



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

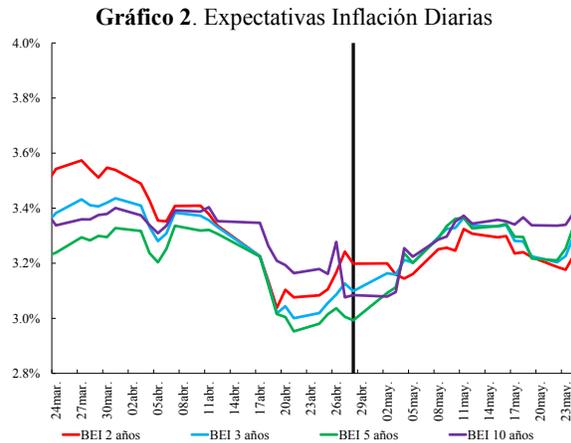
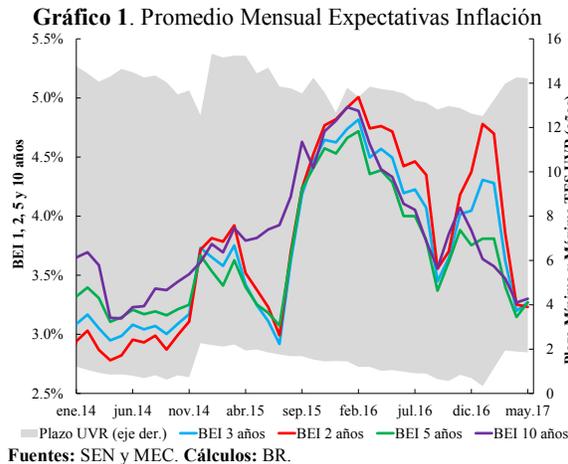
Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

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 abril con lo corrido de mayo¹ (hasta el 24) se observa que la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR en promedio se redujo 2 p.b. para la estimación a 2 años, mientras que aumentó 7 p.b, 12 p.b y 3 p.b. para los plazos a 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta forma, el BEI promedio en lo corrido de mayo se ubica en 3,23%, 3,27%, 3,27% y 3,30% para 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 1). En mayo se presentó una tendencia creciente en estos indicadores, contraria a las reducciones observadas en abril (Gráfico 2).



El Gráfico 3 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez² relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR³. De esta manera se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 3,08% (abril: 3,05%) y para los próximos 5 años sea 3,21% (abril: 3,16%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años se redujo 11 p.b. y se situó en 0,18% en mayo, al tiempo que la de 5 años pasó de -0,88% a -0,53%.

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 3,36%, 3,32% y 3,27%, respectivamente. Así, el FBEI entre 2018 y 2020 en mayo es mayor al estimado en abril. 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 abril se ubicó en 3% y el BEI para lo restante del año es 2,18%⁴, la estimación de la inflación para 2017 es de 5,24% (estimado en abril 5,01%).

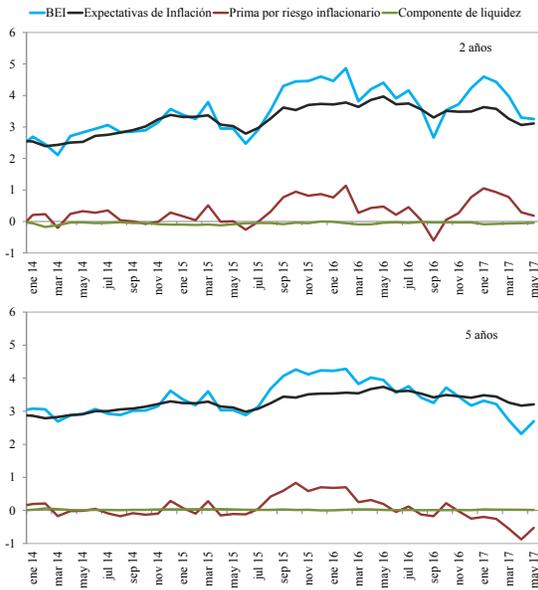
¹ Desde la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de 3 p.b, 20 p.b, 35 p.b. y 30 p.b. respectivamente. El 24 de mayo se ubicaron en 3,23%, 3,30%, 3,34% y 3,39%, respectivamente.

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

³ 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.

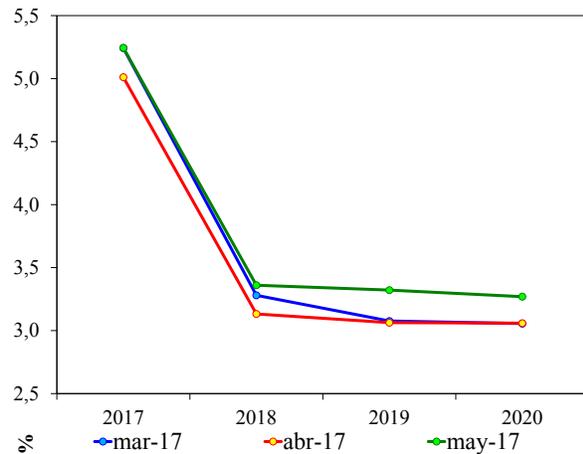
⁴ Equivalente a 3,29% anualizado. $\left((1 + 3,29\%)^{8/12} \right) - 1 = 2,18\%$.

Gráfico 3. Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

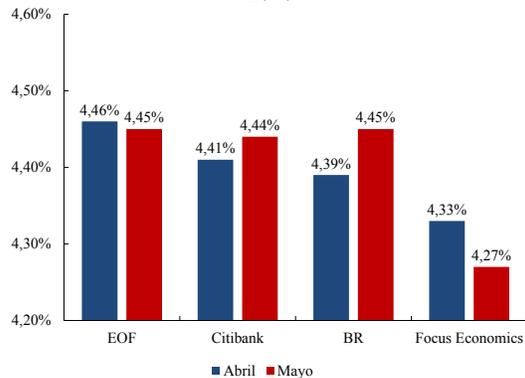
Gráfico 4. Inflación esperada (FBEI)



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

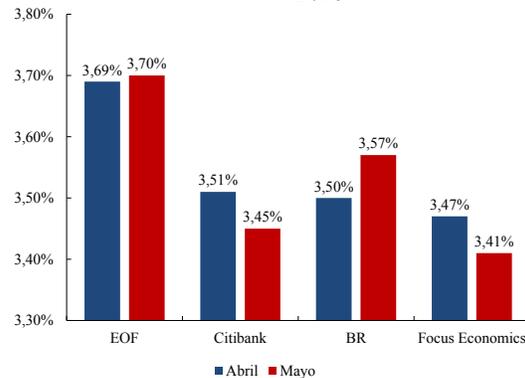
En cuanto a las encuestas de expectativas de inflación de mayo, dos de las cuatro encuestas reflejan una mayor inflación esperada para el cierre de 2017 (*Citibank* y Banco de la República - BR) y las dos restantes reflejan un dato inferior (*EOF*⁵ y *Focus Economics*). Por su parte, para el cierre de 2018, dos de las cuatro encuestas reflejan una mayor inflación esperada (*EOF* y BR) y las dos restantes reflejan una menor inflación esperada (*Focus Economics* y *Citibank*). Cabe agregar que de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (BR), la inflación esperada a dos años (mayo de 2019) se ubica en 3,39%, mientras que el mes anterior la inflación esperada para abril de 2019 era 3,40%.

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 22 de mayo con encuestas recolectadas entre el 8 y el 17 de este mismo mes, los del Citibank el 24 de mayo. La encuesta del BR se realizó entre el 10 y el 12 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 16 de mayo, con encuestas entre el 9 y el 15 de este mismo mes.

Gráfico 6. Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018

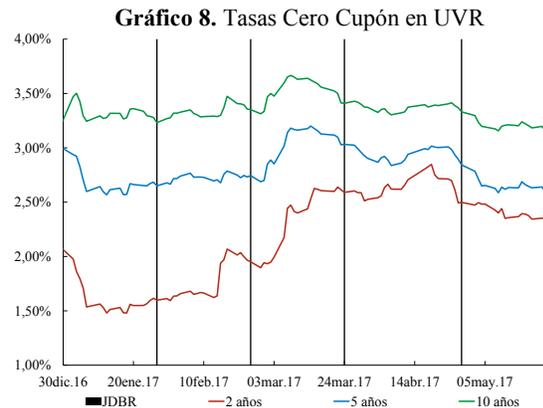
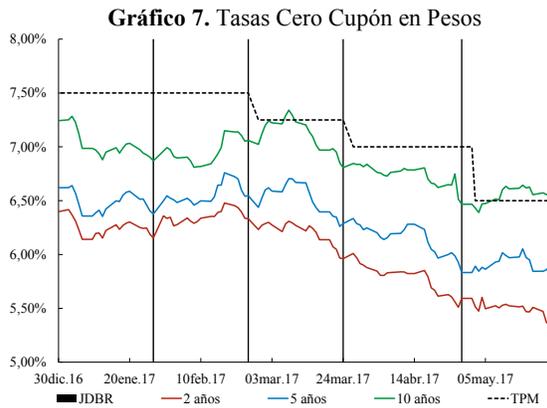


En resumen, frente al mes anterior el promedio de las encuestas de expectativas de inflación se mantuvo constante para el 2017 en 4,40%, mientras que para 2018 descendió marginalmente de 3,54% a 3,53%. Por su parte, el BEI tuvo una tendencia alcista durante el mes. Además, tanto encuestas como curvas de rendimiento anticipan una inflación en 2018 inferior a la de 2017.

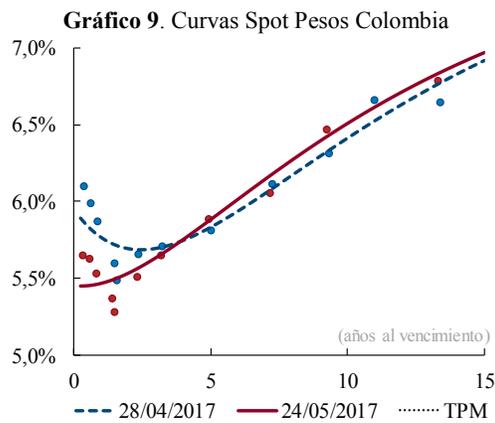
⁵ Encuesta de Opinión Financiera (EOF) realizada mensualmente por Fedesarrollo junto a la BVC.

Análisis del Breakeven Inflation⁶

El BEI tuvo una tendencia alcista durante mayo contrario a lo observado en abril cuando presentó disminuciones generalizadas. En mayo se presentaron desvalorizaciones de los títulos en pesos de largo plazo mientras que se registraron valorizaciones en el tramo corto. En este periodo, el tramo medio de la curva en pesos presentó desvalorizaciones que se revirtieron parcialmente al final del periodo. Por su parte, los títulos UVR se valorizaron en todos los plazos (Gráficos 7 al 10).



Las valorizaciones de los TES UVR en mayo respondieron al dato de inflación de abril que resultó mayor a lo esperado y que llevó a que los agentes aumentaran su apetito por estos títulos. Cabe destacar que durante el mes los extranjeros realizaron compras de TES UVR por \$413 mm (abril: \$237 mm)⁷.

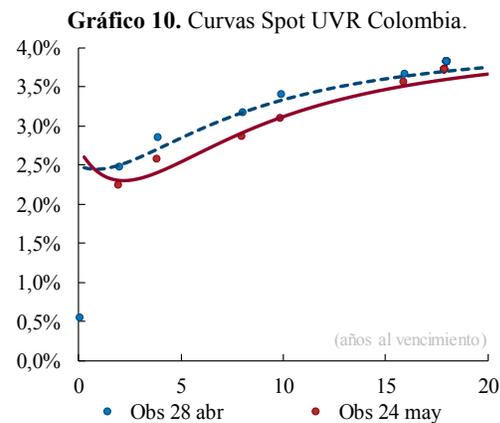


Cambios Promedio en la Curva por Plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-16	-6	5	10

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.



