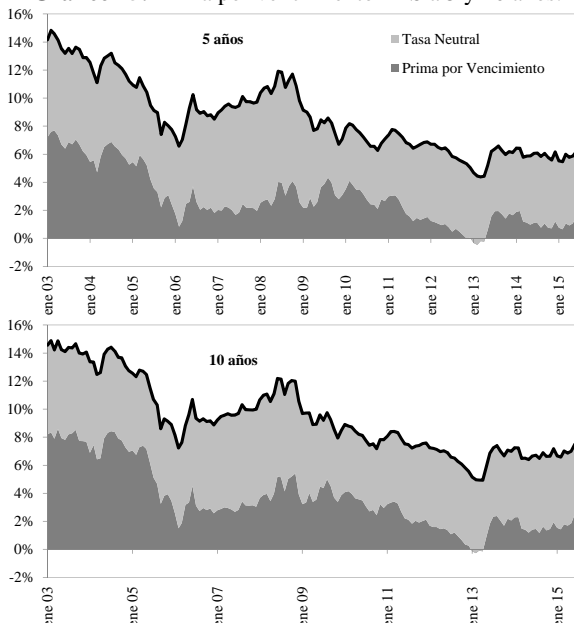
**Cuadro 1.1:** Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

	2014			Corrido de 2015			Jul-15			Corrido de Ago-15		
	Spot	Forward*	TOTAL	Spot	Forward*	TOTAL	Spot	Forward*	TOTAL	Spot	Forward*	TOTAL
Sistema Financiero**	\$ (1'092)	\$ 238	\$ (854)	\$ (2'086)	\$ 213	\$ (1'873)	\$ (1'093)	\$ (106)	\$ (1'199)	\$ 705	\$ 49	\$ 753
Offshore	\$ 17'739	\$ (238)	\$ 17'500	\$ 4'606	\$ (213)	\$ 4'393	\$ 1'023	\$ 106	\$ 1'129	\$ 702	\$ (49)	\$ 654

Miles de millones de Pesos. Información actualizada al 13 de agosto de 2015. \*Solo se dispone de la información de derivados sobre TES con el *Offshore*. \*\*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras.

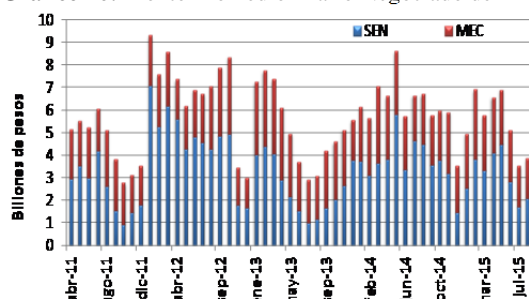
Por otra parte, en lo corrido del mes de agosto se observa en promedio una disminución en la prima por término<sup>12</sup> para los títulos a 5 y 10 años (5 años: -6 p.b., 10 años: -31 p.b.) y un incremento en la tasa neutral al riesgo (5 años: 33 p.b, 10 años: 21 p.b.) respecto a las estimadas en julio (Gráfico 15). Lo anterior refleja un ajuste en las tasas de interés de corto plazo esperada en el mediano y largo plazo.

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



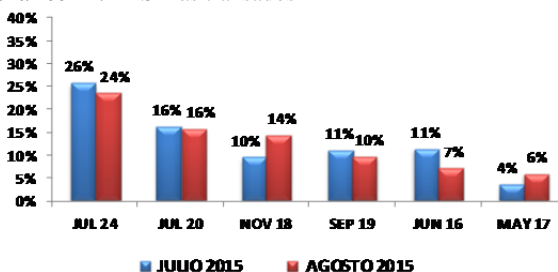
Fuente y Cálculos: Banco de la República.

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



Fuente y Cálculos: Banco de la República

**Gráfico 17:** TES más transados



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

En agosto no hay vencimientos de TES pero hay un pago de cupón por \$787 mm del bono que vence en agosto del año 2026. Por su parte, el valor de las emisiones ha sido \$1245 mm, de los cuales \$999 mm corresponden a bonos en pesos y \$246 mm a bonos denominados en UVR<sup>13</sup>.

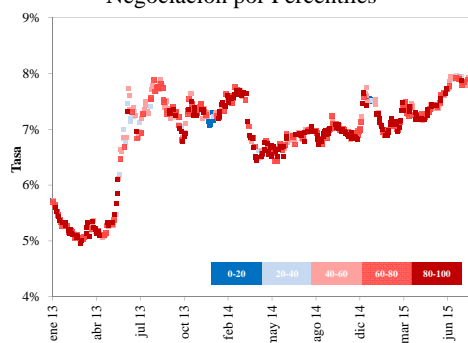
El promedio diario de negociación disminuyó de \$5,1 billones en junio a \$3,5 billones en julio, y en lo corrido de agosto ha sido \$3,9 billones<sup>14</sup>, inferior al observado en el mismo mes de 2014 (\$6,7 billones). El menor dinamismo de este mercado puede deberse a incertidumbre a nivel local e internacional (Gráfico 16). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 26% a 24%, seguidos de los que vencen en julio de 2020 cuya participación se mantuvo en 16% (Gráfico 17).

<sup>12</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>13</sup> Con datos al 18 de agosto.

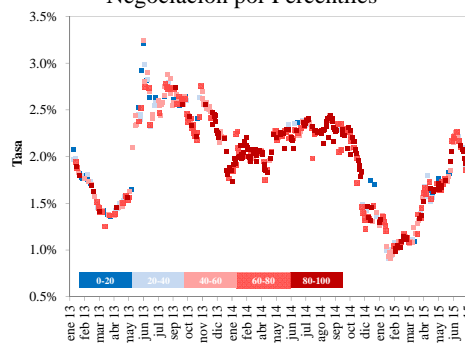
<sup>14</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

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



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

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



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

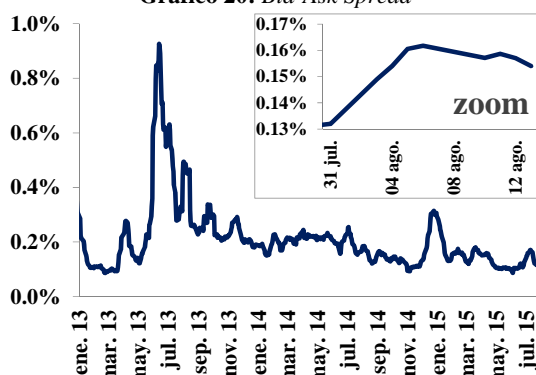
En los Gráficos 18 y 19 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 2 años). Se puede observar que desde el 31 de julio los montos de negociación de los TES en pesos se mantuvieron en niveles normales mientras que los de los TES UVR aumentaron y se ubicaron en niveles elevados.

En cuanto al *bid-ask spread* de los TES en pesos (promedio ponderado<sup>15</sup>), su promedio móvil de 10 días aumentó de 0,132% el 31 de julio a 0,154% el 13 de agosto. Durante este mismo periodo su promedio se ubicó en 0,154% (Gráfico 20 y Anexo 2).

En el Gráfico 21 se muestra la evolución de los márgenes entre las tasas de los TES locales y los TES globales en pesos. Respecto al 31 de julio, el margen aumentó para los TES que vencen en 2015 y 2027 debido a valorizaciones de los globales y desvalorizaciones de los locales. Por su parte el margen disminuyó para los títulos que vencen en 2021 y 2023 ante desvalorizaciones más pronunciadas de los globales. Con respecto a Brasil y Chile, este margen (para títulos a 10 años) aumentó para Brasil por las mayores desvalorizaciones de sus bonos locales, mientras que se mantuvo estable para Chile (Cuadro 2).

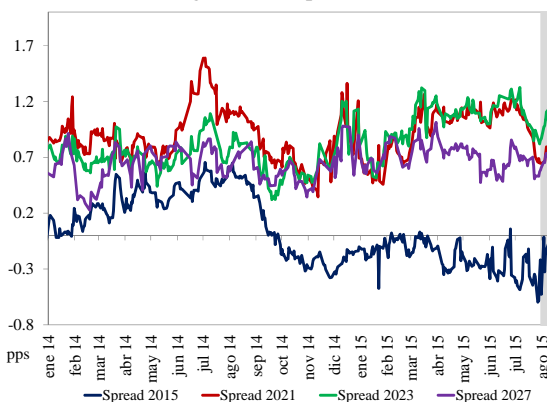
El margen entre las tasas a 10 años de los bonos locales y los bonos externos denominados en dólares (Gráfico 21.1) se mantuvo relativamente estable para Colombia, Perú, Chile y México, lo cual es explicado por movimientos similares (desvalorizaciones con excepción de Chile) de los dos

**Gráfico 20:** Bid-Ask Spread\*



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

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

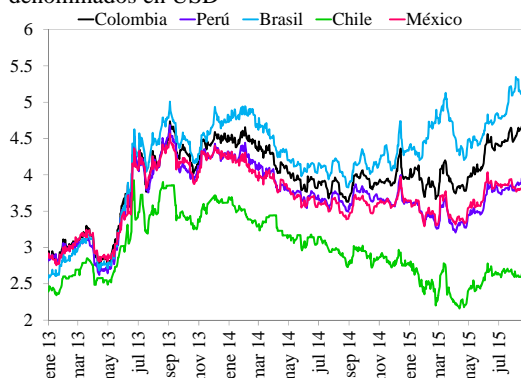


Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.\* Los márgenes se calculan con títulos de las dos clases cuyos vencimientos son similares.

<sup>15</sup> Como porcentaje del precio *mid*, calculado como un promedio entre las puntas de oferta (*ask*) y demanda (*bid*). Para el cálculo de los *bid-ask spread* se tomaron las puntas activas en el SEN entre las 10:45 am y 10:46 am, y se ponderan utilizando el saldo de TES del sistema en el DCV para el viernes anterior a la actualización.

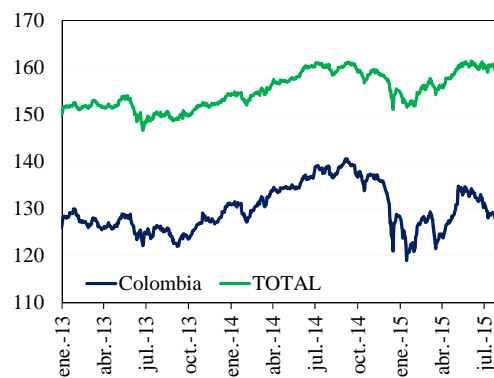
tipos de bonos. Por su parte este margen aumentó para Brasil, como consecuencia de las desvalorizaciones de sus bonos locales (Cuadro 2).

