



VERSIÓN PÚBLICA

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

Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



VERSIÓN PÚBLICA

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

Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

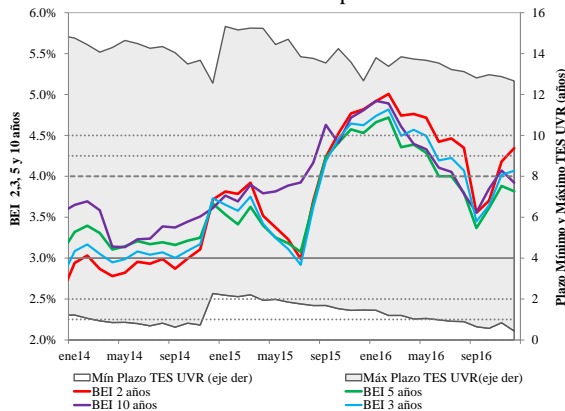
Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales
Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados
16 de diciembre de 2016

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

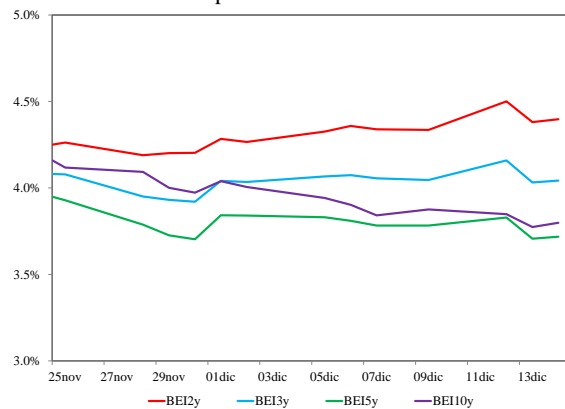
En promedio para lo corrido de diciembre¹ (hasta el 14) frente a los datos promedio de noviembre, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR aumentaron 17 p.b. y 4 p.b., para los plazos a 2 y 3 años, mientras que disminuyeron 9 p.b. y 18 p.b. para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente. De tal forma que los datos promedio del BEI en lo corrido de diciembre para estos plazos se ubican en 4,35%, 4,06%, 3,79% y 3,89%, respectivamente (Gráficos 1 y 2).

Gráfico 1: Promedio Mensual Expectativas Inflación



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 2: Expectativas Inflación Diarias



El Gráfico 3 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez² relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR³. Con información al 13 de diciembre, se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 3,37% (noviembre: 3,37%) y para los próximos 5 años sea 3,39% (noviembre: 3,40%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años aumentó de 0,43% en noviembre a 0,69% en diciembre, al tiempo que la de 5 años pasó de 0,01% a 0,02%.

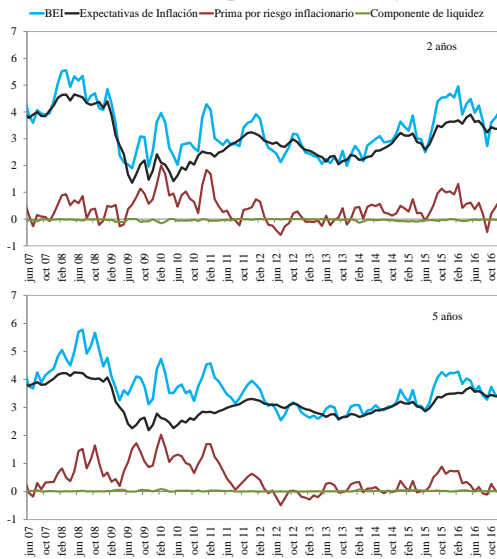
El Gráfico 4 muestra la senda de inflación esperada (FBEI) para los años comprendidos entre 2017 y 2020, tomando el promedio de los datos diarios del indicador para octubre, noviembre y diciembre del 2016. El FBEI a 2017 de diciembre es mayor al esperado en octubre y noviembre. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre los años 2017 y 2020, de tal forma que para estos años la inflación año completo esperada es de 4,71% y 3,3%, respectivamente (en noviembre: 4,35% y 3,62%, respectivamente).

¹ Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de 13 p.b., -5 p.b., -21 p.b. y -32 p.b. respectivamente. El 13 de diciembre se ubicaron en 4,40%, 4,04%, 3,72% y 3,80%, respectivamente.

² El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

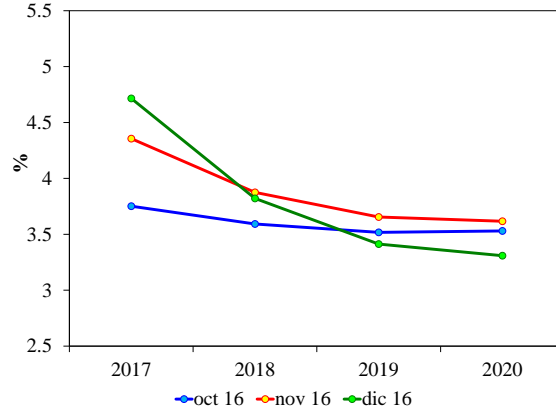
³ Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. Borradores de Economía. 903. Banco de la República.

Gráfico 3: Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 4: Inflación esperada (FBEI)



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.* Promedio datos mensuales.

En cuanto a las encuestas de expectativas de inflación de diciembre, todas reflejan una menor inflación esperada para el cierre del 2016 y la mayoría refleja un aumento de la inflación para el cierre de 2017 frente a lo anticipado en noviembre, salvo una encuesta⁴. (Gráficos 5 y 6 y Anexo 1).

Gráfico 5: Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2016

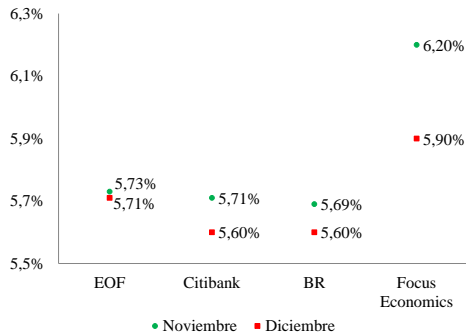
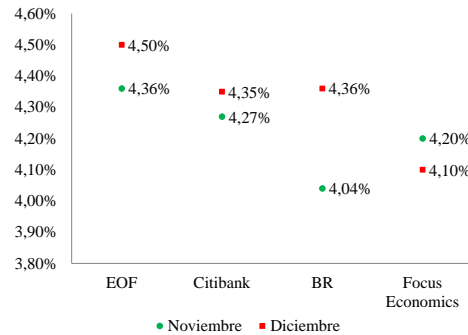


Gráfico 6: Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2017



Fuente: EOF, Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 12 de diciembre, los del Citibank el 14 de diciembre. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 7 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 5 de diciembre, con encuestas entre el 29 de noviembre y el 5 de diciembre. Cabe señalar que en el último caso, los pronósticos pueden no incorporar el dato de inflación de diciembre de 2016.

De acuerdo con la encuesta mensual realizada a comienzos de diciembre por el Banco de la República (BR)⁵ la inflación esperada a dos años (diciembre de 2018) se ubica en 3,58%, mientras que el mes anterior la inflación esperada para noviembre de 2018 era 3,57%.

En resumen, las expectativas de inflación en diciembre extraídas de encuestas son similares y apuntan a una senda de inflación decreciente, aunque para 2017 se incrementaron frente a la lectura anterior. Por su parte, las expectativas promedio que se infieren de la estimación del BEI aumentaron en el corto plazo y disminuyeron en el largo plazo, lo cual se describe en la siguiente sección.

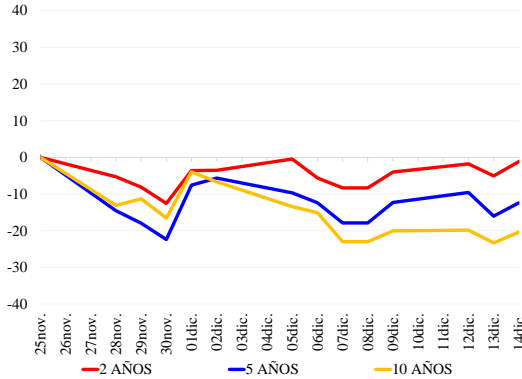
⁴ La encuesta de Focus Economics de diciembre de 2016 apunta a una inflación inferior para diciembre de 2017 que la registrada en noviembre de 2016, que se explica porque uno de los agentes con proyecciones elevadas en noviembre de 2016 no contestó la encuesta en diciembre de 2016 y porque otro agente con proyecciones elevadas redujo su pronóstico 100 p.b.

⁵ Realizada entre el 6 y el 7 de diciembre. Estos resultados pueden diferir de la Encuesta Trimestral de Expectativas Económica del BR debido a la diferencia temporal en que se toman las muestras.

Análisis del Breakeven Inflation⁶

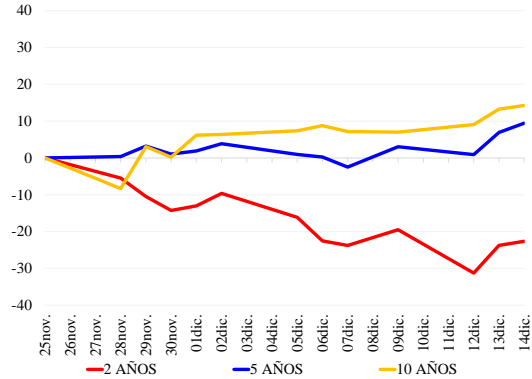
En diciembre el BEI a 2 y 3 años aumentó mientras que el de 5 y 10 años disminuyó. El comportamiento del BEI a corto plazo se explica principalmente por valorizaciones de los TES UVR, mientras que el menor BEI a 5 y 10 años es resultado de valorizaciones de los TES denominados en pesos.

Gráfico 7: Variación (p.b.) tasas cero cupón en pesos desde la última reunión de la JDBR



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

Gráfico 8: Variación (p.b.) tasas cero cupón en UVR desde la última reunión de la JDBR



La dinámica de la parte corta de los TES en UVR se explica por la demanda de la referencia con vencimiento en 2017 por parte de algunos agentes, dada la limitada oferta de títulos de corto plazo y las estrategias de portafolio basadas en la estacionalidad de la inflación esperada a comienzos del próximo año. De acuerdo con algunos agentes consultados estos títulos aún presentan valor y se constituyen en una alternativa parcial ante los vencimientos de los TCO (\$2.599 mm el 13 de diciembre). Por su parte, la parte larga de la curva de rendimiento de los TES UVR presentó algunas desvalorizaciones, posiblemente relacionadas con la mayor oferta de títulos ante la operación de canje anunciada el mes anterior por el Ministerio de Hacienda⁷.

Gráfico 9: Curvas Spot Pesos Colombia

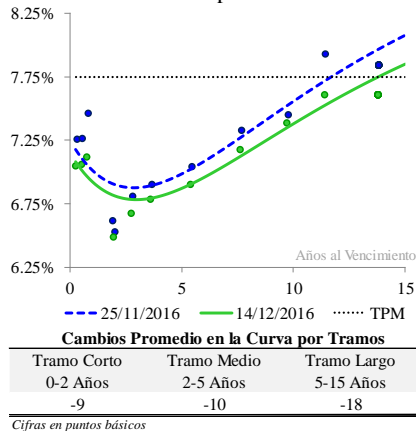
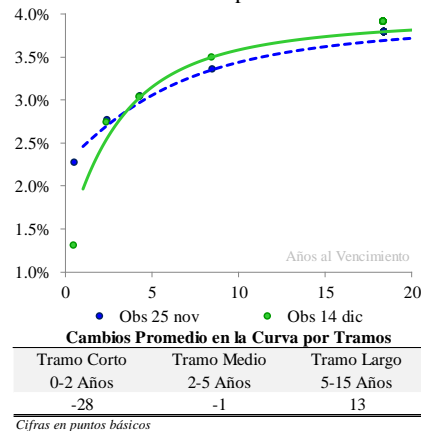


Gráfico 10: Curvas Spot UVR Colombia.



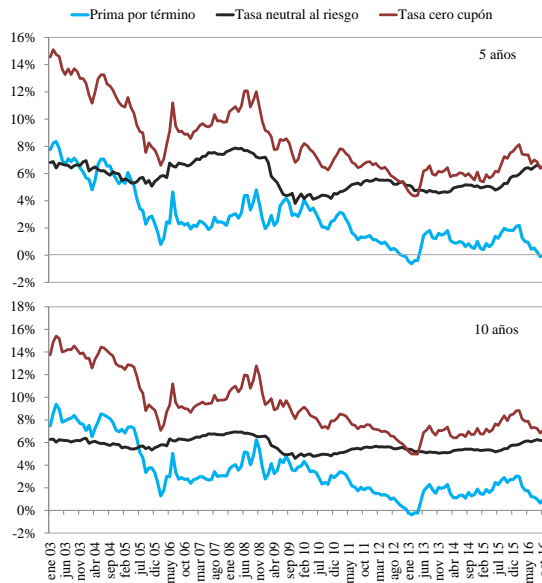
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR. Los factores de riesgo reflejan el cambio en la curva *spot* mediante tres factores: nivel, pendiente y curvatura.

⁶ El Anexo 2 resume los elementos relevantes en el mercado local durante el periodo posterior a la última reunión de la JDBR.

⁷ El 2 de noviembre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público anunció que realizaría una operación de canje de TES con el Tesoro Nacional con el propósito de mejorar su perfil de deuda, reducir el servicio de la deuda para 2017 y 2018 y disminuir el riesgo de refinanciamiento. La operación se realizará por un máximo de \$2 billones, en tramos mensuales de hasta \$1 billón, y la fecha máxima de realización de la operación está dada por los vencimientos de los TES que se recojan (mayo de 2017 y octubre de 2018); así mismo, se entregarán las referencias en pesos con vencimiento en mayo de 2022, agosto de 2026 y septiembre de 2030, y TES UVR con vencimiento en marzo de 2021, mayo de 2025 y abril de 2035.

