



# VERSIÓN PÚBLICA

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

**Determinantes de las dinámicas  
de los mercados de capitales**



# VERSIÓN PÚBLICA

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

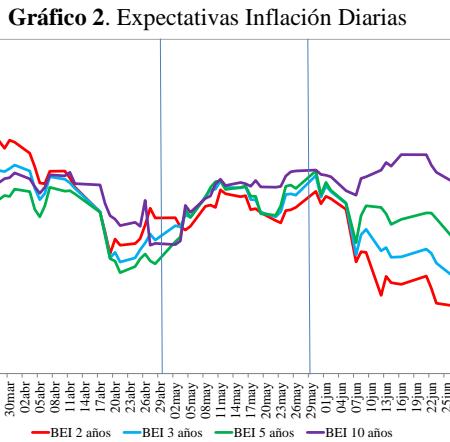
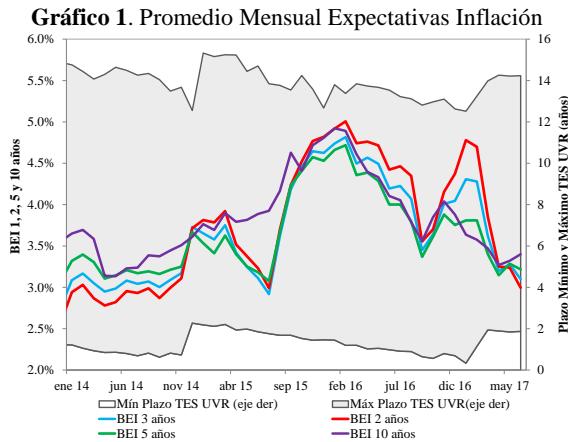
## **Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales**

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

## DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

### 1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Al comparar el comportamiento de mayo con lo corrido de junio<sup>1</sup> (hasta el 28) se observa que la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR en promedio se redujo 24 p.b., 18 p.b. y 7 p.b. para la estimación a 2, 3 y 5 años respectivamente, mientras que aumentó 8 p.b. para 10 años. De esta forma, el BEI promedio en lo corrido de junio se ubica en 2,99%, 3,10%, 3,21% y 3,40% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 1).



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

El Gráfico 3 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez<sup>2</sup> relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR<sup>3</sup>. De esta manera se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,79% (mayo: 3,10%) y para los próximos 5 años sea 3,05% (mayo: 3,22%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años se redujo 23 p.b. y se situó en -0,35% en junio, al tiempo que la de 5 años se mantuvo en niveles similares a los del mes anterior (-0,14%).

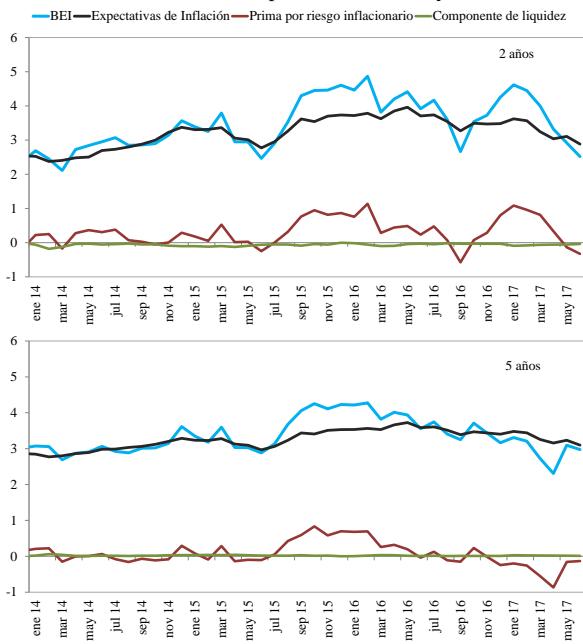
El Gráfico 4, muestra la estimación de la inflación anual para los años 2018, 2019 y 2020 utilizando la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), los cuales corresponden a 3,25%, 3,34% y 3,39%, respectivamente. Así, el FBEI calculado en junio fue ligeramente mayor para 2020, y menor al estimado en mayo entre 2018 y 2019. Adicionalmente, en el mismo gráfico se presenta el dato de inflación implícito estimado para 2017, calculado utilizando la inflación año corrido observada y el BEI para lo restante de 2017. Dado que la inflación acumulada a mayo se ubicó en 3,23% y el BEI para lo restante del año es 3,04%, la estimación de la inflación para 2017 es de 5,05%, inferior al 5,25% estimado en mayo.

<sup>1</sup> Desde la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -47 p.b., -34 p.b., -16 p.b. y 2 p.b. respectivamente. El 28 de junio se ubicaron en 2,78%, 2,96%, 3,17% y 3,43%, respectivamente.

<sup>2</sup> El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

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

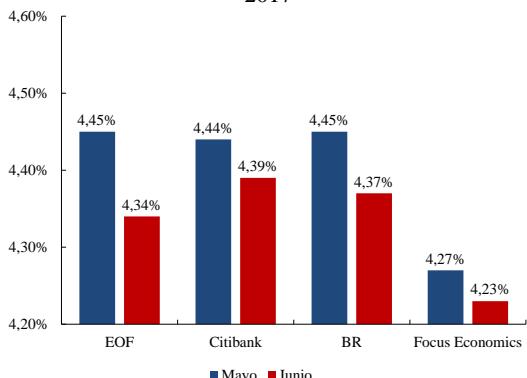
**Gráfico 3. Descomposición BEI a 2 y 5 años**



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

En cuanto a las encuestas de expectativas de inflación de mayo, todas reflejan una menor inflación esperada para el cierre de 2017 y dos de las cuatro reflejan una menor inflación esperada para el cierre de 2018. Cabe agregar que de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR), la inflación esperada a dos años (junio de 2019) se ubica en 3,34%, mientras que el mes anterior la inflación esperada para mayo de 2019 era 3,39%.

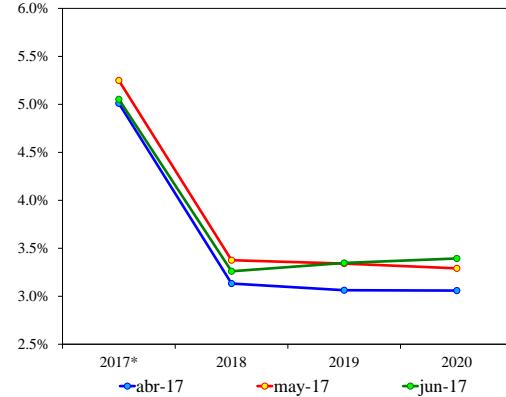
**Gráfico 5. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2017**



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 27 de junio con encuestas recolectadas entre el 12 y el 21 de este mismo mes, los del Citibank el 28 de junio. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 9 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 13 de junio, con encuestas entre el 6 y el 12 de este mismo mes.

En resumen, frente al mes anterior el promedio de las encuestas de expectativas de inflación se redujo para el 2017 a 4,33% desde 4,40% y para el 2018 a 3,49% desde 3,53%. Por su parte, el BEI tuvo un comportamiento mixto con reducciones en los tramos corto y medio e incrementos en el tramo largo. En junio, tanto encuestas como curvas de rendimiento anticipan una inflación en 2018 inferior a la de 2017.

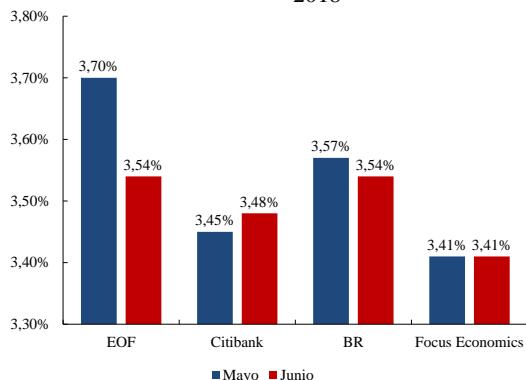
**Gráfico 4. Inflación esperada (FBEI)**



\* Promedio datos mensuales. El dato de inflación implícito estimado para 2017 se construye aplicando el BEI calculado para lo restante de 2017 y la inflación año corrido observada hasta la respectiva estimación.

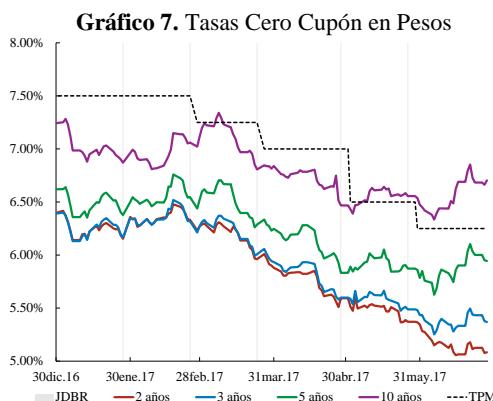
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR

**Gráfico 6. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018**



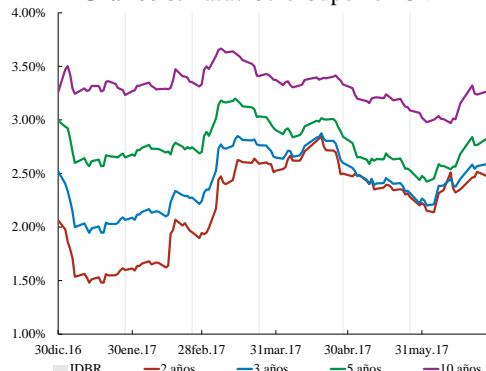
## Análisis del Breakeven Inflation<sup>4</sup>

El BEI promedio para lo corrido de junio se redujo para los tramos corto y medio, y aumentó para el largo plazo respecto a lo observado en mayo (Gráficos 7 al 10). Este comportamiento estuvo explicado por valorizaciones de la parte corta de TES pesos frente a desvalorizaciones de la curva UVR en el mismo tramo. Respecto al tramo medio se presentaron desvalorizaciones tanto en pesos como en UVR siendo mayores las de los TES UVR. En cuanto al tramo largo, se observó una desvalorización de la curva en pesos mientras que los TES UVR, en el promedio de junio frente a mayo, se valorizaron.



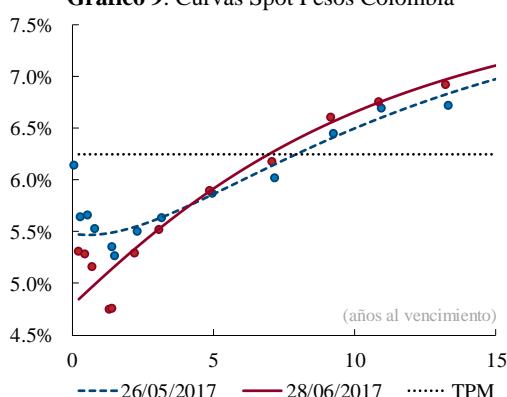
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

## Gráfico 8. Tasas Cero Cupón en UVR



El tramo corto de los TES pesos se valorizó en línea con expectativas de mayores recortes de la tasa de política monetaria (TPM) luego del dato de inflación de mayo que fue inferior al esperado por el mercado y la demanda de entidades públicas. Las desvalorizaciones de los tramos medio y largo de los TES en pesos se relacionaron con ventas netas de extranjeros por \$1,5 billones desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR, Anexo 3). Adicionalmente, dentro de los factores externos que explican las desvalorizaciones se encuentra la caída del precio del petróleo, y en menor medida, las decisiones de política monetaria de la Fed. En cuanto a los factores internos, algunos analistas del mercado mencionaron el incremento en la oferta de títulos y la moderación de las expectativas de crecimiento económico anunciadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP).

## Gráfico 9. Curvas Spot Pesos Colombia



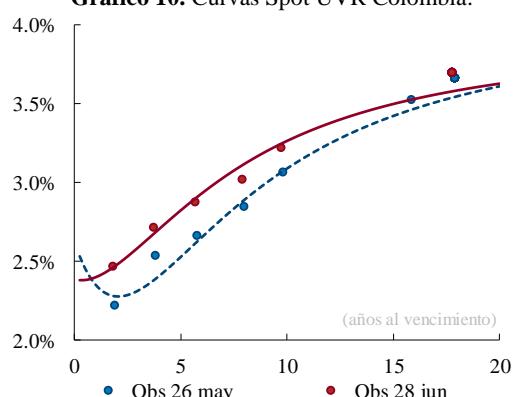
## Cambios Promedio en la Curva por Plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-25	-11	5	16

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.

## Gráfico 10. Curvas Spot UVR Colombia.



## Cambios Promedio en la Curva por Plazo

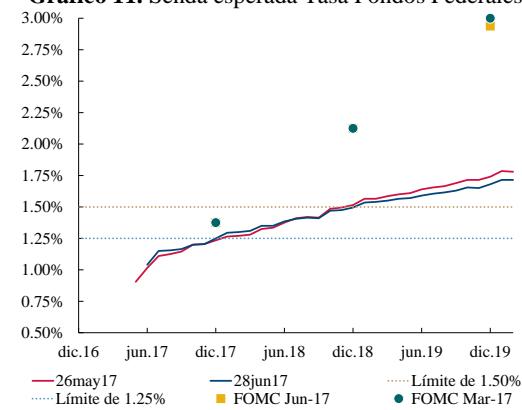
2 años	3 años	5 años	10 años
20	27	29	18

Cifras en puntos básicos

<sup>4</sup> El Anexo 2 resume los elementos relevantes en el mercado local durante el periodo posterior a la última reunión de la JDBR.

Al comparar la tasa de los TES UVR entre el 26 de mayo y el 28 se desvalorizaron en respuesta al dato de inflación, la expectativa de mayor oferta de títulos ante el anuncio del MFMP y de acuerdo con algunos agentes del mercado por la reducción en el apetito por estos.

**Gráfico 11.** Senda esperada Tasa Fondos Federales



Fuente: Bloomberg.

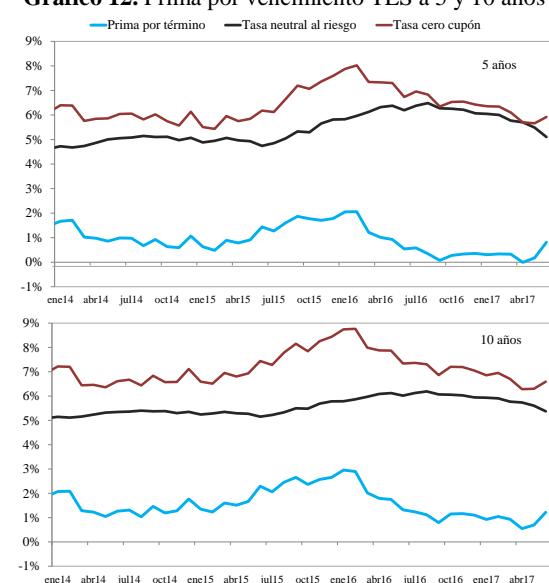
final de año continuó en un 50%, mientras que 1,25%-1,5% ascendió de 35% a 42% (Cuadro 1).