Cambios Promedio en la Curva por Plazo

2 años	3 años	5 años	10 años
-19	-27	-30	-21

Cifras en puntos básicos

Por su parte, la desvalorización del tramo largo de los TES denominados en pesos coincidió con un aumento significativo en la probabilidad implícita de incremento de la tasa de los fondos federales de la Fed en su reunión de junio ante el fortalecimiento del mercado laboral de EE.UU.⁸ y el

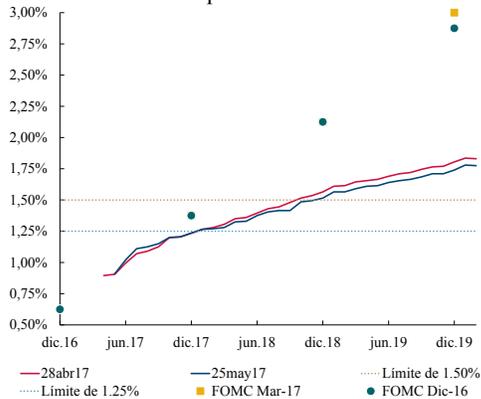
⁶ El Anexo 2 resume los elementos relevantes en el mercado local durante el periodo posterior a la última reunión de la JDBR.

⁷ En el periodo analizado, se presentó el vencimiento del título UVR con vencimiento el 17 de mayo de 2017.

⁸ Durante abril el mercado laboral mostró un fortalecimiento ante la inesperada reducción en la tasa de desempleo a un nivel de 4,4% (esp: 4,6%), la reducción del subempleo a 8,6% desde 8,9% y el incremento en 211.000 nóminas no agrícolas, frente a una expectativa de 190.000 y una observación anterior de 79.000

comunicado del FOMC⁹ que indicó que el comportamiento decepcionante de la economía estadounidense durante el 1T17 era probablemente transitorio¹⁰ (Anexos 4 y 5). A lo anterior se sumó la desaceleración de la demanda de extranjeros en este tramo (mayo: \$283 mm, abril: \$961 mm). Las valorizaciones del tramo corto estuvieron en línea con expectativas de recortes más rápidos de la TPM en lo restante de 2017 y el incremento en la demanda por parte de extranjeros (mayo: \$502 mm, abril: \$107 mm). Por su parte, la parte media presentó valorizaciones hacia el final del periodo también relacionadas con la demanda de inversionistas extranjeros (mayo: \$268 mm, abril: \$63 mm), que compensaron las desvalorizaciones observadas durante las tres primeras semanas de mayo (Anexo 3).

Gráfico 11. Senda esperada Tasa Fondos Federales



Fuente: Bloomberg.

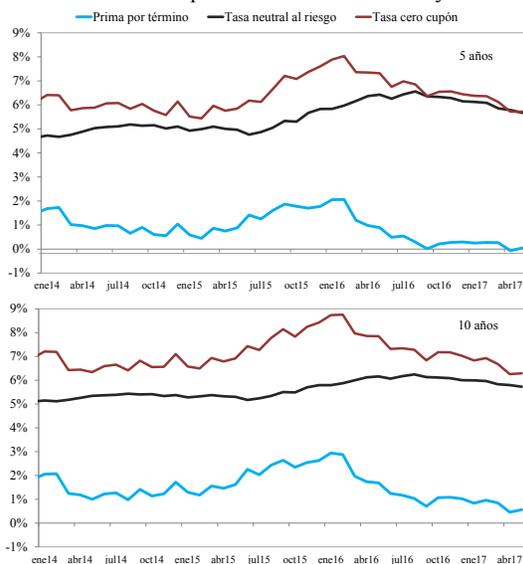
En particular, frente a la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre los fondos federales, la probabilidad de incremento en junio pasó de 61% a 91% durante el periodo. La tasa esperada para diciembre de 2017 continúa ubicándose en 1,235% (Gráfico 11). Adicionalmente, la probabilidad de que la tasa de fondos federales de la Fed se encuentre a final de año en un rango entre 1,0%-1,25% ascendió de 38% a 47%, y la probabilidad de que se ubique en uno entre 1,25%-1,5% ascendió de 36% a 38% (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%	Mayor
28Abr17	12%	38%	36%	13%	1%
25May17	4%	47%	38%	10%	1%

Fuente: Bloomberg.

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



Fuente y Cálculos: BR

Durante mayo, la prima a término de los TES en pesos se incrementó cerca de 10 p.b. a 5 y 10 años (Gráfico 12). Por su parte, la tasa neutral al riesgo disminuyó 11 p.b. para 5 años y 7 p.b. para 10 años.

En síntesis, durante lo corrido de mayo se presentó una tendencia alcista del BEI reflejando un incremento de la expectativa de inflación. Lo anterior estuvo influenciado por el aumento en la probabilidad de incremento en la tasa de fondos federales de la Fed en junio y el cambio en la demanda de TES por parte de extranjeros.

⁹ Por sus siglas en inglés, *Federal Open Market Committee*.

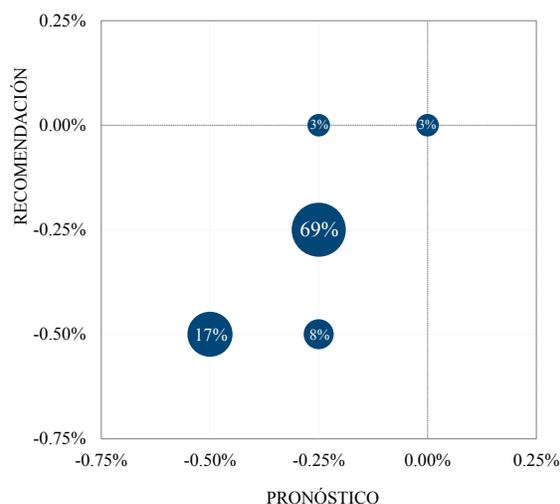
¹⁰ En particular el comunicado hizo énfasis en tres datos: i) el crecimiento del PIB de 0,7% durante el 1T17; ii) la creación de 79.000 nóminas no agrícolas durante marzo, frente a una expectativa del mercado de 180.000; y iii) la reducción en 0,14% del núcleo del PCE durante marzo.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria

Gráfico 13. Encuesta sobre TPM Anif-Citibank



Fuente: Encuestas de Citibank.

el 4% restante (1) considera que se mantendrá inalterada. Por último, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y *Citibank*¹³ se encuentra que, de las 36 entidades encuestadas, el 69% espera y recomienda que la tasa sea recortada 25 p.b, el 17% restante espera y recomienda un recorte de 50 p.b, el 8% espera un recorte de 25 p.b. pero recomienda un recorte de 50 p.b, el 3% espera un recorte de 25 p.b. pero recomienda que se mantenga inalterada, y el 3% restante espera y recomienda que la tasa permanezca inalterada (Gráfico 13).

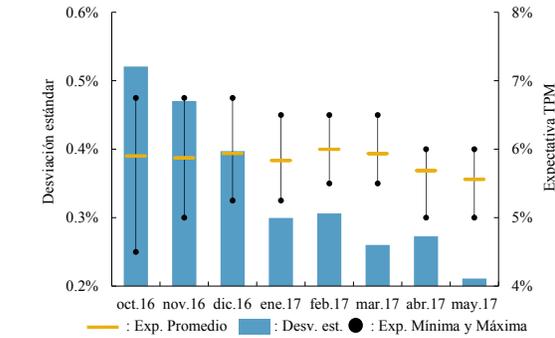
En el Gráfico 14 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2017 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*. Entre abril y mayo la tasa esperada promedio pasó de 5,69% a 5,56% (Anexo 1). En el Gráfico 15 se muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El 23 de mayo las tasa del IBR a 1, 3 y 6 meses fueron 6,21%, 5,89% y 5,62%, respectivamente, presentando caídas de 21 p.b, 14 p.b. y 7 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 mayo, llegando a ubicarse el 23 de mayo en 28 p.b, 61 p.b. y 87 p.b, respectivamente.

¹¹ Realizada entre el 8 y el 17 de mayo.

¹² Actualizada el 22 de mayo. Datos recolectados entre el 12 y el 22 de mayo.

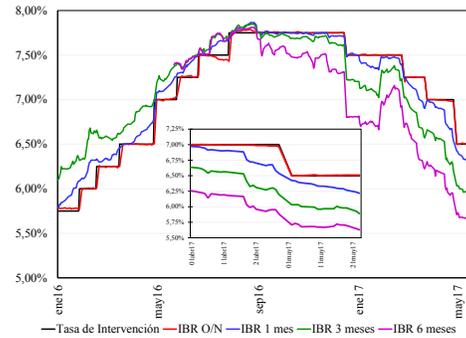
¹³ Encuestas publicadas el 22 y el 24 de mayo, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de *Citibank*. En particular, en esta ocasión Fidubogotá e Itaú respondieron en la encuesta de Anif que esperaban y recomendaban un recorte de 25 p.b, mientras que en la encuesta de *Citibank* indicaron que esperaban y recomendaban un recorte de 50 p.b. Banco de Bogotá recomendó un recorte de 25 p.b. en la encuesta de Anif y uno de 50 p.b. en la encuesta de *Citibank*. Alianza Valores pronosticó un recorte de 50 p.b. en la encuesta de Anif y uno de 25 p.b. en la encuesta de *Citibank*. Anif señaló que esperaba un recorte de 25 p.b. en la encuesta de Anif y uno de 50 p.b. en la encuesta de *Citibank*. Por último, Ultraserfinco respondió en la encuesta de Anif que esperaba un recorte de 50 p.b. pero que recomendaba que permaneciera inalterada, mientras que en la encuesta de *Citibank* señaló que esperaba y recomendaba un recorte de 25 p.b.

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



Fuente: Encuesta Citibank.

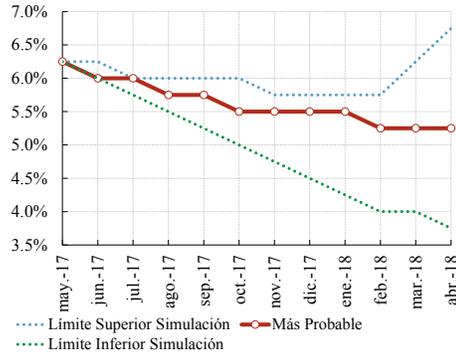
Gráfico 15. Tasa de Intervención y Tasas IBR



Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

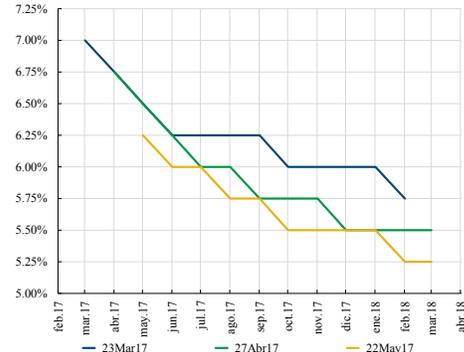
De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS, en línea con las encuestas, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia sea recortada 25 p.b. a 6,25% y que se ubique alrededor de 5,5% a finales de 2017 (Gráficos 16, 17 y Anexo 6). Adicionalmente,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

Gráfico 16. Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

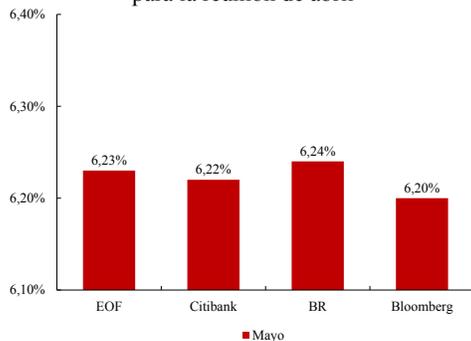
Gráfico 17. Evolución Expectativas TPM - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

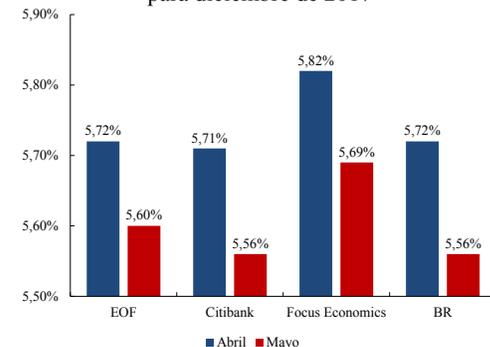
En los Gráficos 18 y 19 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a mayo y diciembre de 2017. En estas se observa que en primer lugar, en mayo las encuestas reflejan expectativas sobre reducciones promedio en la tasa de política monetaria de 28 p.b. y en segundo lugar que las tasas esperadas de política monetaria para el cierre de 2017 son inferiores a las expectativas de abril en todas las encuestas.

