



VERSIÓN PÚBLICA

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

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



VERSIÓN PÚBLICA

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

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

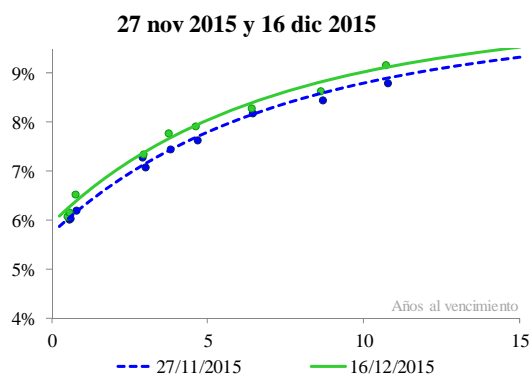
Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales
Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

1. Evolución del mercado de deuda pública

27 de noviembre al 16 de diciembre 2015

En Colombia, al comparar los datos entre el 27 de noviembre y el 16 de diciembre de 2015, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 23 p.b, 25 p.b. y 23 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente permaneció igual. 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 +32% a +51%¹. La correlación a 30 días pasó de +12% a -3% (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
23	25	23

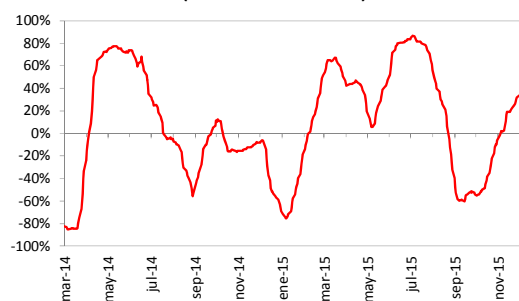
Cifras en puntos básicos

Nivel	Pendiente	Curvatura
23	0	4

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

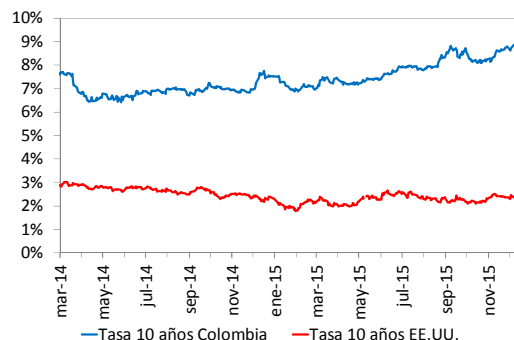
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.* Las Curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel. Se incluyen TCO en la estimación de la curva.

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



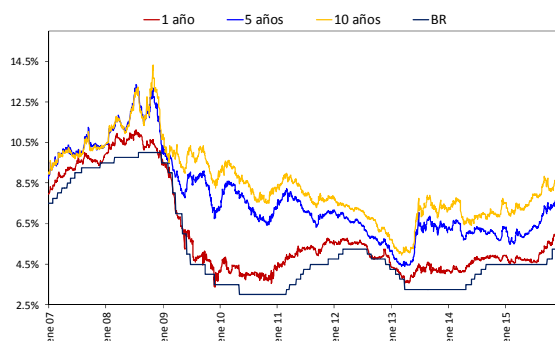
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.
*Ventana móvil 60 días.

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



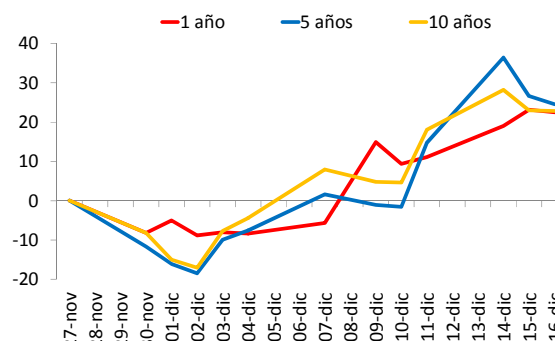
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

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



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

Gráfico 5: Variación (p.b.) tasas cero cupón desde el 27 de noviembre



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

¹ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 73%.

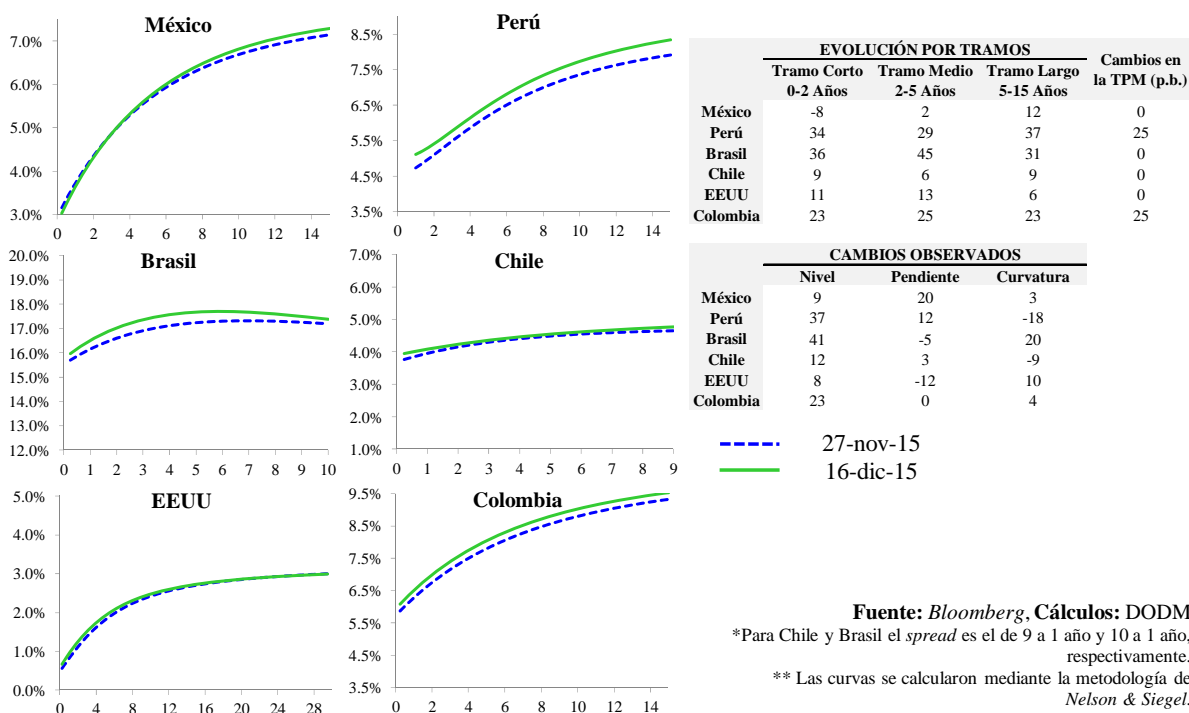
En este mismo período (27 de noviembre a 16 de diciembre de 2015) los bonos de EE.UU. y de otros países de la región presentaron desvalorizaciones.

Los bonos del Tesoro de EE.UU. presentaron un comportamiento volátil en respuesta a la publicación de datos que afectaron las expectativas en torno al ritmo de normalización de la política monetaria de la Fed. En particular se destaca el dato del sector manufacturero que corresponde al mínimo desde junio del 2009, los datos favorables del mercado laboral, y las declaraciones de Yellen indicando que las mejores perspectivas económicas del país soportarían la decisión de incrementar las tasas en la reunión de diciembre, y que retrasar el primer aumento haría que el ajuste en las tasas fuese más rápido, lo que generaría riesgos en los mercados financieros y podría llevar a una recesión económica. Desde el 4 de diciembre los *treasuries* se han valorizado ante las expectativas de deflación por la disminución del precio del petróleo y la apreciación del dólar, así como las preocupaciones en torno al débil crecimiento a nivel global y el estímulo menor al esperado por parte del BCE.

En cuanto a los países de la región, en general, los primeros días de diciembre la mayoría de los bonos de mediano y corto plazo se valorizaron luego de conocerse el débil dato de manufactura en EE.UU. Sin embargo, esta tendencia cambió y los bonos se desvalorizaron ante la mayor percepción de riesgo así como la disminución de los precios de los *commodities*. La excepción a las desvalorizaciones fue el tramo corto de México, lo que parece obedecer a un dato de inflación menor al esperado para el mes de noviembre.

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

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

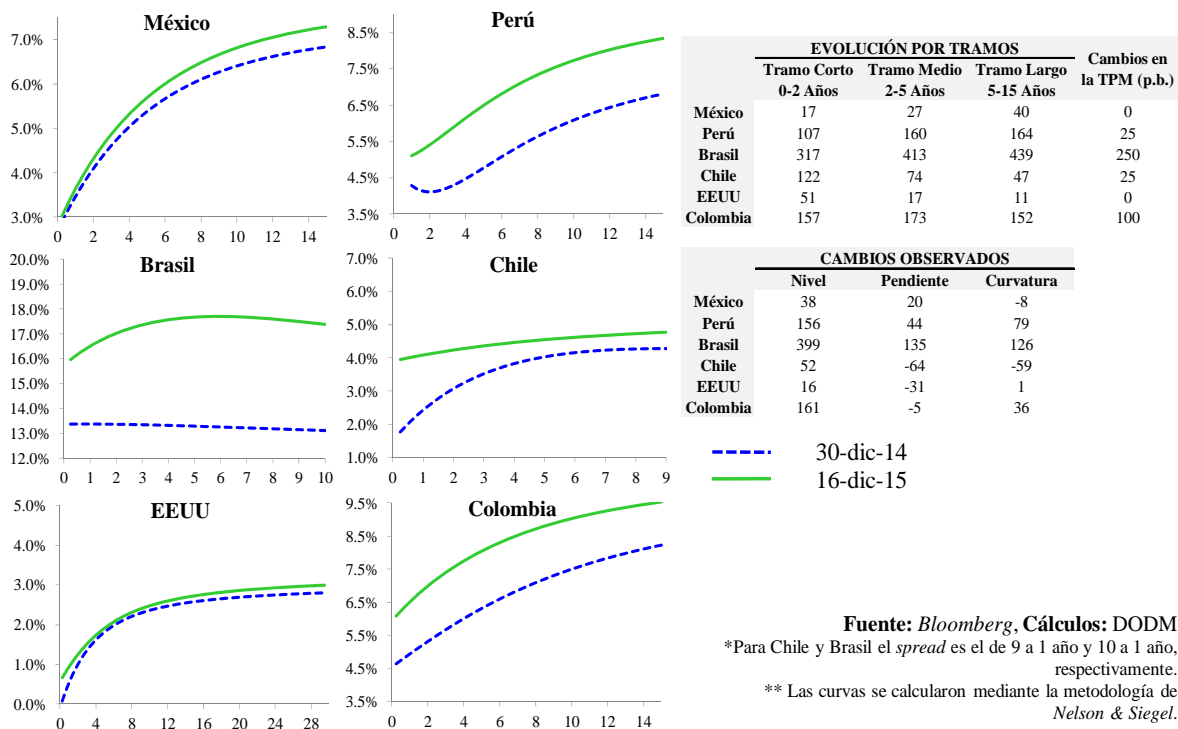


Comportamiento de las curvas cero cupón de EE.UU, Colombia y otros países de la región en lo corrido de 2015:

En lo corrido del año los bonos de la región se han desvalorizado. Aunque en general hubo valorizaciones en enero, se observaron desvalorizaciones entre febrero y diciembre² (Gráfico 7). Los países cuyos bonos se han desvalorizado en mayor medida son los de Brasil, seguidos por los de Colombia, y los de mediano y largo plazo de Perú. En el caso de Brasil, los movimientos del tramo corto obedecen en parte al incremento de 250 p.b. de la tasa de referencia, y los tramos mediano y largo están relacionados con una mayor prima de riesgo ante las perspectivas de crecimiento negativo y más recientemente con los recortes de su calificación y la pérdida de grado de inversión³. En el caso de Colombia, el tramo corto ha aumentado principalmente por los cambios en la tasa de política, y los tramos mediano y largo además de los factores internacionales relacionados con la normalización de la política monetaria de la Fed, por las preocupaciones a nivel fiscal ante la disminución del precio del petróleo y las mayores expectativas de inflación. En el caso de Perú, algunas medidas implementadas por el banco central han limitado la capacidad de los bancos para ofrecer cobertura cambiaria a los inversionistas extranjeros, lo que parece haber desincentivado la compra de títulos por parte de estos agentes.

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

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



Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** DODM

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

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

² Las valorizaciones de enero están asociadas a la continuidad de la amplia liquidez a nivel mundial. Por su parte, las desvalorizaciones desde febrero están relacionadas con un nuevo ajuste en las expectativas con respecto a la normalización de la política monetaria de la Fed.

³ Las calificaciones de *Moody's*, *Standard and Poor's* y *Fitch Ratings* son Baa3, BB+ y BB+, respectivamente.

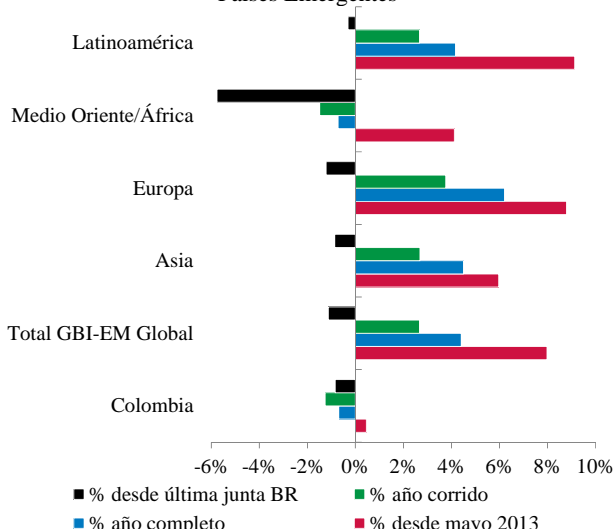
Comportamiento de la deuda en moneda local de países emergentes:

En el Gráfico 8 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes⁴ (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, desde mayo de 2013, en lo corrido de 2015 y desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Desde la última reunión de la JDBR se desvalorizaron los índices regionales, particularmente el de Medio Oriente y África (-5,8%). El índice para Colombia disminuyó 0,8%. El comportamiento de los índices regionales desde la última reunión de la JDBR puede estar relacionado con el incremento de la percepción de riesgo hacia economías emergentes y la caída en los precios de los *commodities*.

Por su parte, el IIF estimó salidas netas de capital de economías emergentes en noviembre por US\$3,49 billones, contrastando con las entradas registradas en octubre⁵. En particular, para los mercados de renta fija y renta variable estimó salidas netas por US\$0,57 billones⁶ y US\$2,92 billones⁷, respectivamente. No obstante, para los mercados de deuda en Latinoamérica estimó entradas netas por US\$3,82 billones (Gráfico 9).

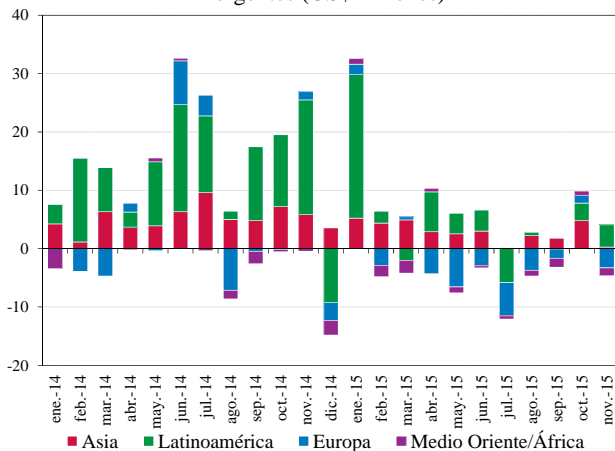
Gráfico 8: Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

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

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



Fuente: IIF.

⁴ El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

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

⁶ Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$0,27 billones, Latinoamérica US\$3,82 billones, Europa -US\$3,30 billones y Medio Oriente/África -US\$1,36 billones.

⁷ Distribuidos de la siguiente manera: Asia -US\$2,65 billones, Latinoamérica US\$1,03 billones, Europa -US\$0,57 billones y Medio Oriente/África -US\$0,73 billones.

Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 27 de noviembre y el 16 de diciembre de 2015:

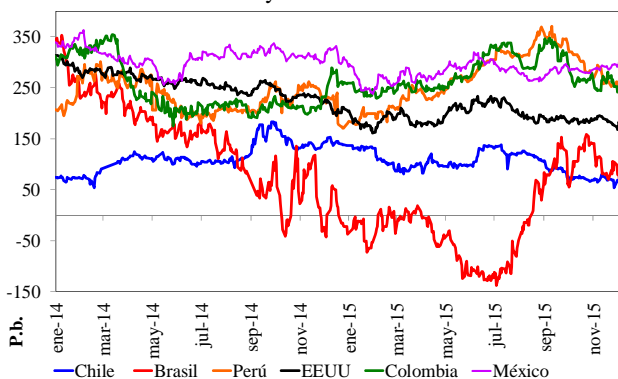
El *Gráfico 10* ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia permaneció estable en 252 p.b. de tal manera que es inferior a la de México (302 p.b.), y superior a las de Perú, Chile y Brasil.