**Cuadro 1.** Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed en diciembre 2017

	0,75% - 1,00%	1,00%-1,25%	1,25%-1,50%	1,50%-1,75%
29Jun17	0%	50%	42%	8%
26May17	8%	50%	35%	7%

Fuente: Bloomberg.

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



Fuente y Cálculos: BR

Durante este mes, el incremento de la tasa de la Fed, así como las expectativas sobre esta, tuvieron un efecto limitado sobre el mercado de deuda pública local. Frente a la última reunión de la JDBR y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre los fondos federales, se espera una senda de incrementos menos acelerada del rango por parte de la Fed, lo cual estuvo en línea con las estimaciones del comité. La tasa esperada para diciembre de 2017 pasó de 1,235% a 1,250% (Gráfico 11). Adicionalmente, la probabilidad de que la tasa de fondos federales de la Fed se encuentre en el nivel actual (entre 1,0%-1,25%) a la probabilidad de que se ubique en un rango entre 1,25%-1,5%.

**Cuadro 1.** Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed en diciembre 2017

	0,75% - 1,00%	1,00%-1,25%	1,25%-1,50%	1,50%-1,75%
29Jun17	0%	50%	42%	8%
26May17	8%	50%	35%	7%

Durante junio, la prima a término de los TES en pesos se incrementó 54 p.b. a 5 años y 43 p.b. a 10 años (Gráfico 12). Por su parte, la tasa neutral al riesgo disminuyó 37 p.b. para 5 años y 22 p.b. para 10 años.

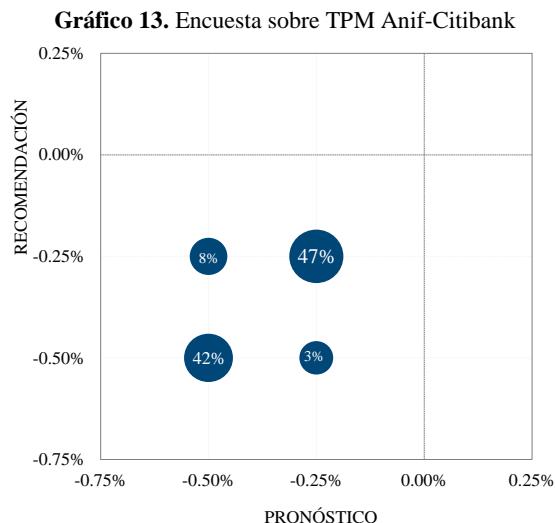
En síntesis, durante lo corrido de junio el BEI a corto y mediano plazo se redujo ante expectativas de inflación decreciente y de recortes adicionales de la TPM. En el largo plazo el BEI se incrementó asociado con las ventas de TES por parte de extranjeros así como por la expectativa de una mayor oferta de títulos por parte del Gobierno.

## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

### a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria

El promedio de las encuestas indica que el mercado espera que la JDBR recorte la tasa de interés de referencia en su reunión de junio en 36 p.b.

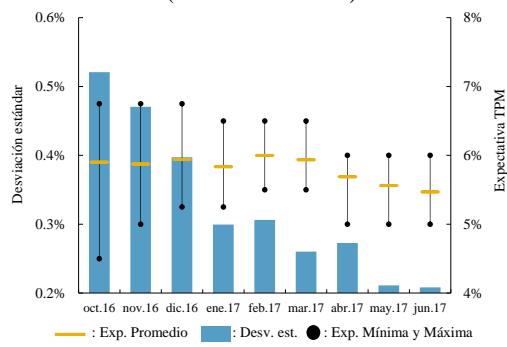


Fuente: Encuestas de Citibank.

8% espera un recorte de 50 p.b. pero recomienda un recorte de 25 p.b., y el 3% restante espera un recorte de 25 p.b. pero recomienda uno de 50 p.b. (Gráfico 13).

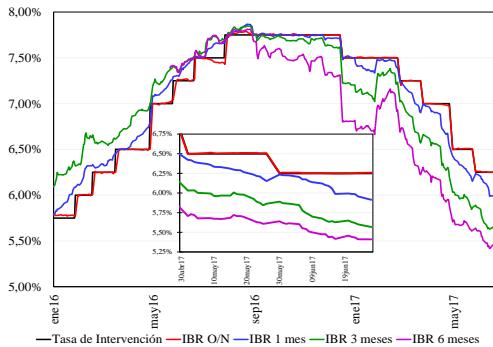
En el Gráfico 14 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2017 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*. Entre mayo y junio la tasa esperada promedio pasó de 5,56% a 5,47% (Anexo 1). En el Gráfico 15 se muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El 28 de junio las tasas del IBR a 1, 3 y 6 meses fueron 5,90%, 5,55% y 5,39%, respectivamente, presentando caídas de 33 p.b., 34 p.b. y 25 p.b. desde el día posterior a la última reunión de la JDBR. Cabe resaltar que las brechas entre la TPM y las tasas a 1, 3 y 6 meses se han incrementado durante junio, llegando a ubicarse el 28 de junio en 35 p.b., 70 p.b. y 85 p.b. respectivamente.

**Gráfico 14.** Expectativas TPM para Finales de 2017  
(Encuesta *Citibank*)



Fuente: Encuesta Citibank.

**Gráfico 15.** Tasa de Intervención y Tasas IBR



Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

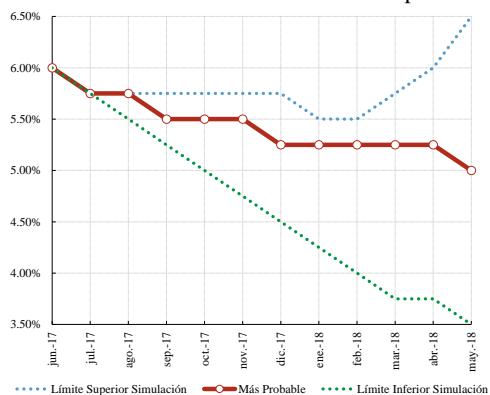
<sup>5</sup> Realizada entre el 12 y el 21 de junio.

<sup>6</sup> Actualizada el 27 de junio. Datos recolectados entre el 16 y el 23 de junio.

<sup>7</sup> Encuestas publicadas el 26 y el 27 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 particular, en esta ocasión BBVA recomendó un recorte de 50 p.b. en la encuesta de Anif y en la encuesta de *Citibank* indicó uno de 25 p.b. p.b; y Ultraserfinco recomendó un recorte de 25 p.b. en la encuesta de Anif y en la encuesta de *Citibank* indicó uno de 50 p.b. p.b.

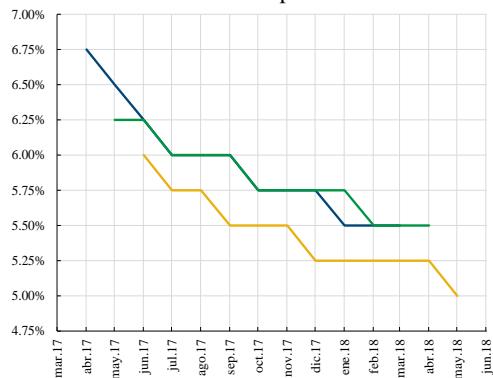
De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia sea recortada 25 p.b. a 6% y que se ubique alrededor de 5,25% a finales de 2017 (Gráficos 16, 17 y Anexo 6). Adicionalmente, frente a la estimación previa a la reunión de la junta anterior, se espera que la TPM para mayo de 2018 se reduzca en 25 p.b. adicionales y llegué a 5%.

**Gráfico 16.** Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

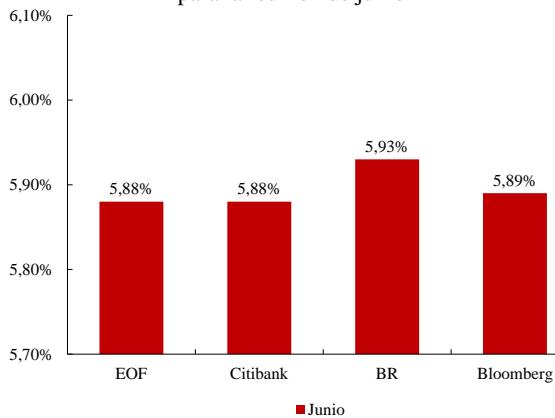
**Gráfico 17.** Evolución Expectativas TPM - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

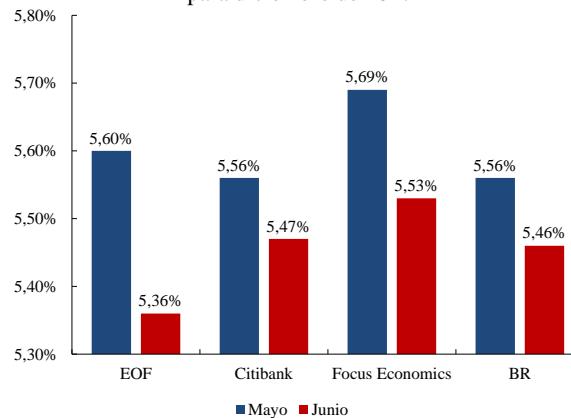
En los Gráficos 18 y 19 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a junio y diciembre de 2017. En estas se observa que: i) en junio, todas las encuestas reflejan expectativas de recortes superiores a 25 p.b; ii) para el cierre de 2017, todas las encuestas son inferiores a las expectativas de mayo; y iii) el promedio de la tasa esperada de política monetaria para la reunión de diciembre de 2017 es inferior en 14 p.b. al proyectado en mayo.

**Gráfico 18.** Expectativas de la tasa de política monetaria para la reunión de junio



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 27 de junio con encuestas recolectadas entre el 12 y el 21 de este mismo mes, los del Citibank el 28 de junio. La encuesta del BR se realizó entre el 6 y el 9 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 13 de junio, con encuestas entre el 6 y el 12 de este mismo mes. Los datos de Bloomberg se actualizaron el 27 de junio.

**Gráfico 19.** Expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2017

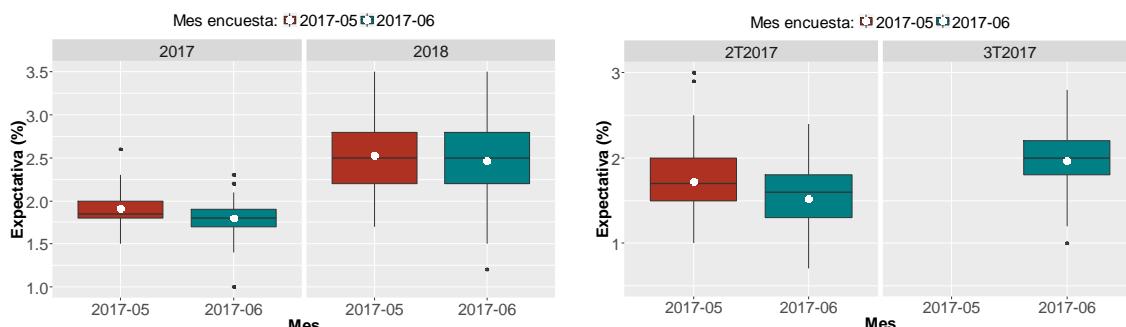


■ Mayo ■ Junio

### b) Expectativas de Crecimiento Económico

En el Gráfico 20 se observa que de acuerdo con la Encuesta de Opinión Financiera, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para el 2017 a 1,79% (ant: 1,90%), para 2018 a 2,46% (ant: 2,53%) y para el 2T17 a 1,52% (ant: 1,72%). Adicionalmente, para el 3T17 se espera un crecimiento de 1,96%.

**Gráfico 20. Expectativas de Crecimiento Encuesta de Opinión Financiera Anuales**



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

### c) Información Adicional Extraída de la Encuesta de Opinión Financiera

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 40% resaltó el crecimiento económico (ant: 50%), un 20% señaló la política monetaria (ant: 24,1%), un 18% la política fiscal (ant: 6,9%), un 12% los factores externos (ant: 12,1%), un 6% las condiciones sociopolíticas (ant: 5,2%) y el 2% restante otra razón (ant: 1,7%).

Adicionalmente, los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 10 p.b. (ant: desvalorización 13 p.b.)<sup>8</sup>. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una valorización cercana al 1,36% (ant: valorizaciones 2,59%)<sup>9</sup>.

### d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

Las expectativas de crecimiento económico para 2017 aumentaron en México, Ecuador y Alemania, descendieron en Colombia, Chile, Perú, Brasil, Argentina, Sudáfrica, China y Noruega y se mantuvieron iguales en los demás países. Los datos de inflación de mayo fueron superiores a la expectativa del mercado en Chile, iguales en México, Sudáfrica, China y Noruega, e inferiores en los demás países. La inflación continúa por encima del límite superior del rango meta en Colombia (2%-4%), Perú (1%-3%) y México (2%-4%). Las expectativas de inflación para diciembre de 2017 aumentaron en México y Argentina, se mantuvieron iguales en Ecuador, Sudáfrica y Noruega (Cuadro 2).

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> 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.

**Cuadro 2. Expectativas Macroeconómicas**

	Inflación				Tasa de Política Monetaria				Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos May. 2017**		Esperada a Diciembre 2017		Vigente	Esperada a Diciembre 2017		Últimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2017		
	Esp*	Obs	May. 2017	Jun. 2017		May. 2017	Jun. 2017	Esp*	Obs	May. 2017	Jun. 2017	
Colombia	4,46%	4,37%	4,44%	4,39%	6,25%	5,56%	5,47%	1,1%	1,1%	1,93%	1,87%	
Chile	2,5%	2,6%	2,9%	2,8%	2,50%	2,50%	2,50%	0,20%	0,10%	1,6%	1,5%	
México	6,16%	6,16%	5,67%	5,90%	7,00%	7,09%	7,20%	2,7%	2,8%	1,66%	1,97%	
Perú	3,48%	3,04%	2,91%	2,84%	4,00%	3,92%	3,67%	1,0%	0,2%	3,1%	3,0%	
Brasil	3,76%	3,60%	3,92%	3,48%	10,25%	8,50%	8,50%	-0,4%	0,50%	0,39%	0,39%	
Ecuador	n.d.	1,10%	1,40%	1,40%	5,96%	5,50%	5,50%	n.d.	1,5%	0,2%	0,4%	
Argentina	n.d.	25,44%	22,1%	22,2%	26,25%	17,92%	17,49%	0,1%	0,3%	2,7%	2,6%	
EE.UU.	2,00%	1,90%	2,4%	2,1%	1%-1,25%	1,50%	1,50%	0,9%	1,2%	2,2%	2,2%	
India	2,40%	2,18%	4,9%	4,8%	6,25%	6,19%	6,21%	7,1%	6,1%	7,3%	7,3%	
Sudáfrica	5,4%	5,4%	5,2%	5,2%	7,00%	6,95%	6,84%	1,0%	1,0%	1,3%	1,2%	
China	1,5%	1,5%	2,2%	2,1%	4,35%	4,37%	4,38%	6,8%	6,9%	6,5%	6,5%	
Alemania	1,6%	1,5%	1,7%	1,7%	-	-	-	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	
Noruega	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,50%	0,55%	0,50%	0,2%	0,2%	2,0%	1,6%	

Colombia: La inflación esperada, las exp. de crecimiento y de TPM se tomaron de la encuesta de Citibank publicada el 27 de junio.

