



VERSIÓN PÚBLICA

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

**Comportamiento de las Curvas Cero
Cupón de los TES y sus Determinantes**



**Comportamiento de las Curvas Cero Cupón de los TES ante
la Última Decisión de la JDBR Sobre la Tasa de Intervención del BR**

BANCO DE LA REPÚBLICA
SUBGERENCIA MONETARIA Y DE INVERSIONES INTERNACIONALES DEPARTAMENTO
DE OPERACIONES Y DESARROLLO DE MERCADOS

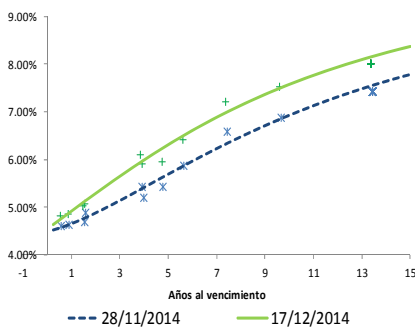
Bogotá, D.C., 19 de diciembre de 2014

I. Evolución del mercado de deuda pública

28 de noviembre al 17 de diciembre

En Colombia, al comparar los datos entre el 28 de noviembre y el 16 de diciembre, se encuentra que en promedio, las tasas cero cupón de los TES en pesos presentaron variaciones de 27 p.b., 55 p.b. y 63 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente; de tal manera que la pendiente aumentó 36 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 -8% a -50%¹. Por su parte, la correlación a 30 días pasó de -9% a -84% (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
27	55	63

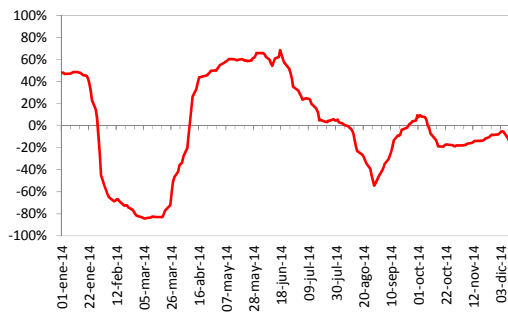
* Cifras en puntos básicos

Nivel	Pendiente	Curvatura
48	36	18

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

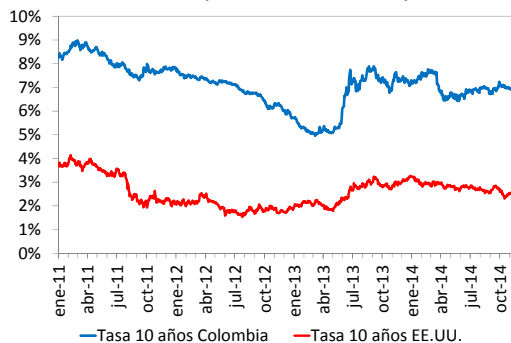
Fuentes: SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República.* Las Curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel. Se incluyen TCO en la estimación de la curva. Variación entre el 28 de noviembre y el 12 de diciembre de 2014.

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



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

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



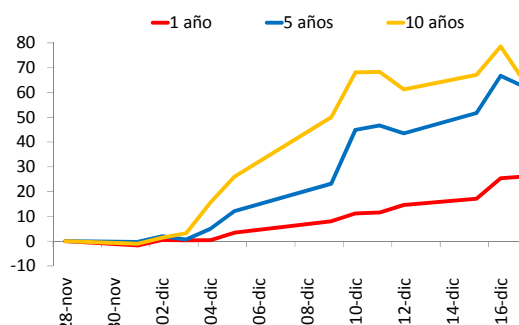
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República.

Gráfico 4: Tasas Cero Cupón TES en pesos y Tasa Referencia del BR



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

Gráfico 5: Variación tasas cero cupón desde el 28 de noviembre (p.b.)



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

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

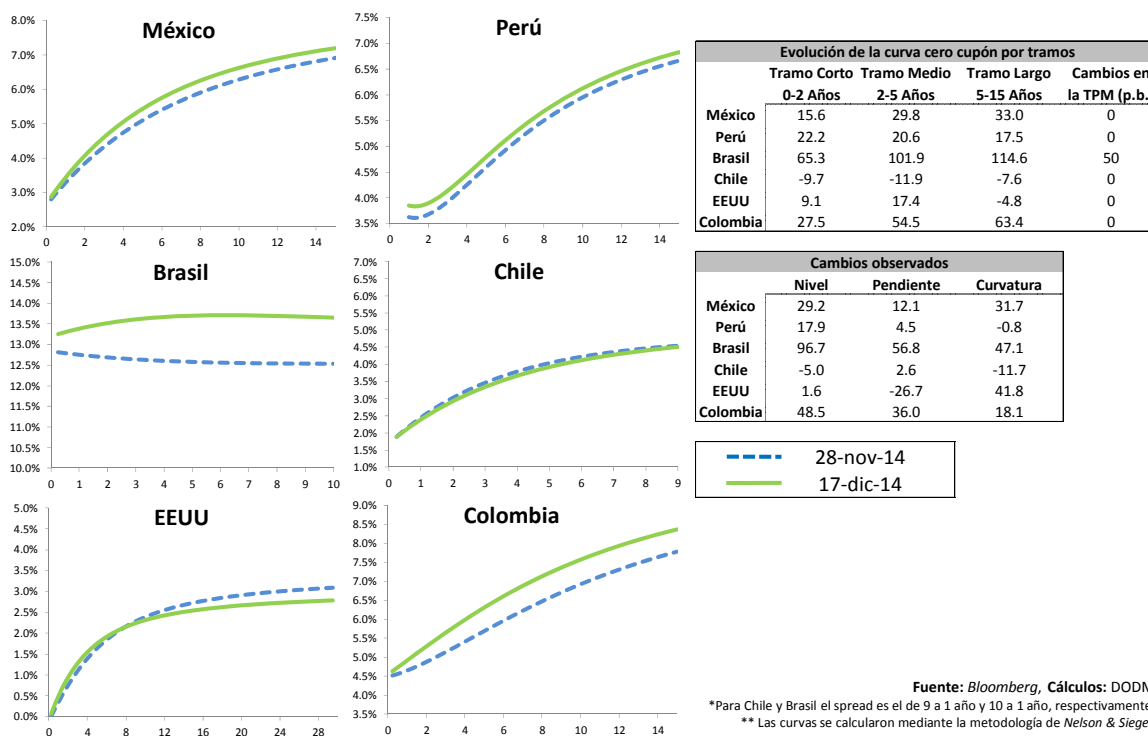
En este mismo período (28 de noviembre a 17 de diciembre) las tasas de los bonos de los otros países de la región con excepción de Chile aumentaron. Las curvas de México, Brasil y Perú registraron desvalorizaciones en todos los tramos, aunque este último en menor magnitud. Este comportamiento puede estar asociado al incremento generalizado en la percepción de riesgo, en particular hacia países emergentes, como consecuencia de datos desfavorables a nivel global, principalmente de China, y ante la caída de los precios del petróleo. Es importante señalar que a diferencia de los demás países, el Banco Central de Brasil incrementó la tasa de política monetaria. Además, las menores desvalorizaciones de Perú pueden asociarse a una menor dependencia a los precios del petróleo y a que el precio del cobre y el oro, minerales importantes en sus exportaciones, presentaron un comportamiento favorable durante el periodo de análisis.

Por su parte, los bonos de Chile se valorizaron ante la mejora relativa en los términos de intercambio debido a los menores precios del petróleo y a que los precios del cobre han disminuido en menor magnitud.

En cuanto a los bonos de EE.UU., estos no presentaron variaciones significativas en los tramos corto y medio. En la parte larga, los bonos se valorizaron ante la demanda de activos refugio.

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

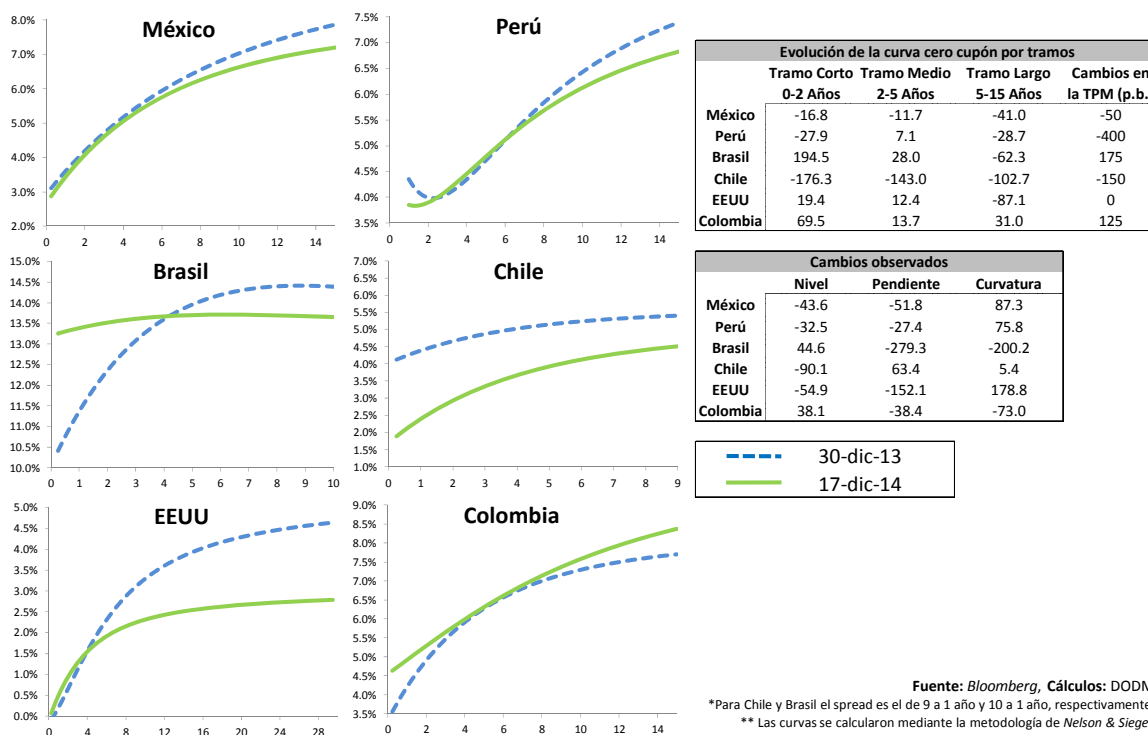
Gráfico 6: Curvas *Spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



Comportamiento de las curvas cero cupón de EE.UU., Colombia y otros países de la región en lo corrido de 2014:

En el *Gráfico 7* puede observarse que a excepción de la curva de Colombia, el tramo medio de Perú y los tramos corto y medio de Brasil, las tasas de los países de la región se han reducido en lo corrido de 2014. Por su parte las tasas de los tramos corto y medio de EE.UU. han presentado incrementos mientras que las del tramo largo han bajado.

Gráfico 7: Curvas *Spot* Latinoamérica y EE.UU, año Corrido 2014



Los bonos de largo plazo de EE.UU. se han valorizado este año debido principalmente a la demanda de activos refugio por parte de los inversionistas ante la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de la economía local e internacional (especialmente de China y Europa) y sobre un posible escalamiento global de tensiones geopolíticas. Esta valorización también se asoció a las compras por parte de inversionistas extranjeros, entre los cuales se destaca China.

En los casos de México y Perú, las valorizaciones pueden estar relacionadas con la mejora en la calificación de las deudas soberanas, y adicionalmente, en línea con lo ocurrido en Chile, con los recortes de las tasas de referencia para impulsar sus economías, cuyos pronósticos de crecimiento han sido revisados a la baja en lo corrido del año². Por su parte, los tramos cortos de Brasil y Colombia han registrado desvalorizaciones ante el aumento de sus tasas de política monetaria. Cabe mencionar que en Brasil hay preocupación por la situación de la economía, caracterizada por altos niveles de

² En cuanto a la economía peruana, en agosto el banco central redujo su pronóstico de crecimiento para 2014 de 4,4% a 4,1%, y *Moody's Investors* anunció una modificación de 5,2% a 4,1%. En el mismo mes, en México el Banco Central recortó su pronóstico de crecimiento para la economía en 2014 a un rango entre 2,0% y 2,8% desde la estimación previa de entre 2,3% y 3,3%, que había dado a conocer en mayo. Por su parte, el Banco Central de Chile redujo su pronóstico de crecimiento en septiembre de un rango entre 2,5% y 3,5% (estimado en junio) a un rango entre 1,75% y 2,25%.

inflación y perspectivas de bajo crecimiento, sin embargo, al parecer los altos rendimientos de sus bonos han atraído inversionistas extranjeros, lo que se reflejó en entradas netas de dólares hacia el sector financiero hasta el mes de octubre³.

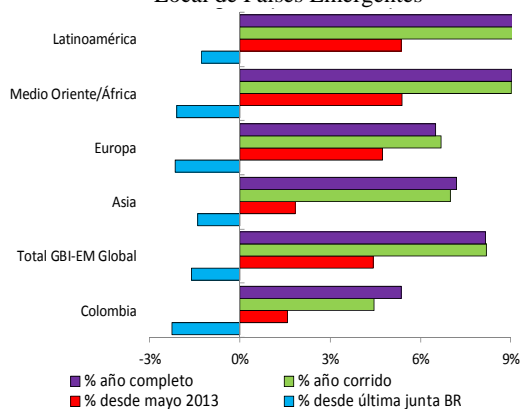
En cuanto al tramo largo de Colombia en lo corrido del año se han presentado desvalorizaciones principalmente asociadas al deterioro fiscal esperado debido al precio del petróleo lo que ha contribuido a expectativas de un mayor déficit para 2015 y expectativas de mayores colocaciones de TES. Adicionalmente, factores como el debate y aprobación de la reforma tributaria y mayores expectativas de inflación⁴ han contribuido a las desvalorizaciones. No obstante, cabe resaltar que a finales de marzo se presentaron valorizaciones importantes en respuesta al anuncio del aumento en la ponderación del índice GBI de JP Morgan.

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 emergentes⁵ (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses (barras moradas), desde mayo de 2013 (barras rojas), en lo corrido de 2014 (barras verdes), y desde la última reunión de la JDBR (barras azules).

Desde la última reunión de la JDBR los índices regionales disminuyeron, principalmente los de Europa (-2,2%) y Medio Oriente/África (-2,1%). Al analizar los índices para una muestra de países, se encuentra que el que presentó el mayor incremento fue el de India (2,3%), mientras que las mayores caídas se presentaron en los casos de Rusia (-8,8%), Indonesia (-3,3%), Colombia (-2,3%) y Turquía (-2,3%) (*Anexo I*).

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.

En particular, el comportamiento desde la última reunión de la JDBR puede estar relacionado principalmente con las caídas en los precios del petróleo, la evolución de la economía China, y con algunos datos desfavorables de la Zona Euro y Japón. Adicionalmente, el comportamiento también pudo estar influenciado por las expectativas de que normalización de la política monetaria de EE.UU. pasaran de diciembre a un rango entre octubre y noviembre de 2015.

En particular, el comportamiento de la deuda pública de los países exportadores de petróleo ha sido heterogéneo frente a la evolución del precio del crudo. Así, se observan desvalorizaciones de los bonos de países como Rusia, Ecuador, Brasil, México y Nigeria, mientras que los títulos de deuda de Canadá, Noruega o Qatar han presentado valorizaciones.

³ Entradas en lo corrido de 2014 hasta octubre por US\$3.267 millones.

⁴ Cabe mencionar que en promedio las expectativas de inflación para 2, 3, 5 y 10 años, medidas a partir del *Break-Even Inflation* para lo corrido del año, han presentado variaciones de +96 p.b., +88 p.b., +52 p.b. y 29 p.b..

⁵ 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 más fáciles de replicar.

Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 28 de noviembre y el 16 de diciembre de 2014:

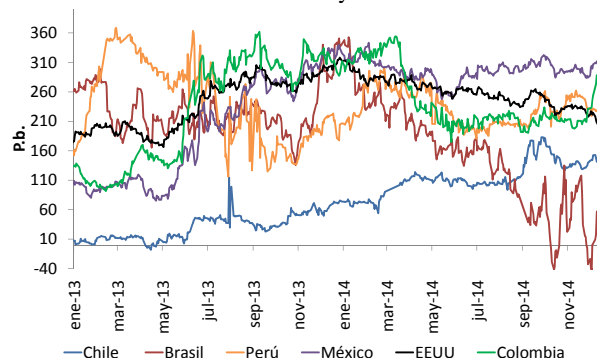
El *Gráfico 9* ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región⁶. El margen de Colombia pasó de 231 p.b. el 28 de noviembre a 269 p.b. el 17 de diciembre. Así, la pendiente de Colombia es mayor que las pendientes de Chile, Brasil, Perú y EE.UU. las cuales se ubican en 144 p.b., 19 p.b., 239 p.b., y 201 p.b., respectivamente. Por su parte, la pendiente de México es superior a la de Colombia al ubicarse en 308 p.b..

En el *Gráfico 10* puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia ha aumentado, aunque no supera el 12%, lo que estaría reflejando que el comportamiento de los mercados ha respondido principalmente a características particulares de cada economía. Por su parte, el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo de los países de la región aumentó a 46,3%⁷ (ant: 34,5%).

Desde la última reunión de la JDBR los TES se han desvalorizado, en mayor medida los de largo plazo, comportamiento similar al presentado por los bonos de Brasil y México. Las desvalorizaciones de los TES pueden estar relacionadas con los siguientes factores: i) incertidumbre respecto a la situación fiscal del próximo año ante la disminución del precio del petróleo, lo que ha generado expectativas de que el Gobierno deba realizar mayores colocaciones de TES; ii) mayor percepción de riesgo internacional ante la publicación de datos desfavorables de China y de algunos países desarrollados; iii) la recomendación de analistas internacionales de reducir las tenencias de TES ante expectativas de menor crecimiento; y iv) las mayores expectativas de inflación ante la publicación de un dato superior al esperado.

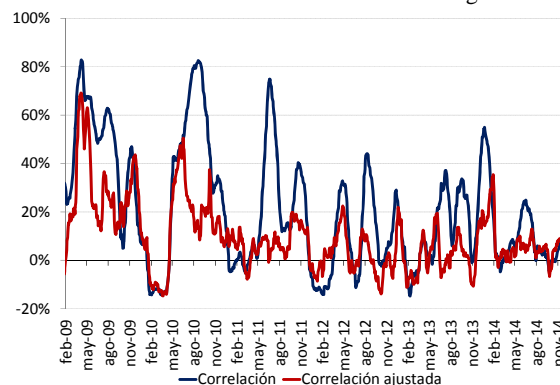
El mercado también pudo estar influenciado por las expectativas de que la Reserva Federal realice su primer incremento de la tasa de política monetaria antes de lo esperado: entre octubre y noviembre 2015 (ant: diciembre 2015).

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



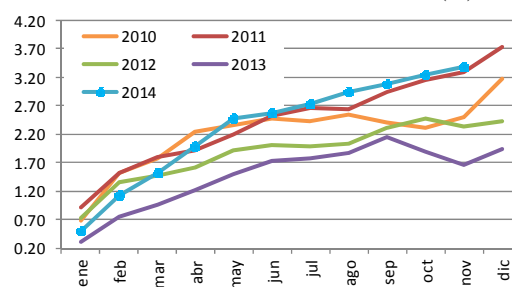
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República. *Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

Gráfico 10: Correlación Pendientes Región



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

Gráfico 11: Inflación Año Corrido (%)



Fuente: DANE.

⁶ Para Chile, el dato es calculado con la tasa cero cupón de 9 años.

⁷ Correlaciones calculadas entre el 28 de noviembre y el 12 de diciembre. La más alta corresponde a la correlación entre Colombia y Brasil (96,5%) y la más baja a la calculada entre Chile y Perú (-43,2%).

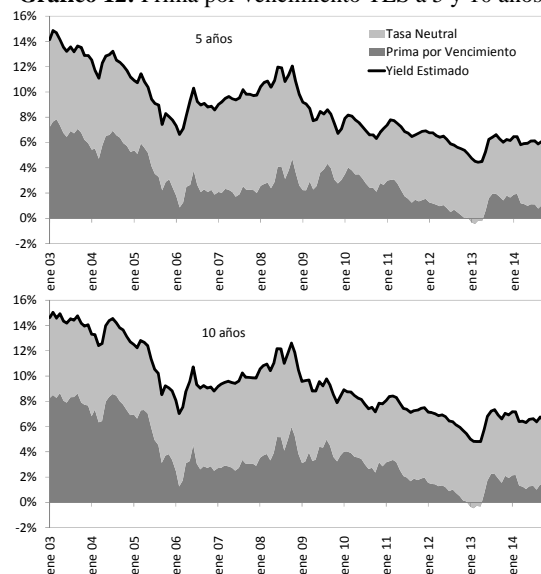
El 1 de diciembre, en la jornada inmediatamente siguiente al anuncio de la decisión por parte de la JDBR de mantener la tasa inalterada en 4,50%, las tasas de los TES denominados en pesos presentaron variaciones promedio de -1 p.b., -1 p.b. y -3 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, lo que refleja que la decisión era esperada por el mercado.

Por otro lado, el Gobierno expidió el 2 de diciembre un decreto⁸ mediante el cual se disminuye en cerca de \$6,2 billones el presupuesto general de este año fiscal⁹, y se establecen los lineamientos de un plan de austeridad. Basados en lo que se establece en el Estatuto Orgánico de Presupuesto, algunos analistas han considerado que esta decisión obedece a que los recaudos del año son inferiores al total de los gastos y obligaciones contraídas por el Gobierno, con cargo a esos recursos, lo que ha generado mayor incertidumbre en torno a la situación fiscal¹⁰.

El 4 de diciembre un analista internacional recomendó a los inversionistas que disminuyeran su exposición a deuda soberana de Colombia (desde *market weight* hasta *underweight*), argumentando la disminución del precio del petróleo y los riesgos de las cuentas fiscales y externas del país. Además, el reporte indicó que el *spread* de Colombia es bajo en relación con otros países con la misma calificación crediticia; además señaló que la deuda soberana de otros emisores de la región ofrecía un mejor perfil riesgo-retorno, en particular Brasil.

El 5 de diciembre el DANE anunció que la variación del índice de precios en noviembre fue 0,13%, resultando superior al dato esperado por el mercado (*Bloomberg*: 0,07%, encuesta BR: 0,05%), y ubicándose por encima de la inflación registrada en el mismo mes de 2013. La variación anual fue 3,65%¹¹. Entre el 5 y el 9 de diciembre las tasas de los TES presentaron variaciones de +5 p.b., +8 p.b. y +24 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, movimiento que además pudo estar relacionado con un incremento en la percepción de riesgo internacional¹² y una caída fuerte en el precio del petróleo el 8 de diciembre, día festivo en Colombia. Por otro lado, en la encuesta de expectativas de inflación realizada en diciembre por el BR¹³, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2014 en promedio pasó de 3,46% a 3,59%. Adicionalmente, según la encuesta de opinión financiera de Fedesarrollo y la BVC (EOF),

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



Fuente y Cálculos: Banco de la República.

⁸ Decreto 2461 del 2 de diciembre de 2014.

⁹ Según la ley 1687 del 11 de diciembre de 2013 el presupuesto de rentas y capital del tesoro de la nación para la vigencia fiscal de 2014 estaba estipulado en \$199,8 billones.

¹⁰ En el artículo 76 está establecido que en cualquier mes del año fiscal, el Gobierno Nacional, previo concepto del consejo de ministros, podrá reducir o aplazar total o parcialmente, las apropiaciones presupuestales, en caso de ocurrir uno de los siguientes eventos: que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público estimare que los recaudos del año puedan ser inferiores al total de los gastos y obligaciones contraídas que deban pagarse con cargo a tales recursos; o que no fueren aprobados los nuevos recursos por el Congreso o que los aprobados fueren insuficientes para atender los gastos a que se refiere el artículo 347 de la Constitución Política; o que no se perfeccionen los recursos del crédito autorizados; o que la coherencia macroeconómica así lo exija. En tales casos el gobierno podrá prohibir o someter a condiciones especiales la asunción de nuevos compromisos y obligaciones.

¹¹ Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2013 (1,76%).

¹² Relacionada con datos desfavorables de la economía de China y a la decisión de la Cámara de Compensación de este país respecto a los títulos aceptables en las operaciones Repo.

¹³ Realizada entre el 9 y el 10 de diciembre.

las expectativas de inflación para 2014 se ubicaron en 3,49% (ant: 3,41%).

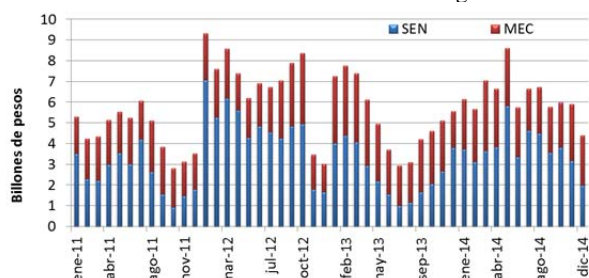
El 15 de diciembre, el DANE publicó el dato de crecimiento del PIB del 3T14 el cual se ubicó en 4,2% en línea con lo esperado por el mercado. Adicionalmente, publicó los datos de producción industrial y ventas al por menor de octubre. Las ventas al por menor presentaron una variación anual de 11,3%, superior a la esperada (8,0%), mientras que la producción industrial aumentó 0,3%, tal como lo esperaba el mercado. La institución publicó además su indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) cuya variación anual desestacionalizada aumentó, pasando de 4,2% en agosto a 4,3% en septiembre.

Por otra parte, para el mes de diciembre se puede observar un incremento en la prima por término¹⁴ (5 años: +45 p.b., 10 años: +59 p.b.) y una reducción en la tasa neutral al riesgo (5 años: -4 p.b., 10 años: -5 p.b.) respecto a lo observado en noviembre, para los títulos a 5 y 10 años (Gráfico 12).

El promedio diario de negociación en lo corrido de diciembre ha sido \$4,4 billones¹⁵, inferior al observado en el mismo mes de 2013 (\$5,6 billones), y al registrado en noviembre de 2014 (\$5,9 billones) (Gráfico 13). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 28% a 35%, seguidos de los bonos que vencen en junio de 2016 cuya participación pasó de 26% a 18%, y los bonos que vencen en septiembre de 2019 (9% a 13%) (Gráfico 14). En cuanto al *bid-ask spread* (promedio ponderado¹⁶), su promedio móvil de 10 días aumentó de 0,129% el 28 de noviembre a 0,224% el 12 de diciembre. Desde el 28 de noviembre este *spread* ha sido en promedio 0,165%¹⁷ (Gráfico 15). El *spread* por plazos se puede consultar en el Anexo 2.

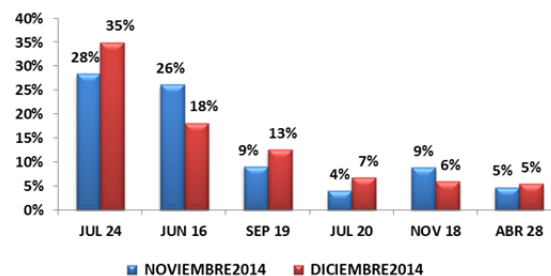
En diciembre vence un TES IPC cuyo principal más cupón suma \$74 millones (29 de diciembre). Por su parte, el valor de las emisiones desde la última reunión de la JDBR ha sido \$148 mm¹⁸, de los cuales \$96 mm corresponden a TES en pesos y \$52 mm a TES denominados en UVR.

Gráfico 13: Monto Promedio Diario Negociado



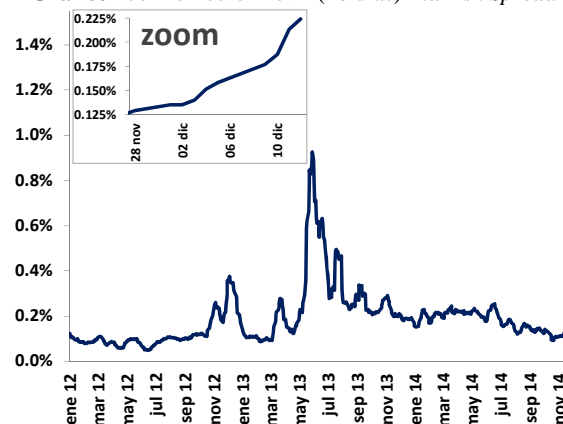
Fuente y Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 14: TES más transados



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

Gráfico 15: Promedio Móvil (10 días) Bid-Ask Spread*



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

¹⁴Utilizando 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.

¹⁵ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

¹⁶ 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 ponderaron utilizando el saldo de TES del sistema en el DCV para el viernes anterior a la actualización.

¹⁷ Cabe anotar que el promedio es calculado sobre el promedio móvil de 10 días.

¹⁸ Con datos hasta el 11 de diciembre.

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 (28 de noviembre), 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-EM de JP Morgan, y en lo corrido de 2014.

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

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2014	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto desde el cambio en la composición índice GBI-EM Colombia	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	(800'309)	(4'314'447)	(3'130'757)	3'615'506	(3'829'698)	381'762	(532'857)	303'307	152'212
Compañía de Fianciamiendo Comercial	(13'000)	(16'000)	1'000	(1'000)	(16'000)	(1'500)	-	-	(1'500)
Cooperativas	(8'836)	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(1'278'307)	(864'736)	(870'454)	74'077	(1'661'113)	382'978	284'911	(255'662)	412'227
Total EC	(2'100'452)	(5'195'183)	(4'000'211)	3'688'583	(5'506'810)	763'240	(247'946)	47'645	562'938
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(8'910)	5'090	(16'500)	(30'000)	(41'410)	(34'000)	(30'000)	(10'000)	(74'000)
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	(1'743'920)	(2'225'463)	1'862'945	(185'228)	(547'746)	(124'000)	573'000	(394'500)	54'500
Fondos de Pensiones - Prima Media	(57'150)	(57'150)	-	-	(57'150)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	(1'809'980)	(2'277'523)	1'846'445	(215'228)	(646'306)	(158'000)	543'000	(404'500)	(19'500)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	(89'686)	302'752	389'955	(286'837)	405'869	(269'275)	5'509	(202'788)	(466'554)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	(407'299)	(377'800)	(95'330)	68'460	(404'669)	13'367	(53'859)	(38'862)	(79'355)
FIC	29'786	(21'631)	5'500	46'500	30'369	(8'000)	9'500	(12'500)	(11'000)
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(496'985)	(75'048)	294'625	(218'377)	1'200	(255'908)	(48'350)	(241'650)	(545'908)
Sociedades Fiduciarias Propia	85'938	(148'874)	27'000	178'312	56'438	(37'500)	1'000	34'000	(2'500)
Sociedades Fiduciarias Terceros	13'993'520	(2'882'580)	922'235	14'609'297	12'648'953	(327'998)	(178'023)	562'748	56'727
Extranjeros***	16'675'612	666'501	2'039'990	12'912'137	15'618'628	(53'359)	(68'510)	437'448	315'580
FIC	166'704	(98'908)	13'500	13'000	(72'408)	(137'400)	(5'500)	(24'500)	(167'400)
Total Sociedades Fiduciarias	14'079'458	(3'031'453)	949'235	14'787'609	12'705'391	(365'498)	(177'023)	596'748	54'227
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	(227'451)	(201'502)	(183'500)	83'551	(301'451)	68'000	3'500	64'500	136'000
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	(23'621)	(6'121)	(11'000)	5'500	(11'621)	-	-	1'000	1'000
Total Compañías de Seguros y Capitalización	(251'072)	(207'623)	(194'500)	89'051	(313'072)	68'000	3'500	65'500	137'000
Total Entidades Financieras No bancarias	11'521'421	(5'591'647)	2'895'805	14'443'055	11'747'212	(711'407)	321'127	16'098	(374'182)
Total Entidades Financieras Especiales**	412'036	(494'042)	325'842	120'604	(47'595)	1'500	-	(8'000)	(6'500)
Total Entidades Públicas****	(2'034'230)	(1'111'246)	(847'474)	(107'727)	(2'066'447)	110'393	270'723	69'462	450'577
Otros*****	1'336'224	(1'852'875)	376'376	2'627'779	1'151'280	(173'455)	(259'210)	(70'071)	(502'735)
Total Movimiento Neto	9'134'999	(14'244'993)	(1'249'662)	20'772'295	5'277'640	(9'729)	84'694	55'134	130'099

Fuente: Banco de la República. Información actualizada al 12 de diciembre de 2014

* 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 Banco de la República. Además, se incluyen emisiones y vencimientos.