En el *Gráfico 11* puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) se ubica en niveles cercanos a 4%, al tiempo que la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en -6%. Lo anterior indicaría que los movimientos de las pendientes de las curvas de la región obedecen a factores particulares de cada país. Sin embargo, al observar el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo se encuentra que esta aumentó de 6% a 50%⁸.

Después de la última reunión de la JDBR los TES continuaron la tendencia de desvalorización que han presentado en los últimos meses. No obstante, hasta el 2 de diciembre los TES se valorizaron ante la decisión de la JDBR de incrementar la tasa de referencia en una magnitud inferior a la esperada por varios agentes del mercado⁹. Este movimiento fue reforzado luego de conocerse datos del sector manufacturero de EE.UU. que temporalmente generaron incertidumbre respecto a los incrementos de la tasa de referencia por parte de la Fed.

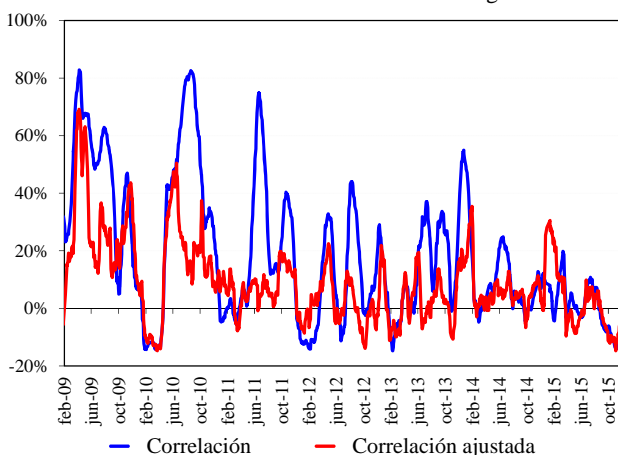
Posteriormente, los TES se desvalorizaron y diluyeron las valorizaciones previas ante una disminución pronunciada del precio del petróleo y datos favorables del mercado laboral estadounidense que reafirmaron las expectativas de un mayor ritmo de incrementos de la tasa de referencia por parte de la Fed. Adicionalmente, el anuncio de un estímulo monetario del Banco Central Europeo inferior al esperado aumentó los temores con respecto al crecimiento de Europa y

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



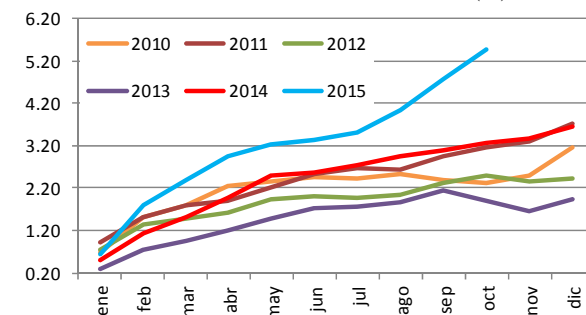
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República. *Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

Gráfico 11: Correlación Pendientes Región



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

Gráfico 12: Inflación Año Corrido (%)



Fuente: Dane.

⁸ Correlaciones calculadas entre el 27 de noviembre y el 15 de diciembre de 2015. La más alta corresponde a la correlación entre Colombia y México (88%) y la más baja a la calculada entre Chile y Brasil (-27%).

⁹ Luego de conocerse la decisión de la JDBR las tasas de los TES disminuyeron 8 p.b. en el plazo corto lo que refleja que la decisión sorprendió a algunos agentes del mercado que esperaban un aumento de 50 p.b.

su impacto sobre la economía global. El tramo corto de la curva puede estar influenciado por expectativas de mayores incrementos de la tasa de referencia en los próximos meses.

A continuación se describen algunos eventos relevantes para el mercado.

El Dane publicó el 5 de diciembre que la variación del índice de precios de noviembre había sido 0,60%, dato superior al esperado por el mercado (*Bloomberg*: 0,50%, encuesta del Banco de la República-BR: 0,39%) y superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2014. La variación anual fue 6,39%¹⁰. En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación las tasas de los TES aumentaron 3 p.b, 8 p.b. y 12 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

En la encuesta realizada a comienzos de diciembre por el BR¹¹ se observó que la inflación esperada para diciembre de 2015 en promedio pasó de 6,24% en noviembre a 6,67%. Para diciembre de 2016 las expectativas pasaron de 4,30% en noviembre a 4,63% en diciembre, y la inflación esperada a dos años (diciembre de 2017) se ubica en 3,83%¹².

En la encuesta de Citibank el dato esperado de inflación para diciembre del 2015 pasó de 6,35% a 6,72%. Por su parte, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), las expectativas promedio de inflación para 2015 se ubicaron en 6,36% (ant: 6,17%).

El 10 de diciembre se conoció que en el 3T15 Colombia creció en términos anuales 3,2%, dato inferior al esperado según *Bloomberg* (3,3%). El 16 de diciembre se publicaron los datos de crecimiento de la producción industrial y las ventas al por menor en el mes de octubre, los cuales resultaron inferiores a los esperados. Las ventas al por menor crecieron 0,1% (esp: 1,7%) y la producción industrial 1,3% (esp: 1,5%).

El 15 de diciembre la agencia calificadora de riesgos *Fitch Ratings* ratificó la calificación de largo plazo en moneda extranjera y local de la deuda colombiana en BBB y BBB+ respectivamente, con perspectiva estable.

Con respecto al Gobierno se destacan tres hechos importantes. En primer lugar, el Banco de Desarrollo de Alemania otorgó créditos por US\$160 millones para financiar el presupuesto del año 2015¹³. En segundo lugar, la plenaria de la Cámara de Representantes aprobó el proyecto de ley para ampliar el cupo de endeudamiento de la Nación que permitirá celebrar operaciones de crédito público interno y externo adicionales por US\$13.000 millones y otorgar garantías por US\$4500 millones. En tercer lugar, el Gobierno anunció la emisión de hasta \$31.042 miles de millones de TES de largo plazo para financiar apropiaciones del presupuesto del año 2016 y de \$13 billones de TES de corto plazo para financiar operaciones temporales de tesorería¹⁴.

¹⁰ Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2014 (3,65%).

¹¹ Realizada entre el 7 y el 9 de diciembre.

¹² En la encuesta anterior la inflación esperada para noviembre de 2017 era 3,55%.

¹³ Boletín 151 de Minhacienda (2 de diciembre). Los recursos hacen parte de dos líneas de crédito, cada una de tres fases. El primer crédito (US\$80 millones), corresponde a la fase 2 de la línea de crédito asociada al cumplimiento de acciones en materia de construcción de paz. La fase 1 (US\$100 millones) fue suscrita y desembolsada en 2014, y la fase 3 (cerca de US\$80 millones) está programada para firmar y desembolsar en el 2016. El segundo crédito (US\$80 millones), corresponde a la fase 1 de la línea de crédito relacionada con la ejecución de políticas de desarrollo sostenible. Las fases 2 (aprox. US\$ 80 millones) y 3 (aprox. US\$ 100 millones) están programadas para firmarse y desembolsarse en el 2016 y 2017, respectivamente.

¹⁴ Decreto 2389 del 11 de diciembre del 2015. Los cupos autorizados en 2015 son \$34.477 mm para TES de largo plazo y \$10.000 mm para TES de corto plazo.

El Cuadro 1 presenta, segmentando por duración de los títulos, los compradores y vendedores de TES desde la última reunión de la JDBR (27 de noviembre de 2015), desde el 19 de marzo de 2014, día en el que se anunció el cambio en la ponderación de los bonos colombianos en el índice *GBI-Global Diversified* de JP Morgan, y en lo corrido de 2015.

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

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2015	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	(7961099)	(15427568)	(1657781)	5654972	(11430377)	521912	389794	(1042495)	(130790)
Compañía de Financiamiento Comercial	(23957)	(32407)	10407	500	(21500)	-	3000	-	3000
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	1823274	(962793)	(227380)	1329393	139220	65034	(179642)	2'802	(111'806)
Total EC	(6'161'782)	(16'422'767)	(1'874'755)	6'984'865	(11'312'658)	586'946	213'152	(1'039'694)	(239'596)
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(11'320)	(77'230)	62'000	(26'000)	(41'230)	-	2'000	6'000	8'000
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	233'762	(3'847'632)	2'879'495	804'102	(164'034)	37'820	(430'575)	555'870	163'115
	<i>Pasivos Pensionales</i>	144'927	(2'536'279)	2'738'307	426'634	628'662	35'820	(383'575)	447'370
Fondos de Pensiones - Prima Media	(12'500)	(67'650)	-	(2'000)	(69'650)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	209'942	(3'992'512)	2'941'495	776'102	(274'914)	37'820	(428'575)	561'870	171'115
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	(798'343)	(419'022)	362'276	(114'077)	(170'823)	(7'500)	(17'398)	137'379	112'481
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	85'062	(734'058)	(19'631)	153'373	(600'317)	39'031	23'615	62'601	125'247
	<i>Extranjeros</i>	18'314	(7'937)	17'500	24'630	-	-	-	-
	<i>FIC</i>	(8'807)	(34'938)	(11'000)	64'000	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(713'281)	(1'153'080)	342'644	39'296	(771'140)	31'531	6'217	199'980	237'728
Sociedades Fiduciarias Propia	18'415	(367'111)	107'550	330'414	70'853	4'000	(1'000)	8'000	11'000
Sociedades Fiduciarias Terceros	6'607'171	(6'147'336)	1'996'295	25'116'614	20'965'572	51'703	146'913	380'344	578'960
	<i>Extranjeros***</i>	7'167'673	220'755	2'496'934	21'336'264	32'6818	136'860	486'044	949'722
	<i>FIC</i>	(836'802)	(634'710)	30'000	26'500	(172'200)	22'750	(5'500)	(154'950)
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(350'263)	(2'809'355)	(93'767)	21'01'863	(801'259)	(8'500)	(27'500)	(112'000)
Total Sociedades Fiduciarias	6'625'586	(6'514'447)	2'103'845	25'447'028	21'036'426	55'703	145'913	388'344	589'960
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	73'026	(437'940)	11'500	304'015	(122'425)	(75'000)	60'500	17'000	2'500
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	(2'500)	(5'621)	(8'000)	4'000	(9'621)	-	-	-	-
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(2'500)	(5'621)	(8'000)	4'000	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	70'526	(443'561)	3'500	308'015	(132'046)	(75'000)	60'500	17'000	2'500
Sociedades Administradoras de Inversión Propia	4'000	-	3'000	-	3'000	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión Terceros	(3'000)	(16'500)	6'500	4'000	(6'000)	-	-	-	-
	<i>FIC</i>	(3'000)	(16'500)	6'500	4'000	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	1'000	(16'500)	9'500	4'000	(3'000)	-	-	-	-
Total Entidades Financieras No bancarias	6'193'773	(12'120'100)	5'400'984	26'574'440	19'855'325	50'054	(215'945)	1'167'194	1'001'303
Total Entidades Financieras Especiales**	192'603	(1'718'962)	1'615'730	351'728	248'495	(35'000)	74'500	3'500	43'000
Total Entidades Públicas****	(3'686'143)	(4'052'541)	(3'131'559)	(249'688)	(7'433'788)	(1'288'860)	(68'682)	-	(1'357'542)
Otros*****	542'816	(3'482'276)	1'001'899	3'693'995	1'213'619	(435'903)	(1'710)	10'043	(427'570)
	<i>Extranjeros</i>	263'999	-	-	(22'622)	-	-	-	-
Total Movimiento Neto	(2'918'733)	(37'796'646)	3'012'300	37'355'339	2'570'993	(1'122'763)	1'316	141'043	(980'405)

Fuente: BR. Información actualizada al 11 de diciembre de 2015. * Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

En general, los principales agentes compradores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR han sido los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$950 mm, tramos largo y corto principalmente) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$163 mm, tramo largo), mientras que los principales vendedores han sido las entidades públicas (\$1358 mm, tramo corto)¹⁵ y otros agentes (\$428 mm, tramo corto).

Los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido otros agentes (\$499 mm, tramo largo) y los bancos comerciales (\$282 mm), mientras que los principales vendedores fueron las sociedades comisionistas de bolsa en posición propia (\$20 mm) (Anexo 2).

En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$7450 mm, de los cuales \$950 mm se hicieron desde la última reunión de la JDBR. Específicamente, desde el 27 de noviembre se observaron compras por \$327 mm¹⁶, \$137 mm¹⁷ y

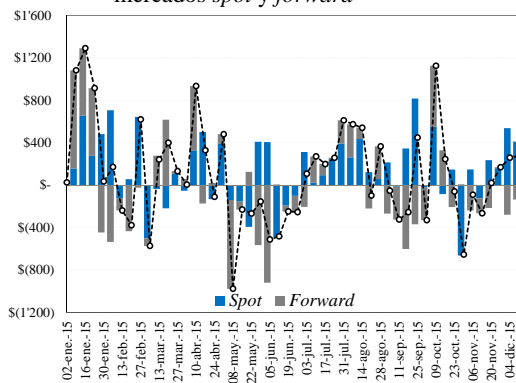
¹⁵ Este movimiento corresponde principalmente a la «redención anticipada» de los títulos con vencimiento en junio de 2016 a lo largo del periodo (en lo corrido de diciembre alcanza los \$1723 mm).

¹⁶ Corresponden a las compras del título con vencimiento en junio de 2016.

\$486 mm¹⁸ en los tramos corto, medio y largo, respectivamente¹⁹. En cuanto a títulos denominados en UVR, desde la última reunión de la JDBR estos agentes realizaron ventas netas por \$7 mm.

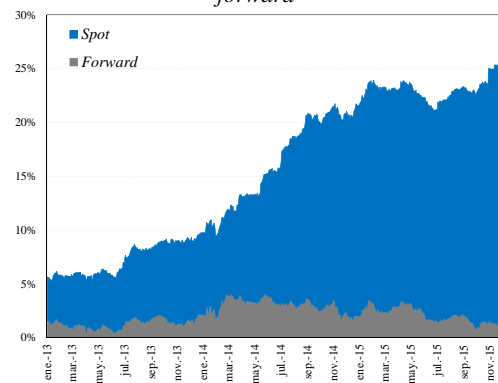
Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros mostraron un menor apetito por TES en el mercado a futuro. La posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$414 mm. Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$1644 mm el 27 de noviembre a \$1230 mm el 11 de diciembre.

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



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

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



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

Lo anterior puede observarse en los Gráficos 13 y 14 y en el Cuadro 2. El Gráfico 13 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en ambos mercados. El Gráfico 14 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en los mercados *spot* y *forward* como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro 1.1 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*. Se destaca que las ventas netas de TES a futuro del sector financiero corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

	2014			Corrido de 2015			Nov-15			Corrido de Dic-15		
	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (1'092)	\$ 13	\$ (1'080)	\$ (6'162)	\$ 1'639	\$ (4'523)	\$ (24)	\$ 638	\$ 614	\$ (627)	\$ 361	\$ (267)
Offshore	\$ 17'741	\$ (13)	\$ 17'728	\$ 7'450	\$ (1'639)	\$ 5'811	\$ 455	\$ (638)	\$ (183)	\$ 915	\$ (361)	\$ 555

Miles de millones de Pesos. Información actualizada al 11 de diciembre de 2015. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras.

¹⁷ Distribuidas de la siguiente manera: \$2 mm en el título con vencimiento en octubre de 2018, \$60 mm en el título con vencimiento en noviembre de 2018, \$2 mm en el título con vencimiento en septiembre de 2019 y \$73 mm en el título con vencimiento en julio de 2020.

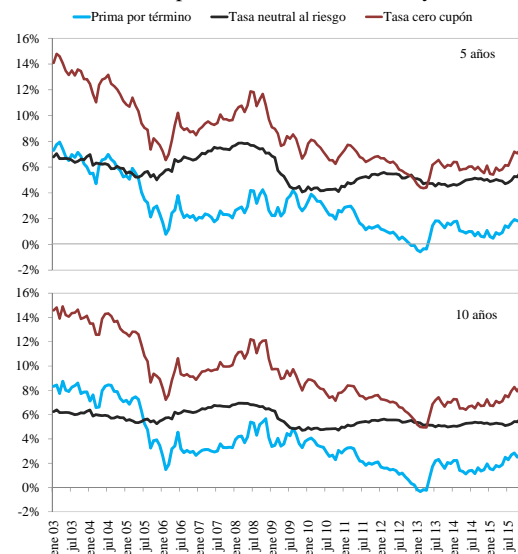
¹⁸ Distribuidas de la siguiente manera: \$51 mm en el título con vencimiento en mayo de 2022, \$285 mm en el título con vencimiento en julio de 2024, -\$6 mm en el título con vencimiento en agosto de 2026, \$48 mm en el título con vencimiento en abril de 2028 y \$108 mm en el título con vencimiento en septiembre de 2030.

