



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

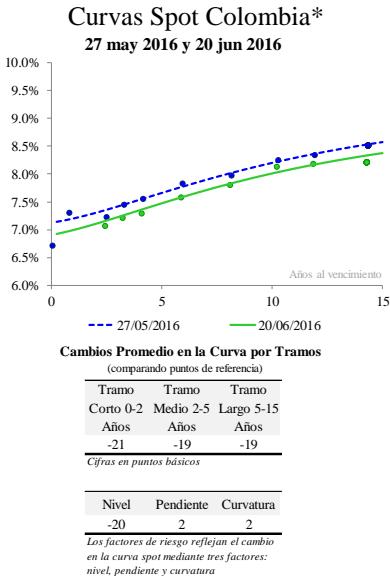
Documentos de trabajo de
la Junta Directiva
del Banco de la República

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 27 de mayo y el 20 de junio del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos disminuyeron 21 p.b. en el tramo corto, 19 p.b. en el tramo medio y 19 p.b. en el tramo largo. De esta manera la pendiente aumentó 2 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 +52% a +58%. La correlación a 30 días pasó de +27% a +82%.



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.

En Colombia, después de la última reunión de la JDBR los TES de todos los plazos presentaron valorizaciones similares.

Durante la primera semana del mes, los TES en pesos se valorizaron ante la recuperación del precio del petróleo¹ y la demanda por parte de inversionistas extranjeros.

Esta tendencia de valorizaciones se acentuó ante un ajuste en las expectativas de los incrementos de tasa de política monetaria de la Fed, de tal manera que los agentes descartaron un incremento en el mes de junio. Lo anterior, debido a que la variación de las nóminas no agrícolas en Estados Unidos fue sustancialmente inferior a la esperada por el mercado. Los bonos continuaron valorizándose luego de conocerse la decisión de la Fed de mantener estable su tasa de política y un ritmo de incrementos más lento esperado por los miembros del FOMC.

Las valorizaciones de los títulos se dieron a pesar de los incrementos en la percepción de riesgo a nivel internacional durante las últimas semanas impulsada por la incertidumbre respecto a la continuidad del Reino Unido en la Unión Europea.

Respecto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de junio aumentó levemente ante el incremento en los márgenes de cartera y el deterioro en las expectativas de crecimiento e inflación.

¹ Entre el 27 de mayo y el 8 de junio los precios del petróleo se incrementaron (WTI: +3.85% y BRENT +4.84%).

A nivel internacional, los principales indicadores de percepción de riesgo para países desarrollados aumentaron ante la incertidumbre generada por el Brexit. Por su parte, los indicadores de percepción de riesgo hacia países emergentes mejoraron levemente ante un ajuste en las expectativas respecto al momento en que la Fed realizará el siguiente aumento de su tasa de política.

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 7,47%, 7,50% y 7,46%, 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 20 de junio², un 88,2% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b. y el 11,8% restante que se mantendrá inalterada.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 33,3% señaló los factores externos (ant: 25,3%), un 30,7% la política monetaria (ant: 35,2%), un 26,7% la política fiscal (ant: 26,8%), un 8% el crecimiento económico (ant: 9,9%), y el 1,3% restante las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 2,8%).

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg actualizada el 21 de junio, el 100% (31 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia de 25 p.b.

En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank³, se encuentra que de las 35 entidades encuestadas el 86% (30 entidades) espera que la tasa aumente 25 p.b. y el 14% restante (5 entidades⁴) cree que la tasa permanecerá inalterada. El 80% (28 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b, el 17% (6 entidades⁵) recomienda que permanezca inalterada, y el 3% (1 entidad⁶) recomienda un aumento de 50 p.b.

En promedio para lo corrido de junio⁷ (hasta el día 20) frente a los datos promedio de mayo, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron para todos los plazos (2, 3, 5 y 10 años: -24, -24, -23 y -21 p.b, respectivamente). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de junio a 2, 3, 5 y 10 años son 4,47%, 4,25%, 4,06% y 4,12%, respectivamente.

² Realizada entre el 7 y el 15 de junio.

³ Encuestas publicadas el 16 y el 20 de junio, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de Citibank. En esta ocasión, Asobancaria había respondido en la encuesta de Anif que esperaba un incremento de 25 p.b, mientras en la encuesta de Citibank respondió que esperaba que la tasa permanecería inalterada. El Banco Agrario había respondido que recomendaba un incremento de 50 p.b, pero en la encuesta de Citibank recomendó uno de 25 p.b. JP Morgan primero recomendó que la tasa permaneciera inalterada, y luego recomendó un aumento de 25 p.b. Banco Popular antes recomendaba y esperaba que la tasa permaneciera inalterada, pero luego respondió que esperaba y recomendaba un aumento de 25 p.b.

⁴ Asobancaria, E Concept, Fiduprevisora, Camacol y Moody's Economy.

⁵ Asobancaria, E Concept, Fiduprevisora, Camacol, Moody's Economy y Fidubogotá.

⁶ Nomura.

⁷ Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -39 p.b., -39 p.b., -36 p.b. y -26 p.b, respectivamente. De esta manera, el 20 de junio se ubicaron en 4,38%, 4,17%, 4% y 4,11%, 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 Colombia, México, Perú, Brasil y Noruega; permanecieron iguales para Chile, India, Sudáfrica y China; y disminuyeron para Ecuador. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,47% a 2,49%. Los datos de inflación de mayo fueron superiores a los pronósticos en Colombia, Brasil, India y Noruega; inferiores en el caso de Chile, Perú y China; e igual al esperado en México. 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 Brasil.

Cuadro A: Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria		Tasa de crecimiento del PIB				
	Datos May. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016	Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016		
	Esp*	Obs	May. 2016	Jun. 2016		May. 2016	Jun. 2016	Esp*	Obs	May. 2016	Jun. 2016
Colombia	8.14%	8.20%	6.02%	6.23%	7.25%	7.06%	7.07%	2.8%	2.5%	2.47%	2.49%
Chile	4.3%	4.2%	3.5%	3.5%	3.50%	3.75%	3.50%	1.6%	1.3%	1.7%	1.7%
México	2.60%	2.60%	3.19%	3.11%	3.75%	4.20%	4.25%	2.6%	2.6%	2.41%	2.44%
Perú	3.55%	3.54%	3.4%	3.4%	4.25%	4.35%	4.30%	4.6%	4.7%	3.6%	3.7%
Brasil	9.30%	9.32%	7.04%	7.19%	14.25%	12.75%	13.00%	-5.9%	-5.4%	-3.83%	-3.60%
Ecuador	n.d.	1.63%	2.9%	2.9%	8.88%	5.64%	5.64%	n.d.	-1.2%	-2.8%	-2.9%
India	5.60%	5.76%	5.1%	5.1%	6.50%	6.36%	6.35%	7.5%	7.9%	7.5%	7.5%
Sudáfrica	6.4%	n.d.	6.6%	6.6%	7.00%	7.45%	7.55%	-0.1%	-0.2%	0.6%	0.6%
China	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	4.35%	3.97%	4.04%	6.7%	6.7%	6.5%	6.5%
Noruega	3.1%	3.4%	2.9%	2.9%	0.50%	0.30%	0.30%	0.1%	1.0%	0.9%	1.0%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 7 y el 9 de junio del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

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

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

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 10 de junio.

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

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

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 (junio).

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg .

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

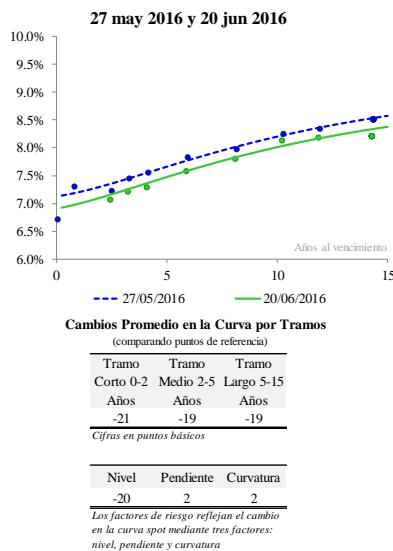
**Todos los datos corresponden al 1T16, excepto los de Chile, Perú y Ecuador los cuales corresponden al 4T15.

1. Evolución del mercado de deuda pública

27 de mayo al 20 de junio de 2016

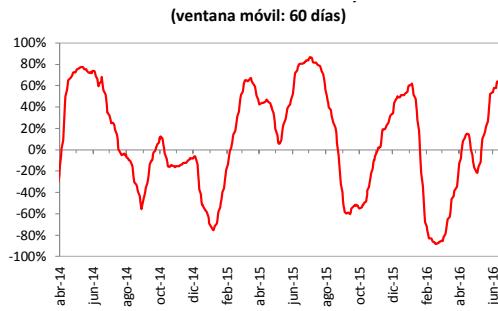
En Colombia, al comparar los datos entre el 27 de mayo y el 20 de junio del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos disminuyeron 21 p.b. en el tramo corto, 19 p.b. en el tramo medio y 19 p.b. en el tramo largo. De esta manera la pendiente aumentó 2 p.b. La correlación de 60 días entre las tasas de largo plazo de Colombia y las de los bonos del Tesoro de EE.UU. pasó de +52% a +58%⁸. La correlación a 30 días pasó de +27% a +82% (Gráficos 1, 2, 3, 4 y 5).

Gráfico 1: Curvas Spot Colombia*



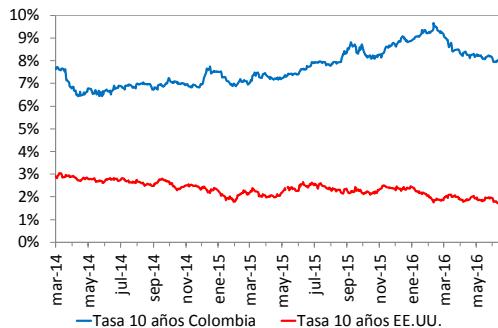
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.* Las Curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel. Se incluyen TCO en la estimación de la curva.

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



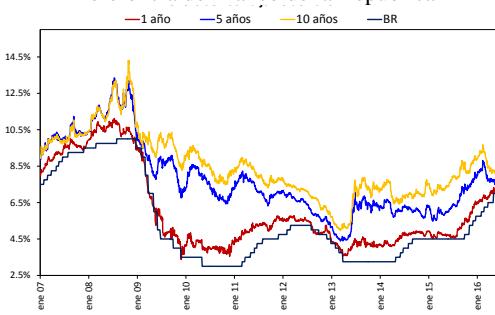
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República. *Ventana móvil 60 días.

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



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

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

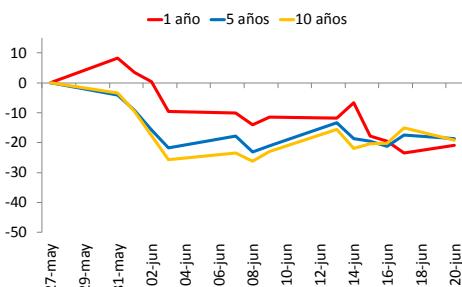


Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

⁸ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 70%.

⁹ Se excluyó el cálculo de la curva del 10 de junio debido a problemas de estimación ante la falta de puntos en el tramo corto.

Gráfico 5: Variación (p.b.) tasas cero cupón desde el 27 de mayo⁹



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

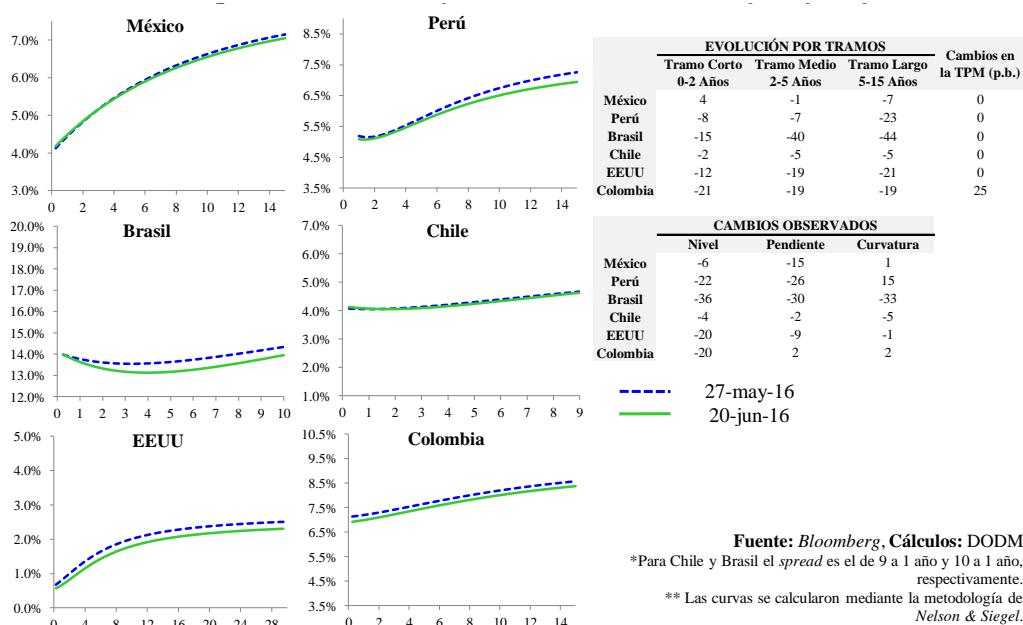
En este período (27 de mayo al 20 de junio de 2016) la dinámica de las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. estuvo marcada por las expectativas respecto a la política monetaria de la Fed y por el incremento en la percepción de riesgo a nivel internacional. Así, las tasas disminuyeron a lo largo del período ante las expectativas de que los incrementos de la tasa de política monetaria no se materializarán en junio, luego de que se publicara el dato de desempleo de Estados Unidos. En línea con lo anterior, las tasas de los bonos presentaron disminuciones adicionales luego de la reunión del FOMC al conocerse la reducción en sus proyecciones de tasa política para el mediano plazo. A lo anterior, se sumó la demanda por bonos del Tesoro ante el incremento en la percepción de riesgo a nivel internacional en respuesta a la creciente incertidumbre en torno a la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea (evento denominado Brexit).

Por su parte, los bonos de la región se valorizaron con excepción de los bonos de corto y mediano plazo de México, cuyas tasas permanecieron relativamente estables. Estas valorizaciones se presentaron principalmente a principios de junio, lo que se asocia a un ajuste en las expectativas respecto a los futuros movimientos de la tasa de política monetaria por parte de la Fed. Esta tendencia de valorizaciones no se disipó pese a los incrementos en la percepción de riesgo a nivel internacional desde mediados de junio.

Las mayores valorizaciones las presentaron los bonos de Brasil, lo que puede obedecer al trámite en el Congreso de una ley para frenar el gasto por 20 años, la publicación de un dato de crecimiento de la actividad económica favorable y el incremento en los pronósticos de crecimiento para este año. Por su parte, los bonos de México no se han valorizado, lo que puede obedecer a las dificultades que ha tenido Pemex de aumentar su producción de petróleo para hacer frente a los bajos precios y por el aumento en las probabilidades de que el Gobierno mexicano se vea en la necesidad de injectar liquidez a la empresa en el futuro tal como lo hizo en mayo. Adicionalmente, los mercados del país se han visto debilitados por incertidumbre respecto a los resultados electorales en EE.UU. A lo anterior, se sumó el dato negativo de actividad industrial del mes de abril el cual disminuyó por tercer mes consecutivo y registró su menor nivel de crecimiento en un año.