Gráfico 18. Expectativas de la tasa de política monetaria para la reunión de abril



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 22 de mayo con encuestas recolectadas entre el 8 y el 17 de este mismo mes, los del Citibank el 24 de mayo. La encuesta del BR se realizó entre el 10 y el 12 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 16 de mayo, con encuestas entre el 9 y el 15 de este mismo mes. Los datos de Bloomberg se actualizaron el 22 de mayo.

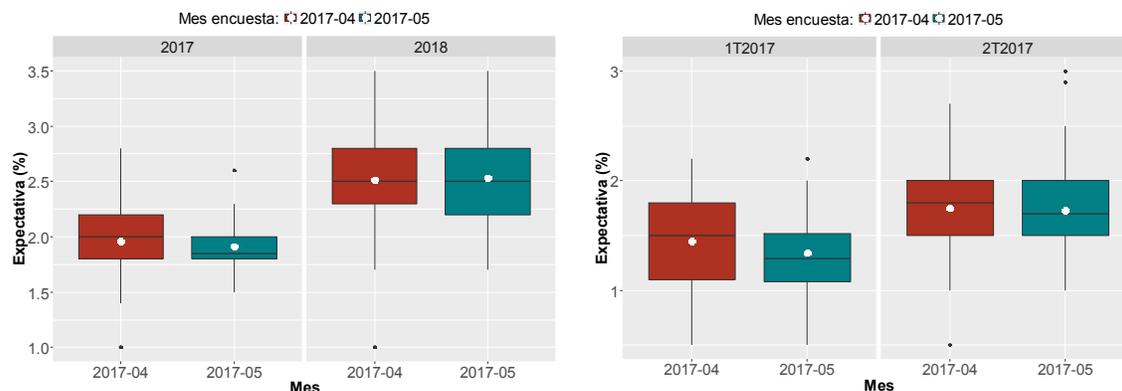
Gráfico 19. Expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2017



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 1,90% (ant: 1,95%), para el 1T17 a 1,34% (ant: 1,44%) y para el 2T17 a 1,72% (ant: 1,75%). Por su parte, para el 2018 incrementaron las expectativas de crecimiento a 2,53% (ant: 2,51%). Cabe agregar que el crecimiento del PIB para el 1T17 fue de 1,1% anual y -0,2% trimestral.

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



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 50% resaltó el crecimiento económico (ant: 40,7%), un 24,1% señaló la política monetaria (ant: 24,1%), un 12,1% los factores externos (ant: 24,1%), un 6,9% la política fiscal (ant: 3,7%), un 5,2% las condiciones sociopolíticas (ant: 3,5%) y el 1,7% restante otra razón (ant: 0%).

Adicionalmente, los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una valorización cercana a 10 p.b. (ant: desvalorización 5 p.b.)¹⁴. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una valorización cercana al 2,59% (ant: desvalorizaciones 0,33%)¹⁵.

d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países

Las expectativas de crecimiento económico para 2017 aumentaron en México, Brasil y Ecuador, descendieron en Colombia, Perú, Argentina y Sudáfrica, y se mantuvieron iguales en los demás países. Los datos de inflación de abril fueron superiores a la expectativa del mercado en Colombia, México y China, iguales en Chile y Alemania, 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 (1%-4%). Las expectativas de inflación para diciembre de 2017 aumentaron en Colombia, Perú, Argentina, India, Alemania y Noruega (Cuadro 2).

¹⁴ 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.

¹⁵ 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 Abr. 2017**		Esperada a Diciembre 2017		Vigente	Esperada a Diciembre 2017		Ultimos datos publicados***		Esperada a Diciembre 2017	
	Esp*	Obs	Abr. 2017	May. 2017		Abr. 2017	May. 2017	Esp*	Obs	Abr. 2017	May. 2017
Colombia	4,58%	4,66%	4,41%	4,44%	6,50%	5,71%	5,56%	1,1%	1,1%	2,08%	1,93%
Chile	2,7%	2,7%	2,9%	2,9%	2,50%	2,75%	2,50%	0,20%	0,10%	1,6%	1,6%
México	5,75%	5,82%	5,56%	4,78%	6,75%	7,16%	7,09%	2,7%	2,8%	1,49%	1,66%
Perú	4,00%	3,69%	2,90%	2,91%	4,00%	4,19%	3,92%	1,8%	2,1%	3,6%	3,1%
Brasil	4,10%	4,08%	4,04%	3,92%	11,25%	8,50%	8,50%	0,2%	1,1%	0,43%	0,50%
Ecuador	n.d.	1,09%	1,6%	1,40%	5,96%	5,50%	5,50%	n.d.	1,5%	0,0%	0,2%
Argentina	n.d.	29,40%	21,8%	22,1%	26,25%	16,92%	17,92%	1,0%	0,8%	2,8%	2,7%
EE.UU.	2,30%	2,20%	2,4%	2,4%	0,75%-1%	1,25%	1,50%	1,0%	0,7%	2,2%	2,2%
India	3,30%	2,99%	4,8%	4,9%	6,25%	6,20%	6,19%	6,1%	7,0%	7,3%	7,3%
Sudáfrica	6,3%	6,1%	5,3%	5,2%	7,00%	6,95%	6,95%	0,6%	0,7%	1,4%	1,3%
China	1,1%	1,2%	2,3%	2,2%	4,35%	4,37%	4,37%	6,8%	6,9%	6,5%	6,5%
Alemania	2,0%	2,0%	1,6%	1,7%	-	-	-	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Noruega	2,5%	2,2%	1,7%	2,1%	0,50%	0,55%	0,55%	0,2%	0,2%	2,0%	2,0%

Colombia: La inflación esperada, las exp. de crecimiento y de TPM se tomaron de la encuesta de Citibank publicada el 24 de mayo.

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

México: Encuesta publicada por el BCM el 2 de mayo con respuestas recibidas entre el 24 y el 27 de abril. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics de mayo.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 19 de mayo.

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

Argentina: La inflación 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 mayo.

EE.UU.: Expectativas extraídas de Bloomberg.

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

Sudáfrica: Expectativas extraídas de Bloomberg.

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

Alemania: Datos obtenidos de Bloomberg.

Noruega: Expectativas obtenidas de Bloomberg.

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

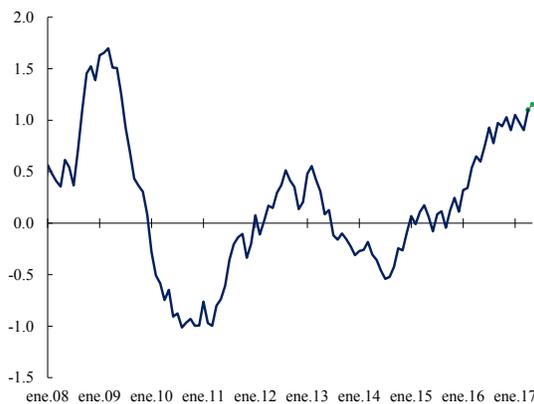
** Todos los datos corresponden al mes de abril. Excepto Sudáfrica que corresponde al mes de marzo.

*** Todos los datos corresponden al IT17, excepto Ecuador, India y Sudáfrica cuyo dato corresponden al IT17. Para Perú la información corresponde al mes de febrero. Todos los datos son YoY, excepto Noruega cuyos datos son QoQ.

3. SENTIMIENTO Y PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

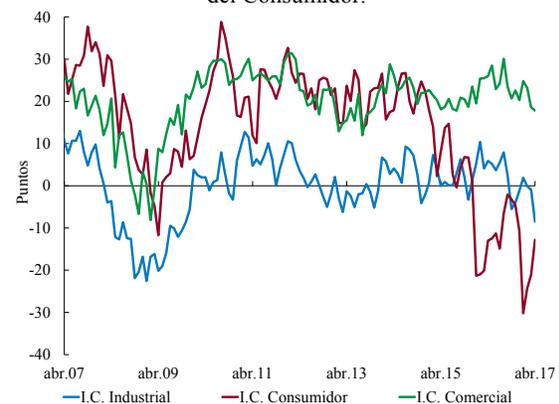
Con datos preliminares de mayo (EOF¹⁶, volatilidades¹⁷ y márgenes crediticios¹⁸) el índice de percepción de riesgo IDODM aumentó frente al de abril (Gráfico 21 y Anexo 7), lo cual se explicó por expectativas de mayor inflación¹⁹, el incremento de los márgenes entre las tasas activas frente a las de los TES para las carteras de tesorería y consumo, y la mayor volatilidad en el mercado accionario.

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.

¹⁶ Publicada el 22 de mayo.

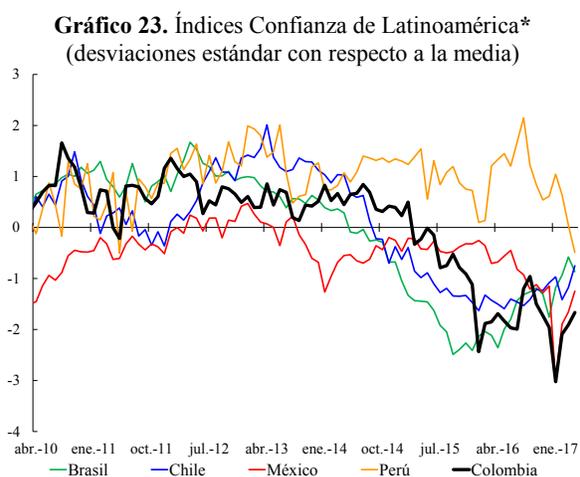
¹⁷ Datos al 19 de mayo.

¹⁸ Datos al 15 de mayo.

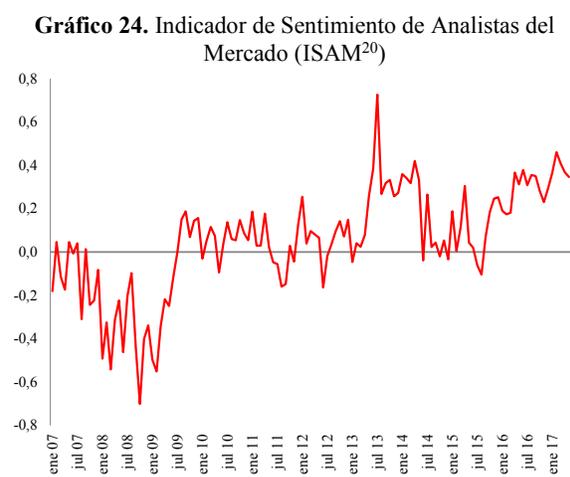
¹⁹ Según la encuesta del BR.