Chile: Encuesta enviada el 5 de junio con plazo máximo de recepción el 9 de junio.

México: Encuesta publicada por el BCM el 1 de junio con respuestas recibidas entre el 17 y el 30 de mayo. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics de junio.

Perú: Las expectativas de Inflación, TPM y PIB son tomadas de la encuesta del Focus Economics de junio.

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 23 de junio.

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

Argentina: La inf. observada corresponde a la ciudad de B.A. y se extrae de Bloomberg . Las exp. de crecimiento, TPM -Tasa de dep. entre 30 y 59 días- e inflación provienen de Focus Economics de junio.

EE.UU: Expectativas extraídas de Bloomberg.

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

Sudáfrica: Expectativas extraídas de Bloomberg.

China: Las expectativas de crecimiento, TPM e inflación son obtenidas de la encuesta del FocusEconomics (junio).

Alemania: Datos obtenidos de Bloomberg

Noruega: Expectativas obtenidas de Bloomberg .

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

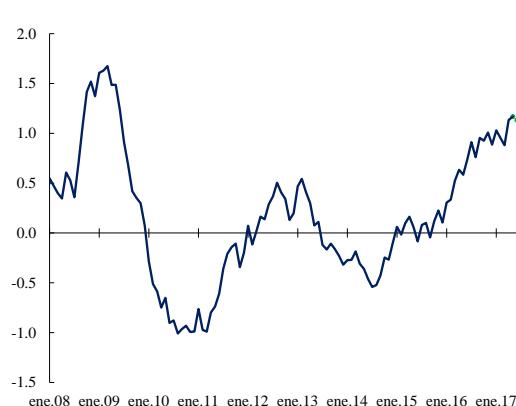
\*\*Todos los datos corresponden al mes de abril. Excepto Sudáfrica que corresponde al mes de marzo.

\*\*\*Todos los datos corresponden al 4T17, excepto Ecuador cuyo dato corresponden al 4T16. Para Perú la información corresponde al mes de abril. Todos los datos son YoY, excepto Noruega cuyos datos son QoQ.

### 3. SENTIMIENTO Y PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

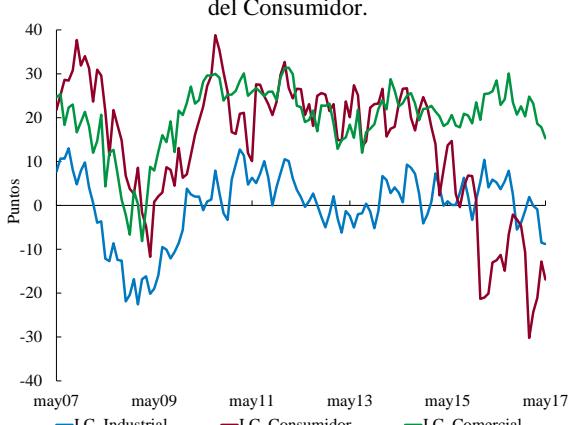
Con datos preliminares de junio (EOF<sup>10</sup>, volatilidades<sup>11</sup> y márgenes crediticios<sup>12</sup>), el índice de percepción de riesgo IDODM disminuyó frente al de mayo (Gráfico 21 y Anexo 7), ante expectativas de menor inflación y menor volatilidad en el mercado accionario, que compensaron el menor crecimiento esperado y el incremento de los márgenes entre las tasas activas frente a las de los TES para las carteras de tesorería y consumo.

**Gráfico 21. Índice de Percepción de Riesgo (IDODM).**



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

**Gráfico 22. Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.**



Fuente: Fedesarrollo.

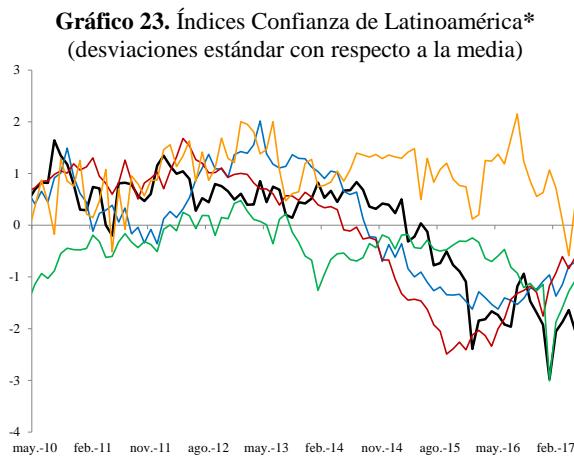
<sup>10</sup> Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo publicada el 27 de junio.

<sup>11</sup> Datos al 20 de junio.

<sup>12</sup> Datos al 16 de junio.

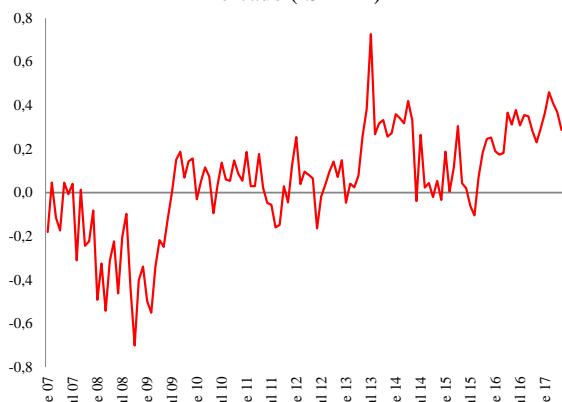
Los índices de confianza del consumidor, industrial y comercial en mayo disminuyeron a -16,9%, -8,8% y 15,3%, respectivamente (ant: -15,7%, -8,5% y 17,8%, respectivamente). La dinámica de la confianza del consumidor estuvo explicada por las caídas en los índices de condiciones económicas (obs: -23,7%; ant: -15,7%) y en el índice de expectativas (obs: -12,4%; ant: -10,9%). En el caso de la confianza industrial, la reducción estuvo explicada por una disminución en las expectativas de producción para el próximo trimestre (obs: 21,4%; ant: 24%). Por último, la confianza comercial disminuyó ante un empeoramiento en la situación económica actual de las empresas (obs: 25,7%; ant: 32,7%), los niveles de existencias (obs: 10,6%; ant: 18,8%) y las expectativas sobre la situación económica para el próximo trimestre (obs: 30,7%; ant: 39,6%) (Gráfico 22). Durante el mes se conoció que para abril, la producción industrial (obs: -6,8%; ant: 4,8%; exp: -5,1%) y las ventas al por menor (obs: -2%; ant: 1,9%; exp: -2%) cayeron con respecto a sus observaciones de marzo, mientras el índice de actividad económica aumentó (obs: 1,4%; ant: -0,7%; exp: -0,2%).

El Gráfico 23 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 desmejoró el indicador de Colombia y mejoraron los demás. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas, salvo el de Perú.



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

**Gráfico 24. Indicador de Sentimiento de Analistas del Mercado (ISAM<sup>13</sup>)**



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

El Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) aumentó de 0,28 en mayo a 0,30 en junio (Gráfico 24). Este incremento se dio en un contexto donde los principales tópicos con sentimiento positivo estuvieron relacionados con el dato de inflación. Por su parte, los principales tópicos con sentimiento negativo fueron la producción industrial, las ventas al por menor, la confianza al consumidor e industrial, las nóminas no agrícolas en EE.UU<sup>14</sup>, el comportamiento en el precio del petróleo<sup>15</sup> y el resultado de las elecciones parlamentarias en el Reino Unido.

Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Skew*<sup>16</sup>, *Vix* y *Vstoxx* aumentaron. La mayor incertidumbre en los mercados de renta variable

<sup>13</sup> El ISAM es un indicador fundamentado en el análisis del lenguaje contenido en los documentos escritos por los equipos de investigaciones económicas de diferentes entidades del sector financiero. Un incremento en el índice señala una percepción más positiva.

<sup>14</sup> Para el mes de mayo, el incremento en las nóminas no agrícolas de EE.UU. de 138,000, resultó inferior a las expectativas del mercado de 182,000.

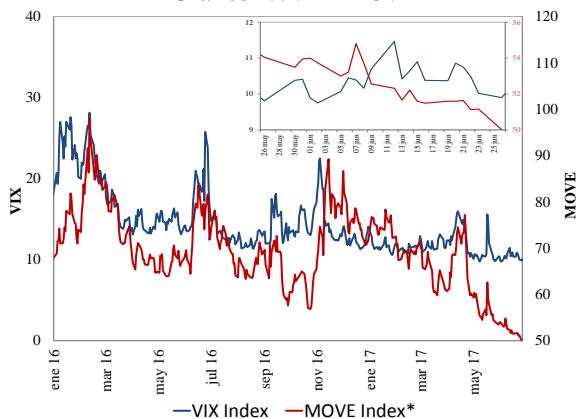
<sup>15</sup> Entre el 26 de mayo y el 27 de junio los precios del petróleo en sus referencias WTI y BRENT cayeron 11,9% y 10,9%, respectivamente.

<sup>16</sup> Ante los históricamente bajos niveles observados en el *Vix* y el *Vstoxx*, algunos agentes del mercado han hecho uso de indicadores como el *Índice de Incertidumbre en política económica* de Baker, Bloom y Davis (2016) y el *Skew*. Este último es una medida de riesgo dada por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* –una asimetría más negativa–, se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad percibida de eventos negativos en el mercado accionario.

estuvo explicada por: i) los resultados de las elecciones parlamentarias extraordinarias en el Reino Unido, en donde, contrario a las expectativas previas de los mercados, el partido conservador de Theresa May perdió la mayoría; ii) la anticipación frente a las declaraciones del exdirector del FBI James Comey ante el Congreso sobre el rol de Rusia en las elecciones presidenciales de 2016; y iii) la caída en los precios del petróleo.

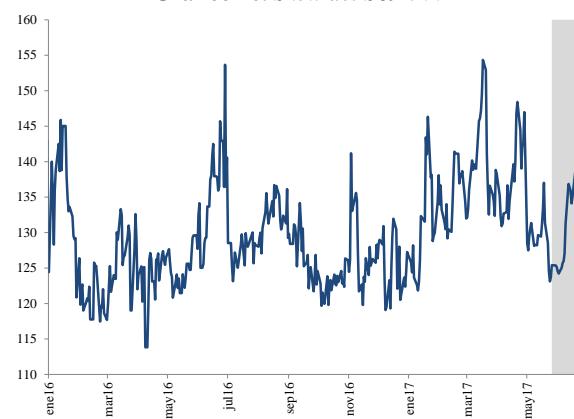
Por su parte, la incertidumbre en los mercados de renta fija disminuyó (*Move*) por la reducción en las expectativas de inflación ante la caída en los precios del petróleo y los datos de inflación descendentes e inferiores a las expectativas que se observaron en los últimos tres meses en EE.UU. Igualmente influyó la expectativa de una senda de incrementos en la tasa de los fondos federales menos acelerada. Frente a la dinámica de la percepción de riesgo en la región, se observó una reducción en los CDS a 5 años de todos los países a excepción de Colombia, y un incremento en los *EMBI* de todos los países a excepción de Argentina (Gráficos 25, 26 y Anexo 8).

**Gráfico 25. VIX - MOVE**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 26. Skew del S&P500**



Fuente: Bloomberg.

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

**Cuadro A1.1. Encuesta de Expectativas de Bloomberg sobre Tasa de Política Monetaria para la Próxima Reunión de la JDBR**

**Actualizada el 27 de junio**

1	Barclays	5,75%	6/23/2017
2	Banco Agrario de Colombia	5,75%	6/16/2017
3	Pantheon Macroeconomics	5,75%	6/23/2017
4	Adcap Colombia	5,75%	6/16/2017
5	Alianza Valores	5,75%	6/19/2017
6	XP Securities	5,75%	6/16/2017
7	Ultraserfinco	5,75%	6/16/2017
8	BNP Paribas	5,75%	6/26/2017
9	Acciones Y Valores	5,75%	6/23/2017
10	Corp Financiera Colombiana	5,75%	6/22/2017
11	Banco Bradesco SA	5,75%	6/26/2017
12	Credicorp Capital	5,75%	6/22/2017
13	BofA Merrill Lynch	6,00%	6/23/2017
14	Casa de Bolsa	6,00%	6/16/2017
15	Fiduciaria Central	6,00%	6/19/2017
16	Itau Unibanco	6,00%	6/23/2017
17	BTG Pactual	6,00%	6/23/2017
18	Bancolombia	6,00%	6/23/2017
19	Rabobank Intl	6,00%	6/26/2017
20	Positiva Compania de Seguros	6,00%	6/22/2017
21	Banco Gnb Sudameris	6,00%	6/22/2017
22	Goldman Sachs	6,00%	6/23/2017
23	UBS Securities	6,00%	6/23/2017
24	4Cast-RGE	6,00%	6/16/2017
25	Standard Chartered Bank	6,00%	6/23/2017
26	Banco Mizuho	6,00%	6/26/2017
27	Global Securities	6,00%	6/22/2017

Empresa	Estimación	Fecha
Tasa	Obs.	Prob.
5,75%	12	44%
6,00%	15	56%
<b>Tasa Esperada Ponderada</b>		<b>5,89%</b>

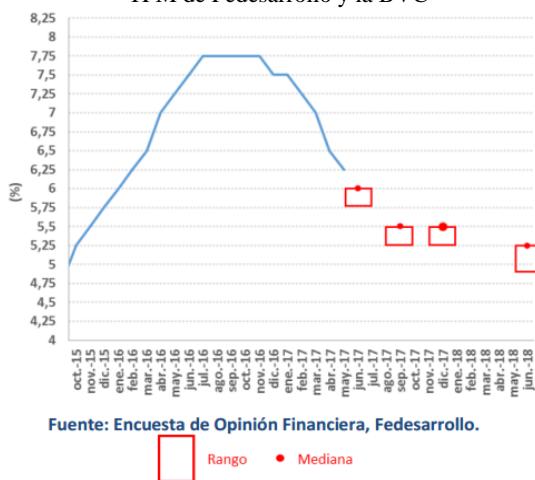
*Cuadro A1.2. Resultados Encuestas de Expectativas de Anif y Citibank de Junio del 2017*