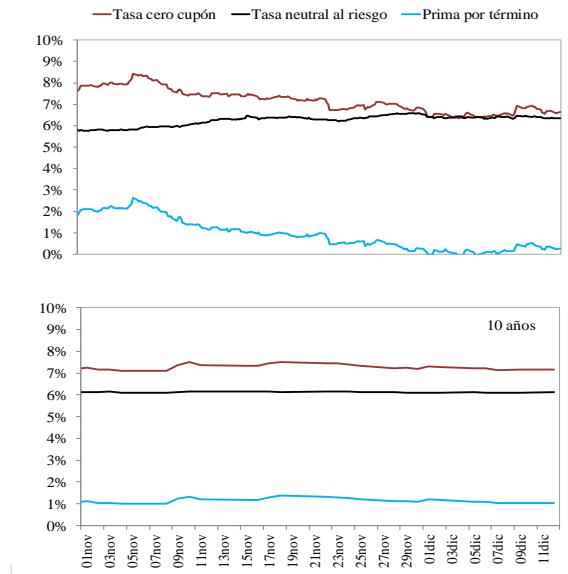
Durante el periodo analizado, los TES en pesos se valorizaron, en línea con el comportamiento del precio de petróleo⁸ y con los títulos de deuda pública de la región (Anexo 4). En el tramo corto de la curva también incidió la publicación del dato de inflación de noviembre que, si bien era anticipado por el mercado, reforzó sus expectativas de que el ciclo de recortes de la tasa de referencia inicie en el corto plazo. En la parte larga, las valorizaciones coincidieron con una demanda importante del *offshore* (\$2.315 mm, Anexo 3) cuyo efecto fue mayor que el de la oferta de TES producto del canje anunciado por el Gobierno.

Gráfico 11: Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años



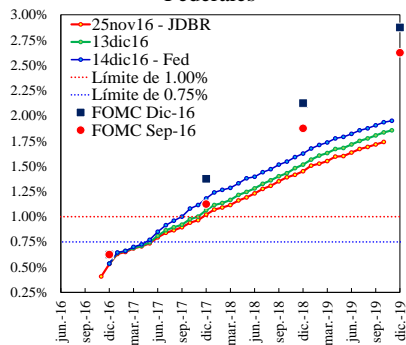
Fuente y Cálculos: BR

Gráfico 12: Zoom



En este contexto, durante diciembre se observó un incremento de la prima por término para los TES en pesos a 5 años de 5 p.b, mientras que la de 10 años disminuyó 10 p.b (Gráficos 11 y 12). Por su parte, la tasa neutral al riesgo aumentó 3 p.b. para 5 años y cerca de 2 p.b para 10 años.

Gráfico 13: Senda esperada Tasa Fondos Federales



Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, el 14 de diciembre la Fed incrementó el rango de la tasa de interés de referencia a uno entre 0,50% y 0,75%, tal como lo anticipaba el mercado. Junto con la decisión, el organismo destacó las mejoras en las condiciones del mercado laboral y la expansión de la economía a un ritmo moderado desde mediados del año. Además, indicó que la política monetaria será flexible con el objetivo de apoyar un mayor fortalecimiento del mercado laboral y un incremento de la inflación a su nivel objetivo.

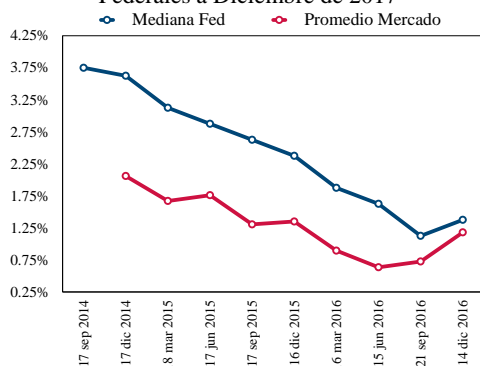
Con la decisión, el FOMC presentó sus pronósticos del punto medio del rango de las tasas de los fondos federales para los próximos años y el largo plazo, los cuales se

⁸ El 30 de noviembre la OPEP acordó reducir la producción en 1,2 millones de barriles a 32,5 millones de barriles por día. El 10 de diciembre, los miembros de la OPEP y otros países productores de petróleo fuera del grupo, incluyendo a Rusia y México, acordaron recortar en conjunto el bombeo de crudo. Los productores fuera de la OPEP accedieron a recortar su producción en un total de 558 mil barriles por día, lo cual se suma a los 1,2 millones de barriles por día que los países de la organización ya habían acordado retirar del mercado. Entre el 25 de noviembre y el 14 de diciembre los precios de la referencia Brent y WTI se valorizaron 18% y 15%, respectivamente.

ubicaron por encima de los datos proyectados en septiembre⁹; en particular, pronosticó que el rango de los fondos federales para el cierre de 2017 se encontrará entre 1,25% y 1,50%, lo que implica 3 incrementos, por encima de su pronóstico de septiembre que contemplaba solamente dos incrementos para el próximo año. El 14 de diciembre, tanto los TES en pesos como los UVR registraron desvalorizaciones entre 1 y 4 p.b.

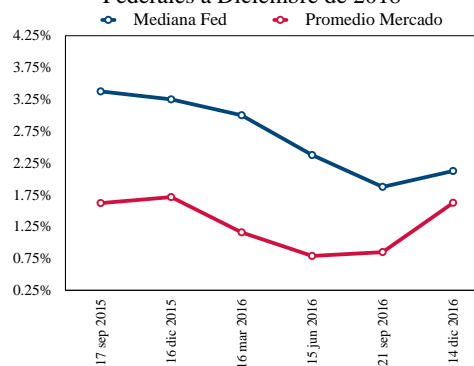
En los Gráficos 13 se observa que, frente a las proyecciones de septiembre, las estimaciones del FOMC para los cierres de 2017, 2018 y 2019 aumentaron, de tal manera que se espera un ritmo más acelerado de incrementos de la tasa de política monetaria. En los gráficos 14 y 15¹⁰ se evidencia que para diciembre de 2017 y 2018, el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC, sin embargo, la brecha entre estas expectativas se está cerrando.

Gráfico 14: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2017



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

Gráfico 15: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2018



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

En línea con los pronósticos de la Fed, el 14 de diciembre el mercado ajustó al alza sus pronósticos sobre la senda de incremento de las tasas de los fondos federales, luego de que en lo corrido del mes no se observaran cambios significativos (Gráfico 13). Específicamente, con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre los fondos federales, la tasa esperada de los fondos federales para diciembre de 2017 pasó de 1,02% el 25 de noviembre a 1,18% el 14 de diciembre (Cuadro 1).

Cuadro 1: Probabilidad de los posibles Escenarios Para la Reunión de la Fed en Diciembre 2017

	0,50% - 0,75%	0,75% - 1,00%	1,00%-1,25%	1,25%-1,50%	Mayor
25Nov16	12%	31%	33%	18%	6%
14Dic16	4%	18%	31%	28%	19%

Fuente: Bloomberg.

En conclusión, el aumento del BEI de corto plazo en diciembre coincide con los resultados de las encuestas de expectativas para 2017. No obstante, su comportamiento pudo estar influenciado por la demanda de actores particulares del TES UVR con vencimiento en 2017, dada la limitada oferta de títulos de corto plazo y las estrategias de portafolio basadas en la estacionalidad de la inflación. Ante estas condiciones, algunos agentes del mercado anticipan que este título continuará valorizándose en los primeros meses de 2017. Por su parte, la reducción del BEI de largo plazo se explica principalmente por: i) la demanda importante del *offshore* de TES denominados en pesos, decisión influenciada por la búsqueda de retornos; y ii) las diferencias de liquidez y de tipos de agentes entre ambos mercados.

⁹ La mediana del punto medio pronosticado para el cierre de 2017 pasó de 1,125% a 1,375%, la de 2018 pasó de 1,875% a 2,125%, para el 2019 pasó de 2,625% a 2,875% y para el largo plazo pasó de 2,875% a 3,00%.

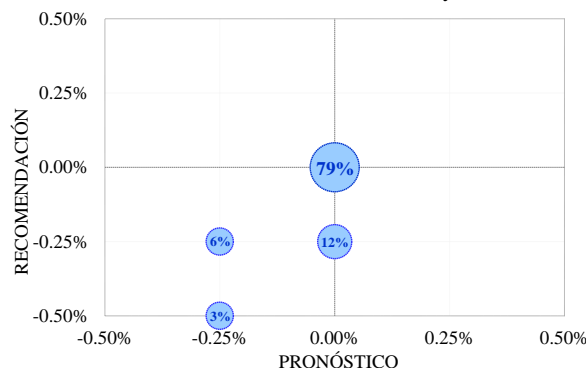
¹⁰ En los gráficos 14 y 15 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2017 y 2018.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

A continuación se presentan las expectativas de crecimiento económico y la tasa de política monetaria extraída de encuestas y de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*).

a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria

Gráfico 16: Encuesta sobre TPM Anif y Citibank



Fuente: Encuestas de Anif y Citibank.

Las encuestas reflejan que la mayoría de agentes del mercado espera y recomienda que la tasa de referencia del BR permanezca inalterada en la próxima reunión de la JDBR.

Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo y la BVC (EOF) publicada el 12 de diciembre¹¹, un 75% de los encuestados considera que la tasa de intervención se mantendrá inalterada, mientras que un 20% considera que será reducida 25 p.b. y el 5% restante considera que será reducida en 50 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg*¹², el 100% de los analistas (26) espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de interés de referencia. En tercer lugar, de acuerdo con la encuesta de *Focus Economics*, el 92% de los analistas (24) espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de interés de referencia, el 4% espera que sea reducida 25 p.b. y el 4% espera que sea reducida 75 p.b. (ver Anexo 1). Finalmente, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank¹³, se encuentra que de las 33 entidades encuestadas el 91% espera que la tasa permanezca estable y el 9% restante espera un recorte de 25 p.b. Además, el 79% recomienda que la tasa de referencia permanezca inalterada, el 18% recomienda un recorte de 25 p.b. y el 3% restante¹⁴ recomienda un recorte de 50 p.b. (Gráfico 16).

En el Gráfico 17 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2016 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Entre noviembre y diciembre la tasa esperada promedio pasó de 7,62% a 7,74% (Anexo 1). En el Gráfico 18 se muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses¹⁵. Se observa que el indicador a 1 mes no se aleja significativamente de la tasa de política, mientras que los de 3 y 6 meses han llegado a ubicarse 14 p.b. y 46 p.b. por debajo, respectivamente.

¹¹ Realizada entre el 28 de noviembre y el 6 de diciembre.

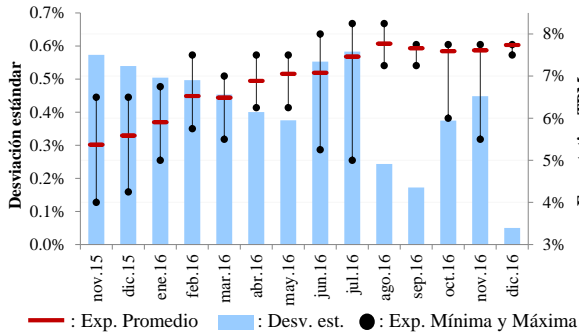
¹² Actualizada el 12 de diciembre. Datos recolectados entre el 2 y el 12 de diciembre.

¹³ Encuestas publicadas el 12 y el 14 de diciembre, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de Citibank. En particular, en esta ocasión el Banco Agrario recomendó en la encuesta de Anif un recorte de 25 p.b, mientras que en la encuesta de Citibank recomendó que se mantuviera inalterada.

¹⁴ Cede.

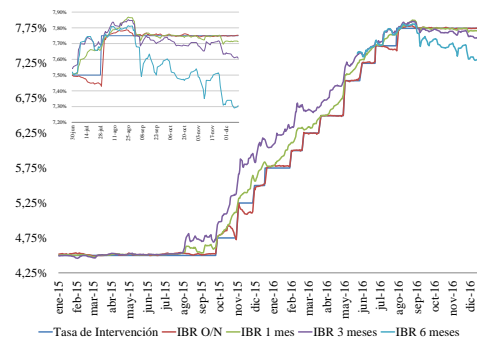
¹⁵ El 14 de diciembre las tasas del IBR *overnight*, el IBR a un mes, el de tres meses y el de seis meses fueron 7,75%, 7,71%, 7,61% y 7,31%, respectivamente.

Gráfico 17: Expectativas TPM para Finales de 2016
(Encuesta Citibank)



Fuente: Encuesta Citibank.

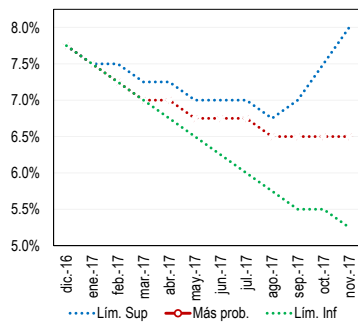
Gráfico 18: Tasa Fija del OIS, Tasa de Intervención y Tasas IBR



Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia permanezca inalterada y que sea recortada a partir de enero del próximo año, similar a lo estimado en noviembre (Gráfico 19, Cuadro 2 y Anexo 6).

Gráfico 19: Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

Cuadro 3: Probabilidades de los Escenarios de TPM Estimados a Partir del OIS

TPM	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17	may17	jun17	jul17	ago17	sep17	oct17	nov17
8.00%												0%
7.75%	100%											0%
7.50%		100%	16%								0%	0%
7.25%			84%	48%	6%						0%	0%
7.00%				52%	73%	39%	9%	1%		0%	0%	1%
6.75%					20%	56%	71%	56%	38%	24%	15%	11%
6.50%						5%	19%	36%	47%	49%	46%	37%
6.25%							1%	6%	13%	22%	29%	33%
6.00%								0%	2%	5%	9%	14%
5.75%									0%	0%	1%	3%
5.50%										0%	0%	1%
5.25%												0%

En los Gráficos 20 y 21 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para diciembre de 2016 y 2017, respectivamente. En estas se observa que frente a noviembre, las tasas esperadas de política monetaria para el cierre de 2016 y 2017 han aumentado en la mayoría de encuestas.