**Gráfico 21.1:** Tasas de Bonos Externos a 10 años denominados en USD



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 21.2:** CEMBI Colombia y CEMBI Total



Fuente: Bloomberg

En cuanto a la deuda de agentes diferentes al Gobierno Central, en el periodo analizado no se realizaron emisiones. Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR el índice EMBI corporativo<sup>16</sup> para el *spread* de títulos colombianos frente a los *treasuries* disminuyó 1,85%, en línea con el comportamiento de este indicador para el total de economías emergentes (-0,34%) (Gráfico 21.2).

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

Rendimientos bonos yankees a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	4.7	4.0	5.1	2.6	3.8
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	183	124	236	9	96
Variación año corrido (p.b.)	179	110	253	24	91
Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	6.4	n.d	9.3	4.1	n.d
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>30</b>	<b>n.d</b>	<b>32</b>	<b>1</b>	<b>n.d</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	243	n.d	262	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	254	n.d	394	n.d	n.d
Tasa cero cupón locales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	7.9	7.4	14.8	4.7	6.5
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>79</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	285	303	448	-69	183
Variación año corrido (p.b.)	222	309	492	-100	74
Margen bonos locales y bonos globales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	1.5	n.d	5.5	0.6	n.d
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-14</b>	<b>n.d</b>	<b>47</b>	<b>-4</b>	<b>n.d</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	42	n.d	186	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-32	n.d	98	n.d	n.d
Margen bonos locales y bonos en dólares 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	3.3	3.4	9.7	2.1	2.7
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>79</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	103	179	212	-78	87
Variación año corrido (p.b.)	43	200	239	-124	-18

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

<sup>16</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 19 de agosto (EOF<sup>17</sup>, volatilidades preliminares<sup>18</sup> y márgenes crediticios preliminares<sup>19</sup>) el índice preliminar de percepción de riesgo IDODM aumentó respecto al observado en julio<sup>20</sup> (Gráfico 22).

En primer lugar, el índice de confianza de los consumidores del mes de julio<sup>21</sup> que calcula Fedesarrollo disminuyó de forma importante. El índice pasó de 14,7 (en junio) a 2,6 puntos y se ubicó 24 puntos por debajo de lo registrado en el mismo mes del 2014 (Gráfico 23). El comportamiento del indicador se explica por el deterioro de sus dos componentes: condiciones actuales y expectativas.

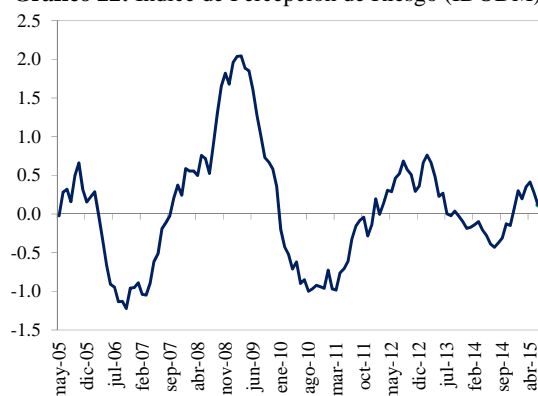
En segundo lugar, Fedesarrollo y la BVC publicaron la EOF del mes de agosto.

En el Gráfico 24 puede observarse que respecto a lo que se esperaba en julio en agosto los analistas financieros redujeron sus proyecciones de crecimiento para el 2T15, el 3T15 y el año 2015. Además, esperan que el crecimiento en el 3T15 sea superior al del 2T15 y para ambos períodos se observa un leve sesgo a la baja. Por su parte, respecto al pronóstico de crecimiento de 2016 (incorporado en esta encuesta) esperan que sea superior al del año 2015 aunque con un importante sesgo a la baja.

En cuanto a la inflación (Gráfico 25), la encuesta refleja que en promedio las expectativas para 2015 aumentaron de 4,02% a 4,21%, y por primera vez en el año la mayoría de encuestados espera que la inflación se ubique fuera del rango meta. Para el año 2016 el dato esperado también aumentó (de 3,53% a 3,66%) y presentó un sesgo al alza. No obstante, para 2016 la inflación esperada es inferior a la del año 2015 y se mantiene dentro del rango meta.

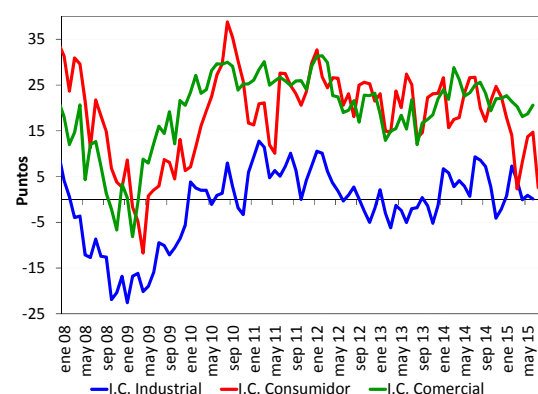
Con respecto al *spread*, el 53% de agentes espera

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



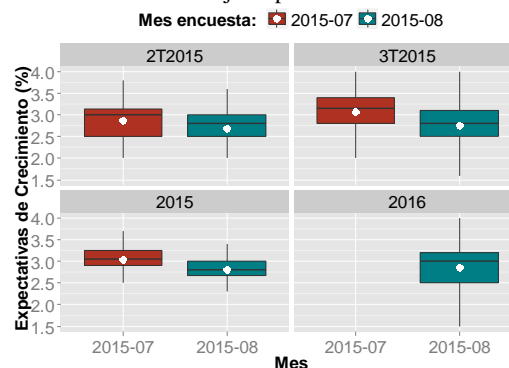
**Fuentes:** Banco de la República, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

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



**Fuente:** Fedesarrollo.

**Gráfico 24:** 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>17</sup> Publicada el 19 de agosto.

<sup>18</sup> Datos al 19 de agosto.

<sup>19</sup> Datos al 7 de agosto.

<sup>20</sup> Con excepción del índice de confianza de industriales y comerciantes y la Encuesta de Opinión Conjunta de la Andi, el indicador de julio cuenta con todo el conjunto de información.

<sup>21</sup> Publicada el 19 de agosto.



que aumente (anterior: 56%), mientras un 21% espera que se mantenga igual (anterior: 28%) y un 16% que disminuya (anterior: 16%).

Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 38,4% espera que esta se mantenga estable, un 17,4% que aumente y un 18,6% que disminuya<sup>22</sup>.

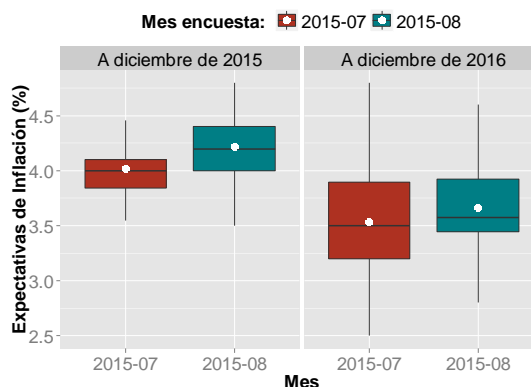
En cuarto lugar, la ANDI publicó los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial de junio, en la que se muestra que a lo largo del primer semestre del año, frente al mismo período del 2014, la producción industrial disminuyó 0,5% (ene-may: -0,6%), al tiempo que las ventas cayeron 1,8% (ene- may: -1,1%).

En quinto lugar, el Gráfico 26 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). Puede observarse que de junio a julio desmejoraron todos los índices, los cuales permanecen por debajo de sus medias históricas, salvo el de Perú.

En sexto lugar, entre el 31 de julio y el 19 de agosto el Colcap presentó una desvalorización de 5,84%. Al interior del período analizado se presentaron desvalorizaciones asociadas al deterioro de las perspectivas económicas, la incertidumbre respecto a la situación en China y la disminución del precio del petróleo<sup>23</sup>. El fortalecimiento del dólar también pudo haber incentivado la venta de acciones por parte de algunos inversionistas. Por otra parte, según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una desvalorización cercana al 0,45%<sup>24</sup>. Además, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó respecto a lo observado el 31 de julio, y predominó el estado de volatilidad baja (Gráfico 27).

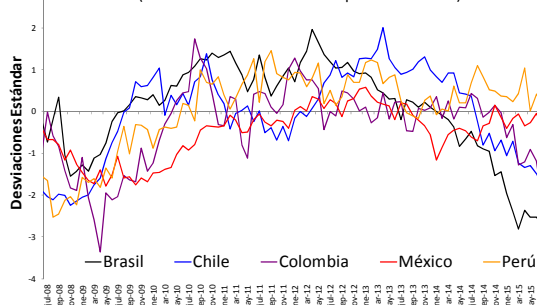
Por otro lado, desde el 31 de julio la volatilidad en el mercado de TES aumentó y se ubicó por encima de la media histórica. Adicionalmente, el estado de volatilidad media fue el que predominó en este mercado (Gráfico 28).

**Gráfico 25:** 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 26:** Índices Confianza de Latinoamérica\* (Desviaciones estándar con respecto a la media)



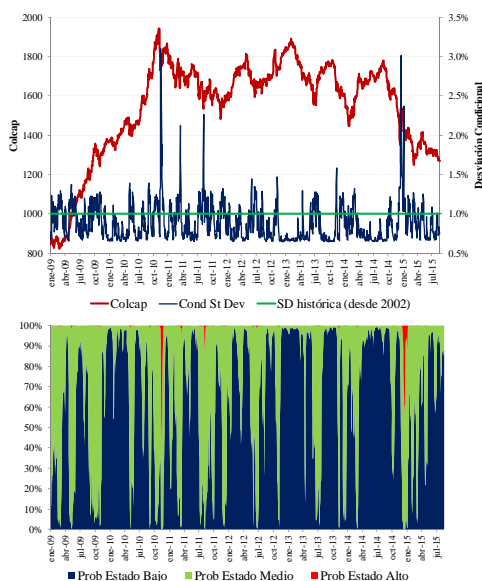
**Fuentes:** INEGI, BIE, FVG IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO. **Cálculos:** BR. \*Series desestacionalizadas. Desviaciones estándar con respecto a la media. Información mensual.

<sup>22</sup> Al 25,6% restante no les aplica la pregunta.

<sup>23</sup> Entre el 31 de julio y el 19 de agosto, el precio del petróleo Brent disminuyó 10,5%.