El índice de confianza de los consumidores mejoró pasando de -21,1% en marzo a -12,8% en abril. Este incremento en la confianza de los consumidores obedeció a una mejoría en el índice de expectativas y en el índice de condiciones económicas (Gráfico 22). Por su parte, los índices de confianza comercial e industrial en abril disminuyeron a 17,8% y -8,5%, desde 18,6% y -0,9%, respectivamente. Esta dinámica se explicó por una peor percepción económica sobre la situación actual de las empresas o negocios, en el caso de la confianza comercial, y por un menor volumen actual de pedidos en el caso de la confianza industrial (Gráfico 22). Cabe agregar que en marzo el crecimiento de la producción industrial (4,8%) y las ventas al por menor (1,9%) resultaron superiores a las expectativas del mercado (2,5% y 1,1%, respectivamente).

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 marzo y abril desmejoraron los índices de Brasil y Perú, al tiempo que mejoraron los demás. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas.



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



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

El Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) se mantuvo en terreno positivo pero disminuyó de 0,36 en abril a 0,34 en mayo (Gráfico 24). Esta reducción se dio en un contexto en donde los principales tópicos con sentimiento negativo fueron las elecciones presidenciales en Francia y las devaluaciones del dólar estadounidense²¹. Por su parte, los principales tópicos con sentimiento positivo fueron el mercado de renta variable doméstica²², la producción industrial local²³ y las revaluaciones de las monedas de la región frente al dólar de EE.UU.²⁴.

Finalmente, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados descendió. Al principio del mes se observó una tendencia a la baja ante la victoria de Emmanuel Macron en las elecciones presidenciales de Francia. En este contexto el VIX alcanzó el 8 de mayo su nivel más bajo desde 1993²⁵. El despido por parte del presidente Donald Trump de James Comey, el ex director del FBI, generó incertidumbre política en EE.UU, frente a la cual los mercados reaccionaron una vez medios de comunicación informaron que el presidente de los EE.UU había solicitado a este último que interrumpiera sus investigaciones frente a los posibles vínculos del

²⁰ 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.

²¹ Entre el 28 de abril y el 19 de mayo el índice DXY descendió 1,9%, pasando de 99,05 a 97,14.

²² Entre el 28 de abril y el 19 de mayo el Colcap se valorizó un 4,7% pasando de 1371 a 1436.

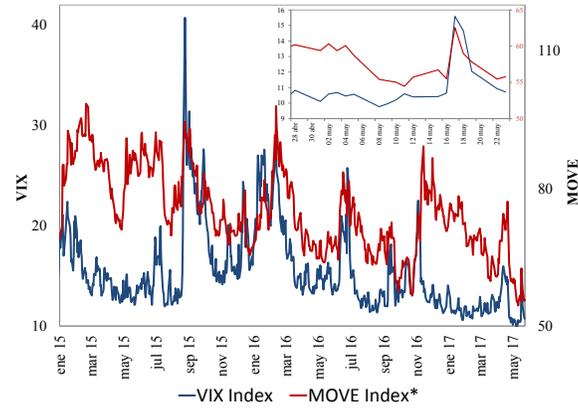
²³ El 12 de mayo se conoció que la producción industrial y las ventas minoristas aumentaron en marzo un 4,8% (esp: 2,5%; ant: -3,2%) y 1,9% (esp: 1,1%; ant: -7,2%), respectivamente.

²⁴ Entre el 28 de abril y el 19 de mayo el índice Laci presentó revaluaciones de 1,2%.

²⁵ Este día en las observaciones intradía se alcanzó un nivel de 9,71%.

Gobierno ruso en las elecciones del 2016, y ante el anuncio del Departamento de Justicia sobre la creación de un comité especial para investigar estos mismos actos. Ante este evento, el *VIX* se incrementó 52%, y posteriormente se corrigió una vez el mercado puso su atención en otros eventos (Gráficos 25 y Anexo 8).

Gráfico 25. *VIX* - *MOVE*



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 22 de mayo

1	XP Securities	6,00%	05/12/2017
2	Fiduciaria Central	6,00%	05/15/2017
3	Capital Economics	6,00%	05/22/2017
4	BBVA	6,00%	05/19/2017
5	BNP Paribas	6,00%	05/19/2017
6	Itau Unibanco	6,00%	05/19/2017
7	Bancolombia	6,25%	05/12/2017
8	Pantheon Macroeconomics	6,25%	05/19/2017
9	Corp Financiera Colombiana	6,25%	05/12/2017
10	JP Morgan	6,25%	05/17/2017
11	Finagro	6,25%	05/15/2017
12	Rabobank Intl	6,25%	05/15/2017
13	Global Securities	6,25%	05/12/2017
14	Societe Generale	6,25%	05/19/2017
15	Positiva Compania de Seguros	6,25%	05/16/2017
16	BofA Merrill Lynch	6,25%	05/19/2017
17	Banco Agrario de Colombia	6,25%	05/18/2017
18	Banco Bradesco SA	6,25%	05/22/2017
19	Casa de Bolsa	6,25%	05/12/2017
20	Banco Mizuho	6,25%	05/22/2017
21	Adecap Colombia	6,25%	05/19/2017
22	4Cast Inc	6,25%	05/19/2017
23	UBS Securities	6,25%	05/19/2017
24	BTG Pactual	6,25%	05/19/2017
25	Banco de Bogota	6,25%	05/15/2017
26	Ultraserfinco	6,25%	05/15/2017
27	Barclays	6,50%	05/19/2017

Empresa	Estimación	Fecha
Tasa	Obs.	Prob.
6,00%	6	22%
6,25%	20	74%
6,50%	1	4%
Tasa Esperada Ponderada		6,20%

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
4cast	6.25%	6.25%
AdCap	6.25%	6.25%
Alianza Valores	6.25%	6.25%
Anif	6.50%	6.50%
Asobancaria	6.25%	6.25%
Axa Colpatría	6.25%	6.25%
Banco Agrario	6.25%	6.00%
Banco Davivienda	6.25%	6.25%
Banco de Bogotá	6.25%	6.00%
Banco de Occidente	6.25%	6.25%
Banco Pinchicha	6.25%	6.25%
Banco Popular	6.25%	6.50%
Barclays Capital	6.00%	6.00%
BBVA	6.00%	6.00%
BTG Pactual	6.25%	6.25%
Camacol	6.00%	6.00%
Casa de Bolsa	6.25%	6.25%
Cede	6.25%	6.00%
Citibank	6.25%	6.25%
Colfondos	6.25%	6.25%
Corficolombiana	6.25%	6.25%
Credicorp Capital	6.25%	6.25%
Deutsche Bank	6.00%	6.00%
Fedesarrollo	6.25%	6.25%
Fidubogotá	6.00%	6.00%
Grupo Bancolombia	6.25%	6.25%
Grupo Bolívar	6.25%	6.25%
Itaú	6.00%	6.00%
JP Morgan	6.25%	6.25%
Moodys Economy	6.25%	6.25%
Nomura	6.25%	6.25%
Old Mutual	6.25%	6.25%
Profesionales de Bolsa	6.25%	6.25%
Protección	6.25%	6.25%
Ultraserfinco	6.25%	6.25%
XP Securities	6.25%	6.25%
Promedio	6.22%	6.20%
Mediana	6.25%	6.25%
STDV	0.11%	0.13%
Máximo	6.50%	6.50%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
6.75%	0%	0
6.50%	6%	2
6.25%	69%	25
Total	0%	0

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
6.75%	0%	0
6.50%	3%	1
6.25%	81%	29
Total	0%	0

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

Participantes	Mayo	2017	2018
4cast	4.49%	4.50%	3.60%
AdCap	4.44%	4.58%	3.30%
Alianza Valores	4.52%	4.80%	4.00%
Anif	4.50%	4.64%	3.30%
Asobancaria	4.40%	4.41%	3.50%
Axa Colpatría	4.50%	4.54%	3.50%
Banco Agrario	4.45%	4.38%	3.12%
Banco Davivienda	4.55%	5.17%	
Banco de Bogotá	4.40%	4.40%	3.44%
Banco de Occidente	4.48%	4.52%	4.40%
Barclays Capital	4.26%	3.90%	2.49%
BBVA	4.42%	4.27%	3.34%
BTG Pactual	4.41%	4.30%	3.30%
Casa de Bolsa	4.61%	5.60%	4.50%
Citibank	4.47%	4.00%	3.10%
Colfondos	4.46%	4.63%	3.08%
Corficolombiana	4.39%	3.90%	3.50%
Credicorp Capital	4.42%	4.30%	2.90%
Fidubogotá	4.43%	4.35%	3.51%
Grupo Bancolombia	4.42%	4.20%	3.50%
Itaú	4.42%	4.10%	3.50%
JP Morgan	4.34%	4.02%	3.86%
Moodys Economy	4.50%	4.50%	3.50%
Nomura	4.39%	4.50%	3.00%
Old Mutual	4.41%	4.44%	3.59%
Profesionales de Bolsa	4.52%	4.77%	3.41%
Ultraserfinco	4.50%	4.68%	3.63%
XP Securities	4.46%	4.05%	3.30%
Promedio	4.45%	4.44%	3.45%
Mediana	4.45%	4.43%	3.50%
STDV	0.07%	0.37%	0.41%
Máximo	4.61%	5.60%	4.50%
Mínimo	4.26%	3.90%	2.49%

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

GRÁFICO 1. TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANREP



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

Rango • Mediana

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 9 y el 15 de mayo

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

Tasa	Obs.	Prob.
5,25%	2	7,69%
5,50%	12	46,15%
5,75%	4	15,38%
6,00%	7	26,92%
6,25%	0	0,00%
6,50%	1	3,85%
Media		5,69%
Mediana		5,50%

Cuadro A1.5. Encuesta de Expectativas del Focus Economics Sobre la Inflación para 2017
Encuestas realizadas entre el 9 y el 15 de mayo

	Empresa	Estimación
1	Kiel Institute	3,50%
2	BMI Research	3,80%
3	Barclays Capital	3,89%
4	Banco Bradesco	3,90%
5	Corficolombiana	3,90%
6	JPMorgan	3,90%
7	Citigroup Global Mkts	4,00%
8	BBVA Research	4,07%
9	CorpBanca Económico	4,10%
10	Itaú BBA	4,10%
11	Bancolombia	4,20%
12	Credit Suisse	4,24%
13	UBS	4,30%
14	BTG Pactual	4,30%
15	Credicorp Capital	4,30%
16	EIU	4,30%
17	Fedesarrollo	4,30%
18	HSBC	4,30%
19	Polinomics	4,30%
20	Santander	4,30%
21	Oxford Economics	4,40%
22	Deutsche Bank	4,40%
23	Goldman Sachs	4,40%
24	Banco de Bogotá	4,44%
25	Capital Economics	4,50%
26	Nomura	4,50%
27	Société Générale	4,50%
28	ANIF	4,60%
29	Positiva Compañía de Seguros	4,60%
30	Ultraserfinco	4,64%
31	Ecoanalítica	4,65%
32	Frontier Strategy Group	4,80%
33	Banco Davivienda	5,17%

Tasa	Obs.	Prob.
3,5% - 4%	6	18,18%
4% - 4,5%	18	54,55%
4,5% - 5%	8	24,24%
5,0%-5,5%	1	3,03%
Media		4,29%
Mediana		4,30%

Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de marzo, en promedio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -9 p.b, 2 p.b. y -4 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que los TES UVR presentaron variaciones promedio de 2 p.b, -5 p.b. y -2 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Las valorizaciones de los TES en pesos en el tramo corto reflejan que la decisión no era esperada por el consenso del mercado.