Gráfico 20: Expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2016

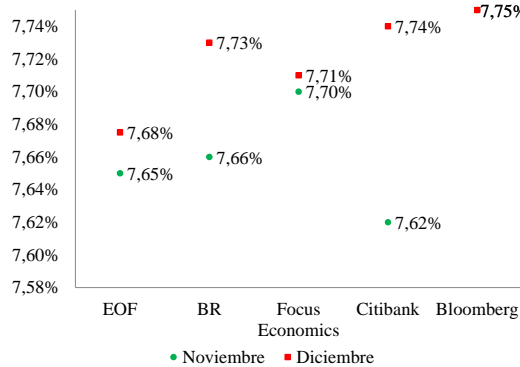
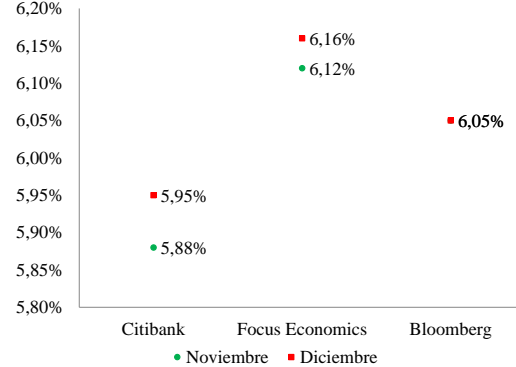


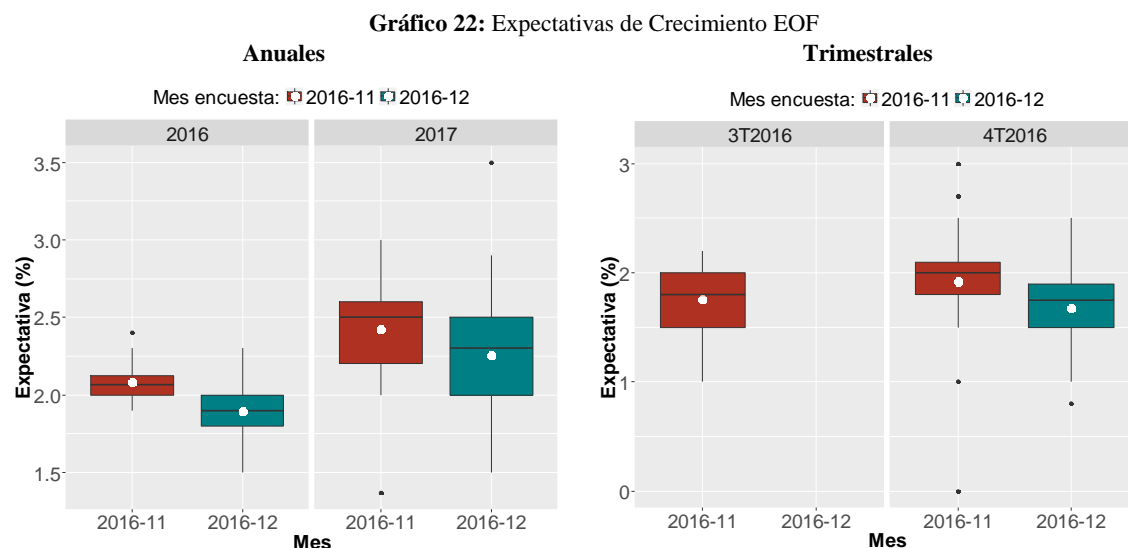
Gráfico 21: Expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2017



Fuente: EOF, Citibank, BR, Focus Economics y Bloomberg. Los datos de la EOF se publicaron el 12 de diciembre, los del Citibank el 14 de diciembre. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 7 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 5 de diciembre, al tiempo que la encuesta de Bloomberg se actualizó al 12 de diciembre. Cabe señalar que en los dos últimos casos, los pronósticos pueden no incorporar el dato de inflación de diciembre de 2016.

b) Expectativas de Crecimiento Económico

En el Gráfico 22 puede observarse que de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para el 4T16, el año 2016 y el 2017¹⁶. El dato esperado para el 2017 (2,25%) es superior al esperado para el 2016 (1,89%). Adicionalmente, de acuerdo con el resultado preliminar de la encuesta de expectativas de *Bloomberg*, para el 4T16 se espera un crecimiento de 1,7%.



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: BR. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos.

c) Información Adicional Extraída de la EOF

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 46,7% resaltó la política fiscal (ant: 48%), un 30% señaló los factores externos (ant: 28%), un 11,7% el crecimiento económico (ant: 9,6%), un 10% la política monetaria (ant: 11,5%) y el 1,7% restante resaltó otro factor (ant: 0%).

Adicionalmente, los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 5 p.b. (ant: valorización 27 p.b.)¹⁷. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una valorización cercana al 0,26% (ant: -1,20%)¹⁸.

d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

El Cuadro 4 muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento económico para un conjunto de países. Las expectativas de crecimiento económico para 2016 aumentaron en los casos de Argentina, Sudáfrica y China, se mantuvieron iguales en México, Perú, EE.UU. y Noruega, y cayeron en los demás países. En el caso de Colombia, el crecimiento esperado

¹⁶ La proyección de crecimiento para el año 2016 pasó de 2,08% a 1,89%, para el cuarto trimestre pasó de 1,91% a 1,67% y para el 2017 se ubicó en 2,25% frente al dato de 2,42% de la encuesta anterior.

¹⁷ 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.

¹⁸ 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.

pasó de 2,05% a 1,88%. Los datos de inflación de noviembre fueron inferiores a las expectativas del mercado en México y Brasil, iguales en Colombia, Chile, EE.UU. y Alemania, y superiores en los demás países. La inflación continúa por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2%-4%), Perú (1%-3%) y Brasil (2,5%-6,5%). Las expectativas de inflación para diciembre de este año disminuyeron para Colombia, Brasil y Ecuador.

Cuadro 4: Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Nov. 2016**		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Ultimos datos publicados***		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Nov. 2016	Dic. 2016		Nov. 2016	Dic. 2016	Esp*	Obs	Nov. 2016	Dic. 2016
Colombia	5,96%	5,96%	5,69%	5,60%	7,75%	7,62%	7,74%	1,5%	1,2%	2,05%	1,88%
Chile	2,9%	2,9%	3,5%	3,2%	3,50%	3,50%	3,50%	1,45%	1,60%	1,7%	1,6%
México	3,34%	3,31%	3,25%	3,40%	5,25%	4,99%	5,50%	2,0%	2,0%	2,10%	2,10%
Perú	3,30%	3,35%	2,60%	2,60%	4,25%	4,28%	4,21%	4,4%	4,4%	4,2%	4,2%
Brasil	7,08%	6,99%	6,80%	6,69%	13,75%	13,58%	13,74%	-3,2%	-2,9%	-3,40%	-3,43%
Ecuador	n.d.	1,05%	1,9%	1,6%	5,96%	5,64%	5,70%	n.d.	-2,2%	-1,2%	-2,3%
Argentina	n.d.	44,70%	40,1%	40,2%	24,00%	n.d.	n.d.	-2,5%	-3,4%	-1,5%	-1,4%
EE.UU.	1,60%	1,60%	1,7%	1,8%	0,50%	0,75%	0,75%	2,6%	2,9%	1,9%	1,9%
India	4,15%	4,20%	4,7%	4,9%	6,25%	6,15%	6,06%	7,5%	7,3%	7,2%	7,2%
Sudáfrica	6,3%	6,4%	6,3%	6,5%	7,00%	7,00%	7,00%	0,7%	0,7%	0,4%	0,7%
China	2,2%	2,3%	2,0%	2,0%	4,35%	4,29%	4,35%	6,7%	6,7%	6,6%	6,7%
Alemania	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	-	-	-	1,7%	1,7%	1,8%	1,7%
Noruega	3,5%	3,5%	3,1%	3,3%	0,50%	0,50%	0,50%	-0,5%	-0,5%	1,8%	1,8%

Colombia: La inf. Esp. es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 6 y el 7 de diciembre del 2016. Las exp. de crecimiento y de TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Encuesta del Banco Central del 31 de octubre. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Chile: Encuesta enviada el 2 de diciembre con plazo máximo de recepción el 7 de diciembre.

México: Encuesta publicada por el BCM el 2 de diciembre con respuestas recibidas entre el 19 y el 27 de octubre. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 2 de diciembre.

Ecuador: Exp extraídas del Consensus Forecast del FocusEconomics (diciembre). Se incluyen exp. de tasa de depósitos entre 91 y 120 días. Se toma la Tasa Pasiva Ef. Ref. como TPM.

Argentina: La tasa de inf. observada corresponde a la ciudad de B.A. y se extrae de Bloomberg junto con el crecimiento. Las expectativas de crecimiento e inflación provienen de Focus Economics.

EE.UU: Datos obtenidos de Bloomberg.

India: Las expectativas de inflación (IPC -Promedio 2016), TPM y crecimiento son obtenidos del consensus forecast del FocusEconomics (enero).

Sudáfrica: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

Alemania: Datos obtenidos de Bloomberg.

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

**Todos los datos corresponden al mes de noviembre, excepto EE.UU., India, Sudáfrica, Alemania y Argentina, para los cuales el dato corresponde a octubre.

***Todos los datos corresponden al 3T16, excepto Argentina cuyo dato corresponden al 2T16. Todos los datos son YoY, excepto Noruega cuyos datos son QoQ.

El dato reportado corresponde a la mediana, a excepción del caso de las expectativas i) de inflación en Colombia y ii) de la TPM en todos los países, casos en los cuales se presenta la media.

3. SENTIMIENTO Y PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos preliminares de diciembre (EOF¹⁹, volatilidades²⁰ y márgenes crediticios²¹) el índice de percepción de riesgo IDODM disminuyó frente al de noviembre (Gráfico 23 y Anexo 7). Esto se explica por la disminución de los márgenes de consumo y de preferencial frente a los TES, por las expectativas de una menor prima de riesgo país y por la menor volatilidad en el mercado de deuda pública local; lo anterior más que compensó el menor crecimiento económico esperado, las expectativas de inflación superiores a las de noviembre y el incremento de los márgenes de la cartera de tesorería.

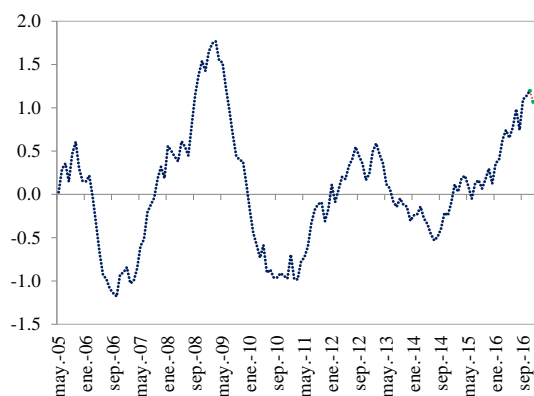
Los índices de confianza industrial y comercial se deterioraron en octubre. El primero, pasó de 2,5 puntos a -5,5 puntos, explicado por la caída de volumen actual de pedidos y expectativas de producción para el próximo trimestre. El índice de confianza industrial pasó de 23,5 puntos en septiembre a 20,7 puntos en octubre, dada la caída en situación actual del negocio y nivel de existencias (Gráfico 24).

¹⁹ Publicada el 12 de diciembre.

²⁰ Datos al 12 de diciembre.

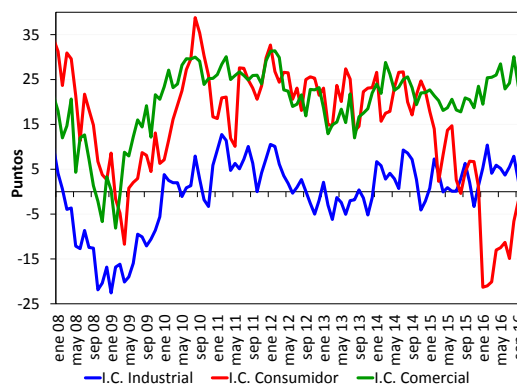
²¹ Datos al 2 de diciembre.

Gráfico 23: Índice de Percepción de Riesgo (IDODM).



Fuentes: BR, 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

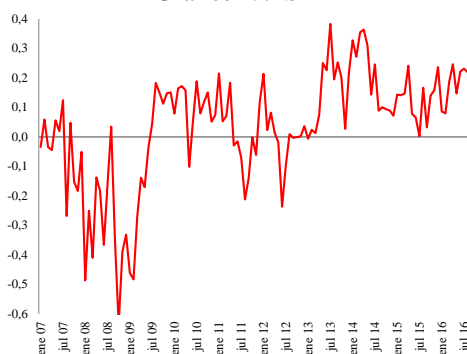
Gráfico 24: Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.



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

El Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) se mantuvo en terreno positivo y su valor de 0,19 es superior a los niveles alcanzados en octubre y noviembre (0,18 y 0,15, respectivamente, Gráfico 25). Este incremento se dio en un contexto en donde los principales temas con valoración positiva estuvieron relacionados con el aumento en el precio del petróleo ante el acuerdo de recorte de su producción y los datos del mercado laboral en EE.UU. Por su parte, en los documentos clasificados como “negativos” se encuentra que los principales tópicos estuvieron relacionados con el crecimiento del producto y con la política monetaria.

Gráfico 25: ISAM



Fuentes: Distintas entidades financieras que elaboran informes de estudios económicos. **Cálculos:** BR.

Finalmente, los principales indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medidos por el VIX, el VSTOXX y el MOVE presentaron comportamientos heterogéneos respecto al 25 de noviembre. Mientras el VIX aumentó, el VSTOXX y el MOVE cayeron. En los primeros días del periodo, estos indicadores presentaron una tendencia creciente explicada por la incertidumbre generada ante la expectativa de un acuerdo entre países de la OPEP que limitara la producción de petróleo. La mayor percepción de riesgo durante el periodo se dio durante los primeros días de diciembre, explicada por los aumentos en las expectativas de inflación en EE.UU, lo cual se reflejó en un empinamiento de la senda esperada de incrementos en la tasa de fondos federales de la Fed. Simultáneamente en Europa, la expectativa de la victoria del “no” en el referendo de Italia²² generó un aumento en la percepción de riesgo. Una vez se conocieron los resultados de las elecciones, la percepción de riesgo en los mercados europeos cayó²³. Adicionalmente, la publicación de datos macroeconómicos positivos sobre la economía de EE.UU. y la eurozona ayudó a la reducción en la percepción de riesgo. En los últimos días del periodo analizado, el incremento del VIX estuvo asociado a la incertidumbre sobre lo que anunciaría la Fed con respecto a la senda futura de la política monetaria. En el caso de los países emergentes y la región, la percepción de riesgo disminuyó, lo cual se vio reflejado respectivamente, en la reducción del EMBI+ y los CDS en Latinoamérica (Anexo 8).

