



VERSIÓN PÚBLICA

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

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



VERSIÓN PÚBLICA

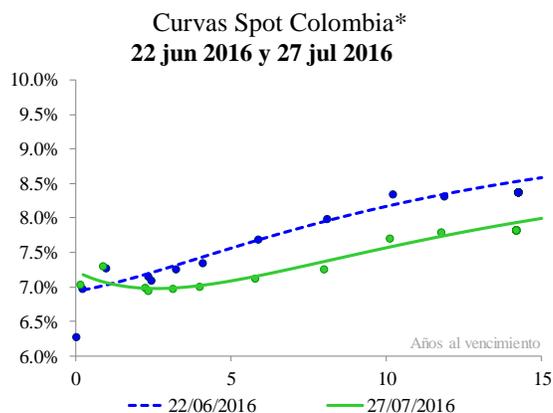
Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

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

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

Resumen Ejecutivo

En Colombia, al comparar los datos entre el 22 de junio y el 27 de julio del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 2 p.b. en el tramo corto, y disminuyeron 36 p.b. y 58 p.b. en los tramos mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente disminuyó 60 p.b. La correlación de 60 días entre las tasas de largo plazo de Colombia y las de los bonos del Tesoro de EE.UU. pasó de +54% a +86%¹. La correlación a 30 días pasó de +72% a +23%.



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

Tramo	Tramo	Tramo
Corto 0-2	Medio 2-5	Largo 5-15
Años	Años	Años
2	-36	-58

Cifras en puntos básicos

Nivel	Pendiente	Curvatura
-31	-60	-15

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.

Después de la última reunión de la JDBR los TES de mediano y largo plazo presentaron valorizaciones, al tiempo que los de corto plazo permanecieron relativamente estables.

Aunque en julio las tasas corrigieron levemente al alza, cerraron en niveles inferiores a los observados el 22 de junio. Las valorizaciones de junio se explican por expectativas de mayor liquidez mundial y de la normalización más lenta de la política monetaria en EE.UU. ante los posibles efectos adversos que podría generar el Brexit, lo que pudo incentivar las compras de inversionistas extranjeros. A nivel local, antes de la publicación del dato de inflación de junio algunos analistas consideraban posible que hubiera terminado el ciclo alcista de la tasa de política monetaria e incluso algunos agentes consideraban la posibilidad de futuros recortes. No obstante, después de la publicación del dato de inflación el 5 de julio se empezaron a incorporar expectativas de un posible aumento de la tasa de referencia.

¹ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 69%.

Las desvalorizaciones observadas en julio pueden asociarse a la disminución del precio del petróleo, a la publicación de algunos datos favorables en EE.UU. que generaron otro ajuste en las expectativas respecto al momento en que la Fed aumentaría nuevamente la tasa, y a la decisión de Fitch Ratings (22 de julio) de pasar la perspectiva de la deuda colombiana de estable a negativa. Cabe mencionar que las desvalorizaciones estuvieron mitigadas en algunas jornadas por la recomposición de posiciones de agentes dado el vencimiento de un TES y los pagos de cupones de los bonos que vencen en julio de los años 2020 y 2024, y las expectativas de algunos analistas de mayor apetito de TES por parte de extranjeros, luego que Turquía perdiera la calificación de grado de inversión, lo que implica un reajuste en un sub-índice de JP Morgan denominado *GBI-EM Global Diversified IG* ante la salida de los bonos de ese país.

Respecto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de julio aumentó ante el incremento en los márgenes de cartera, el deterioro en las expectativas de crecimiento e inflación y la mayor volatilidad de los TES. A nivel internacional, a pesar de los resultados del referendo del Brexit, los principales indicadores de percepción de riesgo disminuyeron ante expectativas de mayor liquidez a nivel internacional.

Con relación a las expectativas sobre el movimiento de la tasa de referencia del BR en su próxima reunión, de acuerdo con las encuestas realizadas por Fedesarrollo y la BVC, *Bloomberg* y la compilación de las encuestas de Anif y Citibank, las tasas esperadas promedio son 7,69%, 7,71% y 7,71%, respectivamente.

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

En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 25 de julio², un 21,6% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención se mantendrá inalterada, mientras que el 78,4% restante considera que será incrementada 25 p.b.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 34,4% señaló los factores externos (ant: 33,3%), un 32,8% la política monetaria (ant: 30,7%), un 18,8% la política fiscal (ant: 26,7%), un 6,3% el crecimiento económico (ant: 8%), un 4,7% las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 1,3%), y el 3,1% restante señaló otros factores.

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 27 de julio, el 82% (23 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia de 25 p.b. y el 18% (5 entidades³) esperan que permanezca inalterada.

En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank⁴, se encuentra que de las 35 entidades encuestadas el 83% (29 entidades) espera que la tasa aumente 25 p.b. y el 17% restante (6 entidades⁵) cree que la tasa permanecerá inalterada. El 66% (23 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b, el 23% (8 entidades) recomienda que permanezca inalterada, y el 11% (4 entidades⁶) recomienda un aumento de 50 p.b.

² Realizada entre el 11 y el 19 de julio.

³ BNP Paribas, Barclays, Positiva Compañía de Seguros, UBS Securities y Ultraserfinco.

⁴ Encuestas publicadas el 25 y el 27 de julio, respectivamente.

⁵ AdCap, BNP Paribas, Corficolombiana, E Concept, Fiduprevisora y Ultraserfinco.

⁶ 4Cast, Banco Agrario, Banco Pichincha y Nomura.

En promedio para lo corrido de julio⁷ (hasta el 27) frente a los datos promedio de junio, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR aumentaron 6 y 3 p.b. para los plazos 2 y 3 años, respectivamente. Para los plazos 5 y 10 años disminuyeron 1 y 6 p.b, respectivamente. De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de julio a 2, 3, 5 y 10 años son 4,48%, 4,23%, 3,99% y 4,05%, respectivamente.

Finalmente, el Cuadro A muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, Ecuador, India, Sudáfrica, China y Noruega. Las expectativas de crecimiento económico para el 2016 aumentaron en los casos de Brasil y China; permanecieron iguales para Chile, Perú, Ecuador, India y Noruega; y disminuyeron para los demás países. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,49% a 2,43%. Los datos de inflación de junio fueron superiores a los pronósticos en Colombia, Chile, China y Noruega; inferiores en el caso de México, Perú, Brasil e India; e igual al esperado en 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%), Chile (2% a 4%) y Brasil (2,5% a 6,5%). Las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia y disminuyeron para Brasil.

Cuadro A: Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Jun. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Ultimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Jun. 2016	Jul. 2016		Jun. 2016	Jul. 2016	Esp*	Obs	Jun. 2016	Jul. 2016
Colombia	8.36%	8.60%	6.23%	6.53%	7.50%	7.07%	7.46%	2.8%	2.5%	2.49%	2.43%
Chile	4.1%	4.2%	3.5%	3.5%	3.50%	3.50%	3.50%	1.8%	2.0%	1.7%	1.7%
México	2.60%	2.54%	3.11%	3.10%	4.25%	4.25%	4.55%	2.6%	2.6%	2.44%	2.36%
Perú	3.36%	3.34%	3.4%	3.3%	4.25%	4.30%	4.25%	4.5%	4.4%	3.7%	3.7%
Brasil	8.87%	8.84%	7.25%	7.21%	14.25%	13.00%	13.25%	-5.9%	-5.4%	-3.44%	-3.27%
Ecuador	n.d.	1.59%	2.9%	2.7%	8.88%	5.64%	5.64%	n.d.	-3.0%	-2.9%	-2.9%
India	5.79%	5.77%	5.1%	5.2%	6.50%	6.35%	6.34%	7.5%	7.9%	7.5%	7.5%
Sudáfrica	6.3%	6.3%	6.6%	6.6%	7.00%	7.55%	7.20%	-0.1%	-0.2%	0.6%	0.4%
China	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	4.35%	4.09%	4.18%	6.6%	6.7%	6.5%	6.6%
Noruega	3.2%	3.7%	2.9%	3.0%	0.50%	0.30%	0.33%	0.1%	1.0%	1.0%	1.0%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 7 y el 8 de julio del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Encuesta del Banco Central del 30 de junio. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Chile: Encuesta enviada el 5 de julio con plazo máximo de recepción el 11 de julio.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 22 de julio.

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

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

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 (agosto).

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

**Todos los datos corresponden al IT16, excepto el de China el cual corresponde al 2T16.

⁷ Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de 18 p.b, 14 p.b, 3 p.b. y -15 p.b, respectivamente. De esta manera, el 27 de julio se ubicaron en 4,60%, 4,33%, 4,05% y 4,05%, respectivamente.

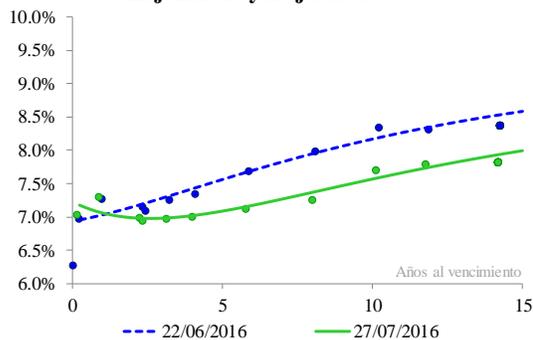
1. Evolución del mercado de deuda pública

22 de junio al 27 de julio de 2016

En Colombia, al comparar los datos entre el 22 de junio y el 27 de julio del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 2 p.b. en el tramo corto, y disminuyeron 36 p.b. y 58 p.b. en los tramos mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente disminuyó 60 p.b. La correlación de 60 días entre las tasas de largo plazo de Colombia y las de los bonos del Tesoro de EE.UU. pasó de +54% a +86%⁸. La correlación a 30 días pasó de +72% a +23% (Gráficos 1, 2, 3, 4 y 5).

Gráfico 1: Curvas Spot Colombia*

22 jun 2016 y 27 jul 2016



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

Tramo	Tramo	Tramo
Corto 0-2	Medio 2-5	Largo 5-15
Años	Años	Años
2	-36	-58

Cifras en puntos básicos

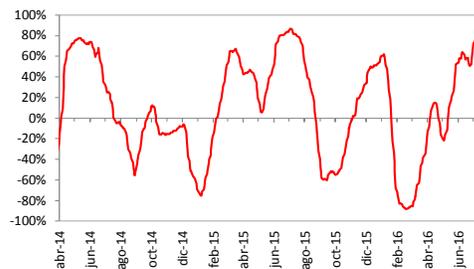
Nivel	Pendiente	Curvatura
-31	-60	-15

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.

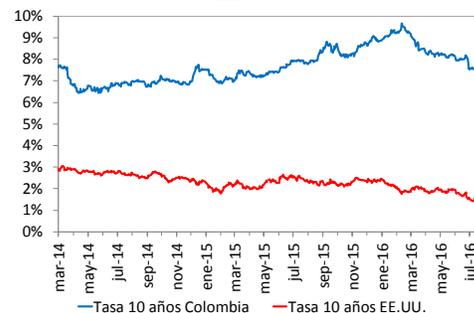
Gráfico 2: Correlación Tasas de 10 años EE.UU. y Colombia

(ventana móvil: 60 días)



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

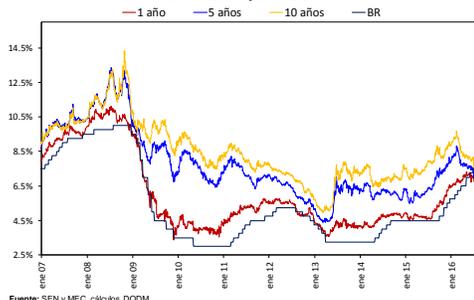
Gráfico 3: Tasas Cero Cupón 10 años de Colombia y EE.UU.



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

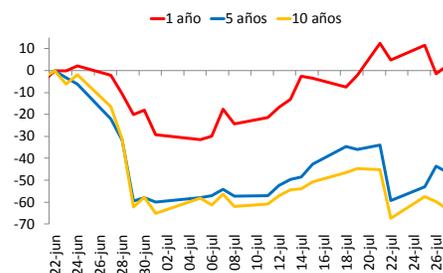
enero de 2007 a julio de 2016



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

Gráfico 5: Variación (p.b.) tasas cero cupón desde el 22 de junio

Variaciones en las Tasas Cero Cupón desde el 22 de junio (p.b.)



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

⁸ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 69%.

En este período (22 de junio al 27 de julio de 2016) la dinámica de las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. estuvo marcada por las expectativas respecto a la decisión de política monetaria de la Fed y las variaciones de la percepción de riesgo a nivel internacional. Así, las tasas disminuyeron (en algunos casos a mínimos históricos) después de conocerse los resultados del referendo en el Reino Unido (Brexit) ante la demanda de activos refugio, y debido a que los mercados descartaron un aumento de la tasa de política de la Fed en el 2016 y además descontaron un ritmo más lento de aumentos. Esta tendencia se revirtió a mediados de julio, dado que la publicación de datos favorables de la economía estadounidense llevó a algunos analistas a ajustar sus expectativas nuevamente y considerar que la Fed podría realizar el próximo aumento de la tasa a finales del 2016 o principios del 2017⁹.

En general, los bonos de la región se valorizaron ante un ajuste en las expectativas respecto a los futuros movimientos de la tasa de política monetaria por parte de la Fed y expectativas de medidas adicionales de estímulo en países desarrollados. De concretarse, estas medidas reforzarían la reciente tendencia de tasas de interés cercanas a cero o negativas lo cual pudo motivar a los agentes a buscar inversiones en economías con tasas atractivas. Este tipo de preferencias puede estar soportando menores primas de riesgo hacia la región. La excepción a las valorizaciones fueron los bonos de largo plazo de Chile que permanecieron estables, y los de corto plazo de Brasil y corto y mediano plazo de México, cuyas tasas aumentaron. En el caso del tramo corto de México, el comportamiento puede estar asociado a los incrementos recientes de las tasas de política monetaria, y en el caso de Brasil, a que los analistas parecen estar descontando menores recortes de la tasa de política. Las desvalorizaciones de México también se asocian a expectativas de más aumentos de la tasa de referencia, la incertidumbre respecto a las elecciones en EE.UU. y la situación fiscal por los problemas financieros de Pemex.

Las mayores valorizaciones en el tramo corto fueron las de los bonos de Perú, lo que en parte se explica por la demanda de bonos de fondos de pensiones que han aumentado el portafolio de activos en soles ante cambios regulatorios que les exige mayor disponibilidad de recursos en moneda legal¹⁰. El mercado de deuda peruano también puede haberse visto favorecido por el aumento del precio de los metales (importantes productos de exportación) y por datos favorables de crecimiento¹¹.

En los tramos mediano y largo los más valorizados han sido los bonos de Brasil, lo que en parte obedece a una disminución en la inflación esperada. Adicionalmente, en ese país se ha recuperado el crecimiento estimado para este año y hay expectativas de que el Banco Central recorte la tasa de política monetaria.

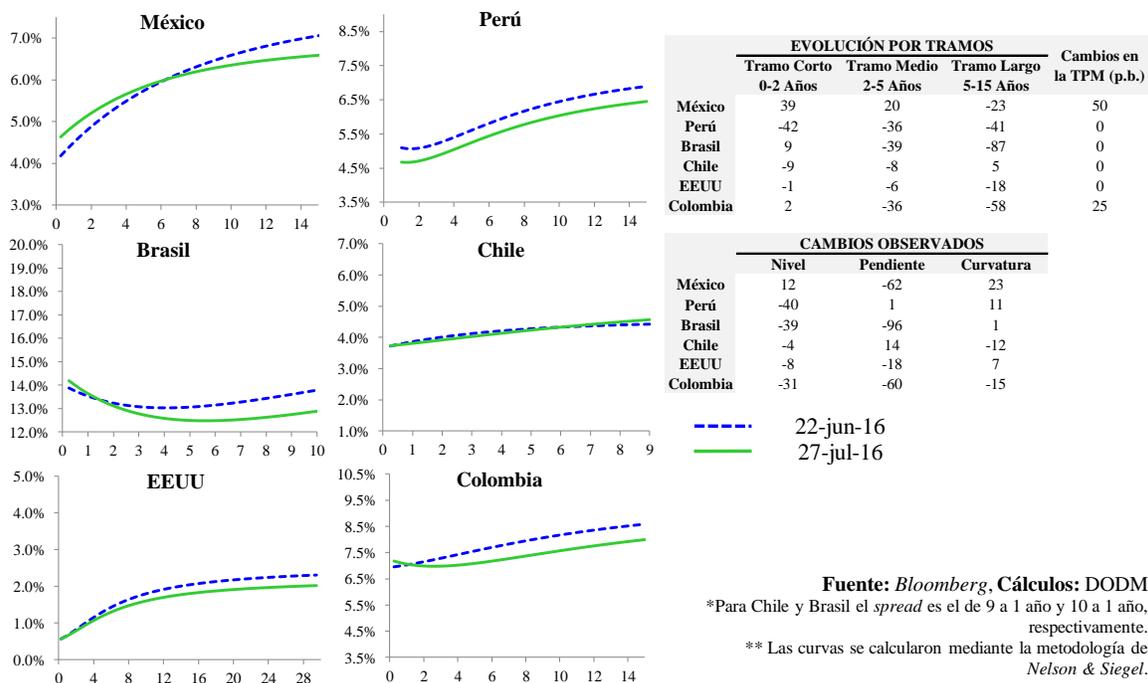
La evolución de las curvas cero cupón durante el período analizado se muestra en el Gráfico 6.