¹⁹ Las compras en el tramo corto de la curva de TES en pesos coincidieron con compras netas de dólares en el mercado *forward* de divisas. Entre el 27 de noviembre y el 10 de diciembre la posición neta de operaciones de forward aumentó US\$767 millones.

Entre el 30 de noviembre y el 14 de diciembre²⁰ la prima por término para los títulos a 5 años aumentó 34 p.b, mientras que la tasa neutral al riesgo aumentó 9 p.b. En cuanto a los títulos a 10 años, la prima por término y la tasa neutral al riesgo aumentaron 29 p.b. y 4 p.b, respectivamente (Gráfico 15). El incremento en la prima está relacionado con la mayor percepción de riesgo a nivel internacional y el aumento en las primas de riesgo crediticio del país. El menor incremento en la tasa neutral respecto a los aumentos observados en meses anteriores puede obedecer a que no se espera una tasa promedio mayor para estos plazos²¹.

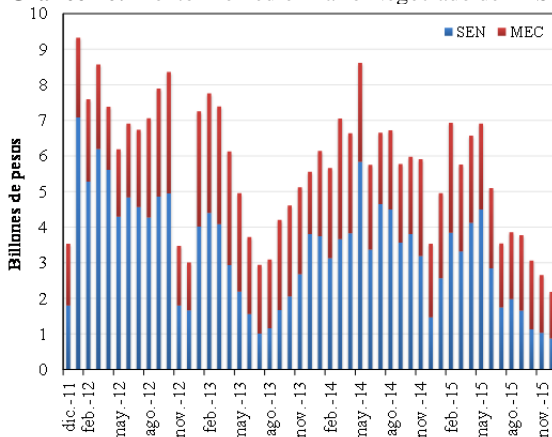
Desde la última reunión de la JDBR no ha habido vencimientos de TES ni pagos de cupones. El valor de las emisiones de bonos de largo plazo (operaciones forzosas y convenidas) ha sido \$607 mm y de TES de corto plazo \$800 mm²².

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



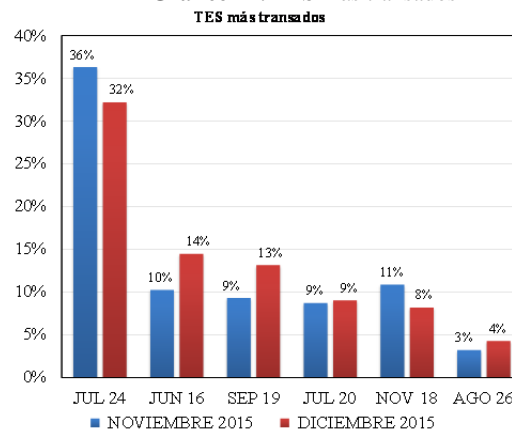
Fuente y Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 16: Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 14 de diciembre de 2014

Gráfico 17: TES más transados



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

El promedio diario de negociación disminuyó de \$5,1 billones en junio a \$3,5 billones en julio y desde entonces se ha mantenido en niveles inferiores a los \$4 billones, reflejando un menor dinamismo por incertidumbre a nivel local e internacional. En lo corrido de diciembre ha sido \$2,1 billones²³, inferior al observado en noviembre de este año (\$2,7 billones) y en diciembre del 2014 (\$3,5 billones) (Gráfico 16). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 36% a 32%, seguidos de los que vencen en junio de 2016 cuya participación pasó de 10% a 14% (Gráfico 17).

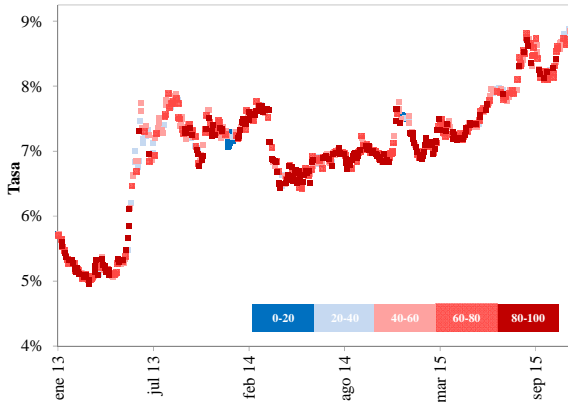
²⁰ Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2014). *Estimación de la prima por vencimiento de los TES en pesos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía.854. Banco de la República.

²¹ Entre agosto y noviembre en promedio las tasas neutras al riesgo presentaron incrementos de 21 p.b. a 5 años y 12 p.b para 10 años.

²² Con datos al 15 de diciembre. De los TES de largo plazo \$119 mm corresponden a bonos en pesos y \$488 mm a bonos denominados en UVR.

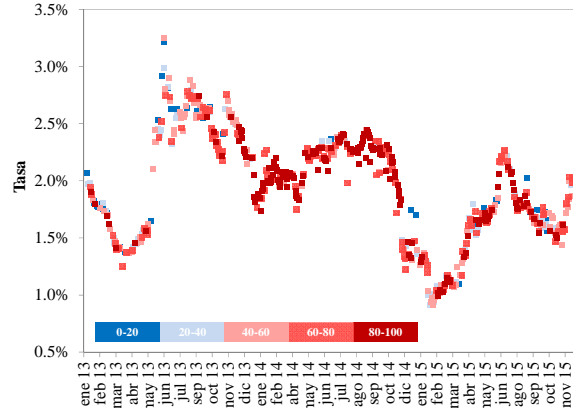
²³ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

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



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

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

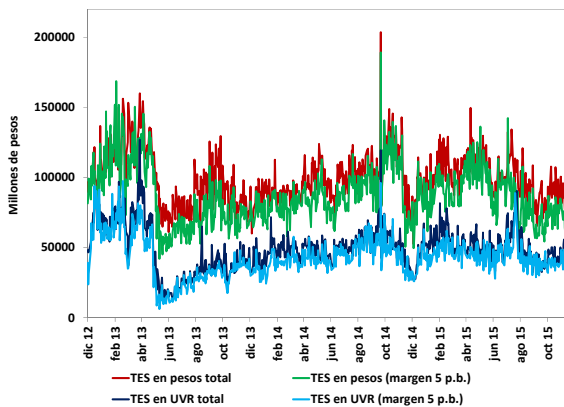


Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

En los Gráficos 18 y 19 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 2 años). Se puede observar que desde el 27 de noviembre, en promedio, los montos de negociación de los títulos en pesos han disminuido y se han ubicado en general entre los percentiles 20 y 40 (ant: 40 y 60). Por su parte, los montos negociados de los TES UVR se han mantenido en general entre los percentiles 40 y 80.

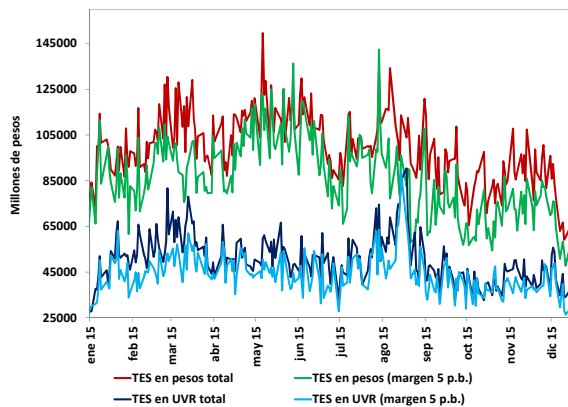
En los gráficos 20 y 21 se presenta la profundidad del mercado de TES en pesos y UVR para el total del mercado y para un margen de 5 p.b. Respecto al promedio de noviembre la profundidad del mercado de TES ha disminuido en diciembre. La profundidad del mercado de TES en pesos ha disminuido 19,4% (total) y 17,8% (margen 5 p.b.), mientras que la del mercado de TES UVR ha disminuido 2,5% (total) y 5,5% (margen 5 p.b.).

Gráfico 20: Profundidad del mercado de TES* desde diciembre de 2012



Fuente y Cálculos: Banco de la República.* Las medidas de profundidad corresponden al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de los TES en pesos y UVR, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total del mercado y las mejores posturas (en tasa) dentro de un rango de +/- 5 p.b.

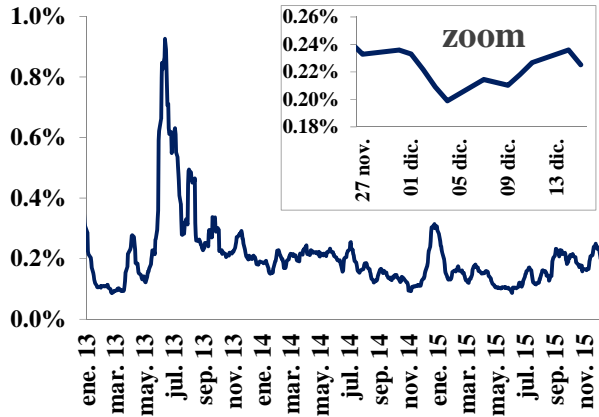
Gráfico 21: Profundidad del mercado de TES* desde enero de 2015



Fuente y Cálculos: Banco de la República.* Las medidas de profundidad corresponden al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de los TES en pesos y UVR, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total del mercado y las mejores posturas (en tasa) dentro de un rango de +/- 5 p.b.

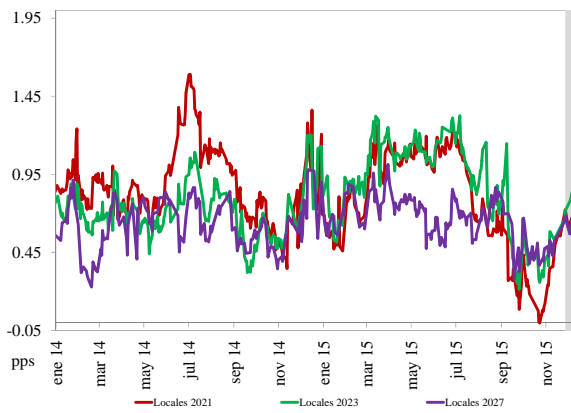
En cuanto al *bid-ask spread* de los TES en pesos (promedio ponderado²⁴), su promedio móvil de 10 días disminuyó de 0,233% el 27 de noviembre a 0,225% el 15 de diciembre. Durante este mismo periodo su promedio se ubicó en 0,222% (Gráfico 22 y Anexo 3).

Gráfico 22: Bid-Ask Spread*



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

Gráfico 23: Márgenes entre TES locales en pesos y TES globales en pesos*

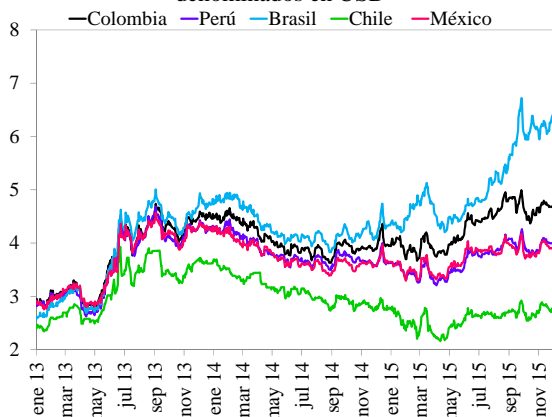


Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.* Los márgenes se calculan con títulos de las dos clases cuyos vencimientos son similares.

En el Gráfico 23 se muestra la evolución de los márgenes entre las tasas de los TES locales y los TES globales en pesos. Respecto al 27 de noviembre, el margen aumentó para los vencimientos a 2023 y 2027, comportamiento que se explica principalmente por mayores desvalorizaciones de los TES locales. Para el caso del *spread* de 2021 este se mantuvo estable.

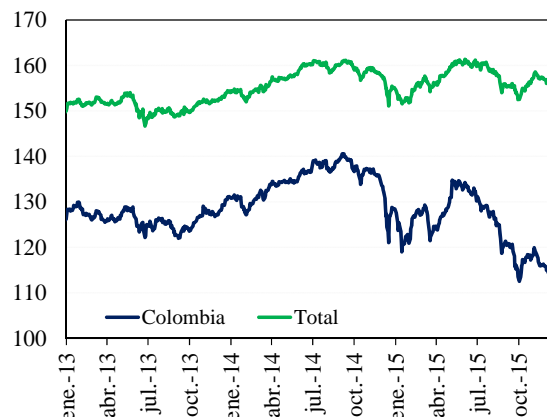
Con respecto a Brasil, este margen (para títulos a 10 años) disminuyó como resultado de desvalorizaciones más pronunciadas de sus bonos globales respecto a las de sus locales (Cuadro 3). Para el caso de Chile, el margen aumentó ante desvalorizaciones más pronunciadas en sus bonos locales.

Gráfico 24: Tasas de Bonos Externos a 10 años denominados en USD



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 25: CEMBI Colombia y CEMBI Total



Fuente: Bloomberg

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

El margen entre las tasas a 10 años de los bonos locales (denominados en moneda local) y los bonos externos denominados en dólares disminuyó para Brasil, Colombia, Perú y Chile, mientras que aumentó para el caso de México (Gráfico 24). Las caídas en los primeros obedecen a mayores desvalorizaciones de los bonos externos respecto a las observadas en los locales. Para el caso de México el comportamiento obedece a desvalorizaciones más pronunciadas en sus bonos locales (Cuadro 3).

En cuanto a la deuda de agentes diferentes al Gobierno Central, durante el periodo no se realizaron colocaciones en el mercado local. Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR el índice EMBI corporativo²⁵ para el *spread* de títulos colombianos frente a los *treasuries* disminuyó 6,1%, al tiempo que el indicador para el total de economías emergentes disminuyó 1,1% (Gráfico 25).

Cuadro 3: Bonos locales y globales (moneda local) y bonos globales (en dólares) a 10 años.

Rendimientos bonos yankees a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	5.1	4.1	6.9	2.9	4.1
Variación desde última junta BR (p.b.)	46	15	65	13	17
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	230	143	414	31	120
Variación año corrido (p.b.)	227	129	431	46	116
Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	7.3	n.d	11.9	4.3	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	1	n.d	10	5	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	334	n.d	521	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	345	n.d	653	n.d	n.d
Tasa cero cupón locales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	9.0	7.5	17.3	4.8	7.0
Variación desde última junta BR (p.b.)	18	10	2	11	26
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	389	315	698	-60	225
Variación año corrido (p.b.)	326	322	742	-91	116
Margen bonos locales y bonos globales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	1.7	n.d	5.4	0.4	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	17	n.d	-8	6	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	55	n.d	176	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-18	n.d	89	n.d	n.d
Margen bonos locales y bonos en dólares 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	3.8	3.4	10.4	1.9	2.9
Variación desde última junta BR (p.b.)	-28	-5	-64	-2	9
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	159	172	283	-90	105
Variación año corrido (p.b.)	99	193	311	-137	1

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

²⁵ El *Corporate Emerging Market Bond Index* (CEMBI) es un indicador de la deuda corporativa denominada en dólares emitida por entidades provenientes de economías emergentes.

2. Indicadores de percepción de riesgo a nivel local

Con datos disponibles al 15 diciembre (EOF²⁶, volatilidades preliminares²⁷ y márgenes crediticios preliminares²⁸) el índice preliminar de percepción de riesgo IDODM se mantuvo estable frente al preliminar de noviembre²⁹ (Gráfico 26). En noviembre el indicador había aumentado levemente principalmente ante el deterioro en las expectativas de inflación y el aumento en la volatilidad del mercado accionario. La estabilidad del índice en diciembre se explica por el comportamiento mixto de los indicadores.

El índice de confianza de los consumidores que calcula Fedesarrollo frenó su recuperación, de tal manera que disminuyó levemente respecto al del mes anterior al pasar de 6,8 en octubre a 6,7 en noviembre. Lo anterior se explica por un deterioro en el componente de expectativas que compensó la mejora en el componente de condiciones actuales. El indicador disminuyó 18 puntos respecto a lo registrado en el mismo mes del 2014 (Gráfico 27).

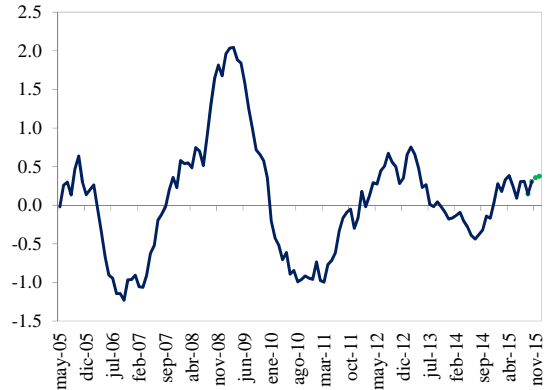
Fedesarrollo y la BVC publicaron la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) del mes de diciembre. En el Gráfico 28 puede observarse que respecto a lo que se esperaba en noviembre, los analistas financieros mejoraron levemente sus proyecciones de crecimiento para el 4T15, el año 2015 y el año 2016. Para los dos primeros se observa un sesgo a la baja. Además, los agentes esperan que el crecimiento del 2016 sea inferior al del año 2015.