El Dane publicó el 5 de mayo la variación del índice de precios al consumidor de abril del 2017, ubicándose en 0,47% mes a mes. Dicho resultado fue superior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,38%) y al dato extraído de la encuesta del BR (0,38%), pero inferior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2016 (0,50%). La variación anual fue 4,66%²⁶ (esp: 4,58%). Como resultado, entre el 5 y el 8 de mayo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 1 p.b, 6 p.b. y 4 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR en promedio presentaron variaciones de -7 p.b, -4 p.b. y -2 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Según algunos analistas del mercado, lo anterior pudo afectar las expectativas sobre futuros recortes de la tasa de referencia en la medida que confirmó las preocupaciones del BR sobre el grado de indexación de la economía y persistencia de los precios, ampliando la disyuntiva entre crecimiento e inflación.

El 16 de mayo, el jefe de *Moody's* para América Latina, indicó en una conferencia organizada por la firma que el *Outlook* crediticio de Colombia podría ser recortado a *negativo* ante la falta de credibilidad del Gobierno y el débil crecimiento económico. En particular, destacó que los inversionistas no confían plenamente en las promesas del Gobierno, que espera que el crecimiento caiga por debajo del 2% este año y que Colombia es uno de los pocos países que tiene déficit tanto fiscal como de cuenta corriente. Entre el 15 y el 16 de mayo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 0 p.b, 6 p.b. y 3 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR en promedio presentaron variaciones de -1 p.b, 5 p.b. y 3 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

El 19 de mayo se dio a conocer el dato de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para el primer trimestre del año, ubicándose en 1,1% anual, en línea con lo esperado por los analistas. Entre el 18 y el 19 de mayo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -1 p.b, -8 p.b. y -5 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR en promedio presentaron variaciones de -5 p.b, -2 p.b. y -2 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Además, estas valorizaciones pudieron estar relacionadas con menor percepción de riesgo global y el avance en los precios del petróleo.

El 17 de mayo se venció un TES UVR que junto con el pago de su cupón totalizó \$6994 mm. Adicionalmente, para el mes de mayo se realizaron pagos de cupones por \$1741,4 mm del TES en pesos que vence el 4 de mayo de 2022, y por \$337,7 mm correspondiente al título UVR que vence el 7 de mayo de 2025. En lo corrido de 2017 el valor de las emisiones de bonos de largo plazo ha sido \$18609 mm y de TES de corto plazo por \$4000 mm²⁷.

En lo corrido de mayo, el monto promedio diario negociado ha sido \$6,5 billones²⁸, superior al observado el mes anterior (\$5 billones), así como al registrado en mayo de 2016 (\$4,6 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 22% al 24%, seguidos por los que vencen en mayo de 2022 cuya participación pasó de 10% a 14% (Gráfico A2.2).

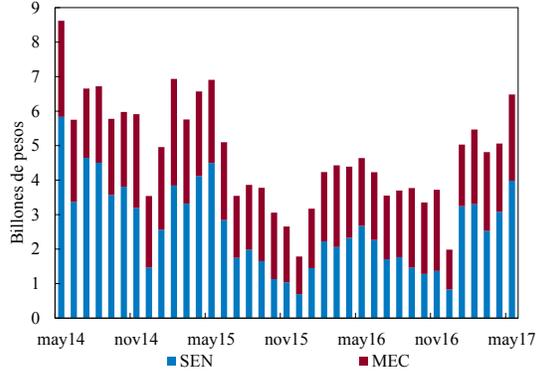
²⁶ Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2016 (7,93%).

²⁷ Con datos al 19 de mayo. De los TES de largo plazo \$12120 mm corresponden a bonos en pesos y \$6489 mm a bonos denominados en UVR.

²⁸ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

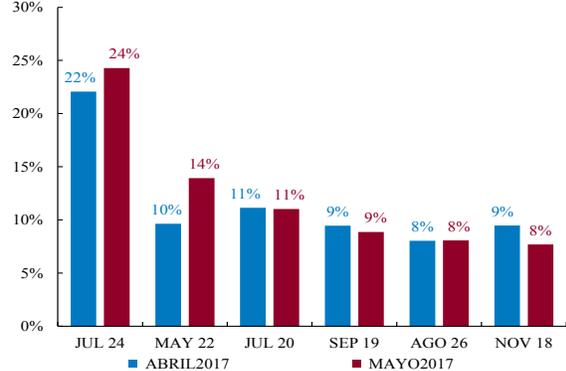
En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos con vencimiento en 2024 y el UVR con vencimiento en 2019. Se tiene que desde el 28 de abril de 2017 y hasta el 22 de mayo, los montos de negociación de estos títulos aumentaron frente al mes anterior y se situaron la mayoría de días entre los percentiles 80 y 99 para el caso de los TES en pesos y entre 60 y 99 para los TES UVR.

Gráfico A2.1. Monto Promedio Diario Negociado de TES



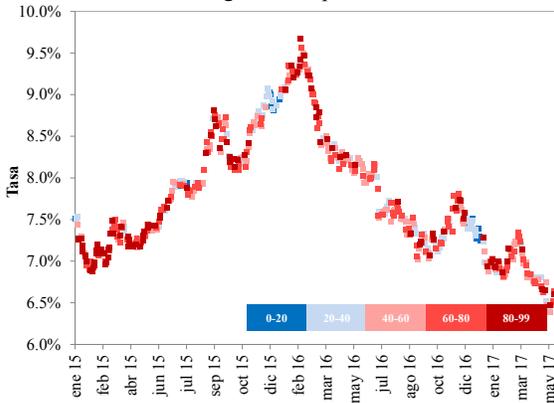
Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 24 de abril de 2017.

Gráfico A2.2. TES más transados



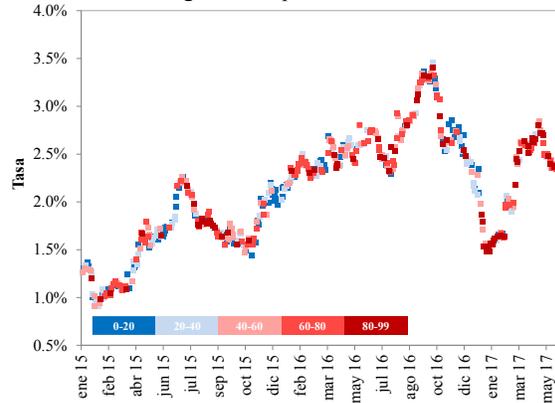
Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

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 y UVR en mayo disminuyó. Para los títulos de cotización obligatoria denominados en pesos, el promedio se ubicó en 1,81 p.b. (Abril: 2,12 p.b, Gráfico A2.5), mientras que para los TES denominados en UVR se ubicó en 2,47 p.b. (Abril: 2,49 p.b, Gráfico A2.6). La profundidad de estos mercados (Gráficos A2.7 y A2.8), respecto al promedio de abril, se incrementó en \$22 mm para los títulos en pesos y \$0,7 mm para los TES UVR. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos pasó de \$141 mm a \$166 mm mientras que en TES UVR subió de \$68 mm a \$70 mm en mayo.

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

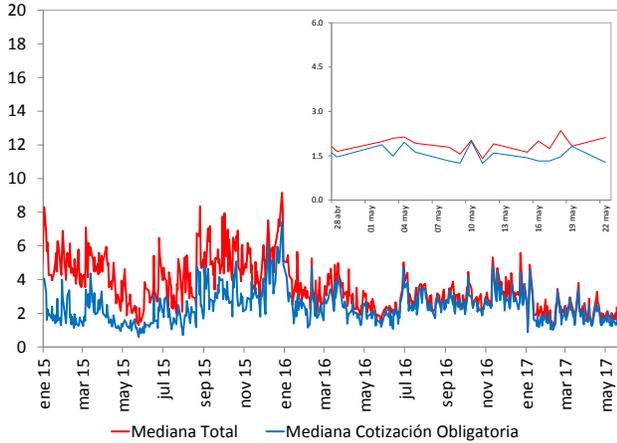
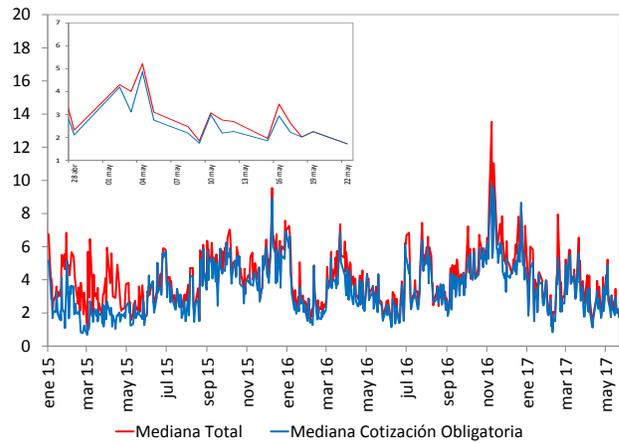


Gráfico A2.6. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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

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

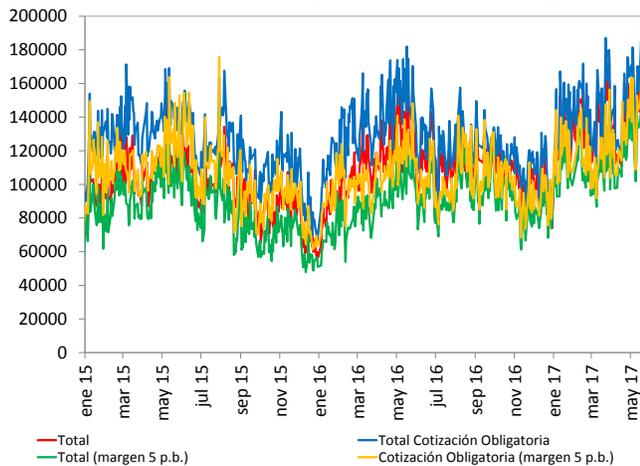
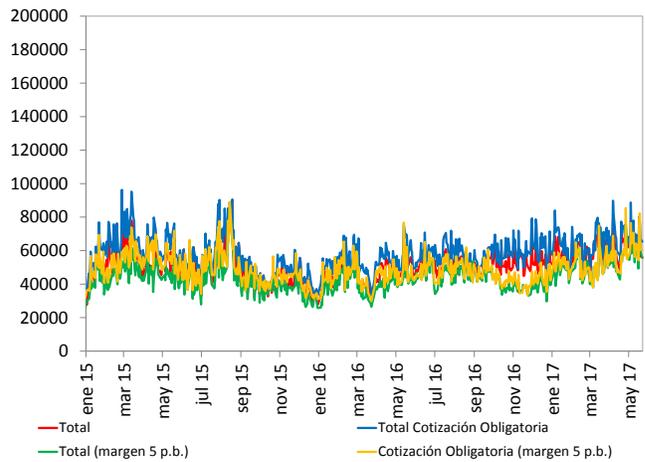


Gráfico A2.8. Profundidad promedio de los TES en UVR*

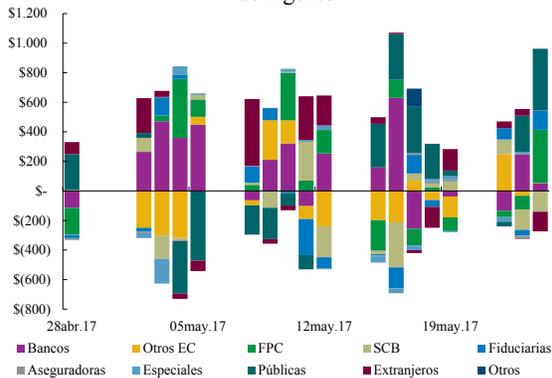


Fuente y Cálculos: Banco de la República.* Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total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