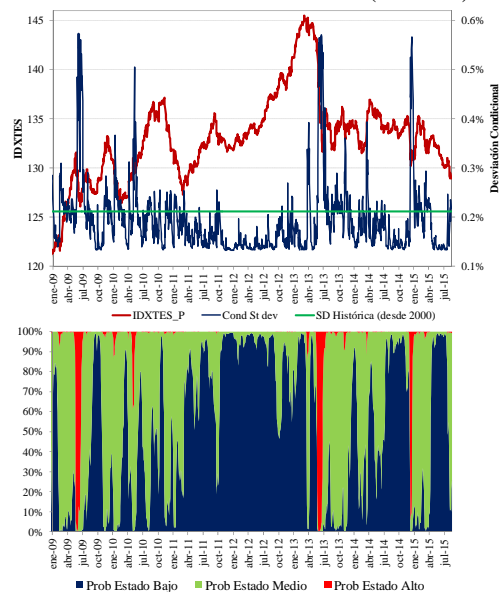
<sup>24</sup> El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

**Gráfico 27: Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)**



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 28: Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)**



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

Finalmente, con información al 7 de agosto, los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES aumentaron respecto a lo observado en julio para las carteras de tesorería y consumo, mientras que disminuyeron para la cartera preferencial<sup>25</sup>. El aumento del margen de tesorería (+46,2 p.b.) se explica por el incremento de las tasas activas superior al de las tasas cero cupón de los TES a 30 días. El aumento del *spread* para la cartera de consumo (+14,4 p.b.) responde principalmente a incrementos de las tasas activas. Por su parte, la caída en el margen de la cartera preferencial (-28,5 p.b.) se explica por la disminución de las tasas de la cartera y el incremento de las tasas de los TES.

En resumen, el IDODM aumentó en agosto ante el deterioro de la mayoría de los indicadores.

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

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Australia (2,0%) e Inglaterra (0,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas, en línea con las expectativas de los analistas. El Banco Central de Inglaterra dio continuidad a su programa de compras de activos, y el de Japón mantuvo su política a través de operaciones de mercado abierto.

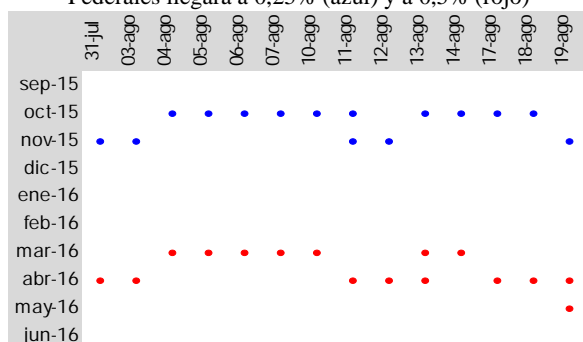
En EE.UU. el 19 de agosto se publicaron las minutas de la reunión de la Reserva Federal celebrada en julio, en las que se señaló que la actividad económica y las condiciones del mercado laboral se han expandido de forma moderada durante los últimos meses y la inflación continuó por debajo del objetivo del FOMC, reflejando la disminución en los precios de energía y de las importaciones de bienes no energéticos. Además se observó que, de acuerdo con la mayoría de los miembros del Comité, aunque las condiciones para un incremento de la tasa no han sido alcanzadas en su totalidad, estas se han aproximado a ese punto. Sin embargo es necesaria una mayor certeza de que el crecimiento económico y las condiciones del mercado laboral son lo suficientemente fuertes para que la inflación converja al objetivo de largo plazo del FOMC. Adicionalmente, los miembros señalaron que los riesgos que provenían de los problemas fiscales y financieros de Grecia han

<sup>25</sup> Para mayor información ver Anexo 3.



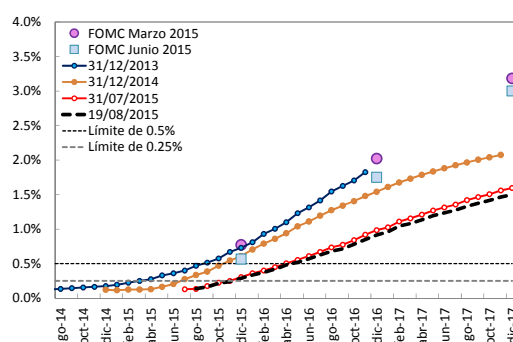
disminuido, aunque una desaceleración en la actividad económica de China podría plantear riesgos adicionales sobre las perspectivas económicas del país.

**Gráfico 29:** Momento en el que la Tasa de los Fondos Federales llegará a 0,25% (azul) y a 0,5% (rojo)



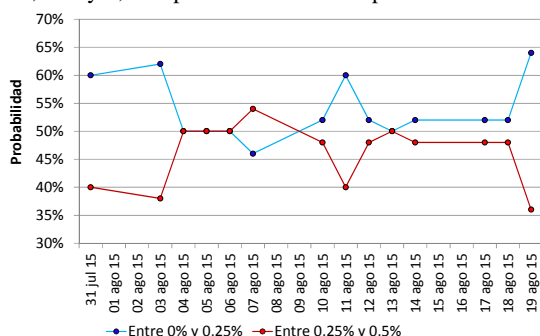
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 29.1:** Senda esperada Tasa Fondos Federales



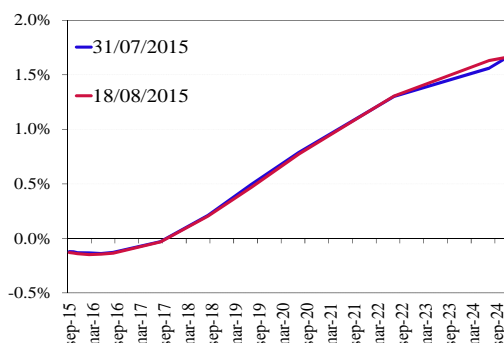
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 30:** Probabilidad de tasa entre 0% y 0,25% y 0,25% y 0,50% para la reunión de septiembre de 2015



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 31:** Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, en el Gráfico 29 se observa que durante el período analizado el mercado esperaba que las tasas llegarían a 0,25% (puntos azules) entre octubre y noviembre del año 2015, y a 0,5% (puntos rojos) entre marzo y mayo del año 2016. Esta información se puede ver también en el Gráfico 29.1. En el Gráfico 30 se presenta la probabilidad de que en la reunión de septiembre de 2015 la tasa de interés de la Fed se ubique entre 0% y 0,25% (línea azul) y entre 0,25% y 0,50% (línea roja). Puede observarse que la probabilidad de que las tasas se ubiquen entre 0,25% y 0,50% aumentó a principios de agosto pero recientemente (19 agosto) es menor a la observada el 31 de julio.

En cuanto a las expectativas de las tasas de política monetaria del BCE, de acuerdo con los futuros del índice Eonia estas no presentaron cambios significativos respecto a lo que esperaba el mercado el 31 de julio de 2015 (primer incremento en septiembre de 2017) (Gráfico 31).

Los bancos centrales de Turquía, Tailandia, India, Corea del Sur e Indonesia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. Por otra parte, el Banco Popular de China anunció un ajuste al alza de la tasa de cambio de 1,9% (yuanes por dólar), que no se observaba desde enero de 1994. Además, la institución introdujo cambios en los mecanismos que se usan para determinar la misma. Posterior a esto, el Banco Central inyectó liquidez al sistema financiero por un monto significativo<sup>26</sup> (que no se observaba desde hace 19 meses).

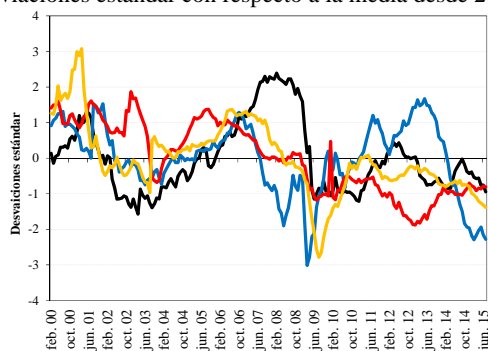
<sup>26</sup> US\$19 billones (CHY150 billones) en repos a 14 días.

En Latinoamérica, los bancos centrales de México, Perú y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en línea con lo esperado por el mercado, de tal manera que se ubican en 3,0%, 3,25% y 3,0%, respectivamente. Además, estos bancos redujeron sus pronósticos de crecimiento<sup>27</sup>.

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

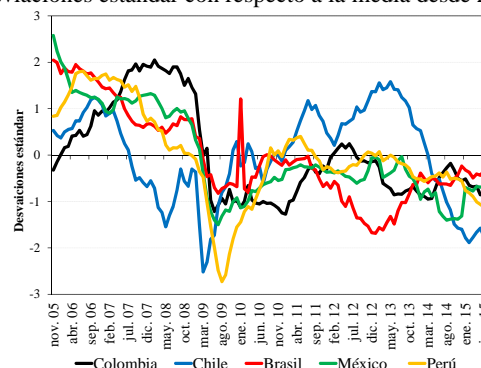
En los Gráficos 32 y 33 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales<sup>28</sup> desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. Se puede observar que en junio las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas<sup>29</sup>.

**Gráfico 32: Tasas Reales de los Países de la Región**  
(desviaciones estándar con respecto a la media desde 2000\*)



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

**Gráfico 33: Tasas Reales de los Países de la Región**  
(desviaciones estándar con respecto a la media desde 2005\*)



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

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

Desde el 31 de julio la percepción de riesgo internacional, reflejada en el VIX, el VSTOXX y los CDS, aumentó principalmente como consecuencia de los datos negativos publicados en China<sup>30</sup> y Europa<sup>31</sup>, la devaluación de la moneda que realizó el Banco Central de China, y las perspectivas de una mayor deflación en los países desarrollados ante la caída en los precios de las materias primas.

<sup>27</sup> El Banco Central de México redujo las expectativas de crecimiento para el 2015 a un rango entre 1,7% y 2,5% (ant: 2%-3%). El Banco Central de Perú redujo las expectativas de crecimiento para el 2015 y 2016 a un rango entre 2,9% y 3% (ant: 3%-3,5%) y entre 3,5% y 4% (4%-4,2%). El Banco Central de Chile redujo las expectativas de crecimiento para el 2015 y 2016 a 2,2% (ant: 2,3%) y 2,8% (ant: 3%), respectivamente.

<sup>28</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

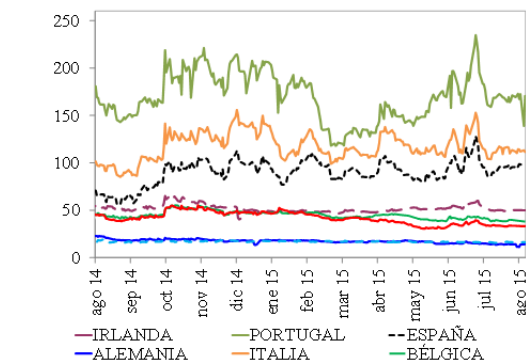
<sup>29</sup> Desde febrero de 2000, las medias de las tasas reales de Colombia, Chile, Brasil y Perú son 1,79%, 1,25%, 7,21% y 1,30%, respectivamente. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,64%.

<sup>30</sup> La balanza comercial registró en julio un superávit comercial de USD43,03 billones (esp: USD55 billones, ant: USD46,54 billones). Las exportaciones e importaciones disminuyeron 8,9% (esp: -1,5%, ant: 2,8%) y 8,6% (esp: -7,9%, ant: -6,1%), respectivamente. Por su parte, para este mismo mes el índice PMI manufacturero Caixin disminuyó a 47,8 puntos (esp: 48,3 puntos, ant: 48,2 puntos). las ventas al por menor y la producción industrial aumentaron en julio 10,5% (esp: 10,6%, ant: 10,6%) y 6% (esp: 6,6%, ant: 6,8%), respectivamente, frente al mismo periodo del año anterior. Por otra parte, la inversión extranjera directa aumentó 5,2% frente al mismo periodo del año anterior, superando las estimaciones del mercado (esp: 5%, ant: 0,7%).