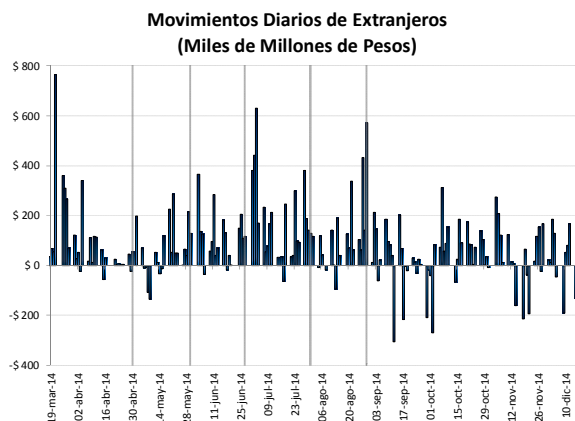
**Las entidades financieras especiales son Fogafin, Bancolxex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras.

*** 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 Banco de la República.

***** 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.

Gráfico 16: Movimientos Diarios de Extranjeros
(Miles de Millones de Pesos)



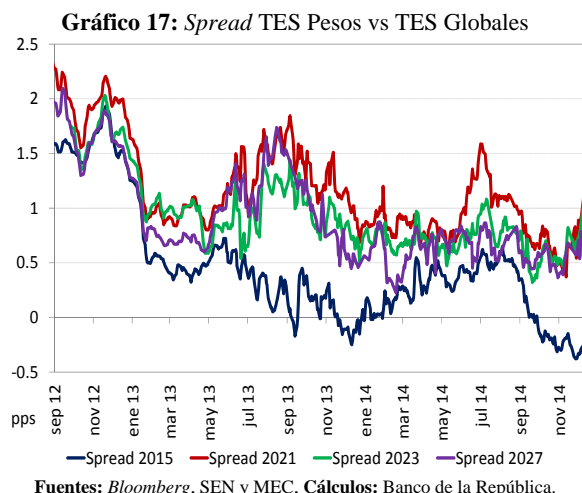
Fuente: Banco de la República.

En general, los principales agentes compradores de TES tasa fija desde la última reunión de la JDBR fueron las corporaciones financieras (\$412,2 mm, principalmente en los tramos corto y medio), las entidades públicas (\$450,6 mm, tramos corto y medio) y los inversionistas extranjeros (\$315,6 mm, tramo largo). Por su parte, los principales vendedores corresponden a Otros (\$502,7 mm, tramos corto y medio) y las sociedades comisionistas de bolsa en posición propia (\$466,5 mm, tramos corto y largo).

En diciembre, los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES por \$315,6 mm, principalmente en el tramo largo (\$437,5 mm), mientras que en lo corrido de noviembre compraron en neto \$672 mm (*Gráfico 16*).

Cabe mencionar que en lo corrido de diciembre los IMC han atendido oferta de TES a futuro por parte de no residentes mediante la celebración de contratos *Non Delivery Forward* (NDF). Al 12 de diciembre el saldo neto de ventas NDF de TES por parte de los IMC a no residentes era \$2,7 billones. En lo corrido de diciembre los IMC han realizado compras netas por cerca de \$602 mm.

En el *Gráfico 17* se muestra la evolución del *spread* entre los TES locales y los TES globales. Desde el 28 de noviembre, los márgenes aumentaron para todos los vencimientos, principalmente como consecuencia de las desvalorizaciones de los TES locales mayores a las de los globales.



Con respecto a la región¹⁹, desde el 28 de noviembre este margen ha aumentado para Brasil y Chile. En el caso de Brasil ante mayores desvalorizaciones de sus locales respecto a las registradas en sus globales, mientras que para Chile por mayores valorizaciones de sus globales respecto a las de sus locales (*Cuadro 2*).

Respecto al margen entre bonos globales (denominados en moneda local) y bonos *yankees* (denominados en dólares) a 10 años (*Cuadro 2*), se observa que éste aumentó levemente para Brasil por mayores desvalorizaciones de los globales respecto a las observadas en los *yankees*. Por el contrario, el margen disminuyó para Colombia dadas las mayores desvalorizaciones de los *yankees* respecto a la desvalorización de los globales. En el caso de Chile el *spread* se redujo debido a que los bonos globales se valorizaron mientras los *yankees* se desvalorizaron.

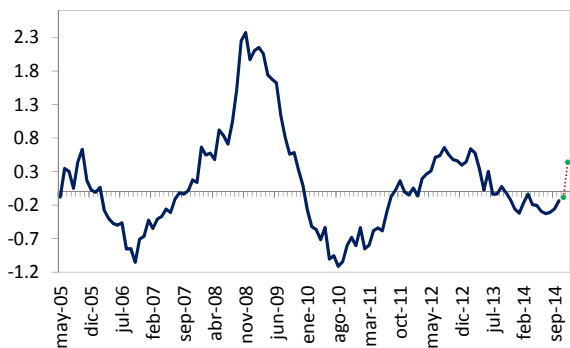
Cuadro 2: Variación bonos locales y globales denominados en moneda local y *yankees* (10 años).

Rendimientos bonos yankees a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	4.24	3.89	4.55	2.97	3.77
Variación desde última junta BR (p.b.)	38.89	29.87	49.17	24.00	21.38
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	140.49	117.50	179.13	41.90	89.98
Variación año corrido (p.b.)	137.13	103.16	196.17	57.40	85.49
Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	5.76	n.d	9.89	3.93	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	3.00	n.d	51.30	-9.80	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	180.80	n.d	317.30	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	191.60	n.d	468.10	n.d	n.d
Tasa cero cupón locales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	7.58	6.03	13.52	4.57	6.66
Variación desde última junta BR (p.b.)	61.20	12.38	98.84	-2.02	36.04
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	249.52	169.07	316.76	-80.50	195.23
Variación año corrido (p.b.)	186.60	175.89	361.16	-111.50	86.25
Margen Bonos locales y Bonos Globales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	1.82	n.d	3.63	0.65	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	58.20	n.d	27.89	7.78	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	68.72	n.d	-0.54	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-5.00	n.d	-106.94	n.d	n.d
Margen Bonos Globales y Yankees 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	1.52	n.d	5.34	0.96	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	-35.89	n.d	2.42	-36.30	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	40.31	n.d	138.17	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	54.47	n.d	271.93	n.d	n.d

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

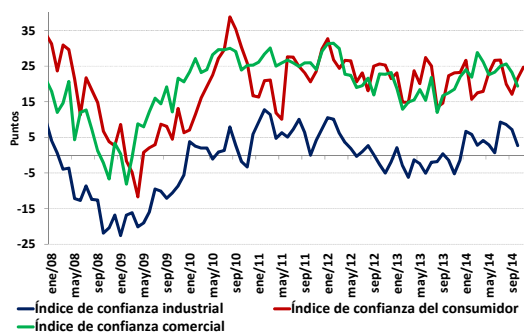
¹⁹ México y Perú no cuentan actualmente con referencias globales denominadas en moneda local.

Gráfico 18: Índice de Percepción de Riesgo (IDODM).



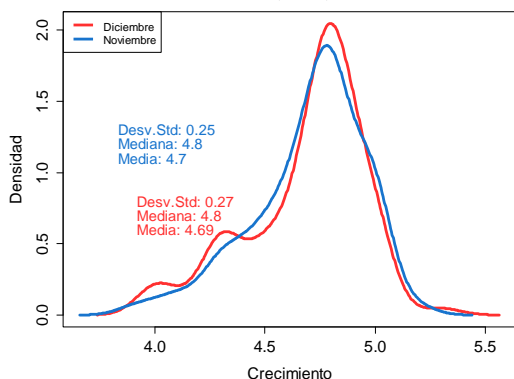
Fuentes: Banco de la República, *Bloomberg*, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

Gráfico 19: Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 20: Densidades Expectativas de Crecimiento para 2014 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República.

En cuanto a la deuda de otros agentes diferentes al Gobierno Central, en el periodo analizado se realizaron colocaciones de deuda por \$478,8 mm, de los cuales \$21,5 mm corresponden a bonos hipotecarios VIS emitidos por Credifamilia²⁰, \$307,3 mm a títulos hipotecarios TIPS en pesos N-10 de la Titularizadora Colombiana S.A.²¹, y los \$150 mm restantes a bonos del Banco Colpatría²². Adicionalmente en el mercado de renta variable se realizó una colocación de acciones ordinarias del Banco de Bogotá por un monto de \$1.500 mm²³, recursos que según la entidad se destinarán a “adelantar operaciones legalmente permitidas a los establecimientos bancarios, incluyendo la realización de adquisiciones y capitalizaciones de instituciones financieras”.

II. Indicadores de percepción de riesgo a nivel local

Con datos disponibles al 12 de diciembre (volatilidades²⁴, EOF y márgenes crediticios preliminares²⁵), el índice de percepción de riesgo IDODM aumentó con respecto al observado en noviembre²⁶ (*Gráfico 18*).

En primer lugar, Fedesarrollo publicó el índice de confianza de los consumidores del mes de noviembre, el cual aumentó de 21,1 a 24,7 puntos, y fue superior al dato del mismo mes de 2013 (23,1) (*Gráfico 19*). El comportamiento de este indicador se explica por la mejora de sus dos componentes: “condiciones actuales” y “expectativas”²⁷.

En segundo lugar, se publicó la encuesta de opinión financiera de Fedesarrollo y la BVC (EOF) del mes de diciembre. En los *Gráficos 20, 21 y 22* puede observarse que en diciembre

²⁰ Emisión realizada el 4 de diciembre, donde la demanda fue 1,16 veces el monto ofertado (116'104.126 UVR). La colocación se realizó a un plazo de 15 años, a tasa fija de 4,58% E.A.

²¹ Emisión realizada el 10 de diciembre donde la demanda fue 1,07 veces el monto ofertado (\$327,4 mm). La colocación se realizó a un plazo de 10 años, a tasa fija de 6,40% E.A.

²² Emisión realizada el 11 de diciembre, donde la demanda fue 1,09 veces el monto ofertado (\$162,8 mm). La colocación se realizó con un plazo de 10 años a una tasa de 4,58% margen sobre IPC E.A.

²³ Se ofreció un paquete de 23'870.158 títulos, cada uno a un precio de \$63.000.

²⁴ Datos al 12 de diciembre.

²⁵ Datos al 5 de diciembre.

²⁶ Sin incluir la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

²⁷ El componente de expectativas futuras pasó 20,6 a 24,7, mientras que el de condiciones actuales de 23,1 a 25,4.

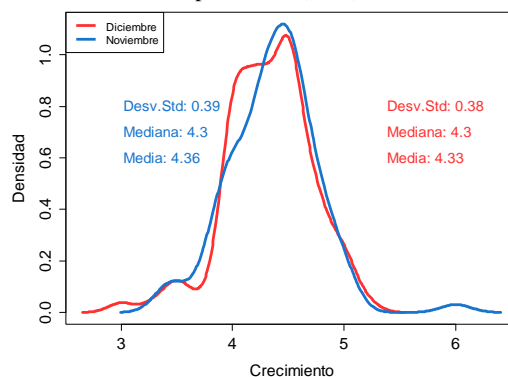
los analistas financieros mantuvieron sus expectativas de crecimiento para 2014 y el 4T14, aunque esperan un menor crecimiento para 2015 (con mayor sesgo a la baja), respecto al esperado en noviembre. Respecto a la inflación, la encuesta refleja que las expectativas para fin de año de los analistas financieros aumentaron levemente (Gráfico 23). En cuanto al *spread*, la mayoría de agentes espera que aumente (64%)²⁸. Finalmente, respecto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 36,6% (ant: 38,7%) espera que ésta se mantenga estable, un 25,8% (ant: 18,3) que disminuya y un 18,3% (ant: 21,5%) que aumente²⁹.

En tercer lugar, la ANDI publicó los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta, en la que se muestra que entre enero y octubre, frente al mismo período del año anterior, la producción industrial aumentó 2,4% (ene-sep 2014: 2,1%), al tiempo que las ventas totales aumentaron 2,6% (ene-sep 2014: 2,7%).

El Gráfico 24 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de su media histórica se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (desestacionalizados)³⁰. Puede observarse que de octubre a noviembre mejoraron los índices de Colombia y México, los cuales se ubicaron por encima de las medias históricas. En el caso de Brasil y Chile los índices disminuyeron y continúan situándose por debajo de la media³¹.

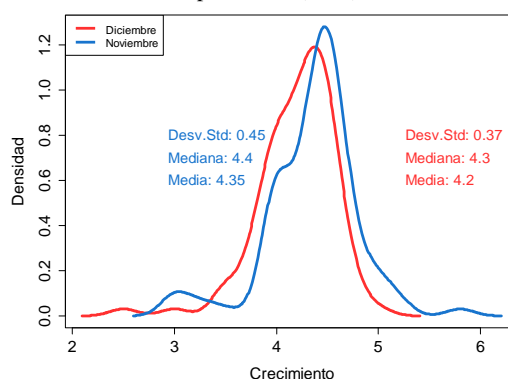
Con respecto al COLCAP, este índice disminuyó 10,62% entre el 28 de noviembre y el 15 de diciembre, en línea con el comportamiento de los precios de los *commodities*, especialmente el petróleo el cual disminuyó 15,45%. Por otra parte, a partir de información de la EOF, los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el COLCAP³² registre una valorización cercana al 0,95%³³. Adicionalmente, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó considerablemente respecto a lo observado en noviembre y durante el periodo se ubicó por encima de la media histórica, alcanzando además un estado predominante de volatilidad media (ant: baja) (Gráfico 25).

Gráfico 21: Densidades Expectativas de Crecimiento para 4T14 (EOF)



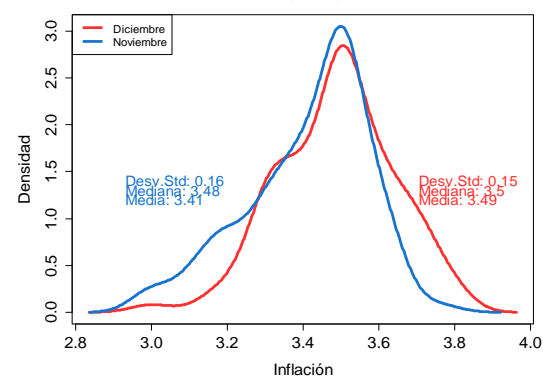
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 22: Densidades Expectativas de Crecimiento para 2015 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 23: Densidades Expectativas de Inflación para 2014 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: Banco de la República.

²⁸ El 27% espera que se mantenga estable mientras el 8% restante esperan que disminuya.

²⁹ Al 19,4% restante no les aplica la pregunta.

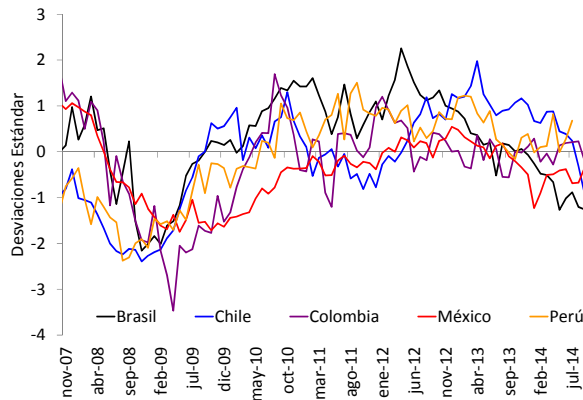
³⁰ Es importante mencionar que estos índices no son comparables directamente debido a que las preguntas son diferentes.