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

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

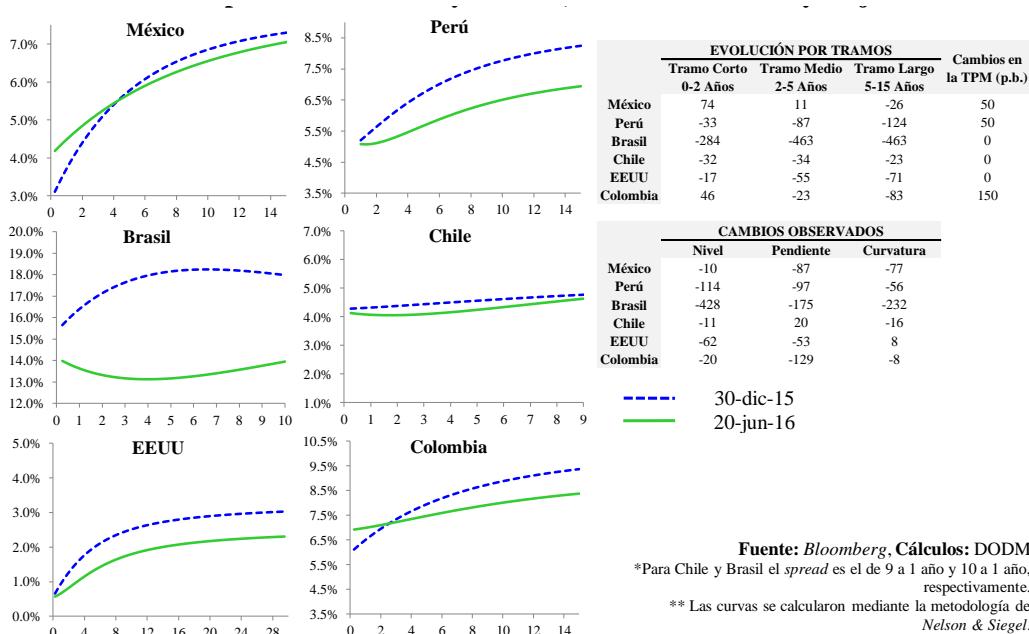


Comportamiento de las curvas cero cupón de EE.UU, Colombia y otros países de la región en lo corrido del 2016:

En lo corrido del 2016 los *treasuries* se han valorizado. En particular, los movimientos de las tasas de los *treasuries* 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 en enero, febrero, abril y junio, los bonos han presentado valorizaciones ante expectativas de retrasos en los incrementos de la tasa de política monetaria. A lo anterior, se ha sumado para los meses de enero, febrero y junio que la percepción de riesgo ha presentado incrementos originando una mayor demanda por activos refugio. Este incremento en la percepción de riesgo estuvo asociado al debilitamiento de la economía a nivel mundial, principalmente de la economía de China, y a riesgos asociados a la estabilidad económica de Europa. Por otra parte, durante los meses de marzo y mayo las tasas de los bonos aumentaron ante expectativas de incrementos de la tasa de política por parte de la Fed más pronto de lo esperado, mejoras en los indicadores económicos de Estados Unidos 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 referencia, las tasas de todos los tramos han disminuido, lo que posiblemente obedece a entradas de extranjeros al mercado ante mejores expectativas macroeconómicas. 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 referencia¹⁰, 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



¹⁰ 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%.

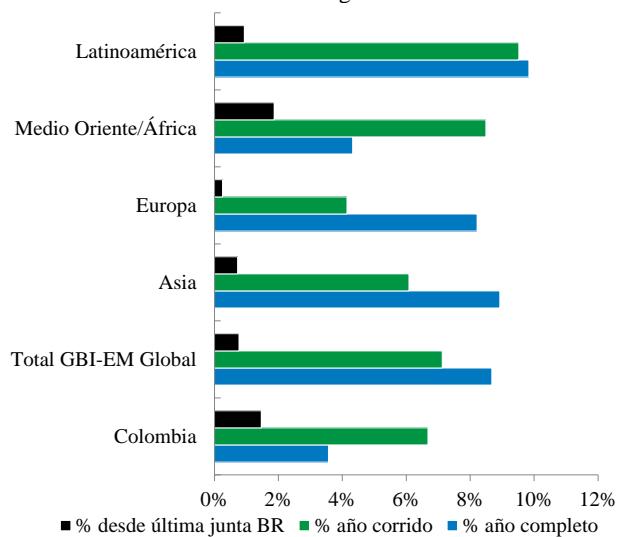
Comportamiento de la deuda en moneda local de países emergentes:

En el Gráfico 7 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes¹¹ (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 tuvieron una ligera valorización. Especialmente los de Medio Oriente/África (1.9%) y Latinoamérica (0.9%). Por su parte, el índice para Colombia aumentó 1.5% (Anexo 1).

Adicionalmente, el IIF¹² estimó que los flujos de inversión de portafolio de economías emergentes alcanzaron US\$1,17 billones en mayo. En particular, se observaron salidas netas por US\$1,38 billones en renta variable para mayo¹³. Los flujos en renta fija pasaron de US\$12,02 billones a US\$2,56 billones¹⁴. Para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$1,15 billones (Gráfico 8).

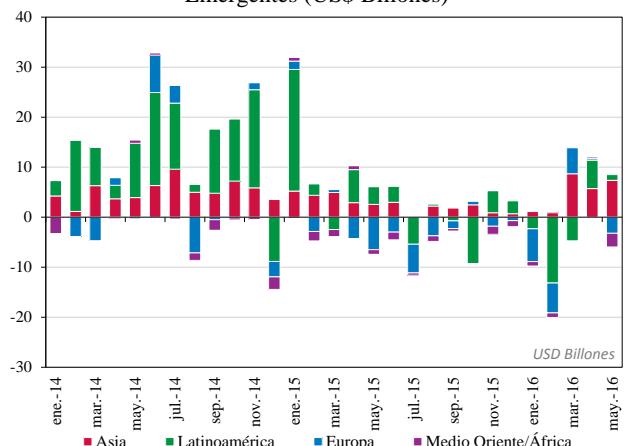
Gráfico 7: Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes*



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.

¹¹ 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.

¹² Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

¹³ Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$0,29 billones, Latinoamérica -US\$0.07 billones, Europa -US\$0,68 billones y Medio Oriente/África -US\$0.92 billones.

¹⁴ Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$7,73 billones, Latinoamérica US\$1.15 billones, Europa -US\$3.22 billones y Medio Oriente/África -US\$2.74 billones.

Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 27 de mayo y el 20 de junio 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 100 p.b. a 102 p.b., de tal manera que es inferior a las de México (206 p.b.) y Perú (150 p.b.); pero superior a las de Chile (72 p.b.) y Brasil (-10 p.b.).

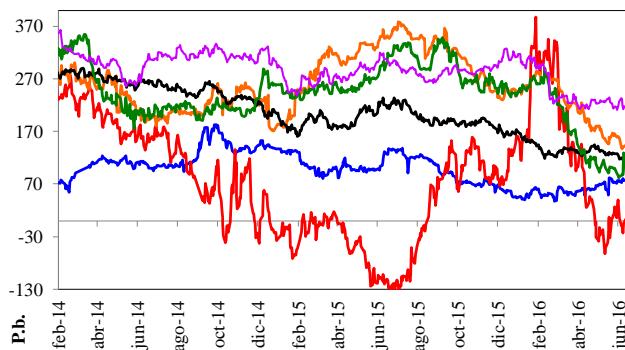
En el Gráfico 10 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) disminuyó y se ubica en niveles cercanos al 7%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en 18%. Lo anterior estaría indicando que las pendientes de los países de la región están reaccionando de forma diferente ante los factores internacionales. Por otra parte, se observa que el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo aumentó de 31% a 41%¹⁵, desde la última reunión de la JDBR el 27 de mayo.

En Colombia, después de la última reunión de la JDBR los TES de todos los plazos presentaron valorizaciones similares.

Durante la primera semana del mes, los TES en pesos se valorizaron ante la recuperación del precio del petróleo¹⁶ y la demanda por parte de inversionistas extranjeros.

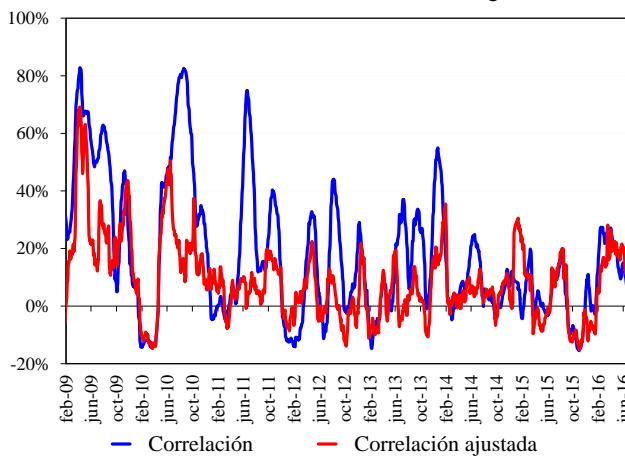
Esta tendencia de valorizaciones se acentuó ante un ajuste en las expectativas de los incrementos de tasa de política monetaria de la Fed, de tal manera que los agentes descartaron un incremento en el mes de junio. Lo anterior, debido a que la variación de las nóminas no agrícolas en Estados Unidos fue sustancialmente inferior a la esperada por el mercado. Los bonos continuaron valorizándose luego de conocerse la decisión de la Fed de mantener estable su tasa de política y un ritmo de incrementos más lento esperado por los miembros del FOMC.

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



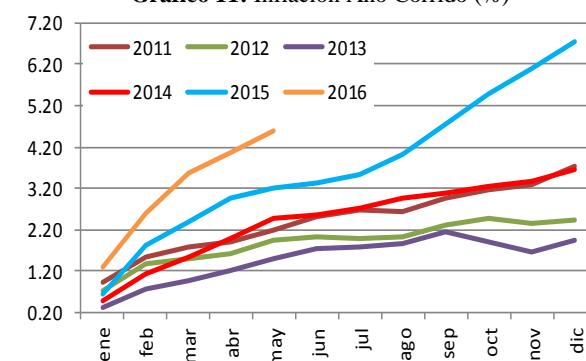
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República. *Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

Gráfico 10: Correlación Pendientes Región



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

Gráfico 11: Inflación Año Corrido (%)



Fuente: Dane.

¹⁵ Correlaciones calculadas entre el 27 de mayo y el 17 de junio del 2016. La más alta corresponde a la correlación entre Colombia y Brasil (83%) y la más baja a la calculada entre México y Colombia (2%).

¹⁶ Entre el 27 de mayo y el 8 de junio los precios del petróleo se incrementaron (WTI: +3.85% y BRENT +4.84%).

Las valorizaciones de los títulos se dieron a pesar de los incrementos en la percepción de riesgo a nivel internacional durante las últimas semanas impulsada por la incertidumbre respecto a la continuidad del Reino Unido en la Unión Europea.

En cuanto a los TES denominados en UVR, entre el 27 de mayo y el 20 de junio las tasas aumentaron en promedio 14 p.b., 14 p.b. y 3 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 en promedio variaciones de +8 p.b. en el tramo corto, movimiento que reflejó el resultado de la subasta de TES de corto plazo ese día, única referencia de corto plazo transada en esa jornada. Por su parte, en los tramos mediano y largo las tasas presentaron variaciones promedio de -2 p.b. y -4 p.b., respectivamente.

El Dane publicó el 4 de junio que la variación del índice de precios de mayo del 2016 había sido 0,51%, dato superior al esperado por el mercado (*Bloomberg*: 0,45%, encuesta del Banco de la República-BR: 0,41%) y superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2015 (0,26%). La variación anual fue 8,20%¹⁷. En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación las tasas de los TES en pesos presentaron aumentos de 1 p.b., 2 p.b. y 5 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente¹⁸.

En la encuesta realizada a comienzos de junio por el BR¹⁹ se observó que la inflación esperada para diciembre del 2016 en promedio pasó de 6,02% en mayo a 6,23%. Para diciembre de 2017 las expectativas pasaron de 4,07% en mayo a 4,12% en junio, y la inflación esperada a dos años (junio de 2018) se ubica en 3,67%²⁰.

En la encuesta de Citibank el dato esperado de inflación para diciembre del 2016 pasó de 5,97% a 6,03%, y el dato esperado para el año 2017 pasó de 4,03% a 4,08%. 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 6,50% (ant: 6,33%) y para 2017 en 4,71% (ant: 4,64%).

El Gobierno presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) en el que se estima para este año un déficit fiscal total del Gobierno Nacional de 3,9% del PIB (anterior MFMP: 3,6%). Para los años 2017 y 2018 el déficit estimado es 3,3% y 2,7% del PIB, respectivamente, cifras que cumplen con los parámetros de la regla fiscal. En línea con lo anterior, se anunciaron colocaciones adicionales de TES en el mercado interno por \$3,5 billones, aunque no se modificó el cupo autorizado (\$31,4 billones). Para el 2017 el Gobierno anunció colocaciones por \$33,5 billones y un recorte del gasto de \$5,8 billones. Por último, se informó que la Comisión Interparlamentaria de Crédito Público autorizaría el 22 de junio el prefinanciamiento de 2017.

El 16 de junio se publicaron los datos de crecimiento de la producción industrial y las ventas al por menor en el mes de abril, que en ambos casos fueron más favorables de lo esperado. Las ventas al por menor aumentaron 5,4% (esp: aumento de 3,9%) y el crecimiento de la producción industrial fue 8,4% (esp: 7,7%).

¹⁷ Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2015 (4,41%).

¹⁸ Los títulos UVR no presentaron movimientos significativos. No se presentan los datos de la curva cero cupón debido a que durante dicha jornada no se negociaron TES UVR de corto plazo, lo cual generó un problema de ajuste en la curva.

¹⁹ Realizada entre el 7 y el 9 de junio.

²⁰ En la encuesta anterior la inflación esperada para mayo de 2018 era 3,69%.

El *Cuadro 1* presenta, segmentando por duración de los títulos, los compradores y vendedores de TES desde la última reunión de la JDBR (27 de mayo 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.