<sup>31</sup> En el 2T15 la estimación preliminar del PIB de la Zona Euro registró un crecimiento de 0,3% frente al 1T15 (esp: 0,4%, ant: 0,4%) y de 1,2% frente al 2T14 (esp: 1,3%, ant: 1%), datos inferiores a los esperados por el mercado. En julio, el IPC de la Zona Euro registró una contracción de 0,6% frente al mes anterior en línea con las expectativas del mercado (ant: 0%). En términos anuales, el IPC registró una variación de 0,2% (esp: 0,2%, ant: 0,2%). Por otra parte, en junio la producción industrial disminuyó 0,4% (esp: -0,1%, ant: -0,4%) frente al mes anterior y aumentó 1,2% (esp: 1,7%, ant: 1,6%) frente al mismo periodo del año anterior.

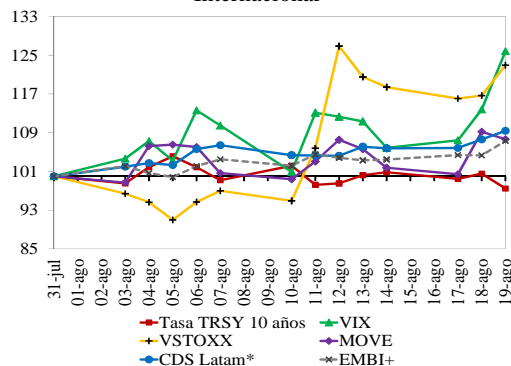
Adicionalmente, durante el periodo analizado los indicadores se vieron influenciados por la publicación de algunos datos económicos de Estados Unidos<sup>32</sup> que generaron cierta incertidumbre sobre el futuro de la política monetaria en ese país.

**Gráfico 34:** Credit Default Swaps otros países (5 años)



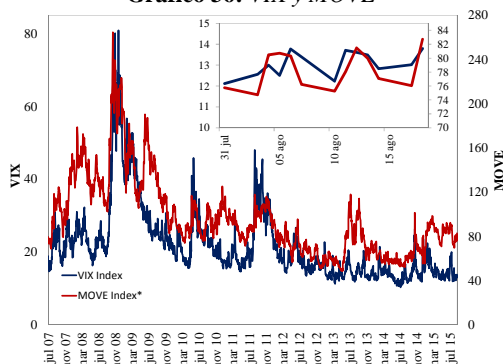
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 35:** Indicadores de Percepción de Riesgo a Nivel Internacional



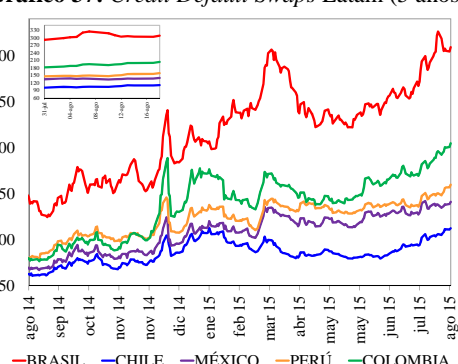
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. \*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

**Gráfico 36:** VIX y MOVE\*



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 37:** Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

El VIX pasó de 12,12% el 31 de julio a 15,25% el 19 de agosto al tiempo que el VSTOXX aumentó de 19,28% a 23,7% y el índice MOVE<sup>33</sup> de 76 a 81,54 (Gráficos 35 y 36).

Por otro lado, los CDS para Latinoamérica y el EMBI+ aumentaron ante las perspectivas económicas desfavorables, las preocupaciones en torno a la situación económica de China y la disminución de los precios de algunos productos básicos, incluyendo el petróleo (-13,41% WTI, -10,5% Brent) y el cobre (-4%). Los Credit Default Swap (CDS) de los países de la región aumentaron 25 p.b. para Colombia, 21 p.b. para Brasil, 16 p.b. para Perú, 11 p.b. para Chile, y 7 p.b. en el caso de México. Por su parte, el EMBI+ y el EMBI Colombia aumentaron 29 p.b. (Gráficos 37 y 38).

<sup>32</sup> En el 2T15 la estimación preliminar del PIB registró una variación de 2,3% frente al trimestre anterior, dato inferior al esperado por el mercado (esp: 2,5%, ant: 0,6%). Por otra parte, en junio las órdenes de bienes duraderos aumentaron 3,4%, superando las estimaciones del mercado (esp: 3,2%, ant: -2,1%). En el 2T15 el índice de costos laborales aumentó 0,2% frente al 1T15 (esp: 0,6%, ant: 0,7%), registrando el menor aumento en 33 años. En julio el índice de confianza del consumidor de la Conference Board disminuyó a 90,9 puntos, registrando el menor nivel desde septiembre del 2014 (esp: 100 puntos, ant: 101,4 puntos). Por su parte, el índice de confianza de la Universidad de Michigan disminuyó a 93,1 puntos (esp: 94 puntos, ant: 93,3 puntos), comportamiento explicado por un deterioro en el componente de expectativas futuras (obs: 84,1 puntos, ant: 85,2 puntos).

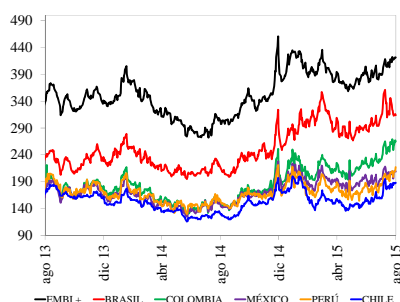
<sup>33</sup> Indicador que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre los Bonos del Tesoro de los EE.UU.

Cabe destacar que Standard & Poor's revisó la perspectiva de la calificación crediticia de Brasil (BBB-) de estable a negativa, indicando una posible reducción de la calificación en los próximos 18 meses y Moody's la recortó de Baa2 a Baa3 de tal manera que ahora se encuentra en el menor nivel del grado de inversión. A lo anterior se sumó que, según la encuesta del Banco Central de ese país, se espera un crecimiento negativo para 2016, lo que adicional al crecimiento esperado negativo para 2015 implica recesión por dos años consecutivos, evento que no se observa en este país desde la crisis de 1930.

Por otra parte, la Cepal recortó las previsiones de crecimiento económico de América Latina para el 2015 de 1% a 0,5%, debido a la profunda contracción de Brasil y a la reducción de las proyecciones de crecimiento de los países de la región<sup>34</sup>.

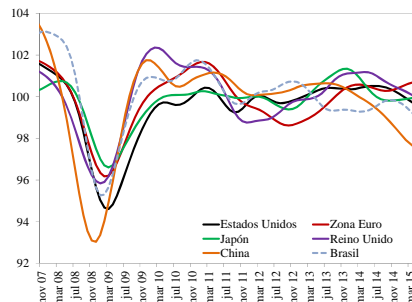
Finalmente, con datos a junio de 2015, se observa que los indicadores líderes de la actividad económica<sup>35</sup> publicados por la OECD<sup>36</sup> respecto a mayo desmejoraron para China, Brasil, Estados Unidos y Reino Unido, mientras que mejoraron para los casos de Europa y Japón (Gráfico 39).

**Gráfico 38: EMBI Países Latam**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 39: Indicadores Líderes de Crecimiento de la OECD**



Fuente: OECD.

En resumen, el VIX, el VSTOXX y los CDS desmejoraron como consecuencia de los datos económicos desfavorables en China, las medidas adoptadas por el Banco Central de este país y la disminución de los precios de los productos básicos. Adicionalmente, estos indicadores se han visto afectados por algunos datos desfavorables tanto en Estados Unidos como en Europa.

<sup>34</sup> De acuerdo con la organización se espera que en el 2015 Brasil se contraiga 1,5% (ant: -0,9%) mientras que México, Chile, Colombia y Perú registren un crecimiento de 2,4% (ant: 3%), 2,5% (ant: 3%) 3,4% (ant: 3,6%) y 3,6% (ant: 4,2%), respectivamente.

<sup>35</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>36</sup> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

## 5. Tasas de Interés y Expectativas del mercado

En el Gráfico 40 se presenta la evolución de la tasa mínima de expansión del BR, la tasa interbancaria (TIB), la DTF y el IBR a un día. El IBR *overnight* y la TIB oscilaron en niveles similares al de la tasa de política. Por su parte, la tasa de simultáneas del SEN se mantuvo relativamente estable al pasar de 4,46% el 31 de julio a 4,48% el 19 de agosto.

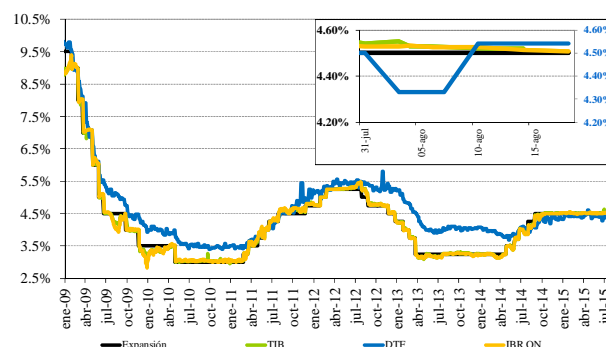
En cuanto a las encuestas de expectativas de movimientos de la tasa de referencia por parte del BR, la mayoría de las entidades espera y/o recomienda que la tasa permanezca inalterada en 4,50%.

En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 18 de agosto<sup>37</sup>, un 82,1% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención se mantendrá inalterada en 4,5%, un 16,7% que será incrementada 25 p.b. y el 1,2% restante que será incrementada 50 p.b.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 35,7% (ant: 37,2% %) señaló los factores externos, un 23,8% mencionó la política monetaria (ant: 9,3%), un 19% la política fiscal (ant: 25,6%), un 19% el crecimiento económico (ant: 22,1%), el 1,3% las condiciones sociopolíticas (ant: 1,2%) y el 1,2% restante otros factores (ant: 1,2%).

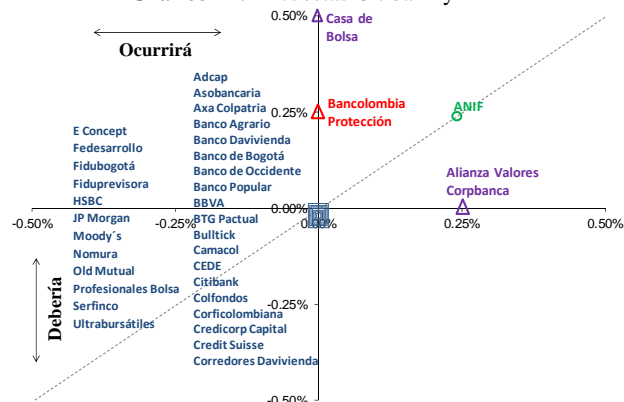
En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg actualizada el 20 de agosto, el 91% (31 entidades) de los analistas que la diligenciaron espera que la tasa de referencia permanezca inalterada en 4,50% y el 9% restante (3 entidades)<sup>38</sup> espera un incremento de 25 p.b.