³¹ No se dispone de datos actualizados para Perú.

³² Un 4,2% espera que el COLCAP aumente un 15% o más, un 7,4% que aumente un 10%, un 38,9% que aumente un 5%, un 14,7% que permanezca igual, un 24,2% que caiga 5%, un 8,4% que caiga 10% y el 2,1% restante que caiga 15% o más.

³³ El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera determinado valor de incremento multiplicado por el incremento porcentual.

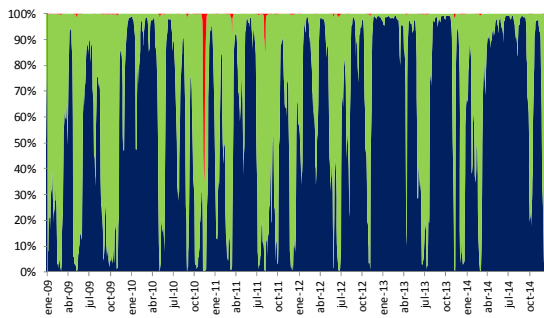
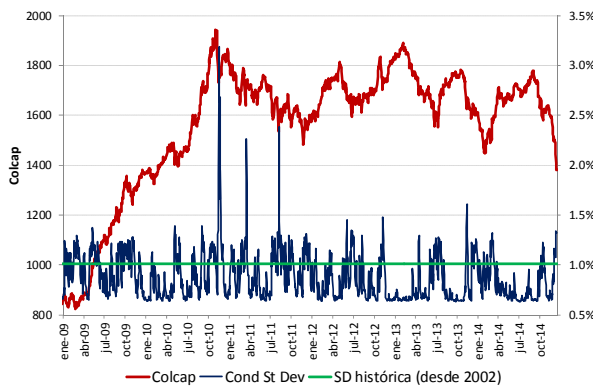
Gráfico 24: Índices Confianza Mensuales de algunos países de Latinoamérica



Fuentes³⁴: INEGI, BIE, FVG IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO. Cálculos: Banco de la República.

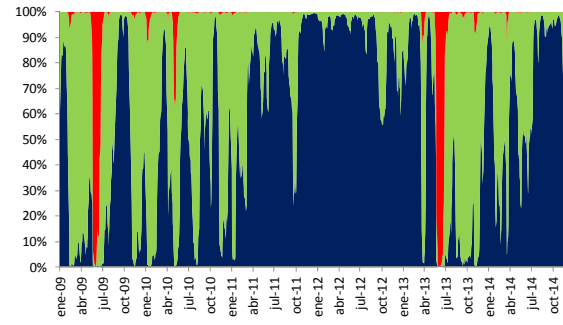
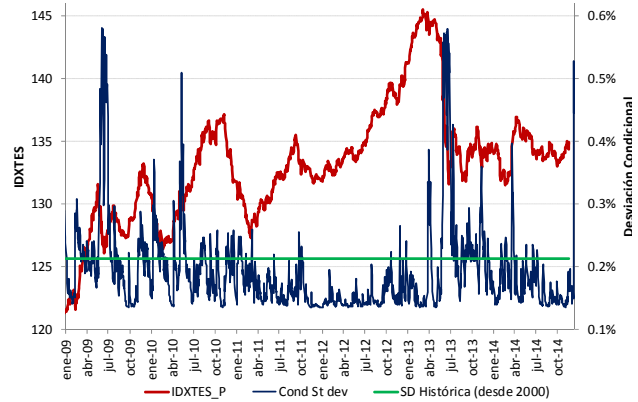
Por otro lado, desde el 28 de noviembre la volatilidad en el mercado de TES³⁵ aumentó considerablemente y se ubicó por encima de la media histórica, con un estado predominante de volatilidad alta (ant: baja) (Gráfico 26).

Gráfico 25: Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 26: Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



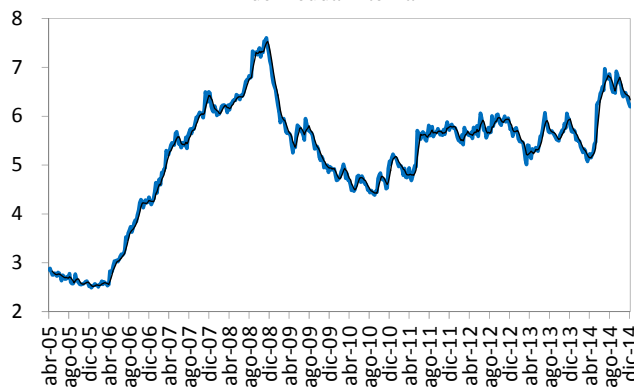
Fuente: Banco de la República, Cálculos: Banco de la República.

³⁴ Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), Banco de Información Económica (BIE), Fundación Getulio Vargas (FVG), Instituto Brasileiro de Economia (IBRE), Universidad del Desarrollo (UDD) y APOYO Consultoría.

³⁵ Estimado mediante la estimación de un modelo SWARCH (Hamilton, 1994).

Con información al 5 de diciembre, los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron un comportamiento mixto respecto a lo observado en noviembre. Los márgenes de la cartera preferencial, tesorería y consumo presentaron variaciones en promedio de -2 p.b., 36 p.b., y -37 p.b., respectivamente (*Anexo 4*). Para el caso de la cartera preferencial y de consumo, la variación del margen responde principalmente a incrementos de las tasas de los TES, mientras que en el caso de tesorería el incremento se explica por un aumento en las tasas activas.

Gráfico 27: Razón entre la Cartera Bruta Ajustada y los Títulos de Deuda Interna



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: Banco de la República.

En cuanto a los principales componentes del activo total de los establecimientos de crédito, desde la última reunión de la JDBR, la razón cartera/inversiones en deuda pública disminuyó, ante un incremento de las inversiones³⁶ (*Gráfico 27*).

En resumen, con la información disponible es posible inferir que en diciembre la percepción de riesgo local aumentó.

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

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de EE.UU. (0,0%-0,25%), la Zona Euro (0,05%)³⁷, Inglaterra (0,5%), Canadá (1,0%) Nueva Zelanda (3,5%) y Australia (2,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas, en línea con las expectativas de los analistas. Adicionalmente, el Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterado el monto de su programa de compra de activos en £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012). Por otra parte, el Banco Central de Suiza recortó su tasa de interés objetivo a -0,25% (ant: 0%).

En su comunicado la Fed señaló que la economía continuó expandiéndose a un ritmo moderado y que las condiciones del mercado laboral han mejorado. Además, indicó que en aras de determinar cuánto tiempo se debe mantener el rango actual de la tasa de interés, el FOMC³⁸ evaluará la evolución de la economía y las expectativas hacia sus objetivos de máximo empleo e inflación. Sin embargo, aclaró que dadas las condiciones actuales el organismo podría ser paciente en cuanto al momento en que iniciará la normalización de su política monetaria.

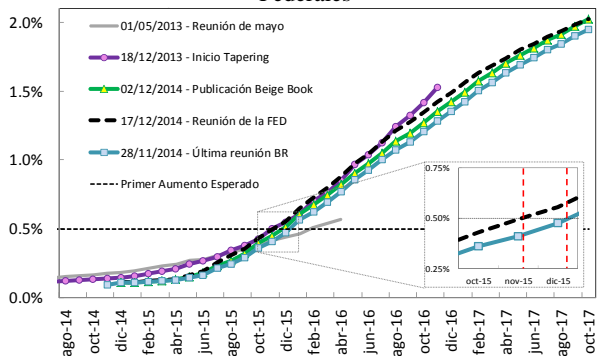
Por otra parte, con información implícita en los precios del mercado se observa que la expectativa de incrementos en el rango de la tasa de interés objetivo en EE.UU. pasó de diciembre de 2015 a un punto entre octubre y noviembre de 2015. Adicionalmente, las expectativas del mercado siguen rezagadas con relación a los pronósticos publicados por la Fed.

³⁶ Variación cartera del 28 de noviembre al 5 de diciembre: 0,0% (\$2 mm); variación inversiones: 1,1% (\$510 mm).

³⁷ Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito también se mantuvieron inalteradas en 0,3% y -0,2%, respectivamente.

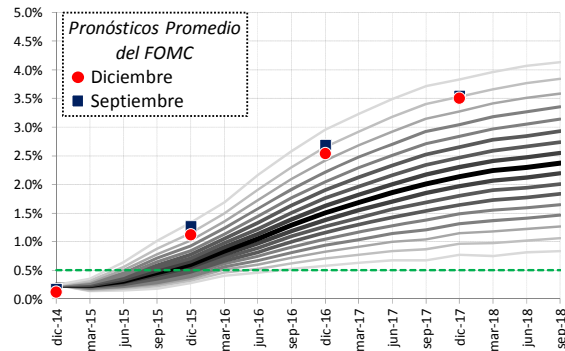
³⁸ Por sus siglas en inglés, *Federal Open Market Committee*.

Gráfico 28: Senda Esperada de la Tasa de los Fondos Federales



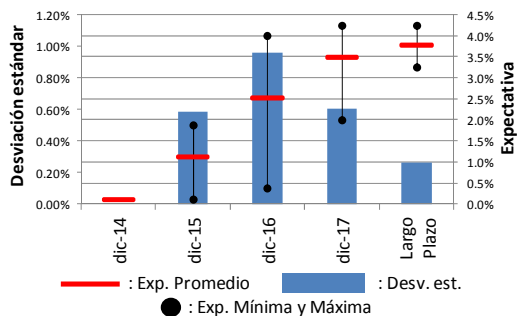
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 29: Distribución Implícita del Mercado de la Tasa de los Fondos Federales



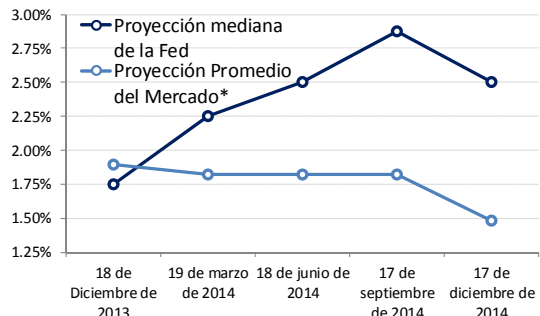
Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 30: Pronósticos de la Fed (Diciembre) Tasa de los Fondos Federales



Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 31: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2016



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. *Extraída de los futuros de los fondos Federales.

En el *Gráfico 28* se presenta la senda esperada de la tasa de interés implícita en los futuros de los Fondos Federales. Puede observarse que desde la última reunión de la JDBR la expectativa del primer incremento en la tasa pasó de diciembre a noviembre de 2015. En el *Gráfico 29* se presenta la distribución de probabilidad de la tasa de política de la Fed implícita en las operaciones *forward* euro-dólar a 90 días³⁹. Se observa una senda creciente de las tasas implícitas de tal manera que el valor central⁴⁰ supera el 0,5% en octubre de 2015 (ant: noviembre - diciembre de 2015). Por su parte, los puntos corresponden a las estimaciones promedio del punto medio del rango meta de la tasa de referencia que la Fed presentó en sus reuniones de septiembre (puntos azules) y diciembre (puntos rojos). En el *Gráfico 30* se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en diciembre para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2014, 2015, 2016, 2017 y para el largo plazo. Finalmente, el *Gráfico 31* 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 del año 2016. Se observa que el mercado considera que el ritmo de los incrementos será menor al que anticipa el FOMC.

En otro escenario, el BCE mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia y señaló que, con el objetivo de determinar si se requieren mayores estímulos monetarios a través de instrumentos no convencionales, a inicios del próximo año evaluará los avances de las medidas de estímulo monetario, la expansión de su balance y las perspectivas para la estabilidad de precios y su evolución. Con lo anterior, también estudiará los efectos que podría tener la caída del precio del petróleo en la

³⁹ El límite inferior corresponde al percentil 10 y el superior al percentil 90. Cada línea corresponde a un percentil de la distribución, de forma ascendente y sumando cada vez 5%.

⁴⁰ Percentil 50.

evolución de la inflación del bloque. Adicionalmente, el organismo recortó sus proyecciones económicas, de tal manera que la inflación para 2014 sería de 0,5%, 0,7% para 2015 y 1,3% para 2016, y su estimación para la producción económica en la zona euro se ubicó en 0,8% para 2014, 1,0% para 2015 y 1,5% para 2016⁴¹.

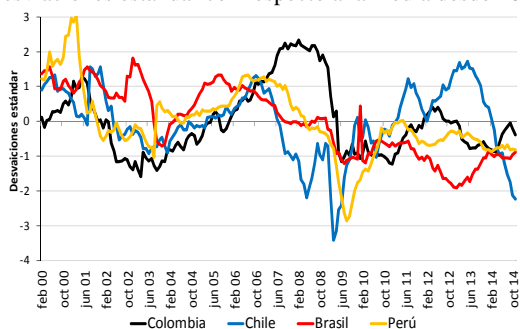
Los bancos centrales de Indonesia, India, Polonia, Corea del Sur y Tailandia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 7,75%, 8,0%, 2,0%, 2,0% y 2,0%, respectivamente, en línea con lo esperado.

Por su parte, el 11 de diciembre el Banco Central de Rusia decidió incrementar su tasa de política 100 p.b. a 10,5%, lo cual era esperado por el mercado. Posteriormente, el 16 de diciembre anunció un nuevo incremento a 17,0% con el objetivo de frenar la depreciación del rubro y combatir los riesgos inflacionarios. Además, tomo otras medidas entre las que se destaca el aumento de la cantidad máxima de adjudicación para subastas de préstamos de divisas con pacto de recompra (*FX REPOS*) a 28 días de USD\$1,5 a USD\$5,0 billones, y el anuncio de que llevaría a cabo subastas semanales de *FX REPOS* a 12 meses.

En Latinoamérica, los bancos centrales de Chile, Perú y México mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 3,0%, 3,5% y 3,0%, respectivamente, lo cual era esperado por los mercados. Adicionalmente, el Banco Central de Perú continuó con los recortes de su tasa de encaje en soles de 10,0% a 9,5%, buscando sostener el dinamismo del crédito. Por su parte, el Banco Central de Brasil decidió incrementar su tasa de política monetaria 50 p.b. a 11,75%, lo cual era esperado por el mercado.

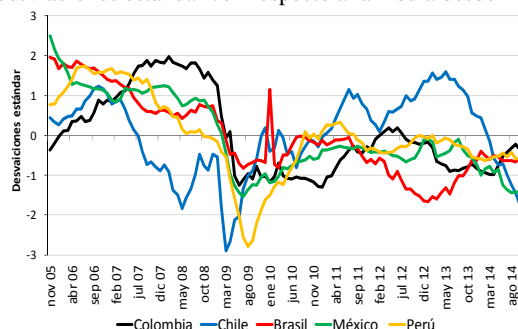
En los *Gráficos 31 y 32* se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales (deflactadas con medidas de inflación básica) desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. En noviembre, las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas⁴².

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.

⁴¹ En septiembre, el organismo había proyectado una inflación de 0,6% para este año, 1,1% para 2015 y 1,4% para 2016. Además, estimó que el crecimiento de la producción económica en la zona euro para 2014 sería de 0,9%, 1,6% para 2015 y 1,9% para 2016.

⁴² Desde febrero de 2000, las medias de las tasas reales de Colombia, Chile, Brasil y Perú son 1,83%, 1,41%, 7,33% y 1,37%, respectivamente. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,72%. Para noviembre, las desviaciones para Colombia, Chile, Perú, México y Brasil fueron 0.40, 2.23, 0.89, 1.42 (serie desde 2005) y 0.82, respectivamente.