²² Por medio del cual Mateo Renzi buscaba modificar los poderes constitucionales del parlamento.

²³ La incertidumbre se disipó ante el rápido anuncio sobre la formación de un gobierno de transición que daría continuidad a la ejecución de ciertas reformas económicas que venían en curso, dentro de ellas los planes de un posible rescate de los bancos italianos.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros.

Cuadro A1.1: Encuesta de Expectativas de Bloomberg sobre Tasa de Política Monetaria para la próxima reunión

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TPM BLOOMBERG Actualizada el 12 de diciembre

	Economista	Empresa	Estimación	Fecha
1	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	7,75%	12/09/2016
2	Ezequiel Aguirre	BofA Merrill Lynch	7,75%	12/09/2016
3	Diego Colman	4cast Inc	7,75%	12/09/2016
4	Fernando Sedano	Morgan Stanley	7,75%	12/09/2016
5	Orlando Santiago Jacome	Fenix Valor	7,75%	12/02/2016
6	Oscar Munoz	BNP Paribas	7,75%	12/02/2016
7	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	7,75%	12/02/2016
8	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	7,75%	12/02/2016
9	Dev Ashish	Societe Generale	7,75%	12/08/2016
10	Alejandro Arreaza	Barclays	7,75%	12/09/2016
11	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	7,75%	12/09/2016
12	Sergio Olarte	BTG Pactual	7,75%	12/09/2016
13	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	7,75%	12/09/2016
14	Andres Abadia	Pantheon Macroeconomics	7,75%	12/09/2016
15	Felipe Esteban Espitia Murcia	Fiduciaria Central SA	7,75%	12/09/2016
16	Rafael Neira Gonzalez	Banco Gnb Sudameris	7,75%	12/02/2016
17		Goldman Sachs	7,75%	12/09/2016
18	Rafael De La Fuente	UBS Securities	7,75%	12/09/2016
19	Italo Lombardi	Standard Chartered Bank	7,75%	12/09/2016
20		Banco de Bogota	7,75%	12/02/2016
21		Banco CorpBanca Colombia SA	7,75%	12/02/2016
22	Wilson Tovar	Acciones Y Valores	7,75%	12/12/2016
23	Luciano Rostagno	Banco Mizuho	7,75%	12/12/2016
24	Daniel Escobar	Global Securities	7,75%	12/05/2016
25	Andres Pardo	Corp Financiera Colombiana	7,75%	12/09/2016
26		Alianza Valores	7,75%	12/02/2016

Tasa	Obs.	Prob.
7,50%	0	0%
7,75%	26	100%
8,00%	0	0%
Tasa Esperada Ponderada		7,75%

Cuadro A1.2: Resultados Encuestas de Expectativas de Anif y Citibank Diciembre 2016

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
4cast	7.75%	7.75%
AdCap	7.50%	7.50%
Alianza Valores	7.75%	7.75%
Anif	7.75%	7.75%
Asobancaria	7.75%	7.50%
Axa Colpatría	7.75%	7.75%
Banco Agrario	7.75%	7.75%
Banco de Bogotá	7.75%	7.75%
Banco de Occidente	7.75%	7.75%
Banco Pichincha	7.75%	7.50%
BBVA	7.75%	7.75%
BTG Pactual	7.75%	7.75%
Camacol	7.75%	7.75%
Casa de Bolsa	7.75%	7.75%
CEDE	7.50%	7.25%
Citibank	7.75%	7.75%
Colfondos	7.75%	7.75%
Corficolombiana	7.75%	7.50%
CorpBanca	7.75%	7.75%
Credicorp Capital	7.75%	7.75%
Credit-Suisse	7.75%	7.75%
EConcept	7.75%	7.75%
Fedesarrollo	7.75%	7.75%
Fidubogotá	7.75%	7.75%
Grupo Bancolombia	7.75%	7.75%
Grupo Bolívar	7.75%	7.50%
JP Morgan	7.75%	7.75%
Moodys Economy	7.75%	7.75%
Nomura	7.75%	7.75%
Old Mutual	7.75%	7.75%
Profesionales de Bolsa	7.75%	7.75%
Protección	7.50%	7.50%
Ultraserfinco	7.75%	7.75%
Promedio	7.73%	7.69%
Mediana	7.75%	7.75%
STDV	0.07%	0.13%
Máximo	7.75%	7.75%
Mínimo	7.50%	7.25%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
7.75%	79%	26
7.50%	18%	6
7.25%	3%	1
Total	0%	0

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
7.75%	91%	30
7.50%	9%	3
7.25%	0%	0
Total	0%	0

Cuadro A1.3: Encuesta de Expectativas del Citibank Sobre Inflación

Participantes	Diciembre	2017	2018
4cast	5.70%	4.00%	3.50%
AdCap	5.59%	4.30%	3.18%
Alianza Valores	5.70%	5.30%	4.25%
Anif	5.50%	5.30%	3.50%
Asobancaria	5.60%	4.80%	3.50%
Axa Colpatría	5.76%	3.90%	3.50%
Banco Agrario	5.55%	3.49%	3.14%
Banco de Occidente	5.59%	4.61%	4.44%
BBVA	5.60%	4.10%	3.60%
BTG Pactual	5.74%	3.92%	3.30%
Casa de Bolsa	5.55%	5.60%	4.50%
Citibank	5.60%	4.00%	3.10%
Colfondos	5.65%	4.14%	3.80%
Corficolombiana	5.60%	5.60%	3.90%
CorpBanca	5.62%	4.00%	3.45%
Credicorp Capital	5.57%	4.30%	3.00%
EConcept	5.59%	3.93%	3.50%
Fidubogotá	5.55%	4.20%	3.69%
Grupo Bancolombia	5.55%	3.90%	3.10%
JP Morgan	5.50%	3.90%	3.86%
Moody's Economy	5.60%	3.90%	3.20%
Nomura	5.50%	4.50%	3.40%
Ultraserfinco	5.70%	4.27%	3.40%
Promedio	5.60%	4.35%	3.56%
Mediana	5.60%	4.14%	3.50%
STDV	0.07%	0.59%	0.41%
Máximo	5.76%	5.60%	4.50%
Mínimo	5.50%	3.49%	3.00%

Gráfico A1.1: Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y la BVC

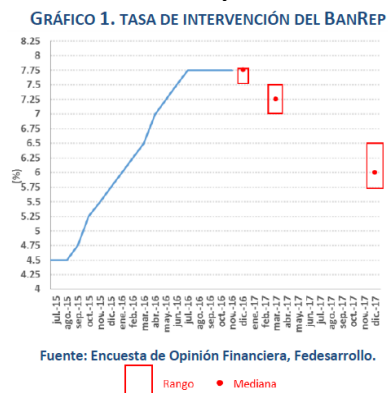
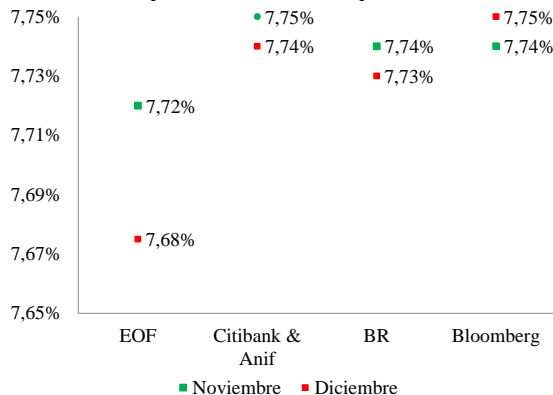


Gráfico A1.2: Expectativas de la tasa de política monetaria para la reunión correspondiente al mes



Fuente: EOF- Fedesarrollo y BVC, Citibank, BR, *Focus Economics* y *Bloomberg*. Los datos de la EOF se publicaron el 12 de diciembre, los del Citibank el 14 de diciembre. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 7 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 5 de diciembre, al tiempo que la encuesta de *Bloomberg* se actualizó al 12 de diciembre. Cabe señalar que en los dos últimos casos, los pronósticos pueden no incorporar el dato de inflación de diciembre de 2016.

Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

Luego de conocerse la decisión de la JDBR de mantener inalterada la tasa de política monetaria en la reunión de noviembre, en promedio las tasas de los TES en pesos presentaron disminuciones en su jornada posterior de -11 p.b, -14 p.b. y -11 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Lo anterior se explica porque, si bien la decisión de mantener inalterada la tasa de referencia era esperada por el mercado, los agentes reforzaron sus expectativas del comienzo de un ciclo de recortes de la tasa de intervención en el corto plazo, ante el voto de dos de los miembros de la JDBR a favor de un recorte en las tasas, y por el hecho de que en el comunicado se indicara la tendencia a la baja de la inflación, las menores expectativas de inflación, la disminución gradual del déficit de cuenta corriente y la desaceleración de la economía. Además, el 28 de noviembre se registró una demanda importante de TES por parte de inversionistas extranjeros (compraron en neto ese día \$939 mm, principalmente TES de largo plazo). Por su parte, los TES UVR presentaron variaciones promedio de -8 p.b, 0 p.b. y -8 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

El Dane publicó el 5 de diciembre la variación del índice de precios al consumidor de noviembre del 2016, ubicándose en 0,11% mensual. Dicho resultado fue superior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,10%), pero inferior al dato extraído de la encuesta del BR (0,14%) y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2015 (0,60%). La variación anual fue 5,96%²⁴. En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación, las tasas de los TES en pesos presentaron disminuciones de 3 p.b. en todos sus tramos, al tiempo que las tasas de los TES UVR en promedio presentaron variaciones de -7 p.b, -3 p.b. y 1 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Adicionalmente, el 6 de diciembre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público radicó la ponencia de la Reforma Tributaria indicando que con ésta el Gobierno Nacional espera recaudar \$6,2 billones en 2017.

Además, en el período analizado se venció el TES con vencimiento al 13 de diciembre de 2016 por \$2774 mm²⁵. El valor de las emisiones de bonos de largo plazo desde la última reunión de la JDBR ha sido \$304 mm y de TES de corto plazo por \$400 mm²⁶.

En lo corrido de diciembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$2,8 billones²⁷, inferior al observado el mes anterior (\$3,7 billones), pero superior al registrado en diciembre de 2015 (\$1,8 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 33% a 24%, seguidos por los que vencen en noviembre del 2018 cuya participación pasó de 10% a 15% (Gráfico A2.2).

En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 2 años). Se tiene que desde el 25 de noviembre se han mantenido los montos de negociación de los títulos en pesos mientras que los de UVR han caído. En el primer caso, se han ubicado en entre los percentiles 40 y 80 y entre 0 y 40 para títulos en UVR. Es importante notar que en la última semana los montos de negociación de los títulos UVR han estado entre los percentiles 0 y 20.

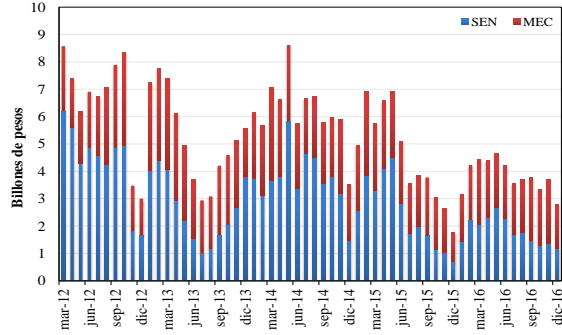
²⁴ Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2015 (6,39%).

²⁵ Teniendo en cuenta principal y cupón.

²⁶ Con datos al 12 de diciembre. De los TES de largo plazo \$250 mm corresponden a bonos en pesos y \$54 mm a bonos denominados en UVR.

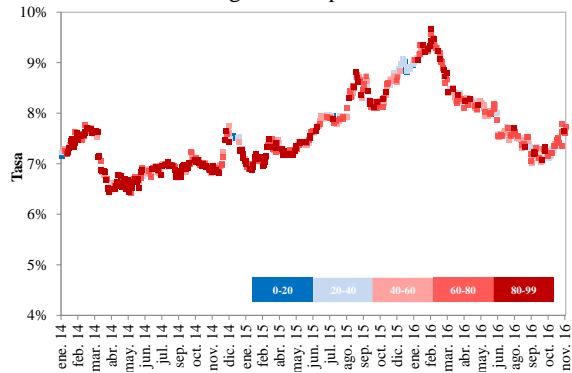
²⁷ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

Gráfico A2.1: Monto Promedio Diario Negociado de TES



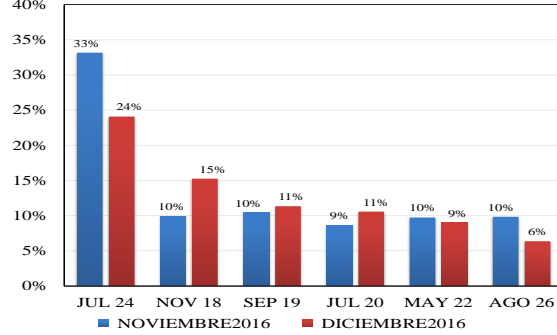
Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 21 de noviembre del 2016

Gráfico A2.3: Tasa Cero Cupón Pesos 10 años y Volumen Negociación por Percentiles



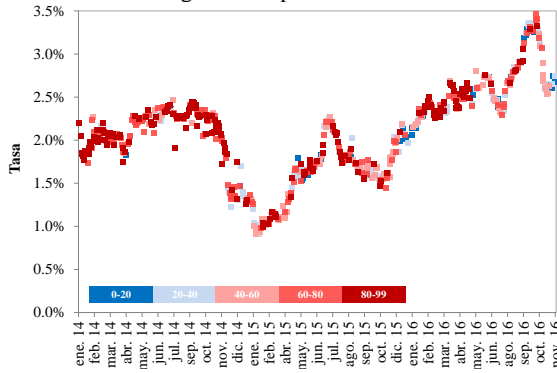
Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República.