⁹ De acuerdo con las tasas implícitas de los futuros de los fondos federales, el 23 de junio se esperaba que la tasa de política alcanzaría o superaría el nivel de 0,5% en diciembre del 2016, luego se esperaba en mayo del 2018, y actualmente (julio 28) se espera que esto ocurra en febrero del 2017.

¹⁰ La regulación permite a los afiliados que se pensionan retirar la totalidad de los recursos del Fondo de Pensiones para compra de vivienda o pagos de deuda hipotecaria.

¹¹ El Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) informó que la actividad económica de Perú creció 4,88% interanual en mayo, más de lo pronosticado por analistas (4,7%), ante el repunte de la producción minera y de hidrocarburos. Este dato indica una aceleración frente a la expansión de los dos últimos meses y es superior al crecimiento de 1,25% observado en mayo del año 2015.

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



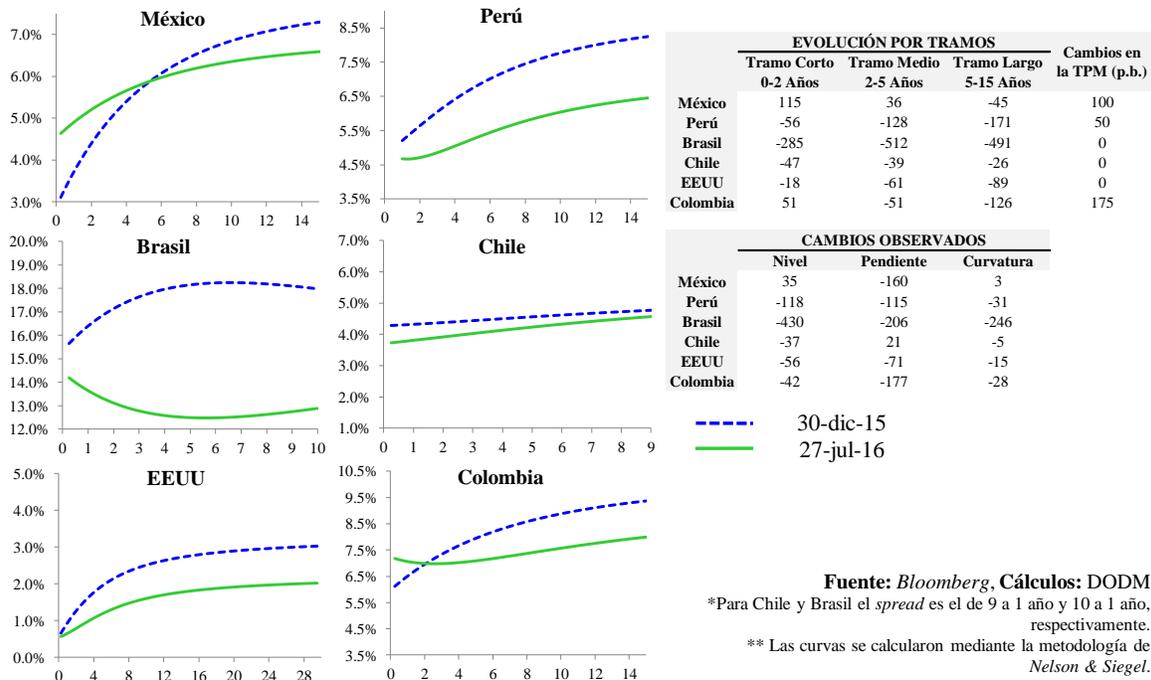
Comportamiento de las curvas cero cupón de EE.UU., Colombia y otros países de la región en lo corrido del 2016:

En lo corrido del 2016 los *treasuries* se han valorizado. En particular, los movimientos de sus tasas se han visto afectados por los cambios en las expectativas en torno a los futuros movimientos de la tasa de política monetaria de la Fed. De esta manera, entre enero y julio los bonos han presentado valorizaciones ante expectativas de bajos niveles de la tasa de política monetaria por un periodo más prolongado. A lo anterior, para los meses de enero, febrero y junio, se sumó un incremento en la demanda de activos refugio ante mayor percepción de riesgo a nivel internacional ocasionada por el debilitamiento de la economía a nivel mundial (principalmente de la economía de China) y por riesgos asociados a la estabilidad económica de Europa, especialmente por el Brexit. Cabe mencionar que en marzo y mayo esta tendencia de valorizaciones estuvo interrumpida por expectativas de un posible incremento de la tasa de política por parte de la Fed más pronto de lo esperado, mejoras en los indicadores económicos de EE.UU. y la recuperación de los precios del petróleo.

En cuanto a los países de la región, en general los bonos se han valorizado ante expectativas de mayores condiciones de liquidez a nivel mundial, con excepción de los bonos de corto y mediano plazo de México y los de corto plazo de Colombia, países que han aumentado sus tasas de referencia. Aunque en Perú también ha aumentado la tasa de política, las tasas de todos los tramos han disminuido, lo que se relaciona con entradas de extranjeros al mercado ante mejores expectativas macroeconómicas y mayor demanda de fondos de pensiones que han sustituido inversiones en moneda extranjera por inversiones en soles. Las valorizaciones de los bonos de Brasil pueden explicarse por una menor inflación esperada, por ajustes en las expectativas en torno

a la tasa de referencia¹², y más recientemente por el optimismo de los mercados respecto al cambio de presidente. En el caso de Chile, los bonos se han valorizado probablemente como respuesta a demanda local de activos seguros.

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



¹² En enero el Banco Central mantuvo inalterada su tasa de política cuando el mercado esperaba un incremento de 25 p.b. A finales del 2015 se esperaba que la tasa de referencia a finales del año 2016 fuera 15,25%, pero actualmente se espera que cierre el año en 13,25%.

Comportamiento de la deuda en moneda local de países emergentes:

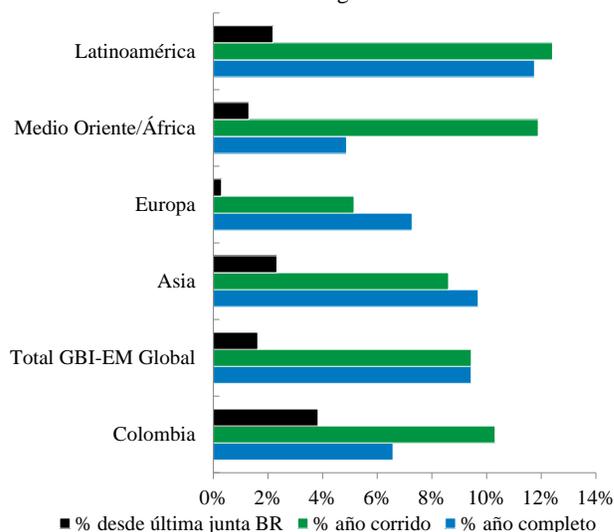
En el Gráfico 7 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes¹³ (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, en lo corrido del 2016 y desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Desde la última reunión de la JDBR todos los índices regionales se valorizaron. Especialmente los de Asia (2,3%) y Latinoamérica (2,2%). Por su parte, el índice para Colombia aumentó 3,8% (Anexo 1).

Adicionalmente, el IIF¹⁴ estimó que los flujos de inversión de portafolio de economías emergentes se recuperaron en junio y julio al ubicarse en US\$13,34 billones y US\$24,76 billones, respectivamente (mayo: US\$0,88 billones). En particular, para julio se observaron entradas netas por US\$14,57 billones en renta variable¹⁵ y por US\$10,18 billones en renta fija¹⁶; y para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$5,21 billones (Gráfico 8).

De acuerdo con el IIF, los flujos de capital se han fortalecido en julio luego de los resultados del Brexit, lo cual se explica principalmente por una renovada búsqueda de retornos ante la fuerte caída de las tasas en los mercados desarrollados.

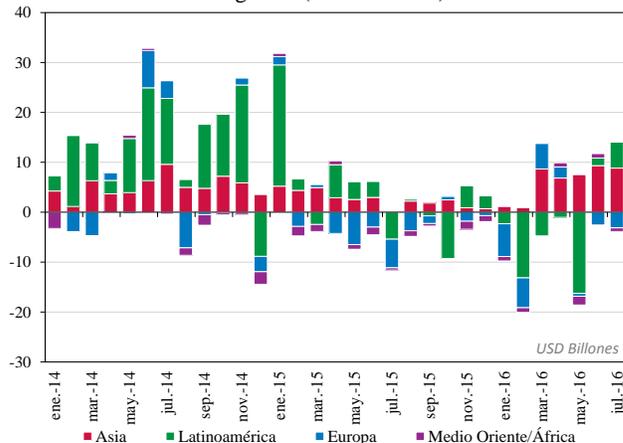
Gráfico 7: Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

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

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



Fuente: IIF.

¹³ 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.

¹⁴ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

¹⁵ Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$10,23 billones, Latinoamérica US\$3,47 billones, Europa US\$0,90 billones y Medio Oriente/África -US\$0,04 billones.

¹⁶ Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$8,84 billones, Latinoamérica US\$5,21 billones, Europa -US\$3,12 billones y Medio Oriente/África -US\$0,74 billones.

Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 22 de junio y el 27 de julio de 2016:

El Gráfico 9 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia pasó de 114 p.b. a 49 p.b, de tal manera que es inferior a las de Perú (147 p.b.), México (145 p.b.) y Chile (77 p.b.); pero superior a la de Brasil (-108 p.b.). Este nivel de la pendiente de Colombia no se observaba desde principios del año 2009 (cuando la tasa de referencia se encontraba en niveles similares al actual).

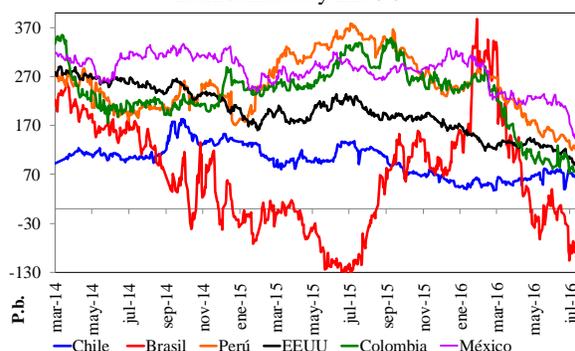
En el Gráfico 10 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) disminuyó y se ubica en niveles cercanos al 8%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en -9,5%. Lo anterior estaría indicando que las pendientes de los países de la región están reaccionando a factores propios de cada economía. Por otra parte, se observa que el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo aumentó de 32% a 41%¹⁷ desde el 22 de junio.

En Colombia, después de la última reunión de la JDBR los TES de mediano y largo plazo presentaron valorizaciones, al tiempo que los de corto plazo permanecieron relativamente estables.

Después de la reunión de la JDBR de junio, los TES continuaron con su tendencia de valorización. Aunque en julio las tasas corrigieron levemente al alza, cerraron en niveles inferiores a los observados el 22 de junio.

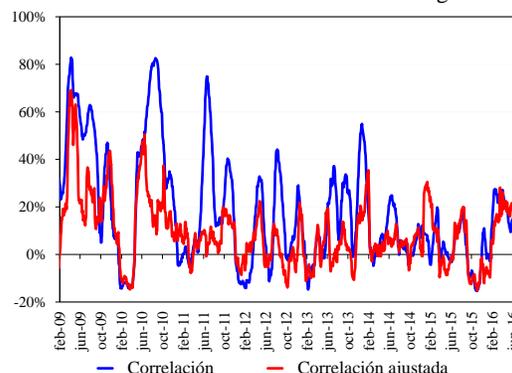
Las valorizaciones de junio se explican por expectativas de mayor liquidez mundial y de la normalización más lenta de la política monetaria en EE.UU. ante los posibles efectos adversos que podría generar el Brexit, lo que pudo incentivar las compras de inversionistas extranjeros. A nivel local, antes de la publicación del dato de inflación de junio algunos analistas consideraban posible que hubiera terminado el ciclo alcista de la tasa de política monetaria e incluso algunos agentes consideraban la posibilidad de futuros recortes. No obstante, después de la publicación del dato de

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



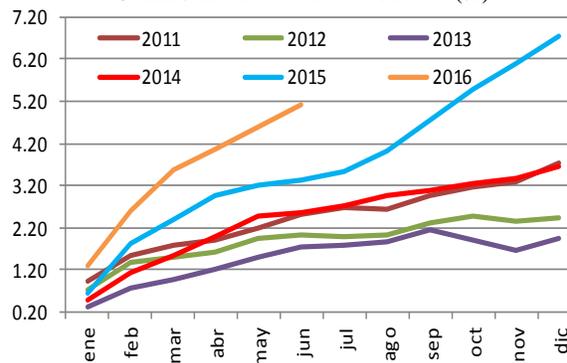
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, **Cálculos:** Banco de la República. *Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

Gráfico 10: Correlación Pendientes Región



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

Gráfico 11: Inflación Año Corrido (%)



Fuente: Dane.

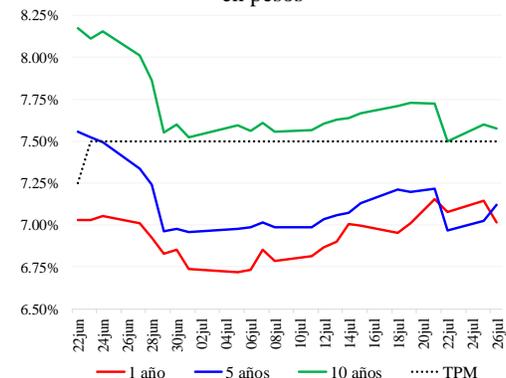
¹⁷ Correlaciones calculadas entre el 22 de junio y el 27 de julio del 2016. La más alta corresponde a la correlación entre Colombia y México (92%) y la más baja a la calculada entre Chile y Brasil (-14%).

inflación el 5 de julio se empezaron a incorporar expectativas de un posible aumento de la tasa de referencia.

En este contexto, a finales de junio la tasa cero cupón a 5 años disminuyó a niveles inferiores al de la tasa de política monetaria (Gráfico 11.1). Adicionalmente, las tasas implícitas en los *Overnight Index Swap* (OIS) estarían reflejando expectativas de recortes de la tasa de política en el año 2017 (Gráfico 11.2).

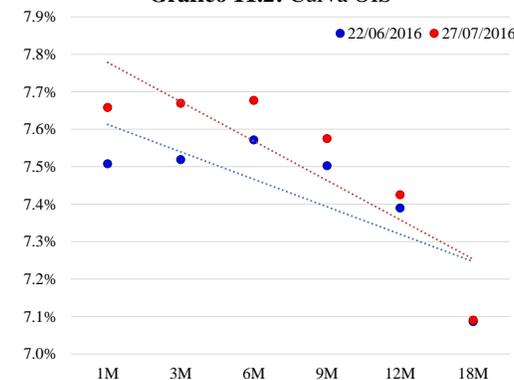
Las desvalorizaciones observadas en julio pueden asociarse a la disminución del precio del petróleo, a la publicación de algunos datos favorables en EE.UU. que generaron otro ajuste en las expectativas respecto al momento en que la Fed aumentaría nuevamente la tasa, y a la decisión de Fitch Ratings (22 de julio) de cambiar la perspectiva de la calificación de la deuda colombiana en moneda extranjera de estable a negativa (mantuvo la calificación en BBB) ante la vulnerabilidad del país a choques externos por el déficit de cuenta corriente (6,4% del PIB en 2015)¹⁸ y el nivel de endeudamiento del Gobierno (46,5% del PIB en 2015)¹⁹. La agencia mencionó en su comunicado la importancia de que la reforma tributaria sea aprobada en el año 2016 para compensar los menores ingresos provenientes del petróleo. Además, redujo la calificación de moneda local de BBB+ a BBB (con perspectiva negativa)²⁰. En la jornada siguiente las tasas de los TES en promedio presentaron incrementos de 7 p.b., 6 p.b. y 12 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

Gráfico 11.1: TPM y Tasas Cero Cupón de los TES en pesos



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

Gráfico 11.2: Curva OIS



Fuente: Bloomberg.

Cabe mencionar que las desvalorizaciones estuvieron mitigadas en algunas jornadas por la recomposición de posiciones de agentes dado el vencimiento de un TES por \$5195 mm²¹ y los pagos de cupones por cerca de \$4830 mm de los bonos que vencen en julio de los años 2020 y 2024, y por las expectativas de algunos analistas de mayor apetito de TES por parte de extranjeros, luego que Turquía perdiera la calificación de grado de inversión, lo que implica una salida de los bonos de ese país de un sub-índice de JP Morgan denominado *GBI-EM Global Diversified IG*.

En cuanto a los TES denominados en UVR, entre el 22 de junio y el 26 de julio las tasas disminuyeron en promedio 34 p.b., 52 p.b. y 48 p.b., en los tramos corto, mediano y largo, respectivamente.

A continuación se describen algunos eventos relevantes para el mercado.

Luego de conocerse la decisión de la JDBR de incrementar 25 p.b. la tasa de política monetaria, en promedio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 0 p.b., -3 p.b. y -5 p.b. en los

¹⁸ La calificadora estima que el déficit será 5,8% en el 2016 y que disminuirá en los años 2017 y 2018, de tal manera que entre 2016 y 2018 podría ser en promedio 5,3%.

¹⁹ La media de países con calificación BBB es 40%.

²⁰ Las calificaciones de la deuda en moneda extranjera (largo plazo) de Moody's y S&P son Baa2 y BBB, respectivamente. Las calificaciones en moneda local (largo plazo) son Baa2 y BBB+, respectivamente.

²¹ Incluyendo cupón y principal.

tramos corto, medio y largo, respectivamente, lo que refleja que la decisión era esperada por la mayoría de agentes.