Anexo 3. Inversionistas en el Mercado de Deuda Local

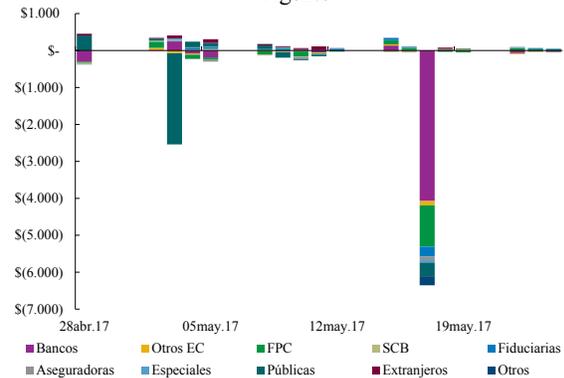
Desde la última reunión de la JDBR los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los bancos comerciales (\$2817 mm, principalmente en los tramos corto y medio), los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$1053 mm, tramos corto y medio) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$963 mm, tramo largo), al tiempo que los principales vendedores fueron las corporaciones financieras (\$1074 mm, tramos medio y largo) y las sociedades comisionistas de bolsa en posición propia (\$604 mm, tramo corto). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$413 mm, tramos medio y largo), al tiempo que los principales vendedores fueron los bancos comerciales (\$4061 mm, tramo corto), las entidades públicas (\$2608 mm, tramo corto) y los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$987 mm, tramo corto) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2). Cabe destacar que las ventas netas de TES UVR 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 \$5975 mm. Adicionalmente, desde el 28 de abril registraron compras netas por \$502 mm, \$268 mm y \$283 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

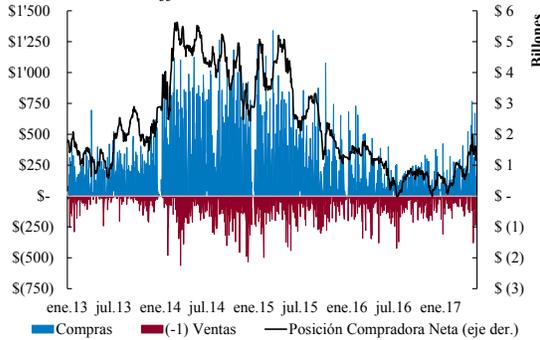
Cuadro A3.1. Compras Netas de TES en Pesos (Azul) y TES UVR (Amarillo)* (Valor Nominal en Miles de Millones de Pesos)

	Corrido		Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramos			Desde la Última Reunión de la JDBR
	2017	2017	Corto	Medio	Largo		Corto	Medio	Largo	
Bancos Comerciales	6.274	(4.258)	965	1.270	582	2.817	(4.243)	270	(88)	(4.061)
Compañía de Financiamiento Comercial	(3)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(641)	(6)	(206)	(623)	(245)	(1.074)	(40)	(111)	(30)	(181)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	5.630	(4.264)	760	646	337	1.743	(4.283)	159	(118)	(4.242)
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(94)	(3)	8	20	(23)	5	(2)	-	-	(2)
Terceros	1.205	2.692	(23)	474	512	963	(1.597)	47	563	(987)
Pasivos Pensionales	237	1.535	(22)	359	355	692	(1.303)	(16)	389	(930)
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	1.112	2.690	(15)	494	490	968	(1.600)	47	563	(990)
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	(1.127)	(12)	(369)	22	(257)	(604)	51	11	10	72
Terceros	111	(16)	36	(12)	130	154	(97)	(16)	(14)	(127)
Extranjeros	(1)	(0)	-	-	-	-	(0)	-	-	(0)
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(1.016)	(28)	(334)	11	(127)	(450)	(46)	(4)	(4)	(55)
Sociedades Fiduciarias										
Propia	(75)	1	(13)	(2)	(23)	(38)	(12)	7	25	20
Terceros	7.662	669	278	350	664	1.293	(592)	239	595	241
Extranjeros***	5.990	601	502	268	283	1.053	(0)	240	173	413
FIC	919	57	(253)	96	(6)	(163)	(83)	10	-	(73)
Pasivos Pensionales	(223)	(115)	23	(90)	197	129	(324)	(86)	209	(202)
Total Sociedades Fiduciarias	7.587	670	266	348	641	1.256	(605)	246	620	261
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	76	(5)	(10)	11	(14)	(14)	(166)	9	(75)	(232)
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	76	(5)	(10)	11	(14)	(14)	(166)	9	(75)	(232)
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	7.759	3.326	(93)	864	989	1.760	(2.416)	298	1.103	(1.015)
Total Entidades Financieras Especiales**	(510)	(75)	(135)	(12)	(8)	(154)	(21)	70	92	141
Total Entidades Públicas****	2.361	(2.385)	267	(676)	859	451	(2.671)	-	62	(2.608)
Otros*****	(29)	(229)	-	(7)	133	126	(247)	2	4	(241)
Extranjeros	(14)	(0)	-	-	-	-	-	-	(0)	(0)
TOTAL MOVIMIENTO NETO	15.212	(3.628)	800	816	2.311	3.927	(9.638)	529	1.143	(7.966)

Fuente: BR. Información actualizada al 24 de mayo 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). ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

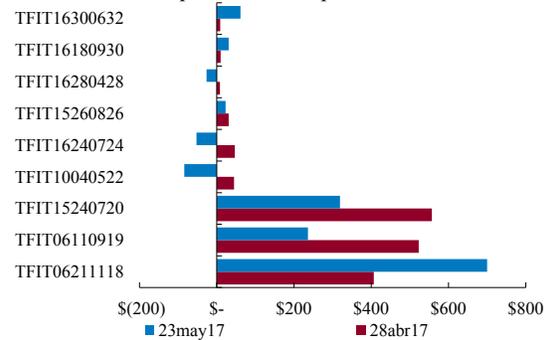
Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$4411 mm y ventas por \$1814 mm²⁹, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$430 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$1637 mm el 28 de abril a \$1208 mm el 23 de mayo de 2017. Durante el periodo analizado, la posición compradora neta aumentó para los TES con vencimiento en noviembre del 2018, septiembre de 2030 y junio del 2032, y disminuyó para las demás referencias (Gráfico A3.4).

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



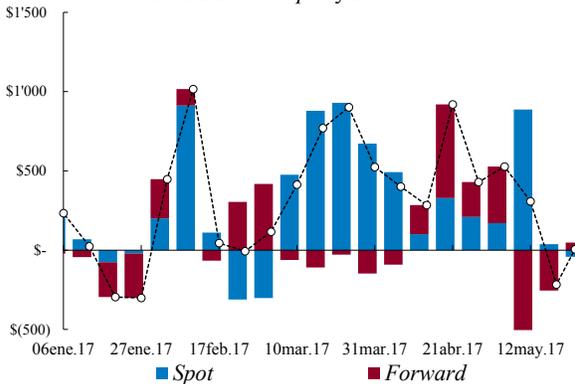
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



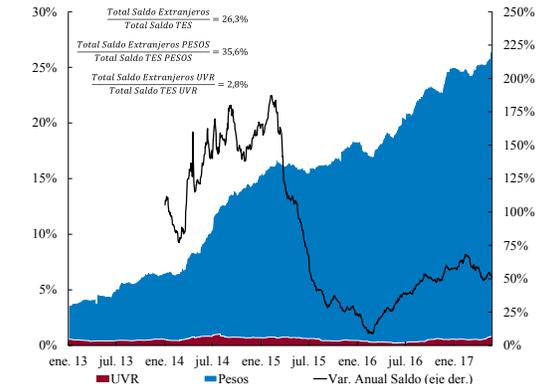
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

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



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

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



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

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

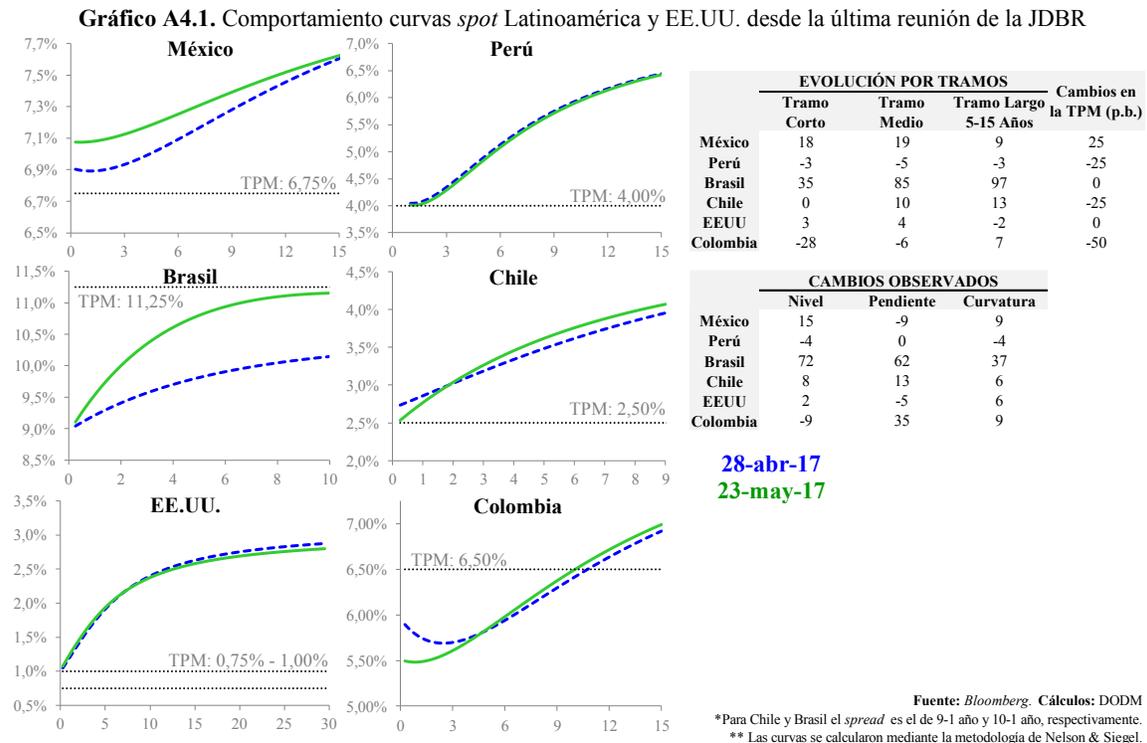
	2016			Corrido de 2017			Abr-17			Corrido de May-17		
	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL	Spot	Forward	TOTAL
Sistema Financiero*	\$ (5'293)	\$ 617	\$ (4'676)	\$ 5'630	\$ (569)	\$ 5'062	\$ 1'216	\$ (903)	\$ 313	\$ 1'743	\$ 430	\$ 2'172
Offshore	\$ 20'884	\$ (617)	\$ 20'267	\$ 5'975	\$ 569	\$ 6'544	\$ 1'131	\$ 903	\$ 2'034	\$ 1'053	\$ (430)	\$ 623

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 23 y el 24 de mayo 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*.

²⁹ Al tiempo que registraron vencimientos de contratos de compra de TES por \$4569 mm y de venta por \$1543 mm. Datos actualizados al 18 de abril de 2017.

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

En este periodo (28 de abril al 23 de mayo de 2017) los títulos de deuda pública de la región presentaron un comportamiento heterogéneo ante eventos idiosincráticos, la dinámica del precio de los *commodities* y por sorpresas en la política monetaria de algunos países de la región. En primer lugar, se valorizaron el tramo corto y medio de Colombia y Perú, y el tramo largo de Perú y EE.UU. Por su parte se presentaron desvalorizaciones en todos los tramos de la curva de México y Brasil, en el tramo medio y largo de Chile, en el tramo corto y medio de EE.UU., y en el tramo largo de Colombia.