En cuanto a la inflación (Gráfico 29), la encuesta refleja que en promedio el dato esperado para el 2015 aumentó de 6,17% a 6,36%. Para el año 2016 se espera que la inflación disminuya a 4,84% (anterior: 4,45%). Lo anterior refleja que los agentes esperan que la inflación tarde más en retornar al rango meta.

Respecto al *spread*, el 65% de agentes espera que aumente (anterior: 68%), mientras un 27% espera que se mantenga igual (anterior: 22%) y un 7% que disminuya (anterior: 10%).

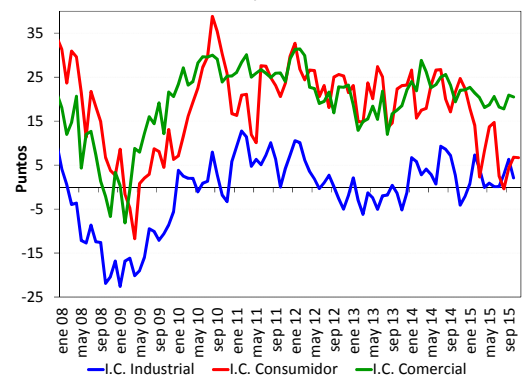
Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes³⁰, un 35% espera que esta se mantenga

Gráfico 26: 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.

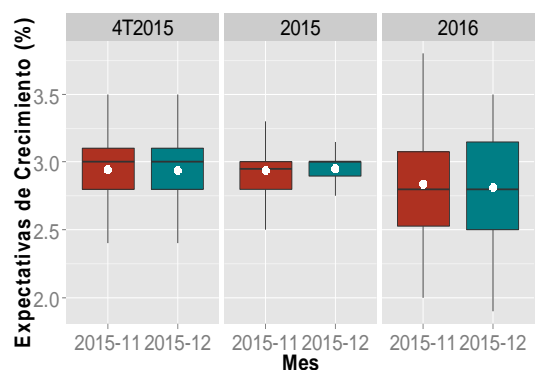
Gráfico 27: Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 28: Gráficos de Caja Expectativas de Crecimiento EOF.

Mes encuesta: ■ 2015-11 ■ 2015-12



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

²⁶ Publicada el 14 de diciembre.

²⁷ Datos al 11 de diciembre.

²⁸ Datos al 4 de diciembre.

²⁹ Estos datos son preliminares en la medida en que no incluyen la información obtenida en la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo.

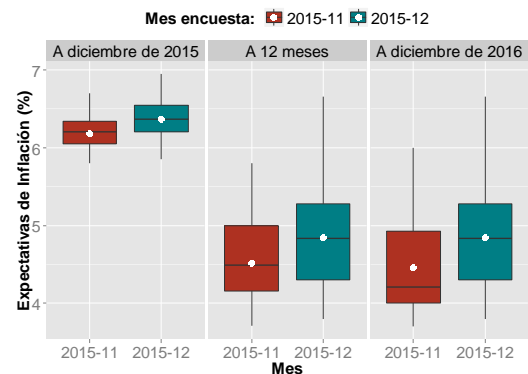
³⁰ Al 20% restante no les aplica la pregunta (anterior: 20,7%).

estable (anterior: 30,5), un 23,8% espera que disminuya (anterior: 37,8%), y un 21,3% que aumente (anterior: 11%).

Entre el 27 de noviembre y el 14 de diciembre el Colcap presentó desvalorizaciones, en línea con la mayor percepción de riesgo internacional y la caída en el precio del petróleo³¹. No obstante, recientemente el índice ha presentado valorizaciones y corrigió los movimientos registrados previamente, de tal manera que se valorizó 3,36% desde la última JDBR. Este comportamiento se explica en gran medida por la valorización de Pacific Rubiales el 16 de diciembre (20,84%) ante la especulación de una nueva oferta de compra y los rumores de una posible reestructuración de deuda de la compañía. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una desvalorización cercana al 0,09% (anterior: -0,12%)³². Para lo corrido de diciembre, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó respecto al promedio observado en noviembre y actualmente se ubica por encima de su media histórica; además, ha predominado el estado de volatilidad media (Gráfico 30).

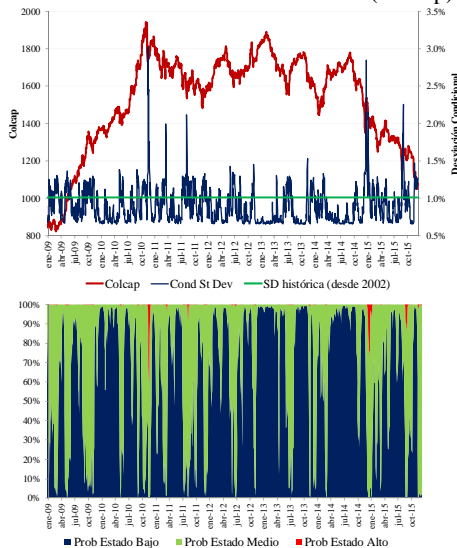
Por otro lado, según la EOF los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en 2024 presenten una desvalorización cercana a 4,86 p.b. (anterior: +3,61 p.b.)³³. Por otra parte, desde el 27 de noviembre la volatilidad en el mercado de TES disminuyó y se mantuvo por debajo de la media histórica. En este mercado predominó el estado de volatilidad media (Gráfico 31).

Gráfico 29: Gráficos de Caja Expectativas de Inflación EOF.



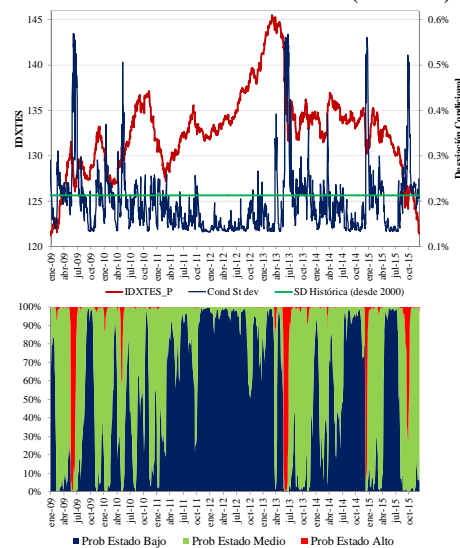
Fuente: Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

Gráfico 30: Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)



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

Gráfico 31: Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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

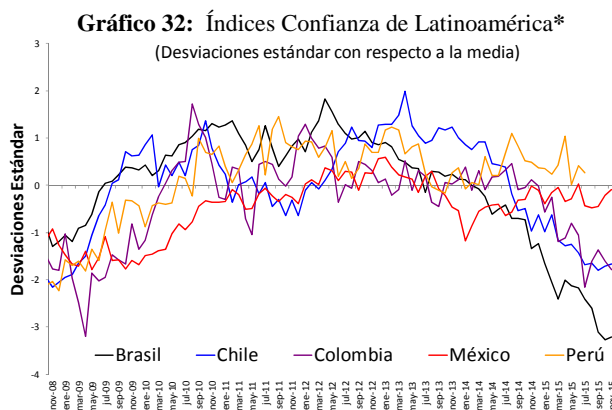
³¹ Entre el 27 de noviembre y el 16 de diciembre el precio del petróleo WTI cayó 14,84% mientras que el del Brent disminuyó 16,05%.

³² El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

³³ El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

Con información al 4 de diciembre, los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES aumentaron respecto a lo observado en promedio en noviembre para la cartera de tesorería, mientras que disminuyeron para las carteras de consumo y preferencial³⁴. El menor margen de consumo (-40 p.b.) se explica por la caída de las tasas activas y el incremento en las tasas de los TES, mientras que para el caso de las tasas de cartera preferencial (-8,5 p.b.) se explica por mayores desvalorizaciones de los TES respecto al aumento en las tasas activas. Para el caso de la cartera de tesorería el margen aumentó debido al incremento en la tasa activa superior al de la tasa cero cupón de los TES a 30 días.

Finalmente, el Gráfico 32 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de su media histórica se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre octubre y noviembre mejoraron los índices de México, Brasil y Chile y desmejoró el de Colombia³⁵. Los indicadores de estos países permanecen por debajo de sus medias históricas.



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

En resumen, el IDODM preliminar de diciembre estuvo estable ante el comportamiento mixto de los indicadores.

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

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Australia (2,0%), Canadá (0,5%), Suiza (-1,25% a -0,25%), Islandia (5,75%), Suecia (-0,35%), Noruega (0,75%) e Inglaterra (0,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas, en línea con las expectativas de los analistas, y el Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterado el monto de su programa de compras. Adicionalmente, la Fed elevó el rango objetivo de las tasas de los fondos federales de uno entre 0%-0,25% a uno entre 0,25%-0,5%. El Banco Central de Islandia recortó su requerimiento de reservas 150 p.b. a 2,5%. El Banco Central Europeo (BCE) redujo el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 p.b. a -0,30%, y mantuvo inalterados los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito en 0,05% y el 0,30% respectivamente; y el Banco Central de Nueva Zelanda recortó su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 2,5%, según lo esperado por el mercado.

El 16 de diciembre la Reserva Federal incrementó el rango de la tasa de interés de referencia a uno entre 0,25%-0,50%, tal como lo anticipaba el mercado. Junto con la decisión, el organismo señaló las mejoras considerables en las condiciones del mercado laboral durante este año y su confianza en que la inflación aumente en el mediano plazo a su nivel objetivo del 2%. En adición, el comité indicó que la orientación de la política monetaria continuará siendo expansiva, en aras de soportar avances adicionales en las condiciones del mercado laboral y la inflación, y que para determinar el momento y el tamaño de futuros ajustes en el rango objetivo de la tasa de fondos federales evaluará una amplia gama de información, incluidas las medidas de condiciones del mercado laboral, indicadores de presiones inflacionarias y expectativas de inflación, y lecturas sobre la evolución financiera y los mercados internacionales. Con lo anterior, el organismo espera que las condiciones

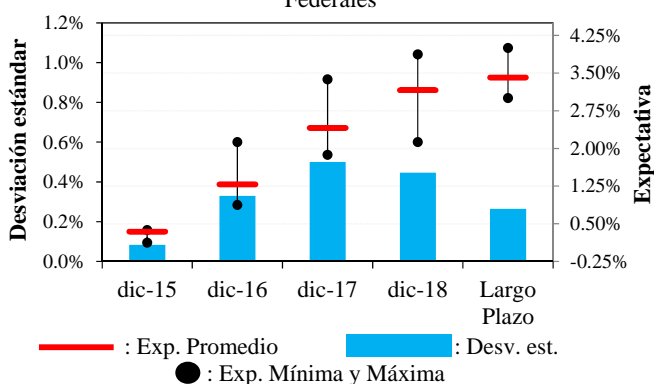
³⁴ Para mayor información ver Anexo 4.

³⁵ En el momento de elaboración de este informe no se tenían datos actualizados de Perú.

económicas evolucionen de tal forma que justifiquen solamente aumentos graduales de las tasas de fondos federales, las cuales continuarán por algún tiempo por debajo de sus niveles de largo plazo. Adicionalmente, la Fed mantuvo su política de reinvertir los pagos de capital de sus tenencias de activos, y prevé continuar haciéndolo hasta que la normalización del nivel de la tasa de fondos federales se consolide.

El organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que el punto medio de la proyección de crecimiento económico fue revisado al alza para el 2016 a 2,4% (ant: 2,3%) y lo mantuvo inalterado para los años 2015, 2017 y 2018³⁶; el punto medio de la proyección de desempleo fue revisado a la baja para los años 2016, 2017 y 2018 de 4,8% a 4,7%, y permaneció estable para el 2015³⁷; y el punto medio de la proyección de inflación fue revisado a la baja para el 2016 a 1,6% (ant: 1,7%) y se mantuvo estable para 2015, 2017 y 2018³⁸.

Gráfico 33: Pronósticos de la Fed (Diciembre) Tasa de los Fondos Federales

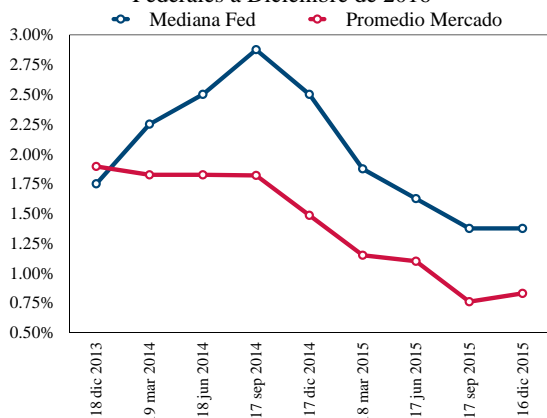


Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

En cuanto a los pronósticos de diciembre sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos 33³⁹, 34 y 35⁴⁰ se observa que: i) el FOMC mantuvo las proyecciones inalteradas para el cierre del 2016 (frente a lo estimado en septiembre del 2015), mientras que las redujo para el cierre de 2017 de tal manera que proyectan un ritmo más suave de incrementos de la tasa de política monetaria; ii) el mercado pronostica que los incrementos para 2016 y 2017 serán más rápidos que lo que se descontaba en septiembre; y iii) el mercado continúa anticipando un ritmo

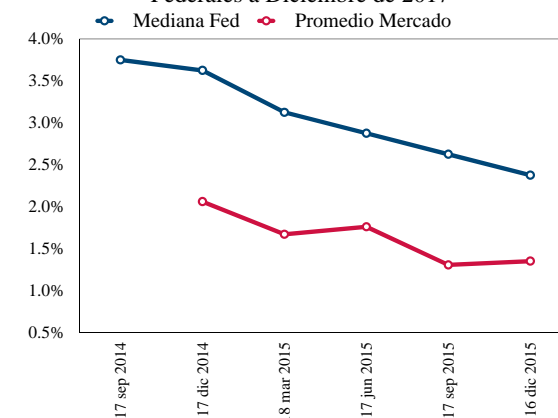
de incrementos menor al que pronostica el FOMC.

Gráfico 34: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2016



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

Gráfico 35: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2017



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

³⁶ 2,1%, 2,2% y 2%, respectivamente.

³⁷ 5%.

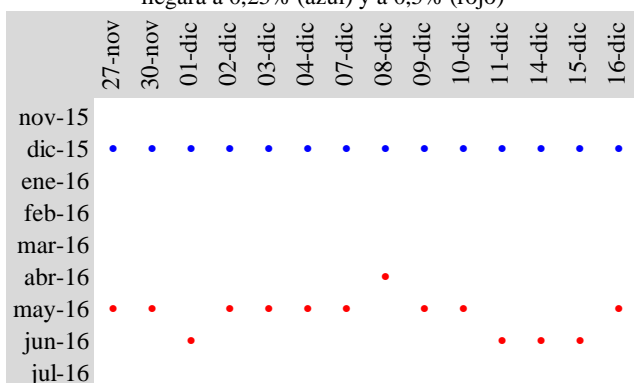
³⁸ 0,4%, 1,9% y 2%, respectivamente.

³⁹ En este gráfico 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 2015, 2016, 2017, 2018 y para el largo plazo.

⁴⁰ En los gráficos 30.2 y 30.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2016 y 2017.

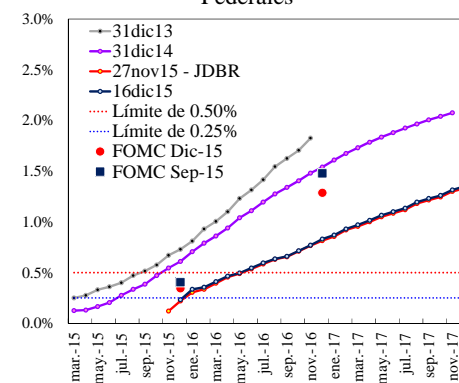
Por otra parte, de acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, desde el 27 de noviembre las expectativas de que la tasa de referencia llegaría a 0,25% en diciembre de este año (puntos azules) permanecieron inalteradas. En cuanto a las expectativas respecto al mes en que la tasa alcanzará un nivel de 0,5% (puntos rojos), estas oscilaron entre abril y junio del 2016, y recientemente se ubican en mayo, igual que lo observado el 27 de noviembre (Gráfico 36). El Gráfico 37 muestra que actualmente el mercado espera un ritmo de incrementos de las tasas similar al que se esperaba el 27 de noviembre. Por último, en el Gráfico 38 puede observarse que la probabilidad de que la tasa se ubicara entre 0,25% y 0,5% en diciembre era cercana al 80%.