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	(3'447)	(17'802)	(1'655)	5'367	(14'089)	(2'728)	(1'018)	(951)	(4'697)
Compañía de Financiamiento Comercial	(5)	(39)	15	2	(22)	(5)	-	-	(5)
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(1'143)	(1'150)	(491)	779	(862)	(83)	(175)	154	(104)
Total EC	(4'594)	(18'990)	(2'131)	6'148	(14'973)	(2'815)	(1'193)	(797)	(4'805)
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(98)	(104)	8	(27)	(123)	(12)	(6)	(6)	(24)
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	(17'06)	(4'903)	(138)	2'757	(2'284)	(414)	154	89	(171)
	Pasivos Pensionales	(1'045)	(3'520)	936	1'834	(750)	(380)	139	(49)
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(68)	-	(2)	(70)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	(1'804)	(5'074)	(130)	2'728	(2'476)	(426)	149	83	(195)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	25	(407)	426	(96)	(76)	(51)	(184)	249	13
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	(67)	(922)	10	151	(760)	(153)	7	56	(90)
	Extranjeros	(5)	(8)	18	20	30	-	-	-
	FIC	-	(35)	(11)	64	18	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(41)	(1'328)	436	55	(837)	(205)	(178)	305	(77)
Sociedades Fiduciarias Propia	(5)	(361)	24	481	144	(10)	26	(2)	14
Sociedades Fiduciarias Terceros	7'345	(10'355)	3'513	35'194	28'352	(2'117)	958	1'723	510
	Extranjeros***	8'589	(1'813)	4'155	30'350	32'691	(750)	814	1'472
	FIC	(203)	(1'091)	327	13	(751)	(253)	137	5
	Pasivos Pensionales	(418)	(3'559)	(175)	2'526	(1'207)	(144)	(16)	(87)
Total Sociedades Fiduciarias	7'340	(10'716)	3'537	35'675	28'496	(2'181)	984	1'721	524
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	(401)	(691)	(124)	264	(550)	(83)	(24)	3	(104)
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	(2)	(8)	(8)	4	(12)	(1)	-	-	(1)
	Pasivos Pensionales	(2)	(8)	(8)	4	(12)	(1)	-	(1)
Total Compañías de Seguros y Capitalización	(403)	(699)	(132)	268	(563)	(84)	(24)	3	(104)
Sociedades Administradoras de Inversión Propia	(4)	(1)	-	-	(1)	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión Terceros	-	(17)	7	4	(6)	-	-	-	-
	FIC	-	(17)	7	4	(6)	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	(4)	(18)	7	4	(7)	-	-	-	-
Total Entidades Financieras No bancarias	5'089	(17'835)	3'719	38'730	24'614	(2'895)	931	2'112	148
Total Entidades Financieras Especiales**	26	(2'766)	1'440	1'600	275	(419)	(212)	337	(294)
Total Entidades Públicas****	9'244	(2'447)	1'391	2'889	1'833	(3'491)	504	1'112	(1875)
Otros*****	(115)	(4'270)	1'080	4'285	1'096	(744)	26	449	(269)
	Extranjeros	(0)	-	-	(23)	(23)	-	-	-
Total Movimiento Neto	9'649	(46'308)	5'500	53'653	12'845	(10'364)	57	3'213	(7'095)

Fuente: BR. Información actualizada al 15 de junio 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). ** Fogafín, Bancolídex, 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 extranjeros (\$1536 mm). El tramo corto está influenciado por el vencimiento del título de junio del 2016 (\$10.964 mm). Los principales agentes vendedores fueron los bancos comerciales (\$4697 mm) y las entidades públicas (\$901 mm) (Anexo 2).

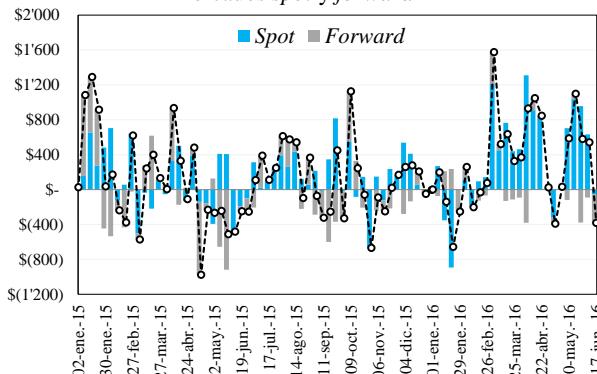
Los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$772 mm), mientras que los principales vendedores fueron los bancos comerciales (\$1.207 mm) y las entidades públicas (\$901 mm) (Anexo 2).

En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$8589 mm. Específicamente, desde el 27 de mayo registraron ventas netas por \$750 mm en el

tramo corto; al tiempo que compraron (neto) \$814 mm y \$1472 mm en los tramos medio y largo respectivamente.

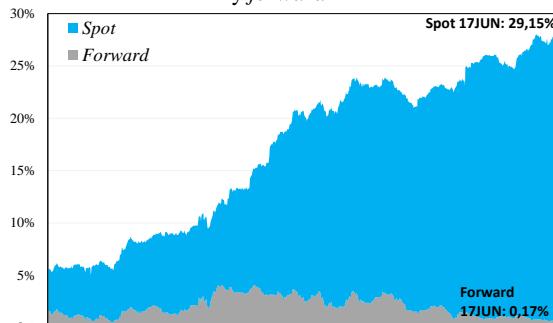
Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros mostraron un menor apetito por TES en el mercado a futuro. La posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$832 mm. Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$1054 mm el 27 de mayo a \$221 mm el 17 de junio.

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.

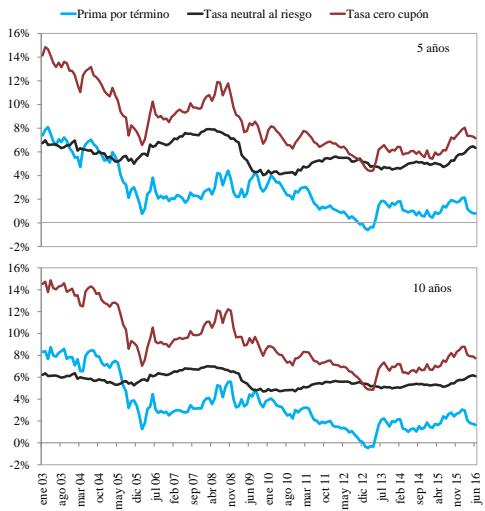
Lo anterior puede observarse en los Gráficos 12 y 13 y en el Cuadro 1.1. El Gráfico 12 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward*. El Gráfico 13 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje 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			May-16			Corrido de Jun-16		
	spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'228)	\$ 1'622	\$ (3'607)	\$ (4'594)	\$ 998	\$ (3'596)	\$ (259)	\$ 170	\$ (89)	\$ (4'654)	\$ 752	\$ (3'902)
Offshore	\$ 7498	\$ (1'622)	\$ 5'876	\$ 8'585	\$ (998)	\$ 7'587	\$ 1'875	\$ (170)	\$ 1'705	\$ 1'110	\$ (752)	\$ 357

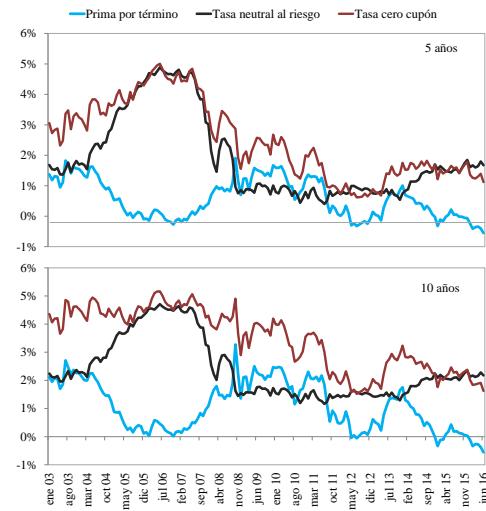
Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 17 de junio de 2016. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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.

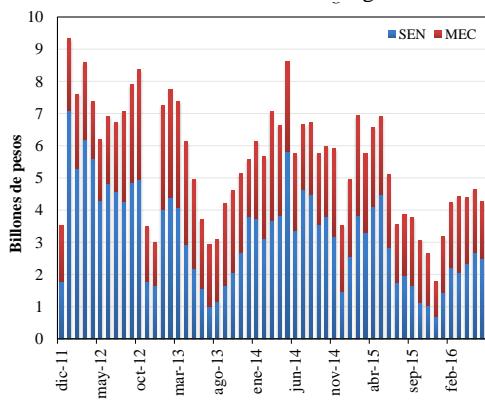


Fuente y Cálculos: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Entre el 27 de mayo y el 16 de junio²¹ la prima por vencimiento para los TES en pesos a 5 años disminuyó 2 p.b., mientras que la tasa neutral cayó 14 p.b. En cuanto a los títulos a 10 años, la prima por vencimiento disminuyó 9 p.b. mientras que la tasa neutral al riesgo cayó 8 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* disminuyó 15 p.b. para el plazo a 5 años y 10 p.b. para el plazo a 10 años. De igual manera, la tasa neutral al riesgo de estos títulos disminuyó 13 p.b. y 10 p.b., respectivamente, lo que se explica en parte por expectativas respecto a los futuros incrementos de la tasa de política monetaria por parte de la Fed (Gráfico 15).

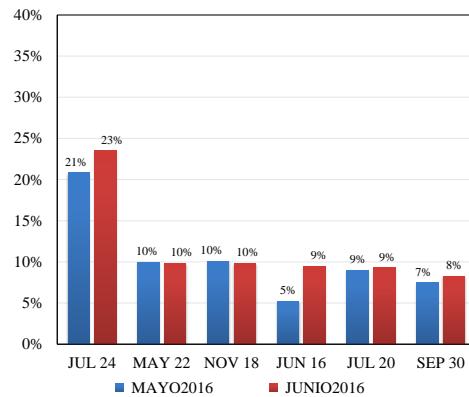
El 15 de junio se venció un TES por \$10.964 mm²². El valor de las emisiones de bonos de largo plazo desde la última reunión de la JDBR ha sido \$4181 mm y de TES de corto plazo por \$600 mm²³.

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.

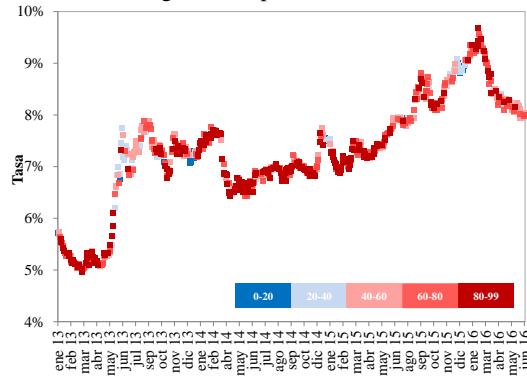
²¹ Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2014). *Estimación de la prima por vencimiento de los TES en pesos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía.854. Banco de la República.

²² El valor del cupón es \$795 mm.

²³ Con datos al 20 de junio. De los TES de largo plazo \$3298 mm corresponden a bonos en pesos y \$883 mm a bonos denominados en UVR.

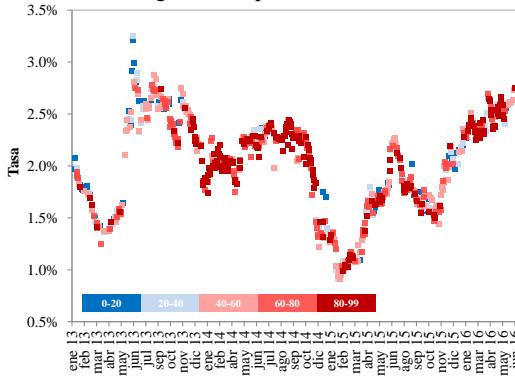
En lo corrido de junio el monto promedio diario negociado ha sido \$4,3 billones²⁴, inferior al observado el mes anterior (\$4,6 billones), y al registrado en junio del 2015 (\$5,1 billones) (Gráfico 16). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 21% a 23%, seguidos de los que vencen en mayo del 2022 cuya participación se mantuvo en 10% (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.

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 27 de mayo 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 disminuido y durante el periodo analizado se han ubicado en general entre los percentiles 0 y 60.

El *bid-ask spread* promedio de junio de los TES en pesos y UVR se mantuvo estable respecto al promedio de mayo (Gráficos 20.1 y 20.2). En particular, para los títulos de cotización obligatoria el promedio de junio se ubicó en 1,89 p.b. para el caso de los TES en pesos (mayo: 1,82 p.b.) y en 1,9 p.b. para el caso de los TES UVR (mayo: 2,8 p.b.). La profundidad de estos mercados (Gráficos 20.3 y 20.4), respecto al promedio de mayo disminuyó. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos fue de \$124 mm (mayo: \$157 mm) y en UVR de \$56 mm (mayo: \$57 mm).

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

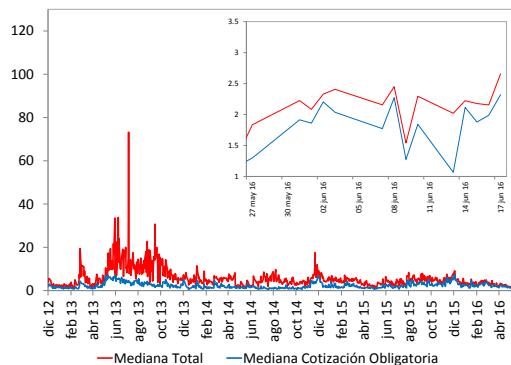
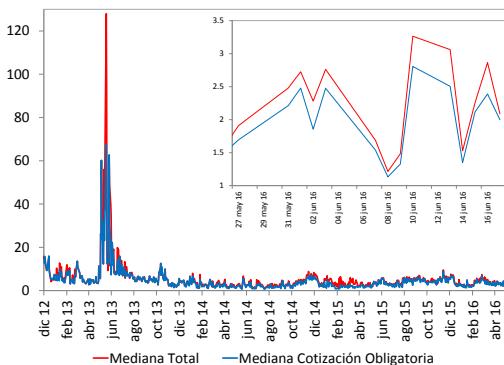


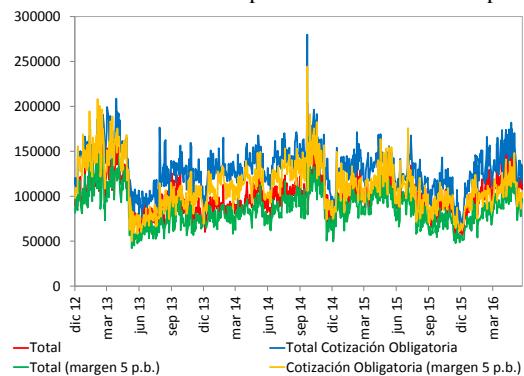
Gráfico 20.2: Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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.

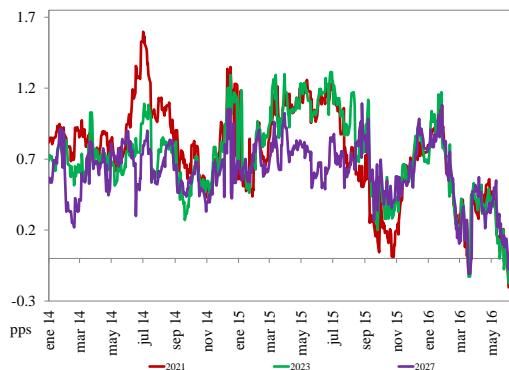
²⁴ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

Gráfico 20.3: Profundidad promedio de los TES en pesos*



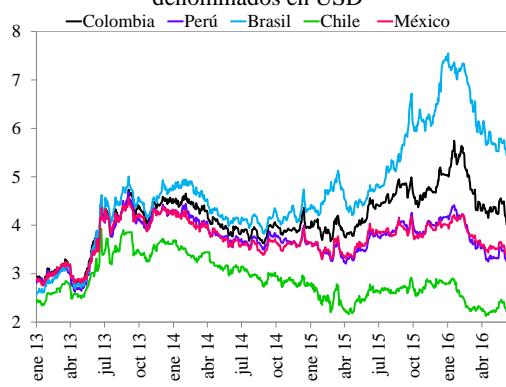
Fuente y Cálculos: Banco de la República.* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total 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.