Gráfico A2.2: TES más transados



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

Gráfico A2.4: Tasa Cero Cupón UVR 2 años y Volumen Negociación por Percentiles



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

El *bid-ask spread* promedio de los TES en pesos y UVR disminuyó en diciembre respecto al promedio de noviembre (Gráficos A2.5 y A2.6). En particular, para los títulos de cotización obligatoria, el promedio se ubicó en 3,07 p.b. para el caso de los TES en pesos (noviembre: 3,13 p.b.) y en 4,49 p.b. para el caso de los TES UVR (noviembre: 6,56 p.b.). La profundidad de estos mercados (Gráficos A2.7 y A2.8), respecto al promedio de noviembre, disminuyó en \$2,2 mm para los títulos en pesos mientras que aumentó en \$0,7 mm para los TES UVR. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos disminuyó de \$111,6 mm a \$110,3 mm y en UVR subió de \$63,2 mm a \$66,5 mm en diciembre.

Gráfico A2.5: Bid-Ask spread de los TES en pesos* (p.b.)

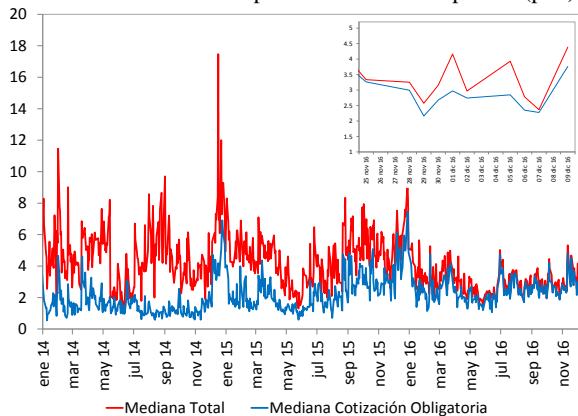
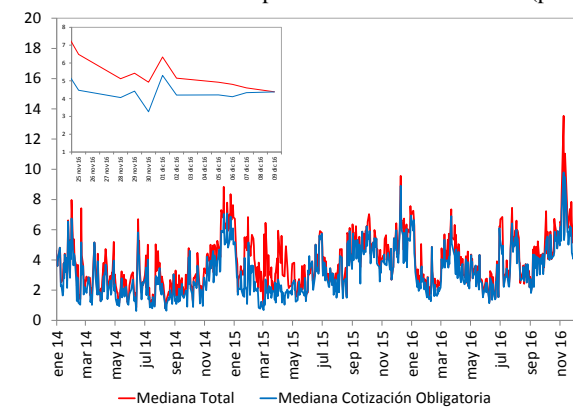


Gráfico A2.6: Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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

Gráfico A2.7: Profundidad promedio de los TES en pesos*

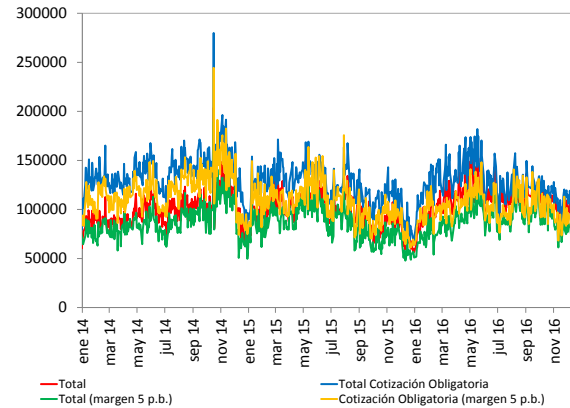
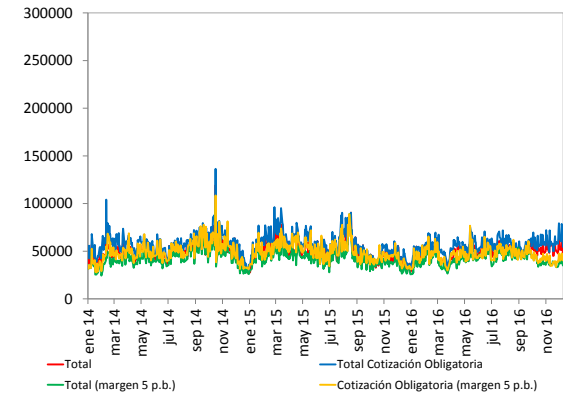


Gráfico A2.8: Profundidad promedio de los TES en UVR*

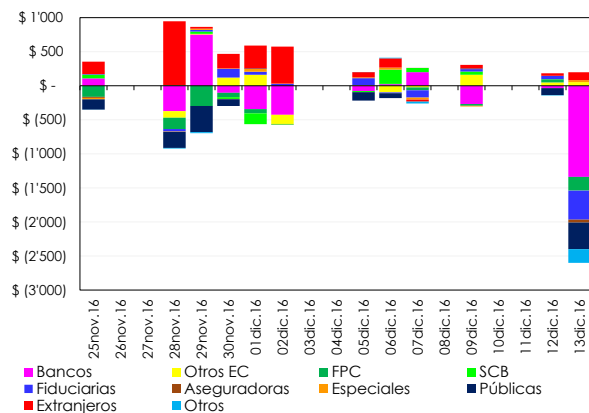


Fuente y Cálculos: Banco de la República.* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total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

Anexo 3. Inversionistas en el Mercado de Deuda Local

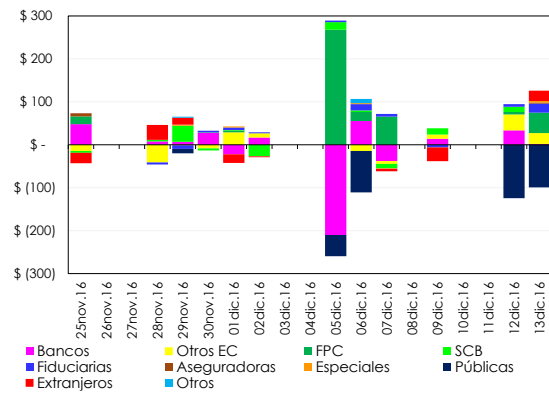
Desde la última reunión de la JDBR los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$2315 mm, en el tramo largo principalmente), mientras que los principales vendedores fueron los bancos comerciales (\$1997 mm, tramo largo), las entidades públicas (\$1392 mm, tramos corto y largo) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$639 mm, tramo largo). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$415 mm, tramos medio y largo), mientras que los principales vendedores fueron las entidades públicas (\$380 mm, tramo corto) y los bancos comerciales (\$106 mm, tramos medio y largo) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2). Cabe señalar que las ventas pueden corresponder a vencimientos de TES y, para el caso de entidades públicas, a redenciones anticipadas de TES de corto plazo.

Gráfico A3.1: Compras Netas de TES en Pesos por Tipo de Agente



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

Gráfico A3.2: Compras Netas de TES en UVR por Tipo de Agente



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

En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$20.616 mm, por encima las compras netas totales registradas en los años 2014 y 2015 (\$18.050 mm y \$7.303 mm, respectivamente). Específicamente, desde el 25 de noviembre registraron

compras netas por \$336 mm y \$2242 mm en los tramos corto y largo, respectivamente, al tiempo que vendieron en neto \$137 mm en el tramo medio de la curva de rendimientos.

Cuadro A3.1: Compras Netas de TES en Pesos (Azul) y TES UVR (Naranja)*
(Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

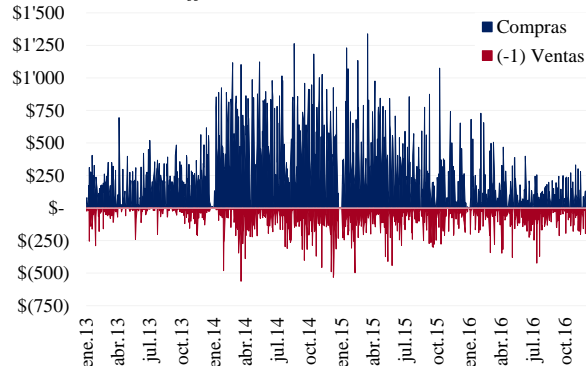
		Corrido	Corrido	Tramos			Desde la Última	Tramos			Desde la Última
		2016	2016	Corto	Medio	Largo	Reunión de la JDBR	Corto	Medio	Largo	Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales		(4'422)	(448)	(1'110)	(26)	(860)	(1'997)	74	(156)	(24)	(106)
Compañía de Financiamiento Comercial		(15)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras		(1'745)	(135)	95	(62)	173	206	(6)	41	4	39
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO		(6'182)	(584)	(1'016)	(88)	(687)	(1'790)	68	(115)	(20)	(68)
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	(9)	(9)	-	5	20	25	-	-	1	1
	Terceros	(216)	4'760	(129)	186	(696)	(639)	(38)	240	213	415
	<i>Pasivos Pensionales</i>	518	3'378	(124)	156	(528)	(496)	(38)	145	92	200
Fondos de Pensiones - Prima Media		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías		(225)	4'751	(129)	191	(676)	(614)	(38)	240	214	416
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	622	109	(34)	(216)	118	(132)	(11)	42	(1)	31
	Terceros	115	(44)	(25)	200	55	280	10	4	5	18
	<i>Extranjeros</i>	(4)	(0)	-	-	1	1	-	-	-	-
	<i>FIC</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa		737	65	(9)	(16)	173	148	(1)	46	4	49
Sociedades Fiduciarias	Propia	261	4	3	1	(18)	(15)	(2)	-	-	(2)
	Terceros	20'383	843	(185)	(149)	2'302	1'968	(18)	(19)	96	59
	<i>Extranjeros***</i>	20'418	310	336	(216)	2'194	2'315	-	(22)	37	15
	<i>FIC</i>	(310)	(230)	(154)	3	7	(145)	16	7	-	23
	<i>Pasivos Pensionales</i>	135	(160)	(95)	(29)	(65)	(189)	(30)	3	24	(3)
Total Sociedades Fiduciarias		20'644	847	(182)	(148)	2'284	1'953	(20)	(19)	96	57
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	(380)	571	(15)	(26)	(7)	(47)	-	(1)	2	1
	Terceros	(3)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(3)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización		(383)	571	(15)	(26)	(7)	(47)	-	(1)	2	1
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	(4)	2	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	<i>FIC</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión		(4)	2	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS		20'770	6'235	(335)	1	1'774	1'440	(59)	266	316	523
Total Entidades Financieras Especiales**		249	97	(65)	9	150	95	(8)	17	1	10
Total Entidades Públicas****		2'684	3'222	(792)	(1)	(599)	(1'392)	(420)	7	33	(380)
Otros*****		(195)	135	(216)	79	15	(121)	-	12	-	12
	<i>Extranjeros</i>	202	0	-	79	47	126	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO		17'326	9'106	(2'422)	-	653	(1'769)	(420)	187	330	97

Fuente: BR. Información actualizada al 13 de diciembre de 2016. * Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, 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.

Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$691 mm y ventas por \$459 mm²⁸, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$185 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$104 mm el 25 de noviembre a \$288 mm el 9 de diciembre. Durante el periodo analizado la posición compradora neta disminuyó para los TES con vencimiento en 2022, 2024 y 2030, y aumentó para las demás referencias (Gráfico A3.4).

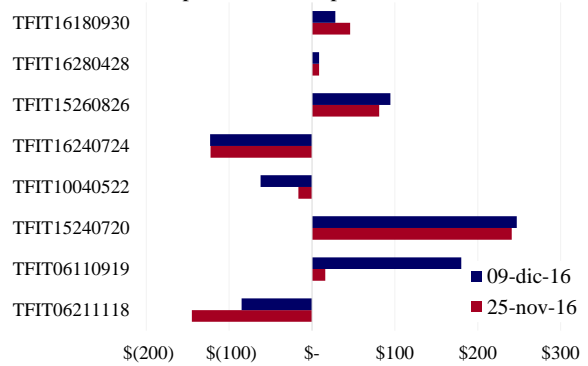
²⁸ Al tiempo que registraron vencimientos de contratos de compra de TES por \$764 mm y de venta por \$716 mm. Datos actualizados al 9 de diciembre de 2016.

Gráfico A3.3: Compras y Ventas Pactadas de TES en pesos *Offshore* a Través de NDF



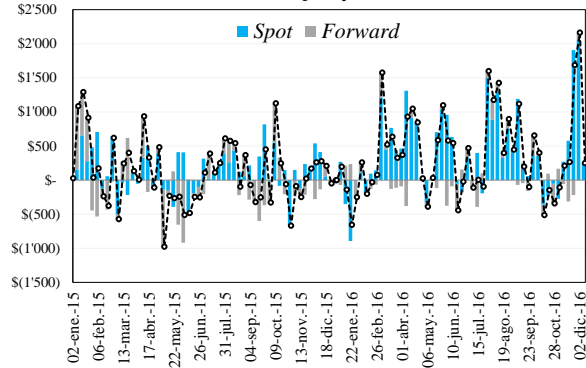
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

Gráfico A3.4: Saldo de Compras Netas *Offshore* de TES en pesos en NDF por Título



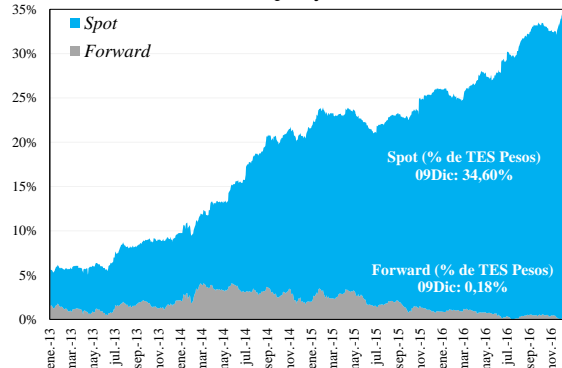
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

Gráfico A3.5: Compras Netas de TES en pesos *Offshore* en los Mercados *Spot* y *Forward*



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

Gráfico A3.6: Saldo de TES en pesos *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 A3.5 y A3.6 y en el Cuadro A3.2. El Gráfico A3.5 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward*. El Gráfico A3.6 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro A3.2 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*.