Gráfico 36: Momento en el que la Tasa de los Fondos Federales llegará a 0,25% (azul) y a 0,5% (rojo)



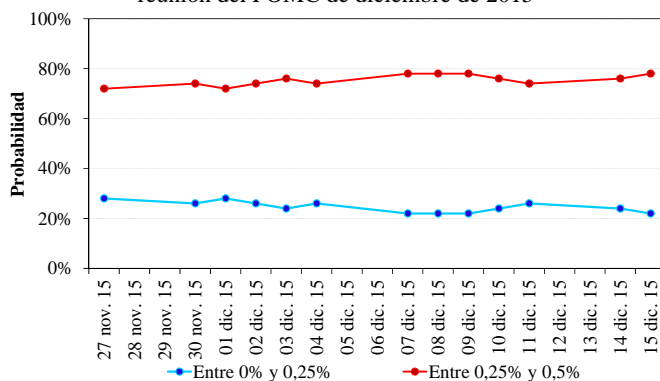
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 37: Senda esperada Tasa Fondos Federales



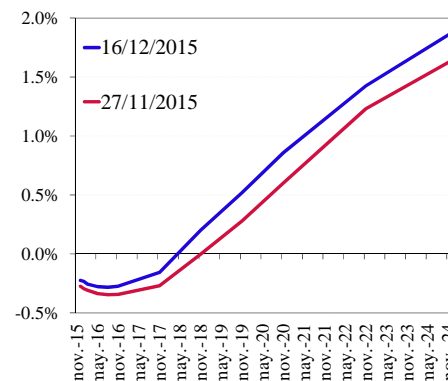
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 38: Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2015



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 39: Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

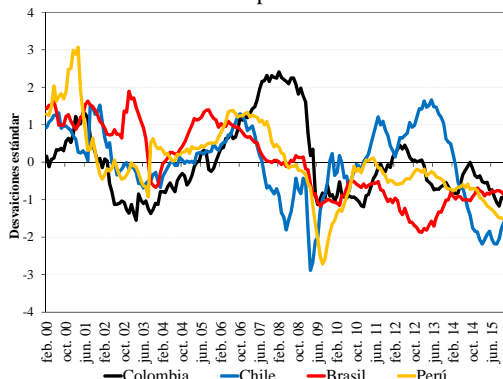
En otro escenario, en su reunión de política monetaria el BCE decidió extender su programa de compras de activos de tal forma que las compras mensuales de EUR60 billones continuarán hasta finales de marzo de 2017, o hasta que el organismo observe un ajuste sostenido de la senda de inflación compatible con su objetivo de mediano plazo (2%). Adicionalmente, el BCE decidió incluir instrumentos de renta fija negociables denominados en euros emitidos por administraciones regionales y locales de la zona euro dentro de los activos admisibles para las adquisiciones periódicas de los bancos centrales nacionales respectivos, y anunció que reinvertirá el principal de los valores adquiridos a medida que se vayan amortizando para favorecer las condiciones de liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria.

En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE con base en los futuros del índice Eonia, el mercado descuenta que el primer incremento tenga lugar alrededor del 2T18, luego que el 27 de noviembre descuentan este incremento en el 4T18 (Gráfico 39).

Los bancos centrales de Rusia, India, Indonesia, Hungría, Polonia, Tailandia y Corea del Sur mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 11%, 6,75%, 7,5%, 1,35%, 1,5%, 1,5% y 1,5% respectivamente, en línea con lo esperado. Por su parte, en Latinoamérica los bancos centrales de Perú, México y Chile incrementaron sus tasas de interés de referencia 25 p.b. a 3,75%, 3,25% y 3,5%, respectivamente, decisiones en línea con lo esperado por los mercados en los casos de Perú y México, mientras que en Chile el mercado no anticipaba cambios.

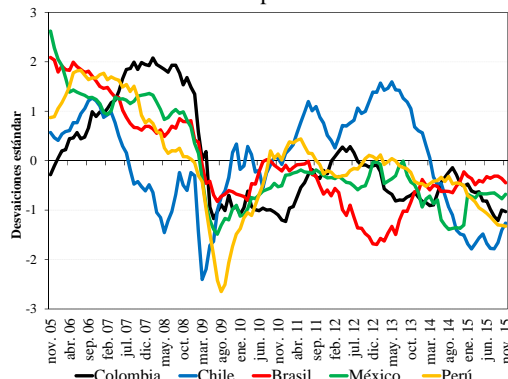
Para mayor detalle de la información presentada en esta sección se puede consultar el Anexo 5.

Gráfico 40: 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 41: Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar con respecto a la media desde 2005*)



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

En los Gráficos 40 y 41 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales⁴¹ desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. Se puede observar que en noviembre las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas⁴².

4. Indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional

Entre el 27 de noviembre y el 7 de diciembre los principales indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional se mantuvieron estables. No obstante, el VIX registró un comportamiento volátil en respuesta a la publicación de datos que afectaron las expectativas en torno al ritmo de normalización de la política monetaria de la Fed, el recorte de la calificación de ocho bancos en EE.UU.⁴³ y el anuncio de las medidas de estímulo por parte del BCE que resultaron menos fuertes de lo esperado por los mercados.

Luego del 7 de diciembre, los indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional presentaron incrementos generalizados. En primer lugar, este comportamiento fue consecuencia de la caída en los precios del petróleo y en general de las materias primas. Los precios de las materias primas alcanzaron mínimos no observados desde 1999 y 2002 según el índice BCI⁴⁴ y el índice CRB⁴⁵, respectivamente, y los precios del petróleo alcanzaron niveles no observados desde el primer

⁴¹ Deflactadas con medidas de inflación básica.

⁴² Desde febrero del año 2000, las medias de las tasas reales de Colombia, Chile, Brasil y Perú son 1,76%, 1,18%, 7,16% y 1,26%, respectivamente. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,60%.

⁴³ Standard & Poor's recortó la calificación crediticia de ocho bancos de los Estados Unidos en un grado con perspectiva estable, debido a la menor probabilidad de que el gobierno les brinde apoyo financiero luego de la nueva regulación que implementó la Reserva Federal sobre estos mismos.

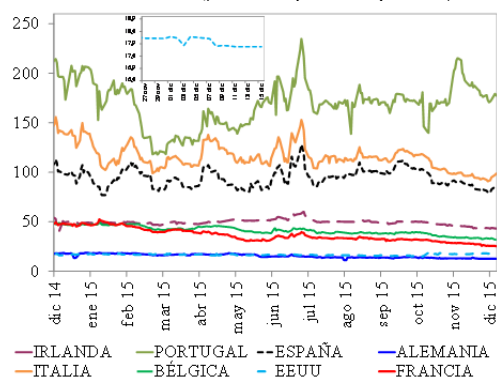
⁴⁴ Bloomberg Commodity Index.

⁴⁵ Commodity Research Bureau Index.

trimestre de 2009. En segundo lugar, los incrementos también ocurrieron luego que en China se dieran a conocer datos negativos de comercio⁴⁶, el Banco Central devaluara la moneda⁴⁷ y el Centro de Información Estatal anunciara que la economía crecería 6,5% en 2016. Finalmente, previo a la reunión de la Fed aumentó la incertidumbre respecto a la reacción del mercado ante el incremento de la tasa de política monetaria. No obstante, luego de conocerse la decisión de incrementar su tasa, los indicadores de riesgo disminuyeron, particularmente el MOVE, lo que refleja que el incremento y las proyecciones macroeconómicas por parte de la entidad disiparon parte de la incertidumbre.

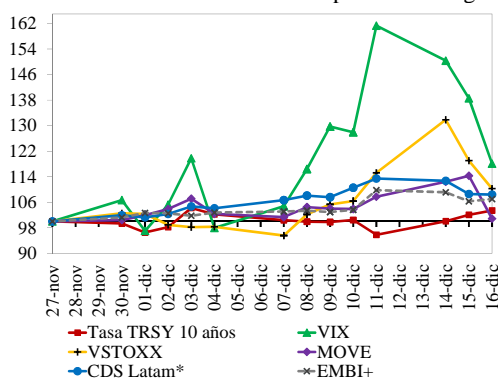
De esta manera, el VIX pasó de 15% el 27 de noviembre a 17,86% el 16 de diciembre, al tiempo que el VSTOXX aumentó de 23% a 25,4%. El índice MOVE⁴⁸ pasó de 69 a 80 hasta el 15 de diciembre y luego de la decisión de la Fed se ubicó en 70 (Gráficos 43 y 44).

Gráfico 42: Credit Default Swaps otros países (5 años)



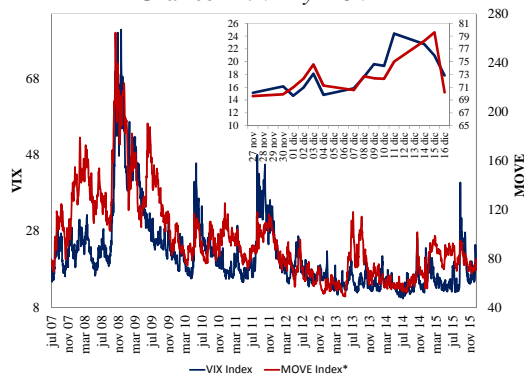
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 43: Indicadores de Percepción de Riesgo



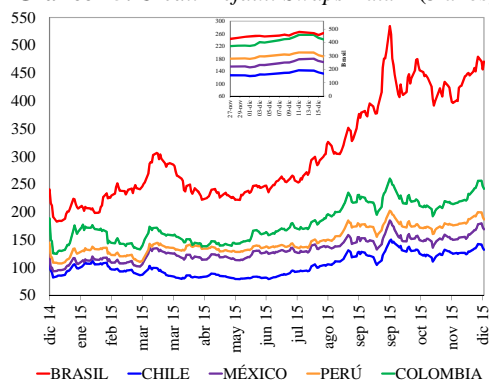
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. *Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

Gráfico 44: VIX y MOVE*



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 45: Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel regional (CDS) aumentaron en línea con el incremento en la percepción de riesgo a nivel internacional y los menores precios de las materias primas. Entre el 27 de noviembre y el 16 de diciembre los *Credit Default Swap* (CDS) aumentaron 43 p.b. para Brasil, 22 p.b. para Colombia, 14 p.b. para México, 7 p.b. para Perú y 6 p.b. en el caso

⁴⁶ Las exportaciones e importaciones disminuyeron 6,8% (esp: -5%, ant: -6,9%) y 8,7% (esp: 11,9%, ant: -18,8%), respectivamente, frente al mismo periodo del año anterior.

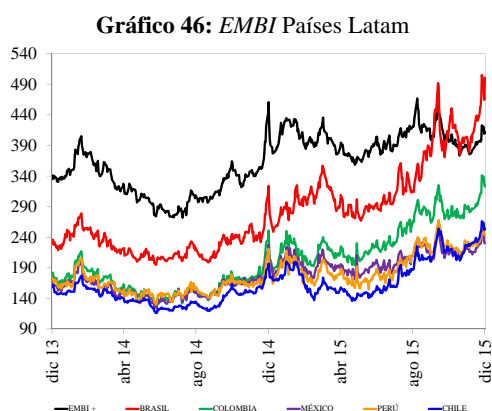
⁴⁷ Por otro lado el Banco Popular de China recortó esta semana la tasa de referencia diaria del yuan en 0,8%, registrando la mayor devaluación semanal desde el 11 de agosto del 2015. Asimismo, la institución comenzó a publicar, con fines de seguimiento, una tasa de cambio del yuan frente a una canasta de 13 monedas que se ponderarán dependiendo de su representación en el comercio internacional de China. Este índice, a diferencia de la paridad CNY-USD, muestra que el yuan se ha apreciado modestamente frente a otras divisas internacionales.

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

de Chile. Por su parte, el EMBI+ aumentó 27 p.b. al tiempo que el EMBI Colombia aumentó 36 p.b. (Gráficos 45 y 46).

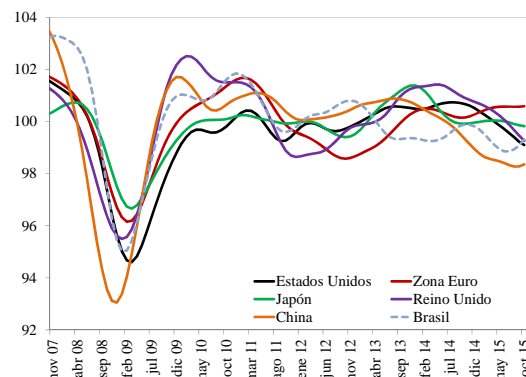
En cuanto a Brasil, la agencia *Fitch Ratings* redujo la calificación de su deuda de BBB- a BB+, de tal forma que perdió su grado de inversión según una segunda calificadora. Además, *Moody's* anunció que está revisando la calificación crediticia de este país, lo que abre la posibilidad de que también la recorte por debajo del nivel de inversión.

La agencia *Fitch Ratings* ratificó la calificación de largo plazo de Colombia en moneda extranjera y local en BBB y BBB+, respectivamente, y mantuvo su perspectiva estable. Según la agencia, la credibilidad y flexibilidad de la política económica nacional, el mejoramiento de los *buffers* externos y un desempeño macroeconómico favorable con respecto a los otros países calificados como BBB, reducen el impacto de la alta dependencia a las materias primas, del aumento a las vulnerabilidades externas y de la limitada flexibilidad fiscal. La agencia mencionó que aunque la regla fiscal permite incrementos en el déficit público en periodos de estrés como el actual, las autoridades han afirmado su compromiso con el déficit objetivo de 3,6%.



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 47: Indicadores Líderes de Crecimiento de la OECD



Fuente: OECD.

Entre septiembre y octubre de 2015 los indicadores líderes de la actividad económica⁴⁹ publicados por la OECD⁵⁰ desmejoraron para Estados Unidos, Japón y Reino Unido, mientras que mejoraron para Brasil, China y Europa (Gráfico 47).

En resumen, los indicadores de percepción de riesgo aumentaron como consecuencia del deterioro en las perspectivas de crecimiento global, la disminución de los precios del petróleo y la incertidumbre que ha generado el incremento de la tasa de política monetaria por parte de la Fed.

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.

5. Tasas de interés y Expectativas del mercado

En el Gráfico 48 se presenta la evolución de la tasa mínima de expansión del BR, la tasa interbancaria (TIB), la DTF y el IBR a un día. Después del vencimiento de un TES a finales de octubre por más de \$10 billones, aumentaron las condiciones de liquidez, de tal forma que el IBR *overnight* y la TIB oscilaron en noviembre en niveles por debajo de la tasa de política monetaria y llegaron a ubicarse hasta 16 p.b. por debajo. Sin embargo, los traslados de impuestos a la Tesorería, las subastas de TES de corto plazo y el pago de dividendos de Ecopetrol han disminuido las condiciones de liquidez de tal manera que las tasas *overnight* han aumentado alcanzando niveles similares al de la tasa de referencia. La tasa de simultáneas del SEN era 5,05% el 27 de noviembre, aumentó a 5,49%, y recientemente es 5,46%⁵¹.

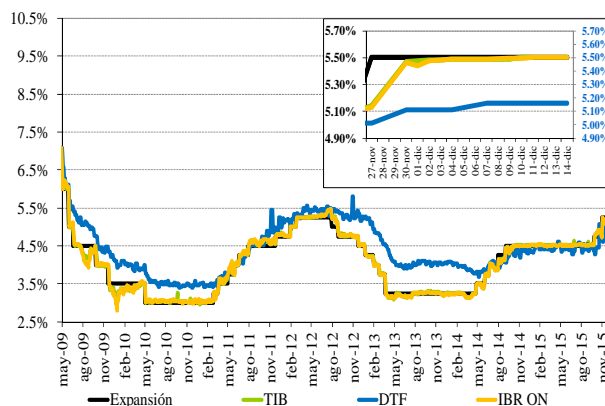
En cuanto a las expectativas de movimientos de la tasa de referencia por parte del BR, la mayoría de agentes espera un incremento de 25 p.b.

En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 14 de diciembre⁵², un 69,5% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b. a 5,75%, un 17,1% que la mantendrá inalterada en 5,5%, un 12,2% que aumentará 50 p.b. a 6%, y el 1,2% restante que disminuirá 25 p.b.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 38,75% mencionó la política monetaria (ant: 43,9%), un 21,25% (ant: 22%) señaló los factores externos, un 20% la política fiscal (ant: 19,5%), un 11,25% el crecimiento económico (ant: 15,1%), el 3,75% las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 2,4%), y el 5% restante otros factores (ant: 1,2%).