**Gráfico 40: Tasas Interés Mercado Colombiano**



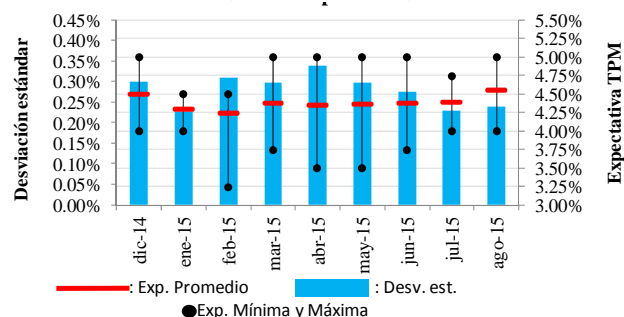
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 41: Encuestas Citibank y Anif**



Fuente: Citibank y Anif.

**Gráfico 42: Expectativas TPM para Finales de 2015 (Encuesta Citibank)**



Fuente: Encuesta Citibank.

<sup>37</sup> Realizada entre el 3 y el 11 de agosto.

<sup>38</sup> Banco Corpbanca Colombia S.A., Global Securities e Itau Asset Management.

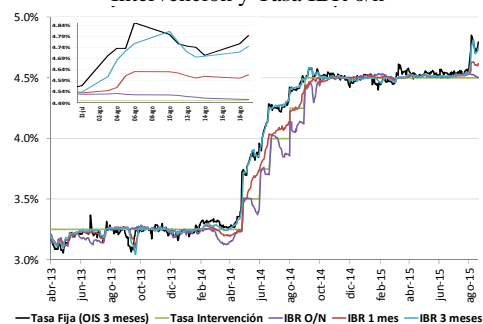
En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por ANIF y Citibank<sup>39</sup>, se encuentra que de las 37 entidades encuestadas un 89% (33 entidades) recomienda que la tasa permanezca inalterada en 4,50%, un 8% (3 entidades)<sup>40</sup> recomienda un incremento a 4,75% y el 3% restante (1 entidad)<sup>41</sup> sugiere que la tasa debería aumentar a 5,0%. De estas entidades el 92% (34 entidades) espera que la tasa permanezca inalterada y el 8% (3 entidades)<sup>42</sup> espera que se anuncie un aumento de 25 p.b. En el Gráfico 41 se observa el resumen de los resultados de estas encuestas, cuyos detalles pueden ser consultados en el Anexo 5.

En el Gráfico 42 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2015 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Puede observarse que entre julio y agosto la tasa esperada en promedio pasó de 4,39% a 4,55%.

En el Gráfico 43 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>43</sup>.

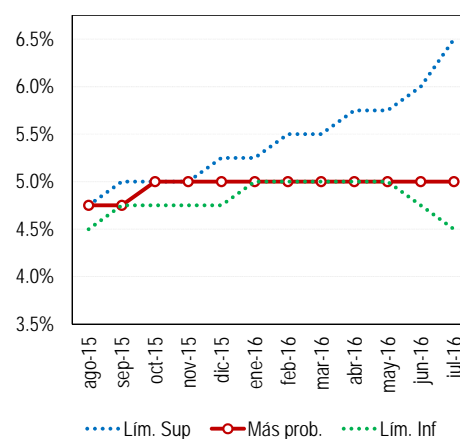
El 19 de agosto el IBR *overnight*, el IBR a un mes y el IBR a tres meses se ubicaron en 4,51%, 4,62% y 4,75%, respectivamente. Por su parte, la tasa fija del OIS de tres meses extraída de Bloomberg fue 4,79%. De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de los OIS, para la próxima reunión se espera, con una probabilidad de 57%, que la tasa de referencia sea incrementada 25 p.b. y con una probabilidad de 43%, que permanecerá inalterada. Además, para diciembre de este año se estima una tasa de interés de referencia de 5,0% (ant: 4,75%) (Gráfico 44, Cuadro 3, y Anexo 6).

**Gráfico 43:** 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 44:** Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República.

<sup>39</sup> Encuestas publicadas el 19 de agosto. En caso que una entidad hubiera sido encuestada por Anif y Citibank, se tomó el dato de la encuesta de Anif. En esta ocasión, las entidades Casa de Bolsa, Bancolombia y Alianza Valores respondieron en la encuesta de Citibank que esperaban y recomendaban que la tasa permaneciera inalterada, pero en la encuesta de Anif Casa de Bolsa y Bancolombia respondieron que recomendaban incrementos de 50 p.b. y 25 p.b., respectivamente (aunque no esperaban que ocurrieran), mientras que Alianza Valores respondió que esperaba un incremento de 25 p.b. aunque no lo recomendaba. Por último, Nomura respondió en la encuesta de Citibank que esperaba y recomendaba un aumento de 25 p.b. pero en la de Anif respondió que esperaba y recomendaba que la tasa permaneciera inalterada.

<sup>40</sup> Bancolombia, Protección y Anif.

<sup>41</sup> Casa de Bolsa.

<sup>42</sup> Anif, Alianza Valores y Corpbanca.

<sup>43</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	ago/15	sep/15	oct/15	nov/15	dic/15	ene/16	feb/16	mar/16	abr/16	may/16	jun/16	jul/16
6.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
6.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
6.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
6.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	11%
5.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	14%	19%
5.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	14%	25%	28%	20%
5.25%	0%	0%	0%	0%	8%	17%	27%	38%	41%	33%	20%	12%
5.00%	0%	43%	64%	80%	92%	83%	73%	58%	44%	39%	36%	27%
4.75%	57%	57%	36%	20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	9%
4.50%	43%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
4.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República

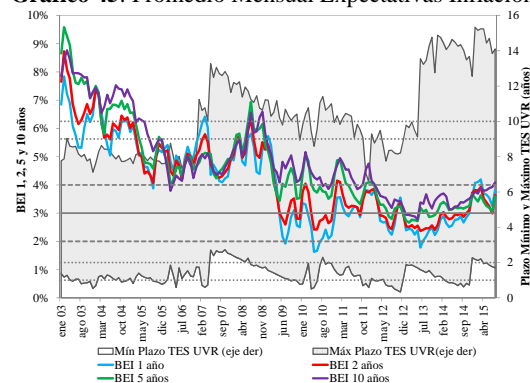
Por otra parte, en la última encuesta de expectativas de inflación realizada por el BR<sup>44</sup>, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2015 en promedio se ubica en 4,21% (encuesta anterior: 3,89%). Las expectativas promedio para diciembre de 2016 se ubican en 3,36% (ant: 3,20%) y para agosto de 2017 en 3,18%<sup>45</sup>.

Por su parte, en la encuesta realizada por Citibank<sup>46</sup> se refleja que la inflación esperada para diciembre de 2015 es 4,21%, mientras que hace un mes era 3,94%.

A su vez, en promedio las expectativas de inflación para 2, 3, 5 y 10 años en lo corrido de agosto han aumentado 65 p.b, 64 p.b., 51 p.b. y 16 p.b, respectivamente, frente a los datos promedio de julio. De esta manera, los BEI a 2, 3, 5 y 10 años se ubicaron en 3,64%, 3,56%, 3,59% y 4,08%, respectivamente (Gráfico 45 y Gráfico 46)<sup>47</sup>.

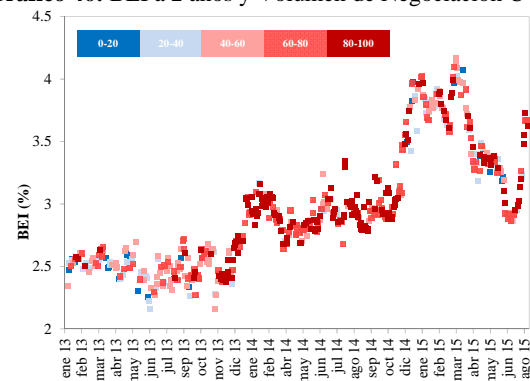
En el Gráfico 47 se muestra la estimación y descomposición del BEI para 2 años para el mes de julio<sup>48</sup>. La línea negra representa el valor del BEI, mientras que las áreas negra y gris corresponden a la prima por riesgo inflacionario y las expectativas promedio de inflación, respectivamente. En julio el BEI se ubicó en 2,87% (ant: 3,12%), las expectativas promedio de inflación tomaron un valor de 2,56% (ant: 2,55%), y la prima por riesgo inflacionario se ubicó en 0,31% (ant: 0,57%)<sup>49</sup>.

**Gráfico 45: Promedio Mensual Expectativas Inflación**



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

**Gráfico 46: BEI a 2 años y Volumen de Negociación UVR**



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

<sup>44</sup> Realizada entre el 10 y el 12 de agosto.

<sup>45</sup> En la encuesta anterior la inflación esperada para julio de 2017 era 3,19%.

<sup>46</sup> Publicada el 19 de agosto.

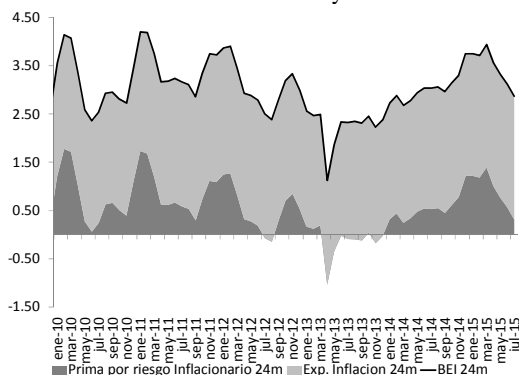
<sup>47</sup> Es importante mencionar que estos indicadores de inflación esperada pueden verse distorsionados por las primas de liquidez de los títulos de tasa fija y UVR, y la prima de riesgo de inflación.

<sup>48</sup> Utilizando la metodología implementada en Melo y Granados (2010). *Expectativas y prima por riesgo inflacionario bajo una medida de compensación a la inflación*. Borradores de Economía, 589. Banco de la República; y en Melo y Moreno (2010). *Actualización de la descomposición del BEI cuando se dispone de nueva información*. Borradores de Economía, 620. Banco de la República. Para estas estimaciones se utilizaron los betas calculados por la BVC con la metodología de N&S.

<sup>49</sup> Para 1 y 5 años la prima por riesgo de inflación es 0,65% (ant: 0,87%) y 0,30% (ant: 0,45%), respectivamente y las expectativas promedio de inflación se ubican en 2,35% (ant: 2,33%) y 2,70% (ant: 2,70%).