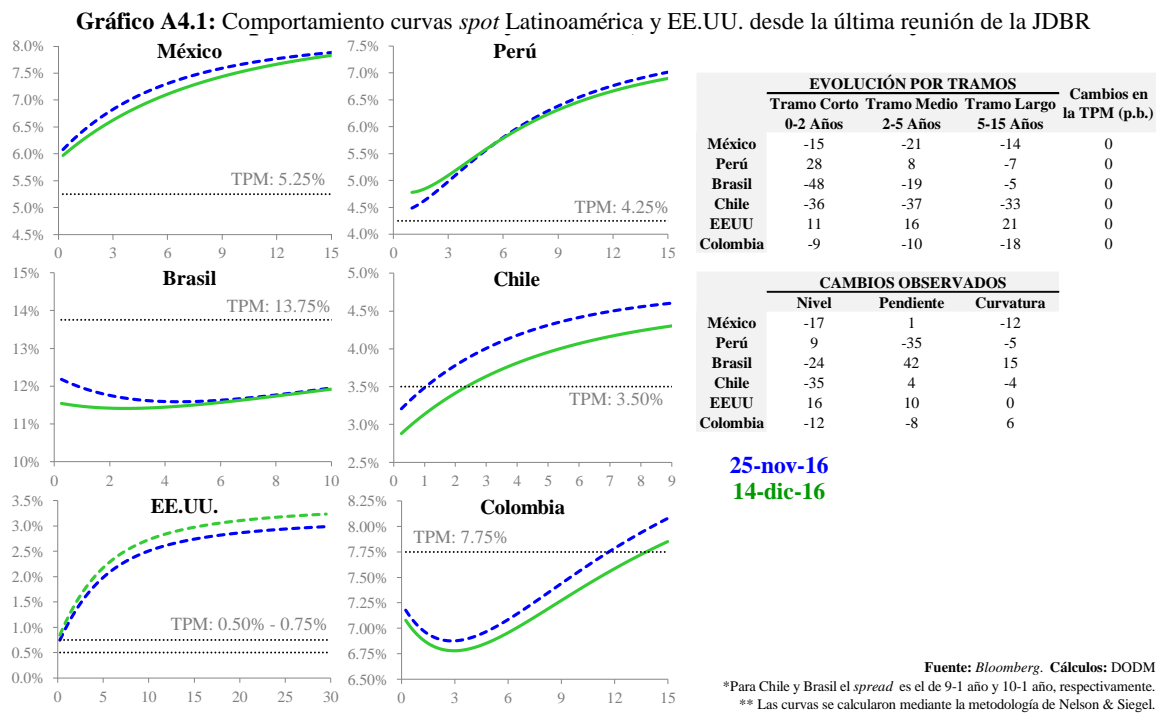
Cuadro A3.2: Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

	2015			Corrido de 2016			Nov-16			Corrido de Dic-16		
	<i>spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'228)	\$ 1'622	\$ (3'607)	\$ (4'910)	\$ 967	\$ (3'943)	\$ 315	\$ 433	\$ 748	\$ (825)	\$ (122)	\$ (947)
Offshore	\$ 7'498	\$ (1'622)	\$ 5'876	\$ 20'462	\$ (967)	\$ 19'495	\$ 3'776	\$ (433)	\$ 3'343	\$ 1'110	\$ 122	\$ 1'232

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 9 de diciembre de 2016. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

Anexo 4. Comportamiento de los Bonos Soberanos en Moneda Local de Países de la Región

En este período (25 de noviembre al 14 de diciembre de 2016) los títulos de deuda pública de la región presentaron valorizaciones en todos sus tramos, a excepción del tramo corto y medio de Perú, comportamiento que resultó contrario al de los bonos del Tesoro de EE.UU., los cuales presentaron fuertes desvalorizaciones en todos sus tramos. Estas dinámicas estuvieron influenciadas por el comportamiento del precio de los *commodities*, principalmente el petróleo y el cobre, y por factores idiosincráticos, principalmente políticos e inflacionarios, que explicaron de forma diferenciada los cambios en las curvas de cada uno de estos países.



Durante el periodo, la dinámica de las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. (*treasuries*) en todos sus tramos se puede explicar por los cambios en el precio del petróleo²⁹ y la publicación de datos sobre el mercado laboral de este país que dan prueba de su fortaleza³⁰. Los aumentos en el precio del petróleo ante los acuerdos para reducir la producción por parte de miembros de la OPEP³¹ y otros países generaron aumentos en las expectativas de inflación de países desarrollados³², por lo cual, durante los días que se anunciaron estos acuerdos, la curva del Tesoro de los EE.UU. aumentó en

²⁹ Entre el 25 de noviembre y el 12 de diciembre, el precio del petróleo aumentó un 16%.

³⁰ En el periodo se hicieron públicos en tres ocasiones las solicitudes iniciales de beneficios de desempleo con valores que aunque la mayoría de las veces estuvieron por encima de las expectativas del mercado, se encontraron por debajo de la marca de 300.000 (23 de noviembre, obs: 251.000, esp: 250.000; 01 de diciembre, obs: 268.000, esp: 253.000; 08 de diciembre, obs: 258.000, esp: 263.000). De igual forma, el 2 de diciembre se publicaron datos oficiales de desempleo para el mes de noviembre en EE.UU., con un incremento en las nóminas no agrícolas de 178.000 muy cercano a las expectativas (180.000). Este mismo día se dio a conocer que la tasa de desempleo se redujo de 4,9% a 4,6%.

³¹ El 30 de noviembre la organización acordó reducir la producción en 1,2 millones de barriles a 32,5 millones de barriles por día. El 10 de diciembre, los miembros de la OPEP y otros países productores de petróleo fuera del grupo, incluyendo a Rusia y México, acordaron recortar en conjunto el bombeo de crudo. Los productores fuera de la OPEP accedieron a recortar su producción en un total de 558 mil barriles por día, lo cual se suma a los 1,2 millones de barriles por día que los países de la organización ya habían acordado retirar del mercado.

³² Entre el 29 y el 1 de diciembre se observa un empujamiento de la senda esperada de la tasa de fondos federales de la Fed.

todos sus tramos³³. Por su parte, el mercado laboral de EE.UU. presentó una reducción en la tasa de desempleo y un aumento en las nóminas no agrícolas que vino acompañado de 92 semanas de solicitudes de seguro por desempleo con observaciones inferiores a 300.000, récord que no se observaba desde 1970. Así pues, al publicarse durante los primeros días de diciembre estos datos laborales, la curva del Tesoro de EE.UU. se incrementó en todos sus tramos ante un empinamiento en la senda esperada de incrementos en la tasa de fondos federales de la Fed. Durante el periodo, las mayores desvalorizaciones en la curva del Tesoro de EE.UU. se presentaron el 14 de diciembre ante el incremento en el rango de política monetaria por parte de la Fed a un rango entre 0,50% y 0,75%. En este día, aunque el mercado ya anticipaba el incremento en el rango, resultó sorpresiva la senda proyectada por el FOMC para su política monetaria durante los próximos años. En particular, el empinamiento de la senda esperada por el FOMC generó este día fuertes desvalorizaciones en el tramo medio y largo de 12 p.b. y 10 p.b.

En la región, los títulos de deuda pública de México, Brasil, Chile y Colombia presentaron valorizaciones en todos sus tramos, por su parte, la curva de Perú presentó leves valorizaciones en su tramo largo y fuertes desvalorizaciones en su tramo corto.

La curva de México presentó una tendencia de valorización durante el periodo explicada principalmente por los incrementos en los precios del petróleo. Al final de estas semanas se observan desvalorizaciones en todos sus tramos explicadas por la revisión a la baja el 9 de diciembre del *outlook* de la nota soberana crediticia de este país por parte de la agencia calificadora *Fitch Ratings* de estable a negativa pero manteniéndola en el grado BBB+.

La curva de Brasil presentó valorizaciones en todos sus tramos. Su dinámica durante el periodo estuvo marcada por una fuerte volatilidad explicada por la incertidumbre política en este país. Durante la última semana de noviembre, los resultados de inflación inferiores a las expectativas del mercado³⁴ y los aumentos en el precio del petróleo dieron lugar a las mayores valorizaciones de la región. Estas valorizaciones posteriormente se revirtieron ante la amenaza de renuncia por parte de fiscales si se llegaba a aprobar la Ley-Anticorrupción en trámite ante el Congreso, en la cual se incluía una protección a los legisladores ante acusaciones por cargos de corrupción. Posteriormente, la decisión del máximo tribunal de este país de remover al presidente del Senado generó dudas sobre el avance que tendrá en el Congreso la agenda de austeridad del Gobierno de Temer, lo cual contribuyó a las desvalorizaciones en su curva de rendimientos. En lo corrido de la última semana estas desvalorizaciones se revirtieron ante resultados de inflación inferiores a las expectativas para el mes de noviembre y proyecciones de menores niveles de inflación para el 2017³⁵.

La curva de Chile fue la segunda con mayores valorizaciones en la región. En particular, las mayores valorizaciones en la curva de Chile se concentraron entre el 29 de noviembre y el 8 de diciembre, días en que el cobre tuvo una valorización de 1,03%; en estos días la curva presentó valorizaciones en sus tramos corto, medio y largo de 15 p.b, 22 p.b. y 14 p.b, respectivamente. Adicionalmente, la dinámica de la curva en Chile puede estar influenciada por el tono relativamente *dovish* de las últimas minutas del Banco Central. Por último, la curva de Perú fue la única en la región que presentó desvalorizaciones significativas en uno de sus tramos a lo largo del periodo. En particular, las desvalorizaciones de la parte corta de su curva se explican por los incrementos de la inflación, posiblemente por el choque temporal de efectos estacionarios.

³³ Entre el 29 de noviembre y el 1 de diciembre se observa una desvalorización de la curva del tesoro de EE.UU. en su tramo corto, medio y largo de respectivamente 3,2 p.b, 16 p.b. y 15,1 p.b.

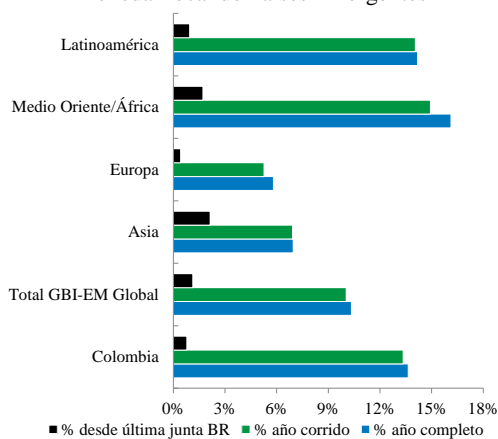
³⁴ El 29 de noviembre, la inflación IGPM de Brasil cayó en noviembre 0,03%, respecto al mes anterior (esp:0,07%), acumulando una inflación interanual de 7,12% (esp:7,24%).

³⁵ El 9 de diciembre, la inflación IPCA para noviembre alcanzó el nivel más bajo en el mes en 18 años, el IPC aumentó 0,18% m/m (frente a 1,01% del mismo mes del año anterior y 0,26% del mes anterior), con lo que la variación anual se sitúa en 6,99%

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes³⁶ (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, en lo corrido del 2016 y desde la última reunión de la JDBR. Desde la última reunión de la JDBR todos los índices regionales se valorizaron, especialmente los de Asia (2,1%) y Medio Oriente/África (1,7%). Por su parte, el índice para Colombia aumentó 0,8%.

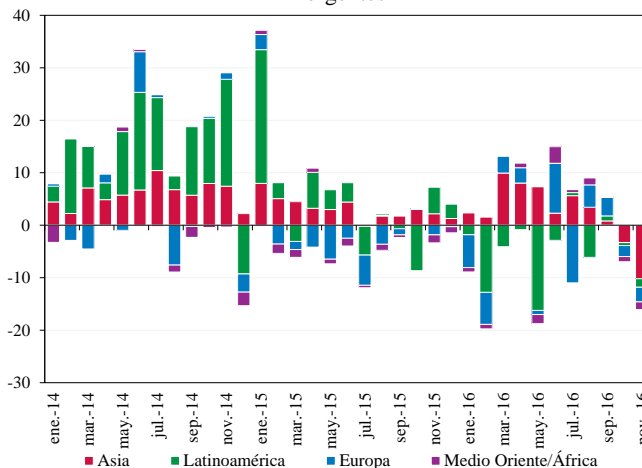
Adicionalmente, el IIF³⁷ estimó flujos negativos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en noviembre por US\$24,16 mm. En particular, estimó salidas netas de los mercados de renta variable por US\$8,09 mm y de US\$10,06 mm en los mercados de renta fija. Para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó salidas netas por US\$1,63 mm (Gráfico A4.3).

Gráfico A4.2: Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

Gráfico A4.3: Flujos de Portafolio hacia Renta Fija Economías Emergentes



Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares.

El Gráfico A4.4 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 se redujo a 55 p.b, superando solo a la pendiente de Brasil (1 p.b.). Las pendientes de Perú, México y Chile se sitúan en 176 p.b, 143 p.b. y 85 p.b, respectivamente.

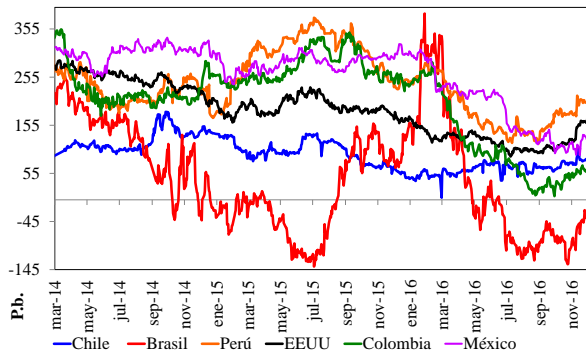
En el Gráfico A4.5 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha caído y se encuentra actualmente en -5,96%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se encuentra en -16,18%. Así, el comportamiento diferente entre las curvas puede ser explicado por factores políticos idiosincráticos de cada país, niveles de inflación diferentes y posturas de política monetaria divergentes en la región. Por otra parte, se observa que el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo disminuyó de 89% a 60%³⁸ desde el 25 de noviembre.