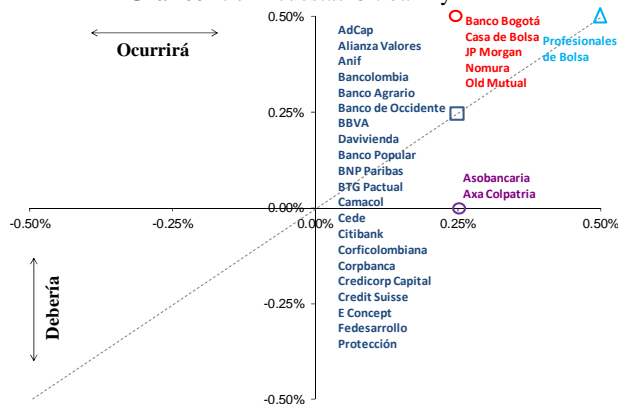
En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 17 de diciembre, el 86% (32 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa

Gráfico 48: Tasas Interés Mercado Colombiano



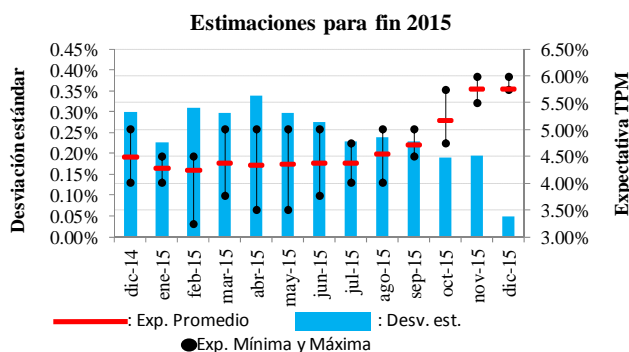
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 49: Encuestas Citibank y Anif



Fuente: Citibank y Anif.

Gráfico 50: Expectativas TPM para Finales de 2015 (Encuesta Citibank)



Fuente: Encuesta Citibank.

⁵¹ Dato del 16 de diciembre.

⁵² Realizada entre el 30 de noviembre y el 4 de diciembre.

de referencia de 25 p.b. a 5,75%, el 8% (3 entidades) espera que la tasa permanezca inalterada y el 5% restante (2 entidades⁵³) espera que la tasa aumente 50 p.b.

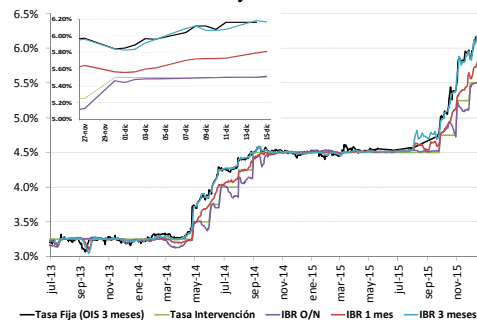
En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por ANIF y Citibank⁵⁴, se encuentra que de las 30 entidades encuestadas un 73% (22 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b. a 5,75%, un 20% (6 entidades) recomienda un incremento a 6,0%, y un 7% (2 entidades⁵⁵) señala que debería permanecer inalterada. El 97% (29 entidades) espera que la tasa aumente 25 p.b. a 5,75%, y el 3% (1 entidad⁵⁶) espera que se anuncie un aumento de 50 p.b. El Gráfico 49 presenta el resumen de los resultados de estas encuestas, cuyos detalles pueden ser consultados en el Anexo 6.

En el Gráfico 50 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2015 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Entre noviembre y diciembre la tasa esperada en promedio pasó de 5,77% a 5,76%.

En el Gráfico 51 se muestran el IBR *overnight*, el IBR a 1 mes y el IBR a 3 meses. También se incluyen la tasa de intervención del BR, y la tasa fija del OIS a 3 meses de *Bloomberg*⁵⁷.

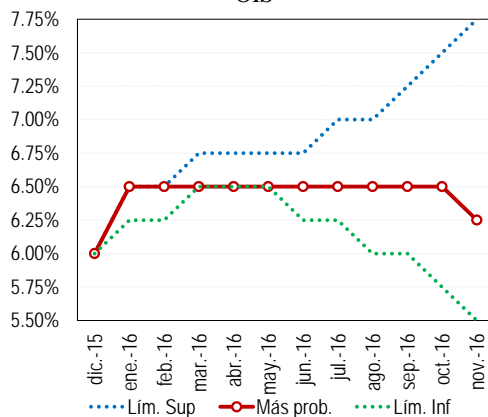
El 17 de diciembre el IBR *overnight*, el IBR a un mes y el IBR a tres meses se ubicaron en 5,52%, 5,84% y 6,16%, respectivamente. La tasa fija del OIS de tres meses extraída de *Bloomberg* fue 6,18%. De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de los OIS, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de referencia sea incrementada 50 p.b. a 6,0%, y que en enero aumente 50 p.b. a 6,5% (Gráfico 52, Cuadro 4, y Anexo 7).

Gráfico 51: Tasa Fija del OIS, Tasa de Intervención y Tasa IBR o/n



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

Gráfico 52: Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



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

⁵³ Fiduciaria de Occidente y Valoralta SA.

⁵⁴ Encuestas publicadas el 14 (Anif) y el 16 de diciembre (Citibank). En caso que una entidad hubiera sido encuestada por Anif y Citibank, se tomó el dato de la encuesta de Citibank. En esta ocasión, Alianza Valores había respondido en la encuesta de Anif que esperaba que la tasa permaneciera inalterada, y en la encuesta de Citibank respondió que esperaba un incremento de 25 p.b. El Banco Agrario respondió en la encuesta de Anif que recomendaba un incremento de 50 p.b., y en la de Citibank recomendó 25 p.b. Nomura respondió en la encuesta de Anif que esperaba un aumento de 50 p.b., y en la de Citibank que esperaba 25 p.b.

⁵⁵ Asobancaria y Axa Colpatría.

⁵⁶ Profesionales de Bolsa.

⁵⁷ Correspondiente a la tasa fija del *Overnight Index Swap* (OIS) extraída de *Bloomberg*. Los OIS se definen como *swaps* de tasa de interés en los que se intercambia una tasa fija por una tasa flotante, siendo esta última la tasa de interés compuesta de una tasa *overnight*. En una transacción OIS no existe intercambio del principal. Ambas partes acuerdan intercambiar al vencimiento del swap el diferencial entre la tasa fija pactada y la tasa flotante, por el nominal acordado. El pagador (quien paga la tasa fija y recibe la tasa flotante) se beneficiará ante un incremento en las tasas y el receptor (quien recibe la tasa fija y paga la tasa flotante) se beneficiará de una disminución en las tasas.

Cuadro 4

TPM	dic/15	ene/16	feb/16	mar/16	abr/16	may/16	jun/16	jul/16	ago/16	sep/16	oct/16	nov/16
8.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
7.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
7.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%
7.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	6%
7.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	6%	9%	8%
6.75%	0%	0%	0%	2%	8%	15%	17%	21%	24%	22%	16%	10%
6.50%	0%	67%	100%	98%	92%	85%	83%	68%	50%	37%	30%	23%
6.25%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	11%	23%	28%	28%	28%
6.00%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	7%	13%	17%
5.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	4%
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%

Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República

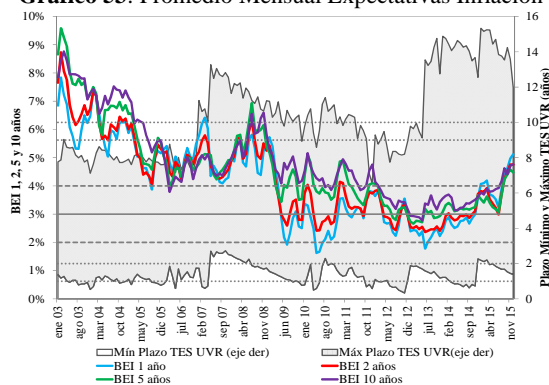
En la última encuesta de expectativas de inflación realizada por el BR⁵⁸, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2015 en promedio se ubica en 6,67% (encuesta anterior: 6,24%). Las expectativas promedio para diciembre de 2016 se ubican en 4,63% (ant: 4,30%) y para diciembre de 2017 en 3,83%⁵⁹.

En la encuesta realizada por Citibank⁶⁰ se refleja que la inflación esperada para diciembre de 2015 es 6,72%, mientras que en la encuesta anterior era 6,35%.

En promedio para lo corrido de diciembre⁶¹ (hasta el día 16) frente a los datos promedio de noviembre, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR se mantuvieron estables para el plazo a 2 años, disminuyeron para los plazos a 3 y 5 años (7 y 9 p.b., respectivamente), y aumentaron para 10 años (6 p.b). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de diciembre a 2, 3, 5 y 10 años son 4,76%, 4,58%, 4,49% y 4,78%, respectivamente (Gráfico 53 y Gráfico 54).

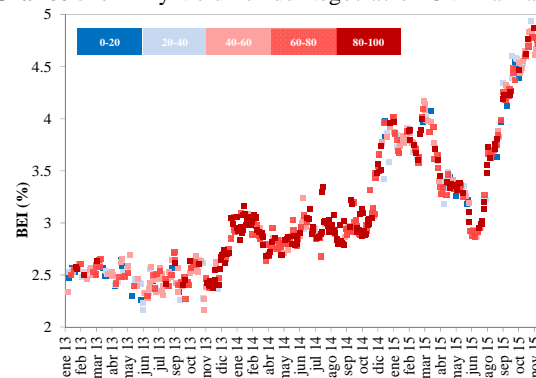
El Gráfico 55 presenta la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez⁶² relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR⁶³. Con información al 15 de diciembre se espera que en los próximos 2 años en promedio la inflación sea 3,67%, dato igual al estimado a

Gráfico 53: Promedio Mensual Expectativas Inflación



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

Gráfico 54: BEI y Volumen de Negociación UVR a 2 años



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

⁵⁸ Realizada entre el 7 y el 9 de diciembre.

⁵⁹ En la encuesta anterior la inflación esperada para noviembre de 2017 era 3,55%.

⁶⁰ Publicada el 16 de diciembre.

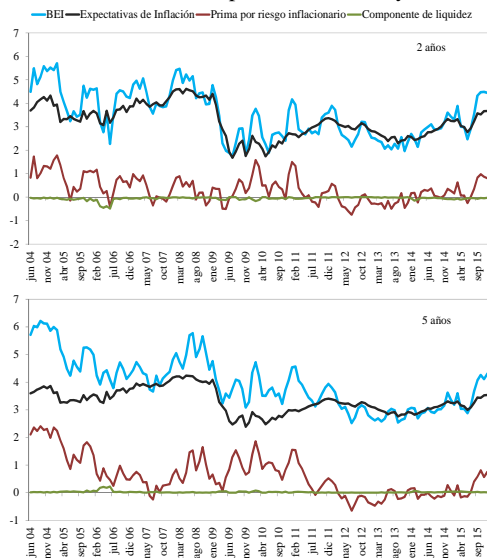
⁶¹ Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de +14 p.b., +13 p.b., +13 p.b. y +14 p.b., respectivamente. De esta manera, al 16 de diciembre se ubicaron en 4,85%, 4,66%, 4,59% y 4,91%, respectivamente.

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

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

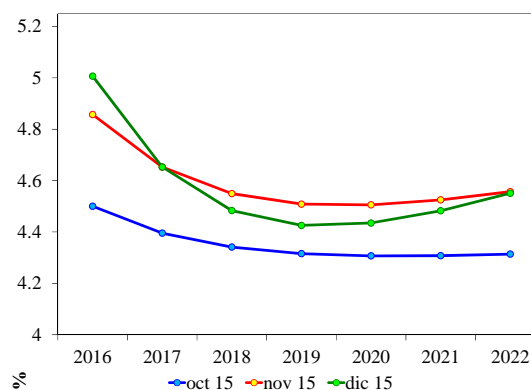
finales de noviembre. Para el plazo de 5 años, la inflación promedio esperada pasó de 3,52% a 3,54%. Por su parte, la prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años disminuyó de 0,87% a 0,80%, al tiempo que la de 5 años pasó de 0,57% a 0,76%.

Gráfico 55: Descomposición BEI a 2 y 5 años



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

Gráfico 56: Inflación esperada (FBEI)



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

El Gráfico 56 muestra la senda de inflación esperada hasta el año 2022, tomando el promedio de los datos diarios para los meses de octubre, noviembre y diciembre de 2015⁶⁴. Las expectativas de inflación de diciembre son superiores a las de noviembre para 2016, mientras que son inferiores desde 2017 hasta 2022. Respecto a octubre las expectativas son superiores para todos los años. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre los años 2016 y 2019, y creciente entre el 2019 y 2022, de tal forma que para este último año la inflación año completo esperada es 4,55% (esperada en septiembre para 2022: 4,56%).

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

Finalmente, el Cuadro 5 muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, Ecuador, India, Sudáfrica, China y Noruega. Las expectativas de crecimiento económico para el año 2015 mejoraron para México y Colombia, desmejoraron para Brasil, y permanecieron estables para los demás países. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,91% a 2,94%. Los datos de inflación de noviembre se ubicaron por encima de los pronósticos en Colombia, Perú, Brasil, India, China y Noruega; por debajo de lo esperado en México y Chile, y en el mismo nivel que se esperaba en el caso de Sudáfrica. La inflación se encuentra por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2% a 4%), Perú (1% a 3%) y Brasil (2,5% a 6,5%). Por último, las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia y Brasil; permanecieron estables en los casos de Perú, India, Sudáfrica y Noruega, y disminuyeron para México, Ecuador y China.

Cuadro 5: Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Nov. 2015		Esperada a Diciembre 2015		Vigente	Esperada a Diciembre 2015		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2015	
	Esp*	Obs	Nov. 2015	Dic. 2015		Nov. 2015	Dic. 2015	Esp*	Obs	Nov. 2015	Dic. 2015
Colombia	6.28%	6.39%	6.24%	6.67%	5.50%	5.77%	5.76%	3.3%	3.2%	2.91%	2.94%
Chile	4.0%	3.9%	n.d.	n.d.	3.50%	n.d.	n.d.	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%
México	2.27%	2.21%	2.66%	2.40%	3.25%	3.10%	3.30%	2.4%	2.6%	2.29%	2.44%
Perú	4.01%	4.17%	3.5%	3.5%	3.75%	3.65%	3.70%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%
Brasil	10.42%	10.48%	10.33%	10.61%	14.25%	14.25%	n.d.	-4.2%	-4.5%	-3.15%	-3.62%
Ecuador	n.d.	3.40%	3.6%	3.5%	n.d.	4.45%	4.45%	n.d.	1.0%	0.2%	0.1%
India	5.30%	5.41%	5.1%	5.1%	6.75%	6.69%	6.69%	7.3%	7.4%	7.4%	7.4%
Sudáfrica	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%	6.25%	6.15%	6.15%	1.3%	1.0%	1.4%	1.4%
China	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	4.35%	4.33%	4.33%	6.8%	6.9%	6.9%	6.9%
Noruega	2.6%	2.8%	2.1%	2.1%	0.75%	0.70%	0.75%	n.d.	3.1%	1.3%	1.3%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 7 y el 9 de diciembre de 2015. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

México: Encuesta publicada por el BCM el 1 de diciembre. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 11 de diciembre.

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

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

Sudáfrica: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

**Todos los datos corresponden al 3T15, salvo los de Ecuador. En este caso aparece el dato del 2T15.

6. Conclusiones

En Colombia, al comparar los datos entre el 27 de noviembre y el 16 de diciembre de 2015, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 23 p.b, 25 p.b. y 23 p.b. en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente permaneció igual. 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 +32% a +51%. La correlación a 30 días pasó de +12% a -3%.

Después de la última reunión de la JDBR los TES continuaron la tendencia de desvalorización que han presentado en los últimos meses. No obstante, hasta el 2 de diciembre los TES se valorizaron ante la decisión de la JDBR de incrementar la tasa de referencia en una magnitud inferior a la esperada por varios agentes del mercado. Este movimiento fue reforzado luego de conocerse datos del sector manufacturero de EE.UU. que temporalmente generaron incertidumbre respecto a los incrementos de la tasa de referencia por parte de la Fed.

Posteriormente, los TES se desvalorizaron y diluyeron las valorizaciones previas ante una disminución pronunciada del precio del petróleo y datos favorables del mercado laboral estadounidense que reafirmaron las expectativas de un mayor ritmo de incrementos de la tasa de referencia por parte de la Fed. Adicionalmente, el anuncio de un estímulo monetario del Banco Central Europeo inferior al esperado aumentó los temores con respecto al crecimiento de Europa y su impacto sobre la economía global. El tramo corto de la curva puede estar influenciado por expectativas de mayores incrementos de la tasa de referencia en los próximos meses.

En cuanto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de diciembre estuvo estable ante el comportamiento mixto de los indicadores. Respecto a la percepción de riesgo a nivel global, los indicadores aumentaron como consecuencia del deterioro en las perspectivas de crecimiento global, la disminución de los precios del petróleo y la incertidumbre que ha generado el incremento de la tasa de política monetaria por parte de la Fed.

Con relación a las expectativas sobre el movimiento de la tasa de referencia del BR en su próxima reunión, de acuerdo con las encuestas realizadas por Fedesarrollo y la BVC, *Bloomberg* y la compilación de las encuestas de Anif y Citibank, las tasas esperadas promedio son 5,73%, 5,74% y 5,76%, respectivamente.

A su vez, en promedio para lo corrido de diciembre (hasta el día 16) frente a los datos promedio de noviembre, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR se mantuvieron estables para el plazo a 2 años, disminuyeron para los plazos a 3 y 5 años (7 y 9 p.b, respectivamente), y aumentaron para 10 años (6 p.b.). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de diciembre a 2, 3, 5 y 10 años son 4,76%, 4,58%, 4,49% y 4,78%, respectivamente.