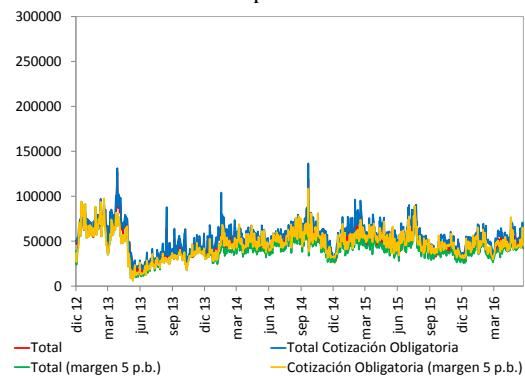
Gráfico 22: Tasas de Bonos Externos a 10 años denominados en USD



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, México y Perú mientras que disminuyó para los casos de Brasil y Colombia. Los incrementos para Chile, México y Perú

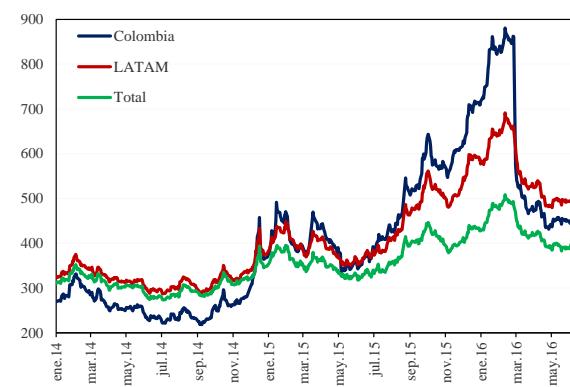
Gráfico 20.4: Profundidad promedio de los TES en UVR*



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 el caso de Chile aumentó levemente. Para el caso de Brasil ante desvalorizaciones de los globales y valorizaciones de los locales. Para el caso de Chile ante valorizaciones más pronunciadas en los bonos globales (Cuadro 2).

Gráfico 23: CEMBI Colombia y CEMBI Total



Fuente: Bloomberg

obedecen principalmente a las valorizaciones de los bonos externos²⁵. Por su parte, el comportamiento de los márgenes para Brasil y Colombia obedece a mayores valorizaciones de los TES locales respecto a las observadas en los bonos externos (Gráfico 22 y Cuadro 2).

En cuanto a la deuda de agentes diferentes al Gobierno Central, durante el periodo analizado UNE-EPM realizó tres colocaciones por \$540 mm en el mercado local²⁶. Credifamilia y Banco de Occidente también hicieron emisiones locales por \$40 mm²⁷ y \$247 mm²⁸, respectivamente. Ecopetrol emitió bonos de deuda pública externa por US\$500 millones²⁹. Adicionalmente, desde la última reunión de la JDBR el *spread* del EMBI corporativo³⁰ para Colombia aumentó 0,3%, al tiempo que el *spread* para Latinoamérica aumentó 2,9% y el de todas las economías emergentes 4,6% (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	4.3	3.3	5.5	2.2	3.5
Variación desde última junta BR (p.b.)	-18	-19	-16	-19	-6
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	143	56	278	-34	62
Variación año corrido (p.b.)	139	42	295	-19	58
Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	7.8	n.d	11.3	4.1	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	-19	n.d	37	-6	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	329	n.d	456	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	322	n.d	588	n.d	n.d
Tasa cero cupón locales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	8.0	6.5	13.9	4.7	6.6
Variación desde última junta BR (p.b.)	-20	-19	-24	-3	0
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	291	217	358	-64	191
Variación año corrido (p.b.)	228	224	403	-95	82
Margen bonos locales y bonos globales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	0.2	n.d	2.7	0.7	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	-1	n.d	-61	2	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	-38	n.d	-98	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-93	n.d	-185	n.d	n.d
Margen bonos locales y bonos en dólares 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual (pps)	3.7	3.2	8.4	2.5	3.1
Variación desde última junta BR (p.b.)	-2	1	-8	16	6
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	149	161	80	-30	129
Variación año corrido (p.b.)	89	182	108	-77	25

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

²⁵ Para los casos de Perú y Chile también se ven valorizaciones en los títulos locales.

²⁶ Emisión de bonos de deuda pública interna realizada el 26 de mayo donde la demanda fue 1,3 veces la oferta (\$703 mm). Las colocaciones se realizaron a 8, 10 y 20 años, con una tasa de 9,35% fija en el primer caso, 4.15% margen sobre IPC E.A. para los bonos de 10 años y 4.89% % margen sobre IPC E.A. para los bonos de 20 años

²⁷ Emisión de bonos hipotecarios a 15 años, realizada el 9 de junio de 2016, con tasa fija 4,76% E.A.

²⁸ Emisión de bonos subordinados a 10 años, realizada el 10 de junio de 2016, con una tasa de 4,6% margen sobre IPC E.A.

²⁹ Emisión realizada el 08 de junio, con un vencimiento 2023 y cupón de 5,875%. De acuerdo con la entidad, los recursos se utilizarán para financiar sus operaciones y asumir el plan de inversiones para este año.

³⁰ El *Corporate Emerging Market Bond Index* (CEMBI) es un indicador de la deuda corporativa denominada en dólares emitida por entidades provenientes de economías emergentes.

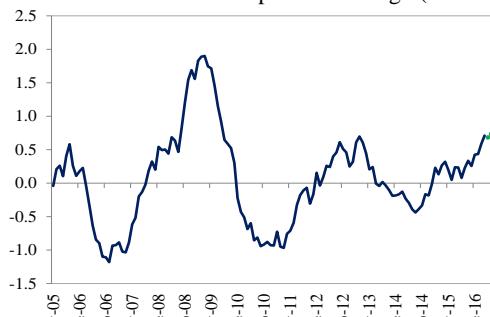
2. Indicadores de percepción de riesgo a nivel local

Con datos disponibles al 20 de junio (EOF³¹, volatilidades preliminares³² y márgenes crediticios preliminares³³) el índice preliminar³⁴ de percepción de riesgo IDODM se deterioró levemente frente al de mayo (Gráfico 24).

El índice de confianza de los consumidores que calcula Fedesarrollo mejoró levemente al pasar de -13 en abril a -12,5 en mayo. 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. El indicador se encuentra 26,2 puntos por debajo de lo registrado en el mismo mes del 2015 (Gráfico 25).

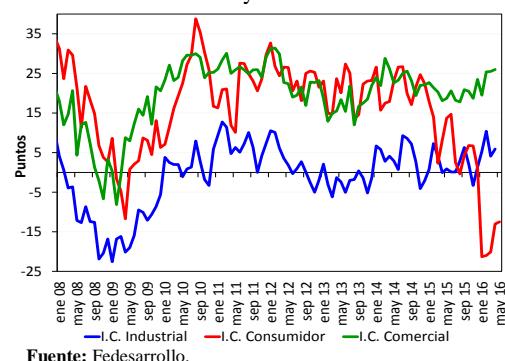
Fedesarrollo y la BVC publicaron la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) del mes de junio. En el Gráfico 26 puede observarse que respecto a lo que se esperaba en mayo, en junio los analistas financieros disminuyeron sus proyecciones de crecimiento para todo el año 2016 (de 2,61% a 2,51%), el segundo trimestre (de 2,65% a 2,55%) del 2016 y para el 2017 (de 2,97% a 2,88%). Adicionalmente, para el tercer trimestre del 2016 esperan un crecimiento de 2,5%. El dato esperado para el 2017 es superior al esperado para el 2016.

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.

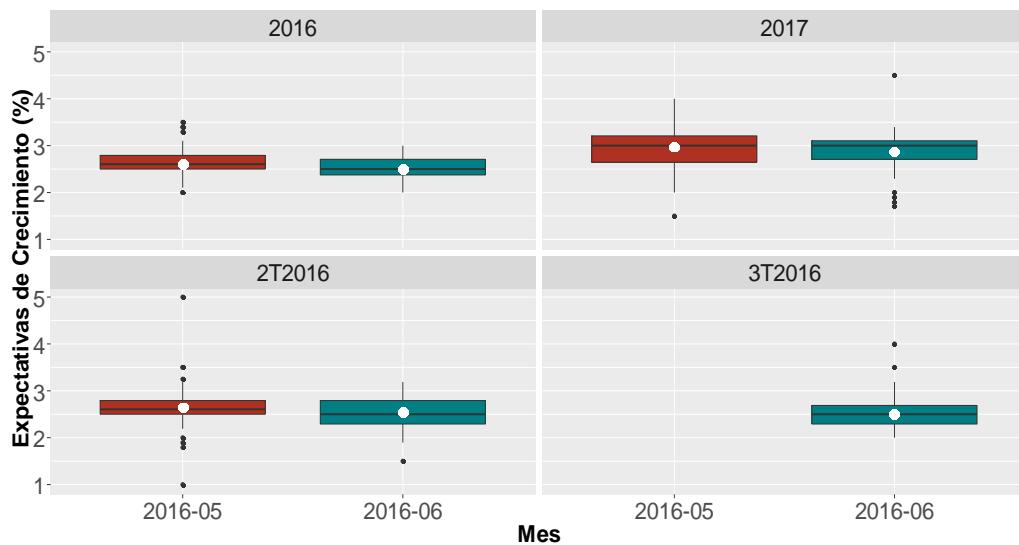
Gráfico 25: Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 26: Gráficos de Caja Expectativas de Crecimiento EOF.

Mes encuesta: □ 2016-05 □ 2016-06



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 incluye la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

³¹ Publicada el 20 de junio.

³² Datos al 17 de junio.

³³ Datos al 3 de junio.

³⁴ Estos datos son preliminares ya que no se cuenta con la Encuesta de Opinión Empresarial de la Andi ni con la de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

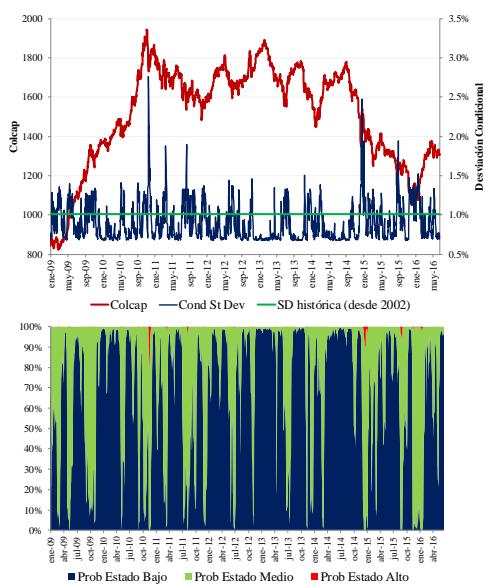
En cuanto a la inflación (Gráfico 27), la EOF refleja que en promedio el dato esperado para el 2016 aumentó (de 6,33% a 6,50%), al igual que para diciembre del 2017 (4,64% a 4,71%). Las expectativas para diciembre de 2017 muestran un sesgo al alza.

Respecto al *spread*, el 35,5% de agentes espera que aumente (anterior: 39%), mientras un 38,2% espera que se mantenga igual (anterior: 39%) y un 26,3% que disminuya (anterior: 22%).

Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes³⁵, un 33,3% espera que esta se mantenga estable (anterior: 29,6%), un 30,7% que aumente (anterior: 28,2%), y un 13,3% que disminuya (anterior: 23,9%).

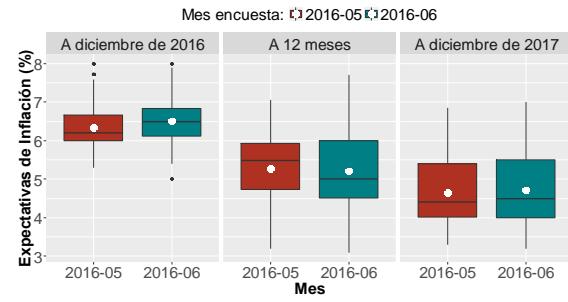
Entre el 27 de mayo y el 20 de junio el Colcap se valorizó 1,06%. Este comportamiento es explicado en parte por el ajuste en las expectativas respecto a los movimientos de la Fed y la posible compra o inyección de capital en Avianca por parte de aerolíneas extranjeras, lo cual mitigó los incrementos en la percepción de riesgo a nivel internacional. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una valorización cercana al 0,69% (anterior: +0,53%)³⁶. Para lo corrido de junio, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó respecto al promedio observado en mayo y actualmente se ubica por debajo de su media histórica; además, actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico 28).

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



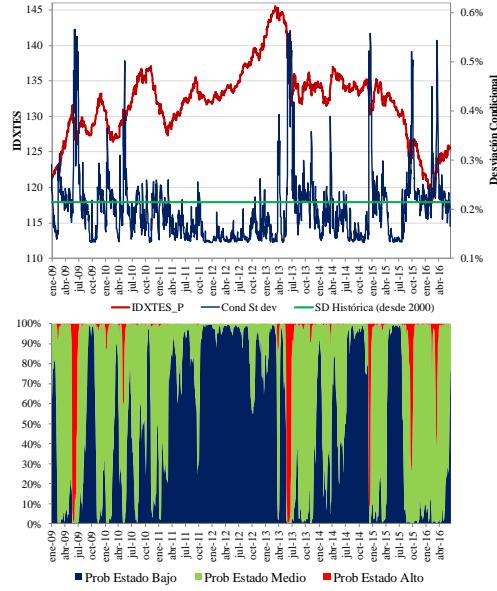
Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República.

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.

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



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

³⁵ Al 22,7% restante no les aplica la pregunta (anterior: 18,3%).

³⁶ 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.

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 7 p.b. (anterior: 10 p.b.)³⁷. Para lo corrido de junio, la volatilidad promedio del mercado de TES disminuyó respecto al promedio observado en mayo y se ubica por debajo de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad baja, luego que en mayo predominara el de volatilidad media (Gráfico 29).

Con información al 3 de junio, los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES aumentaron respecto a lo observado en promedio durante mayo³⁸. Para la cartera preferencial el margen aumentó 47 p.b., para la cartera de tesorería 10 p.b. y en el caso de la cartera de consumo aumentó 8 p.b. El comportamiento de los márgenes de tesorería se explica por el incremento más pronunciado de la tasa activa respecto a la desvalorización de los TES a 30 días (hasta el 3 de junio). 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 por la caída en las tasas de los TES.

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 abril y mayo mejoraron los índices de Brasil, Perú y México; y desmejoraron los de Colombia y Chile. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas, salvo el de Perú.

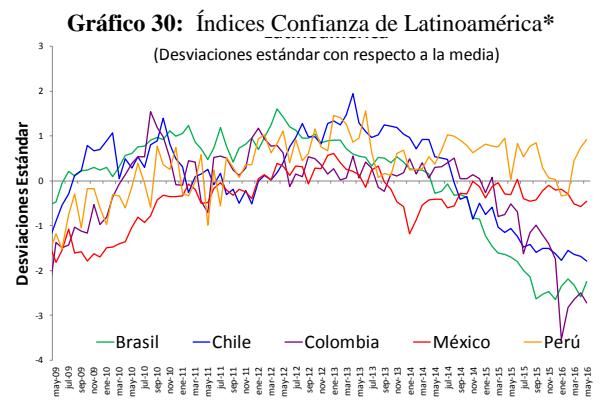
En resumen, el IDODM preliminar de junio aumentó levemente ante el incremento en los márgenes de cartera y el deterioro en las expectativas de crecimiento e inflación.

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

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Australia (1.75%), Suiza (-0.25%), Japón (-0.1%) mantuvieron la tasa de intervención sin modificación. El Banco Central de Nueva Zelanda mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 2.25%, frente al 2.0% que estimaba el mercado. Inglaterra mantuvo la tasa de política en 0.25%, y anunció la continuidad del programa de compra de activos en £375 mil millones.

La Reserva Federal de Estados Unidos (FED) mantuvo inalterada la tasa de política monetaria y señaló que vulnerabilidades en el contexto internacional, tal como la salida de Gran Bretaña de la Unión Europea, generaban riesgos para el crecimiento económico de Estados Unidos. Adicionalmente, la débil recuperación del mercado laboral sigue generando preocupación a los miembros del FOMC. De igual forma, los bajos precios del petróleo podrían continuar presionando a la baja el pronóstico de inflación.

El organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que el punto medio de la proyección de crecimiento económico fue revisado a la baja para el 2016 de 2,2% a 2,0%, para el



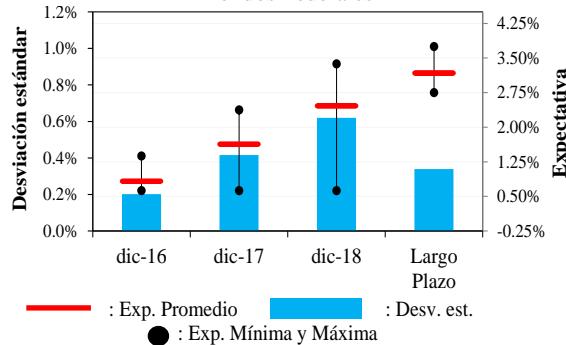
Fuentes: INEGI, BIE, FVG IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO. Cálculos: BR.
*Series desestacionalizadas. Información mensual.

³⁷ 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.

³⁸ Para mayor información ver Anexo 3.

2017 de 2,2% a 2,0% y se mantuvo inalterado para el año 2018 y el largo plazo (2%). El punto medio de la proyección de desempleo permaneció estable para los años 2016, 2017 y 2018 en 4,7%, 4,6% y 4,5%, respectivamente. El punto medio de la proyección de inflación fue revisado al alza para el 2016 de 1,2% a 1,4% y permaneció inalterado para 2017 y 2018 en 1,9% y 2%, respectivamente.

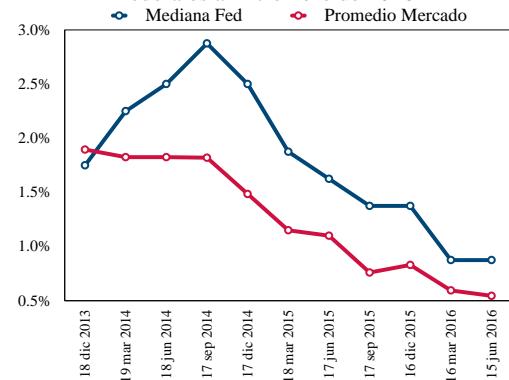
Gráfico 30.1: Pronósticos de la Fed (Junio) Tasa de los Fondos Federales



Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

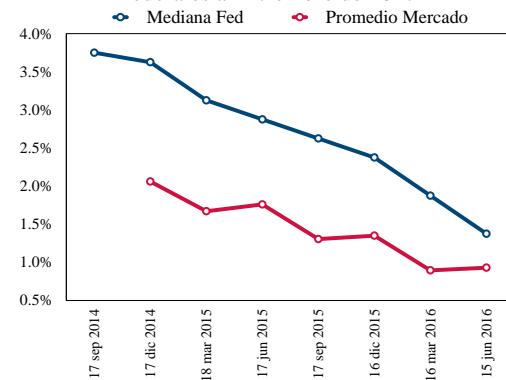
2017 el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC.

Gráfico 30.2: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2016



En cuanto a los pronósticos de junio sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos 30.1³⁹, 30.2 y 30.3⁴⁰ 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

Gráfico 30.3: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2017



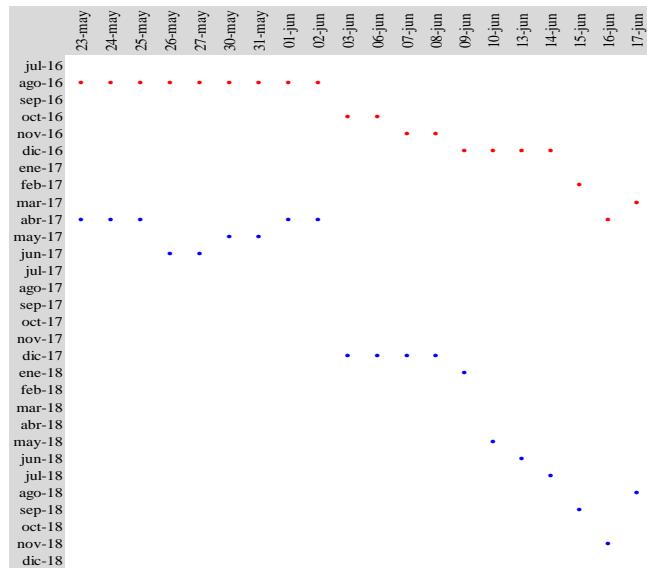
De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, el 27 de mayo se esperaba que la tasa de referencia llegaría a 0,50% (puntos rojos) en agosto del 2016, y recientemente se espera que alcance este nivel en febrero de 2017. En cuanto a las expectativas respecto al mes en que la tasa alcanzará un nivel de 0,75% (puntos azules), estas pasaron de junio de 2017 a septiembre de 2018 (Gráfico 31). El Gráfico 31.1 muestra que actualmente el mercado espera un ritmo de incrementos más lento al que se esperaba el 27 de mayo.

Por otra parte, la probabilidad de que el rango de las tasas de los fondos federales suba en julio o en septiembre disminuyó durante el periodo (Gráficos 33.1 y 33.2). Además, en los gráficos 33.3 y 33.4 se observa que: i) el escenario más probable para el 2016 es que no se presenten incrementos en las tasas de los fondos federales, y ii) desde el 3 de junio disminuyó la probabilidad de que tenga lugar más de una subida del rango.

³⁹ 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.

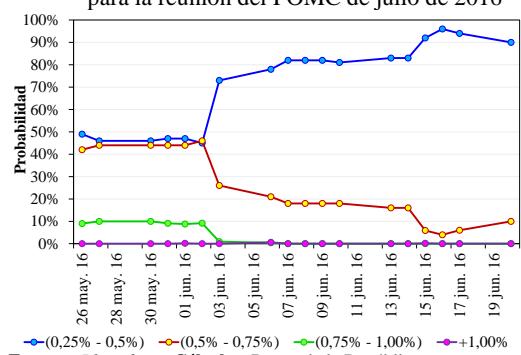
⁴⁰ En los gráficos 30.2 y 30.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2016 y 2017.

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



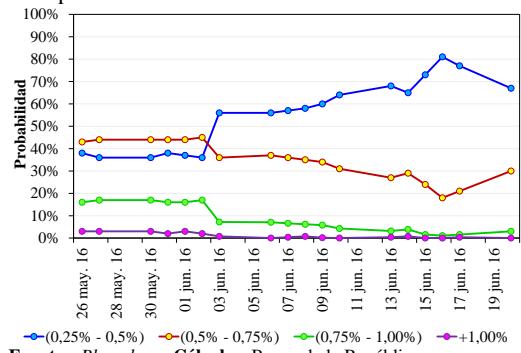
Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** Banco de la República.

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



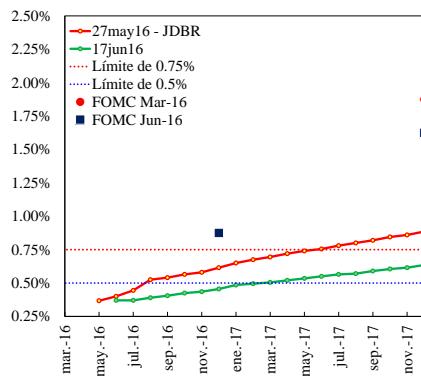
Fuentes: Bloomberg. **Cálculos:** Banco de la República.

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



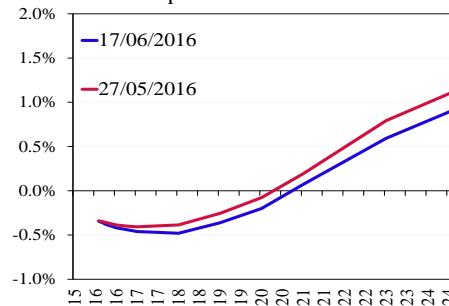
Fuentes: Bloomberg. **Cálculos:** Banco de la República.

Gráfico 31.1: Senda esperada Tasa Fondos Federales



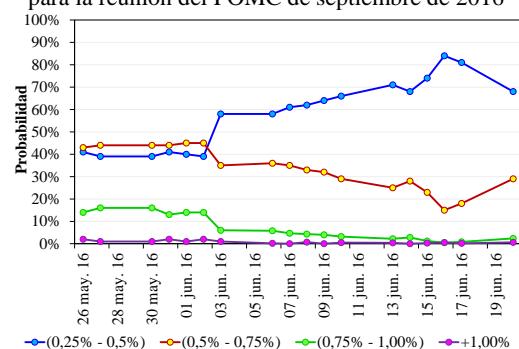
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 32: Expectativas de las tasas del BCE



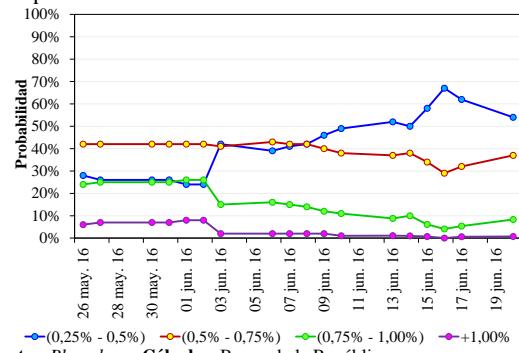
Fuente: Bloomberg.

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



Fuentes: Bloomberg. **Cálculos:** Banco de la República.

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



Fuentes: Bloomberg. **Cálculos:** Banco de la República.

El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterada su tasa de política en 0,25%. Adicionalmente, reafirmó que las compras mensuales de activos por €80 mm continuarán al menos hasta marzo de 2017. Además implementaría dos medidas adicionales: i) iniciaría su programa de compras de bonos corporativos de ciertas empresas a partir del 8 de junio y ii) el 22 de junio realizaría su primera operación de liquidez de préstamos condicionados a largo plazo (TLTRO II).

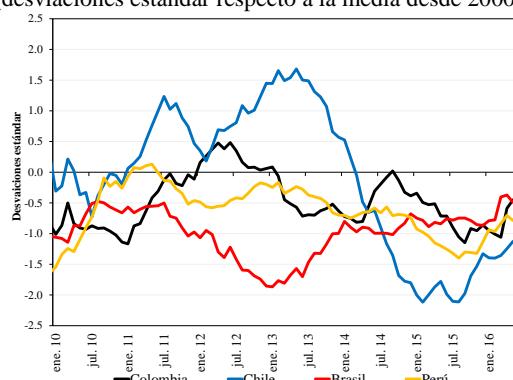
En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE, con base en los futuros del índice Eonia, el mercado anticipa que el primer incremento tendrá lugar alrededor del 3T20, mientras que el 27 de mayo se descontaba que tendría lugar en el 2T20 (Gráfico 32).

India (6.5%) y Polonia (1.5%) mantuvieron inalteradas sus tasas de referencia. Rusia recortó la tasa de política en 50p.b. en línea con lo esperado por el mercado. Corea del Sur recortó en 25 p.b. su tasa de referencia sorprendiendo al mercado que no descontaba algún movimiento. Adicionalmente, anunció que a partir del 1 de julio de 2016 relajará los controles de capital que había impuesto en 2011. Esto contempla que los bancos coreanos pueden pactar *forwards* de compra de monedas de hasta el 40% del capital (actual: 30%) y los bancos extranjeros podrán tener posiciones largas de hasta el 200% de su capital (actual: 150%). Además, a partir del 2017 los bancos deberán tener el 60% de sus activos en moneda extranjera invertidos en activos de alta calidad que puedan ser fácilmente convertidos en efectivo en un período de 30 días (actual: 50%)⁴¹.

El Banco Central de Indonesia disminuyó su tasa de interés de referencia en 25 p.b. ubicándola en 6,5% frente al 6,75% que estimaba el mercado. 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.

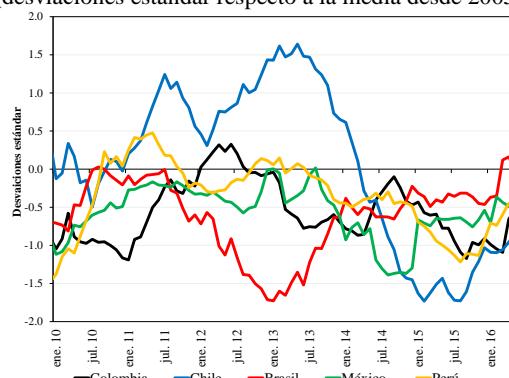
En los Gráficos 34 y 35 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales⁴² desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. Se puede observar que en mayo las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas⁴³.

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.

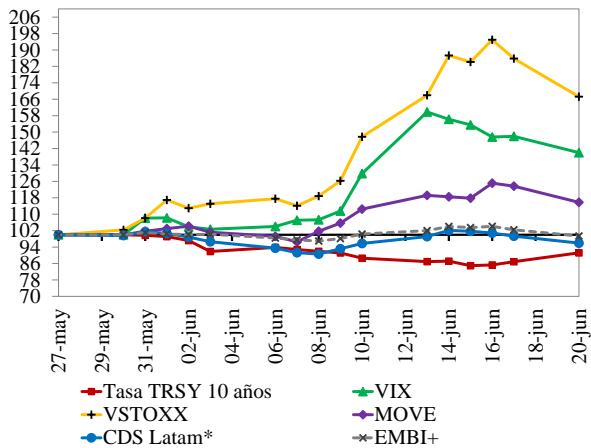
⁴¹ Este porcentaje aumentará hasta 80% en el 2019, en línea con los estándares de Basilea III.

⁴² Deflactadas con medidas de inflación básica.

⁴³ Desde febrero del año 2000, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,73%; Chile 1,11%; Brasil 7,10% y Perú 1,23%. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,57%.

4. Indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional

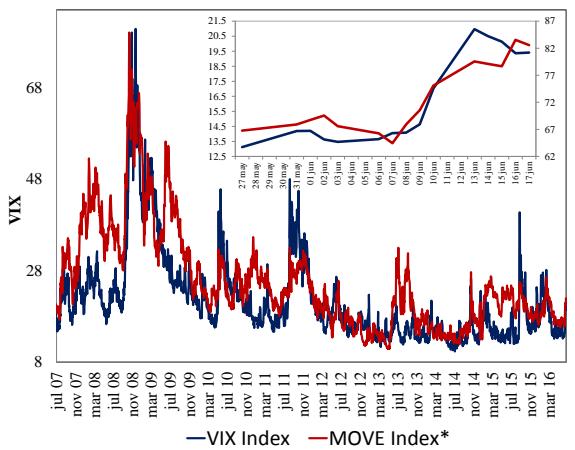
Gráfico 36: Indicadores de Percepción de Riesgo



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

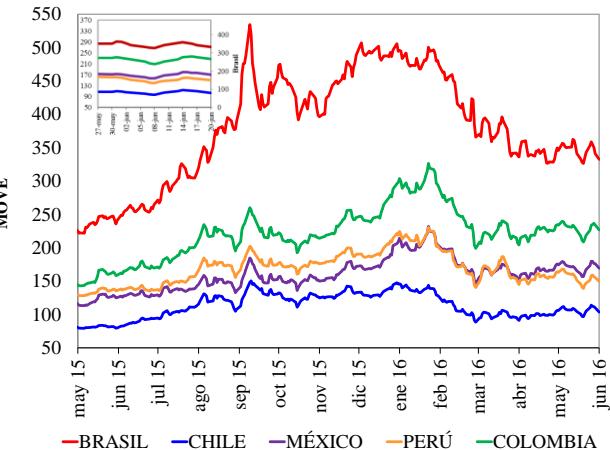
*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

Gráfico 37: VIX y MOVE*



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 38: Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel global se deterioraron desde la última reunión de la JDBR como consecuencia de la creciente incertidumbre en torno a la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea que será determinada mediante el referendo que se llevará a cabo el 23 de junio. Adicionalmente, la publicación de datos negativos de la economía China⁴⁴ y el recorte de la perspectiva de crecimiento mundial⁴⁵ por parte del Banco Mundial pudieron afectar el comportamiento de los indicadores.