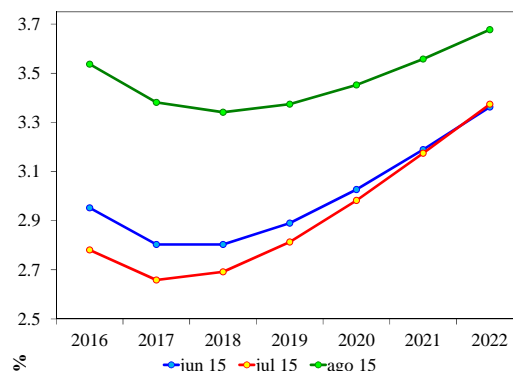
El Gráfico 48 muestra la senda de inflación esperada hasta el año 2022, tomando el promedio de los datos diarios para los meses de junio, julio y agosto de 2015<sup>50</sup>. Las expectativas de inflación de agosto son superiores desde 2016 hasta 2022 respecto a lo observado en julio y agosto. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre 2016 y 2018 y creciente entre 2018 y 2022, de tal forma que para este último año la inflación año completo esperada es 3,67% (esperada en julio para 2022: 3,37%).

**Gráfico 47:** Expectativas Inflación, Prima por Riesgo Inflacionario y BEI



Fuentes: Infoval, Banco de la República y DANE. Cálculos: Banco de la República

**Gráfico 48:** Inflación esperada (FBEI)



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

<sup>50</sup> Cardozo (2010). Incluido en el Anexo del Documento de Curvas del día 23 de julio de 2010.



Finalmente, el Cuadro 4 muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, India, Sudáfrica, China y Noruega. Puede observarse que en lo corrido de agosto las expectativas de crecimiento económico para 2015 desmejoraron para Colombia, Chile, México y Brasil; y se mantuvieron estables para los demás países. En Colombia el crecimiento esperado pasó de 3,10% a 2,97%. Por otro lado, los datos de inflación de julio se ubicaron por encima de los pronósticos en Colombia, Perú, Brasil y China; y por debajo de lo esperado en México, India y Noruega. Cabe mencionar que la inflación aún se encuentra por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2% a 4%), Perú (1% a 3%), Brasil (2,5% a 6,5%) y Chile (2% a 4%). Por último, las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia, Chile y Brasil; disminuyeron para México y Sudáfrica, y permanecieron estables para los demás países.

**Cuadro 4:** Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Jul. 2015		Esperada a Diciembre 2015		Vigente	Esperada a Diciembre 2015		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2015	
	Esp*	Obs	Jul. 2015	Ago. 2015		Jul. 2015	Ago. 2015	Esp*	Obs	Jul. 2015	Ago. 2015
<b>Colombia</b>	4.36%	4.46%	3.89%	4.21%	4.50%	4.39%	4.55%	2.6%	2.8%	3.10%	2.97%
<b>Chile</b>	4.6%	4.6%	3.8%	4.2%	3.00%	3.00%	3.00%	1.7%	1.9%	2.3%	2.2%
<b>México</b>	2.75%	2.74%	2.91%	2.82%	3.00%	3.35%	3.35%	2.4%	2.5%	2.60%	2.55%
<b>Perú</b>	3.50%	3.56%	2.90%	2.90%	3.25%	3.30%	3.30%	1.7%	1.7%	3.50%	3.50%
<b>Brasil</b>	9.53%	9.56%	9.23%	9.32%	14.25%	14.25%	14.25%	-1.8%	-1.6%	-1.76%	-2.01%
<b>India</b>	4.40%	3.78%	5.4%	5.4%	7.25%	7.08%	7.08%	7.0%	6.1%	7.6%	7.6%
<b>Sudáfrica</b>	5.0%	5.0%	5.0%	4.9%	6.00%	6.10%	6.10%	2.1%	2.1%	2.00%	2.00%
<b>China</b>	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	4.85%	4.89%	4.78%	6.8%	7.0%	6.9%	6.9%
<b>Noruega</b>	1.9%	1.8%	2.10%	2.1%	1.00%	0.90%	0.85%	n.d.	2.6%	1.50%	1.50%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 10 y el 12 de agosto de 2015. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Datos obtenidos de Bloomberg.

Chile: Encuesta enviada el 4 de agosto con plazo máximo de recepción el 10 de agosto.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 14 de agosto.

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

Sudáfrica: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

\*\* Los datos corresponden al IT15, salvo para China y Chile. Para estos países son del 2T15.

## Conclusiones

En Colombia, al comparar los datos entre el 31 de julio y el 19 de agosto de 2015, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 40 p.b, 36 p.b. y 20 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, de manera que la pendiente disminuyó 20 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 56% a 19%. Por su parte, la correlación a 30 días pasó de 76% a -21%.

Desde la última reunión de la JDBR los TES se han desvalorizado, en mayor magnitud los de corto plazo. Las mayores desvalorizaciones se presentaron en la jornada siguiente a la reunión de la JDBR cuando las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones promedio de +24 p.b, +15 p.b. y +8 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

Aunque la mayoría de agentes esperaba que la tasa de referencia permaneciera inalterada en 4,5%, según algunos analistas después de la rueda de prensa cambiaron las expectativas respecto a la evolución de la tasa de política en el corto plazo. Al parecer este ajuste en las expectativas obedece a que la depreciación del peso y la persistencia del fenómeno de El Niño pueden postergar la convergencia de la inflación a la meta, sumado a que la decisión de la JDBR de mantener la tasa inalterada no fue unánime y algunos codirectores estuvieron a favor de aumentarla.

Adicionalmente, hay expectativas de mayor inflación en Colombia debido a que el dato de julio fue superior al esperado por los analistas. Por último, cabe mencionar que hay incertidumbre respecto al momento en que iniciará la normalización de la política monetaria en EE.UU. y el ritmo de los incrementos de la tasa de referencia.

En cuanto a la percepción de riesgo local, el IDODM aumentó en agosto ante el deterioro de la mayoría de los indicadores. Respecto a la percepción de riesgo a nivel internacional, el VIX, el VSTOXX y los CDS desmejoraron como consecuencia de los datos económicos desfavorables en China, las medidas adoptadas por el Banco Central de este país y la disminución de los precios de los productos básicos. Adicionalmente, estos indicadores se han visto afectados por algunos datos desfavorables tanto en Estados Unidos como en Europa.

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 4,55%, 4,52% y 4,52%, respectivamente.

A su vez, en promedio las expectativas de inflación para 2, 3, 5 y 10 años en lo corrido de agosto han aumentado 65 p.b, 64 p.b., 51 p.b. y 16 p.b, respectivamente, frente a los datos promedio de julio. De esta manera, los BEI a 2, 3, 5 y 10 años se ubicaron en 3,64%, 3,56%, 3,59% y 4,08%, respectivamente<sup>51</sup>.

---

<sup>51</sup> Es importante mencionar que estos indicadores de inflación esperada pueden verse distorsionados por las primas de liquidez de los títulos de tasa fija y UVR, y la prima de riesgo de inflación.

## Anexo 1

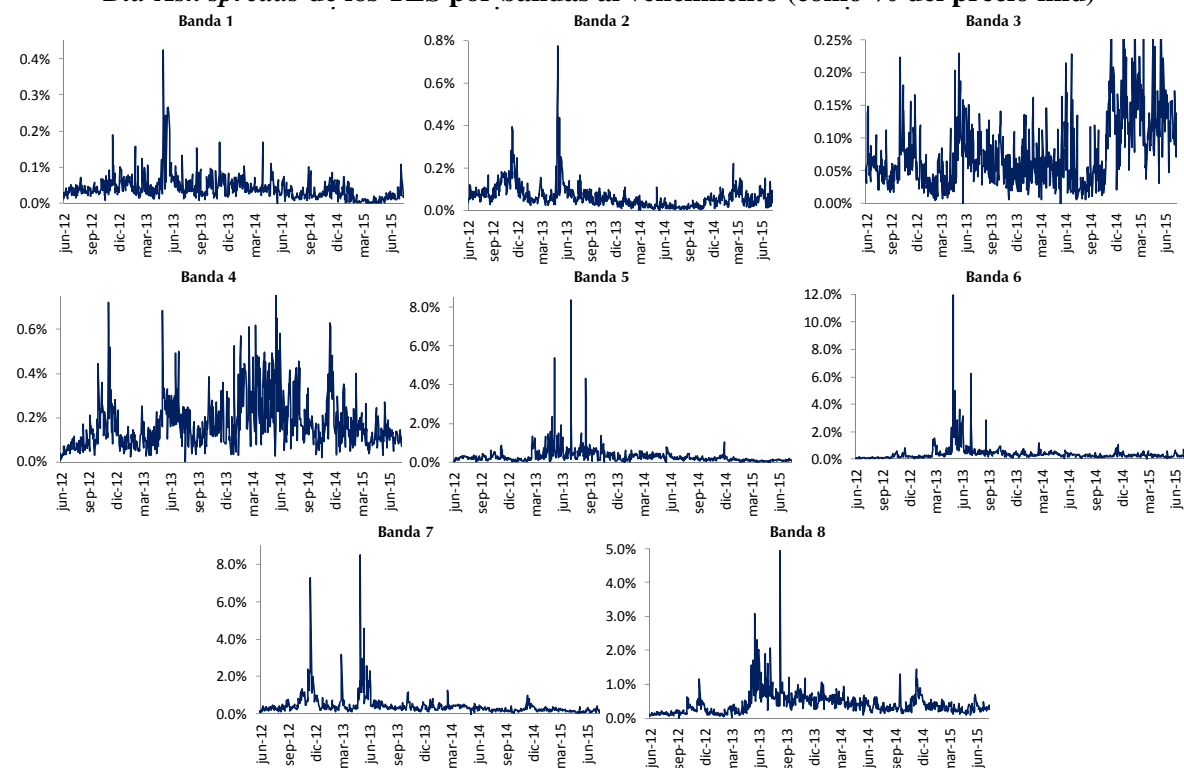
	Valor actual 12 de agosto	Variación desde última junta BR	Variación desde mayo 2013	Variación año corrido	Variación año completo	Niveles desde última junta BR	Niveles desde mayo 2013	Niveles año corrido	Niveles año completo
<b>TOTAL GBI-EM GLOBAL*</b>	<b>327.1</b>	<b>-0.2%</b>	<b>8.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>5.6%</b>	<b>327.8</b>	<b>301.7</b>	<b>317.3</b>	<b>309.8</b>
<b>ASIA</b>	<b>209.0</b>	<b>-0.8%</b>	<b>4.4%</b>	<b>1.2%</b>	<b>4.6%</b>	<b>210.6</b>	<b>200.2</b>	<b>206.6</b>	<b>199.7</b>
India**	739.4	0.3%	19.9%	4.5%	13.6%	737.1	616.5	707.7	650.7
Indonesia	455.5	-1.4%	-1.9%	-1.3%	5.5%	462.1	464.2	461.7	431.6
Malasia	164.8	-1.0%	5.2%	2.3%	2.4%	166.4	156.7	161.2	161.0
Filipinas	142.9	0.3%	0.2%	4.2%	6.2%	142.5	142.6	137.2	134.6
Tailandia	214.1	0.2%	12.0%	2.3%	7.0%	213.7	191.2	209.3	200.2
<b>EUROPA</b>	<b>298.4</b>	<b>0.2%</b>	<b>7.9%</b>	<b>2.9%</b>	<b>5.5%</b>	<b>297.9</b>	<b>276.5</b>	<b>289.9</b>	<b>283.0</b>
Polonia	325.0	0.4%	8.7%	0.6%	4.5%	323.7	298.9	323.2	311.2
Turquía	460.2	-0.1%	6.8%	-1.2%	6.9%	460.7	430.7	465.9	430.3
Rumania	129.1	0.4%	17.5%	1.6%	6.1%	128.6	109.9	127.2	121.8
Rusia	203.8	-0.7%	1.2%	21.2%	4.0%	205.4	201.4	168.2	196.0
<b>MEDIO ORIENTE/ÁFRICA</b>	<b>372.0</b>	<b>1.0%</b>	<b>10.4%</b>	<b>4.4%</b>	<b>7.9%</b>	<b>368.5</b>	<b>337.0</b>	<b>356.2</b>	<b>344.7</b>
Nigeria	155.2	-1.1%	19.8%	8.7%	n.d.	157.0	129.6	142.8	152.6
<b>LATINOAMÉRICA</b>	<b>431.7</b>	<b>-0.4%</b>	<b>10.3%</b>	<b>3.8%</b>	<b>5.7%</b>	<b>433.5</b>	<b>391.4</b>	<b>416.0</b>	<b>408.2</b>
Chile	130.5	0.0%	13.2%	4.1%	5.1%	130.5	115.3	125.4	124.2
Perú	177.2	0.2%	-3.6%	-2.0%	-1.5%	176.9	183.9	180.9	180.0
Brasil	510.1	-1.1%	15.7%	5.1%	7.7%	515.8	440.9	485.2	473.7
Colombia	361.0	-0.7%	4.5%	2.7%	3.5%	363.5	345.5	351.5	348.8