Los *treasuries* presentaron inicialmente desvalorizaciones ante los resultados positivos en el mercado laboral, la menor demanda de activos refugio ante la reducción de la percepción de riesgo a nivel internacional de los mercados y los comunicados de la Fed sobre la posibilidad de una política monetaria más contractiva. Posteriormente, esta tendencia se revirtió ante la incertidumbre política generada por los posibles vínculos entre el Gobierno de Donald Trump y Rusia, y el dato de inflación inferior a las expectativas para el mes de abril. Así pues, durante el periodo, los *treasuries* presentaron desvalorizaciones en su tramo corto de 4 p.b., y valorizaciones en su tramo medio y largo de 2 p.b. y 5 p.b., respectivamente.

Hasta el 11 de mayo se observa una tendencia de desvalorizaciones en todos los tramos de los *treasuries* ante diversos eventos que fortalecieron las expectativas reflacionarias en EE.UU. y las proyecciones de una mayor demanda agregada por posibles incrementos en el gasto fiscal y reducciones en las tasas de tributación por parte del Gobierno Trump. En primer lugar, el FOMC señaló en su comunicado de la reunión realizada en la primera semana de mayo que el comportamiento decepcionante de la economía estadounidense durante el 1T17 era probablemente transitorio³⁰, con lo cual esperaban que el crecimiento de la economía se acelerara en el 2T17. Esto

³⁰ En particular el comunicado hizo énfasis en tres datos: i) el crecimiento del PIB de 0,7% durante el 1T17 (publicado el 28 de abril); ii) la creación de 79.000 nóminas no agrícolas durante marzo, frente a una expectativa del mercado de 180.000; y iii) la reducción en 0,14% del núcleo del PCE durante marzo.

último fue interpretado por el mercado como una señal de posibles incrementos en la tasa de fondos federales durante la reunión de junio, lo cual se vio reflejado en un empujamiento de la senda proyectada por el mercado y en un incremento de la probabilidad descontada de aumentos para esta reunión desde el 67% hasta el 94%. En segundo lugar, durante abril el mercado laboral mostró un fortalecimiento ante la inesperada reducción en la tasa de desempleo a un nivel de 4,4% (esp: 4,6%), la reducción del subempleo a 8,6% desde 8,9% y el incremento en 211.000 nóminas no agrícolas, frente a una expectativa de 190.000 y una observación anterior de 79.000. Ante estos datos, la probabilidad descontada de incrementos en la tasa de fondos federales durante la reunión de junio pasó al 100%. En tercer lugar, la victoria de Emmanuel Macron redujo la percepción de riesgo de los mercados a nivel internacional y desalentó la demanda de *treasuries* como activo refugio (Ver Anexo 8). En cuarto lugar, la Cámara de Representantes de EE.UU. aprobó el proyecto de ley que reforma el sistema de salud vigente (*Obamacare*) y autorizó el incremento del gasto público en USD 1.1 billones para que el Gobierno pudiera seguir operando después de septiembre, con lo cual, la credibilidad del mercado se fortaleció sobre los proyectos fiscales del Gobierno de Donald Trump. Cabe agregar que el anuncio del Departamento del Tesoro sobre la posible emisión de *treasuries* con vencimiento a 50 o a 20 años contribuyó a las desvalorizaciones observadas en el tramo largo.

Una vez publicado el 12 de mayo el dato de inflación inferior a las expectativas para el mes de abril (obs: 2,3%, esp: 2,4) esta tendencia se revirtió y se presentaron valorizaciones en los *treasuries* soportadas por la incertidumbre política en EE.UU, con lo cual se debilitaron las expectativas reflacionarias de este país y las proyecciones sobre políticas fiscales expansivas por parte del Gobierno Trump. Este contexto de incertidumbre política inició con el despido por parte de Donald Trump de James Comey, el director del FBI, el 10 de mayo, frente al cual el mercado reaccionó a partir del 17 de mayo, una vez se dio a conocer en el *New York Times* que Trump le había sugerido a este último que pasara por alto la investigación entre la campaña de Donald Trump y el Gobierno ruso. Igualmente, este mismo día se dio a conocer que el Departamento de Justicia nombre un comité especial para investigar la intervención de Rusia en las elecciones presidenciales del 2016.

Como se verá en el Anexo 8, las acusaciones frente al Gobierno Trump por sus posibles relaciones con el Gobierno ruso generaron un fuerte incremento en la percepción de riesgo a nivel internacional que vino acompañada de desvalorizaciones en los mercados bursátiles³¹ y devaluaciones en el dólar frente a sus pares³². Cabe resaltar que ante las dinámicas de la última semana, el mercado cambiario de EE.UU. y el mercado de deuda pública -teniendo en cuenta los dos incrementos realizados por la FED- han descontado el efecto posterior a las elecciones presidenciales en este país³³. El mercado accionario es el único que ha mantenido sus incrementos, en donde, desde las elecciones, el S&P500 ha aumentado un 11,7%.

En Brasil, hasta el 17 de mayo se observaron valorizaciones en los tramos corto, medio y largo de 27 p.b, 40 p.b. y 19 p.b, respectivamente. Esta dinámica estuvo favorecida por resultados macroeconómicos favorables y por expectativas frente a proyectos legislativos que favorecerían el crecimiento económico. En primer lugar, frente a los datos macro se observó: i) un índice de precios al consumidor (IPCA) en abril de 0,14%, inferior a la expectativa de 0,15% del mercado; ii) un PMI superior a 50 –umbral de expansión- por primera vez desde enero de 2015; y iii) un crecimiento en el IT17 de 1,12% superior a la expectativa del mercado de 0,95%. En segundo lugar, frente a los proyectos legislativos se encuentran en trámite frente al Congreso la Ley de Bancarrotas, la reestructuración del sistema pensional y la reforma laboral, que de acuerdo al Ministerio de Hacienda permitirían una expansión del PIB a un ritmo anual entre 3,5% y 4% sin necesidad de

³¹ El 17 de mayo se presentaron desvalorizaciones de los índices Down Jones, S&P500 y Nasdaq de 1,77%, 1,81% y 2,57%, respectivamente.

³² El 17 de mayo se presentaron devaluaciones en el índice DXY de 0,54%.

³³ Desde el periodo anterior a las elecciones presidenciales los *treasuries* han presentado valorizaciones en sus tramos corto, medio y largo de aproximadamente 50 p.b, 41 p.b. y 29 p.b, respectivamente.

choques inflacionarios. El 18 de mayo se conocieron pruebas de un posible escándalo de corrupción del presidente Michel Temer. Ante este anunció los mercados financieros de este país presentaron desvalorizaciones en el tramo corto, medio y largo de su curva de 108 p.b, 168 p.b. y 176 p.b, respectivamente. De igual forma, este mismo día el real se devaluó 7,5% frente al dólar, el índice Bovespa cayó 8,7% y los CDS aumentaron un 28,95%.

Las desvalorizaciones observadas en la curva de México estuvieron en línea con el mercado cambiario y la dinámica de los *Treasuries*, presentado desvalorizaciones al principio del periodo y valorizaciones en la última semana. Estas valorizaciones de la segunda parte del periodo se corrigieron ante el inesperado incremento en 25 p.b. en la tasa de política monetaria del Banco Central³⁴.

La dinámica del mercado de deuda pública en Chile estuvo influenciada por el precio del cobre y coincidió durante gran parte del periodo con el comportamiento de la tasa de cambio. En particular, hasta el 8 de mayo el precio del cobre cayó 3,8%. En estos primeros días del mes el peso chileno se devaluó frente al dólar un 1,6% y los tramos corto, medio y largo de la curva se desvalorizaron 6 p.b, 10 p.b. y 7 p.b, respectivamente. Posteriormente, a pesar del incremento en el precio del cobre³⁵, las desvalorizaciones se mantuvieron ante el comportamiento del PIB durante el 1T17, el cual con su crecimiento de 0,1% (esp: 0,2%) presentó el peor desempeño desde el 2009 ante el efecto de la reciente huelga minera. Cabe agregar que el 18 de mayo el Banco Central de Chile redujo de forma inesperada³⁶ la tasa de política monetaria en 25 p.b, lo cual no se vio reflejado en la curva de este país.

Las valorizaciones en la curva de Perú estuvieron influenciadas por los datos macroeconómicos positivos de este país con datos de inflación inferiores a las expectativas³⁷, crecimiento en las exportaciones³⁸, crecimiento superior a las expectativas en el producto³⁹ y una reducción sorpresiva de 25 p.b. en la tasa de política monetaria por parte del Banco Central⁴⁰.

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes⁴¹ (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 Latinoamérica (-1,1%). El índice *Total GBI-EM Global* disminuyó 0,2% y el de Colombia aumentó 0,2%.

Adicionalmente, el IIF⁴² estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en abril por US\$20,56 mm. En particular, estimó entradas netas de los mercados de renta variable por US\$6,76 mm y de US\$13,80 mm en los mercados de renta fija. Sin embargo, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó salidas netas por US\$0,04 mm (Gráfico A4.3).

³⁴ En promedio el mercado esperaba un incremento de 10 p.b.

³⁵ Entre el 8 y el 19 de mayo el precio del cobre aumentó un 2,4%.

³⁶ En promedio el mercado esperaba un recorte de 9 p.b.

³⁷ El 2 de mayo se conoció que el índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana disminuyó 0,26% m/m, mientras el mercado esperaba un incremento de 0,03% m/m. Por su parte, la variación de los últimos doce meses fue de 3,69% a/a, mientras la expectativa del mercado era de 4% a/a.

³⁸ En marzo las exportaciones crecieron 12,92% ante los mayores envíos de productos tradicionales (15,22%) como el cobre, zinc, hierro, estaño y plata y los no tradicionales (6,91%) como los productos textiles, pesqueros y siderometalúrgicos.

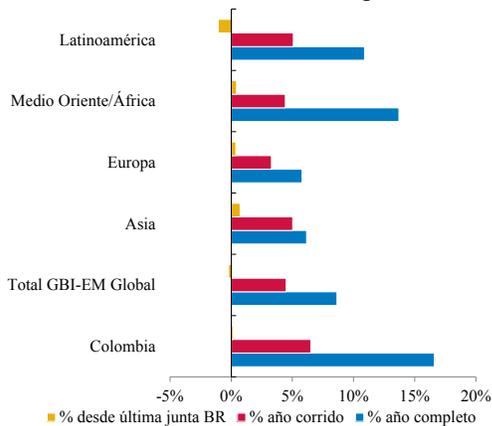
³⁹ Durante marzo la economía peruana creció 0,71%, lo cual aunque representa el menor avanza mensual desde noviembre del 2014, resultó superior a las expectativas del mercado de 0%. De igual forma, en el 1T17, la actividad productiva del Perú se expandió 2,08% a/a, mientras el mercado esperaba un crecimiento del 1,8% a/a.

⁴⁰ El 12 de mayo el Banco Central redujo en 25 p.b. la tasa de política monetaria a un nivel del 4%, mientras en promedio el mercado esperaba una reducción de 13 p.b.

⁴¹ 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.