IV. Indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional

Durante la primera semana de diciembre la percepción de riesgo a nivel internacional se mantuvo relativamente estable, aunque los indicadores de algunos países emergentes se deterioraron ante las caídas en el precio del petróleo. A partir del 8 de diciembre, la percepción de riesgo internacional aumentó debido a varios factores relacionados con el deterioro económico en China y la reducción importante en el precio del petróleo. Dentro de los eventos relacionados se encuentran: i) la reducción de la proyección de consumo global de petróleo para 2015 por parte de la OPEP, ii) el anuncio de la Cámara de Compensación de China en el cual indicó no aceptará como colateral de las operaciones REPO bonos corporativos con calificación crediticia por debajo de AAA o aquellos cuyas compañías posean una calificación inferior a AA, iii) la reducción de los pronósticos de crecimiento de este país por parte del Gobierno para 2015 (de 7,5% a 7%), y iv) la publicación de datos económicos desfavorables en China⁴³, donde se destacan las cifras de comercio e inflación.

Adicionalmente la percepción de riesgo internacional pudo deteriorarse debido a otros factores como: i) las expectativas de que la Reserva Federal dé inicio al ciclo alcista de su tasa de interés de referencia antes de lo esperado a finales de noviembre tras la publicación de datos económicos positivos⁴⁴, ii) la crisis política en Grecia⁴⁵, y iii) datos negativos registrados en Europa⁴⁶ y Japón⁴⁷.

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

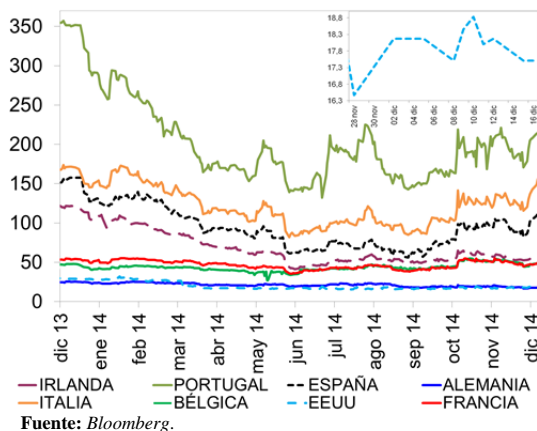
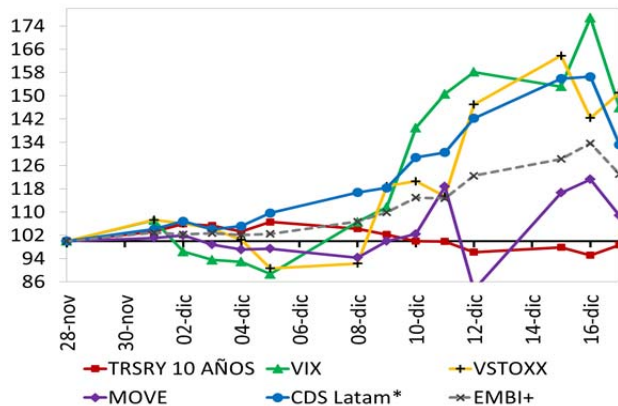


Gráfico 35: Indicadores de Percepción de Riesgo a Nivel Internacional



⁴³ En noviembre, las exportaciones aumentaron 4,7% (esp: 8,2%, ant: 11,6%), mientras las importaciones tuvieron una contracción de 6,7% (esp: 3,9%, ant: 4,6%). El IPC presentó un crecimiento anual en noviembre de 1,4% (esp: 1,6%, ant: 1,6%). Mientras que el IPP para el mismo periodo se contrajo 2,7% (esp: -2,4%, ant: -2,2%). La producción industrial aumentó en noviembre 7,2% (esp: 7,5%, ant: 7,7%), a la vez que las ventas minoristas 11,7% (esp: 11,5%, ant: 11,5%). El dato preliminar del índice PMI manufacturero de China del mes de diciembre, elaborado por Markit y HSBC, disminuyó al ubicarse en 49,5 puntos (ant: 50).

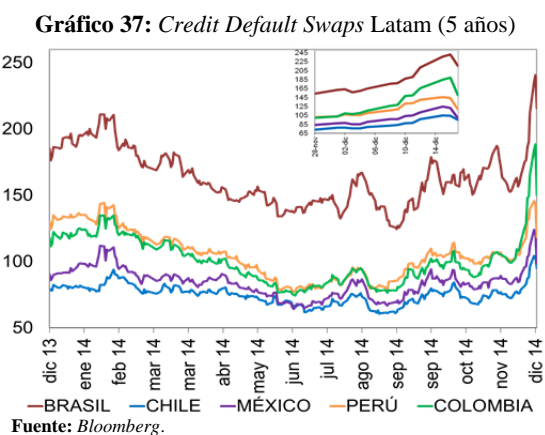
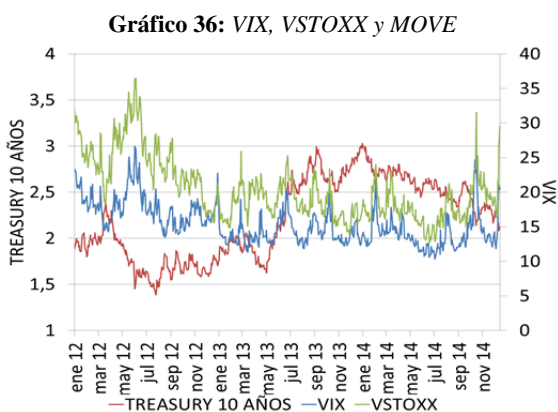
⁴⁴ Los inventarios mayoristas tuvieron un crecimiento estable de 0,4% en octubre (esp: 0,2%). Las ventas minoristas aumentaron 0,7% en noviembre (esp: 0,4%, ant: 0,5%). El índice de sentimiento del consumidor publicado por la Universidad de Michigan se ubicó en 93,8 puntos (esp: 89,5, ant: 88,8).

⁴⁵ La crisis política en Grecia está relacionada con la posibilidad de que el movimiento "anti austeridad" gane mayor fuerza dentro del parlamento.

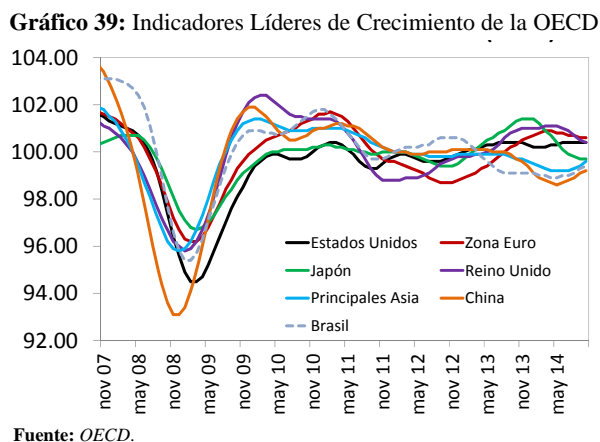
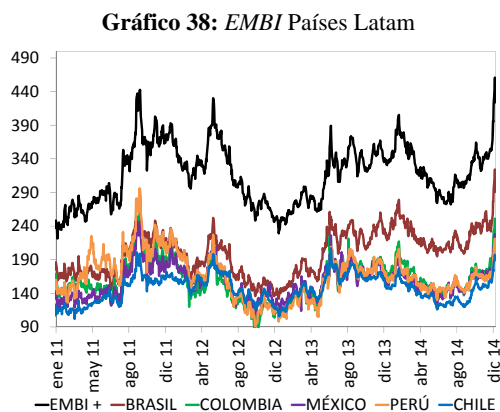
⁴⁶ En Alemania, la producción industrial aumentó 0,2% (esp: 0,3%, ant: 1,1%) en octubre. Además, las exportaciones y las importaciones cayeron 0,5% (esp: -1%, ant: 5,5%) y 3,1% (esp: -1,5%, ant: 5,2%), respectivamente. En Inglaterra, la producción industrial y la producción manufacturera tuvieron un crecimiento anual de 1,1% (esp: 1,8%, ant: 0,8%) y 1,7% (esp: 3,2%, ant: 2,9%), respectivamente en octubre. En el Reino Unido, el IPC de noviembre disminuyó 0,3% (esp: 0%). La inflación anual se situó en el 1% (esp: 1,2%).

⁴⁷ Moody's redujo la calificación de la deuda soberana de Japón desde Aa3 hasta A1, con perspectiva estable. El PIB del 3T14 presentó una contracción anual de 1,9% (esp: -0,5%, ant: -7,3%), cayendo aún más desde la estimación previa de -1,6%.

Entre el 28 de noviembre y el 17 de diciembre el VIX pasó de 13,33% a 19,44% y el VSTOXX pasó de 18,02% a 27,2%. Por su parte, el índice MOVE⁴⁸ aumentó al pasar de 66,57 a 72,42 (Gráficos 35 y 36). Por otro lado, entre el 28 de noviembre y el 17 de diciembre, los *Credit Default Swap* (CDS) presentaron variaciones de +51 p.b. para Colombia, +62 p.b. para Brasil, +15 p.b. para México, +18 p.b. para Perú y +23 p.b. para Chile. Por su parte, el EMBI+ aumentó 79 p.b. frente al dato observado el 28 de noviembre, al tiempo que el EMBI Colombia aumentó 40 p.b. (Gráficos 37 y 38). Cabe destacar que los CDS de Colombia y Brasil no alcanzaban los niveles observados el 16 de diciembre desde noviembre de 2011 y mayo de 2009, respectivamente.



Finalmente, con datos a agosto, se observa que los indicadores líderes de la actividad económica⁴⁹ publicados por la OECD⁵⁰ respecto al mes anterior mejoraron para Asia, China y Brasil, mientras que desmejoró para Reino Unido, y se mantuvieron estables para Estados Unidos, Japón y la Zona Euro (Gráfico 39⁵¹).



En conclusión, la percepción de riesgo a nivel internacional aumentó ante el deterioro económico en China, Europa y Japón y ante la disminución importante que ha registrado el precio del petróleo.

⁴⁸ Indicador mide la volatilidad implícita en las opciones sobre bonos del Tesoro de los EE.UU.

⁴⁹ 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.

⁵⁰ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

⁵¹ En Asia se incluyen China, India, Indonesia, Japón y Korea.

V. Tasas de Interés y Expectativas del mercado

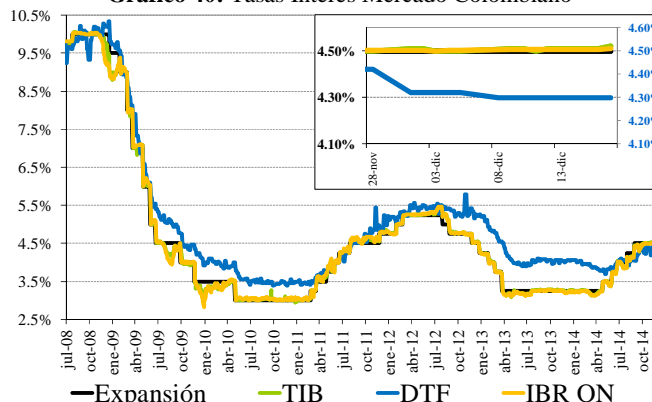
En el *Gráfico 40* se presenta la evolución de la tasa mínima de expansión del BR, la tasa interbancaria (TIB), la DTF y el IBR a un día. El IBR *overnight* y la TIB permanecieron en niveles cercanos al de la tasa de referencia, lo que refleja condiciones de liquidez normales en el mercado monetario. Por su parte, la tasa de simultáneas del SEN pasó de 4,11% el 28 de noviembre a 3,64% el 17 de diciembre.

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 Encuesta de Opinión Financiera de la BVC y Fedesarrollo, publicada el 15 de diciembre⁵², un 92,7% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención se mantendrá inalterada en 4,5%, un 3,1% que será incrementada 25 p.b. a 4,75%, y un 4,2% que será recortada 25 p.b. a 4,25%.

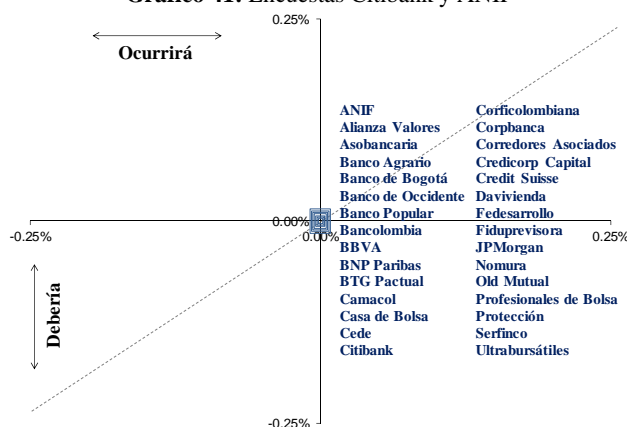
Adicionalmente, ante la pregunta “¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?” un 37,6% (ant: 43%) señaló los factores externos, un 35,5% la política fiscal (ant: 35,5%), un 15,1% el crecimiento económico (ant: 11,8%), un 4,3% señalaron otros factores, en los que se destacan el precio del petróleo y el flujo de capitales, un 3,2% (ant: 7,5%) mencionó la política monetaria, el 3,2% las condiciones sociopolíticas (ant: 0%) y el 1,1% restante las condiciones de seguridad (ant: 1,1%).

Gráfico 40: Tasas Interés Mercado Colombiano



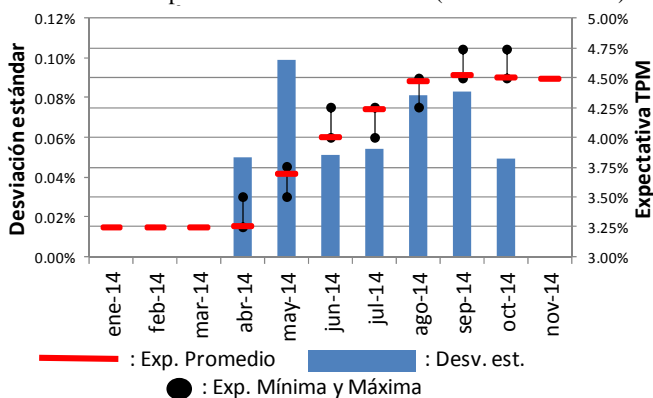
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 41: Encuestas Citibank y ANIF



Fuente: Anif y Citibank.

Gráfico 42: Expectativas Mensuales TPM (Encuesta Citibank)



Fuente: Encuesta Citibank.

⁵² Realizada entre el 2 y el 10 de diciembre.

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 12 de diciembre⁵³, de los 18 analistas que respondieron la encuesta, 17 entidades esperan que la tasa de referencia permanezca inalterada en 4,50% y la restante espera un recorte de 25 p.b. a 4,25%.

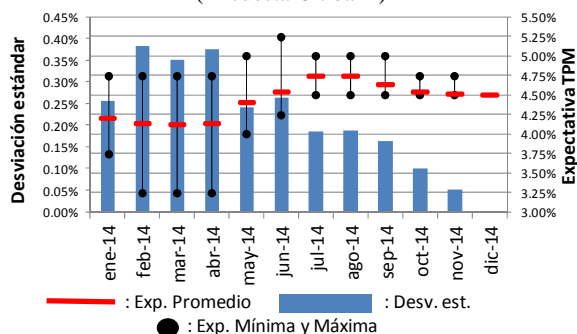
En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por ANIF y Citibank⁵⁴, se encuentra que de las 30 entidades encuestadas el 100% espera y recomienda que la tasa permanezca inalterada en 4,50%. En el *Gráfico 41* se observa el resumen de los resultados de estas encuestas, cuyos detalles pueden ser consultados en el *Anexo 6*.

En los *Gráficos 42 y 43* se muestran las tasas esperadas en el mes de cada JDBR en lo corrido del año, y la evolución de las expectativas de la tasa para diciembre de 2014 de acuerdo con la encuesta de Citibank. En el *Gráfico 44* se muestran los resultados de la encuesta de expectativas de tasa de política que realiza el BR⁵⁵, en la que se puede observar estabilidad en niveles cercanos a 4,50%.