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

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

## Anexo 2

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

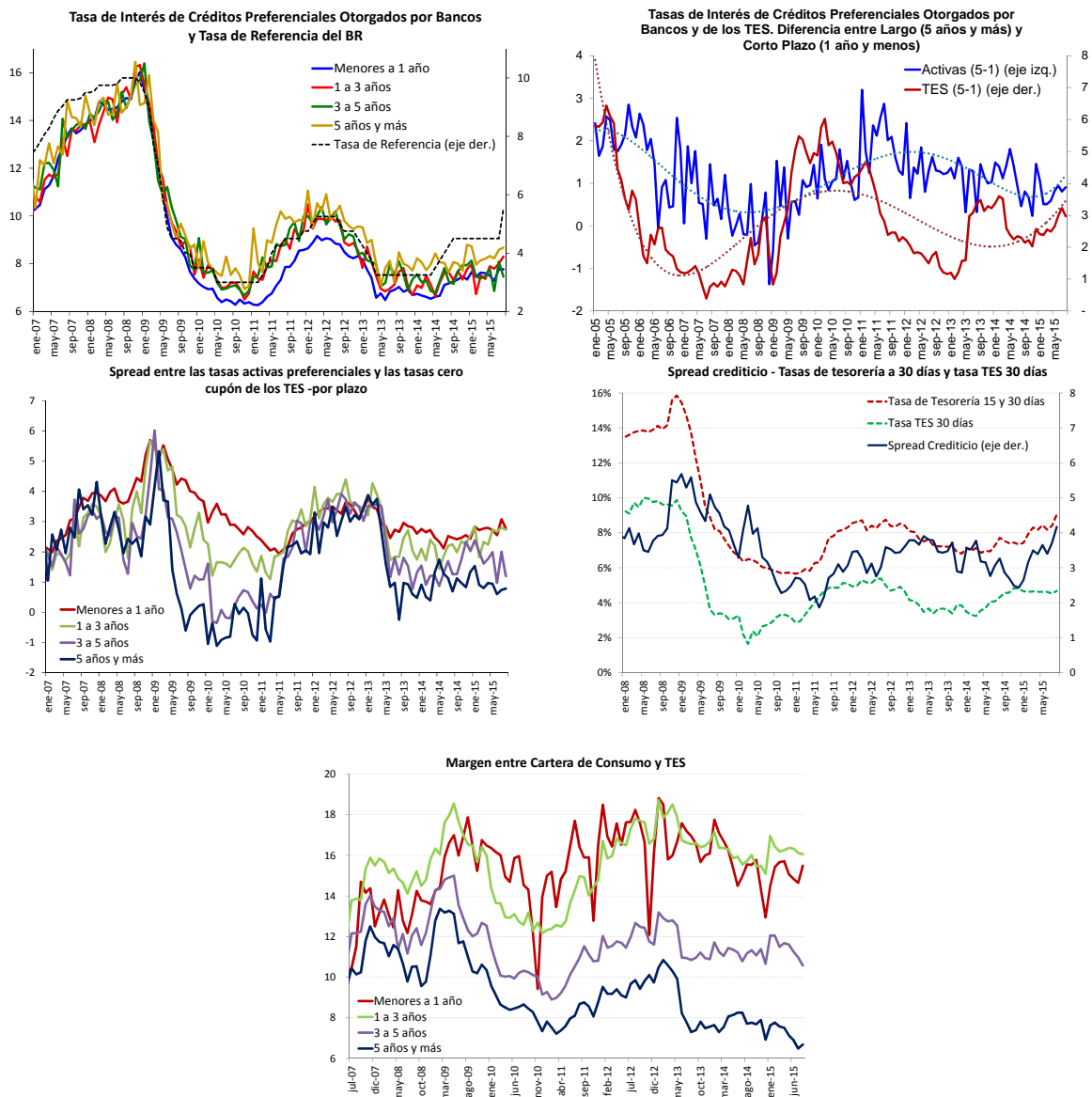


\*Para el cálculo de los *bid-ask spread* se tomaron las puntas activas en el SEN entre las 10:45 am y 10:46 am, de cada día. Las bandas al vencimiento en las que se agrupa la información son las siguientes: 1 (menos de un año), 2 (entre 1 y dos años), 3 (entre 2 y 3 años), 4 (entre 3 y 4 años), 5 (entre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

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

## Anexo 3

### Margen entre tasas activas y tasa de TES

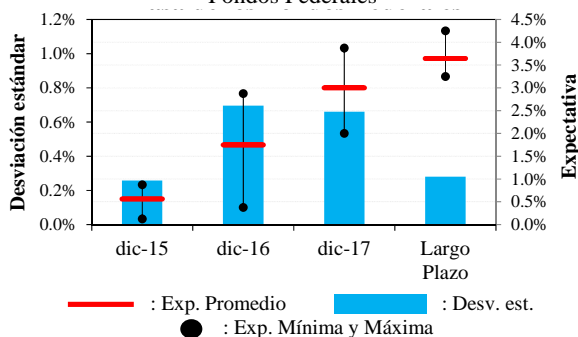


## Anexo 4

### Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

#### - EE.UU.:

**Gráfico A4.1:** Pronósticos de la Fed (Junio) Tasa de los Fondos Federales



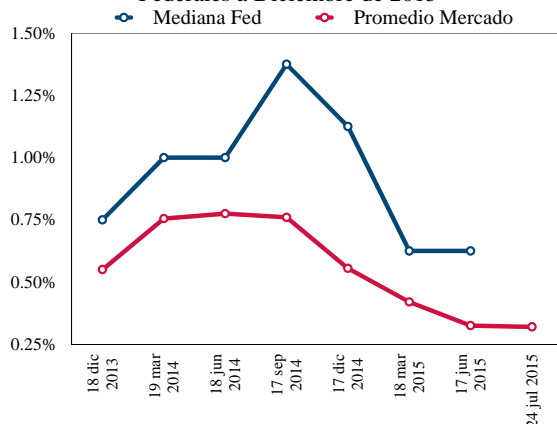
Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

indicó que la decisión de incrementar las tasas de interés está sujeta a mayores avances en el mercado laboral y más confianza en que la inflación se acelerará hacia la meta de mediano plazo de 2%.

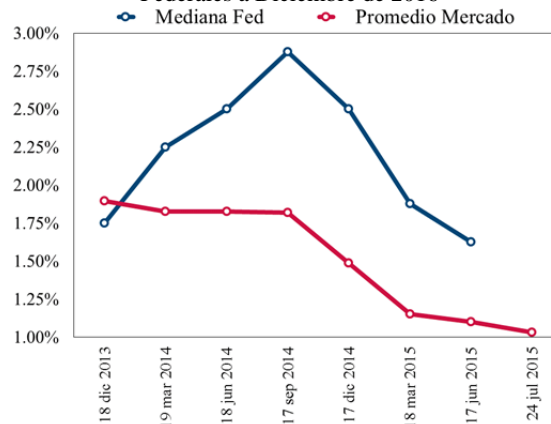
El 29 de julio la Fed mantuvo inalterada su tasa de interés objetivo entre 0% y 0,25%, en línea con las expectativas del mercado. En su comunicado señaló que la actividad económica se expandió moderadamente en los últimos meses, y que el mercado laboral continuó recuperándose, registrando datos sólidos de empleo. Además indicó que la inflación continúa por debajo del objetivo de largo plazo (2,0%), reflejando las caídas de los precios de energía y de bienes importados no energéticos. En cuanto a la normalización de la política monetaria, en el comunicado se

En el Gráfico A4.1 se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en junio para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2015, 2016, 2017 y para el largo plazo. Finalmente, en los Gráficos A4.2 y A4.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2015 y 2016. En ambos casos se observa que: i) entre marzo y junio la mediana de las proyecciones del FOMC para cierre de 2015 se mantuvo inalterada, mientras que sus estimaciones para 2016 se redujeron, de tal manera que se descuentan incrementos más suaves de la tasa de política monetaria; y ii) que el mercado considera que el ritmo de los incrementos será menor al que anticipa el FOMC.