De esta manera, el VIX pasó de 13,12% el 27 de mayo a 18,37% el 20 de junio, al tiempo que el VSTOXX pasó de 20,46% a 34,22%. El índice MOVE⁴⁶ pasó de 66,7 a 77 (Gráficos 36 y 37).

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel regional presentaron distintos movimientos. Entre el 27 de mayo y el 20 de junio los *Credit Default Swap* (CDS) a 5 años disminuyeron 18 p.b. para Brasil, 12 p.b. para Perú, 5 p.b. para Colombia, 3 p.b. para México y 3 p.b. en el caso de Chile. Por

⁴⁴ En mayo las exportaciones de China disminuyeron en 4.1% año a año (esp: 4%), la inversión extranjera directa cayó 1% (esp: +5%), mientras que la inversión en activos fijos cayó 9,6%.

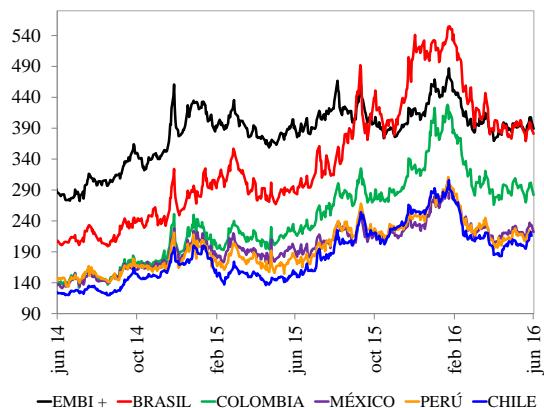
⁴⁵ El Banco Mundial recortó sus proyecciones de crecimiento mundial para 2016 pasando de 2.9% a 2.4% y para 2017 de 3.1% a 2.8%

⁴⁶ Indicador que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre los Bonos del Tesoro de los EE.UU.

su parte, el EMBI+ disminuyó 2 p.b. al tiempo que el EMBI Colombia presentó una caída de 11 p.b. (Gráficos 38 y 39).

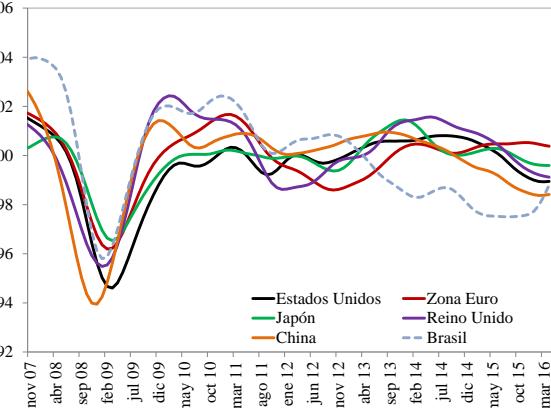
Entre marzo y abril del 2016 los indicadores líderes de la actividad económica⁴⁷ publicados por la OECD⁴⁸ desmejoraron para la Zona Euro, Japón y Reino Unido, mientras que mejoraron para Estados Unidos, China y Brasil (Gráfico 40).

Gráfico 39: EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 40: Indicadores Líderes de Crecimiento de la OECD



Fuente: OECD.

En resumen, los principales indicadores de percepción de riesgo para países desarrollados aumentaron ante la incertidumbre generada por el Brexit. Por su parte los indicadores de percepción hacia países emergentes mejoraron levemente ante un ajuste en las expectativas respecto al momento en que la Fed realizará el siguiente aumento de su tasa de política.

⁴⁷ Toda la serie es actualizada en el momento en que se dispone de nuevos datos. La metodología puede ser encontrada en *OECD Leading Indicators and Business Cycles in Member Countries, Sources and Methods*, No 39, January 1987. El indicador busca replicar el índice de producción total utilizando, entre otros, el nivel del stock de bienes finales, precios de acciones, oferta monetaria, salarios, inicios de construcción y horas semanales de trabajo en el sector manufacturero.

⁴⁸ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

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 27 de mayo el IBR *overnight* y la TIB oscilaron en niveles similares al de la tasa de política monetaria. La tasa de simultáneas del SEN era 6,89% el 27 de mayo y recientemente es 7,09%⁴⁹.

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.

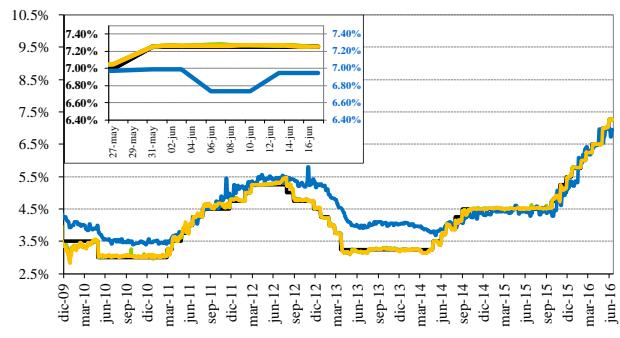
En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 20 de junio⁵⁰, un 88,2% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b. y el 11,8% restante que se mantendrá inalterada.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 33,3% señaló los factores externos (ant: 25,3%), un 30,7% la política monetaria (ant: 35,2%), un 26,7% la política fiscal (ant: 26,8%), un 8% el crecimiento económico (ant: 9,9%), y el 1,3% restante las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 2,8%).

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 21 de junio, el 100% (31 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia de 25 p.b.

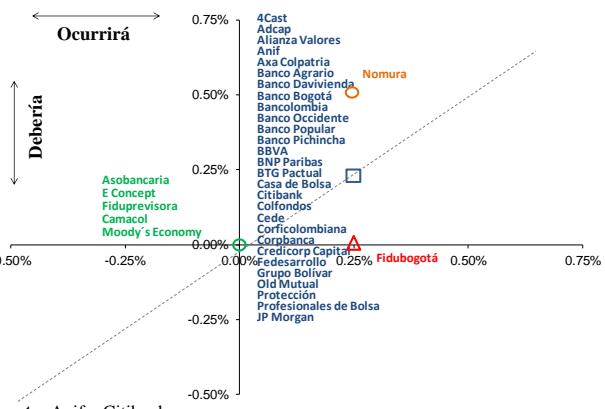
En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank⁵¹, se encuentra que de las 35 entidades encuestadas el 86% (30 entidades) espera que la tasa aumente 25 p.b. y el 14% restante (5 entidades⁵²) cree que la tasa permanecerá inalterada. El 80% (28 entidades) recomienda

Gráfico 43: Tasas Interés Mercado Colombiano



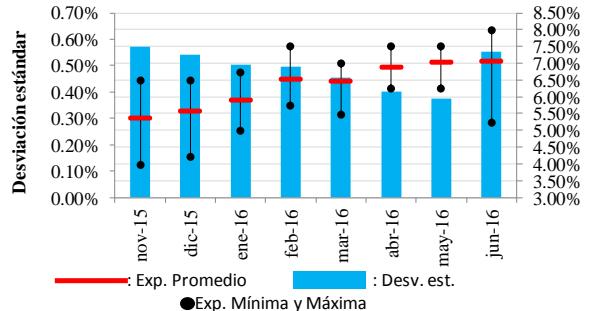
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 44: Encuestas Anif y Citibank



Fuente: Anif y Citibank.

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



Fuente: Encuesta Citibank.

⁴⁹ Dato del 20 de junio.

⁵⁰ Realizada entre el 7 y el 15 de junio.

⁵¹ Encuestas publicadas el 16 y el 20 de junio, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de Citibank. En esta ocasión, Asobancaria había respondido en la encuesta de Anif que esperaba un incremento de 25 p.b., mientras en la encuesta de Citibank respondió que esperaba que la tasa permanecería inalterada. El Banco Agrario había respondido que recomendaba un incremento de 50 p.b., pero en la encuesta de Citibank recomendó uno de 25 p.b. JP Morgan primero recomendó que la tasa permaneciera inalterada, y luego recomendó un aumento de 25 p.b. Banco Popular antes recomendaba y esperaba que la tasa permaneciera inalterada, pero luego respondió que esperaba y recomendaba un aumento de 25 p.b.

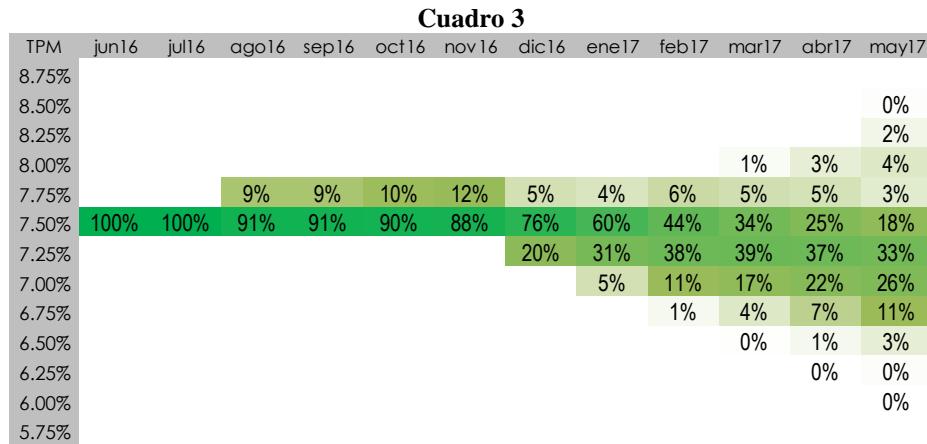
⁵² Asobancaria, E Concept, Fiduprevisora, Camacol y Moody's Economy.

que la tasa aumente 25 p.b., el 17% (6 entidades⁵³) recomienda que permanezca inalterada, y el 3% (1 entidad⁵⁴) 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.

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 mayo y junio la tasa esperada en promedio pasó de 7,06% a 7,07%.

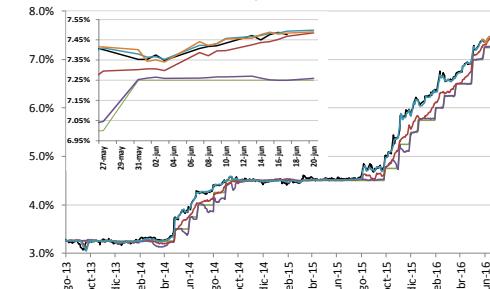
En el Gráfico 46 se muestran el IBR *overnight*, y el IBR a 1, 3 y 6 meses. También se incluyen la tasa de intervención del BR, y la tasa fija del OIS a 3 meses de Bloomberg⁵⁵. Se observa un aumento después de la publicación del dato de inflación que resultó superior al esperado.

El 21 de junio el IBR *overnight*, el IBR a un mes, el de tres meses y el de seis meses se ubicaron en 7,27%, 7,49%, 7,51% y 7,49%, respectivamente. La tasa fija del OIS de tres meses extraída de Bloomberg fue 7,48%. 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. en junio y que posteriormente permanezca estable hasta finales de año (Gráfico 47, Cuadro 3, y Anexo 6).



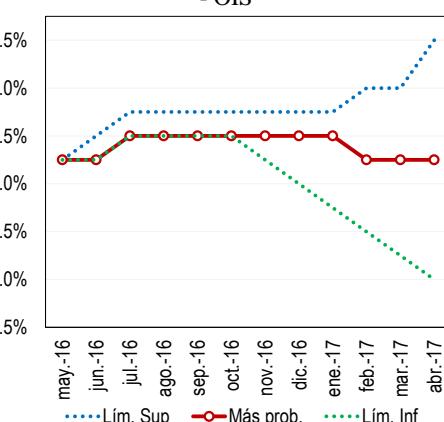
Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República

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.

⁵³ Asobancaria, E Concept, Fiduprevisora, Camacol, Moody's Economy y Fidubogotá.
⁵⁴ Nomura.

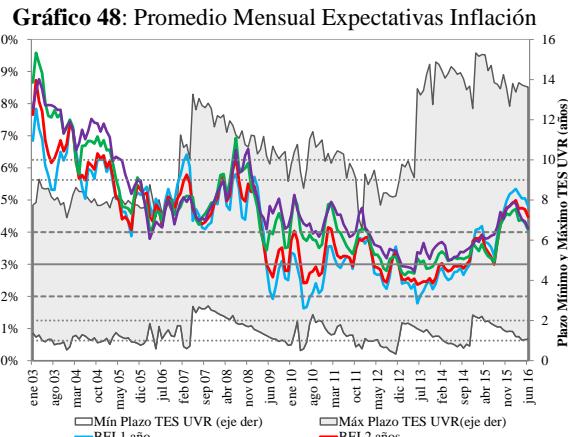
⁵⁵ Correspondiente a la tasa fija del *Overnight Index Swap* (OIS) extraída de Bloomberg. Los OIS se definen como swaps de tasa de interés en los que se intercambia una tasa fija por una tasa flotante, siendo esta última la tasa de interés compuesta de una tasa *overnight*. En una transacción OIS no 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 BR⁵⁶, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2016 en promedio se ubica en 6,23% (encuesta anterior: 6,02%). Las expectativas promedio para diciembre de 2017 se ubican en 4,12% (ant: 4,07%) y para junio del 2018 en 3,67%⁵⁷.

La encuesta realizada por Citibank⁵⁸ refleja que la inflación esperada para diciembre de 2016 es 6,03%, mientras que en la encuesta anterior era 5,97%.

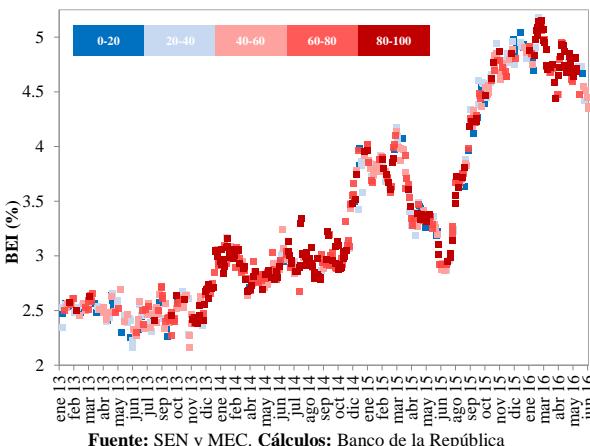
En promedio para lo corrido de junio⁵⁹ (hasta el día 20) frente a los datos promedio de mayo, las inflaciones implícitas (*Break-even Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron para todos los plazos (2, 3, 5 y 10 años: -24, -24, -23 y -21 p.b, respectivamente). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de junio a 2, 3, 5 y 10 años son 4,47%, 4,25%, 4,06% y 4,12%, 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 liquidez⁶⁰ relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR⁶¹. Con información al 17 de junio se espera que en los próximos 2 años en promedio la inflación sea 3,64% (mayo: 3,89%). Para el plazo de 5 años, la inflación promedio esperada pasó de 3,62% en mayo a 3,48% en junio. Por su parte, la prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años se redujo de 0,61% a 0,37%, al tiempo que la de 5 años pasó de 0,3% a 0,16%.