En el *Gráfico 45* se muestran el IBR *overnight* (línea morada), el IBR a 1 mes (línea roja) y el IBR a 3 meses (línea azul). También se incluyen la tasa de intervención del Banco de la República (BR) (línea verde), y la tasa fija del OIS a tres (3) meses de *Bloomberg* (línea negra)⁵⁶.

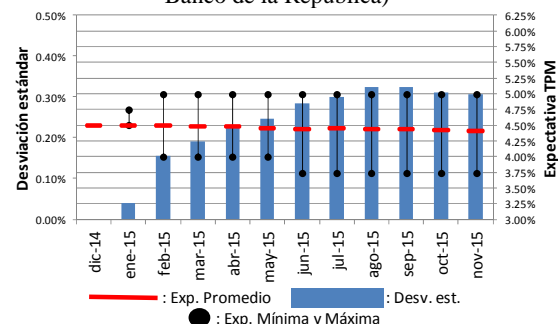
El 18 de diciembre el IBR *overnight*, el IBR a un mes y el IBR a tres meses se ubicaron en 4,51%, 4,50% y 4,49%, respectivamente. Por su parte, la tasa fija del OIS de tres meses extraída de *Bloomberg* fue 4,50%. De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de los OIS, para las reuniones que se llevarán a cabo entre diciembre y abril se espera que la tasa se mantenga inalterada en 4,50%. Cabe mencionar que para la reunión de diciembre la probabilidad del

Gráfico 43: Estimaciones para finales de 2014 (Encuesta Citibank)



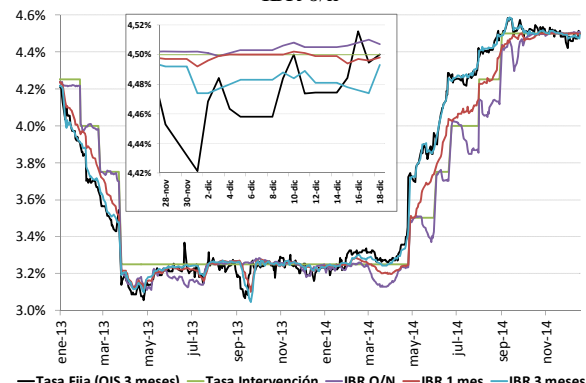
Fuente: Encuesta Citibank.

Gráfico 44: Estimaciones 12 meses adelante (Encuesta Banco de la República)



Fuente: Encuesta Banco República.

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



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

⁵³ Los pronósticos en la encuesta de *Bloomberg* fueron incluidos por el área de estudios económicos de cada entidad entre el 5 y el 12 de diciembre.

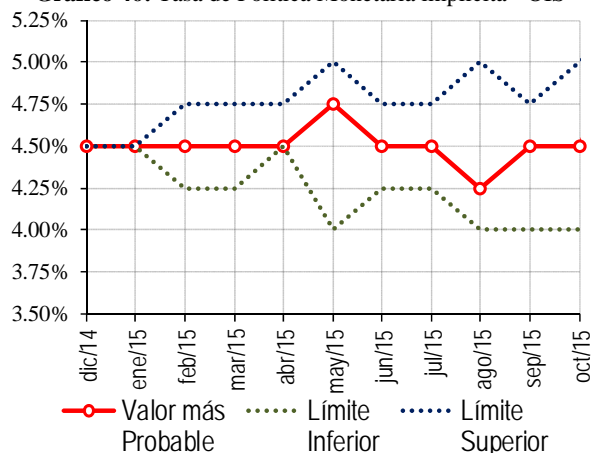
⁵⁴ Encuestas publicadas el 15 de diciembre (ANIF) y el 17 de diciembre (Citibank). En caso que una entidad haya sido encuestada por ANIF y Citibank, se toma en cuenta la respuesta más reciente, es decir, la de la encuesta de Citibank.

⁵⁵ Realizada entre el 9 y el 10 de diciembre.

⁵⁶ 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.

escenario de una tasa de 4,50% se mantuvo en 100% (Gráfico 46, Cuadro 3, y Anexo 7).

Gráfico 46: Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República

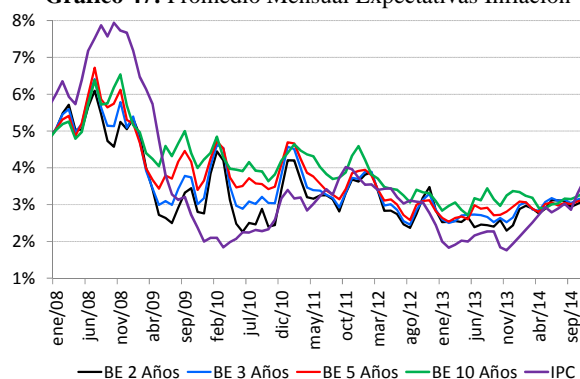
Cuadro 3

TPM	dic/14	ene/15	feb/15	mar/15	abr/15	may/15	jun/15	jul/15	ago/15	sep/15	oct/15	nov/15
5.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	19%
5.00%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	0%	0%	1%	0%	11%	19%
4.75%	0%	0%	0%	0%	17%	52%	32%	7%	12%	14%	30%	19%
4.50%	100%	100%	77%	96%	83%	41%	67%	77%	21%	55%	31%	18%
4.25%	0%	0%	22%	4%	0%	0%	0%	17%	50%	27%	24%	12%
4.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	16%	4%	4%	12%
3.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
3.50%	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 BR⁵⁷, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2014 en promedio se ubica en 3,59% (encuesta anterior: 3,46%). Las expectativas promedio para diciembre de 2015 se ubican en 3,22% (ant: 3,18%). Adicionalmente, de acuerdo con el boletín informativo de la BVC en el que se publicó la encuesta mediante la cual se determina el precio de valoración para el contrato a futuro del IPC con vencimiento en enero de 2013⁵⁸, la expectativa de la variación mensual del IPC de diciembre es de 0,20% equivalente a una variación año completo de 3,59%⁵⁹.

Gráfico 47: Promedio Mensual Expectativas Inflación



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

A su vez, en promedio las expectativas de inflación para 2, 3, 5 y 10 años, medidas a partir del *Break-Even Inflation* para lo corrido de diciembre, presentaron variaciones de +29 p.b., +34 p.b.,

⁵⁷ Realizada entre el 9 y el 10 de diciembre.

⁵⁸ Esta encuesta se lleva a cabo cuando no existen precios de negociación de los contratos.

⁵⁹ Realizada el 9 de diciembre.

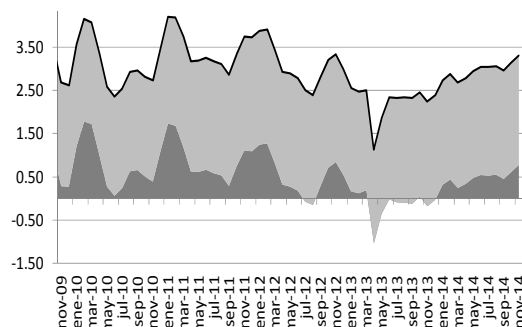
+32 p.b. y +33 p.b., frente a los datos promedio de noviembre, ubicándose en 3,39%, 3,53%, 3,47% y 3,65%, respectivamente (*Gráfico 47*)⁶⁰.

En el *Gráfico 48* se muestra la estimación y descomposición del BEI para 2 años⁶¹. 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 noviembre, el BEI se ubicó en 3,30% (ant: 3,14%), las expectativas promedio de inflación tomaron un valor de 2,53% (ant: 2,52%), y la prima por riesgo inflacionario se ubicó en 0,78% (ant: 0,62%)⁶².

El *Gráfico 49* muestra la senda promedio de inflación esperada con datos diarios de los meses de octubre, noviembre y diciembre⁶³. Para el año 2015, 2016 y 2017 la curva de diciembre presenta expectativas de inflación superiores a las de octubre y noviembre. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación creciente entre 2015 y 2017, de tal forma que en 2017 la inflación año completo se ubique en 3,58%⁶⁴.

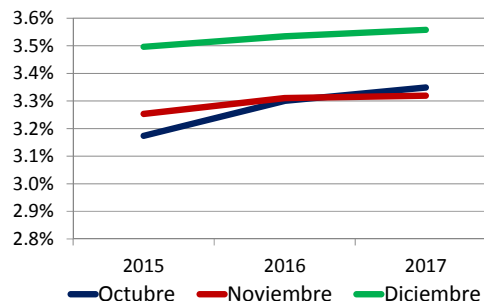
Finalmente, el *Cuadro 4* muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, India, Sudáfrica y China. Puede observarse que las expectativas de crecimiento económico para 2014 desmejoraron para Colombia, México, Perú y Brasil, se mantuvieron estables en los casos de Chile y China, y mejoraron para India y Sudáfrica. Por otro lado, los datos de inflación de noviembre se ubicaron por encima de los pronósticos en el caso de Colombia; por debajo en Perú, Brasil, India y China; y de acuerdo con los pronósticos en Chile, México y Sudáfrica. Cabe mencionar que la inflación aún se encuentra por encima de los límites superiores de los rangos meta en los casos de Chile, México, Perú y Brasil (de 2% a 4% para Chile y México, de 1% a 3% en Perú, y de 2,5% a 6,5% para Brasil). Las expectativas de inflación para diciembre de este año disminuyeron 5 p.b. para Brasil y aumentaron 13 p.b. para Colombia y 5 p.b. para México⁶⁵.

Gráfico 48: Expectativas Inflación, Prima por Riesgo Inflacionario y BEI



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

Gráfico 49: Inflación Esperada (FBEI)



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

⁶⁰ 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. En este análisis no se incluyen los cálculos del BEI a 1 año, debido a que actualmente no hay un TES denominado en UVR a este plazo.

⁶¹ 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.

⁶² Para 1 y 5 años la prima por riesgo de inflación es 1,26% (ant: 0,91%) y 0,46% (ant: 0,45%), respectivamente y las expectativas promedio de inflación se ubican en 2,29% (ant: 2,29%) y 2,69% (ant: 2,69%).

⁶³ Cardozo (2010). Includido en el Anexo del Documento de Curvas del día 23 de julio de 2010.

⁶⁴ Con datos de diciembre, los agentes estarían esperando una senda creciente de inflación, de tal manera que en 2028 el dato sería 5,06%.

⁶⁵ Teniendo en cuenta encuestas realizadas por los Bancos Centrales.

Cuadro 4: Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Noviembre		Esperada a Diciembre 2014		Vigente	Esperada a Diciembre 2014		Datos 3T14		Esperada a Dic. 2014	
	Esp*	Obs	Noviembre	Diciembre		Noviembre	Diciembre	Esp*	Obs	Noviembre	Diciembre
Colombia	3.60%	3.65%	3.46%	3.59%	4.50%	4.51%	4.50%	4.2%	4.2%	4.87%	4.79%
Chile	5.50%	5.50%	n.d.	n.d.	3.00%	3.00%	3.00%	0.9%	0.8%	1.80%	1.80%
México	4.17%	4.17%	4.02%	4.07%	3.00%	3.00%	3.00%	2.3%	2.2%	2.30%	2.19%
Perú	3.28%	3.16%	3.00%	3.00%	3.50%	3.35%	3.45%	1.7%	1.8%	3.00%	2.80%
Brasil	6.59%	6.56%	6.43%	6.38%	11.75%	11.50%	11.50%	-0.2%	-0.24%	0.20%	0.18%
India	1.10%	0.00%	5.10%	4.90%	8.00%	7.90%	7.92%	5.0%	5.3%	5.40%	5.50%
Sudáfrica	5.80%	5.80%	6.10%	6.10%	5.75%	5.80%	5.80%	1.4%	1.4%	1.45%	1.50%
China	1.60%	1.40%	2.30%	2.20%	5.60%	6.01%	6.00%	7.2%	7.3%	7.40%	7.40%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 9 y el 10 de diciembre de 2014. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Expectativas de crecimiento e inflación extraídas de encuesta publicada por el BCRP el 28 de noviembre. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Chile: Encuesta enviada el 3 de diciembre con plazo máximo de recepción el 10 de diciembre.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 5 de diciembre.

India: Los datos de Inflación corresponden a la variación del índice de precios mayoristas que presenta un menor rezago que el índice del consumidor (IPP Bloomberg). Las expectativas de inflación, TPM y crecimiento, son obtenidos del consensus forecast del FocusEconomics.

Sudáfrica: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

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

Conclusiones

En Colombia, al comparar los datos entre el 28 de noviembre y el 17 de diciembre, se encuentra que en promedio, las tasas cero cupón de los TES en pesos presentaron variaciones de 27 p.b., 55 p.b. y 63 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente; de tal manera que la pendiente aumentó 36 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 -8% a -50%. Por su parte, la correlación a 30 días pasó de -9% a -84%.

Desde la última reunión de la JDBR los TES se han desvalorizado, en mayor medida los de largo plazo, comportamiento similar al presentado por los bonos de Brasil y México. Las desvalorizaciones de los TES pueden estar relacionadas con los siguientes factores: i) incertidumbre respecto a la situación fiscal del próximo año ante la disminución del precio del petróleo, lo que ha generado expectativas de que el Gobierno deba realizar mayores colocaciones de TES; ii) mayor percepción de riesgo internacional ante la publicación de datos desfavorables de China y de algunos países desarrollados; iii) la recomendación de analistas internacionales de reducir las tenencias de TES ante expectativas de menor crecimiento; y iv) las mayores expectativas de inflación ante la publicación de un dato superior al esperado.

El mercado también pudo estar influenciado por las expectativas de que la Reserva Federal realice su primer incremento de la tasa de política monetaria antes de lo esperado: entre octubre y noviembre 2015 (ant: diciembre 2015).

En cuanto a los indicadores de percepción de riesgo a nivel local, con la información disponible, es posible inferir que ésta aumentó. De la misma manera, la percepción de riesgo a nivel internacional aumentó ante el deterioro económico en China, Europa y Japón y ante la disminución importante que ha registrado el precio del petróleo.

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 4,50%.

A su vez, en promedio las expectativas de inflación para 2, 3, 5 y 10 años, medidas a partir del *Break-Even Inflation* para lo corrido de diciembre, presentaron variaciones de +29 p.b., +34 p.b., +32 p.b. y +33 p.b., frente a los datos promedio de noviembre, ubicándose en 3,39%, 3,53%, 3,47% y 3,65%, respectivamente.