7. Anexos

Anexo 1

	Valor actual 15 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*	325.8	-1.1%	8.0%	2.7%	4.4%	329.5	301.7	317.3	312.1
ASIA	212.1	-0.9%	6.0%	2.7%	4.5%	214.0	200.2	206.6	203.0
India**	761.2	0.2%	23.5%	7.6%	8.4%	760.0	616.5	707.7	702.5
Indonesia	462.8	-2.4%	-0.3%	0.2%	5.0%	474.2	464.2	461.7	440.8
Malasia	167.5	-0.2%	6.9%	3.9%	4.4%	167.8	156.7	161.2	160.4
Filipinas	141.9	-1.4%	-0.5%	3.4%	3.0%	143.9	142.6	137.2	137.8
Tailandia	217.4	0.1%	13.7%	3.9%	4.2%	217.2	191.2	209.3	208.6
EUROPA	300.8	-1.2%	8.8%	3.8%	6.2%	304.5	276.5	289.9	283.2
Polonia	325.5	-1.6%	8.9%	0.7%	1.4%	331.0	298.9	323.2	321.2
Turquia	455.3	-1.5%	5.7%	-2.3%	0.9%	462.1	430.7	465.9	451.1
Rumania	131.2	-0.6%	19.4%	3.2%	3.7%	132.1	109.9	127.2	126.5
Rusia	218.7	0.0%	8.6%	30.0%	40.6%	218.8	201.4	168.2	155.5
MEDIO ORIENTE/ÁFRICA	350.9	-5.8%	4.1%	-1.5%	-0.7%	372.4	337.0	356.2	353.5
Nigeria	190.3	0.3%	46.9%	33.2%	n.d.	189.6	129.6	142.8	141.8
LATINOAMÉRICA	427.2	-0.3%	9.1%	2.7%	4.2%	428.5	391.4	416.0	410.1
Chile	128.6	-0.1%	11.6%	2.6%	3.5%	128.8	115.3	125.4	124.3
Perú	175.1	-2.0%	-4.8%	-3.2%	-2.8%	178.6	183.9	180.9	180.2
Brasil	501.4	0.2%	13.7%	3.3%	4.4%	500.5	440.9	485.2	480.2
Colombia	347.0	-0.8%	0.5%	-1.3%	-0.7%	350.0	345.5	351.5	349.5

* 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 de más fáciles de replicar.

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

Anexo 2

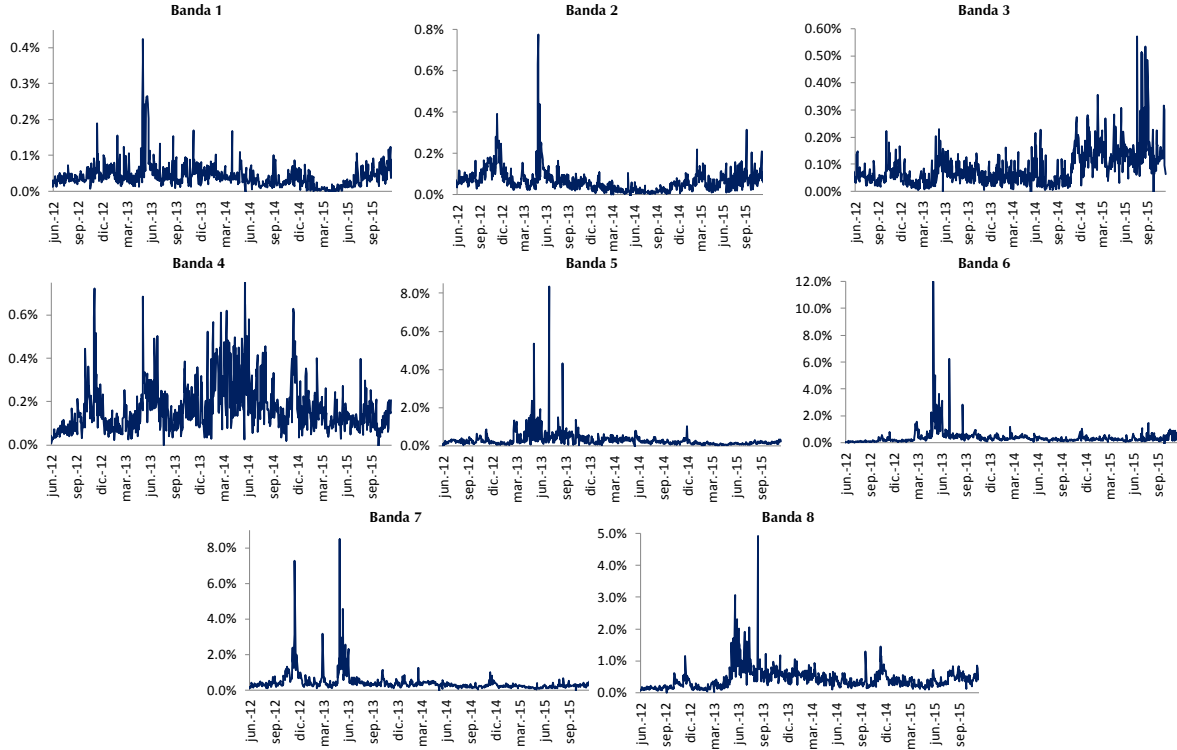
Compras Netas de TES* denominados en UVR (Valor Nominal en Millones de Pesos)

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2015	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	5'273'157	1'313'759	5'613'237	1'308'230	8'235'225	141'474	136'914	3'404	281'792
Compañía de Financiamiento Comercial	(818)	2'190	4'441	1'102	7'733	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	294'909	(989'018)	59'352	(235'517)	(1'165'183)	-	(3'403)	13'616	10'213
Total EC	5'567'248	326'930	5'677'030	1'073'815	7'077'774	141'474	133'512	17'020	292'005
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(7'206)	(2'197)	(159)	4'668	2'311	-	-	-	-
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	4'225'949	(2'189'760)	2'971'770	7'158'331	7'940'341	22'689	(5'672)	63'553	80'570
Pasivos Pensionales	3'176'430	(2'207'275)	1'936'844	5'090'752	4'820'321	22'689	(364)	41'086	63'411
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(7'572)	-	-	(7'572)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	4'218'743	(2'199'529)	2'971'611	7'162'998	7'935'080	22'689	(5'672)	63'553	80'570
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	(156'811)	(279'524)	(177'637)	72'095	(385'066)	(8)	(6'792)	(13'619)	(20'420)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	203'484	87'981	74'349	58'405	220'735	(4'537)	1'125	(1'137)	(4'548)
Extranjeros	(16'722)	(22'135)	-	(8'422)	(30'557)	-	-	-	-
FIC	50'895	23'573	14'016	(6'200)	31'389	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	46'673	(191'543)	(103'288)	130'500	(164'331)	(4'545)	(5'667)	(14'756)	(24'968)
Sociedades Fiduciarias Propia	(34'547)	(25'390)	(9'576)	2'041	(32'925)	-	-	-	-
Sociedades Fiduciarias Terceros	1'373'355	(238'630)	585'185	2'584'447	2'931'002	45'854	(749)	12'469	57'574
Extranjeros***	(330'428)	(428'960)	(28'598)	446'087	(11'471)	227	(6'821)	(6'594)	(6'594)
FIC	251'989	218'421	(17'854)	40'69	204'636	8'161	(1'702)	(2'273)	4'186
Pasivos Pensionales	503'951	(9'480)	105'049	386'291	481'860	23'828	-	-	23'828
Total Sociedades Fiduciarias	1'338'808	(264'020)	575'609	2'586'487	2'898'077	45'854	(749)	12'469	57'574
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	877'410	(153'328)	19'596	962'823	829'091	(13'614)	(9'087)	14'748	(7'953)
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	1'104	-	-	1'104	1'104	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	1'104	-	-	1'104	1'104	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	878'514	(153'328)	19'596	963'926	830'194	(13'614)	(9'087)	14'748	(7'953)
	(2'156)	-	(14'025)	(43)	(14'068)	-	-	-	-
	(2'156)	-	(14'025)	(43)	(14'068)	-	-	-	-
	(2'156)	-	(14'025)	(43)	(14'068)	-	-	-	-
Total Entidades Financieras No bancarias	6'480'583	(2'808'420)	3'449'503	10'843'869	11'484'952	50'384	(21'175)	76'013	105'223
Total Entidades Financieras Especiales**	(23'888)	(23'004)	81'521	44'534	103'051	-	-	-	-
Total Entidades Públicas****	(671'780)	(251'707)	(395'317)	(359'046)	(1'006'069)	85'174	-	-	85'174
Otros****	656'674	44'423	(155'468)	851'749	740'705	9'086	-	489'950	499'036
Extranjeros	(70'535)	-	(70'551)	-	(70'551)	-	-	-	-
Total Movimiento Neto	12'008'837	(2'111'778)	8'657'270	12'454'921	18'400'413	286'118	112'337	582'983	981'438

Fuente: BR. Información actualizada al 11 de diciembre de 2015. * Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Anexo 3

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

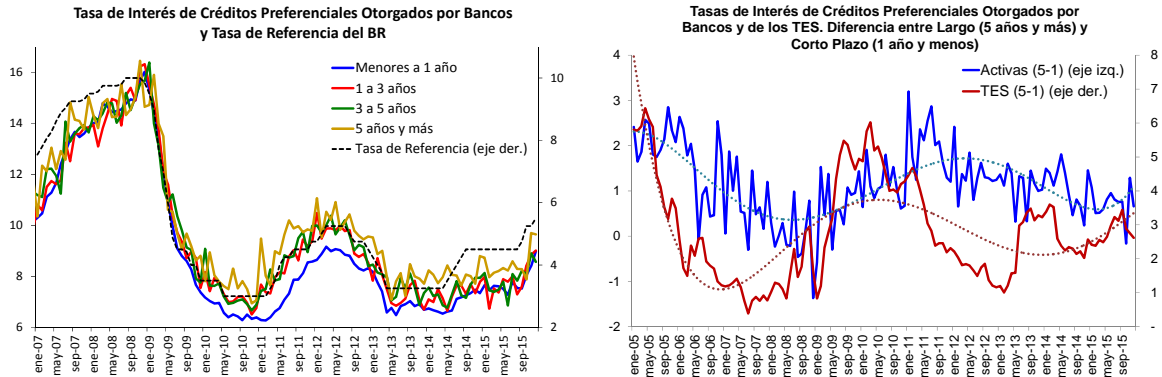


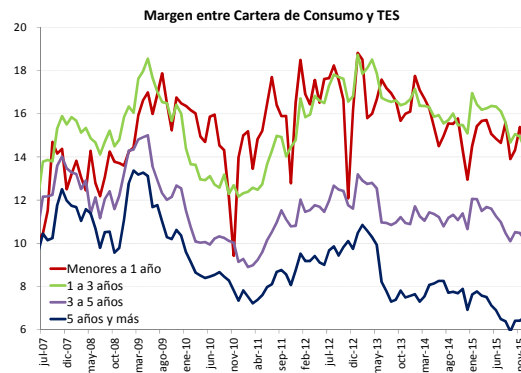
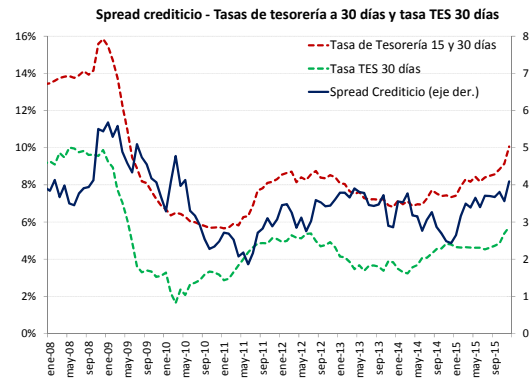
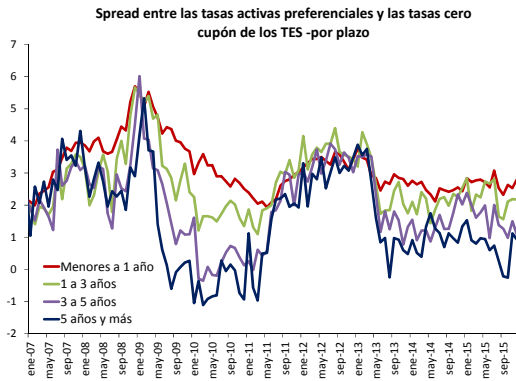
*Para el cálculo de los *bid-ask spread* se tomaron las puntas activas en el SEN entre las 10:45 am y 10:46 am, de cada día. Las bandas al vencimiento en las que se agrupa la información son las siguientes: 1 (menos de un año), 2 (entre 1 y dos años), 3 (entre 2 y 3 años), 4 (entre 3 y 4 años), 5 (entre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

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

Anexo 4

Margen entre tasas activas y tasa de TES





Anexo 5 Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Australia (2,0%), Canadá (0,5%), Suiza (-1,25% a -0,25%), Islandia (5,75%), Suecia (-0,35%), Noruega (0,75%) e Inglaterra (0,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas, en línea con las expectativas de los analistas. Adicionalmente, la Fed elevó el rango objetivo de las tasas de los fondos federales de uno entre 0%-0,25% a uno entre 0,25%-0,5%. El Banco Central de Islandia recortó su requerimiento de reservas 150 p.b. a 2,5%. 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). El Banco Central Europeo redujo el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósitos en 10 p.b. a -0,30%, y mantuvo inalterados los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito en 0,05% y el 0,30%, respectivamente. El Banco Central de Nueva Zelanda recortó su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 2,5%, según lo esperado por el mercado.

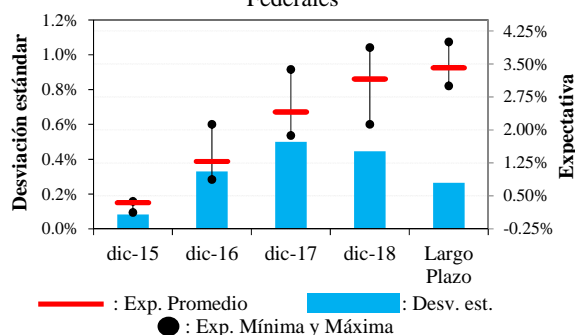
- EE.UU.:

El 16 de diciembre la Reserva Federal incrementó el rango de la tasa de interés de referencia a uno entre 0,25%-0,50%, tal como lo anticipaba el mercado. Junto con la decisión, el organismo señaló las mejoras considerables en las condiciones del mercado laboral durante este año y su confianza en que la inflación aumente en el mediano plazo a su nivel objetivo del 2%. En adición, el comité indicó que la orientación de la política monetaria continuará siendo expansiva, en aras de soportar avances adicionales en las condiciones del mercado laboral y la inflación, y que para determinar el momento y el tamaño de futuros ajustes en el rango objetivo de la tasa de fondos federales evaluará una amplia gama de información, incluidas las medidas de condiciones del mercado laboral,

indicadores de presiones inflacionarias y expectativas de inflación, y lecturas sobre la evolución financiera y los mercados internacionales. Con lo anterior, el organismo espera que las condiciones económicas evolucionen de tal forma que justifiquen solamente aumentos graduales de las tasas de fondos federales, las cuales continuarán por algún tiempo por debajo de sus niveles de largo plazo. Adicionalmente, la Fed mantuvo su política de reinvertir los pagos de capital de sus tenencias de activos, y prevé continuar haciéndolo hasta que la normalización del nivel de la tasa de fondos federales se consolide.

El organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que el punto medio de la proyección de crecimiento económico fue revisado al alza para el 2016 a 2,4% (ant: 2,3%) y lo mantuvo inalterado para los años 2015, 2017 y 2018⁶⁵; el punto medio de la proyección de desempleo fue revisado a la baja para los años 2016, 2017 y 2018 de 4,8% a 4,7%, y estable para el 2015⁶⁶; y el punto medio de la proyección de inflación fue revisado a la baja para el 2016 a 1,6% (ant: 1,7%) y se mantuvo estable para 2015, 2017 y 2018⁶⁷.

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

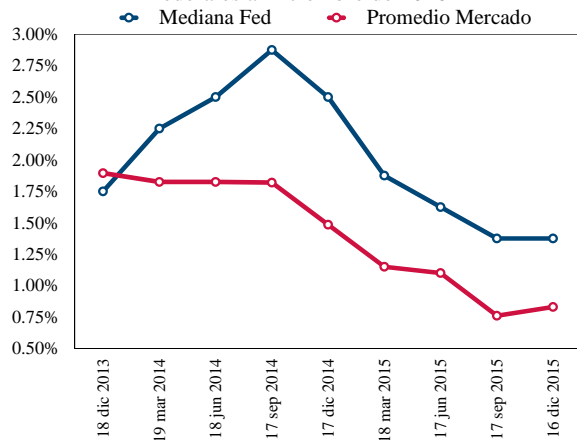


Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

que los incrementos serán más rápidos que lo que se descontaba en septiembre; y iii) el mercado continúa anticipando un ritmo de incrementos menor al que pronostica el FOMC.