El Dane publicó el 5 de julio que la variación del índice de precios de junio del 2016 había sido 0,48%, dato superior al esperado por el mercado (*Bloomberg*: 0,25%, encuesta del Banco de la República-BR: 0,28%) y superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2015 (0,10%). La variación anual fue 8,60%²². En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de +2 p.b, +2 p.b. y -3 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Las tasas de los TES UVR en promedio presentaron disminuciones de 4 p.b, 2 p.b. y 2 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

En la encuesta realizada a comienzos de julio por el BR²³ se observó que la inflación esperada para diciembre del 2016 en promedio pasó de 6,23% en junio a 6,53%. Para diciembre de 2017 las expectativas pasaron de 4,12% en junio a 4,24% en julio, y la inflación esperada a dos años (julio de 2018) se ubica en 3,68%²⁴.

En la encuesta de Citibank el dato esperado de inflación para diciembre del 2016 pasó de 6,03% a 6,46%, y el dato esperado para el año 2017 pasó de 4,08% a 4,18%. Por su parte, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), las expectativas promedio de inflación para 2016 se ubicaron en 6,90% (ant: 6,50%) y para 2017 en 4,9% (ant: 4,71%).

El 15 de julio se publicaron los datos de crecimiento de la producción industrial y las ventas al por menor en el mes de mayo, que en ambos casos fueron inferiores a lo esperado. Las ventas al por menor disminuyeron 0,5% (esp: aumento de 3,6%) y el crecimiento de la producción industrial fue 4,5% (esp: 7,0%). En la jornada siguiente las tasas de los TES en promedio presentaron variaciones de -3 p.b, +6 p.b. y +6 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

El *Cuadro 1* presenta, segmentando por duración de los títulos, los compradores y vendedores de TES desde la última reunión de la JDBR (22 de junio de 2016), desde el 19 de marzo de 2014, día en el que se anunció el cambio en la ponderación de los bonos colombianos en el índice *GBI-Global Diversified* de *JP Morgan*, y en lo corrido de 2016.

²² Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2015 (4,42%).

²³ Realizada entre el 7 y el 8 de julio.

²⁴ En la encuesta anterior la inflación esperada para junio de 2018 era 3,67%.

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

		Movimiento Neto en lo Corrido de 2016	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales		(3'989)	(18'462)	(934)	4'765	(14'631)	(700)	468	(401)	(633)
Compañía de Financiamiento Comercial		(5)	(39)	15	2	(22)	-	-	-	-
Cooperativas		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras		(953)	(1'150)	(504)	982	(672)	(1)	(160)	(50)	(210)
Total EC		(4'946)	(19'651)	(1'423)	5'749	(15'325)	(701)	309	(451)	(843)
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	(73)	(104)	16	(10)	(98)	-	15	(3)	12
Fondos de Pensiones y Cesantías	Terceros	(992)	(4'906)	(926)	4'261	(1'570)	(9)	(585)	1'180	586
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(261)	(3'526)	506	3'054	34	(6)	(364)	1'034	664
Fondos de Pensiones - Prima Media		-	(68)	-	(2)	(70)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías		(1'065)	(5'077)	(910)	4'249	(1'738)	(9)	(571)	1'177	598
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	(5)	(341)	214	21	(106)	(29)	40	192	204
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Terceros	(46)	(918)	35	144	(739)	(20)	(15)	(85)	(120)
	<i>Extranjeros</i>	(5)	(8)	18	20	30	-	-	(0)	(0)
	<i>FIC</i>	-	(35)	(11)	64	18	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa		(51)	(1'260)	250	164	(846)	(49)	25	107	83
Sociedades Fiduciarias	Propia	8	(362)	(27)	547	157	(1)	(64)	41	(25)
Sociedades Fiduciarias	Terceros	7'966	(10'502)	3'053	36'422	28'973	(170)	(363)	1'195	663
	<i>Extranjeros***</i>	8'945	(1'813)	4'147	30'713	33'047	-	(4)	428	424
	<i>FIC</i>	(330)	(1'177)	276	23	(878)	(103)	(0)	(10)	(113)
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(137)	(3'611)	(336)	3'020	(927)	(18)	(140)	443	284
Total Sociedades Fiduciarias		7'975	(10'864)	3'026	36'969	29'131	(171)	(427)	1'236	638
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	(309)	(675)	(171)	388	(458)	16	(45)	98	69
Compañías de Seguros y Capitalización	Terceros	(2)	(8)	(9)	4	(13)	(0)	(1)	1	(1)
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(2)	(8)	(9)	4	(13)	(0)	(1)	1	(1)
Total Compañías de Seguros y Capitalización		(311)	(683)	(180)	392	(471)	16	(46)	99	68
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	(4)	(1)	-	-	(1)	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión	Terceros	-	(17)	7	4	(6)	-	-	-	-
	<i>FIC</i>	-	(17)	7	4	(6)	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión		(4)	(18)	7	4	(7)	-	-	-	-
Total Entidades Financieras No bancarias		6'544	(17'901)	2'192	41'779	26'069	(213)	(1'019)	2'619	1'387
Total Entidades Financieras Especiales**		(4)	(2'769)	1'473	1'540	245	(16)	(12)	(49)	(77)
Total Entidades Públicas****		7'935	(5'446)	2'177	3'794	525	(2'999)	724	734	(1'541)
Otros*****		(332)	(4'465)	1'081	4'263	879	(196)	(3)	(22)	(220)
	<i>Extranjeros</i>	(0)	-	-	(23)	(23)	-	-	-	-
Total Movimiento Neto		9'198	(50'232)	5'500	57'125	12'393	(4'124)	(0)	2'831	(1'293)

Fuente: BR. Información actualizada al 22 de julio 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.

En general, los principales agentes compradores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR han sido los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$586 mm, principalmente en el tramo largo) y los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$424 mm), mientras que los principales vendedores fueron las entidades públicas (\$1541 mm, tramo corto) y los bancos comerciales (\$633 mm, tramos corto y largo). Cabe señalar que los movimientos del tramo corto pueden estar influenciados por el vencimiento de un TES de control monetario el 1 de julio (\$4924 mm).

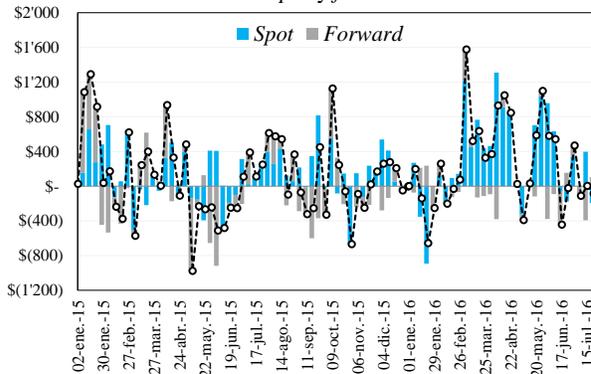
Los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$1152 mm) (Anexo 2).

En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$8941 mm. Específicamente, desde el 22 de junio registraron compras netas por \$428 mm en el tramo largo al tiempo que vendieron en neto \$4 mm en el tramo medio.

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 \$379,3 mm. Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes

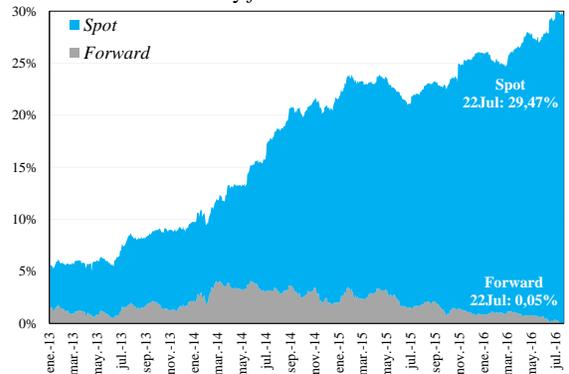
offshore a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$462,2 mm el 22 de junio a \$82,9 mm el 22 de julio.

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



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

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



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

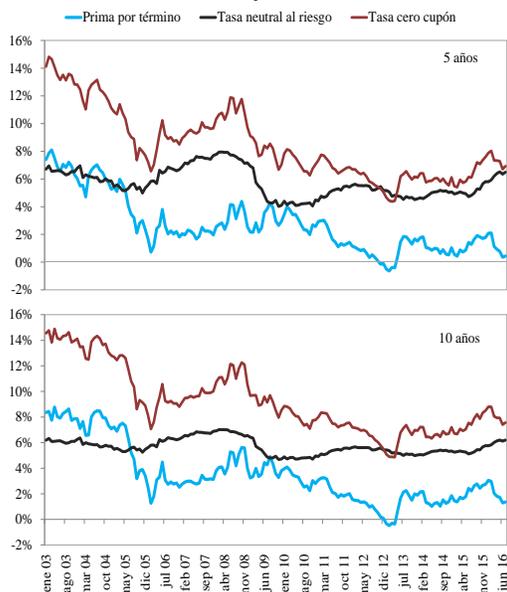
Lo anterior puede observarse en los Gráficos 12 y 13 y en el Cuadro 1.1. El Gráfico 12 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados spot y forward. El Gráfico 13 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje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

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

	2015			Corrido de 2016			Jun-16			Corrido de Jul-16		
	spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'228)	\$ 1'622	\$ (3'607)	\$ (4'946)	\$ 1'172	\$ (3'774)	\$ (3'548)	\$ 435	\$ (3'114)	\$ (1'458)	\$ 492	\$ (965)
Offshore	\$ 7'498	\$ (1'622)	\$ 5'876	\$ 8'941	\$ (1'172)	\$ 7'768	\$ 1'017	\$ (435)	\$ 583	\$ 448	\$ (492)	\$ (44)

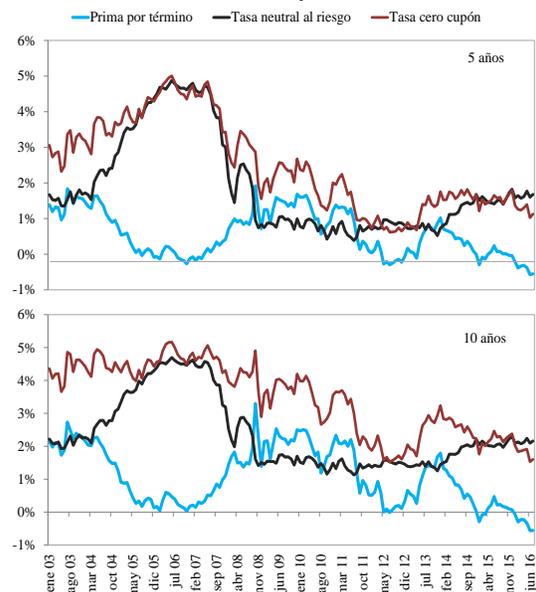
Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 22 de julio de 2016. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el offshore.

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



Fuente y Cálculos: Banco de la República.

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

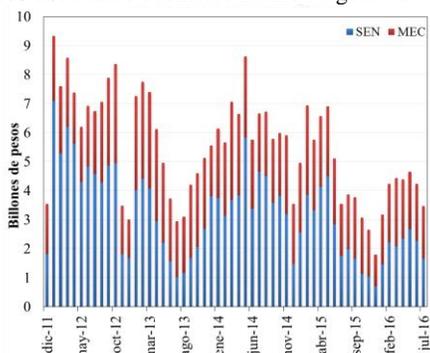


Fuente y Cálculos: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Entre el 23 de junio y el 21 de julio²⁵ la prima por vencimiento para los TES en pesos a 5 años disminuyó 8 p.b, mientras que la tasa neutral cayó 14 p.b. En cuanto a los títulos a 10 años, la prima por vencimiento disminuyó 7,8 p.b. mientras que la tasa neutral al riesgo cayó 8,14 p.b. (Gráfico 14). Lo anterior, estaría reflejando una tasa de interés menor esperada para esos plazos. Por su parte, la prima por vencimiento de los *Treasuries* se mantuvo en terreno negativo para los plazos a 5 años (-0.55%) y 10 años (-0,56%). La tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó 7,8 p.b. y 6,5 p.b, respectivamente (Gráfico 15).

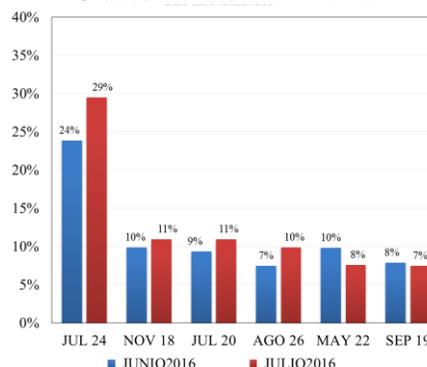
El 1 de julio se venció un TES de control monetario por \$5195 mm²⁶, y como ya se mencionó, hubo pagos de cupones por \$4831 mm²⁷. El valor de las emisiones de bonos de largo plazo desde la última reunión de la JDBR ha sido \$4783 mm y de TES de corto plazo por \$1000 mm²⁸.

Gráfico 16: Monto Promedio Diario Negociado de TES



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

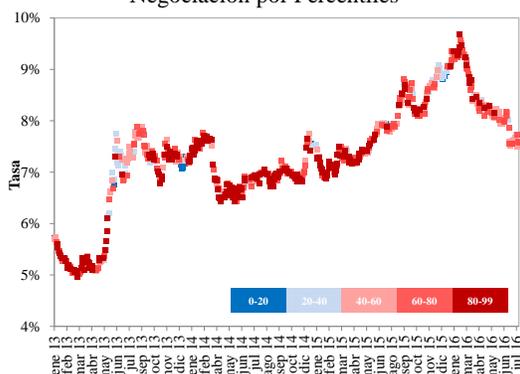
Gráfico 17: TES más transados



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

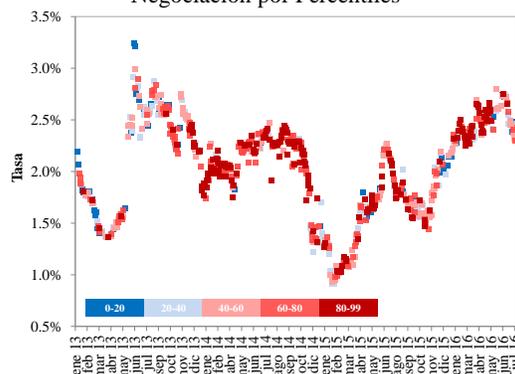
En lo corrido de julio el monto promedio diario negociado ha sido \$3,46 billones²⁹, inferior al observado el mes anterior (\$4,2 billones), pero similar al registrado en julio del 2015 (\$3,54 billones) (Gráfico 16). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 24% a 29%, seguidos de los que vencen en noviembre del 2018 cuya participación pasó de 10% a 11% (Gráfico 17).

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



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

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



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

²⁵ 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.

²⁶ \$4924 mm de principal.

²⁷ De los TES que vencen en julio del 2020 y 2024 por \$2142 mm y \$2689 mm, respectivamente.

²⁸ Con datos al 26 de julio. De los TES de largo plazo \$3324 mm corresponden a bonos en pesos y \$1386 mm a bonos denominados en UVR.

²⁹ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

En los Gráficos 18 y 19 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 2 años). Se tiene que desde el 22 de junio se han mantenido los montos de negociación de los títulos en pesos, los cuales se han ubicado en general entre los percentiles 20 y 80. Para el caso de los UVR, los montos de negociación han aumentado levemente y durante el periodo analizado se han ubicado en general entre los percentiles 0 y 80 (anterior: 0 y 60).

El *bid-ask spread* promedio de julio de los TES en pesos y UVR aumentó respecto al promedio de junio (Gráficos 20.1 y 20.2). En particular, para los títulos de cotización obligatoria el promedio de julio se ubicó en 2,91 p.b. para el caso de los TES en pesos (junio: 2,27 p.b.) y en 3,79 p.b. para el caso de los TES UVR (junio: 2,46 p.b.). La profundidad de estos mercados (Gráficos 20.3 y 20.4), respecto al promedio de junio disminuyó para los títulos en pesos, mientras que aumentó para los TES UVR. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos fue de \$118 mm (junio: \$128 mm) y en UVR de \$59 mm (junio: \$57 mm).