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?	RECOMENDACIÓN		
			Ajuste	Porcentaje	Número
4cast	6.00%	5.75%	5.75%	44%	16
AdCap	5.75%	5.75%	6.00%	56%	20
Alianza Valores	5.75%	5.75%	6.25%	0%	0
Anif	6.00%	6.00%	Total	100%	36
Asobancaria	6.00%	6.00%			
Axa Colpatria	6.00%	6.00%			
Banco Agrario	5.75%	5.75%			
Banco Davivienda	5.75%	5.75%			
Banco de Bogotá	5.75%	5.75%			
Banco de Occidente	6.00%	6.00%			
Banco Pinchicha	5.75%	5.75%			
Banco Popular	5.75%	6.00%			
BBVA	6.00%	6.00%			
BTG Pactual	6.00%	6.00%			
Camacol	6.00%	6.00%			
Casa de Bolsa	6.00%	6.00%			
Cede	6.00%	6.00%			
Citibank	6.00%	6.00%			
Colfondos	5.75%	5.75%			
Corficolombiana	5.75%	5.75%			
Credicorp Capital	5.75%	5.75%			
Credit Suisse	6.00%	6.00%			
Deutsche Bank	5.75%	5.75%			
Fedesarrollo	6.00%	6.00%			
Fidubogotá	5.75%	5.75%			
Fiduprevisora	5.75%	5.75%			
Grupo Bancolombia	6.00%	6.00%			
Grupo Bolívar	6.00%	6.00%			
HSBC	5.75%	6.00%			
Itaú	6.00%	6.00%			
JP Morgan	5.75%	6.00%			
Nomura	5.75%	5.75%			
Old Mutual	6.00%	6.00%			
Positiva	6.00%	6.00%			
Protección	5.75%	5.75%			
Ultraserfinco	5.75%	5.75%			
<b>Promedio</b>	<b>5.88%</b>	<b>5.89%</b>			
Mediana	5.88%	6.00%			
STDV	0.13%	0.13%			
Máximo	6.00%	6.00%			
Mínimo	5.75%	5.75%			

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

Participantes	Junio	2017	2018
4cast	4.08%	4.40%	3.50%
AdCap	4.06%	4.45%	3.20%
Alianza Valores	4.00%	4.30%	3.60%
Anif	4.22%	4.59%	3.30%
Asobancaria	4.10%	4.40%	3.60%
Axa Colpatria	4.02%	4.36%	3.50%
Banco Davivienda	4.14%	4.68%	
Banco de Bogotá	4.02%	4.35%	3.44%
Banco de Occidente	4.12%	4.45%	4.24%
BBVA	4.08%	4.29%	3.23%
BTG Pactual	4.11%	4.33%	3.30%
Casa de Bolsa	4.13%	5.10%	4.50%
Citibank	4.10%	4.00%	3.10%
Colfondos	4.14%	4.58%	3.21%
Corficolombiana	4.08%	3.90%	3.50%
Credicorp Capital	4.05%	4.30%	2.90%
Fidubogotá	4.04%	4.27%	3.51%
Fiduprevisora	4.03%	4.29%	3.95%
Grupo Bancolombia	4.04%	4.20%	3.50%
Itaú	4.07%	4.20%	3.80%
JP Morgan	4.03%	4.04%	3.86%
Nomura	4.04%	4.50%	3.00%
Old Mutual	4.14%	4.45%	3.32%
Positiva	4.08%	4.60%	3.00%
Ultraserfinco	4.08%	4.60%	3.57%
<b>Promedio</b>	<b>4.08%</b>	<b>4.39%</b>	<b>3.48%</b>
Mediana	4.08%	4.36%	3.50%
STDV	0.05%	0.24%	0.38%
Máximo	4.22%	5.10%	4.50%
Mínimo	4.00%	3.90%	2.90%

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



**Fuente:** Encuesta de Opinión Financiera.

**Cuadro A1.4. Encuesta de Expectativas de Focus Economics Sobre Tasa de Política Monetaria para 2017**

**Encuestas realizadas entre el 6 y el 12 de junio**

	<b>Empresa</b>	<b>Estimación</b>
1	Capital Economics	4,50%
2	UBS	5,00%
3	Credicorp Capital	5,25%
4	Deutsche Bank	5,25%
5	HSBC	5,25%
6	Barclays Capital	5,50%
7	BBVA Research	5,50%
8	BTG Pactual	5,50%
9	Citigroup Global Mkts	5,50%
10	Corficolombiana	5,50%
11	CorpBanca Económico	5,50%
12	Credit Suisse	5,50%
13	Fedesarrollo	5,50%
14	Goldman Sachs	5,50%
15	Itaú BBA	5,50%
16	Positiva Compañía de Seguros	5,50%
17	Ultraserfinco	5,50%
18	Banco Bradesco	5,75%
19	Banco Davivienda	5,75%
20	Banco de Bogotá	5,75%
21	Bancolombia	5,75%
22	Nomura	5,75%
23	ANIF	6,00%
24	BMI Research	6,00%
25	Ecoanalítica	6,00%
26	Santander	6,00%

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
4,50%	1	3,85%
5,00%	1	3,85%
5,25%	3	11,54%
5,50%	12	46,15%
5,75%	5	19,23%
6,00%	4	15,38%
<b>Media</b>		<b>5,54%</b>
<b>Mediana</b>		<b>5,50%</b>

**Cuadro A1.5. Encuesta de Expectativas del Focus Economics Sobre la Inflación para 2017**  
**Encuestas realizadas entre el 6 y el 12 de junio**

	Empresa	Estimación
1	Barclays Capital	2,93%
2	Kiel Institute	3,50%
3	BMI Research	3,80%
4	Banco Bradesco	3,90%
5	Corficolombiana	3,90%
6	Citigroup Global Mkts	4,00%
7	JPMorgan	4,00%
8	UBS	4,10%
9	CorpBanca Económico	4,10%
10	Itaú BBA	4,10%
11	Bancolombia	4,20%
12	Credit Suisse	4,24%
13	BBVA Research	4,27%
14	BTG Pactual	4,30%
15	Credicorp Capital	4,30%
16	Deutsche Bank	4,30%
17	EIU	4,30%
18	Fedesarrollo	4,30%
19	Polinomics	4,30%
20	Santander	4,30%
21	Société Générale	4,30%
22	Banco de Bogotá	4,36%
23	HSBC	4,37%
24	Oxford Economics	4,40%
25	Goldman Sachs	4,40%
26	Nomura	4,50%
27	ANIF	4,60%
28	Capital Economics	4,60%
29	Positiva Compañía de Seguros	4,60%
30	Ultraserfinco	4,60%
31	Ecoanalítica	4,65%
32	Banco Davivienda	4,68%
33	Frontier Strategy Group	4,80%

Tasa	Obs.	Prob.
2,5% - 3%	1	3,03%
3,0% - 3,5%	1	3,03%
3,5% - 4%	3	9,09%
4% - 4,5%	20	60,61%
4,5% - 5%	8	24,24%
<b>Media</b>		<b>4,24%</b>
<b>Mediana</b>		<b>4,30%</b>

## Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de mayo, en promedio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 0 p.b., -1 p.b. y -2 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones promedio de 1 p.b. en todos sus tramos. Lo anterior refleja que la decisión era esperada por el consenso del mercado.

El Dane publicó el 5 de junio la variación del índice de precios al consumidor de mayo del 2017, ubicándose en 0,23% mes a mes. Dicho resultado fue inferior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,32%), al dato extraído de la encuesta del BR (0,33%) y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2016 (0,51%). La variación anual fue 4,37%<sup>17</sup> (esp: 4,66%). Como resultado, entre el 5 y el 6 de junio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -5 p.b., -5 p.b. y 1 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR que vencen en 2019, 2021, 2025, 2033 y 2035 presentaron variaciones de 3 p.b., 5 p.b., 4 p.b., 6 p.b. y 6 p.b., respectivamente. Según algunos analistas del mercado, el dato moderó las preocupaciones sobre la indexación y persistencia de los precios, e incrementó la posibilidad que el BR recorte la tasa de interés de referencia 50 p.b. en su reunión de junio. Adicionalmente, el Ministro de Hacienda anunció que el resultado abre el margen para que el BR continúe su senda de reducción de tasas y afirmó que el dato de inflación refleja la desaceleración de la economía.

El 14 de junio el Ministerio de Hacienda y Crédito Público dio a conocer el Marco Fiscal De Mediano Plazo (MFMP) de 2018 y las modificaciones para el del 2017. En particular, para el 2017 se incrementó la meta de déficit fiscal de 3,3% a 3,6% del PIB, se redujo el crecimiento esperado de 2,5% a 2,3%, y se aumentó el rubro de financiamiento en \$6,3 billones (hasta \$74,5 billones) en línea con el mayor déficit a financiar y las amortizaciones de deuda interna (ante la redención anticipada de \$4 billones de TES para el 2018). En este punto, el organismo anunció un aumento en las emisiones de TES este año de \$6,4 billones hasta \$39,7 billones (\$2 billones por subastas, \$2 billones por operaciones convenidas, \$1 billón en subastas de colocación directa de UVR de largo plazo<sup>18</sup>, y \$1,5 billones de emisiones para el pago de otras obligaciones).

Por su parte, para el 2018 se estableció una meta de déficit fiscal de 3,1% del PIB, y se espera que las necesidades de financiamiento se reduzcan a \$66 billones al tiempo que las emisiones de TES sean de \$39,3 billones, de los cuales \$3 billones serán TES UVR de largo plazo. Entre el 14 y el 15 de junio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -4 p.b., 10 p.b. y 19 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR con vencimiento en 2021 y 2023 aumentaron 9 p.b. y 8 p.b., respectivamente. Adicionalmente, en el caso de los TES en pesos las desvalorizaciones también coincidieron con ventas netas de inversionistas extranjeros por \$363 mm. Cabe destacar que la publicación del MFMP constituyó una señal desfavorable para algunos analistas del mercado debido a la preocupación sobre el tema fiscal.

El 13 de junio se venció un TES de corto plazo por \$2600 mm. En lo corrido de 2017 el valor de las emisiones de bonos de largo plazo ha sido \$22.693 mm y de TES de corto plazo por \$5.000 mm<sup>19</sup>.

En lo corrido de mayo, el monto promedio diario negociado ha sido \$6,12 billones<sup>20</sup>, inferior al observado el mes anterior (\$6,29 billones), pero mayor al registrado en junio de 2016 (\$4,2 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 24% al 22%, seguidos por los que vencen en junio de 2020 cuya participación pasó de 12% a 17% (Gráfico A2.2).

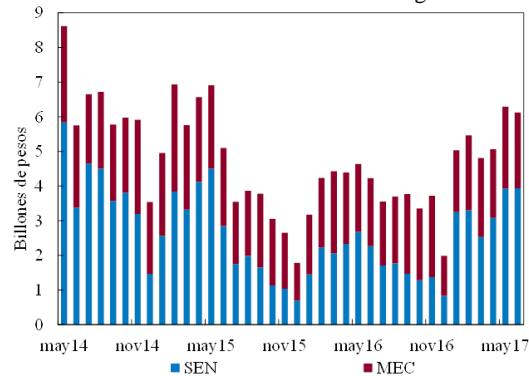
<sup>17</sup> Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2016 (8,20%).

<sup>18</sup> Subastas directas con aseguradoras y fondos de pensiones y cesantías. El Gobierno indicó que la emisión de TES UVR de largo plazo obedece a las necesidades del sector asegurador para cubrir los riesgos asociados a las rentas vitalicias.

<sup>19</sup> Con datos al 23 de junio. De los TES de largo plazo \$14865 mm corresponden a bonos en pesos y \$7828 mm a bonos denominados en UVR.

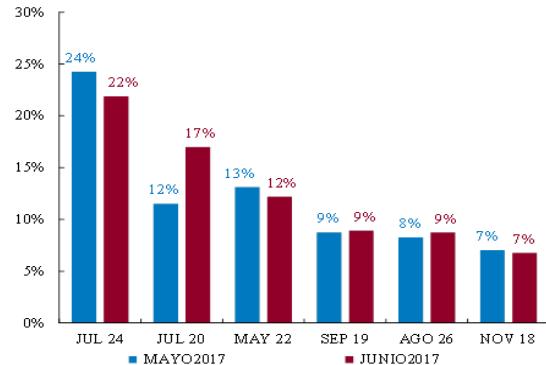
<sup>20</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

**Gráfico A2.1.** Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 24 de abril del 2017.

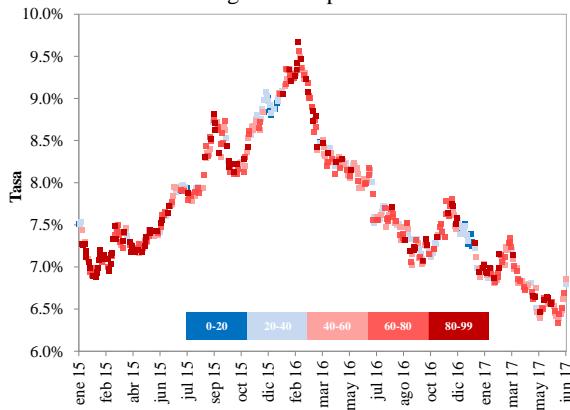
**Gráfico A2.2.** TES más transados



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

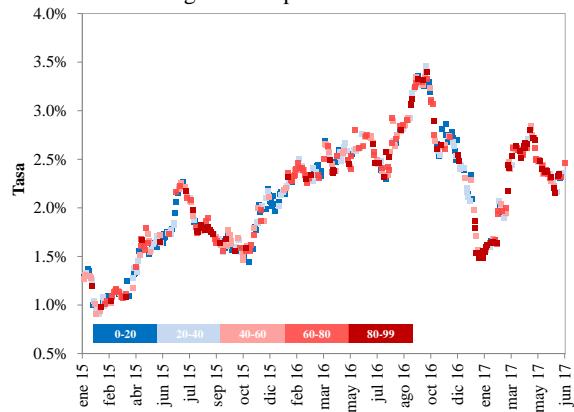
En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos con vencimiento en 2024 y el UVR con vencimiento en 2019. Desde la última reunión de la JDBR, los montos de negociación de estos títulos disminuyeron frente al mes anterior y se situaron la mayoría de días entre los percentiles 20 y 60 para el caso de los TES en pesos y entre 20 y 80 para los TES UVR.