**Gráfico A4.2:** Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2015



**Gráfico A4.3:** Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2016



Fuentes: Fed y Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. La proyección promedio del mercado es extraída de los futuros de los Fondos Federales

- **Perú:**

El 9 de agosto, el Banco Central de Perú mencionó en el comunicado que acompañó su decisión que *el nivel de la tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación que converge hacia 2,0 por ciento en el horizonte de proyección 2015 - 2016 y toma en cuenta que: i) la actividad económica continúa creciendo por debajo de su potencial; ii) las expectativas de inflación se han incrementado, manteniéndose dentro del rango meta; iii) los indicadores internacionales muestran señales mixtas de recuperación de la economía mundial, así como una volatilidad alta en los mercados financieros y cambiarios externos; y iv) la inflación nacional ha sido afectada por factores temporales de oferta que se vienen revirtiendo de manera más gradual que lo esperado.* En cuanto a la dinámica económica local, señaló que *indicadores más recientes de la actividad productiva y de expectativas empresariales y de consumidores continúan señalando un ciclo económico con tasas de crecimiento del PBI menores a su potencial.*

- **Chile:**

En su reunión de política monetaria llevada a cabo el día 13 de agosto, el Banco Central de Chile mencionó que *en el ámbito externo, los mercados financieros siguen mostrando una alta volatilidad. Las monedas de países emergentes se han seguido depreciando y los premios por riesgo han aumentado. Las perspectivas de crecimiento global se han deteriorado levemente y los desarrollos en China han aumentado los riesgos, especialmente para los países exportadores de materias primas. El precio del cobre y el de los combustibles se redujo nuevamente.*

En el plano local, el organismo indicó que *la variación anual del IPC sigue por sobre 4% y se anticipa que permanecerá en esos niveles por más tiempo que lo previsto. A un año plazo, las expectativas de mercado volvieron a aumentar, aunque a dos años permanecen sin cambios. Su evolución se seguirá monitoreando con especial atención. Por su parte, la actividad y la demanda siguen mostrándose más débiles que lo contemplado en el escenario base del IPoM y las expectativas privadas de crecimiento para este y el próximo año se redujeron nuevamente. Los indicadores de confianza se volvieron más pesimistas. La creación de empleo privado y el crecimiento anual de los salarios no muestran mayores variaciones respecto del mes previo. El peso se ha depreciado.* Finalmente, el organismo reafirmó su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, e indicó que cambios futuros en la TPM dependerán de las condiciones macroeconómicas internas y externas y sus efectos sobre las perspectivas de inflación.

## Anexo 5

### Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.

Agosto de 2015

#### *Cuadro A5.1* *Encuesta de expectativas de Bloomberg*

#### ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG Actualizada el 20 de agosto

	<b>Economista</b>	<b>Empresa</b>	<b>Estimación</b>	<b>Fecha</b>
1	Gonzalez/Alvarez	Alianza Valores	4.50%	18-Aug-2015
2	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	4.50%	07-Aug-2015
3	Nader Nazmi	BNP Paribas	4.50%	14-Aug-2015
4	Diego Colman	4cast Inc	4.50%	14-Aug-2015
5	Miguel Aguirre	Accion Fiduciaria	4.50%	13-Aug-2015
6	Juana Tellez	BBVA	4.50%	13-Aug-2015
7	Sergio Olarte	BTG Pactual	4.50%	14-Aug-2015
8	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	4.50%	13-Aug-2015
9		Banco CorpBanca Colombia SA	4.75%	14-Aug-2015
10	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	4.50%	18-Aug-2015
11	Rafael Neira Gonzalez	Banco Gnb Sudameris	4.50%	14-Aug-2015
12	Luciano Rostagno	Banco Mizuho	4.50%	17-Aug-2015
13	David Cubides	Banco Popular SA	4.50%	18-Aug-2015
14		Banco de Bogota	4.50%	18-Aug-2015
15	Francisco Rodriguez	BofA Merrill Lynch	4.50%	14-Aug-2015
16	Andres Pardo	Corp Financiera Colombiana	4.50%	07-Aug-2015
17	Orlando Santiago Jacome	Fenix Valor	4.50%	07-Aug-2015
18	Daniel Escobar	Global Securities	4.75%	18-Aug-2015
19	Shiells/Rivett	Informa Global Markets	4.50%	18-Aug-2015
20		Itau Asset Management	4.75%	18-Aug-2015
21	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	4.50%	14-Aug-2015
22	Ben Ramsey	JP Morgan	4.50%	14-Aug-2015
23	Luis Arcentales	Morgan Stanley	4.50%	14-Aug-2015
24	Andres Abadia	Pantheon Macroeconomics	4.50%	17-Aug-2015
25	Eduardo Bolanos	Positiva Compania de Seguros	4.50%	18-Aug-2015
26	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	4.50%	07-Aug-2015
27	Pablo Breard	Scotiabank	4.50%	14-Aug-2015
28	Javier Gomez Restrepo	Serfinco	4.50%	07-Aug-2015
29	Italo Lombardi	Standard Chartered Bank	4.50%	14-Aug-2015
30	Rafael De La Fuente	UBS Securities	4.50%	14-Aug-2015
31	Alejandro Reyes Gonzales	Ultrabursatiles SA	4.50%	14-Aug-2015
32	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	4.50%	10-Aug-2015
33	Jose David Lopez	Valoralta SA	4.50%	13-Aug-2015
34	Michael Henderson	Verisk Maplecroft	4.50%	07-Aug-2015
			<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>
			4.25%	0
			4.50%	31
			4.75%	3
			<b>Tasa Esperada Ponderada</b>	
			<b>4.52%</b>	

**Cuadro A5.2**  
**Resultados Encuestas de Expectativas de Citibank y ANIF**  
**Agosto 2015**

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
AdCap	4.50%	4.50%
Alianza Valores	4.75%	4.50%
Anif	4.75%	4.75%
Asobancaria	4.50%	4.50%
Axa Colpatría	4.50%	4.50%
Banco Agrario	4.50%	4.50%
Banco Davivienda	4.50%	4.50%
Banco de Bogotá	4.50%	4.50%
Banco de Occidente	4.50%	4.50%
BBVA	4.50%	4.50%
Bulltick	4.50%	4.50%
Casa de Bolsa	4.50%	5.00%
Citibank	4.50%	4.50%
Corficolombiana	4.50%	4.50%
CorpBanca	4.75%	4.50%
Credicorp Capital	4.50%	4.50%
Corredores Davivienda	4.50%	4.50%
EConcept	4.50%	4.50%
Fidubogotá	4.50%	4.50%
Fiduprevisora	4.50%	4.50%
Grupo Bancolombia	4.50%	4.75%
JP Morgan	4.50%	4.50%
Moody's Economy	4.50%	4.50%
Nomura	4.50%	4.50%
Old Mutual	4.50%	4.50%
Profesionales de Bolsa	4.50%	4.50%
Serfinco	4.50%	4.50%
Ultrabursátiles	4.50%	4.50%
Banco Popular	4.50%	4.50%
BTG Pactual	4.50%	4.50%
Camacol	4.50%	4.50%
CEDE	4.50%	4.50%
Colfondos	4.50%	4.50%
Credit Suisse	4.50%	4.50%
Fedesarrollo	4.50%	4.50%
HSBC	4.50%	4.50%
Protección	4.50%	4.75%
<b>Promedio</b>	<b>4.52%</b>	<b>4.53%</b>
Mediana	4.50%	4.50%
STDV	0.07%	0.10%
Máximo	4.75%	5.00%
Mínimo	4.50%	4.50%

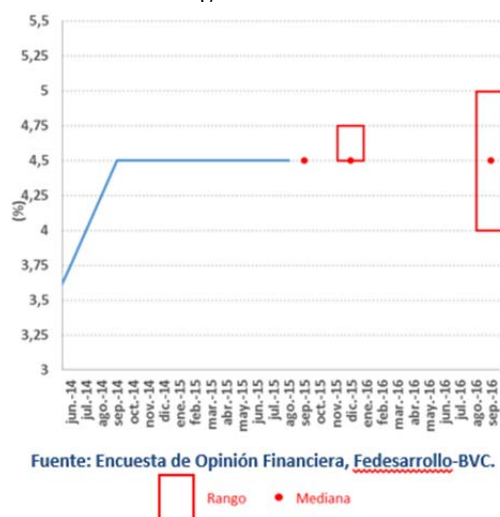
Cuánto debería ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.00%	3%	1
4.75%	8%	3
4.50%	89%	33
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>37</b>

Cuánto va a ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.00%	0%	0
4.75%	8%	3
4.50%	92%	34
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>37</b>



**Cuadro A5.3**

**Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y BVC**  
**Agosto 2015**



**Anexo 6**

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

TPM	ago/15	sep/15	oct/15	nov/15	dic/15	ene/16	feb/16	mar/16	abr/16	may/16	jun/16	jul/16
6.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
6.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
6.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
6.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	11%
5.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	14%	19%
5.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	14%	25%	28%	20%
5.25%	0%	0%	0%	0%	8%	17%	27%	38%	41%	33%	20%	12%
5.00%	0%	43%	64%	80%	92%	83%	73%	58%	44%	39%	36%	27%
4.75%	57%	57%	36%	20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	9%
4.50%	43%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
4.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

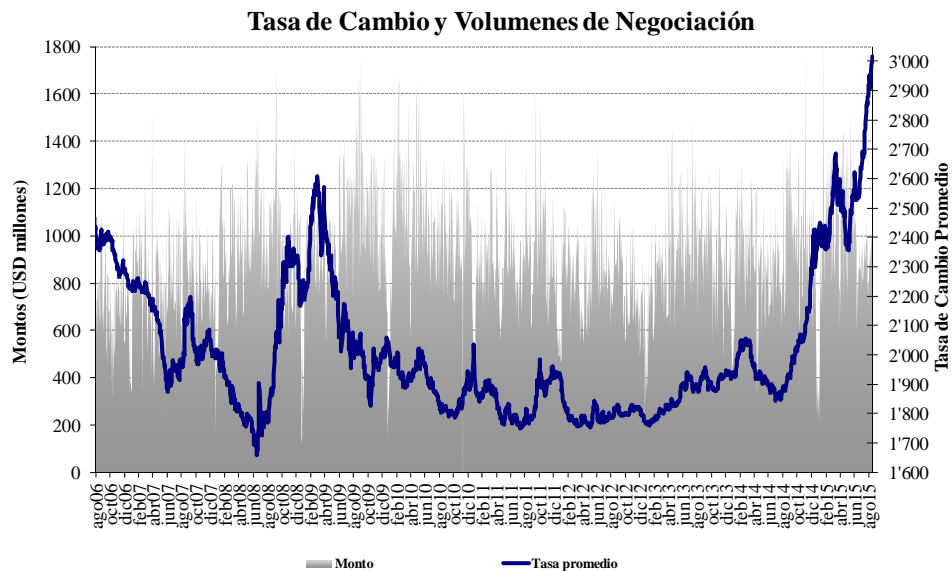
  

TPM	jul/15	ago/15	sep/15	oct/15	nov/15	dic/15	ene/16	feb/16	mar/16	abr/16	may/16	jun/16
5.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
5.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%
4.75%	0%	0%	100%	100%	100%	100%	85%	68%	52%	40%	30%	21%
4.50%	100%	100%	0%	0%	0%	0%	15%	32%	46%	49%	46%	42%
4.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	11%	22%	29%
4.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	5%
3.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

## Anexo 7

### Evolución de la tasa de cambio peso/dólar y los bonos del tesoro americano

Gráfico A8



## Anexo 8