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

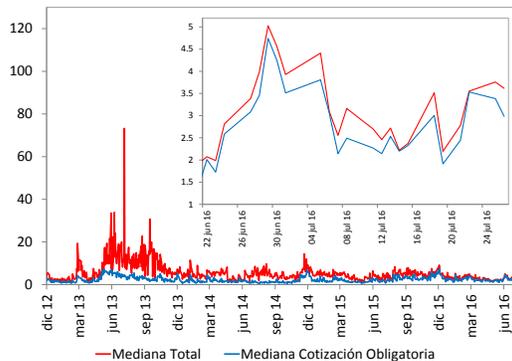
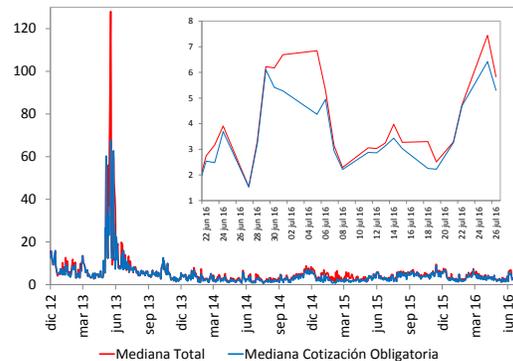


Gráfico 20.2: Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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

Gráfico 20.3: Profundidad promedio de los TES en pesos*

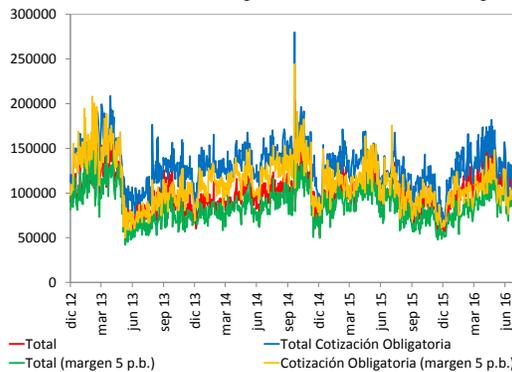
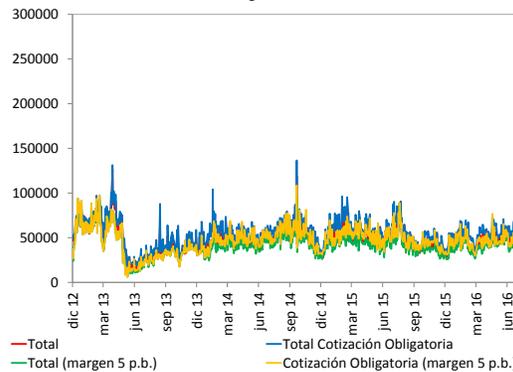
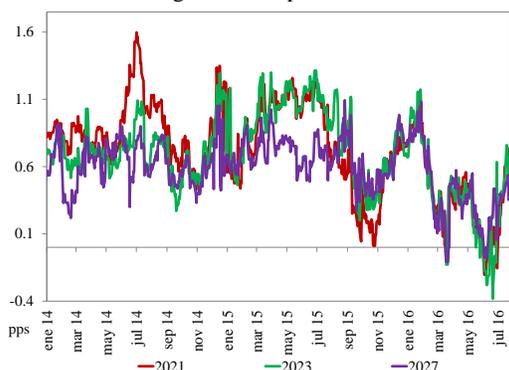


Gráfico 20.4: Profundidad promedio de los TES en UVR*



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

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

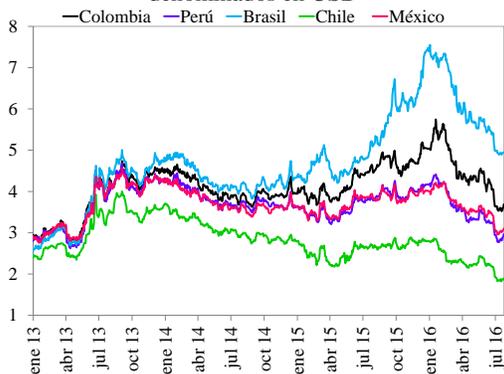


Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.* Los márgenes se calculan con títulos de las dos clases cuyos vencimientos son similares.

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

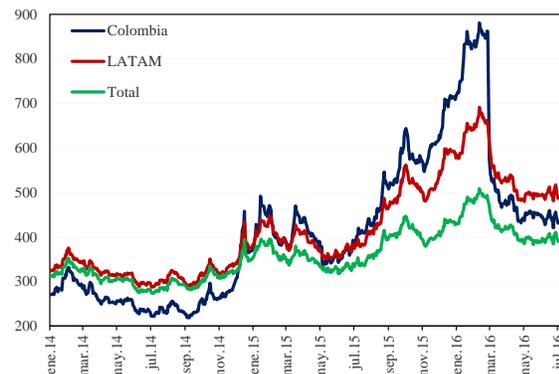
Por su parte, el margen para títulos a 10 años para el caso de Brasil disminuyó mientras que para Chile aumentó. Para el caso de Brasil ante valorizaciones de los locales más pronunciadas que las de los globales. Para Chile ante valorizaciones de los globales y desvalorizaciones de los locales (Cuadro 2).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 23: CEMBI Colombia y CEMBI Total



Fuente: Bloomberg

El margen entre las tasas a 10 años de los bonos locales (denominados en moneda local) y los bonos externos denominados en dólares aumentó para los casos de Chile y México mientras que disminuyó para los casos de Perú, Brasil y Colombia. Los incrementos para México se explican por valorizaciones más pronunciadas de sus bonos externos, mientras que los de Chile obedecen a desvalorizaciones locales y valorizaciones externas. Por su parte, el comportamiento de los márgenes para Brasil, Colombia y Perú obedece a mayores valorizaciones de los bonos locales respecto a las observadas en los bonos externos (Gráfico 22 y Cuadro 2).

En cuanto a la colocación de deuda en el mercado local colombiano por parte de agentes diferentes al Gobierno Central, durante el periodo analizado Suramericana S.A. colocó bonos por \$1000 mm³⁰, Davivienda por \$600 mm³¹ y el Banco Finandina por \$34,4 mm³². Adicionalmente, desde la última

³⁰ Emisión realizada el 22 de junio donde la demanda fue 1,8 veces la oferta (\$1819,3 mm). La colocación se realizó con las siguientes características: i) 4 años (monto colocado: \$148 mm, tasa 3,39% margen sobre IPC E.A.), ii) 7 años (monto colocado: \$257 mm, tasa 3,9% margen sobre IPC E.A.), iii) 10 años (monto colocado: \$306 mm, tasa 4,09% margen sobre IPC E.A.), y iv) 15 años (monto colocado: \$289 mm, tasa 4,29% margen sobre IPC E.A.).

³¹ Emisión realizada el 27 de julio donde la demanda fue 2,1 veces la oferta (\$1280 mm). La colocación se realizó con las siguientes características: i) 3 años (monto colocado: \$222,4 mm, tasa 8,64% tasa fija E.A.), ii) 7 años (monto colocado: \$131,9 mm, tasa 3,67% margen sobre IPC E.A.), y iii) 12 años (monto colocado: \$245,8 mm, tasa 4,00% margen sobre IPC E.A.).

³² Emisión realizada el 14 de julio de 2016, a 2 años con una tasa fija de 9,25% E.A.

reunión de la JDBR el *spread* del EMBI corporativo³³ para Colombia disminuyó 9,7%, al tiempo que el *spread* para Latinoamérica disminuyó 9,2% y el de todas las economías emergentes 6,5% (Gráfico 23).

Cuadro 2: 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	3.7	3.0	5.0	1.9	3.1
Variación desde última junta BR (p.b.)	-42	-28	-46	-30	-37
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	85	26	219	-50	23
Variación año corrido (p.b.)	82	11	236	-52	19
Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	7.0	n.d	10.8	4.0	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	-64	n.d	-56	-8	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	256	n.d	407	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	249	n.d	538	n.d	n.d
Tasa cero cupón locales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	7.6	6.0	12.8	4.7	6.3
Variación desde última junta BR (p.b.)	-60	-42	-83	22	-25
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	249	165	242	-73	164
Variación año corrido (p.b.)	186	172	286	-104	55
Margen bonos locales y bonos globales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	0.5	n.d	2.0	0.7	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	4	n.d	-27	30	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	-7	n.d	-165	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-63	n.d	-252	n.d	n.d
Margen bonos locales y bonos en dólares 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	3.9	3.0	7.8	2.8	3.2
Variación desde última junta BR (p.b.)	-18	-14	-37	52	13
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	164	140	22	-23	141
Variación año corrido (p.b.)	105	161	50	-52	36

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

³³ El *Corporate Emerging Market Bond Index* (CEMBI) es un indicador de la deuda corporativa denominada en dólares emitida por entidades provenientes de economías emergentes.

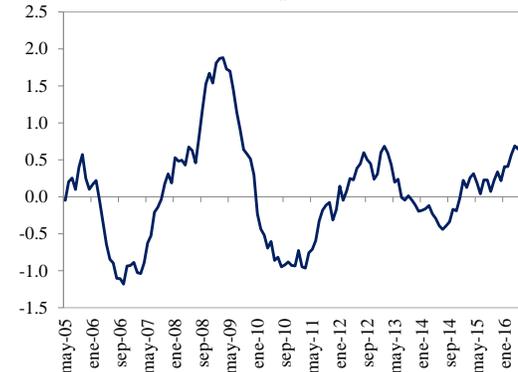
2. Indicadores de percepción de riesgo a nivel local

Con datos disponibles al 26 de julio (EOF³⁴, volatilidades preliminares³⁵ y márgenes crediticios preliminares³⁶) el índice preliminar³⁷ de percepción de riesgo IDODM se deterioró frente al de junio (Gráfico 24).

El índice de confianza de los consumidores que calcula Fedesarrollo mejoró levemente al pasar de -12,5 en mayo a -11,3 en junio. No obstante, el dato desestacionalizado disminuyó. Al observar sus componentes se encuentra que mientras el de condiciones actuales mejoró, el de expectativas presentó un deterioro con respecto al año anterior. El indicador se encuentra 26 puntos por debajo de lo registrado en el mismo mes del 2015 (Gráfico 25).

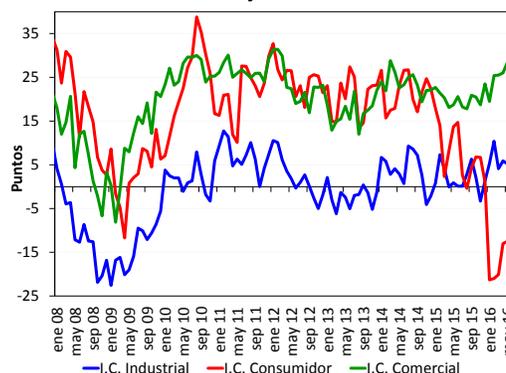
Fedesarrollo publicó los resultados de su Encuesta de Opinión Empresarial del mes de junio del 2016. En los resultados se observó que respecto al mes anterior el índice de confianza industrial disminuyó de 5,2 a 3,7 puntos, lo que se explica por el deterioro de dos de sus tres componentes: expectativas de producción para el próximo trimestre y volumen actual de pedidos. No obstante, el indicador aumentó respecto al observado en el mismo mes de 2015. En el mismo sentido, el índice de confianza comercial pasó de 28,5 a 22,9 puntos, aunque presentó un aumento respecto al observado en el mismo mes del año anterior (20,6 puntos). La caída respecto a mayo se dio por el deterioro de sus tres componentes: situación actual del negocio, nivel de existencias y expectativas.

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



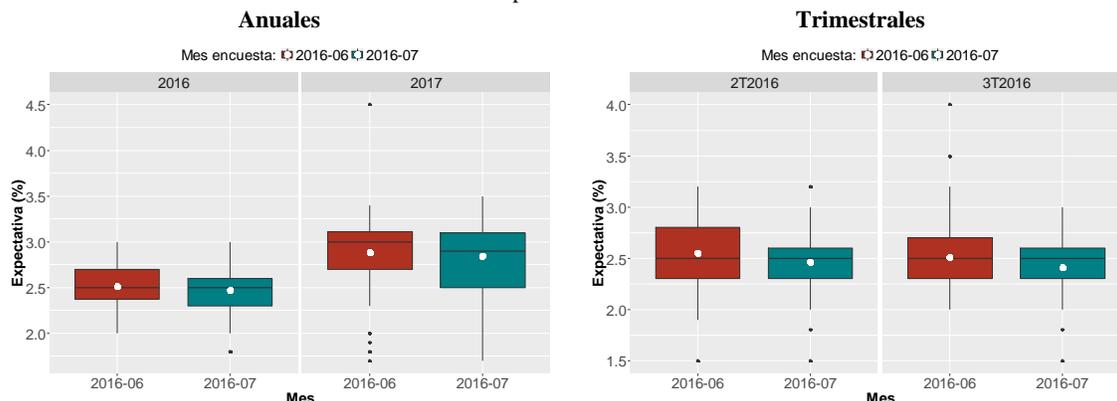
Fuentes: Banco de la República, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

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



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 26: Expectativas de Crecimiento EOF



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

³⁴ Publicada el 25 de julio.

³⁵ Datos al 26 de julio.

³⁶ Datos al 15 de julio.

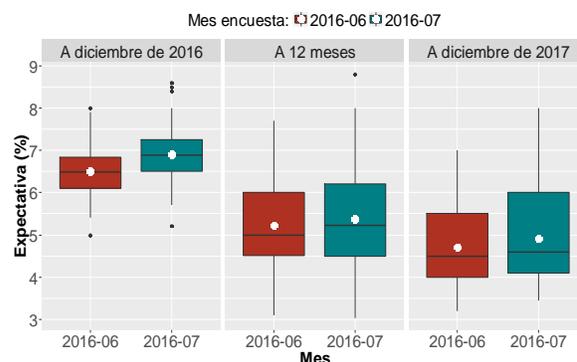
³⁷ Estos datos son preliminares ya que no se cuenta con la Encuesta de Opinión Empresarial de la Andi, ni con la de Opinión Empresarial y del Consumidor de Fedesarrollo.

Fedesarrollo y la BVC publicaron la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) del mes de julio. En el Gráfico 26 puede observarse que respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, en julio los analistas financieros disminuyeron levemente sus proyecciones de crecimiento para el año 2016 (de 2,51% a 2,46%), para el segundo (de 2,55% a 2,46%) y el tercer (de 2,5% a 2,4%) trimestre del 2016 y para el 2017 (de 2,88% a 2,84%). El dato esperado para el 2017 es superior al esperado para el 2016.

En cuanto a la inflación (Gráfico 27), la EOF refleja que en promedio el dato esperado para el 2016 aumentó (de 6,50% a 6,90%), al igual que para diciembre del 2017 (4,71% a 4,90%). Las expectativas para diciembre de 2017 muestran un sesgo al alza.

Respecto al *spread*, el 27,7% de agentes espera que aumente (anterior: 35,5%), mientras un 41,5% espera que se mantenga igual (anterior: 38,2%) y un 30,8% que disminuya (anterior: 26,3%). Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes³⁸, un 40,6% espera que esta se mantenga estable (anterior: 33,3%), un 18,8% que aumente (anterior: 30,7%), y un 15,6% que disminuya (anterior: 13,3%).

Gráfico 27: Gráficos de Caja Expectativas de Inflación EOF.



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

Entre el 22 de junio y el 27 de julio el Colcap se desvalorizó 0,35%. Si bien los ajustes en las expectativas respecto a los movimientos de la Fed impactaron positivamente al mercado, la caída de los precios del petróleo³⁹ contrarrestó este efecto. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una valorización cercana al 1,15% (anterior: +0,69%)⁴⁰. Para lo corrido de julio, la volatilidad promedio del mercado accionario se mantuvo en niveles similares al promedio de junio y actualmente se ubica por debajo de su media histórica; además, actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico 28).

Por otro lado, según la EOF los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 14 p.b. (anterior: 7 p.b.)⁴¹. Para lo corrido de julio, la volatilidad promedio del mercado de TES aumentó respecto al promedio observado en junio y se ubicó por encima de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico 29).

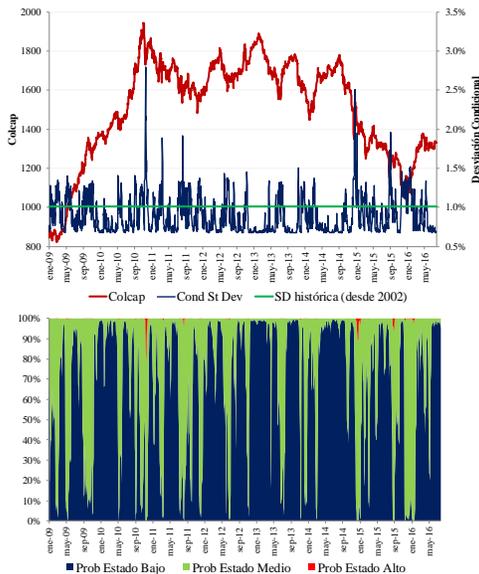
³⁸ Al 25% restante no les aplica la pregunta (anterior: 22,7%).

³⁹ Entre el 22 de junio y el 26 de julio los precios del petróleo Brent (-10,53%) y WTI (-11,38%) disminuyeron.

⁴⁰ 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.

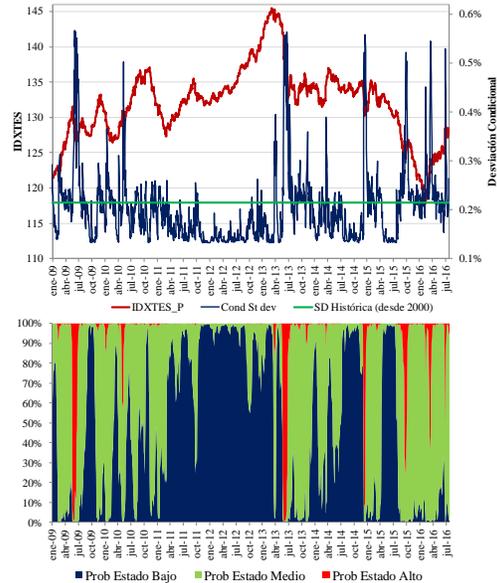
⁴¹ El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República.

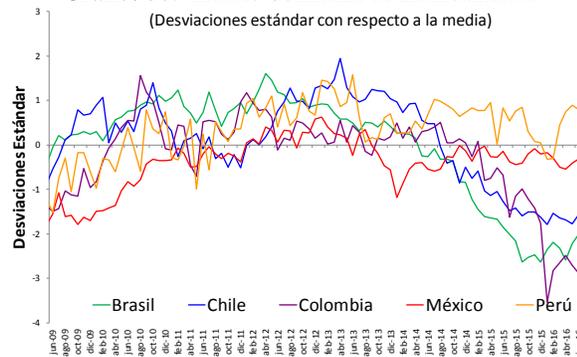
Gráfico 29: Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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

Con información al 15 de julio, los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES aumentaron respecto a lo observado en promedio durante junio⁴². Para la cartera preferencial el margen aumentó 52 p.b, para la cartera de tesorería 10 p.b. y en el caso de la cartera de consumo aumentó 57 p.b. El comportamiento de los márgenes de tesorería se explica principalmente por el incremento de la tasa activa, mientras que la tasa de los TES a 30 días (hasta el 15 de julio) se mantuvo estable. Por su parte, el incremento en los márgenes de cartera preferencial se explica por aumentos en las tasas activas y caídas en las tasas de los TES. En cuanto a la cartera de consumo, el incremento se explica principalmente por las valorizaciones de los TES.