**Gráfico A2.3.** Tasa Cero Cupón Pesos TFIT 2024 y Volumen Negociación por Percentiles



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

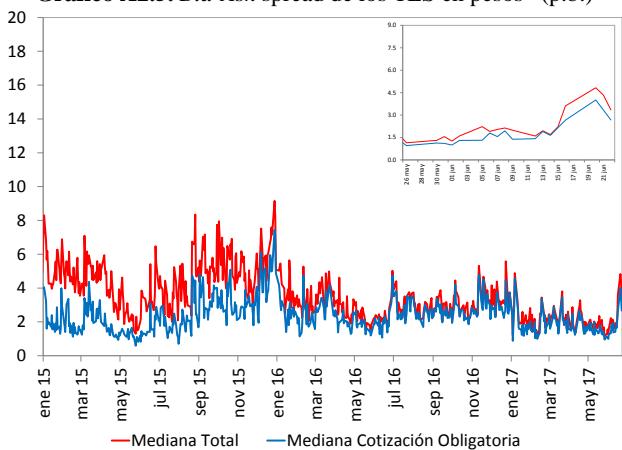
**Gráfico A2.4.** Tasa Cero Cupón TUVT 2019 y Volumen Negociación por Percentiles



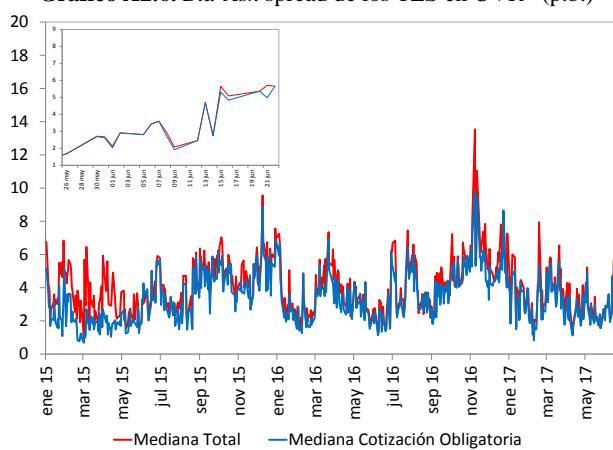
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

El *bid-ask spread* promedio de los TES en pesos aumentó mientras que para los títulos en UVR disminuyó en junio. Para los títulos de cotización obligatoria denominados en pesos, el promedio se ubicó en 3,27 p.b. (Mayo: 2,53 p.b, Gráfico A2.5), mientras que para los TES denominados en UVR se ubicó en 4,37 p.b. (Mayo: 4,77 p.b, Gráfico A2.6). La profundidad de estos mercados (Gráficos A2.7 y A2.8), respecto al promedio de mayo, se redujo en \$14 mm para los títulos en pesos y \$7 mm para los TES UVR. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos pasó de \$167 mm a \$150 mm mientras que en TES UVR bajó de \$69 mm a \$59 mm en junio.

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

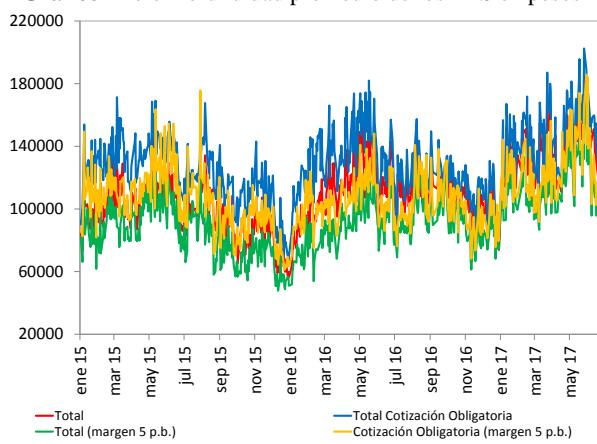


**Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR\* (p.b.)**

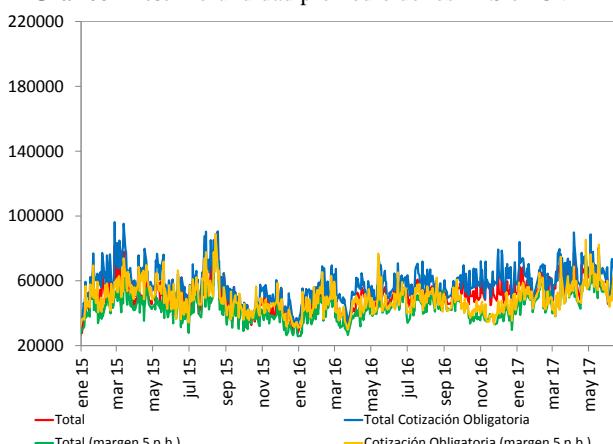


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República.\*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para los títulos. Total: todos los títulos del gobierno en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

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



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

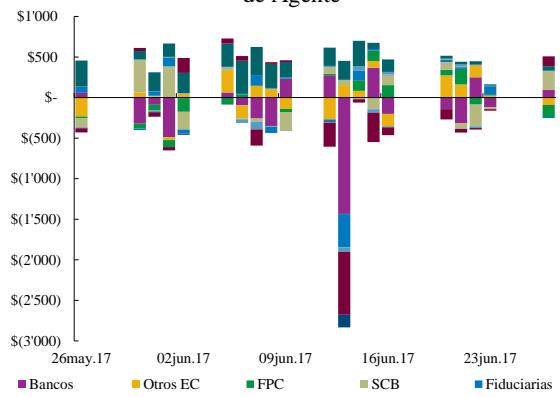


**Fuente y Cálculos:** Banco de la República.\* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el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

### Anexo 3. Inversionistas en el Mercado de Deuda Local

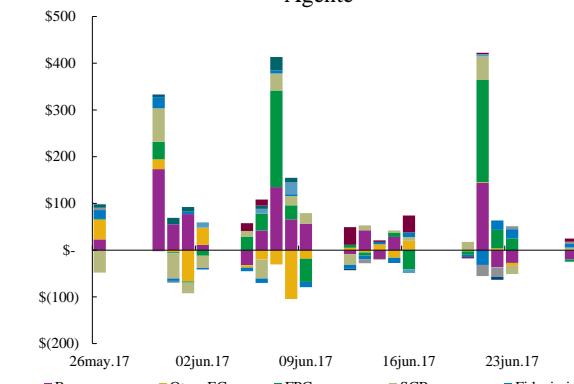
Desde la última reunión de la JDBR los principales agentes compradores de TES en pesos fueron las entidades públicas (\$3440 mm, principalmente en los tramos corto y medio) y las corporaciones financieras (\$728 mm, tramos medio y largo), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$2537, tramo corto) y los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$1562 mm, tramo medio). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los bancos comerciales (\$689 mm, tramo medio) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$509 mm, tramo largo), al tiempo que los principales vendedores fueron las corporaciones financieras (\$180 mm, tramos corto y medio) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2). Cabe destacar que las ventas netas de TES en pesos en el tramo corto corresponden principalmente al vencimiento de un título.

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



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

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



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

En lo corrido del 2017 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$4400 mm. Adicionalmente, desde el 26 de mayo registraron ventas netas por \$209 mm, \$1070 mm y \$283 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

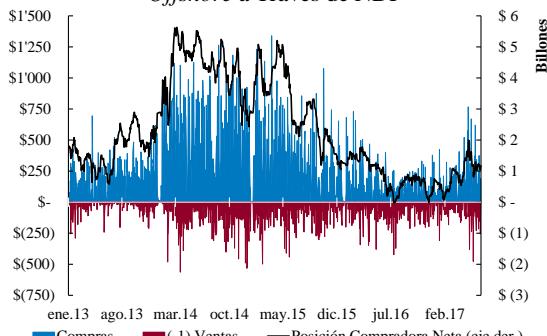
**Cuadro A3.1. Compras Netas de TES en Pesos (Azul) y TES UVR (Amarillo)\***  
(Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

	Corrido 2017	Corrido	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR
			Corto	Medio	Largo		Corto	Medio	Largo	
Bancos Comerciales	3768	(3'484)	(1'986)	(563)	12	(2'537)	138	413	138	689
Compañía de Financiamiento Comercial	(3)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(308)	(135)	48	484	196	728	(104)	(89)	13	(180)
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>	<b>3'457</b>	<b>(3'619)</b>	<b>(1'938)</b>	<b>(79)</b>	<b>208</b>	<b>(1'810)</b>	<b>34</b>	<b>324</b>	<b>151</b>	<b>509</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(84)	(5)	(2)	2	14	13	(3)	-	-	(3)
Terceros	1'286	3'184	(98)	(80)	259	81	(75)	83	502	509
<b>Pasivos Pensionales</b>	<b>319</b>	<b>1'997</b>	<b>(18)</b>	<b>(33)</b>	<b>77</b>	<b>26</b>	<b>(45)</b>	<b>84</b>	<b>423</b>	<b>462</b>
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	1'203	3'179	(100)	(78)	272	94	(78)	83	502	507
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	(803)	(12)	192	282	36	510	50	(11)	27	66
Terceros	43	(7)	(263)	16	133	(114)	17	(4)	(3)	10
<b>Extranjeros</b>	<b>(1)</b>	<b>5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5</b>
<b>FIC</b>										
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(760)	(19)	(71)	298	169	396	67	(15)	25	76
Sociedades Fiduciarias										
Propia	(46)	36	44	(92)	91	43	(2)	(1)	34	30
Terceros	5'980	752	(655)	(1'271)	239	(1'687)	(41)	116	10	85
<b>Extranjeros***</b>	<b>4'415</b>	<b>660</b>	<b>(209)</b>	<b>(1'070)</b>	<b>(283)</b>	<b>(1'562)</b>	<b>-</b>	<b>103</b>	<b>6</b>	<b>109</b>
<b>FIC</b>	<b>10'65</b>	<b>74</b>	<b>(73)</b>	<b>170</b>	<b>(21)</b>	<b>76</b>	<b>(8)</b>	<b>10</b>	<b>(1)</b>	<b>0</b>
<b>Pasivos Pensionales</b>	<b>(314)</b>	<b>(73)</b>	<b>(115)</b>	<b>(292)</b>	<b>315</b>	<b>(92)</b>	<b>5</b>	<b>(72)</b>	<b>72</b>	<b>5</b>
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>	<b>5'934</b>	<b>788</b>	<b>(611)</b>	<b>(1'363)</b>	<b>330</b>	<b>(1'644)</b>	<b>(43)</b>	<b>115</b>	<b>43</b>	<b>115</b>
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	87	(56)	(22)	10	25	14	(18)	(14)	(14)	(45)
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Pasivos Pensionales</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Total Compañías de Seguros y Capitalización	87	(56)	(22)	10	25	14	(18)	(14)	(14)	(45)
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FIC</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>	<b>6'463</b>	<b>3'892</b>	<b>(804)</b>	<b>(1'133)</b>	<b>796</b>	<b>(1'141)</b>	<b>(72)</b>	<b>169</b>	<b>556</b>	<b>653</b>
Total Entidades Financieras Especiales**										
	(639)	(34)	(144)	26	2	(116)	50	-	(6)	44
Total Entidades Públicas****										
	6'369	(2'306)	1'450	1613	377	3'440	-	-	72	72
Otros*****										
	(184)	(238)	(165)	4	7	(155)	(13)	1	3	(9)
<b>Extranjeros</b>	<b>(14)</b>	<b>(0)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>	<b>15'466</b>	<b>(2'04)</b>	<b>(1'600)</b>	<b>431</b>	<b>1'388</b>	<b>219</b>	<b>(0)</b>	<b>494</b>	<b>775</b>	<b>1'269</b>

Fuente: BR. Información actualizada al 27 de junio de 2017. Cabe señalar que las ventas pueden corresponder a vencimientos de TES y, para el caso de entidades públicas, a redenciones anticipadas de TES de corto plazo. \* 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, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

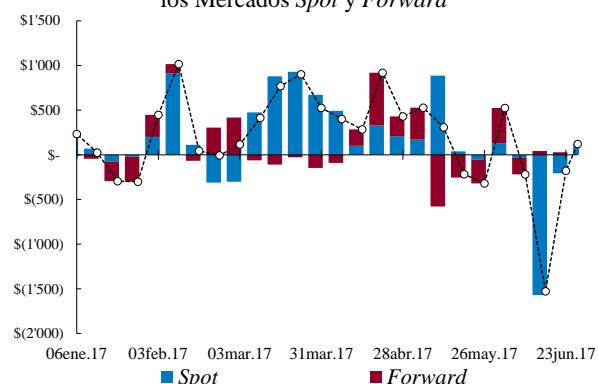
Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$3431 mm y ventas por \$1690 mm<sup>21</sup>, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$283 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$895 mm el 26 de mayo a \$1177 mm el 23 de junio de 2017. Durante el periodo analizado, la posición compradora neta disminuyó para los TES con vencimiento en noviembre del 2018, septiembre de 2030 y junio del 2032, y aumentó para las demás referencias (Gráfico A3.4).