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

⁵⁶ Realizada entre el 7 y el 9 de junio.

⁵⁷ En la encuesta anterior la inflación esperada para mayo del 2018 era 3,69%.

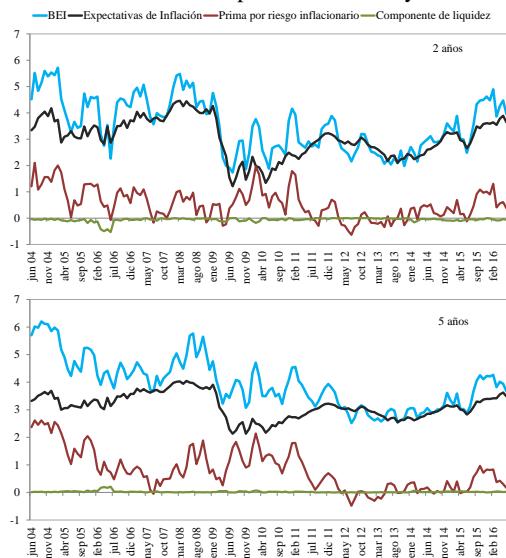
⁵⁸ Publicada el 20 de junio.

⁵⁹ Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -39 p.b., -39 p.b., -36 p.b. y -26 p.b., respectivamente. De esta manera, el 20 de junio se ubicaron en 4,38%, 4,17%, 4% y 4,11%, respectivamente.

⁶⁰ El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

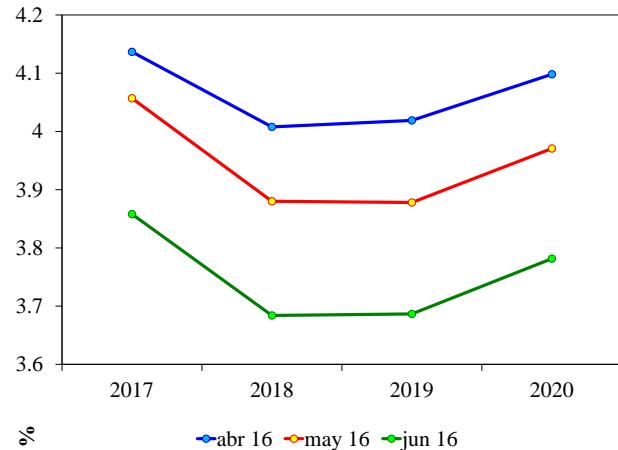
⁶¹ Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2015). *Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía. 903. Banco de la República.

Gráfico 50: Descomposición BEI a 2 y 5 años



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

Gráfico 51: Inflación esperada (FBEI)

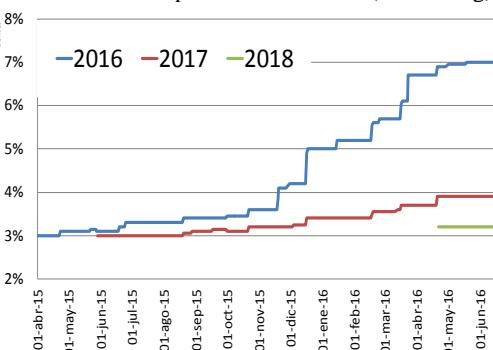


Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.* Promedio datos mensuales.

El Gráfico 51 muestra la senda de inflación esperada para los años entre 2017 y 2020, tomando el promedio de los datos diarios para los meses de abril, mayo y lo corrido de junio del 2016. Los datos de inflación esperada (FBEI) promedio de junio para los años comprendidos entre el 2017 y el 2020 son inferiores a los de mayo y abril. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre los años 2017 y 2018 y creciente para los años siguientes, de tal forma que para el año 2020 la inflación año completo esperada es 3,68% (esperada en mayo: 3,87%).

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 se espera una cifra de 7,0%, para el 2017 se espera 3,9% y para el 2018 se espera un dato de 3,2%.

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 Colombia, México, Perú, Brasil y Noruega; permanecieron iguales para Chile, India, Sudáfrica y China; y disminuyeron para Ecuador. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,47% a 2,49%. Los datos de inflación de mayo fueron superiores a los pronósticos en Colombia, Brasil, India y Noruega; inferiores en el caso de Chile, Perú y China; e igual al esperado en México. 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 Brasil.

Cuadro 4: Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria		Tasa de crecimiento del PIB				
	Datos May. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016	Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016		
	Esp*	Obs	May. 2016	Jun. 2016		May. 2016	Jun. 2016	Esp*	Obs	May. 2016	Jun. 2016
Colombia	8.14%	8.20%	6.02%	6.23%	7.25%	7.06%	7.07%	2.8%	2.5%	2.47%	2.49%
Chile	4.3%	4.2%	3.5%	3.5%	3.50%	3.75%	3.50%	1.6%	1.3%	1.7%	1.7%
México	2.60%	2.60%	3.19%	3.11%	3.75%	4.20%	4.25%	2.6%	2.6%	2.41%	2.44%
Perú	3.55%	3.54%	3.4%	3.4%	4.25%	4.35%	4.30%	4.6%	4.7%	3.6%	3.7%
Brasil	9.30%	9.32%	7.04%	7.19%	14.25%	12.75%	13.00%	-5.9%	-5.4%	-3.83%	-3.60%
Ecuador	n.d.	1.63%	2.9%	2.9%	8.88%	5.64%	5.64%	n.d.	-1.2%	-2.8%	-2.9%
India	5.60%	5.76%	5.1%	5.1%	6.50%	6.36%	6.35%	7.5%	7.9%	7.5%	7.5%
Sudáfrica	6.4%	n.d.	6.6%	6.6%	7.00%	7.45%	7.55%	-0.1%	-0.2%	0.6%	0.6%
China	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	4.35%	3.97%	4.04%	6.7%	6.7%	6.5%	6.5%
Noruega	3.1%	3.4%	2.9%	2.9%	0.50%	0.30%	0.30%	0.1%	1.0%	0.9%	1.0%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 7 y el 9 de junio del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

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

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

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 10 de junio.

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

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

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 (junio).

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg .

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

**Todos los datos corresponden al 1T16, excepto los de Chile, Perú y Ecuador los cuales corresponden al 4T15.

6. Conclusiones

En Colombia, al comparar los datos entre el 27 de mayo y el 20 de junio del 2016, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos disminuyeron 21 p.b. en el tramo corto, 19 p.b. en el tramo medio y 19 p.b. en el tramo largo. De esta manera la pendiente aumentó 2 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 +52% a +58%⁶². La correlación a 30 días pasó de +27% a +82%.

Después de la última reunión de la JDBR los TES de todos los plazos presentaron valorizaciones similares.

Durante la primera semana del mes, los TES en pesos se valorizaron ante la recuperación del precio del petróleo⁶³ y la demanda por parte de inversionistas extranjeros.

Esta tendencia de valorizaciones se acentuó ante un ajuste en las expectativas de los incrementos de tasa de política monetaria de la Fed, de tal manera que los agentes descartaron un incremento en el mes de junio. Lo anterior, debido a que la variación de las nóminas no agrícolas en Estados Unidos fue sustancialmente inferior a la esperada por el mercado. Los bonos continuaron valorizándose luego de conocerse la decisión de la Fed de mantener estable su tasa de política y un ritmo de incrementos más lento esperado por los miembros del FOMC.

Las valorizaciones de los títulos se dieron a pesar de los incrementos en la percepción de riesgo a nivel internacional durante las últimas semanas impulsada por la incertidumbre respecto a la continuidad del Reino Unido en la Unión Europea.

Respecto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de junio aumentó levemente ante el incremento en los márgenes de cartera y el deterioro en las expectativas de crecimiento e inflación. A nivel internacional, los principales indicadores de percepción de riesgo para países desarrollados aumentaron ante la incertidumbre generada por el Brexit. Por su parte, los indicadores de percepción de riesgo hacia países emergentes mejoraron levemente ante un ajuste en las expectativas respecto al momento en que la Fed realizará el siguiente aumento de su tasa de política.

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 7,47%, 7,50% y 7,46%, respectivamente.

En promedio para lo corrido de junio⁶⁴ (hasta el día 20) frente a los datos promedio de mayo, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR disminuyeron para todos los plazos (2, 3, 5 y 10 años: -24, -24, -23 y -21 p.b., respectivamente). De esta manera, los datos promedio del BEI en lo corrido de junio a 2, 3, 5 y 10 años son 4,47%, 4,25%, 4,06% y 4,12%, respectivamente.

⁶² Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 70%.

⁶³ Entre el 27 de mayo y el 8 de junio los precios del petróleo se incrementaron (WTI: +3.85% y BRENT +4.84%).

⁶⁴ Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -39 p.b., -39 p.b., -36 p.b. y -26 p.b., respectivamente. De esta manera, el 20 de junio se ubicaron en 4,38%, 4,17%, 4% y 4,11%, respectivamente.

7. Recuadros/Anexos

Anexo 1

	Valor actual 17 de junio	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*	351.6	1.0%	16.5%	7.3%	8.6%	348.2	301.7	327.6	323.7
ASIA	227.3	0.7%	13.6%	6.1%	8.6%	225.7	200.2	214.3	209.3
India**	802.7	0.4%	30.2%	5.1%	10.1%	799.4	616.5	764.0	728.8
Indonesia	526.6	1.5%	13.4%	11.9%	14.7%	518.7	464.2	470.7	459.0
Malasia	173.7	0.2%	10.8%	2.9%	4.8%	173.3	156.7	168.7	165.8
Filipinas	147.6	0.3%	3.5%	5.8%	3.2%	147.3	142.6	139.5	143.0
Tailandia	225.3	0.3%	17.9%	2.9%	6.5%	224.6	191.2	218.8	211.5
EUROPA	317.3	0.5%	14.8%	4.4%	8.3%	315.6	276.5	303.8	292.9
Polonia	331.4	-0.3%	10.9%	0.9%	4.0%	332.5	298.9	328.5	318.5
Turquía	504.1	1.6%	17.0%	9.7%	11.4%	496.2	430.7	459.6	452.5
Rumania	133.8	0.1%	21.8%	1.6%	5.6%	133.7	109.9	131.8	126.8
Rusia	238.8	1.2%	18.6%	7.7%	18.9%	236.1	201.4	221.7	200.9
MEDIO ORIENTE/ÁFRICA	378.9	2.4%	12.4%	9.0%	4.3%	370.1	337.0	347.5	363.4
Nigeria	174.4	-3.2%	34.6%	-9.6%	n.d.	180.2	129.6	193.0	159.2
LATINOAMÉRICA	470.1	1.1%	20.1%	9.7%	9.8%	464.9	391.4	428.4	428.2
Chile	135.6	0.6%	17.7%	5.2%	4.8%	134.8	115.3	128.9	129.5
Perú	196.2	1.6%	6.7%	13.0%	10.3%	193.1	183.9	173.7	177.9
Brasil	590.4	1.6%	33.9%	18.0%	16.4%	581.2	440.9	500.5	507.4
Colombia	373.9	1.4%	8.2%	6.6%	3.4%	368.7	345.5	350.7	361.7

* 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

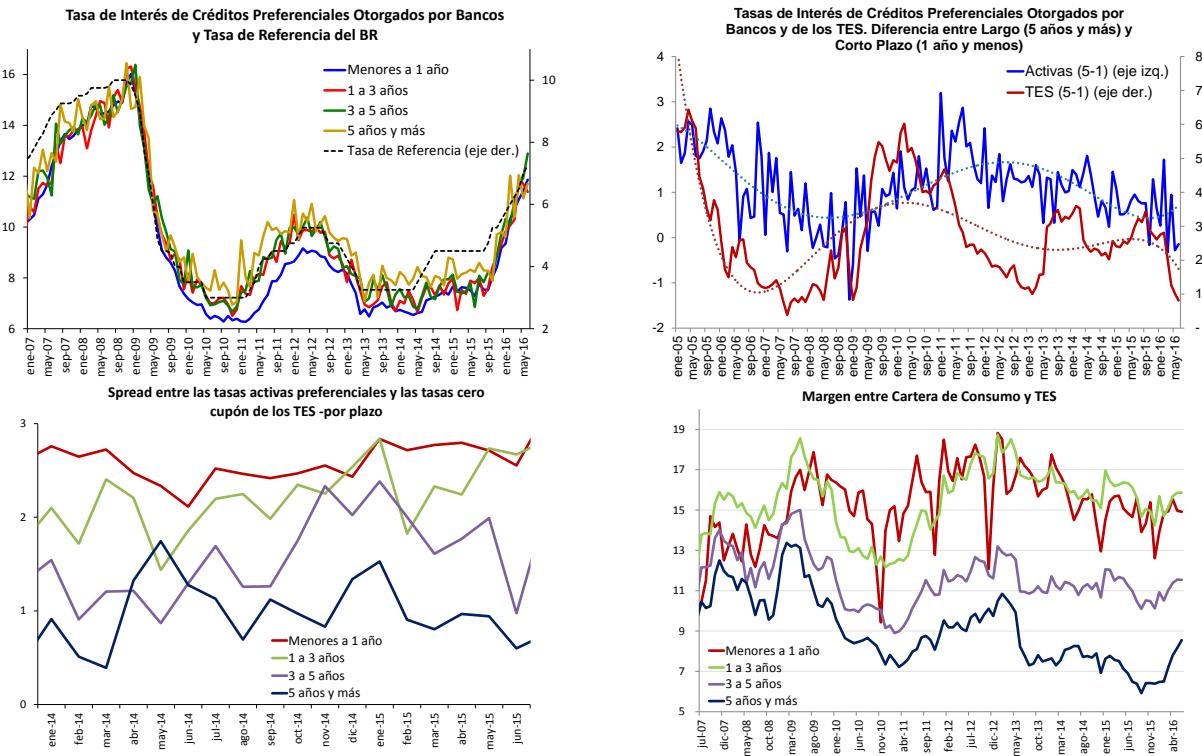
Compras Netas de TES* denominados en UVR (Valor Nominal en Millones de Pesos)

	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	211	760	6'127	1506	8'393	(1'275)	51	16	(1'207)
Compañía de Financiamiento Comercial	-	2	4	1	8	-	-	-	-
Copartativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(47)	(985)	32	(255)	(1'208)	1	102	(111)	(8)
Total EC	164	(222)	6'164	1252	7'193	(1'273)	153	(95)	(1'215)
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(10)	(3)	(1)	(3)	(8)	-	-	-	-
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	2'308	(3'965)	3'683	10'430	10'148	(619)	459	931	772
Pasivos Pensionales	1'910	(3214)	2'466	7'352	6'604	(216)	324	599	706
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(8)	-	-	(8)	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	2'298	(3'976)	3'682	10'427	10'133	(619)	459	931	772
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	4	(310)	(163)	122	(351)	(59)	32	(0)	(27)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	16	84	97	74	255	(91)	17	(4)	(78)
Extranjeros	(0)	(22)	-	(8)	(31)	-	-	-	-
FIC	-	24	14	(6)	31	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	20	(226)	(65)	196	(95)	(150)	49	(4)	(105)
Sociedades Fiduciarias Propia	69	(12)	50	(0)	38	(46)	29	-	(17)
Sociedades Fiduciarias Terceros	536	(418)	783	3'203	3'569	(305)	54	235	(16)
Extranjeros***	(366)	(480)	(72)	167	(386)	(44)	(13)	(11)	(67)
FIC	(63)	135	28	2	165	(54)	35	(2)	(22)
Pasivos Pensionales	28	(67)	217	364	514	(138)	45	(53)	(145)
Total Sociedades Fiduciarias	605	(430)	833	3'203	3'607	(351)	83	235	(33)
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	610	(176)	(82)	1'737	1'479	(68)	(31)	187	88
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	(0)	(0)	-	1	1	(1)	-	-	(1)
Pasivos Pensionales	(0)	(0)	-	1	1	(1)	-	-	(1)
Total Compañías de Seguros y Capitalización	610	(176)	(82)	1'738	1'480	(69)	(31)	187	87
Sociedades Administradoras de Inversión Propia	2	-	2	-	2	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión Terceros	-	-	(14)	(0)	(14)	-	-	-	-
FIC	-	-	(14)	(0)	(14)	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	2	-	(12)	(0)	(12)	-	-	-	-
Total Entidades Financieras No bancarias	3'536	(4'807)	4'356	15'564	15'113	(1'189)	561	1'349	721
Total Entidades Financieras Especiales**	25	(3)	83	48	128	1	1	1	4
Total Entidades Públicas****	1'016	(105)	(229)	283	(51)	(736)	(164)	-	(901)
Otros****	82	2	(151)	990	841	(45)	2	(33)	(76)
Extranjeros	-	-	(71)	-	(71)	-	-	-	-
Total Movimiento Neto	4'823	(5'135)	10'223	18'137	23'224	(3'243)	553	1'223	(1'466)

Fuente: BR. Información actualizada al 20 de mayo 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, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Anexo 3

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 Australia (1.75%), Suiza (-0.25%), Japón (-0.1%) mantuvieron la tasa de intervención sin modificación. El Banco Central de Nueva Zelanda mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 2.25%, frente al 2.0% que estimaba el mercado. Inglaterra mantuvo la tasa de política en 0.25%, y anuncio la continuidad del programa de compra de activos en £375 mil millones.