Gráfico 30: Índices Confianza de Latinoamérica* (Desviaciones estándar con respecto a la media)



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

Finalmente, el Gráfico 30 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de su media histórica se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre mayo y junio mejoraron los índices de Brasil, Chile y México; y desmejoraron los de Colombia y Perú. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas, salvo el de Perú.

En resumen, el IDODM preliminar de julio aumentó ante el incremento en los márgenes de cartera, el deterioro en las expectativas de crecimiento e inflación y la mayor volatilidad de los TES.

⁴² Para mayor información ver Anexo 3.

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

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Noruega (0,5%), Israel (0,1%), Australia (1,75%), Suecia (-0,5%), Canadá (0,5%), la Zona Euro (0%)⁴³ mantuvieron la tasa de intervención sin modificación. En su reunión celebrada el 14 de julio, el Banco Central de Inglaterra mantuvo la tasa de política en 0,5% pese a que el mercado esperaba un recorte de 25 p.b, y anunció la continuidad del programa de compra de activos en £375 mil millones.

El 24 de junio se conocieron los resultados del Brexit con un 51,9% de votos a favor y el 48,1% restante en contra. El 5 de julio, en el reporte bianual de estabilidad financiera de Inglaterra, el Banco Central anunció el recorte del capital de reserva contracíclico exigido a los bancos británicos de 0,5% a 0% con el propósito de fomentar el crédito, y señaló que posiblemente esta medida se mantendrá al menos hasta junio de 2017.

El 6 de julio se publicaron las minutas de la reunión de la Fed de junio, en las que se destacó la preocupación de los miembros del FOMC ante las señales de un menor desempeño del mercado laboral, la reducción en los rendimientos de los títulos del Tesoro, la apreciación del dólar, la caída en las expectativas de inflación y la incertidumbre sobre los posibles efectos que podrían tener los resultados del Brexit sobre la economía global.

El 27 de julio se conoció que el Gobierno de Japón prepara un paquete fiscal por ¥28 trillones (USD 265 billones) con el propósito de otorgar un mayor estímulo a la economía. Se espera que estas medidas sean aprobadas el próximo 2 de agosto. De este paquete, 13 trillones corresponderán a estímulos fiscales y los 15 restantes a medidas cuasi-fiscales implementadas por agencias gubernamentales en forma de créditos, garantías y subsidios para firmas del sector privado. Adicionalmente, existen expectativas de que el Banco de Japón en su reunión del 29 de julio anuncie un incremento en su programa de compra de títulos del gobierno.

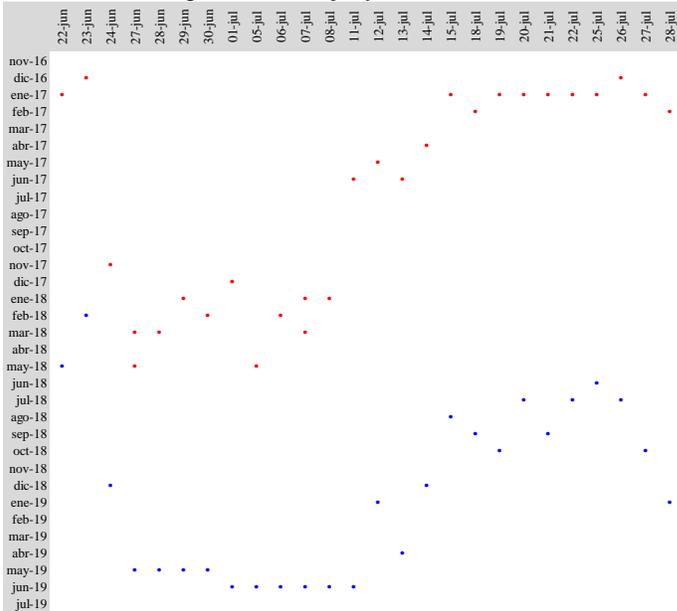
La Reserva Federal de Estados Unidos (FED) mantuvo inalterada la tasa de política monetaria y señaló que en junio el mercado laboral se fortaleció, luego de registrar un desempeño débil en mayo, y que los riesgos de corto plazo para el panorama económico habían disminuido.

De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, actualmente se espera que la tasa de referencia llegue a 0,50% (puntos rojos) en febrero del 2017, mientras que el 22 de junio se esperaba que la tasa alcanzaría este nivel en enero del 2017. En cuanto a las expectativas respecto al mes en que la tasa alcanzará un nivel de 0,75% (puntos azules), estas pasaron de mayo de 2018 a enero del 2019 (Gráfico 31). No obstante, cabe resaltar que hacia finales de junio y principios de julio estas expectativas llegaron a ubicarse en mayo del 2018 (0,5%) y junio de 2019 (0,75%). El Gráfico 31.1 muestra que actualmente el mercado espera un ritmo más lento de incrementos frente al que se esperaba el 22 de junio.

En cuanto a las expectativas sobre las decisiones de la FED respecto al nivel del rango de los fondos federales, el mercado consideraba que el escenario más probable para la reunión de julio era que el rango permaneciera inalterado, lo cual se confirmó el 27 de julio. De forma similar, para la reunión que se celebrará en septiembre desde finales de junio el escenario más probable es que no se presenten cambios (Gráficos 33.1 y 33.2). Además, en los gráficos 33.3 y 33.4 se observa que el escenario más probable para el 2016 continúa siendo un rango entre 0,25% y 0,5%, aunque desde el 8 de julio ha aumentado la probabilidad de que tenga lugar un incremento adicional.

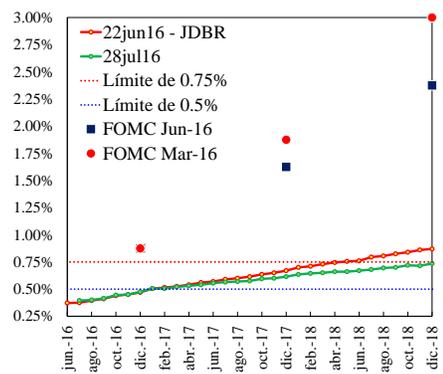
⁴³ Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito también se mantuvieron inalteradas en 0,25% y -0,4%, respectivamente.

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



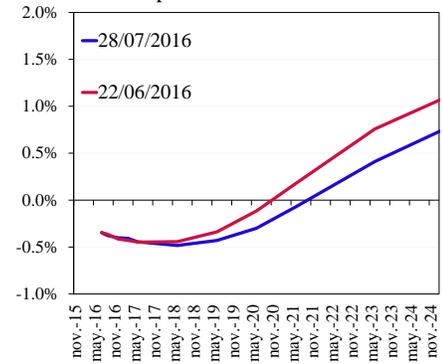
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 31.1: Senda esperada Tasa Fondos Federales



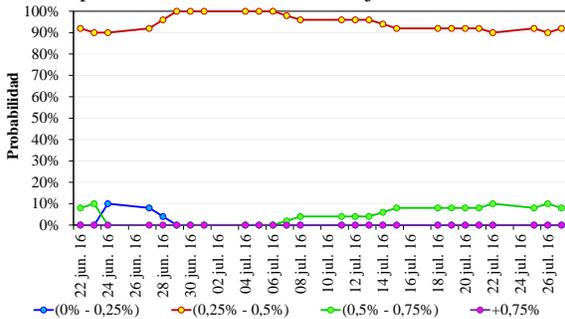
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 32: Expectativas de las tasas del BCE



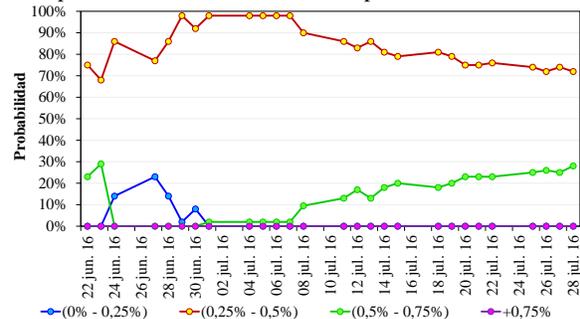
Fuente: Bloomberg.

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



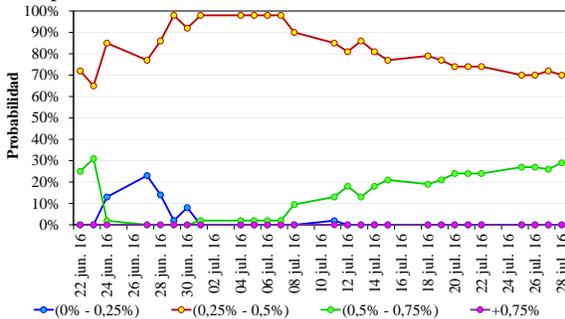
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

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



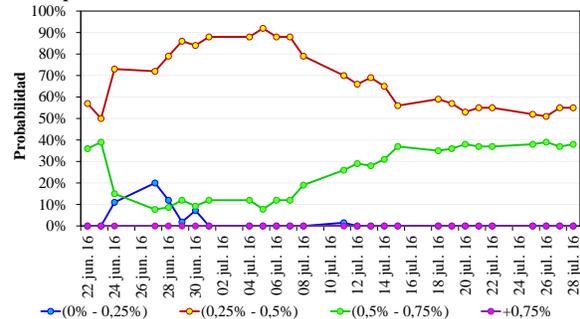
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 33.3: Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de noviembre de 2016



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 33.4: Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2016



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En otro escenario, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterada su tasa de política en 0,25%, e indicó que posiblemente se mantendrán en los niveles actuales, o inferiores, por un periodo prolongado mayor al de las compras de activos. Adicionalmente, reafirmó que las compras mensuales de activos por €80 mm continuarían al menos hasta marzo del 2017.

El organismo señaló que los mercados financieros de la zona habían mostrado estabilidad frente a los resultados del Brexit, reforzada por la disposición de los bancos centrales a inyectar liquidez en caso de ser necesario y la existencia de un marco de regulación y supervisión sólido. Sin embargo, señaló que en los próximos meses el organismo tendrá más información para reevaluar las condiciones de la economía y actuar, si se requiere, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato.

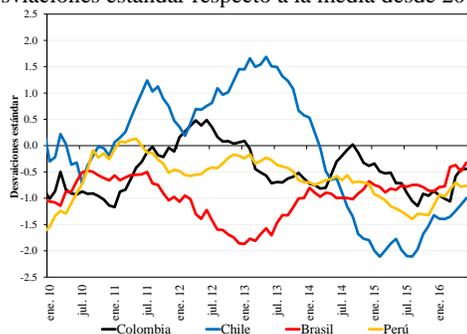
En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE, con base en los futuros del índice Eonia, el mercado anticipa que el primer incremento tendrá lugar alrededor del 4T21, mientras que el 22 de junio se descontaba que tendría lugar en el 4T20 (Gráfico 32).

República Checa (0,05%), Corea del Sur (1,25%), Polonia (1,5%), Turquía (7,25%⁴⁴), Sudáfrica (7%) e Indonesia (6,5%⁴⁵) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con las expectativas del mercado, y el Banco Central de Malasia la recortó sorpresivamente 25 p.b. a 3%.

En Latinoamérica, los bancos centrales de Brasil, Chile y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 14,25%, 3,5% y 4,25%, respectivamente, decisiones que eran esperadas por los mercados. Por otra parte, el Banco Central de México la incrementó 50 p.b. a 4,25%, mientras que el mercado descontaba un incremento de 25 p.b.

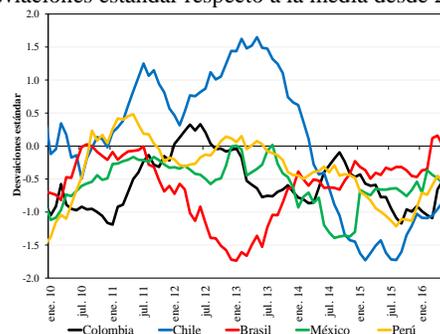
En los Gráficos 34 y 35 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales⁴⁶ desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. Se puede observar que en junio las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas⁴⁷.

Gráfico 34: Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2000*)



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

Gráfico 35: Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005*)



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

⁴⁴ Adicionalmente, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) se redujo de 9% a 8,75% y la tasa de depósitos (*Borrowing Rate*) se mantuvo inalterada en 7,25%.

⁴⁵ Las tasas de interés aplicables a la facilidad de crédito y a la facilidad de depósito también se mantuvieron inalteradas en 7% y 4,5%, respectivamente.

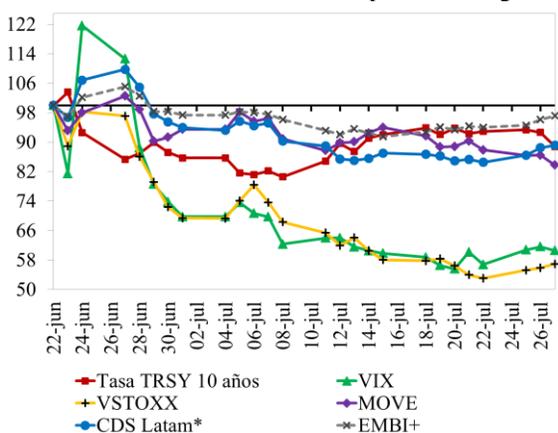
⁴⁶ Deflactadas con medidas de inflación básica.

⁴⁷ Desde febrero del año 2000, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,72%; Chile 1,10%; Brasil 7,09% y Perú 1,22%. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,57%.

4. Indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional

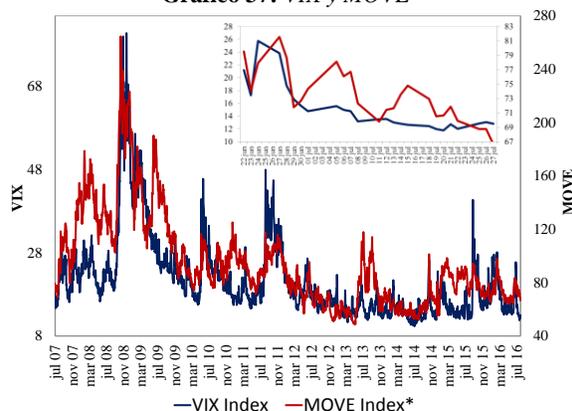
Los indicadores de percepción de riesgo a nivel global mejoraron desde la última reunión de la JDBR. Luego de conocerse los resultados del referendo en el Reino Unido, los principales indicadores presentaron un incremento considerable. Posteriormente, corrigieron y se ubicaron por debajo de los niveles observados el 22 de junio, luego de que las autoridades de Reino Unido y Europa afirmaran su compromiso con la estabilidad económica y que algunos analistas indicaran que los resultados del referendo no tendrán mayor impacto en otras economías desarrolladas. Además se espera que las consecuencias en el Reino Unido se observen en el largo plazo. Adicionalmente, el mercado ha descontado un ritmo más lento de incrementos de la tasa de política de la Fed. Finalmente, durante el periodo analizado se conocieron datos favorables de EE.UU.⁴⁸, China⁴⁹ y Europa⁵⁰.

Gráfico 36: Indicadores de Percepción de Riesgo



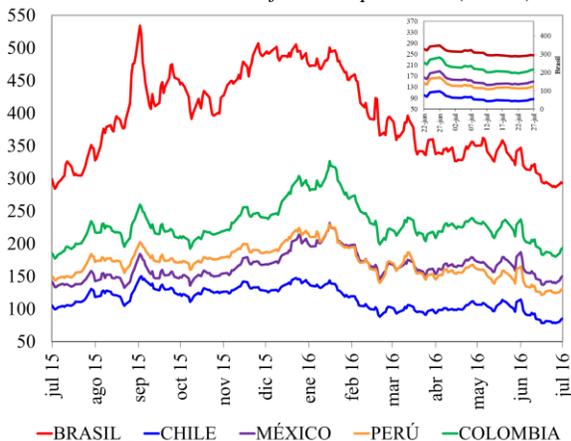
Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** Banco de la República. *Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

Gráfico 37: VIX y MOVE



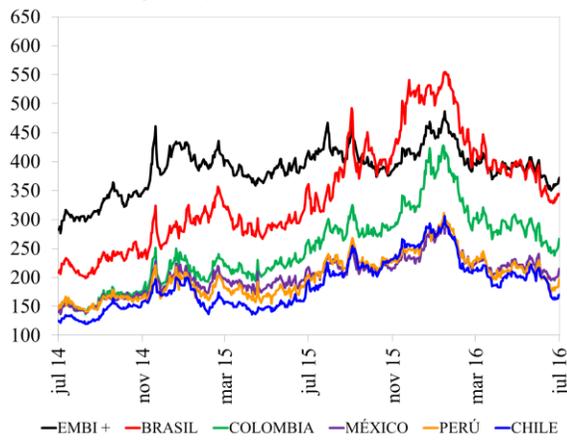
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 38: Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 39: EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.

⁴⁸ En junio el cambio en nóminas no agrícolas fue 287 mil, superior al 180 mil esperado por el mercado. La tasa de desempleo fue 4,9% en junio (esp: 4,8%). La ventas minoristas totales crecieron 2,7% a/a, por encima del 2,2% a/a de mayo y del crecimiento promedio de los últimos 12 meses (2,4% a/a). La producción industrial redujo su ritmo de caída desde -1,4% m/m en mayo a -0,7% m/m en junio, en línea con el crecimiento promedio del último año. La utilización de la capacidad instalada ascendió desde 74,9% en mayo a 75,4% en junio, el mayor nivel desde febrero.