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



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

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



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

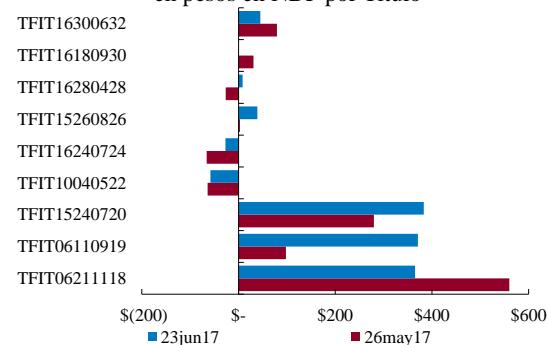
Lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5 y A3.6 y en el Cuadro A3.2. El Gráfico A3.5 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward*. El Gráfico A3.6 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados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

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

	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL	<i>Spot</i>	<i>Forward</i>	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'293)	\$ 617	\$ (4'676)	\$ 3'457	\$ (539)	\$ 2'918	\$ 1'049	\$ 459	\$ 1'508	\$ (1'480)	\$ 1	\$ (1'479)
Offshore	\$ 20'884	\$ (617)	\$ 20'267	\$ 4'400	\$ 539	\$ 4'939	\$ 1'024	\$ (459)	\$ 565	\$ (1'546)	\$ (1)	\$ (1'547)

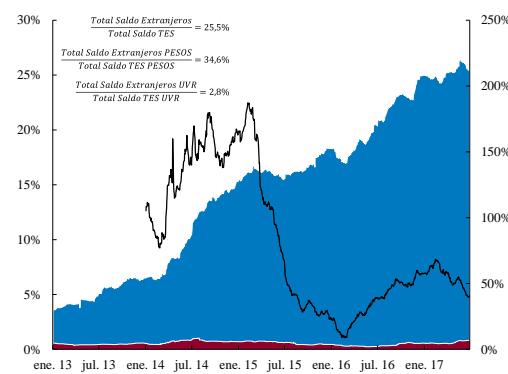
Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 27 y el 23 de junio del 2017 para los casos *spot* y *forward*, respectivamente. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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



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

**Gráfico A3.6.** Saldo de TES *Offshore* Sobre Saldo Total

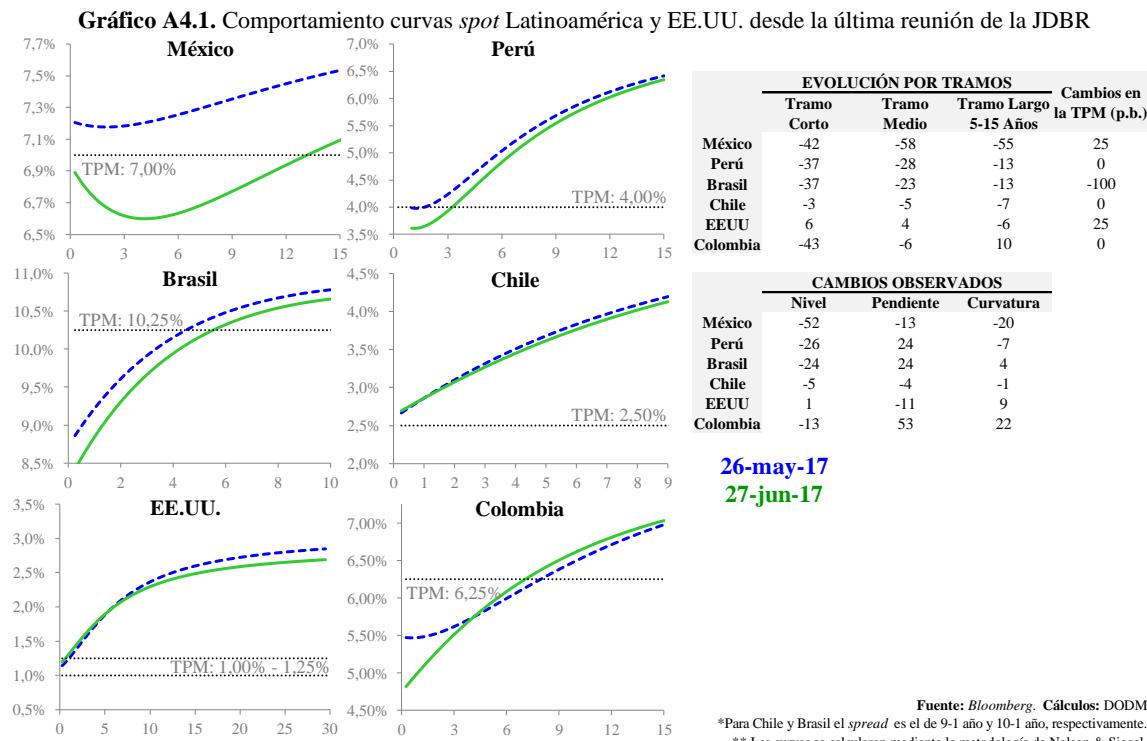


Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios actualizados al 24 de mayo del 2017.

<sup>21</sup> Al tiempo que registraron vencimientos de contratos de compra de TES por \$3230 mm y de venta por \$1772 mm. Datos actualizados al 23 de junio de 2017.

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

En este periodo (26 de mayo al 27 de junio de 2017) los títulos de deuda pública de la región presentaron valorizaciones, a excepción del tramo corto y medio de EE.UU. ante el fortalecimiento de las expectativas sobre un incremento en la reunión de la Fed en este mes y el tramo largo de Colombia. Este comportamiento estuvo explicado por resultados macroeconómicos que incrementaron las expectativas de crecimiento y redujeron las proyecciones de inflación, y por eventos idiosincráticos.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM  
 \*Para Chile y Brasil el spread es el de 9-1 año y 10-1 año, respectivamente.  
 \*\* Las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel.

La curva de rendimiento de los *treasuries* presentó un aplanamiento, mientras su tramo corto presentó desvalorizaciones, sus tramos medio y largo se valorizaron. La desvalorización del tramo corto estuvo explicada por el aumento en la probabilidad descontada por el mercado de un incremento en la tasa de fondos federales en la reunión que la Fed celebró este mes<sup>22</sup>, y en donde, se incrementó el rango de la tasa de fondos federales en 25 p.b.

Por su parte, las valorizaciones del tramo largo fueron resultado de datos macroeconómicos peores a las expectativas del mercado y una caída en las proyecciones de inflación del mercado. Estos datos se pueden dividir en tres frentes: el laboral, el real y el inflacionario. En lo referente al mercado laboral, a pesar de la reducción en la tasa de desempleo desde 4,4% en abril a 4,3% en mayo<sup>23</sup>, su nivel más bajo desde 2001, el mercado percibió como negativos los datos publicados el 2 de junio ante un incremento en las nóminas no agrícolas inferior a sus expectativas (obs: 138,000; esp: 182,000; ant: 174,000). Vale la pena señalar, que de acuerdo a las estimaciones de algunos agentes del mercado, las nóminas no agrícolas continuarán generando presión en la tasa de desempleo mientras se mantengan en un nivel superior a 100.000. En segundo lugar, la venta total de vehículos (obs: 16,58 m; esp: 16,9 m; ant: 16,81 m), el gasto en construcción (obs: 0,5%; esp: -1,4%; -0,2%), las construcciones iniciales de vivienda (obs: -5,5%; esp: 4,1%; ant: -2,8%) y el índice de confianza

<sup>22</sup> De acuerdo a la probabilidad derivada de los futuros sobre la tasa de fondos federales del CME Group, la probabilidad de un incremento en junio pasó del 87% el 26 de mayo al 99% el 8 de junio, nivel en el cual se mantuvo hasta el día de la reunión del FOMC.

<sup>23</sup> Cabe agregar que esta reducción en la tasa de desempleo estuvo explicada principalmente por una disminución en la población económicamente activa desde 62,9% en abril a 62,7% en mayo.

de la Universidad de Michigan (obs: 94,5; esp: 97; ant: 97,1) resultaron inferiores a las expectativas. Por último, por tercer mes consecutivo se observó una inflación inferior a las expectativas del mercado (obs: 1,9%; esp: 2%; ant: 2,2%), lo cual, junto con la caída del 14% en los precios del petróleo<sup>24</sup> y la reducción de los rangos de inflación proyectados por la Fed para 2017 y 2018<sup>25</sup>, podrían explicar la disminución del FBEI a 5 años desde 1,89% a 1,81% y a 10 años de 1,81% a 1,71%.

De acuerdo a algunos agentes, las valorizaciones observadas en el tramo largo en las primeras semanas del mes de junio pudo estar explicada por la mayor demanda de activos refugio<sup>26</sup> ante la incertidumbre generada por las elecciones parlamentarias en el Reino Unido y la expectativa frente a las declaraciones del exdirector del FBI, James Comey, sobre el rol de Rusia en las elecciones presidenciales de 2016. Junto a esto, en los mismos días China anunció que nuevamente compraría bonos del tesoro americano.

Cabe resaltar que el aplanamiento en la curva de los *treasuries* coincide con la dinámica observada en anteriores períodos de normalización de la política monetaria de la Fed, pero estos aplanamientos han sido menores ante la presencia de un mayor gradualismo en el ajuste de la tasa de fondos federales y un contexto de inflación descendente.

Las curvas de rendimientos de los mercados de deuda pública de Brasil y México presentaron un aplanamiento ante valorizaciones superiores en el tramo largo y medio a las observadas en el tramo corto.

En el caso de Brasil, las valorizaciones del tramo corto estuvieron explicadas por la reducción esperada en 100 p.b. de la tasa de política monetaria, por un dato de inflación de 3,6% inferior a lo proyectado por el mercado (esp: 3,76%; obs: 4,08%), que constituye el nivel de inflación más bajo en diez años, y por la reducción de las expectativas de inflación para 2017 desde 3,92% a 3,64%<sup>27</sup>. En lo referente al tramo medio y largo, sus valorizaciones estuvieron influenciadas por resultados macroeconómicos positivos: i) el mayor crecimiento en el PIB trimestral desde el 2T13 con un nivel de 1% (esp: 1,0%; esp: -0,9%); ii) un incremento del PMI manufacturero a 52 (ant: 50,1); y iii) una reducción en la producción industrial inferior a la esperada (obs: -4,5%; esp: -5,5%). Ahora bien, el 26 de junio se conoció que el fiscal general de Brasil acusó a Temer de recibir un soborno, con lo cual, la Cámara de Diputados debe decidir si vota por aceptar los cargos de corrupción, y si el Supremo Tribunal Federal está de acuerdo, el mandatario será suspendido hasta por 180 días y podrá ser juzgado por el Senado; ante esta noticia, el tramo medio y largo de la curva presentaron desvalorizaciones de 10 p.b. y algunos agentes anticipan que el trámite de las reformas laborales y pensionales podría dificultarse.

En México, las valorizaciones del tramo medio y largo se dieron ante los resultados de las elecciones en el Estado de México, en donde el PRI obtuvo una victoria marginal, lo cual fue percibido como positivo por el mercado, y el menor peso que se le ha dado a la posibilidad de un cambio significativo en la política de EE.UU. Igualmente contribuyeron a esta dinámica los incrementos en la confianza del consumidor (obs: 3,9%; esp: 3,2%; ant: -3,3%), en la inversión de las empresas (obs: 86,8; esp: 84,6; ant: 82,8) y en el rango pronosticado de crecimiento por el Banco Central desde 1,3%-2,3% a 1,5%-2,5%. Por su parte, las menores valorizaciones del tramo corto estuvieron explicadas por el incremento en 25 p.b. de la tasa de política monetaria por parte del Banco Central y por el dato de inflación de junio superior a las expectativas del mercado (obs: 6,3%; esp: 6,26%; ant: 6,16%).

<sup>24</sup> Entre el 26 de mayo y el 21 de junio el precio de la referencia WTI pasó de USD 49,98 a USD 42,67.

<sup>25</sup> El rango de inflación proyectado para 2017 pasó de 1,7%-2,1% a 1,5%-1,8%, para 2018 pasó de 1,8%-2,1% a 1,7%-2,1%.

<sup>26</sup> Entre el 26 de mayo y el 6 de junio, el precio del oro incrementó 2,15% pasando de USD 1267,9 a USD 1294,17.

<sup>27</sup> Extraído de la encuesta del Banco Central de Brasil del 16 de junio de 2017.

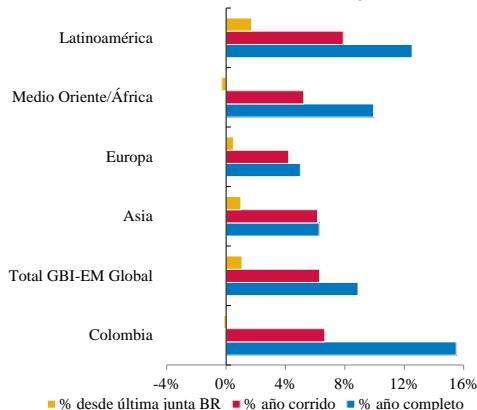
Por su parte, la curva de rendimientos de Perú presentó un empinamiento ante valorizaciones en el tramo corto superiores a las valorizaciones observadas en los tramos medio y largo. En el tramo corto, esta dinámica estuvo explicada por una inflación inferior a la anticipada por los analistas (obs: 3,04%; 3,48%; ant: 3,69%), lo cual generó una reducción en las expectativas de inflación para 2017 de 3,2% a 3,0%. En lo referente a los tramos medio y largo, el incremento de la población ocupada en 1%, la reducción inesperada de la tasa de desempleo (obs: 6,6%; esp: 7,2%; ant: 6,8%), y el incremento en las expectativas de crecimiento para 2017 de 2,5% a 2,6% contribuyeron a estas valorizaciones. Cabe agregar que el Banco Central de la Reserva del Perú mantuvo el 9 de junio su tasa de intervención en 4%, mientras el mercado tenía expectativas de un reducción promedio de 13 p.b, ante lo cual, ese día se observaron desvalorizaciones en el tramo corto.

Por último, en Chile se presentaron valorizaciones en todos los tramos de la curva ante el comportamiento favorable de la balanza comercial, con exportaciones superiores (obs: USD 5621 m; esp: USD 5381 m; ant: 5019 m) e importaciones inferiores (obs: USD 4898 m; esp: USD 5010 m; ant: USD 4512 m) a las expectativas del mercado.

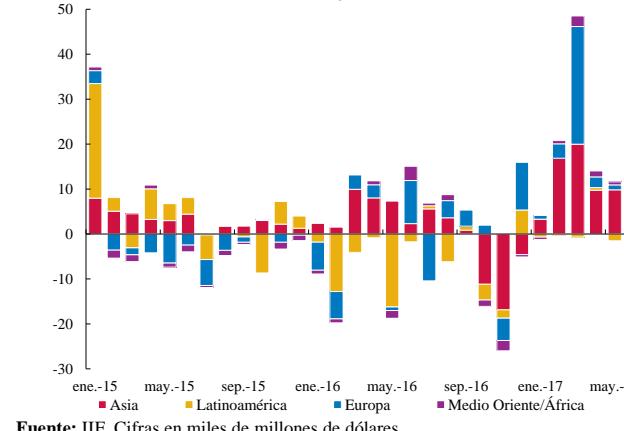
En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>28</sup> (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, en lo corrido de 2017 y desde la última reunión de la JDBR. Desde la última reunión de la JDBR todos los índices regionales se valorizaron, salvo el de Medio Oriente/Africa (-0,3%). El índice *Total GBI-EM Global* aumentó 1,1% y el de Colombia disminuyó 0,1%.

Adicionalmente, el IIF<sup>29</sup> estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en mayo por US\$20,58 mm. En particular, estimó entradas netas a los mercados de renta variable por US\$10,46 mm y de US\$10,12 mm a los mercados de renta fija. Sin embargo, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó salidas netas por US\$1,50 mm (Gráfico A4.3).

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



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

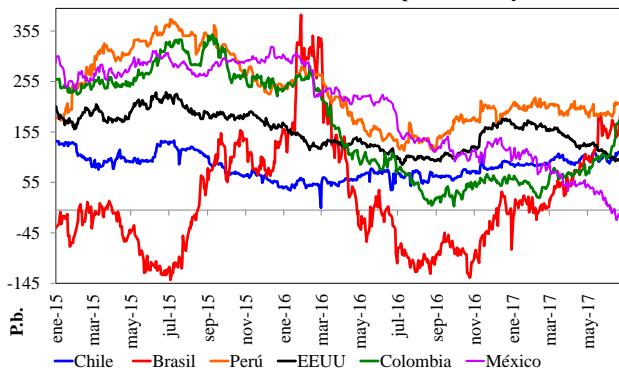


El Gráfico A4.4 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia aumentó a 167 p.b. Las pendientes de Perú, Brasil, Chile, EE.UU. y México se sitúan en 212 p.b, 177 p.b, 116 p.b, 97 p.b. y -13 p.b, respectivamente.