Países Emergentes

India (6.5%), Polonia (1.5%) mantuvieron inalteradas sus tasas de referencia. Rusia recortó la tasa de política en 50p.b. en línea con lo esperado por el mercado. Mientras que, Corea del Sur recortó en 25p.b. su tasa de referencia sorprendiendo al mercado que no descontaba algún movimiento. El Banco Central de Indonesia disminuyó su tasa de interés de referencia en 25p.b. ubicándola en 6,5% frente al 6,75% que estimaba el mercado.

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.

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) reconoció los logros de la política monetaria en el control de la inflación, especialmente conteniendo los efectos de un ajuste realtivo de precios. Sin embargo, considera que el nivel de la inflación 12 meses sigue siendo alto y que la distancia entre las expectativas de inflación y la meta no permite relajar la política monetaria en estos momentos.

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. Las expectativas de inflación continúan disminuyendo gradualmente y mantienen una senda decreciente desde una tasa esperada de 3,4% para este año 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 los mercados financieros externos siguen mostrando volatilidad, muy influenciados por el próximo referéndum en el Reino Unido y la discusión en torno a la decisión de política monetaria de la Reserva Federal. En lo interno, la variación del IPC de mayo fue algo menor que lo previsto y la

inflación anual se mantuvo en 4,2%. Las expectativas de inflación a dos años plazo permanecen en 3%.

Anexo 5

Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.

Junio del 2016

Cuadro A5.1

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG
Actualizada el 21 de junio

	Economista	Empresa	Estimación	Fecha
1	Rafael De La Fuente	UBS Securities	7.50%	17-jun-16
2	Nader Nazmi	BNP Paribas	7.50%	17-jun-16
3	Sergio Olarte	BTG Pactual	7.50%	17-jun-16
4	David Cubides	Banco Popular SA	7.50%	20-jun-16
5	Diego Colman	4cast Inc	7.50%	17-jun-16
6	Miguel Aguirre	Accion Fiduciaria	7.50%	16-jun-16
7	Wilson Tovar	Acciones Y Valores	7.50%	20-jun-16
8	Otman Gordillo	Adcap Colombia	7.50%	21-jun-16
9	Juana Tellez	BBVA	7.50%	14-jun-16
10	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	7.50%	10-jun-16
11		Banco CorpBanca Colombia SA	7.50%	9-jun-16
12	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	7.50%	16-jun-16
13	Rafael Neira Gonzalez	Banco Gnb Sudameris	7.50%	16-jun-16
14	Luciano Rostagno	Banco Mizuho	7.50%	20-jun-16
15		Banco de Bogota	7.50%	17-jun-16
16	Alejandro Arreaza	Barclays	7.50%	20-jun-16
17	Francisco Rodriguez	BofA Merrill Lynch	7.50%	17-jun-16
18	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	7.50%	9-jun-16
19	Andres Pardo	Corp Financiera Colombiana	7.50%	9-jun-16
20	Orlando Santiago Jacome	Fenix Valor	7.50%	16-jun-16
21	Felipe Esteban Espitia Mun	Fiduciaria Central SA	7.50%	20-jun-16
22	Daniel Escobar	Global Securities	7.50%	9-jun-16
23		Itau Asset Management	7.50%	21-jun-16
24	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	7.50%	20-jun-16
25	Ben Ramsey	JP Morgan	7.50%	14-jun-16
26	Andres Abadia	Pantheon Macroeconomics	7.50%	17-jun-16
27	Eduardo Bolanos	Positiva Compania de Seguros	7.50%	16-jun-16
28	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	7.50%	16-jun-16
29	Dev Ashish	Societe Generale	7.50%	16-jun-16
30	Italo Lombardi	Standard Chartered Bank	7.50%	17-jun-16
31	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	7.50%	14-jun-16

Tasa	Obs.	Prob.
7.25%	0	0%
7.50%	31	100%
7.75%	0	0%
Tasa Esperada Ponderada		7.50%

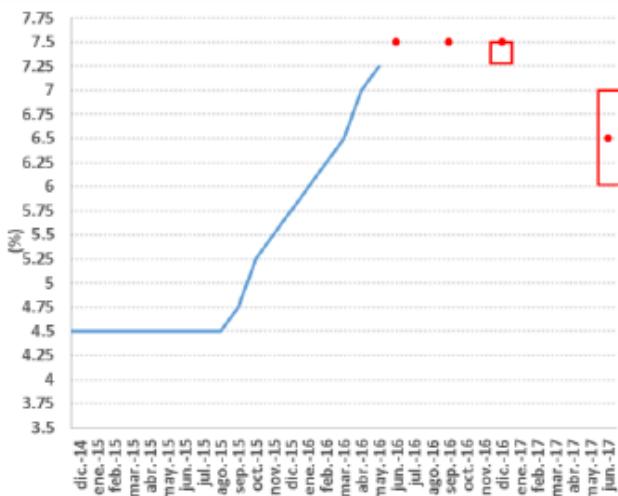
Cuadro A5.2
Resultados Encuestas de Expectativas de Anif y Citibank
Junio 2016

Participantes	TPM en la reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
4cast	7.50%	7.50%
AdCap	7.50%	7.50%
Alianza Valores	7.50%	7.50%
Anif	7.50%	7.50%
Asobancaria	7.25%	7.25%
Axa Colpatria	7.50%	7.50%
Banco Agrario	7.50%	7.50%
Banco Davivienda	7.50%	7.50%
Banco de Bogotá	7.50%	7.50%
Banco de Occidente	7.50%	7.50%
Banco Popular	7.50%	7.50%
BBVA	7.50%	7.50%
BTG Pactual	7.50%	7.50%
Casa de Bolsa	7.50%	7.50%
Citibank	7.50%	7.50%
Colfondos	7.50%	7.50%
Corficolombiana	7.50%	7.50%
CorpBanca	7.50%	7.50%
Credicorp Capital	7.50%	7.50%
EConcept	7.25%	7.25%
Fidubogotá	7.50%	7.25%
Fiduprevísora	7.25%	7.25%
JP Morgan	7.50%	7.50%
Moody's Economy	7.25%	7.25%
Profesionales de Bolsa	7.50%	7.50%
Fedesarrollo	7.50%	7.50%
Grupo Bolívar	7.50%	7.50%
Old Mutual	7.50%	7.50%
Protección	7.50%	7.50%
Bancolombia	7.50%	7.50%
Banco Pichincha	7.50%	7.50%
BNP Paribas	7.50%	7.50%
Cede	7.50%	7.50%
Nomura	7.50%	7.75%
Camacol	7.25%	7.25%
Promedio	7.46%	7.46%
Mediana	7.50%	7.50%
STDV	0.09%	0.11%
Máximo	7.50%	7.75%
Mínimo	7.25%	7.25%

Cuánto debería ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
7.75%	3%	1
7.50%	80%	28
7.25%	17%	6
7.00%	0%	0
Total	100%	35

Cuánto va a ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
7.75%	0%	0
7.50%	86%	30
7.25%	14%	5
7.00%	0%	0
Total	100%	35

Cuadro A5.3
Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y BVC
Junio 2016

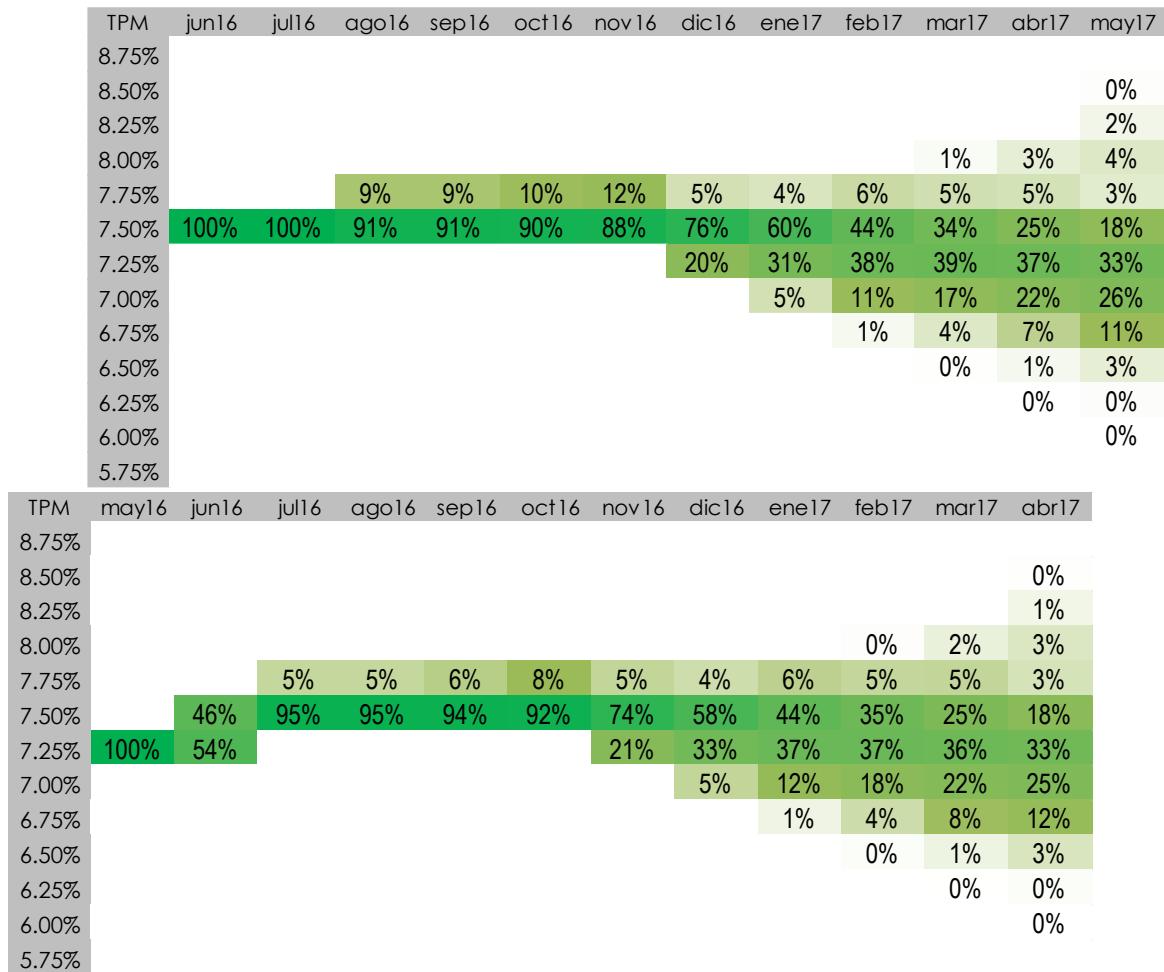


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

Rango Mediana

Anexo 6

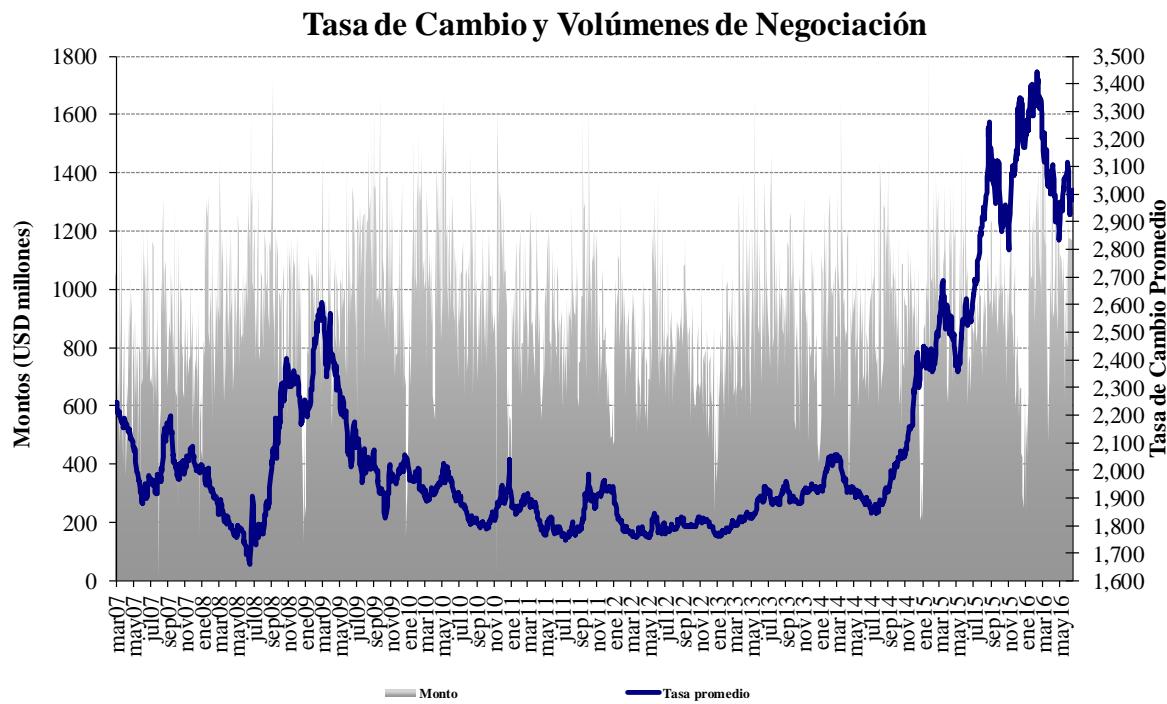
Probabilidades de Escenarios de Tasa de Referencia para las próximas tres reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)



Anexo 7

Evolución de la tasa de cambio peso/dólar

Gráfico A8



Anexo 8