⁴⁹ El PMI de servicios pasó de 51,2 puntos en mayo a 52,7 puntos en junio. El PIB del 2T16 creció 6,7% a/a (esp: 6,6%), la producción industrial creció 6,2% a/a (esp: 5,9%), las ventas al por menor crecieron 10,6% a/a en junio (esp: 9,9%).

⁵⁰ El índice de confianza industrial de la Zona Euro de junio se ubicó en -2,8 cuando el mercado esperaba -3,4%. En Junio la inflación anual de la Zona Euro fue 0,1% mientras el mercado esperaba 0%.

Durante el periodo analizado el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó a la baja sus perspectivas de crecimiento mundial para 2016 y 2017 reportadas en abril en 0,1 puntos porcentuales, hasta 3,1% y 3,4%, respectivamente. La entidad redujo sus proyecciones de crecimiento para la zona Euro de 1,7% a 1,6% para 2016 y de 1,7% a 1,4% para el 2017 después de estimar los efectos negativos del Brexit sobre el comercio y la inversión.

De esta manera, el VIX pasó de 21,2% el 22 de junio a 25,76% el 24 de junio, día en el que alcanzó el nivel máximo en el periodo analizado; y posteriormente disminuyó a 13% el 27 de julio. Por su parte, el VSTOXX pasó de 36% el 22 de junio a 20,5% el 27 de julio. El índice MOVE⁵¹ pasó de 79,5 a 66,6 (Gráficos 36 y 37).

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel regional disminuyeron. Entre el 22 de junio y el 27 de julio los *Credit Default Swap* (CDS) a 5 años disminuyeron 35 p.b. para Brasil, 26 p.b. para Colombia, 14 p.b. para México, 15 p.b. en el caso de Chile y 13 p.b. para el caso de Perú. Por su parte, el EMBI+ disminuyó 11 p.b. al tiempo que el EMBI Colombia presentó una caída de 9 p.b. (Gráficos 38 y 39).

En resumen, los principales indicadores de percepción de riesgo disminuyeron ante expectativas de mayor liquidez a nivel internacional. Lo anterior, a pesar de los resultados del referendo del Brexit.

⁵¹ Indicador que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre los Bonos del Tesoro de los EE.UU.

5. Tasas de interés y Expectativas del mercado

En el Gráfico 43 se presenta la evolución de la tasa mínima de expansión del BR, la tasa interbancaria (TIB), la DTF y el IBR a un día. Desde el 22 de junio el IBR *overnight* y la TIB oscilaron en niveles similares al de la tasa de política monetaria. La tasa de simultáneas del SEN pasó de 6,68% el 22 de junio a 7,24%⁵².

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

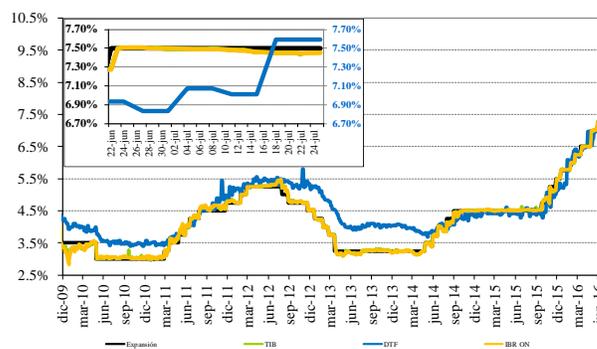
En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 25 de julio⁵³, un 21,6 % de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención se mantendrá inalterada, mientras que el 78,4% restante considera que será incrementada 25 p.b.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 34,4% señaló los factores externos (ant: 33,3%), un 32,8% la política monetaria (ant: 30,7%), un 18,8% la política fiscal (ant: 26,7%), un 6,3% el crecimiento económico (ant: 8%), un 4,7% las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 1,3%), y el 3,1% restante señaló otros factores.

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 27 de julio, el 82% (23 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia de 25 p.b. y el 18% (5 entidades)⁵⁴ esperan que permanezca inalterada.

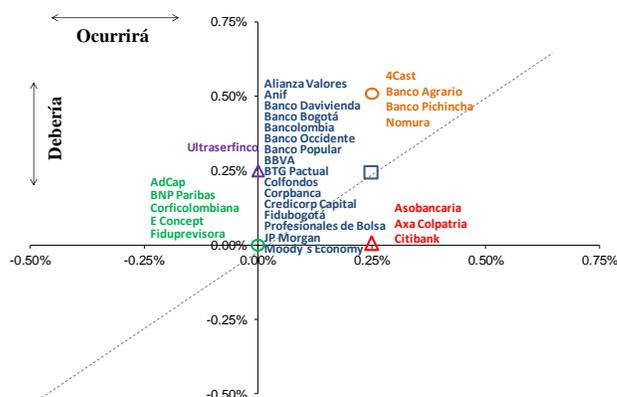
En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank⁵⁵, se encuentra que de las 35 entidades encuestadas el 83% (29 entidades) espera que la tasa aumente 25 p.b. y el 17% restante (6 entidades)⁵⁶ cree que la tasa permanecerá inalterada. El 66% (23 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b, el 23% (8 entidades) recomienda que permanezca inalterada, y el 11% (4 entidades)⁵⁷ recomienda un aumento de 50 p.b. El Gráfico 44 presenta el resumen de los resultados de estas encuestas, cuyos detalles pueden ser consultados en el Anexo 5.

Gráfico 43: Tasas Interés Mercado Colombiano



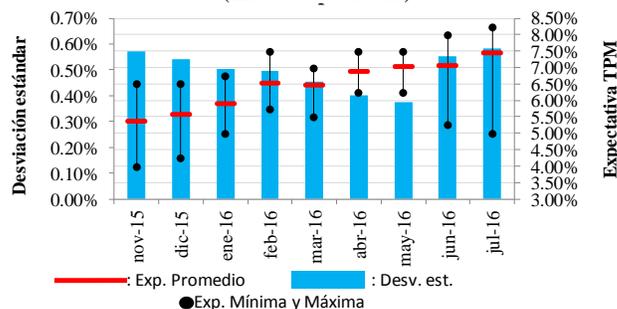
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 44: Encuestas Anif y Citibank



Fuente: Anif y Citibank.

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



Fuente: Encuesta Citibank.

⁵² Dato del 27 de julio.

⁵³ Realizada entre el 11 y el 19 de julio.

⁵⁴ BNP Paribas, Barclays, Positiva Compañía de Seguros, UBS Securities y Ultraserfinco.

⁵⁵ Encuestas publicadas el 25 y el 27 de julio, respectivamente.

⁵⁶ AdCap, BNP Paribas, Corficolombiana, E Concept, Fiduprevisora y Ultraserfinco.

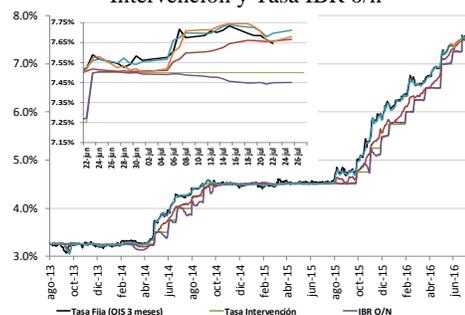
⁵⁷ 4Cast, Banco Agrario, Banco Pichincha y Nomura.

En el Gráfico 45 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2016 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Entre junio y julio la tasa esperada en promedio pasó de 7,07% a 7,46%.

En el Gráfico 46 se muestran el IBR *overnight*, y el IBR a 1, 3 y 6 meses. También se incluyen la tasa de intervención del BR, y la tasa fija del OIS a 3 meses de *Bloomberg*⁵⁸. Se observa un aumento de la mayoría de indicadores después de la publicación del dato de inflación que resultó superior al esperado.

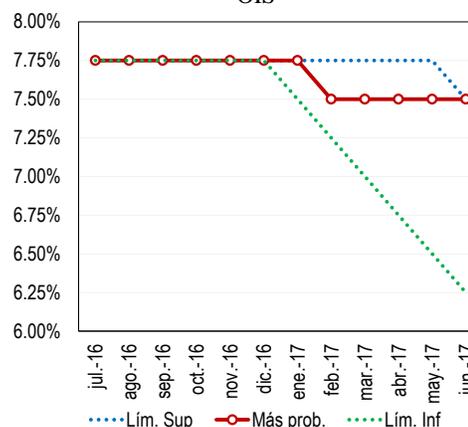
El 28 de julio las tasas del IBR *overnight*, el IBR a un mes, el de tres meses y el de seis meses fueron 7,44%, 7,66%, 7,70% y 7,69%, respectivamente, y la tasa fija del OIS de tres meses extraída de *Bloomberg* fue 7,70%. De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de los OIS, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de referencia sea incrementada 25 p.b. y que luego permanezca estable hasta finales de año (Gráfico 47, Cuadro 3, y Anexo 6).

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



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

Gráfico 47: Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



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

Cuadro 3

TPM	jul16	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17	may17	jun17
8.00%												
7.75%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	68%	44%	26%	11%	0%	
7.50%							32%	48%	55%	57%	54%	40%
7.25%								8%	18%	26%	33%	39%
7.00%									2%	6%	11%	16%
6.75%										0%	2%	4%
6.50%											0%	1%
6.25%												0%
6.00%												

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

⁵⁸ 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.

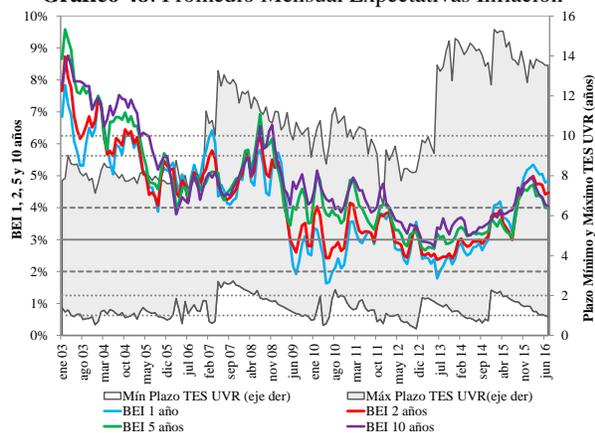
En la última encuesta de expectativas de inflación realizada por el BR⁵⁹, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2016 en promedio se ubica en 6,53% (encuesta anterior: 6,23%). Las expectativas promedio para diciembre de 2017 se ubican en 4,24% (ant: 4,12%) y para julio del 2018 en 3,68%⁶⁰.

La encuesta realizada por Citibank⁶¹ refleja que la inflación esperada para diciembre de 2016 es 6,46%, mientras que en la encuesta anterior era 6,03%.

En promedio para lo corrido de julio⁶² (hasta el 27) frente a los datos promedio de junio, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR aumentaron 6 y 3 p.b. para los plazos 2 y 3 años, respectivamente. Para los plazos 5 y 10 años disminuyeron 1 y 6 p.b, respectivamente. De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de julio a 2, 3, 5 y 10 años son 4,48%, 4,23%, 3,99% y 4,05%, respectivamente.

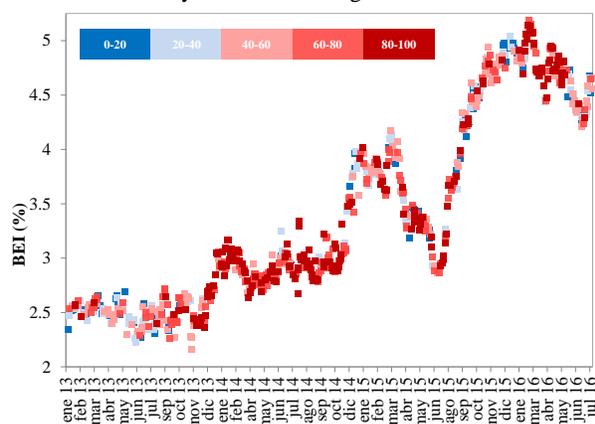
El Gráfico 50 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez⁶³ relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR⁶⁴. Con información al 26 de julio se espera que en los próximos 2 años en promedio la inflación sea 3,29% (junio: 3,22%). Para el plazo de 5 años, la inflación promedio esperada pasó de 3,09% en junio a 3,12% en julio. Por su parte, la prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años aumentó de 0,78% a 1,06%, al tiempo que la de 5 años pasó de 0,48% a 0,55%.

Gráfico 48: Promedio Mensual Expectativas Inflación



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

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



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

⁵⁹ Realizada entre el 7 y el 8 de julio.

⁶⁰ En la encuesta anterior la inflación esperada para junio del 2018 era 3,67%.

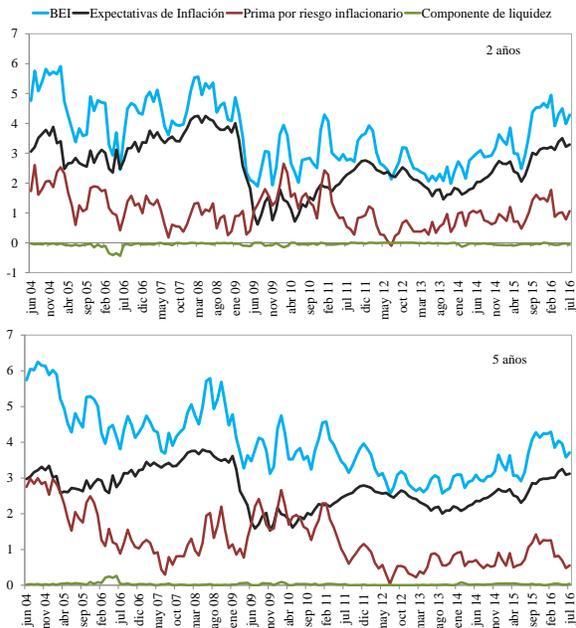
⁶¹ Publicada el 27 de julio.

⁶² Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de 18 p.b, 14 p.b, 3 p.b. y -15 p.b, respectivamente. De esta manera, el 27 de julio se ubicaron en 4,60%, 4,33%, 4,05% y 4,05%, respectivamente.

⁶³ El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

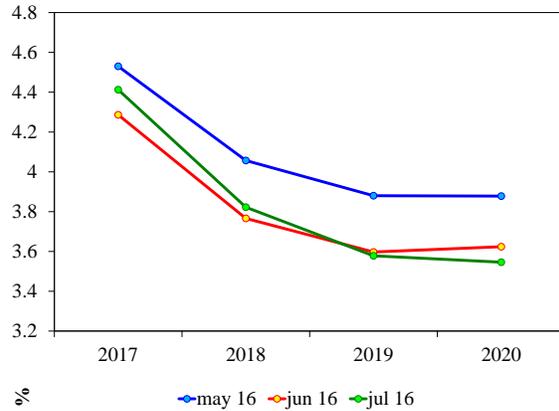
⁶⁴ Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2015). *Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía. 903. Banco de la República.

Gráfico 50: Descomposición BEI a 2 y 5 años



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

Gráfico 51: Inflación esperada (FBEI)

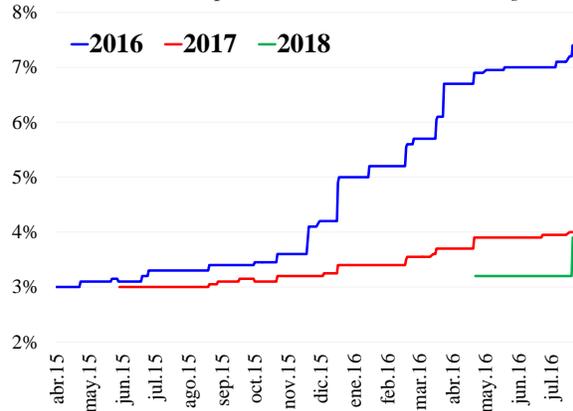


Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.* Promedio datos mensuales.

El Gráfico 51 muestra la senda de inflación esperada para los años comprendidos entre 2017 y 2020, tomando el promedio de los datos diarios para los meses de mayo, junio y lo corrido de julio del 2016. Los datos de inflación esperada (FBEI) promedio de julio para los años comprendidos entre el 2017 y el 2020 son inferiores a los de mayo, aunque respecto a junio son inferiores para los años 2019 y 2020. 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 el año 2020 la inflación año completo esperada es 3,54% (esperada en junio: 3,62%).

El Gráfico 52 presenta las expectativas de inflación para diciembre de este año y los dos siguientes según los sondeos de Bloomberg. Puede observarse que para el 2016 la cifra esperada es 7,3%, para el 2017 se espera 4,0% y para el 2018 se espera un dato de 3,9%.

Gráfico 52: Expectativas Inflación (Bloomberg)



Fuente: Bloomberg.

Finalmente, el Cuadro 4 muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, Ecuador, India, Sudáfrica, China y Noruega. Las expectativas de crecimiento económico para el 2016 aumentaron en los casos de Brasil y China; permanecieron iguales para Chile, Perú, Ecuador, India y Noruega; y disminuyeron para los demás países. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,49% a 2,43%. Los datos de inflación de junio fueron superiores a los pronósticos en Colombia, Chile, China y Noruega; inferiores en el caso de México, Perú, Brasil e India; e igual al esperado en 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%), Chile (2% a 4%) y Brasil (2,5% a 6,5%). Las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia y disminuyeron para Brasil.