<sup>28</sup> 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.

<sup>29</sup> Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

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



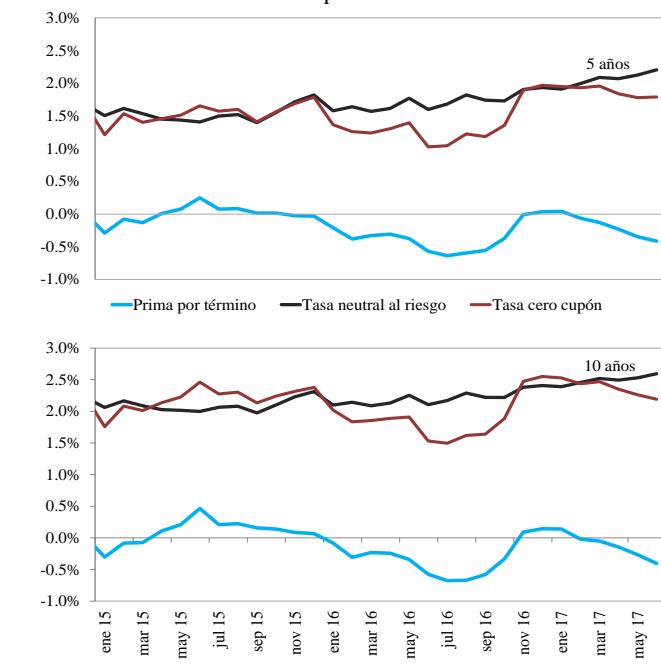
\*Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

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

En el Gráfico A4.5 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha disminuido y se encuentra actualmente en -4,68%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos - línea roja) se encuentra en 1,37%. Así, el comportamiento diferente entre las curvas puede ser explicado por factores idiosincráticos de cada país, niveles de inflación diferentes y posturas de política monetaria divergentes en la región.

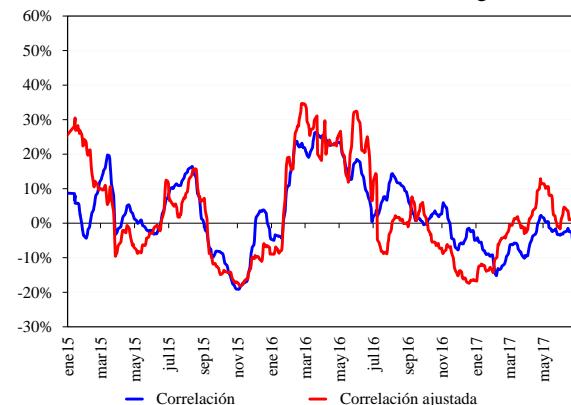
Por su parte, la prima por vencimiento de los *Treasuries* se redujo cerca de 7 p.b. para 5 años y 13 p.b. para 10 años, y se situó en -0,42% y -0,40% a 5 y 10 años, respectivamente. La tasa neutral al riesgo de estos títulos aumentó cerca 7 p.b. para 5 y 10 años (Gráfico A4.6).

**Gráfico A4.6.** Prima por vencimiento *Treasuries*.



Fuente y Cálculos: Fed.

**Gráfico A4.5.** Correlación Pendientes Región



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

## **Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos**

### **Países Desarrollados**

En sus reuniones ordinarias los bancos centrales de Israel (0,1%), Nueva Zelanda (1,75%), Noruega (0,5%) y Australia (1,5%) mantuvieron sus tasas de intervención sin modificación, en línea con las expectativas del mercado. El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0,0%, la tasa marginal de préstamos en 0,25% y la tasa de depósitos en -0,40%, en línea con las expectativas del mercado. En cuanto a las medidas no convencionales de política monetaria, el BCE continuó con su programa de compra de activos a un ritmo mensual de €60 mm hasta diciembre del presente año. Por su parte, el Banco Central de Islandia recortó su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 4,5%. El Banco Central de Suiza mantuvo su esquema de política monetaria expansiva con el objetivo de estabilizar la evolución de los precios y apoyar la actividad económica, tal como lo anticipaba el mercado. Así, la tasa de interés aplicable a los depósitos a la vista en el Banco Central se mantuvo en -0,75% y el rango objetivo de la tasa libor a 3 meses se mantuvo entre -1,25% y -0,25%.

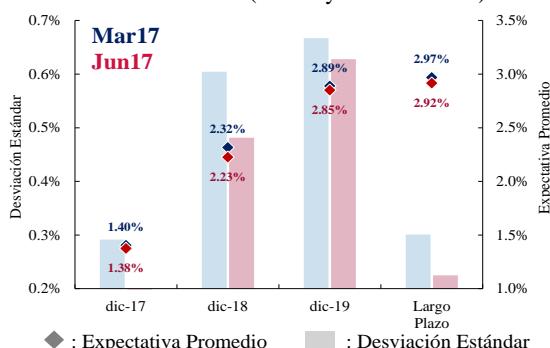
Por otra parte, el Banco Central del Reino Unido mantuvo su tasa de referencia en 0,25% y continuó con sus medidas de estímulo monetario conformadas por la adquisición de £10 mm en bonos corporativos con grado de inversión y un saldo objetivo de bonos gubernamentales de £435 mm, tal como lo esperaba el mercado. El Banco Central de Japón dejó inalterada su tasa de referencia en -0,1% y su política de mantener las tasas de interés a 10 años alrededor de 0% para los JGB (*Japanese Government Bonds*), a través del programa de compra de estos títulos que busca un crecimiento anual de las tenencias en ¥80 billones.

En otro escenario, el 14 de junio de 2017 la Fed incrementó el rango de la tasa de interés de referencia en 25 p.b. a uno entre 1,0% y 1,25%, tal como lo anticipaba el mercado. De acuerdo con el comunicado que acompañó la decisión, desde su última reunión en mayo el mercado laboral de los EE.UU. continuó fortaleciéndose y la expansión de la economía siguió a un ritmo moderado. El gasto de los hogares y la inversión aumentaron, y pese a que la inflación disminuyó recientemente sus expectativas de largo plazo permanecen estables. En relación con sus proyecciones, para 2017 anticipa que el rango de política monetaria se ubique entre 1,25% y 1,5%, lo que implica un incremento adicional de 25 p.b. en lo que resta del año.

Junto con el comunicado, el organismo publicó los lineamientos para reducir su portafolio de US\$4,2 billones en bonos del Tesoro y activos respaldados por hipotecas, indicando que busca alcanzar niveles en la hoja de balance de la entidad inferiores a los observados en los últimos años pero mayores a aquellos previos a la crisis financiera. Específicamente, señaló que la reducción de *Treasuries* será inicialmente de US\$6 mm mensuales, monto que se incrementará en US\$6 mm adicionales cada tres meses hasta alcanzar los US\$30 mm mensuales; mientras que para la deuda de agencias y de activos respaldados por hipotecas la reducción será inicialmente de US\$4 mm mensuales, y se incrementará trimestralmente en US\$4 mm adicionales hasta alcanzar los US\$20 mm mensuales.

Además, el organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que, entre otras cifras y comparando con sus proyecciones de marzo, el punto medio de la proyección de crecimiento económico aumentó de 2,1% a 2,2% para 2017, y se mantuvo estable para 2018, 2019 y el Largo Plazo (LP) en 2,1%, 1,9% y 1,8%, respectivamente; el punto medio de la proyección de desempleo disminuyó a 4,3% para 2017 (ant. 4,5%), a 4,2% para 2018 y 2019 (ant. 4,5%), y a 4,6% para el LP (ant. 4,7%); y el punto medio de la proyección de inflación para 2017 disminuyó de 1,9% a 1,6%, al tiempo que lo mantuvo inalterado para los demás horizontes en 2%.

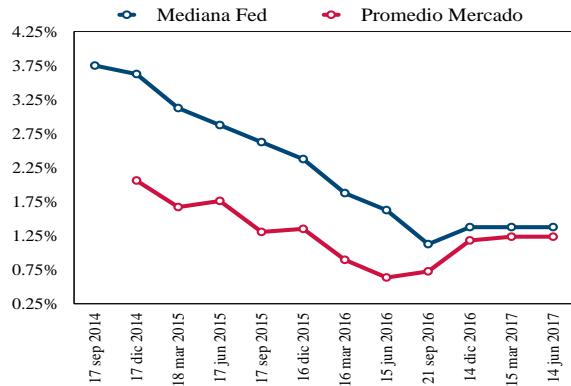
**Gráfico A5.1.** Pronósticos de la Fed de la Tasa de los Fondos Federales (Marzo y Junio de 2017)



Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

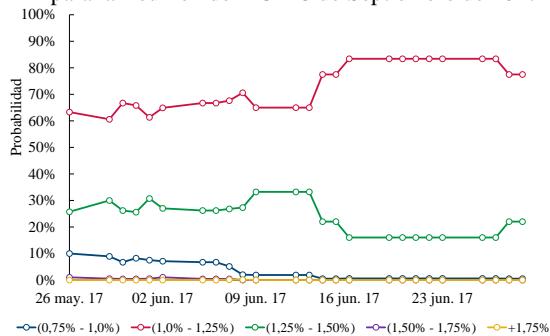
esta reunión y para la reunión de diciembre de 2017 continúa siendo el rango actual entre 1,00% y 1,25% (Gráfico A5.5). Además, según lo publicado por *CME Group Inc.*<sup>32</sup>, con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de la Fed de diciembre de 2017 la probabilidad de que el rango de tasas se ubique entre 1,0% y 1,25% es 49,4% (ant.: 47,9%), la de uno entre 1,25% y 1,5% es 43,7% (ant.: 36,8%), la de uno entre 1,5% y 1,75% es 6,6% (ant.: 8,7%), y la de uno entre 1,75% y 2,0% es 0,3% (ant.: 0,6%).

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



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

**Gráfico A5.4.** Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Septiembre de 2017

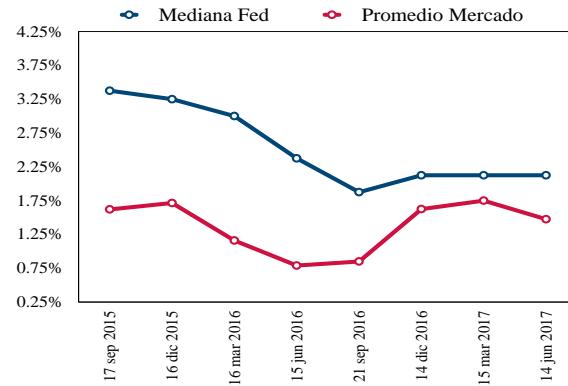


Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En cuanto a los pronósticos de junio sobre las tasas de los fondos federales, en los gráficos A5.1<sup>30</sup>, A5.2 y A5.3<sup>31</sup> se observa que: i) las estimaciones promedio del FOMC disminuyeron ligeramente; ii) para el 2017 y el 2018 el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC, diferencia que aumentó en el caso de las expectativas para el cierre de 2018.

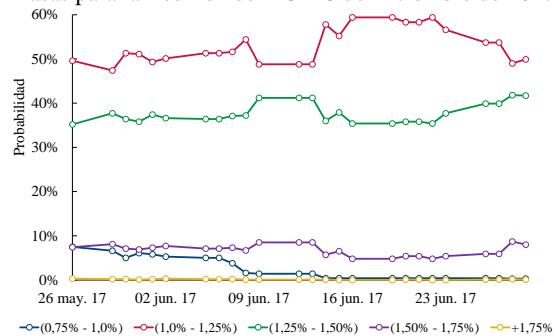
Durante el periodo, disminuyó la probabilidad de un rango de los fondos federales entre 1,25% y 1,50% para la reunión de septiembre de 2017 (Gráfico A5.4), y el escenario más probable para

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



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

**Gráfico A5.5.** Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Diciembre de 2017



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

<sup>30</sup> En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en marzo y junio de 2017 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2017, 2018, 2019 y para el largo plazo.

<sup>31</sup> En los gráficos A5.2 y A5.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2017 y 2018.

<sup>32</sup> Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade*. Consulta actualizada el 29 de junio, al tiempo que el valor previo corresponde a las cifras consultadas el 26 de mayo.

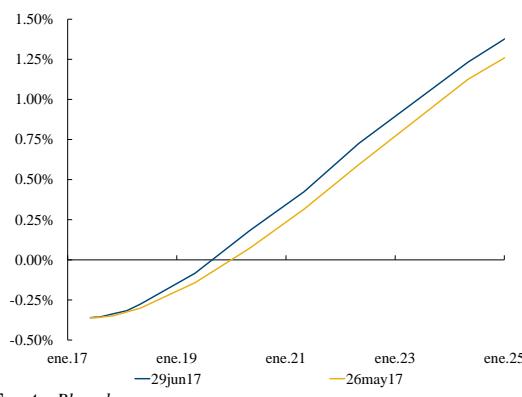
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo alrededor del 3T19 (ant.: 1T20) (Gráfico A5.6).

### **Países Emergentes**

Los bancos centrales de India (6,25%<sup>33</sup>), Polonia (1,5%), Indonesia (4,75%), Turquía (8%<sup>34</sup>) y Taiwán (1,375%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. Por otra parte, el banco central de Rusia recortó su tasa de política 25 p.b. a 9%, respectivamente, lo cual también era esperado por los mercados.

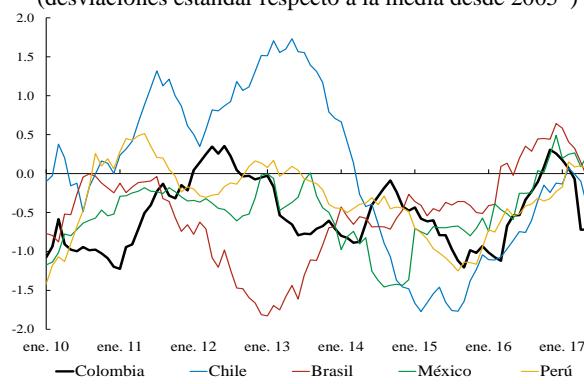
En Latinoamérica, los bancos centrales de Argentina y Chile mantuvieron sus tasas de interés de referencia inalteradas en 26,25% y 2,5%, respectivamente, decisiones que ya estaban descontadas. El Banco Central de Perú mantuvo su tipo de interés de referencia en 4%, mientras que el consenso del mercado anticipaba un recorte de 25 p.b. En línea con lo esperado, el Banco Central de Brasil recortó su tasa de interés de referencia 100 p.b. a 10,25%, y el de México la aumentó 25 p.b. a 7%.