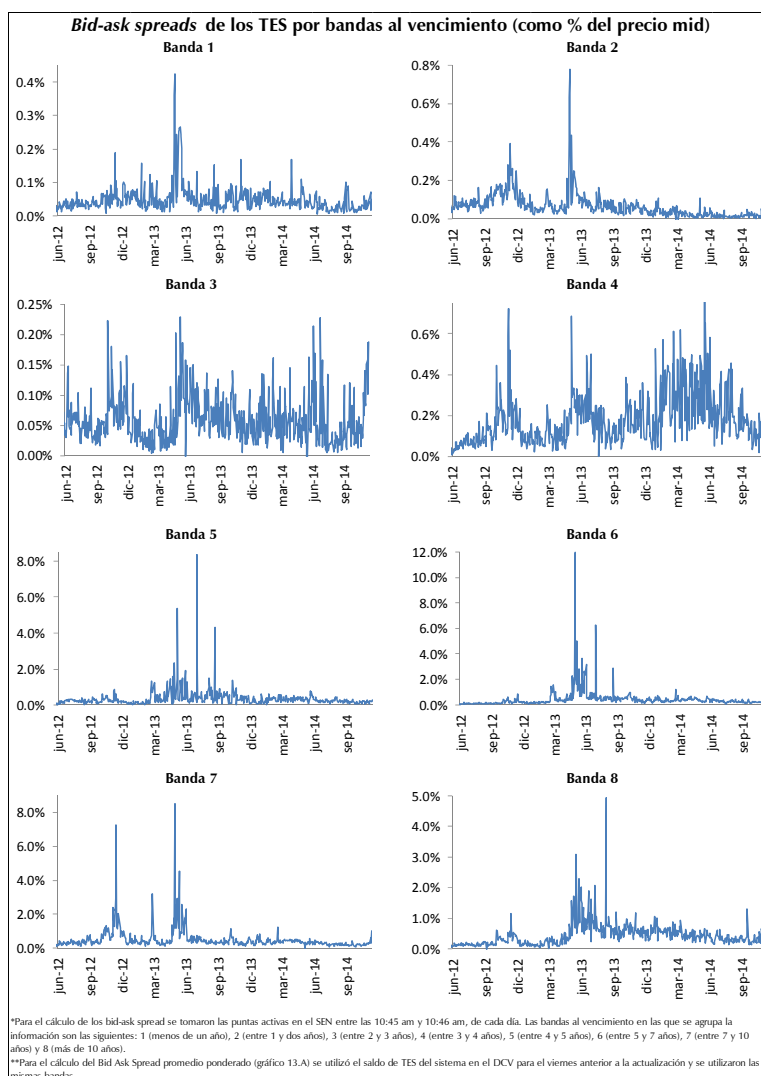
Anexo 1

	Valor actual 12 de diciembre	Variación desde última junta BR	Variación desde mayo 2013	Variación año corrido	Variación año completo	Niveles desde última junta BR	Niveles desde mayo 2013	Niveles año corrido	Niveles año completo
Total GBI-EM Global*	315.1	-1.6%	4.4%	8.2%	8.2%	320.3	301.7	291.2	291.3
Asia	203.9	-1.4%	1.8%	7.0%	7.2%	206.8	200.2	190.6	190.2
India**	709.7	2.3%	15.1%	17.0%	18.2%	694.1	616.5	606.5	600.6
Indonesia	445.5	-3.3%	-4.0%	10.4%	10.8%	460.6	464.2	403.4	402.1
Malasia	160.4	-1.3%	2.4%	3.4%	3.2%	162.5	156.7	155.1	155.4
Filipinas	138.0	0.7%	-3.2%	7.3%	8.1%	137.0	142.6	128.7	127.7
Tailandia	209.2	0.6%	9.4%	8.9%	9.6%	208.0	191.2	192.1	190.9
Europa	289.6	-2.2%	4.7%	6.7%	6.5%	296.0	276.5	271.4	271.9
Polonia	321.9	-0.8%	7.7%	9.3%	9.7%	324.4	298.9	294.6	293.6
Turquía	457.5	-2.3%	6.2%	15.7%	12.8%	468.4	430.7	395.3	405.5
Rumania	127.5	0.6%	16.0%	n.d.	n.d.	126.7	109.9	n.d.	n.d.
Rusia	174.7	-8.8%	-13.3%	-13.5%	-13.0%	191.4	201.4	202.0	200.8
Medio Oriente/África	355.2	-2.1%	5.4%	9.0%	9.0%	362.8	337.0	325.8	325.8
Nigeria	146.2	-2.1%	12.9%	8.9%	n.d.	149.3	129.6	134.3	135.0
Latinoamérica	412.3	-1.3%	5.3%	9.7%	9.7%	417.7	391.4	375.9	376.0
Chile	124.2	-0.5%	7.8%	8.0%	8.3%	124.9	115.3	115.0	114.7
Perú	181.0	-0.9%	-1.6%	9.6%	9.8%	182.5	183.9	165.2	164.8
Brasil	483.5	-0.9%	9.7%	11.5%	11.4%	488.0	440.9	433.6	434.0
Colombia	350.9	-2.3%	1.6%	4.5%	5.4%	359.1	345.5	335.9	333.1

* El Government Bond–Emerging Market Index (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para

** 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



Anexo 3

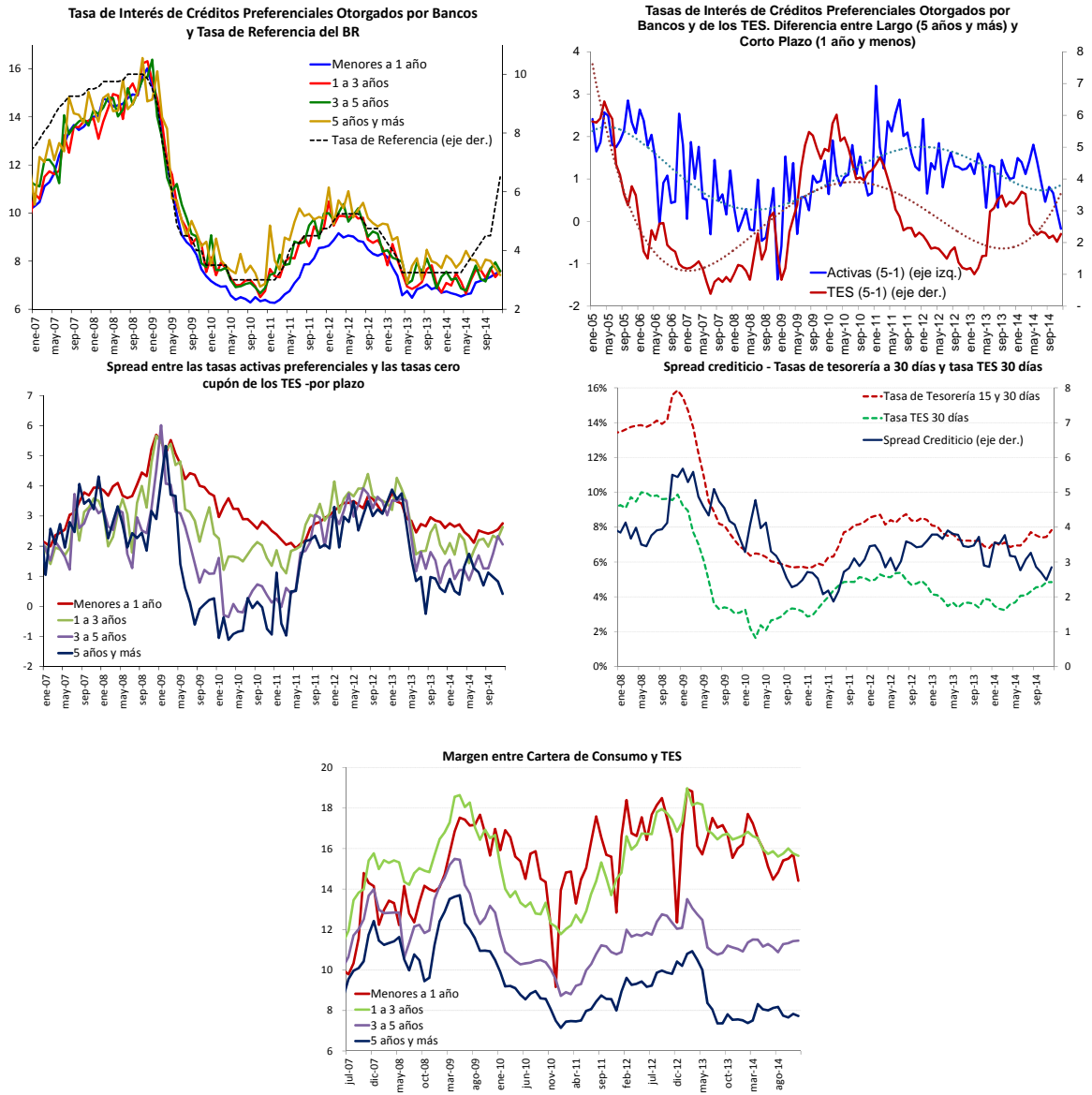
Comportamiento de la Deuda Interna y Externa, tanto en dólares como en moneda local de países de la región.

Rendimientos bonos yankees a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	4.24	3.89	4.55	2.97	3.77
Variación desde última junta BR (p.b.)	38.89	29.87	49.17	24.00	21.38
Variación desde 20 de junio de 2013 (p.b.)	44.72	5.34	52.34	-71.60	5.35
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	140.49	117.50	179.13	41.90	89.98
Variación año corrido (p.b.)	137.13	103.16	196.17	57.40	85.49
Variación año completo (p.b.)	133.76	109.50	179.02	n.d	85.39
Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	5.76	n.d	9.89	3.93	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	3.00	n.d	51.30	-9.80	n.d
Variación desde 20 de junio de 2013 (p.b.)	50.90	n.d	32.50	-177.40	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	180.80	n.d	317.30	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	191.60	n.d	468.10	n.d	n.d
Variación año completo (p.b.)	158.50	n.d	375.80	n.d	n.d
Tasa cero cupón locales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	7.58	6.03	13.52	4.57	6.66
Variación desde última junta BR (p.b.)	61.20	12.38	98.84	-2.02	36.04
Variación desde 20 de junio de 2013 (p.b.)	27.09	-6.80	125.27	-100.42	7.92
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	249.52	169.07	316.76	-80.50	195.23
Variación año corrido (p.b.)	186.60	175.89	361.16	-111.50	86.25
Variación año completo (p.b.)	83.84	98.37	296.40	-93.61	92.28

Margen Bonos locales y Bonos Globales 10 años	Colombia	Brasil	Chile
Nivel Actual (pps)	1.82	3.63	0.65
Variación desde última junta BR (p.b.)	58.20	27.89	7.78
Variación desde 20 de junio de 2013 (p.b.)	-23.81	92.77	76.98
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	68.72	-0.54	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-5.00	-106.94	n.d
Variación año completo (p.b.)	-74.66	-79.40	n.d
Margen Bonos Globales y Yankees 10 años	Colombia	Brasil	Chile
Nivel Actual (pps)	1.52	5.34	0.96
Variación desde última junta BR (p.b.)	-35.89	2.42	-36.30
Variación desde 20 de junio de 2013 (p.b.)	6.18	-19.84	-105.80
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	40.31	138.17	n.d
Variación año corrido (p.b.)	54.47	271.93	n.d
Variación año completo (p.b.)	24.74	196.78	n.d

Anexo 4

Margen entre tasas activas y tasa de TES



Anexo 5

Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de EE.UU. (0,0%-0,25%), la Zona Euro (0,05%)⁶⁶, Inglaterra (0,5%), Canadá (1,0%) Nueva Zelanda (3,5%) y Australia (2,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas, en línea con las expectativas de los analistas. Adicionalmente, el Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterado el monto de su programa de compra de activos en £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012). Por otra parte, el Banco Central de Suiza recortó su tasa de interés objetivo a -0,25% (ant: 0%).

- EE.UU.:

El 17 de diciembre la Fed mantuvo inalterada su tasa de interés objetivo entre 0% y 0,25%, en línea con las expectativas del mercado, señalando que la economía continúa expandiéndose a un ritmo moderado y que las condiciones del mercado laboral mejoraron, con sólidos datos de contratación y una tasa baja de desempleo. Por otra parte, el organismo señaló que el gasto de los hogares ha aumentado moderadamente y que la inversión privada en capital fijo ha avanzado, mientras que la recuperación en el sector hipotecario continúa siendo lenta. Adicionalmente, indicó que la inflación se ha mantenido por debajo del objetivo de largo plazo (2,0%) reflejando la caída de los precios de energía. No obstante, las expectativas de inflación de largo plazo permanecen estables.

En el comunicado también se indicó que en aras de determinar cuánto tiempo se debe mantener el rango actual de la tasa de interés, el FOMC evaluará la evolución de la economía y sus expectativas hacia sus objetivos de máximo empleo e inflación de 2,0% para el largo plazo. Para lo anterior, se tendrá en cuenta una amplia gama de información como medidas de las condiciones del mercado laboral, indicadores de presiones inflacionarias y expectativas, y lecturas sobre la evolución del sistema financiero. No obstante, se aclaró que dadas las condiciones actuales el organismo podrá ser paciente en cuanto al momento en que iniciará la normalización de su política monetaria, y que esto es consistente con declaraciones previas donde se indicó que este nivel era apropiado durante un tiempo considerable luego de finalizar su programa de compra de activos, especialmente si la inflación proyectada continuaba evolucionando por debajo del 2% y siempre y cuando las expectativas de inflación de largo plazo permanecieran bien ancladas.

Sin embargo, agregó que si la información entrante indica un avance más rápido de la economía hacia los objetivos del FOMC, la normalización podría iniciar antes de lo esperado; y si por el contrario el progreso resulta más lento de lo esperado, es probable que la normalización se produzca más adelante de lo que actualmente se prevé.

- Europa:

En su reunión el 4 de diciembre, el BCE señaló que, con el objetivo de determinar si se requieren mayores estímulos monetarios a través de instrumentos no convencionales, a inicios del próximo año evaluará los avances de las medidas de estímulo monetario, la expansión de su balance y las perspectivas para la estabilidad de precios y su evolución. Con lo anterior, también estudiará los efectos que podría tener la caída del precio del petróleo en la evolución de la inflación del bloque. Adicionalmente, el organismo recortó sus proyecciones económicas, de tal manera que la inflación

⁶⁶ Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito también se mantuvieron inalteradas en 0,3% y -0,2%, respectivamente.

para 2014 sería de 0,5%, 0,7% para 2015 y 1,3% para 2016, y su estimación para la producción económica en la zona euro se ubicó en 0,8% para 2014, 1,0% para 2015 y 1,5% para 2016⁶⁷.

Países Emergentes

- Asia, Europa y África

Los bancos centrales de Indonesia, India, Polonia, Corea del Sur y Tailandia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 7,75%⁶⁸, 8,0%, 2,0%⁶⁹, 2,0% y 2,0%, respectivamente, en línea con lo esperado.

Por su parte, el 11 de diciembre el Banco Central de Rusia decidió incrementar su tasa de política 100 p.b. a 10,5%, lo cual era esperado por el mercado. Posteriormente, el 16 de diciembre anunció un nuevo incremento a 17,0% con el objetivo de frenar la depreciación del rubro y combatir los riesgos inflacionarios. Además, tomo otras medidas entre las que se destaca el aumento de la cantidad máxima de adjudicación para subastas de préstamos de divisas con pacto de recompra (*FX REPOS*) a 28 días de USD\$1,5 a USD\$5,0 billones, y el anuncio de que llevaría a cabo subastas semanales de *FX REPOS* a 12 meses.

- Latinoamérica

En la región, los bancos centrales de Chile, Perú y México mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 3,0%, 3,5% y 3,0%, respectivamente, lo cual era esperado por los mercados. Adicionalmente, el Banco Central de Perú continuó con los recortes de su tasa de encaje en soles de 10,0% a 9,5%, buscando sostener el dinamismo del crédito. Por su parte, el 3 de diciembre el Banco Central de Brasil decidió incrementar su tasa de política monetaria 50 p.b. a 11,75%, lo cual era esperado por el mercado.

• Perú:

El 11 de diciembre, el Banco Central de Perú (BCP) mencionó en el comunicado que acompañó su decisión de mantener inalterada su tasa de interés de referencia que *“el nivel de tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación que converge a 2,0% en el 2015 y toma en cuenta que: i) las proyecciones de actividad económica continúan mostrando un nivel debajo de su potencial; ii) las expectativas de inflación permanecen ancladas dentro del rango meta; iii) los indicadores internacionales recientes muestran señales mixtas de recuperación de la economía mundial, así como una mayor volatilidad en los mercados financieros y de cambios; y iv) los menores precios internacionales del petróleo se han comenzado a trasladar gradualmente al mercado interno.”*. En cuanto al crecimiento, se señaló que *“los indicadores más recientes de la actividad productiva continúan mostrando tasas de crecimiento del PBI menores a su potencial para el presente año.”* Finalmente, el organismo indicó que permanecerá atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, medidas adicionales de flexibilización.

⁶⁷ En septiembre, el organismo había proyectado una inflación de 0,6% para este año, 1,1% para 2015 y 1,4% para 2016. Además, estimó que el crecimiento de la producción económica en la zona euro para 2014 sería de 0,9%, 1,6% para 2015 y 1,9% para 2016.

⁶⁸ Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito también se mantuvieron inalteradas en 8,0% y 5,75%, respectivamente.

⁶⁹ Asimismo, mantuvo inalteradas su tasa lombarda en 3,0%, su tasa de redescuento en 2,25% y la tasa de depósitos en 1,0%.