Cuadro 4: Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Jun. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Jun. 2016	Jul. 2016		Jun. 2016	Jul. 2016	Esp*	Obs	Jun. 2016	Jul. 2016
Colombia	8.36%	8.60%	6.23%	6.53%	7.50%	7.07%	7.46%	2.8%	2.5%	2.49%	2.43%
Chile	4.1%	4.2%	3.5%	3.5%	3.50%	3.50%	3.50%	1.8%	2.0%	1.7%	1.7%
México	2.60%	2.54%	3.11%	3.10%	4.25%	4.25%	4.55%	2.6%	2.6%	2.44%	2.36%
Perú	3.36%	3.34%	3.4%	3.3%	4.25%	4.30%	4.25%	4.5%	4.4%	3.7%	3.7%
Brasil	8.87%	8.84%	7.25%	7.21%	14.25%	13.00%	13.25%	-5.9%	-5.4%	-3.44%	-3.27%
Ecuador	n.d.	1.59%	2.9%	2.7%	8.88%	5.64%	5.64%	n.d.	-3.0%	-2.9%	-2.9%
India	5.79%	5.77%	5.1%	5.2%	6.50%	6.35%	6.34%	7.5%	7.9%	7.5%	7.5%
Sudáfrica	6.3%	6.3%	6.6%	6.6%	7.00%	7.55%	7.20%	-0.1%	-0.2%	0.6%	0.4%
China	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	4.35%	4.09%	4.18%	6.6%	6.7%	6.5%	6.6%
Noruega	3.2%	3.7%	2.9%	3.0%	0.50%	0.30%	0.33%	0.1%	1.0%	1.0%	1.0%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 7 y el 8 de julio del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Encuesta del Banco Central del 30 de junio. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Chile: Encuesta enviada el 5 de julio con plazo máximo de recepción el 11 de julio.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 22 de julio.

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

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

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 (agosto).

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

**Todos los datos corresponden al IT16, excepto el de China el cual corresponde al 2T16.

6. Conclusiones

En Colombia, al comparar los datos entre el 22 de junio y el 27 de julio del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 2 p.b. en el tramo corto, y disminuyeron 36 p.b. y 58 p.b. en los tramos mediano y largo, respectivamente. De esta manera la pendiente disminuyó 60 p.b. La correlación de 60 días entre las tasas de largo plazo de Colombia y las de los bonos del Tesoro de EE.UU. pasó de +54% a +86%⁶⁵. La correlación a 30 días pasó de +72% a +23%.

Después de la última reunión de la JDBR los TES de mediano y largo plazo presentaron valorizaciones, al tiempo que los de corto plazo permanecieron relativamente estables.

Aunque en julio las tasas corrigieron levemente al alza, cerraron en niveles inferiores a los observados el 22 de junio. Las valorizaciones de junio se explican por expectativas de mayor liquidez mundial y de la normalización más lenta de la política monetaria en EE.UU. ante los posibles efectos adversos que podría generar el Brexit, lo que pudo incentivar las compras de inversionistas extranjeros. A nivel local, antes de la publicación del dato de inflación de junio algunos analistas consideraban posible que hubiera terminado el ciclo alcista de la tasa de política monetaria e incluso algunos agentes consideraban la posibilidad de futuros recortes. No obstante, después de la publicación del dato de inflación el 5 de julio se empezaron a incorporar expectativas de un posible aumento de la tasa de referencia.

Las desvalorizaciones observadas en julio pueden asociarse a la disminución del precio del petróleo, a la publicación de algunos datos favorables en EE.UU. que generaron otro ajuste en las expectativas respecto al momento en que la Fed aumentaría nuevamente la tasa, y a la decisión de Fitch Ratings (22 de julio) de pasar la perspectiva de la deuda colombiana de estable a negativa. Cabe mencionar que las desvalorizaciones estuvieron mitigadas en algunas jornadas por la recomposición de posiciones de agentes dado el vencimiento de un TES y los pagos de cupones de los bonos que vencen en julio de los años 2020 y 2024, y las expectativas de algunos analistas de mayor apetito de TES por parte de extranjeros, luego que Turquía perdiera la calificación de grado de inversión, lo que implica un reajuste en un sub-índice de JP Morgan denominado *GBI-EM Global Diversified IG* ante la salida de los bonos de ese país.

Respecto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de julio aumentó ante el incremento en los márgenes de cartera, el deterioro en las expectativas de crecimiento e inflación y la mayor volatilidad de los TES. A nivel internacional, pesar de los resultados del referendo del Brexit, los principales indicadores de percepción de riesgo disminuyeron ante expectativas de mayor liquidez a nivel internacional.

Con relación a las expectativas sobre el movimiento de la tasa de referencia del BR en su próxima reunión, de acuerdo con las encuestas realizadas por Fedesarrollo y la BVC, *Bloomberg* y la compilación de las encuestas de Anif y Citibank, las tasas esperadas promedio son 7,69%, 7,71% y 7,71%, respectivamente.

En promedio para lo corrido de julio (hasta el 27) frente a los datos promedio de junio, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR aumentaron 6 y 3 p.b. para los plazos 2 y 3 años, respectivamente. Para los plazos 5 y 10 años disminuyeron 1 y 6 p.b, respectivamente. De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de julio a 2, 3, 5 y 10 años son 4,48%, 4,23%, 3,99% y 4,05%, respectivamente.

⁶⁵ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 69%.

7. Recuadros/Anexos

Anexo 1

	Valor actual 22 de julio	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*	358.5	1.6%	18.8%	9.4%	9.4%	352.7	301.7	327.6	327.6
ASIA	232.7	2.3%	16.2%	8.6%	9.7%	227.4	200.2	214.3	212.2
India**	827.5	2.9%	34.2%	8.3%	12.8%	804.3	616.5	764.0	733.8
Indonesia	548.4	4.1%	18.1%	16.5%	16.5%	526.7	464.2	470.7	470.7
Malasia	176.7	1.6%	12.8%	4.7%	5.7%	173.9	156.7	168.7	167.2
Filipinas	153.0	3.4%	7.3%	9.7%	7.3%	147.9	142.6	139.5	142.5
Tailandia	226.4	0.5%	18.4%	3.5%	6.1%	225.2	191.2	218.8	213.4
EUROPA	319.5	0.3%	15.5%	5.2%	7.3%	318.5	276.5	303.8	297.8
Polonia	334.7	0.7%	12.0%	1.9%	3.4%	332.3	298.9	328.5	323.7
Turquía	501.3	-1.1%	16.4%	9.1%	9.3%	506.7	430.7	459.6	458.5
Rumania	135.5	1.2%	23.3%	2.9%	5.2%	134.0	109.9	131.8	128.8
Rusia	241.5	0.6%	19.9%	8.9%	17.5%	240.0	201.4	221.7	205.5
MEDIO ORIENTE/ÁFRICA	388.8	1.3%	15.4%	11.9%	4.9%	383.8	337.0	347.5	370.7
Nigeria	170.9	-1.6%	31.9%	-11.4%	n.d.	173.8	129.6	193.0	156.9
LATINOAMÉRICA	481.6	2.2%	23.1%	12.4%	11.8%	471.3	391.4	428.4	431.0
Chile	136.9	0.9%	18.7%	6.1%	5.0%	135.7	115.3	128.9	130.4
Perú	203.3	3.5%	10.6%	17.1%	14.1%	196.5	183.9	173.7	178.2
Brasil	605.7	2.0%	37.4%	21.0%	18.4%	593.6	440.9	500.5	511.6
Colombia	386.9	3.8%	12.0%	10.3%	6.6%	372.6	345.5	350.7	363.0

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

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

Anexo 2

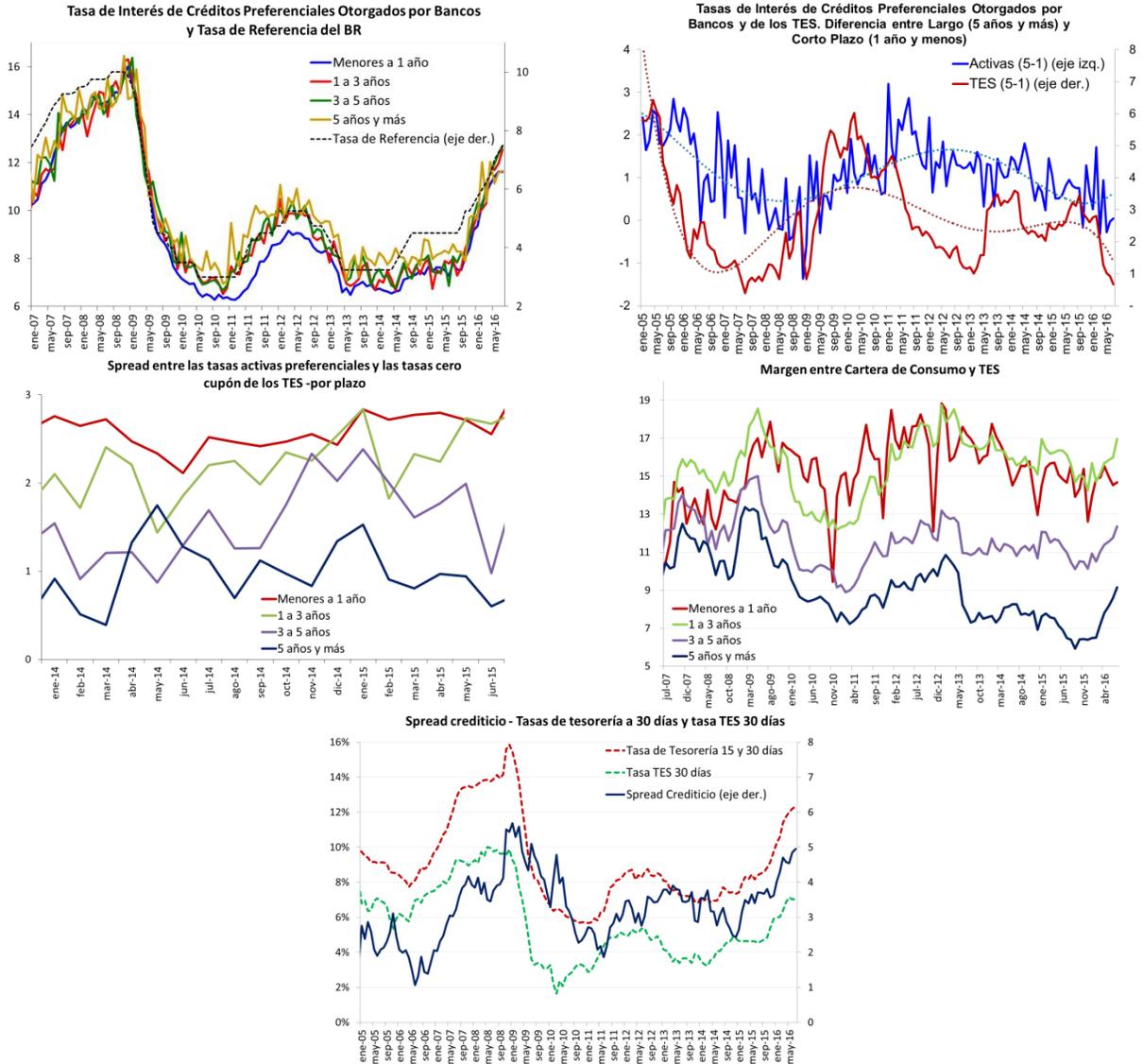
Compras Netas de TES* denominados en UVR (Valor Nominal en Millones de Pesos)

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2016	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	509	843	6'387	1'461	8'691	31	162	(76)	118
Compañía de Financiamiento Comercial	-	2	4	1	8	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(15)	(988)	59	(247)	(1'176)	(4)	75	3	75
Total EC	493	(143)	6'450	1'215	7'522	28	237	(72)	192
Fondos de Pensiones y Cesantías	(10)	(3)	(1)	(3)	(8)	-	-	-	-
Fondos de Pensiones y Cesantías	3'359	(4'036)	3'806	11'429	11'199	4	95	1'054	1'152
		<i>Pasivos Pensionales</i>							
	2'741	(3'260)	2'677	8'018	7'435	9	210	675	894
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(8)	-	-	(8)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	3'349	(4'047)	3'804	11'426	11'184	4	95	1'054	1'152
Sociedades Comisionistas de Bolsa	9	(283)	(198)	136	(346)	25	(15)	(2)	8
Sociedades Comisionistas de Bolsa	4	87	81	76	243	3	(8)	1	(4)
		<i>Extranjeros</i>							
	(0)	(22)	-	(8)	(31)	-	-	-	-
	-	24	14	(6)	31	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	13	(196)	(117)	212	(102)	28	(23)	(1)	4
Sociedades Fiduciarias	55	(8)	(3)	35	24	4	(53)	35	(14)
Sociedades Fiduciarias	585	(476)	836	3'258	3'618	(70)	106	19	55
		<i>Extranjeros***</i>							
	(219)	(480)	104	138	(239)	-	176	(26)	150
	(136)	87	3	2	92	(49)	(5)	-	(54)
	(219)	(95)	(32)	393	267	(22)	(197)	29	(190)
		<i>Pasivos Pensionales</i>							
Total Sociedades Fiduciarias	640	(484)	833	3'293	3'641	(67)	53	55	41
Compañías de Seguros y Capitalización	548	(177)	(85)	1'678	1'417	(1)	(9)	(31)	(41)
Compañías de Seguros y Capitalización	(0)	(0)	-	1	1	-	-	-	-
		<i>Pasivos Pensionales</i>							
	(0)	(0)	-	1	1	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	548	(177)	(85)	1'679	1'418	(1)	(9)	(31)	(41)
Sociedades Administradoras de Inversión	2	-	2	-	2	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	(14)	(0)	(14)	-	-	-	-
	-	-	(14)	(0)	(14)	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	2	-	(12)	(0)	(12)	-	-	-	-
Total Entidades Financieras No bancarias	4'553	(4'904)	4'423	16'610	16'129	(36)	117	1'076	1'157
Total Entidades Financieras Especiales**	43	(3)	101	48	146	(10)	18	-	8
Total Entidades Públicas****	1'016	(105)	(229)	283	(51)	-	-	-	-
Otros****	111	20	(140)	990	870	18	11	-	29
	-	-	(71)	-	(71)	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Movimiento Neto	6'216	(5'135)	10'605	19'146	24'617	0	383	1'004	1'386

Fuente: BR. Información actualizada al 22 de julio de 2016. * Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos. ** Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Anexo 3

Margen entre tasas activas y tasa de TES



Anexo 4 Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

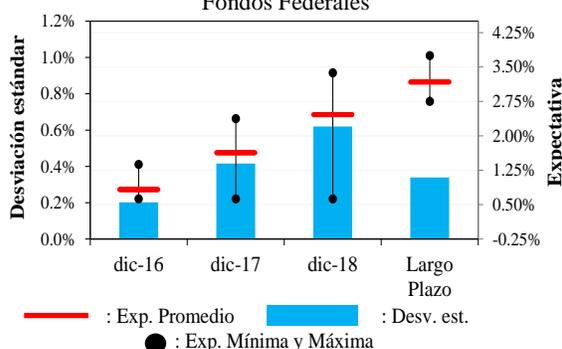
En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Noruega (0,5%), Israel (0,1%), Australia (1,75%), Suecia (-0,5%), Canadá (0,5%), la Zona Euro (0%)⁶⁶ mantuvieron la tasa de intervención sin modificación. En su reunión celebrada el 14 de julio, el Banco Central de Inglaterra mantuvo la tasa de política en 0,5% pese a que el mercado esperaba un recorte de 25 p.b, y anunció la continuidad del programa de compra de activos en £375 mil millones.

El 24 de junio se conocieron los resultados del Brexit con un 51,9% de votos a favor y el 48,1% restante en contra. El 5 de julio, en el reporte bianual de estabilidad financiera de Inglaterra, el Banco Central anunció el recorte del capital de reserva contracíclico exigido a los bancos británicos de 0,5% a 0% con el propósito de fomentar el crédito, y señaló que posiblemente esta medida se mantendrá al menos hasta junio de 2017.

El 6 de julio se publicaron las minutas de la reunión de la Fed de junio, en las que se destacó la preocupación de los miembros del FOMC ante las señales de un menor desempeño del mercado laboral, la reducción en los rendimientos de los títulos del Tesoro, la apreciación del dólar, la caída en las expectativas de inflación y la incertidumbre sobre los posibles efectos que podrían tener los resultados del Brexit sobre la economía global.

La Reserva Federal de Estados Unidos (FED) mantuvo inalterada la tasa de política monetaria y señaló que en junio el mercado laboral se fortaleció, luego de registrar un desempeño débil en mayo, y que los riesgos de corto plazo para el panorama económico habían disminuido.

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



Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

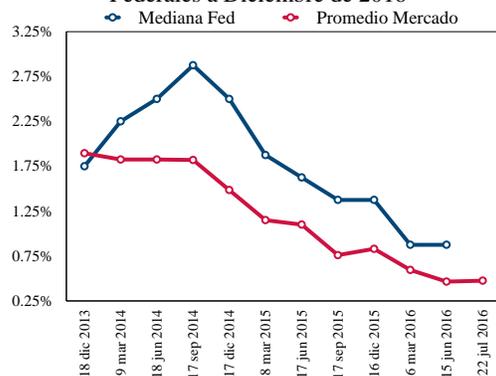
En cuanto a los pronósticos de junio sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos A.1⁶⁷, A.2 y A.3⁶⁸ se observa que: i) frente a las últimas proyecciones (marzo de 2016) las estimaciones del FOMC para el cierre de 2016 permanecieron estables, al tiempo que se redujeron para el 2017, de tal manera que se espera un ritmo más lento de incrementos de la tasa de política monetaria; ii) el mercado pronostica que los incrementos para 2016 serán más suaves de lo que descontaba en marzo, mientras que para el 2017 se mantuvieron relativamente estables; y iii) para el 2016 y el 2017 el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC.