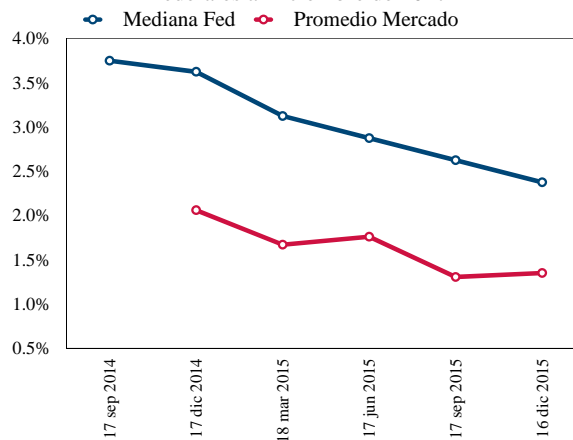
En cuanto a los pronósticos de diciembre sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos A.1⁶⁸, A.2 y A.3⁶⁹ se observa que: i) frente a las últimas proyecciones (septiembre de 2015) las estimaciones del FOMC para el cierre del 2016 permanecieron inalteradas, mientras que para el cierre de 2017 se redujeron de tal manera que se descuentan incrementos de la tasa de política monetaria a un ritmo más suave; ii) el mercado, por su parte, pronostica

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



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

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



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

⁶⁵ 2,1%, 2,2% y 2%, respectivamente.

⁶⁶ 5%.

⁶⁷ 0,4%, 1,9% y 2%, respectivamente.

⁶⁸ En este gráfico 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 2015, 2016, 2017, 2018 y para el largo plazo.

⁶⁹ En los gráficos A.2 y A.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2016 y 2017.

-Europa

En su reunión de política monetaria, el BCE decidió ampliar su programa de compras de activos de tal forma que las compras mensuales de EUR60 billones continuarán hasta finales de marzo de 2017, o hasta que el organismo observe un ajuste sostenido de la senda de inflación compatible con su objetivo de mediano plazo (2%). Adicionalmente, el BCE decidió incluir instrumentos de renta fija negociables denominados en euros emitidos por administraciones regionales y locales de la zona del euro dentro de los activos admisibles para las adquisiciones periódicas de los bancos centrales nacionales respectivos, y anunció que iba a reinvertir el principal de los valores adquiridos a medida que se vayan amortizando para favorecer las condiciones de liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria.

Países Emergentes

Los bancos centrales de Ucrania, República Checa, Rusia, República Dominicana, Filipinas, India, Indonesia, Angola, Namibia, Botsuana, Uganda, Serbia, Hungría, Bulgaria, Polonia, Tailandia y Corea del Sur mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 22%, 0,05%, 11%, 5%, 4%, 6,75%, 7,5%⁷⁰, 10,5%, 6,5%, 6%, 17%, 4,5%, 1,35%, 0,01%, 1,5%⁷¹, 1,5% y 1,5% respectivamente, en línea con lo esperado. En otro escenario, los bancos centrales de Trinidad y Tobago y Georgia las incrementaron sorpresivamente 25 p.b. y 50 p.b. a 4,75% y 8%, respectivamente, y el Banco Central de Taiwán la recortó 12,5 p.b. a 1,625%, decisión que tampoco era esperada por el mercado.

En Latinoamérica, los bancos centrales de Perú y México incrementaron sus tasas de interés de referencia 25 p.b. a 3,75% y 3,25%, respectivamente, en ambos casos en línea con lo esperado por el mercado.

- Perú:

El 10 de diciembre, el Banco Central de Perú mencionó en el comunicado que acompañó su decisión que *el nivel de la tasa de la tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación que, si bien converge al rango meta en el 2016, toma en cuenta los siguientes factores: i) Las expectativas de inflación se encuentran por encima del rango meta de inflación. ii) La inflación ha sido afectada por factores temporales de oferta tales como el aumento de precios de algunos alimentos y servicios públicos y por la depreciación cambiaria, factores que no deberían trasladarse de manera generalizada al resto de precios de la economía. iii) La actividad económica se viene recuperando de manera gradual. iv) Los indicadores internacionales muestran señales mixtas de recuperación de la economía mundial, así como volatilidad en los mercados financieros y cambiarios externos.* Adicionalmente, el organismo señaló que *los indicadores recientes de la actividad productiva y de expectativas empresariales y de consumidores señalan un ciclo económico con tasas de crecimiento del PBI menores a su potencial, pero con un ritmo mayor en el segundo semestre. Para el 2016 se estima que la economía estará creciendo a una tasa similar a la de su potencial.* Finalmente, el organismo señaló que se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, ajustes adicionales en la tasa de referencia.

⁷⁰ Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito también se mantuvieron inalteradas en 8,0% y 5,5%, respectivamente.

⁷¹ Asimismo, mantuvo inalteradas su tasa lombarda (2,50%), su tasa de descuento (1,75%) y su tasa de depósitos (0,50%).

- **Chile:**

En su reunión de política monetaria llevada a cabo el día 17 de diciembre, el Banco Central de Chile mencionó que *el escenario externo sigue dando cuenta de un deterioro para las economías emergentes, en buena medida por precios de las materias primas que volvieron a caer y por condiciones financieras globales menos favorables. El panorama de actividad mundial no muestra mayores cambios respecto del mes previo, aunque la proyección de crecimiento global se ha reducido en el último tiempo. La Reserva Federal aumentó su tasa de interés sin provocar, en lo inmediato, cambios significativos en los mercados financieros globales.*

En el plano local, el organismo indicó que *la inflación anual del IPC descendió a 3,9%, pero se estima que retornará a cifras por sobre 4% en el corto plazo. Además, señaló que los datos parciales del cuarto trimestre siguen indicando un acotado crecimiento de la actividad y la demanda interna. Los índices de confianza continúan en niveles pesimistas. La creación de empleo y el crecimiento de los salarios mantienen su dinamismo.*

- **México:**

En su reunión de política monetaria llevada a cabo el día 17 de diciembre, el Banco Central de México señaló que *la economía mundial se mantiene débil, destacando la pérdida de dinamismo en las economías emergentes y el crecimiento lento de la zona del euro y Japón. La actividad económica en Estados Unidos continúa expandiéndose, particularmente por la fortaleza de la demanda interna privada, a pesar de que la actividad industrial se encuentra deprimida debido, entre otros factores, a la apreciación generalizada del dólar y a una menor demanda global. Además, señaló que en la gran mayoría de las economías emergentes la actividad económica siguió desacelerándose, en parte por la continua disminución de los precios de las materias básicas y la desaceleración de China, mientras que el comportamiento de la inflación ha sido divergente. En China se ha incrementado la expectativa de estímulos monetarios adicionales, mientras que en algunas otras economías emergentes las posturas de política monetaria se han restringido ante claras presiones inflacionarias.*

En el plano local, indicó que *la actividad registró en el tercer trimestre del año un crecimiento mayor a lo previsto y por encima de lo observado en la primera mitad del año. En este contexto, el consumo privado continuó exhibiendo un mayor dinamismo, sustentado en parte por la evolución favorable del mercado laboral y la baja inflación, lo cual ha producido incrementos en la masa salarial real. A su vez, la inversión ha seguido registrando una trayectoria creciente, principalmente como consecuencia del desempeño del rubro de maquinaria y equipo. Por su parte, las exportaciones mantuvieron cierto estancamiento, ante la debilidad de la actividad industrial estadounidense y la caída de los precios del petróleo, entre otros. En cuanto a la inflación, el organismo señaló que esta ha seguido exhibiendo una tendencia a la baja, alcanzando niveles mínimos históricos, incluso menores a los previstos. A este resultado siguen contribuyendo la postura de la política monetaria, la holgura en la economía y los efectos directos e indirectos que sobre los precios al consumidor han tenido las reducciones adicionales en los precios de insumos de uso generalizado –varios como resultado de las reformas estructurales-, tales como los energéticos y los servicios de telecomunicaciones. Hasta el momento, el cambio en precios relativos derivado de la depreciación del tipo de cambio real ha procedido de manera ordenada y gradual. Los precios de las mercancías, en particular de los bienes durables, han continuado aumentando pausadamente, al tiempo que no se han observado efectos de segundo orden en los precios de bienes no comerciables y de servicios derivados del ajuste de la cotización de la moneda nacional. Como reflejo de lo anterior, las expectativas para la inflación general y subyacente medidas a través de encuestas para el cierre de 2015 continuaron disminuyendo a niveles*

significativamente por debajo de 3%, mientras que para 2016 y 2017 se han ido acercando al 3%. Asimismo, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo siguen ancladas prácticamente en 3%.

Anexo 6

Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.

Diciembre de 2015

Cuadro A5.1

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG
Actualizada el 17 de diciembre

	Economista	Empresa	Estimación	Fecha
1	Sergio Olarte	BTG Pactual	5.75%	11-Dec-2015
2	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	5.75%	04-Dec-2015
3	Diego Colman	4cast Inc	5.75%	11-Dec-2015
4	Miguel Aguirre	Accion Fiduciaria	5.75%	14-Dec-2015
5	Otman Gordillo	Adcap Colombia	5.75%	09-Dec-2015
6	Juana Tellez	BBVA	5.75%	16-Dec-2015
7	Nader Nazmi	BNP Paribas	5.75%	11-Dec-2015
8	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	5.75%	07-Dec-2015
9		Banco CorpBanca Colombia SA	5.75%	05-Dec-2015
10	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	5.75%	15-Dec-2015
11	Luciano Rostagno	Banco Mizuho	5.75%	14-Dec-2015
12	David Cubides	Banco Popular SA	5.75%	09-Dec-2015
13		Banco de Bogota	5.75%	04-Dec-2015
14	Alexander Riveros Saaved	Bancolombia	5.75%	17-Dec-2015
15	Alejandro Arreaza	Barclays	5.50%	14-Dec-2015
16	Francisco Rodriguez	BofA Merrill Lynch	5.75%	11-Dec-2015
17	Edward Glossop	Capital Economics	5.75%	10-Dec-2015
18	Andres Pardo	Corp Financiera Colombiana	5.75%	04-Dec-2015
19	Daniel Velandia	Credicorp Capital	5.75%	16-Dec-2015
20	Orlando Santiago Jacome	Fenix Valor	5.75%	10-Dec-2015
21	Juan Saboya	Fiduciaria de Occidente	6.00%	09-Dec-2015
22	Daniel Escobar	Global Securities	5.75%	07-Dec-2015
23		Goldman Sachs	5.75%	14-Dec-2015
24		Itau Asset Management	5.75%	17-Dec-2015
25	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	5.75%	11-Dec-2015
26	Ben Ramsey	JP Morgan	5.75%	11-Dec-2015
27	Luis Arcentales	Morgan Stanley	5.50%	08-Dec-2015
28	Andres Abadia	Pantheon Macroeconomics	5.75%	11-Dec-2015
29	Eduardo Bolanos	Positiva Compania de Seguros	5.75%	10-Dec-2015
30	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	5.50%	11-Dec-2015
31	Daniel Tenengauzer	RBC Capital Markets	5.75%	14-Dec-2015
32	Italo Lombardi	Standard Chartered Bank	5.75%	11-Dec-2015
33	Oscar Manco Lopez	Trust Investment SAS	5.75%	14-Dec-2015
34	Rafael De La Fuente	UBS Securities	5.75%	11-Dec-2015
35		Ultraserfinco	5.75%	09-Dec-2015
36	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	5.75%	05-Dec-2015
37	Jose David Lopez	Valoralta SA	6.00%	14-Dec-2015
		Tasa	Obs.	Prob.
		5.50%	3	8%
		5.75%	32	86%
		6.00%	2	5%
		Tasa Esperada Ponderada		5.74%

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
AdCap	5.75%	5.75%
Alianza Valores	5.75%	5.75%
Anif	5.75%	5.75%
Asobancaria	5.75%	5.50%
Axa Colpatria	5.75%	5.50%
Banco Agrario	5.75%	5.75%
Banco Davivienda	5.75%	5.75%
Banco de Bogotá	5.75%	6.00%
Banco de Occidente	5.75%	5.75%
Banco Popular	5.75%	5.75%
BBVA	5.75%	5.75%
BNP Paribas	5.75%	5.75%
BTG Pactual	5.75%	5.75%
Casa de Bolsa	5.75%	6.00%
Citibank	5.75%	5.75%
Corficolombiana	5.75%	5.75%
CorpBanca	5.75%	5.75%
Credicorp Capital	5.75%	5.75%
EConcept	5.75%	5.75%
Grupo Bancolombia	5.75%	5.75%
JP Morgan	5.75%	6.00%
Nomura	5.75%	6.00%
Old Mutual	5.75%	6.00%
Profesionales de Bolsa	6.00%	6.00%
Ultraserfinco	5.75%	5.75%
Credit Suisse	5.75%	5.75%
Fedesarrollo	5.75%	5.75%
Protección	5.75%	5.75%
Camacol	5.75%	5.75%
Cede	5.75%	5.75%
Promedio	5.76%	5.78%
Mediana	5.75%	5.75%
STDV	0.05%	0.13%
Máximo	6.00%	6.00%
Mínimo	5.75%	5.50%

Cuánto debería ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
6.00%	20%	6
5.75%	73%	22
5.50%	7%	2
5.25%	0%	0
Total	100%	30

Cuánto va a ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
6.00%	3%	1
5.75%	97%	29
5.50%	0%	0
Total	100%	30

Cuadro A6.3

Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y BVC
Diciembre 2015



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

□ Rango • Mediana

Anexo 7

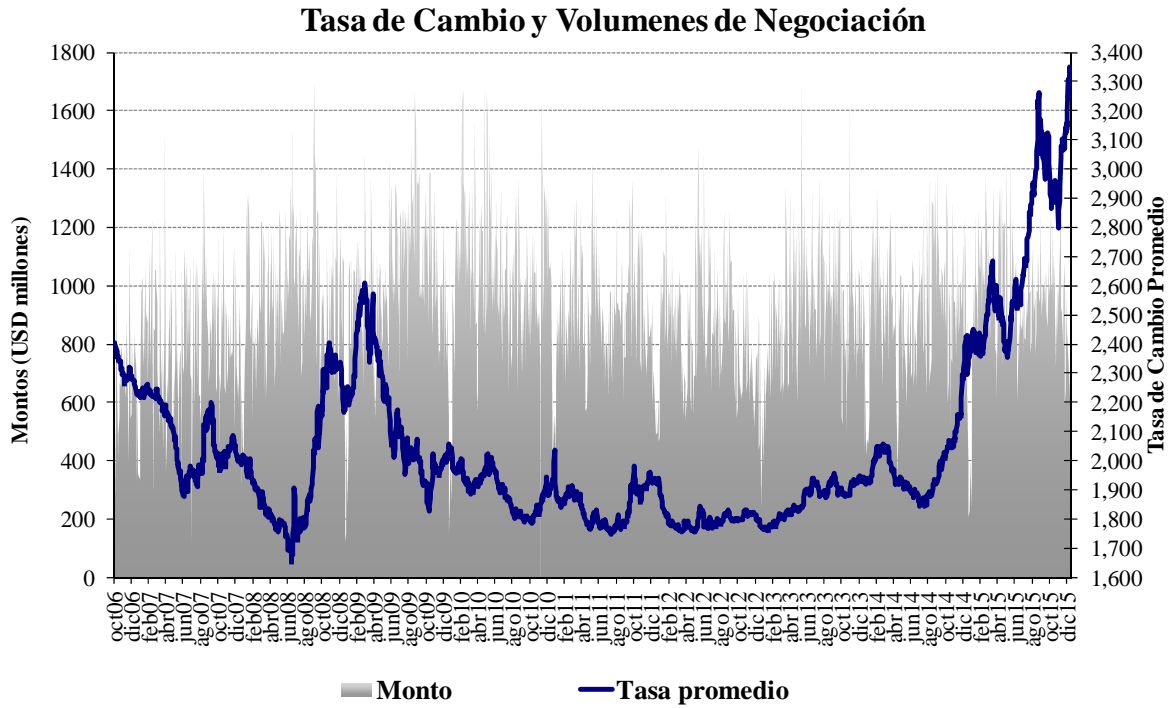
Probabilidades de Escenarios de Tasa de Referencia para las próximas tres reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)

TPM	dic/15	ene/16	feb/16	mar/16	abr/16	may/16	jun/16	jul/16	ago/16	sep/16	oct/16	nov/16
8.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
7.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
7.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%
7.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	6%
7.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	6%	9%	8%
6.75%	0%	0%	0%	2%	8%	15%	17%	21%	24%	22%	16%	10%
6.50%	0%	67%	100%	98%	92%	85%	83%	68%	50%	37%	30%	23%
6.25%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	11%	23%	28%	28%	28%
6.00%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	7%	13%	17%
5.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	4%
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%

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

Anexo 8
Evolución de la tasa de cambio peso/dólar

Gráfico A8



Anexo 9