**Gráfico A5.6.** Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico A5.7.** 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.

En el Gráfico A5.7 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales<sup>35</sup> desde el año 2005. Se puede observar que en junio las tasas reales de Chile, Colombia y Brasil se ubicaron por debajo de sus medias históricas, mientras que las de México y Perú se ubicaron por encima<sup>36</sup>.

<sup>33</sup> Así mismo, mantuvo su tasa de repo reverso en 6% y el coeficiente de reserva de efectivo en 4%.

<sup>34</sup> Con la medida, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) se mantuvo en 9,25%, la tasa de depósitos (*Borrowing Rate*) en 7,25% y las tasas de la ventanilla de liquidez (entre las 4:00 p.m. - 5:00 p.m.) se mantuvieron en 0% (para depósitos) y 12,25% (para préstamos).

<sup>35</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

<sup>36</sup> Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,88%; Chile 0,78%; Brasil 5,62%, México 1,58 y Perú 0,79%.

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

**Cuadro A6.1. Mes Actual**

TPM	jun17	jul17	ago17	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18	may18
6,50%												0%
6,25%												0%
6,00%	100%											0% 1%
5,75%		100%	61%	36%	18%	7%	1%				0%	1% 1%
5,50%			39%	54%	57%	51%	41%	28%	16%	10%	6%	4%
5,25%				10%	23%	34%	41%	46%	48%	43%	35%	27%
5,00%					3%	8%	14%	20%	26%	31%	33%	34%
4,75%						1%	2%	5%	9%	13%	17%	21%
4,50%							0%	1%	2%	3%	6%	9%
4,25%								0%	0%	1%	1%	2%
4,00%								0%	0%	0%	0%	0%
3,75%									0%	0%	0%	0%
3,50%												0%

**Cuadro A6.2. Mes Anterior**

TPM	may17	jun17	jul17	ago17	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18
7,00%												0%
6,75%												0%
6,50%	21%											0% 0%
6,25%	79%	67%	24%	10%	3%	0%				0%	1%	1%
6,00%		33%	67%	59%	45%	29%	14%	5%	1%	1%	2%	2%
5,75%			10%	29%	42%	50%	53%	49%	40%	30%	20%	14%
5,50%				2%	9%	18%	26%	33%	39%	40%	38%	34%
5,25%					1%	3%	6%	11%	16%	21%	25%	29%
5,00%						0%	1%	2%	4%	7%	11%	14%
4,75%							0%	0%	1%	2%	3%	5%
4,50%								0%	0%	0%	1%	1%
4,25%									0%	0%	0%	0%
4,00%									0%	0%	0%	0%
3,75%												0%

**Anexo 7. IDODM, análisis por componentes**

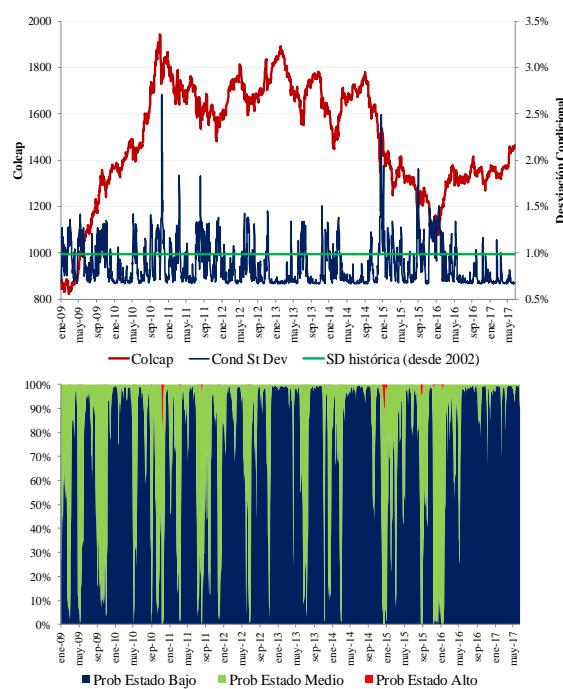
De acuerdo a la EOF, respecto al EMBI Colombia, el 52% de agentes espera que aumente (anterior: 42,4%), mientras un 40% que se mantenga igual (anterior: 45,8%) y un 8% que disminuya (anterior: 11,9%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 34% espera que esta se mantenga estable (anterior: 36,2%), un 16% que aumente (anterior: 27,6%) y un 30% que disminuya (anterior: 17,2%)<sup>37</sup>.

Entre el 26 de mayo y el 27 de junio, el Colcap se desvalorizó en 0,8%. Durante dicho lapso, ocho activos se valorizaron mientras que 17 se desvalorizaron. Las mayores valorizaciones se observaron en Canacol (8,8%), EEB (3,6%) y Bancolombia-Preferencial (2,1%). Por su parte, las caídas mensuales más altas fueron para Corficolombiana (-4,4%), ISA (-4%) y Ecopetrol (-3,9%). Para el período analizado, estos resultados ocurrieron en un contexto donde el CDS a 5 años de Colombia aumentó, el peso se depreció y se redujo el precio del petróleo. Según la EOF los analistas

<sup>37</sup> Al 20% restante no les aplica la pregunta (anterior: 19%).

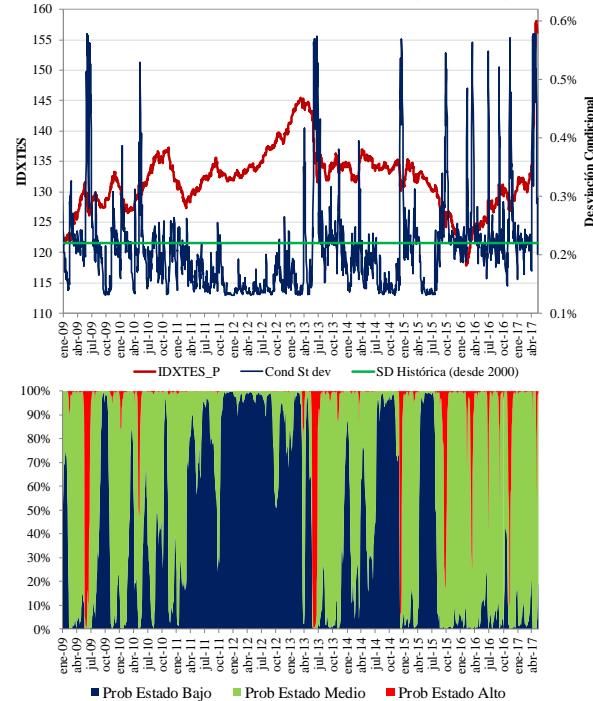
financieros esperan que durante los próximos 3 meses el COLCAP registre una valorización cercana al 1,36% (anterior: valorización de 2,59%). Para lo corrido de junio, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó ligeramente respecto al promedio de mayo y actualmente se ubica alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.1). De igual forma durante el mes, la volatilidad promedio del mercado de TES se mantuvo en niveles ligeramente superiores al promedio observado en mayo y se ubicó alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico A7.2).

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

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



Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

Con información al 15 de junio los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a mayo de 14 p.b., -1 p.b. y 31 p.b. para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del margen para la cartera de tesorería se explicó por una disminución de las tasas de los TES mayor a la de las tasas activas; el del margen de la cartera de consumo por un incremento de las tasas activas frente a una disminución de las de los TES; y el del margen de la cartera preferencial por una caída más pronunciada de las tasas activas frente a la de los TES.

#### Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Entre el 26 de mayo y el 26 de junio la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados medida a través del *Skew*, el *VIX* y el *VSTOXX* aumentaron. La dinámica de estos indicadores en el mercado de renta variable estuvo explicado por la anticipación frente a las declaraciones del exdirector del FBI, James Comey, sobre el rol de Rusia en las elecciones presidenciales del 2016, el resultado de las elecciones parlamentarias en el Reino Unido y la caída en el precio del petróleo (Gráficos A8.1 y A8.2).

**Gráfico A8.1.** Indicadores de Percepción de Riesgo

**Gráfico A8.2.** Skew del S&P 500

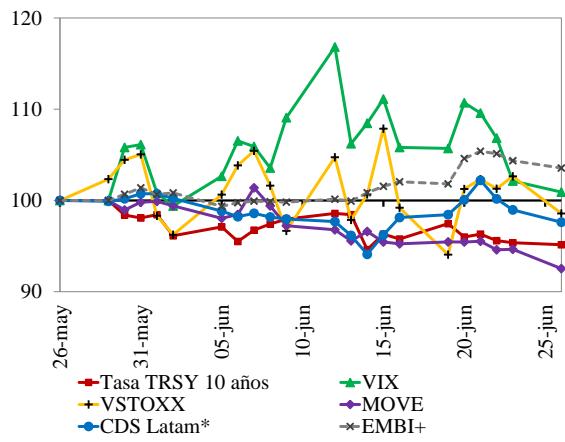
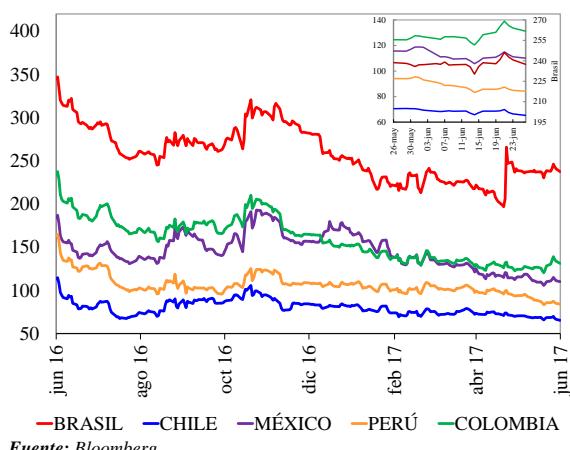


Gráfico A8.3. Credit Default Swaps Latam (5 años)



En particular, la incertidumbre a nivel internacional incrementó ante la caída de los precios del petróleo a mínimos del 2017 a pesar de los esfuerzos de la OPEP para recortar la producción de este *commodity* y el descenso en los inventarios medidos por la Agencia Internacional de Energía<sup>38</sup>. Esta dinámica estuvo favorecida por: i) el incremento en la producción de Libia, Nigeria y EE.UU; ii) por la tensión geopolítica ante la interrupción de relaciones diplomáticas de Emiratos Árabes Unidos, Bahréin y Egipto con Qatar; y iii) la expectativa de mayor actividad petrolera en EE.UU. ante la decisión del Gobierno Trump de abandonar el Acuerdo de Paris contra el cambio climático.

En particular, durante el periodo analizado, el *Skew* se incrementó en los días posteriores a la elección parlamentaria en el Reino Unido, y ante las caídas del precio del petróleo observadas en las últimas semanas (Gráfico A8.2).

Por su parte, la reducción en la incertidumbre en los mercados de renta fija (*Move*) disminuyó ante dos eventos. En primer lugar, ante la inflación decreciente e inferior a las expectativas que se ha observado en los últimos tres meses en EE.UU. y ante la caída en los precios del petróleo, el mercado pareciera tener menos incertidumbre frente a los niveles de inflación, proyectando rangos más cerrados y niveles más bajos<sup>39</sup>. En segundo lugar, el mercado está aplazando los incrementos a mediano y largo plazo en la tasa de fondos federales.

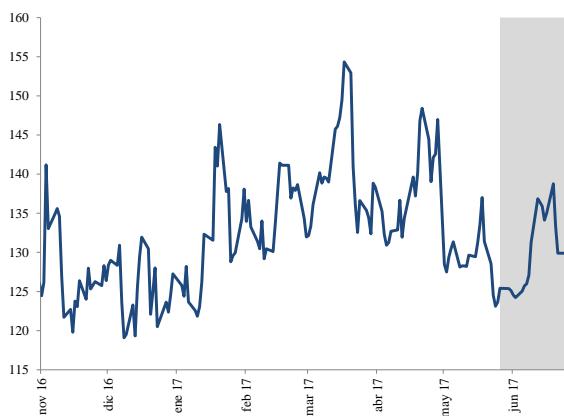
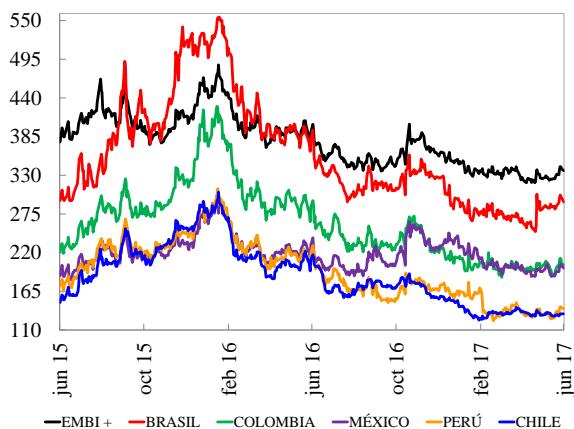


Gráfico A8.4. EMBI Países Latam



<sup>38</sup> Entre el 26 de mayo y el 22 de junio, el precio del petróleo en su referencia WTI cayó 13,21% pasando de USD 49,8 a USD 43,2. Junto a esto, entre el 26 de mayo y el 16 de mayo, el reporte de inventarios de la Agencia Internacional de Energía descendió en 817.000 barriles.

<sup>39</sup> En particular, la Fed indicó que el rango de inflación proyectado para 2017 pasó de 1,7%-2,1% a 1,5%-1,8%. El FBEI a 5 años estimado por la Fed pasó de 1,73% el 26 de mayo a 1,61% el 26 de junio.

Durante mayo el índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global disminuyó a un nivel de 184,97, desde una observación en abril de 190,39, al igual que nivel regional en EE.UU (obs: 108,5; ant: 127,23), Europa (obs: 161,57; ant: 252,87), Reino Unido (obs: 231,99; ant: 334,72) y Francia (obs: 288,26; ant: 574,63).

La mayoría de los *Credit Default Swaps* (CDS) de la región presentaron un comportamiento a la baja, mientras que el EMBI aumentó en la mayoría de países de la región. Los CDS a 5 años disminuyeron 10 p.b. para Perú, 6 p.b. para México, 2 p.b. para Argentina y 1 p.b. para Brasil, y aumentó 7 p.b. para Colombia ante la reducción en el precio del petróleo. Por su parte, los EMBI aumentaron 10 p.b. en Brasil, 8 p.b. en Perú, 5 p.b. en México, y 2 p.b. en Chile y Colombia, mientras disminuyó 4 p.b. para Argentina (Gráficos A8.3 y A8.4).