- **Chile:**

En su reunión de política monetaria llevada a cabo el día 11 de diciembre, el Banco Central de Chile (BCC) mencionó que *“los antecedentes recientes reafirman las perspectivas de buen desempeño económico en Estados Unidos y de menor crecimiento y baja inflación en la Eurozona y Japón, fenómeno que ha acentuado las diferencias esperadas en la política monetaria de dichos países. Las proyecciones de crecimiento para Asia emergente disminuyen levemente, mientras que en América Latina confirman la debilidad de parte importante de la región. El precio de las materias primas retrocedió, destacando la baja significativa en el precio del petróleo. La cotización del cobre mostró un descenso más acotado.”*

En el plano local, el organismo indicó que *“Los antecedentes de la actividad, la demanda y el empleo siguen dando cuenta del bajo dinamismo de la economía chilena. Las condiciones de financiamiento local reflejan el impacto del estímulo monetario. La inflación anual descendió, aunque se mantiene sobre 5% y los indicadores subyacentes crecen más de 4%. En el escenario más probable, la inflación se mantendrá algunos meses por sobre el límite superior del rango de tolerancia.”*, y que *“las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno a 3%”*. 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.

- **México:**

En su reunión de política monetaria llevada a cabo el día 5 de diciembre, el Banco Central de México señaló que *“La economía mundial continúa mostrando un comportamiento débil aunque diferenciado entre los principales países. En contraste, en Estados Unidos la actividad económica ha venido consolidando su recuperación, aun cuando la desaceleración de otras economías podría moderar su dinamismo. A pesar de ello, la inflación y sus expectativas han disminuido ligeramente como reflejo de reducciones en los precios de los energéticos y de que hasta ahora no ha habido presiones al alza sobre los salarios. En este entorno, la Reserva Federal ha reiterado sus planes para continuar normalizando su postura de política monetaria, enfatizando que el momento específico en el que incrementará su tasa de interés de referencia y el ritmo de aumentos subsecuentes dependerán de la evolución de la economía. La producción en la zona del euro y en Japón ha mostrado un menor dinamismo, con lo cual se espera que sus bancos centrales relajen aún más su política monetaria. En el caso de las economías emergentes, la disminución en los precios de las materias primas, incluyendo al petróleo, ha exacerbado la desaceleración que recientemente se ha observado en varias de ellas. En suma, el balance de riesgos para el crecimiento de la economía mundial ha seguido deteriorándose. Se prevé que ante el débil crecimiento de la economía mundial, la caída en los precios de las mercancías básicas y los bajos niveles de inflación, la postura monetaria en la gran mayoría de las economías avanzadas y de algunas emergentes continuará siendo acomodaticia en los siguientes trimestres.”*

Por otra parte, el organismo señaló que durante el periodo *“se registró una depreciación generalizada de las monedas de economías tanto emergentes como avanzadas frente al dólar estadounidense, incluyendo al peso mexicano. Esto obedeció, principalmente, a la expectativa de una política monetaria más restrictiva en Estados Unidos, así como a la desaceleración de la economía mundial y la consecuente caída en los términos de intercambio de múltiples países. En el caso de México, hasta el momento estos movimientos se han dado de manera ordenada, con niveles de operación y liquidez adecuados. La depreciación de la mayoría de las divisas de países emergentes aún no se ha reflejado en mayores niveles de sus tasas de interés de mercado. Sin*

embargo, teniendo en consideración los elementos señalados, no puede descartarse que en el futuro se intensifique la volatilidad en los mercados financieros internacionales.”

En el plano local, se indicó que “la actividad económica en México registró una moderación en su ritmo de crecimiento durante el tercer trimestre. Si bien las exportaciones han continuado evolucionando de manera favorable y la inversión privada ha mostrado signos de recuperación, el consumo privado sigue sin registrar señales claras de reactivación y los efectos del gasto público sobre la actividad económica no se han manifestado plenamente. Como reflejo de lo anterior, todavía persisten condiciones de holgura en el mercado laboral y en la economía en general, por lo que no se anticipan presiones generalizadas sobre la inflación provenientes de la demanda agregada.”

Finalmente, el organismo proyecta que la inflación cierre este año alrededor de 4,0%, y que converja a la meta de largo plazo de 3% a mediados del 2015, lo cual tiene su explicación en parte por *“el desvanecimiento del efecto de las modificaciones fiscales que entraron en vigor al inicio de 2014, la eliminación de los cobros por larga distancia telefónica nacional y el menor incremento previsto en los precios de las gasolinas a partir de 2015.”* Lo anterior, junto con la depreciación sostenida del peso mexicano, indica que los riesgos para la inflación en este país se incrementaron.

Anexo 6

Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.

Diciembre de 2014

*Cuadro A6.1
Encuesta de expectativas de Bloomberg*

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG

Actualizada el 12 de Diciembre

	Economista	Empresa	Estimación	Fecha
1	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	4.50%	12-Dec-2014
2	Orlando Santiago Jacome	Fenix Valor	4.50%	05-Dec-2014
3	Oscar Manco Lopez	Trust Investment SAS	4.50%	11-Dec-2014
4	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	4.50%	05-Dec-2014
5	David Cubides	Banco Popular SA	4.50%	12-Dec-2014
6	Alejandro Arreaza	Barclays	4.50%	12-Dec-2014
7	Jose David Lopez	Asesorias e Inversiones	4.50%	12-Dec-2014
8	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	4.50%	11-Dec-2014
9	Alejandro Reyes Gonzales	Ultrabursatiles SA	4.50%	12-Dec-2014
10	Eduardo Bolanos	Positiva Compania de Seguros	4.50%	05-Dec-2014
11	Esteban Tamayo	Serfinco	4.50%	05-Dec-2014
12	Francisco Rodriguez	BofA Merrill Lynch	4.25%	12-Dec-2014
13	Rafael Neira Gonzalez	Banco Gnb Sudameris	4.50%	11-Dec-2014
14	Armando Armenta	Deutsche Bank Securities	4.50%	05-Dec-2014
15	Nader Nazmi	BNP Paribas	4.50%	11-Dec-2014
16	Pedro Tuesta	4Cast Inc	4.50%	12-Dec-2014
17	Luis Arcentales	Morgan Stanley	4.50%	05-Dec-2014
18	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	4.50%	12-Dec-2014
			Tasa	Obs.
			4.25%	1
			4.50%	17
			4.75%	0
Tasa Esperada Ponderada				4.49%

Cuadro A6.2
Resultados Encuesta de Expectativas de Citibank y ANIF
 Diciembre 2014

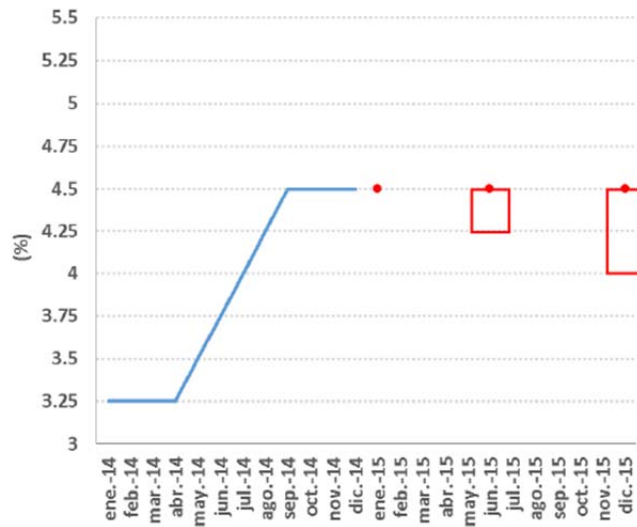
Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
ANIF	4.50%	4.50%
Alianza Valores	4.50%	4.50%
Asobancaria	4.50%	4.50%
Banco Agrario	4.50%	4.50%
Banco de Bogotá	4.50%	4.50%
Banco de Occidente	4.50%	4.50%
Banco Popular	4.50%	4.50%
Bancolombia	4.50%	4.50%
BBVA	4.50%	4.50%
BNP Paribas	4.50%	4.50%
BTG Pactual	4.50%	4.50%
Camacol	4.50%	4.50%
Casa de Bolsa	4.50%	4.50%
Cede	4.50%	4.50%
Citibank	4.50%	4.50%
Corficolombiana	4.50%	4.50%
Corpbanca	4.50%	4.50%
Corredores Asociados	4.50%	4.50%
Credicorp Capital	4.50%	4.50%
Credit Suisse	4.50%	4.50%
Davienda	4.50%	4.50%
Fedesarrollo	4.50%	4.50%
Fiduprevisora	4.50%	4.50%
JPMorgan	4.50%	4.50%
Nomura	4.50%	4.50%
Old Mutual	4.50%	4.50%
Profesionales de Bolsa	4.50%	4.50%
Protección	4.50%	4.50%
Serfinco	4.50%	4.50%
Ultrabursátiles	4.50%	4.50%
Promedio	4.50%	4.50%
Mediana	4.50%	4.50%
STDV	0.00%	0.00%
Máximo	4.50%	4.50%
Mínimo	4.50%	4.50%

Cuánto debería ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.75%	0%	0
4.50%	100%	30
4.25%	0%	0
Total	100%	30

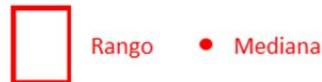
Cuánto va a ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.75%	0%	0
4.50%	100%	30
4.25%	0%	0
Total	100%	30

Cuadro A6.3

Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y BVC
Diciembre 2014



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.



Anexo 7

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

TPM	dic/14	ene/15	feb/15	mar/15	abr/15	may/15	jun/15	jul/15	ago/15	sep/15	oct/15	nov/15
5.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	19%
5.00%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	0%	0%	1%	0%	11%	19%
4.75%	0%	0%	0%	0%	17%	52%	32%	7%	12%	14%	30%	19%
4.50%	100%	100%	77%	96%	83%	41%	67%	77%	21%	55%	31%	18%
4.25%	0%	0%	22%	4%	0%	0%	0%	17%	50%	27%	24%	12%
4.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	16%	4%	4%	12%
3.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
3.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

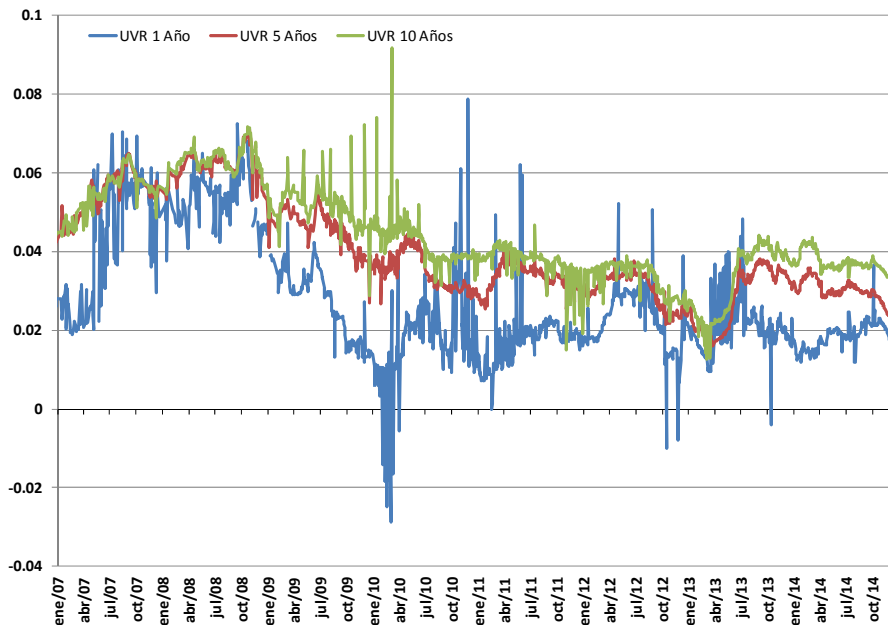
TPM	nov/14	dic/14	ene/15	feb/15	mar/15	abr/15	may/15	jun/15	jul/15	ago/15	sep/15	oct/15
5.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	0%	3%	22%
4.75%	0%	0%	9%	8%	0%	25%	9%	7%	14%	15%	25%	20%
4.50%	100%	100%	91%	92%	100%	65%	85%	76%	36%	48%	37%	19%
4.25%	0%	0%	0%	0%	0%	8%	6%	18%	32%	34%	32%	18%
4.00%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	14%	2%	2%	16%
3.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%

Anexo 8

Evolución de las Curvas de TES UVR - Nelson y Siegel

Gráfico A8.1

Curva Cero Cupón de TES en UVR a 1, 5 y 10 años

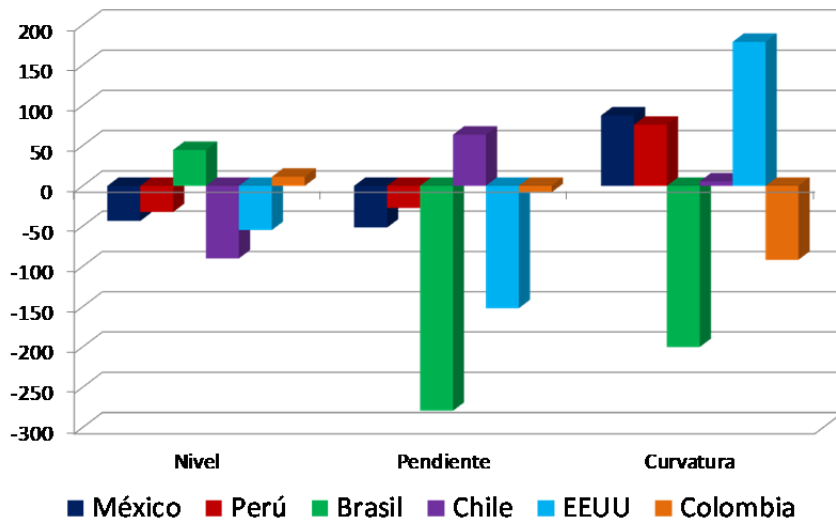


Anexo 9

Nivel, pendiente y Curvatura

Gráfico A9.1

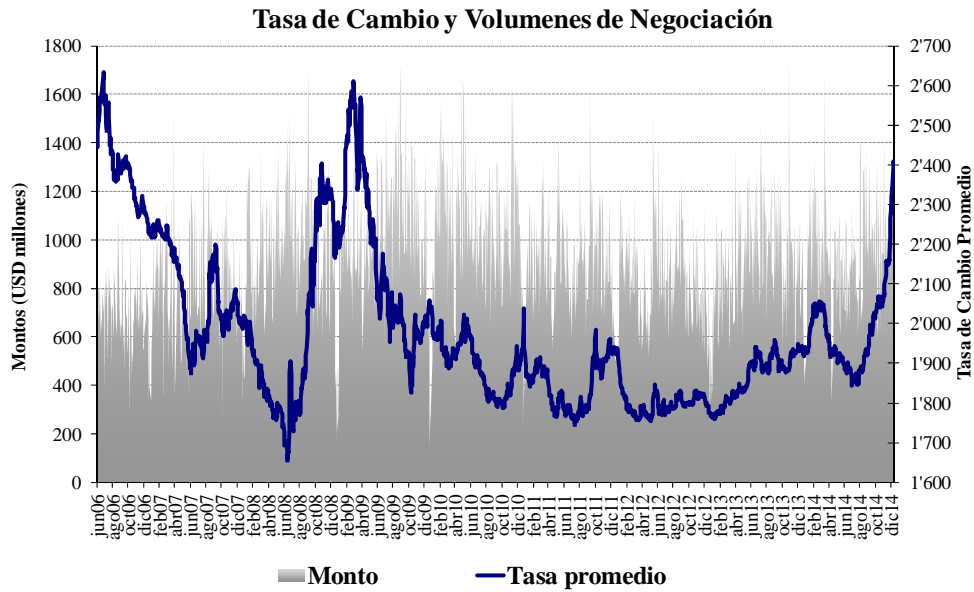
Nivel, Pendiente y Curvatura
26 de noviembre a 17 de diciembre



Anexo 10

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

Gráfico A11



Anexo 11