³⁶ 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.

³⁷ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

³⁸ Correlaciones calculadas entre el 25 de noviembre y el 9 de diciembre del 2016. La más alta corresponde a la correlación entre Colombia y Perú (85%) y la más baja a la calculada entre Chile y Brasil (6%).

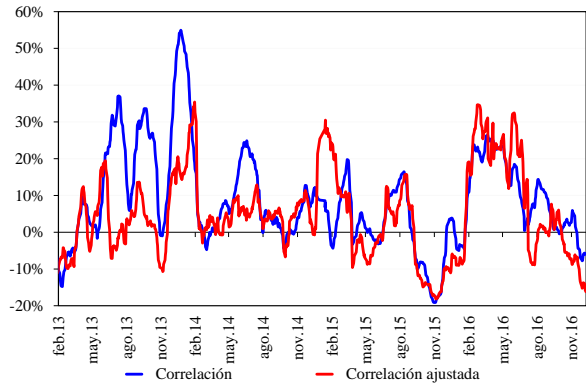
Gráfico A4.4: Pendiente Curva Cero Cupón Latam y EE.UU.*



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

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

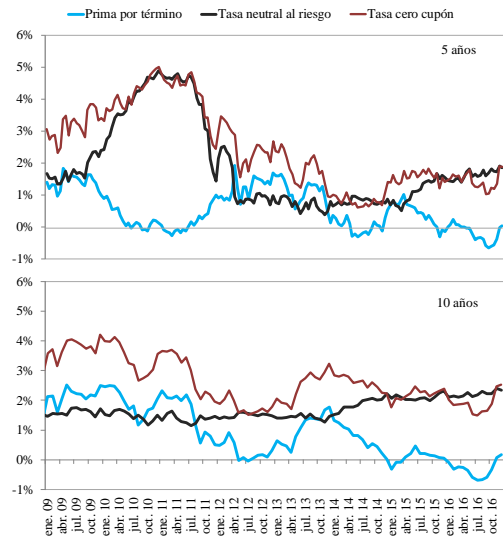
Gráfico A4.5: Correlación Pendientes Región



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

Por su parte, la prima por vencimiento de los *treasuries* se mantuvo alrededor de cero para todos los plazos y se incrementó en 5 p.b. y 10 p.b. para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente. En particular a 5 años se situó en 0,03%, mientras que a 10 años se ubicó en 0,18%. La tasa neutral al riesgo de estos títulos disminuyó cerca de 5 p.b. tanto para 5 años como para 10 años (Gráfico A4.6).

Gráfico A4.6: Prima por vencimiento Treasuries.



Fuente y Cálculos: Fed.

Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

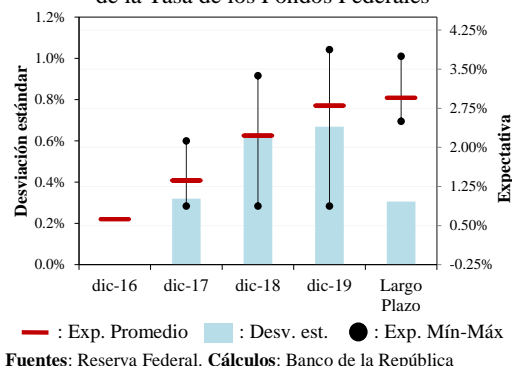
En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Canadá (0,50%) y Australia (1,5%) mantuvieron sus tasas de intervención sin modificación, en línea con las expectativas del mercado. Así mismo, el Banco Central Europeo decidió mantener su tasa de referencia en 0%, al igual que la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la tasa de depósitos en -0,40%. Con respecto a las medidas no convencionales de política monetaria, el organismo indicó que continuará con su programa de compras mensuales de activos por €80.000 millones hasta marzo de 2017, y a partir de entonces realizará compras mensuales por un monto de €60.000 millones hasta diciembre de 2017, o posterior de ser necesario. Adicionalmente, el Banco confirmó que los activos con fecha de vencimiento menor a un año y con tasas de retorno al vencimiento menores a la tasa de depósito, serán elegibles dentro de su esquema de compras de activos a partir de enero de 2017.

Por otra parte, el 14 de diciembre la Fed incrementó el rango de la tasa de interés de referencia a un rango entre 0,50%-0,75%, tal como lo anticipaba el mercado. Junto con la decisión, el organismo destacó las mejoras en las condiciones del mercado laboral y la expansión de la economía a un ritmo moderado desde mediados del año. Además, el comité indicó que la política monetaria será flexible con el objetivo de apoyar un mayor fortalecimiento del mercado laboral y un incremento de la inflación a su nivel objetivo. Junto a lo anterior, señaló 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 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.

Además, 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 1,9% (ant: 1,8%) y lo mantuvo inalterado para los años 2018 y 2019³⁹; el punto medio de la proyección de desempleo fue revisado a la baja para los años 2016 de 4,8% a 4,7% y 2017 de 4,6% a 4,5%, y permaneció estable para el 2018⁴⁰; y el punto medio de la proyección de inflación fue revisado al alza para el 2016 a 1,5% (ant: 1,3%) y se mantuvo estable para 2017, 2018 y 2019⁴¹.

En cuanto a los pronósticos de diciembre sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos A5.1⁴², A5.2 y A5.3⁴³ se observa que: i) frente a las proyecciones de septiembre, las estimaciones del FOMC para los cierres de 2017 y 2018 aumentaron, de tal manera que se espera un ritmo más acelerado de incrementos de la tasa de política monetaria; y ii) para el 2017 y el 2018 el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC, sin embargo, las expectativas parecen estar alineándose.

Gráfico A5.1: Pronósticos de la Fed (Diciembre) de la Tasa de los Fondos Federales



Tal como se mencionó, de acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, actualmente el mercado espera un ritmo más acelerado de incrementos frente al que se esperaba el 25 de octubre (Gráfico A5.4). Además, según lo publicado por *CME Group Inc.*⁴⁴, con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de la Fed de diciembre de 2017 la probabilidad de que el rango de tasas permanezca inalterado es del 2,9%, la de uno entre 0,75% y 1,0% es 15,4%, la de uno entre 1,0% y 1,25% es 31,3%, la de uno entre 1,25% y 1,5% es 30,4%, y la de uno mayor es 20%.

³⁹ 2,0% y 1,9%, respectivamente.

⁴⁰ 4,5%.

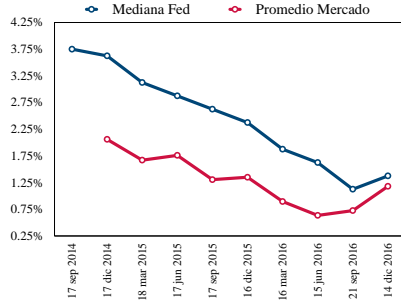
⁴¹ 1,9%, 2% y 2%, respectivamente.

⁴² 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 2016, 2017, 2018, 2019 y para el largo plazo.

⁴³ En los gráficos A5.2 y A5.3 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 2017 y 2018.

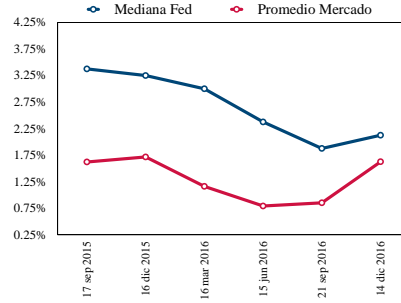
⁴⁴ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade*. Consulta actualizada el 14 de diciembre de 2016.

Gráfico A5.2: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2017



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

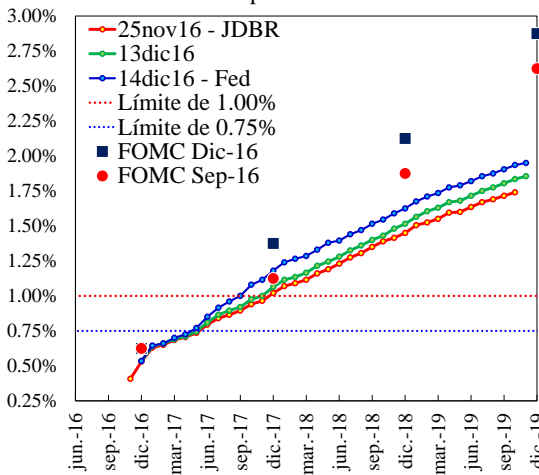
Gráfico A5.3: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2018



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

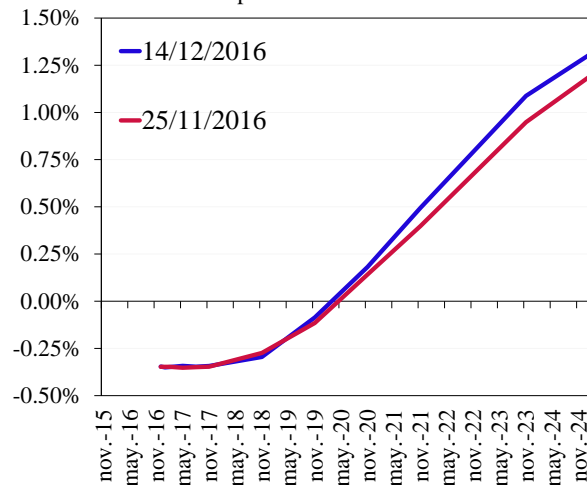
Durante el periodo, el escenario más probable para la reunión de marzo de 2017 fue de un rango de los fondos federales entre 0,5% y 0,75%, aunque el 14 de diciembre la probabilidad de un rango entre 0,75% y 1,0% aumentó (Gráfico A5.6). Además, en el gráfico A5.7 se observa que el mercado ajustó sus expectativas hacia finales del periodo, de tal forma que espera con mayor probabilidad un rango por encima del 1,25% para el cierre del próximo año, reflejando el efecto de la publicación de los pronósticos de la Fed (Gráfico A5.7).

Gráfico A5.4: Senda esperada Tasa Fondos Federales



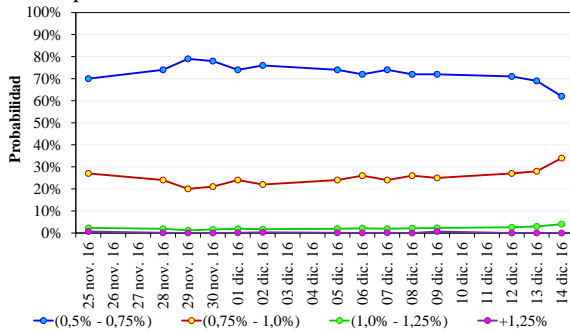
Fuente: Bloomberg.

Gráfico A5.5: Expectativas de las tasas del BCE



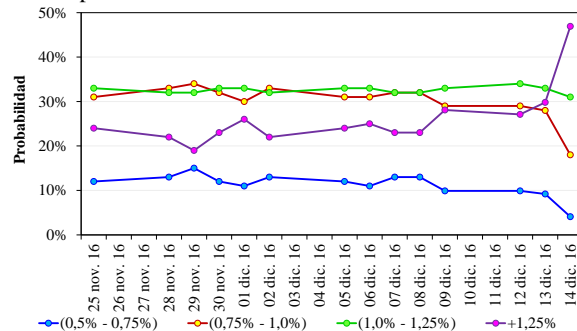
Fuente: Bloomberg.

Gráfico A5.6: Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de Marzo de 2017



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico A5.7: Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de Marzo de 2017



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

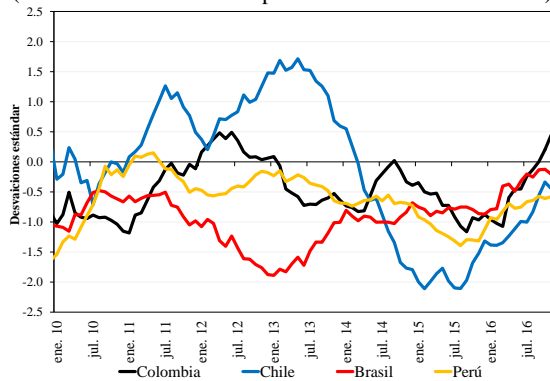
En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado continúa anticipando que las tasas interbancarias a un día retornarán a terreno positivo en el 2T20 (Gráfico A5.5).

Países Emergentes

Los bancos centrales de Guatemala (3%), República Dominicana (5,5%), Bulgaria (0%), Angola (16%), Serbia (4%) y Polonia (1,5%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. El Banco Central de India no efectuó modificaciones en su tasa de referencia, al dejarla en 6,25%, mientras que el mercado descontaba una reducción de 25 p.b. En Latinoamérica, el Banco Central de Chile mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 3,5%, al tiempo que el Banco Central de Brasil la disminuyó 25 p.b. a 13,75%. Todo lo anterior ya estaba anticipado por la mayoría de agentes del mercado.

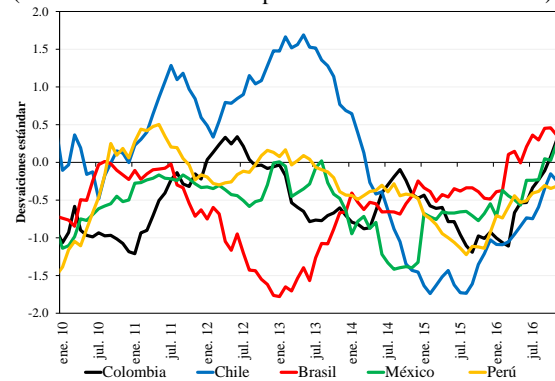
En los Gráficos A5.8 y A5.9 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales⁴⁵ desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. Se puede observar que en noviembre las tasas reales de Chile, Brasil y Perú se ubicaron por debajo de sus medias históricas, al tiempo que las tasas reales de Colombia y México se ubicaron por encima⁴⁶.

Gráfico A5.8: Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2000*)



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

Gráfico A5.9: Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005*)



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

⁴⁵ Deflactadas con medidas de inflación básica.