⁶⁶ Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito también se mantuvieron inalteradas en 0,25% y -0,4%, respectivamente.

⁶⁷ En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en marzo para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2016, 2017, 2018 y para el largo plazo.

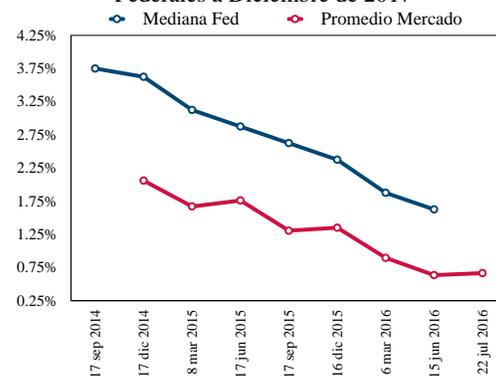
⁶⁸ En los gráficos 30.2 y 30.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2016 y 2017.

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.

En otro escenario, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterada su tasa de política en 0,25%, e indicó que anticipa que se mantendrán en los niveles actuales, o inferiores, por un periodo prolongado mayor al de las compras de activos. Adicionalmente, reafirmó que las compras mensuales de activos por €80 mm continuarían al menos hasta marzo del 2017.

El organismo señaló que los mercados financieros de la zona habían mostrado estabilidad frente a los resultados del Brexit, reforzada por la disposición de los bancos centrales a inyectar liquidez en caso de ser necesario y la existencia de un marco de regulación y supervisión sólido. Sin embargo, señaló que en los próximos meses el organismo tendrá más información para reevaluar las condiciones de la economía y actuar, si se requiere, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato.

Países Emergentes

Hungría (0,9%), Tailandia (1,5%), Filipinas (3%), Guatemala (3%), República Dominicana (5%), Rumania (1,75%), República Checa (0,05%), Bulgaria (0%), Corea del Sur (1,25%), Polonia (1,5%), Ghana (26%), Kenia (10,5%), Egipto (11,75%), Turquía (7,25%⁶⁹), Sudáfrica (7%) e Indonesia (6,5%⁷⁰) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia. El Banco Central de Sri Lanka incrementó sorpresivamente sus tasas de interés de préstamos y depósitos en 50 p.b. a 8,5% y 7,0%, respectivamente. El Banco Central de Taiwán la recortó 12,5 p.b. a 1,375%, en línea con lo esperado por el mercado. Mientras que, Ucrania la recortó en dos ocasiones, la primera 150 p.b. a 16,5% que sorprendió al mercado que descontaba un recorte de 100 p.b., y la segunda 100 p.b. a 15,5% mientras que el mercado esperaba un recorte de 50 p.b.; y Serbia y Malasia las recortaron 25 p.b. (en ambos casos) ubicándolas en 4% y 3%, respectivamente, donde el mercado no esperaba cambios. Por su parte, los Bancos Centrales de Angola y Nigeria las incrementaron 200 p.b. (en ambos casos) a 16% y 14%, respectivamente, el de Kazajstán la recortó 200 p.b. a 13%, el de Mauricio la recortó 40 p.b. a 4% y el de Georgia la recortó 25 p.b. a 6,75%.

⁶⁹ Adicionalmente, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) se redujo de 9% a 8,75% y la tasa de depósitos (*Borrowing Rate*) se mantuvo inalterada en 7,25%.

⁷⁰ Las tasas de interés aplicables a la facilidad de crédito y a la facilidad de depósito también se mantuvieron inalteradas en 7% y 4,5%, respectivamente.

En Latinoamérica, los bancos centrales de Brasil, Chile y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 14.25%, 3,5% y 4,25% respectivamente, decisiones que eran esperadas por los mercados. Por otra parte, el Banco Central de México la incrementó 50 p.b. a 4,25%, mientras que el mercado descontaba un incremento de 25 p.b.

En *Brasil* el Banco central mantuvo inalterada la tasa de política monetaria en 14.25% tal y como lo pronosticaba el mercado. El Comitê de Política Monetária (Copom) señaló que los con la información disponible se observan expectativas de estabilización de la actividad económica local en el corto plazo, aunque continúa operando por debajo de su potencial. En el ámbito externo, señaló que la coyuntura actual es favorable para las economías emergentes, pero que la recuperación económica global continúa siendo frágil.

El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,25% y consideró que: *i) las expectativas de inflación continúan disminuyendo gradualmente; ii) los efectos de los aumentos de los precios de algunos alimentos y servicios públicos y del tipo de cambio sobre la inflación se han venido revirtiendo; iii) la actividad económica local viene creciendo a un ritmo cercano al de su potencial; y, iv) la economía mundial continúa registrando señales mixtas de recuperación en la producción y el empleo, así como una menor volatilidad en los mercados financieros.* En cuanto a las expectativas de inflación, el organismo señaló que *continúan disminuyendo gradualmente y mantienen una senda decreciente desde una tasa esperada de 3,2% para los siguientes 12 meses a 2,9% en 2017 y a 2,5% en 2018.*

Chile mantuvo inalterada la tasa de política en 3.5% de acuerdo a lo esperado por el mercado. El consejo del Banco Central de Chile señaló que *en el plano externo, la principal novedad ha sido el limitado efecto del resultado del referéndum en el Reino Unido. Las perspectivas de crecimiento mundial no han sufrido mayores variaciones y las expectativas de mercado apuntan a una mayor expansividad de la política monetaria en las economías desarrolladas. En este contexto, tras un incremento inicial de la volatilidad, la preferencia por riesgo se ha elevado, reduciendo las tasas de interés de largo plazo y las primas por riesgo, impulsando las bolsas y apreciando las monedas de los países emergentes. Los precios de las materias primas siguen mostrando movimientos mixtos, destacando el aumento del precio del cobre. En lo interno, la inflación de junio fue algo mayor que lo esperado, pero su trayectoria se inscribe dentro de lo previsto en el IPoM. Las expectativas de inflación a dos años plazo permanecen en 3%. La evolución de estas variables se seguirá monitoreando con especial atención. Los datos de actividad y demanda del segundo trimestre confirman un crecimiento acotado. Los índices de confianza permanecen en niveles pesimistas. El mercado laboral sigue dando cuenta de un deterioro respecto de comienzos de año. El peso se ha apreciado.*

Por su parte, el Banco Central de México decidió incrementar su tasa de interés de referencia 50 p.b. a 4,25%, 25 p.b. por encima de lo que esperaba el mercado, con el propósito de *evitar que la depreciación de la moneda nacional observada durante los últimos meses y los ajustes de algunos precios relativos, se traduzcan en un desanclaje de las expectativas de inflación.* En su comunicado, el organismo señaló que *la economía mundial continuó presentando atonía durante el segundo trimestre de 2016, al registrarse un crecimiento menor al esperado en las economías avanzadas y un estancamiento de las emergentes en niveles bajos. En Estados Unidos se estima que en el segundo trimestre del año el crecimiento económico fue superior al observado en los dos trimestres previos, como consecuencia del fortalecimiento del consumo y del gradual avance del sector de la vivienda. Sin embargo, persiste la debilidad de la inversión en equipo y estructuras y de las exportaciones netas. Además, el desempeño del mercado laboral ha sido mixto, mientras que la inflación se ha mantenido por debajo de la meta de la Reserva Federal. En este contexto, en su*

decisión de junio, dicho banco central mantuvo su tasa de política monetaria sin cambio y, en sus pronósticos, anticipó una trayectoria menor y más gradual de alzas en la tasa de fondos federales para este año y el próximo. En la zona del euro, se prevé un crecimiento económico para el segundo trimestre inferior al del primero, a la vez que se mantienen las preocupaciones acerca de la reducción en las expectativas de inflación. En este entorno, uno de los riesgos para la economía global se ha materializado, dada la reciente decisión del Reino Unido de dejar de pertenecer a la Unión Europea. Ello ha tenido consecuencias negativas sobre los mercados financieros internacionales y sobre las perspectivas del comercio y el crecimiento globales, con sus correspondientes efectos en la confianza de los negocios y consumidores. En el plano local, el organismo señaló que desde su última reunión la moneda nacional sufrió una depreciación significativa, a la vez de que las tasas de interés internas a todos los plazos mostraron incrementos, lo cual se explica por factores externos, y que los indicadores sugieren un menor dinamismo de la actividad económica a principios del segundo trimestre. En línea con lo anterior, la entidad concluyó que si bien la información disponible todavía sugiere un escenario central para la inflación para el corto y mediano plazo congruente con la meta permanente de 3%, las condiciones externas se han deteriorado de manera importante, situación que puede afectar adversamente el comportamiento futuro de la inflación.

Anexo 5

Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.

Julio del 2016

Cuadro A5.1

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG				
Actualizada el 27 de julio				
	Economista	Empresa	Estimación	Fecha
1	Daniel Velandia	Credicorp Capital	7.75%	7/26/2016
2	Nader Nazmi	BNP Paribas	7.50%	7/22/2016
3	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	7.75%	7/22/2016
4	Sergio Olarte	BTG Pactual	7.75%	7/22/2016
5	Diego Colman	4cast Inc	7.75%	7/18/2016
6		Alianza Valores	7.75%	7/21/2016
7	Juana Tellez	BBVA	7.75%	7/25/2016
8	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	7.75%	7/19/2016
9		Banco CorpBanca Colombia SA	7.75%	7/15/2016
10	Luciano Rostagno	Banco Mizuho	7.75%	7/25/2016
11		Banco de Bogota	7.75%	7/27/2016
12	Alexander Riveros Saaved	Bancolombia	7.75%	7/18/2016
13	Alejandro Arreaza	Barclays	7.50%	7/22/2016
14	Ezequiel Aguirre	BofA Merrill Lynch	7.75%	7/25/2016
15	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	7.75%	7/15/2016
16	Orlando Santiago Jacome	Fenix Valor	7.75%	7/21/2016
17	Felipe Esteban Espitia Mu	Fiduciaria Central SA	7.75%	7/15/2016
18	Juan Saboya	Fiduciaria de Occidente	7.75%	7/22/2016
19	Daniel Escobar	Global Securities	7.75%	7/15/2016
20		Goldman Sachs	7.75%	7/26/2016
21	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	7.75%	7/22/2016
22	Eduardo Bolanos	Positiva Compania de Seguros	7.50%	7/15/2016
23	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	7.75%	7/21/2016
24	Dev Ashish	Societe Generale	7.75%	7/22/2016
25	Italo Lombardi	Standard Chartered Bank	7.75%	7/22/2016
26	Oscar Manco Lopez	Trust Investment SAS	7.75%	7/18/2016
27	Rafael De La Fuente	UBS Securities	7.50%	7/22/2016
28		Ultraserfino	7.50%	7/26/2016

Tasa	Obs.	Prob.
7.25%	0	0%
7.50%	5	18%
7.75%	23	82%
Tasa Esperada Ponderada		7.71%

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

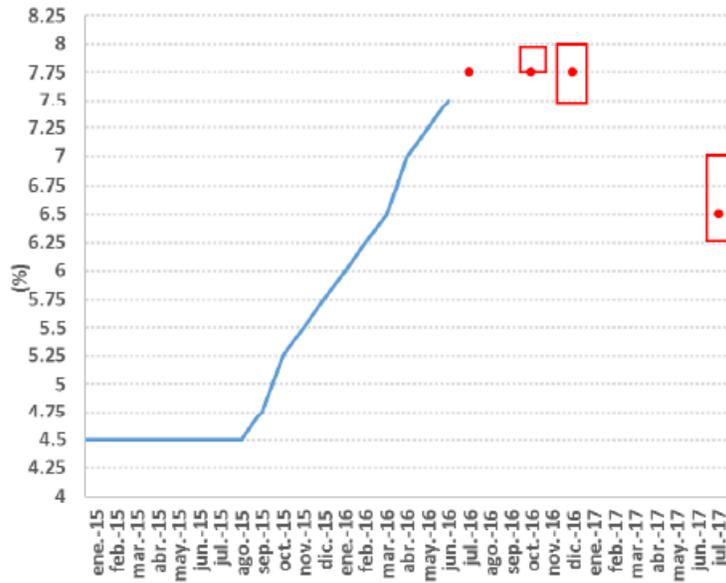
Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
4cast	7.75%	8.00%
AdCap	7.50%	7.50%
Alianza Valores	7.75%	7.75%
Anif	7.75%	7.75%
Asobancaria	7.75%	7.50%
Axa Colpatría	7.75%	7.50%
Banco Agrario	7.75%	8.00%
Banco Davivienda	7.75%	7.75%
Banco de Bogotá	7.75%	7.75%
Banco de Occidente	7.75%	7.75%
Banco Popular	7.75%	7.75%
BBVA	7.75%	7.75%
BTG Pactual	7.75%	7.75%
Citibank	7.75%	7.50%
Colfondos	7.75%	7.75%
Corficolombiana	7.50%	7.50%
CorpBanca	7.75%	7.75%
Credicorp Capital	7.75%	7.75%
EConcept	7.50%	7.50%
Fidubogotá	7.75%	7.75%
Fiduprevisora	7.50%	7.50%
Grupo Bancolombia	7.75%	7.75%
JP Morgan	7.75%	7.75%
Moodys Economy	7.75%	7.75%
Nomura	7.75%	8.00%
Profesionales de Bolsa	7.75%	7.75%
Ultraserfinco	7.50%	7.75%
BNP Paribas	7.50%	7.50%
Camacol	7.75%	7.75%
Casa de Bolsa	7.75%	7.75%
Fedesarrollo	7.75%	7.75%
Grupo Bolívar	7.75%	7.75%
Old Mutual	7.75%	7.75%
Protección	7.75%	7.75%
Banco Pichincha	7.75%	8.00%
Promedio	7.71%	7.72%
Mediana	7.75%	7.75%
STDV	0.10%	0.15%
Máximo	7.75%	8.00%
Mínimo	7.50%	7.50%

Cuánto debería ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
8.00%	11%	4
7.75%	66%	23
7.50%	23%	8
7.00%	0%	0
Total	100%	35

Cuánto va a ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
8.00%	0%	0
7.75%	83%	29
7.50%	17%	6
7.00%	0%	0
Total	100%	35

Cuadro A5.3
Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y BVC

Julio 2016



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

 Rango  Mediana

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)

Mes Actual

TPM	jul16	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17	may17	jun17
8.00%												
7.75%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	68%	44%	26%	11%	0%	
7.50%							32%	48%	55%	57%	54%	40%
7.25%								8%	18%	26%	33%	39%
7.00%									2%	6%	11%	16%
6.75%										0%	2%	4%
6.50%											0%	1%
6.25%												0%
6.00%												

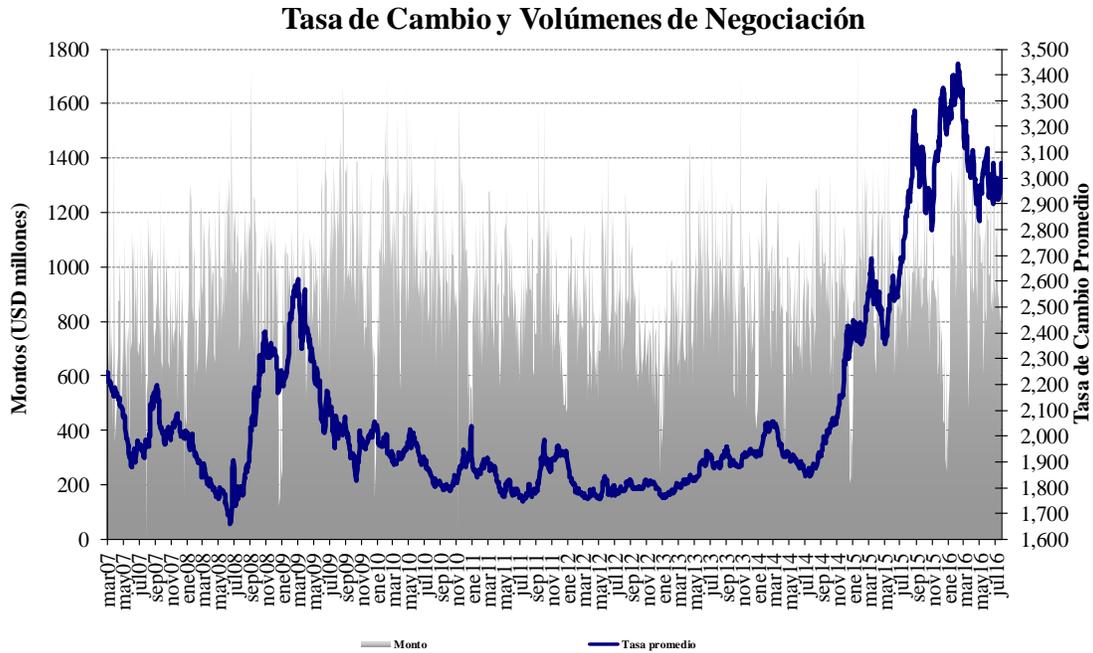
Mes Anterior

TPM	jun16	jul16	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17	may17
8.75%												
8.50%												0%
8.25%												2%
8.00%										1%	3%	4%
7.75%			9%	9%	10%	12%	5%	4%	6%	5%	5%	3%
7.50%	100%	100%	91%	91%	90%	88%	76%	60%	44%	34%	25%	18%
7.25%							20%	31%	38%	39%	37%	33%
7.00%								5%	11%	17%	22%	26%
6.75%									1%	4%	7%	11%
6.50%										0%	1%	3%
6.25%											0%	0%
6.00%												0%
5.75%												

Anexo 7

Evolución de la tasa de cambio peso/dólar

Gráfico A8



Anexo 8