⁴⁶ Desde febrero del año 2000, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,72%; Chile 1,08%; Brasil 7,08% y Perú 1,20%. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,56%.

Anexo 6. Probabilidades de los Escenarios de Tasa de Referencia Para las Próximas Reuniones de la JDBR Estimados a Partir de Información del OIS (Bloomberg)

Cuadro A6.1: Mes Actual

TPM	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17	may17	jun17	jul17	ago17	sep17	oct17	nov17
8.00%												0%
7.75%	100%											0%
7.50%		100%	16%								0%	0%
7.25%			84%	48%	6%						0%	0%
7.00%				52%	73%	39%	9%	1%		0%	0%	1%
6.75%					20%	56%	71%	56%	38%	24%	15%	11%
6.50%						5%	19%	36%	47%	49%	46%	37%
6.25%							1%	6%	13%	22%	29%	33%
6.00%								0%	2%	5%	9%	14%
5.75%									0%	0%	1%	3%
5.50%										0%	0%	1%
5.25%												0%

Cuadro A6.2: Mes Anterior

TPM	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17	may17	jun17	jul17	ago17	sep17	oct17
8.00%												0%
7.75%	100%	100%	34%	6%							0%	0%
7.50%			66%	65%	31%	5%				0%	1%	1%
7.25%				29%	62%	67%	42%	18%	7%	3%	1%	1%
7.00%					7%	28%	51%	63%	57%	48%	37%	27%
6.75%							7%	17%	30%	36%	39%	39%
6.50%								2%	5%	11%	18%	23%
6.25%									0%	2%	4%	8%
6.00%										0%	1%	1%
5.75%											0%	0%
5.50%												0%

Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

Respecto al *spread*, el 46,7% de agentes espera que aumente (anterior: 74%), mientras un 41,7% que se mantenga igual (anterior: 18%) y un 11,7% que disminuya (anterior: 8%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 40% espera que esta se mantenga estable (anterior: 30%) un 20% que aumente (anterior: 22%), y un 21,7% que disminuya (anterior: 26%)⁴⁷.

Entre el 25 de noviembre y el 12 de diciembre, el Colcap se valorizó 2,12%, jalonado por la valorización de Avianca Holdings (25,7%) y el comportamiento positivo de las acciones de Corficolombiana (5,16%). Este comportamiento estuvo en línea con la disminución en el CDS a 5 años de Colombia, la revaluación de la tasa de cambio y el aumento en el precio del petróleo⁴⁸. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una valorización cercana al 0,26% (anterior: -1,20%). Para lo corrido de noviembre, la volatilidad promedio del mercado accionario se mantuvo en niveles similares al promedio de noviembre y

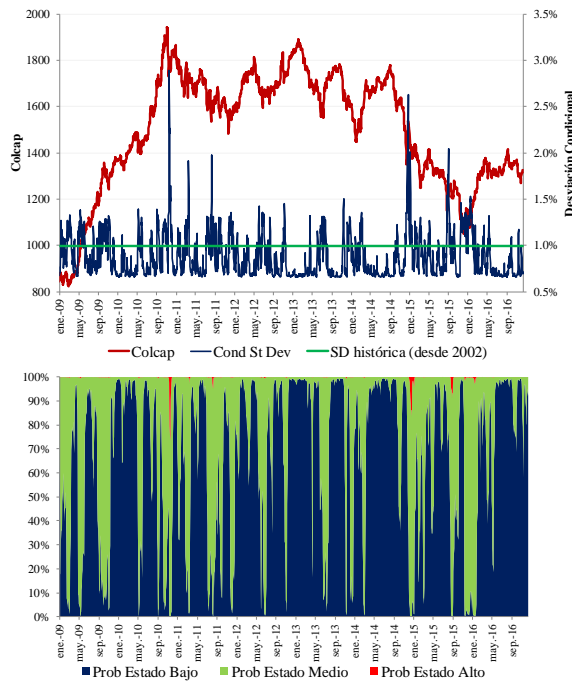
⁴⁷ Al 18,3% restante no les aplica la pregunta (anterior: 22%).

⁴⁸ Entre el 25 de noviembre y el 12 de diciembre el precio del petróleo Brent aumentó 17,89%, el CDS a 5 años disminuyó 32,4 p.b. y la tasa de cambio se apreció 5,8%.

actualmente se ubica por debajo de su media histórica; además, actualmente predomina el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.1).

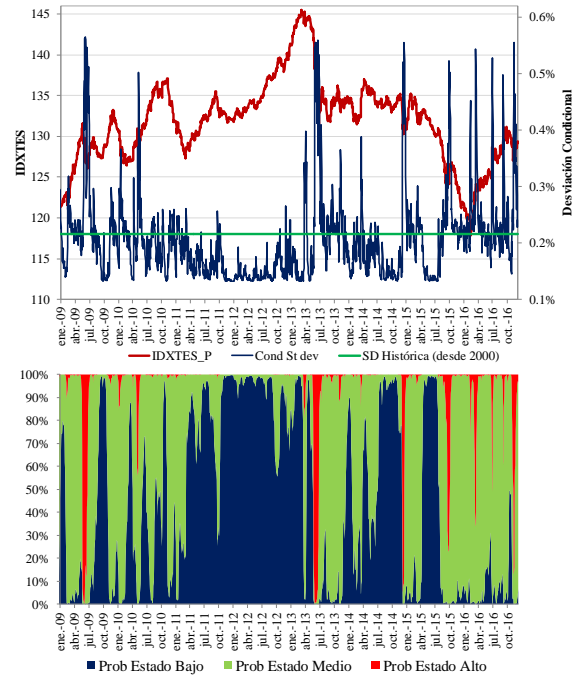
Para lo corrido de diciembre, la volatilidad promedio del mercado de TES se mantuvo en el mismo nivel respecto al promedio observado en noviembre y se ubicó por debajo de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico A7.2).

Gráfico A7.1: Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

Gráfico A7.2: Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

Con información al 2 de diciembre, los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron un comportamiento mixto frente al promedio de octubre. Para las carteras de consumo y preferencial los márgenes disminuyeron 65,9 p.b. y 5,7 p.b, mientras que para la cartera de tesorería aumentó 16,1 p.b. El comportamiento de los márgenes de consumo y preferencial se explica principalmente por una caída más pronunciada de las tasas activas frente a las de los TES. Por su parte, el aumento en el margen de tesorería se explica principalmente por el incremento de las tasas activas frente a la caída de los rendimientos de los TES.

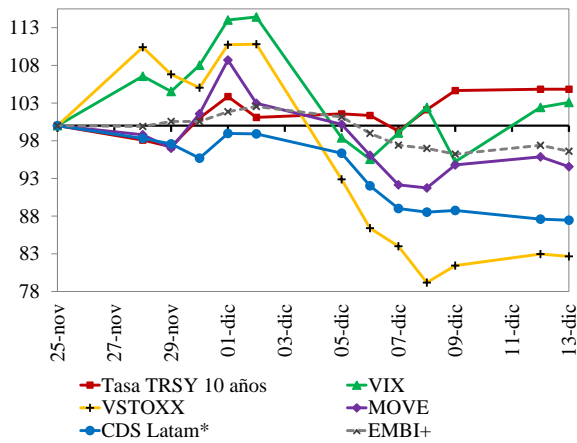
Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Desde la última reunión de la JDBR, los principales indicadores de riesgo a nivel internacional presentaron un comportamiento heterogéneo, el VIX aumentó mientras el VSTOXX y el MOVE disminuyeron.

Entre el 25 de noviembre y el 13 de diciembre, el VIX aumentó de 12,34% a 13,09%, el VSTOXX cayó de 20,40% a 17,26%, al igual que el MOVE, el cual pasó de 79,63% a 75,35%. La tasa a 10 años de los treasuries también aumentó por las razones señaladas en la sección *Comportamientos Bonos Soberanos en Moneda Local Otros Países* (ver Anexo 4). Durante el mes, la percepción de riesgo a nivel internacional tuvo una tendencia creciente al inicio del periodo que posteriormente se

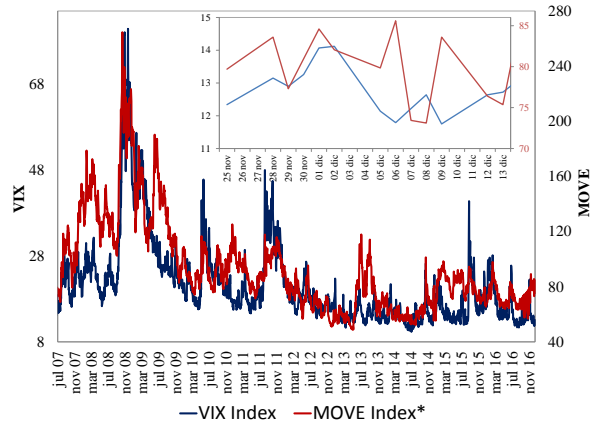
revertió, por esta razón, el recuento cronológico de la dinámica de estas variables se divide en dos momentos.

Gráfico A8.1: Indicadores de Percepción de Riesgo



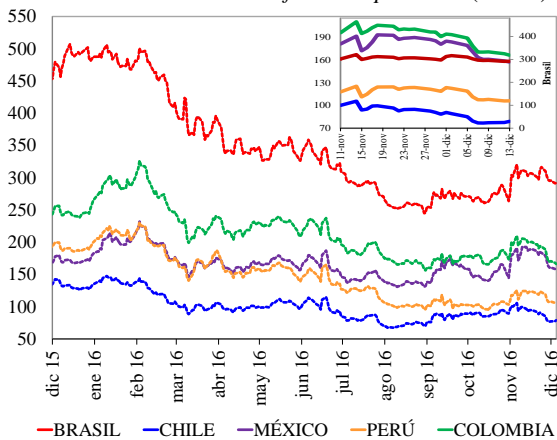
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

Gráfico A8.2: VIX y MOVE



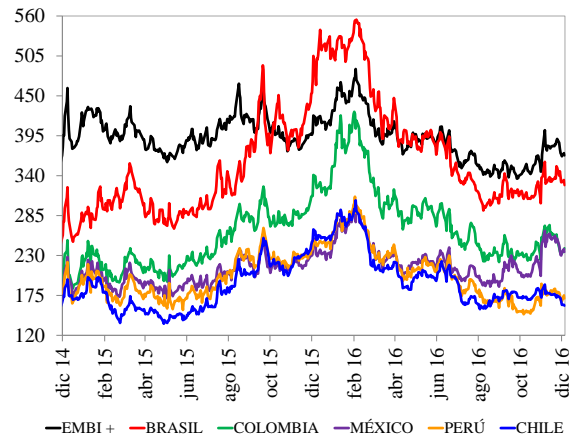
Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.3: Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.4: EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.

En los días posteriores a la reunión del 25 de noviembre, los principales indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional presentaron una tendencia creciente explicada por la incertidumbre generada por el posible acuerdo de límites a la producción de petróleo entre países miembros de la OPEP ante el aumento en las expectativas de inflación en países desarrollados (Gráficos A8.1 y A8.2). De igual forma contribuyó a esta tendencia el temor de los mercados frente a una posible victoria del no en el referendo de Italia y la renuncia del primer ministro Matteo Renzi que generaría la victoria electoral de esta decisión.

El punto de inflexión en esta tendencia se observa en los primeros días del mes de diciembre, lo cual coincide con el anuncio de un acuerdo sobre topes a la producción de petróleo entre países miembros de la OPEP y la publicación de datos macroeconómicos positivos para EE.UU. y la Unión Europea (Anexo 4).

En primer lugar, en EE.UU. el 29 de noviembre se publicaron los datos revisados de crecimiento para el 3T16 con un incremento del 2,9% al 3,2%. El 1 de diciembre se publicaron las solicitudes iniciales al seguro de desempleo con resultados superiores a la expectativa del mercado, pero con un

nivel que lleva 92 semanas por debajo de 300.000, marca que no se rompía desde 1970 y que es indicativa de la fortaleza de su mercado laboral. El 2 de diciembre se publicaron los incrementos en nóminas no agrícolas para el mes de noviembre con una observación de 178.000 muy cercana a las expectativas del mercado (180.000).

En segundo lugar, en Europa, el 29 de noviembre se dio a conocer que la confianza del consumidor estuvo en línea con lo esperado, pero se mantuvo en niveles históricamente altos⁴⁹; este mismo día se anunció un incremento en la confianza económica para el mes de noviembre.⁵⁰ El 1 de diciembre se publicó la tasa de desempleo para octubre en la Eurozona con una reducción a 9,8% desde su nivel de 10% de septiembre. El 4 de noviembre ganó el no en el referendo italiano por medio del cual el partido de Mateo Renzi buscaba llevar a cabo una reforma constitucional en donde se buscaba limitar el poder bicameral del parlamento con el objetivo de facilitar la aprobación de diversas reformas constitucionales. A pesar de este resultado electoral y el anuncio de Mateo Renzi sobre su renuncia inmediata, decisión que después se postergó al momento en que quedara aprobado el presupuesto fiscal para 2017, el mercado no presentó aumentos en la percepción de riesgo a nivel internacional. En los últimos días del periodo analizado, el incremento del VIX estuvo asociado a la incertidumbre sobre lo que anunciaría la Fed con respecto a la senda futura de la política monetaria.

Por su parte, el comportamiento de los *Credit Default Swaps* (CDS) de la región estuvo influenciado por la dinámica por el comportamiento del precio de los *commodities*, principalmente el petróleo, y por factores locales propios de cada país. Ente el 25 de noviembre y el 13 de diciembre los CDS a 5 años disminuyeron 34 p.b. para Colombia, 32 p.b. para México, 16 p.b. para Chile y 15 p.b. para Brasil. Por su parte, el EMBI+ disminuyó 13 p.b. durante el periodo, al tiempo que el EMBI Colombia disminuyó 20 p.b. (Gráficos A8.3 y A8.4).

⁴⁹ En la eurozona, la confianza del consumidor en noviembre estuvo en línea con lo esperado por el mercado e igual al dato del mes anterior de -6,1, lo que confirma que permanece en niveles históricamente altos.

⁵⁰ La confianza económica en la eurozona aumentó a 106,5 desde 106,4 del mes anterior.