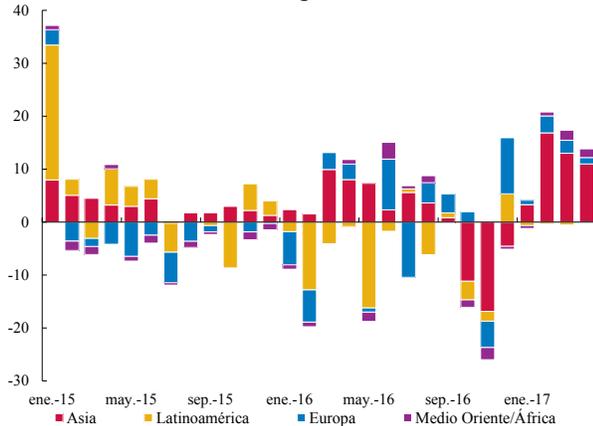
⁴² Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

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



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

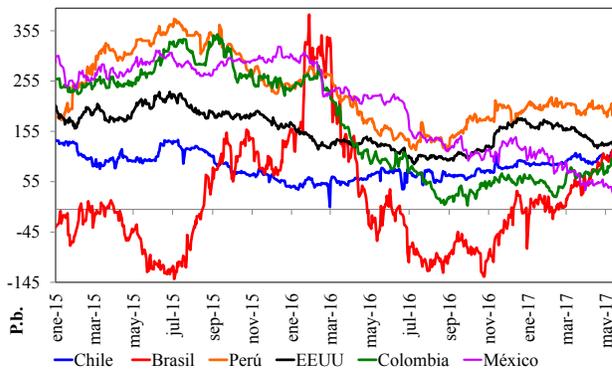
Gráfico A4.3: Flujos de Portafolio hacia Renta Fija Economías Emergentes



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

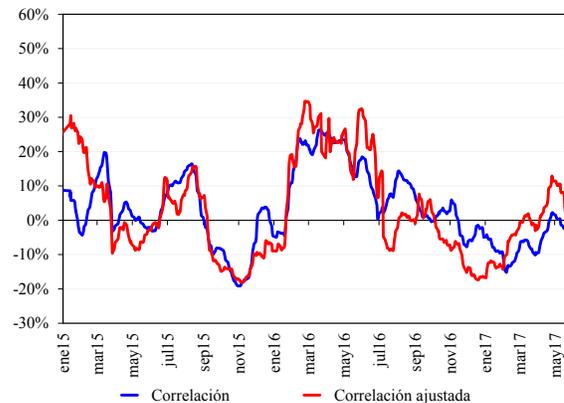
El Gráfico A4.4 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia aumentó a 99 p.b. Las pendientes de Perú, Brasil, Chile y México se sitúan en 190 p.b, 178 p.b, 96 p.b. y 31 p.b, respectivamente.

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



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

Gráfico A4.5. Correlación Pendientes Región

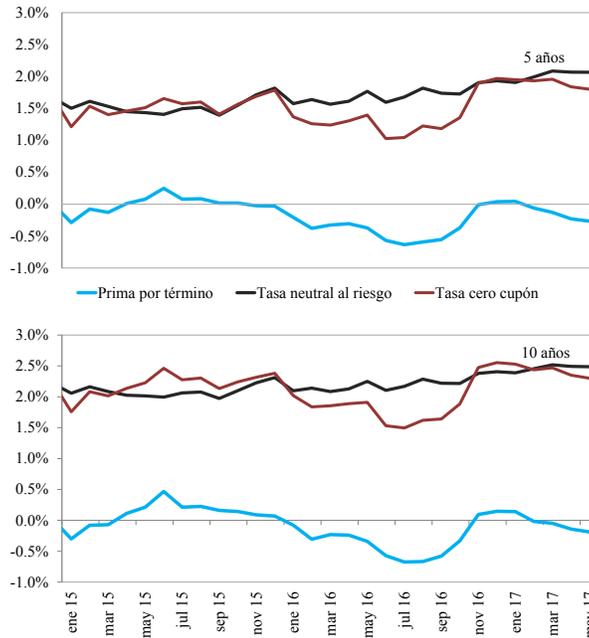


Fuente: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

En el Gráfico A4.5 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha aumentado y se encuentra actualmente en -2,23%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (*VIX* y pendiente de Estados Unidos - línea roja) se encuentra en 2,40%. 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 4 p.b. para los plazos a 5 y 10 años, y se situó en -0,27% y -0,19% a 5 y 10 años, respectivamente. La tasa neutral al riesgo de estos títulos se contrajo cerca 4 p.b. para 5 y 10 años (Gráfico A4.6).

Gráfico A4.6. Prima por vencimiento Treasuries.



Fuente y Cálculos: Fed.

Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

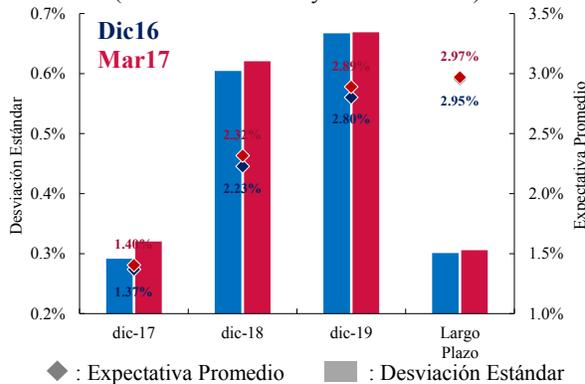
En sus reuniones ordinarias los bancos centrales de Noruega (0,5%), Nueva Zelanda (1,75%) y Australia (1,5%) mantuvieron sus tasas de intervención sin modificación, en línea con las expectativas del mercado. Así mismo, el Banco Central del Reino Unido mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0,25%, de acuerdo a lo anticipado por los analistas. Al respecto, el organismo decidió de forma unánime continuar con sus medidas de estímulo adicionales, conformadas por la adquisición de £10 billones en bonos corporativos con grado de inversión y la expansión del esquema de compras de bonos gubernamentales en £60 billones, de tal forma que el saldo objetivo continúa siendo de £435 billones. Después de haber presentado un débil desempeño de la demanda agregada en el 1T17, el Comité espera que se mantengan los bajos niveles de crecimiento para este año, teniendo en cuenta una reducida demanda doméstica, como reflejo del impacto de la pasada depreciación de la libra esterlina sobre el ingreso y el gasto de los hogares. Sin embargo, el mejor desempeño en términos de comercio internacional podría mejorar los niveles de consumo. Por otro lado, se espera que el crecimiento de la inversión en 2017 sea mejor a las proyecciones anteriores. La inflación se ha ubicado por encima del objetivo de 2%, por el impacto que ha tenido la depreciación de la libra esterlina sobre los precios al consumidor, sin embargo dichos efectos se han mitigado con el crecimiento por debajo de lo esperado de los salarios. Se espera que el nivel de precios se encuentre cerca del 3% en el 4T17.

En otro escenario, el 3 de mayo de 2017 la Fed mantuvo inalterado su rango de tasa de interés de referencia en 0,75% - 1%, tal como lo anticipaba el mercado. Así mismo, mantuvo su política de reinversión de los activos que hacen parte de su programa de estímulo. El organismo señaló en su comunicado que desde su última reunión en marzo, el mercado laboral ha seguido fortaleciéndose a pesar de la desaceleración de la actividad económica. El gasto de los hogares creció a un ritmo modesto, sin embargo los fundamentales que sustentan el crecimiento del consumo permanecen sólidos. La inversión sigue siendo firme. De otra parte, la inflación a 12 meses ha mostrado niveles cercanos a la meta a largo plazo del Comité de 2%, pero al excluir precios de alimentos y bienes energéticos, la inflación se redujo en marzo y continúa por debajo de la meta. A pesar de lo anterior,

las expectativas inflacionarias a largo plazo presentaron cambios menores. Finalmente, el Comité indicó que el deterioro en el crecimiento económico durante el 1T17 es transitorio y espera que ajustes graduales en materia de política monetaria ayuden en la recuperación de la actividad económica, en las condiciones del mercado laboral y a estabilizar la inflación en el mediano plazo alrededor de su meta.

De acuerdo a las minutas del FOMC algunos miembros de la Fed apoyan una futura contracción de la política monetaria, así como la disminución gradual de la hoja de balance si la información económica sigue en línea con las expectativas. Se espera que la política de reinversión empiece a presentar reducciones este año por medio de un proceso pasivo y predecible. Así mismo, los miembros ven un panorama global positivo y esperan que los factores que generaron un débil desempeño en los datos recientes de inflación y producto sean transitorios.

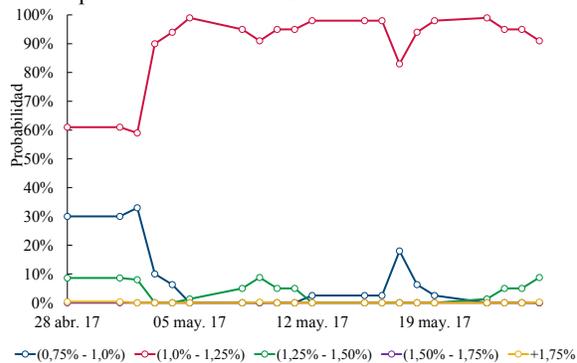
Gráfico A5.1. Pronósticos de la Fed de la Tasa de los Fondos Federales (Diciembre de 2016 y Marzo de 2017)



Fuente: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

para la reunión de diciembre de 2017 (Gráfico A5.3). Además, según lo publicado por *CME Group Inc.*⁴⁴, con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de la Fed de diciembre de 2017 la probabilidad de que el rango de tasas se ubique entre 0,75% y 1,0% es 5,5% (ant.: 8,4%), la de uno entre 1,0% y 1,25% es 44,3% (ant.: 35,6%), la de uno entre 1,25% y 1,5% es 39,1% (ant.: 38,4%), la de uno entre 1,5% y 1,75% es 10,4% (ant.: 15,3%), la de uno entre 1,75% y 2,0% es 0,7% (ant.: 2,2%) y la de uno entre 2,0% y 2,25% es 0% (ant.: 0,1%).

Gráfico A5.2. Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Junio de 2017

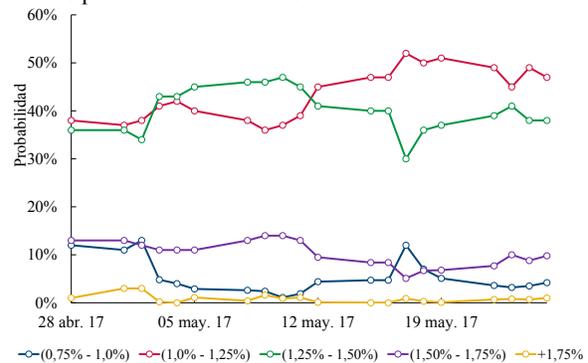


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En cuanto a los pronósticos de marzo sobre las tasas de los fondos federales, en el gráfico A5.1⁴³ se observa que: i) las estimaciones del FOMC para los cierres de 2017 y 2018 permanecieron relativamente estables frente a los pronósticos de diciembre; y ii) para el 2017 y el 2018 el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC, sin embargo, las expectativas continuaron alineándose.

Durante el periodo, se incrementó la probabilidad de un rango de los fondos federales entre 1,00% y 1,25% para la reunión de junio de 2017 (Gráfico A5.2), siendo este el escenario más probable para esta reunión y

Gráfico A5.3. Probabilidad de Niveles Esperados de Tasas para la Reunión del FOMC de Diciembre de 2017

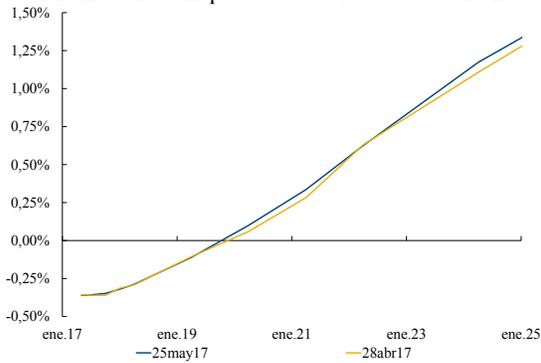


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

⁴³ En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en diciembre de 2016 y marzo de 2017 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2017, 2018, 2019 y para el largo plazo.

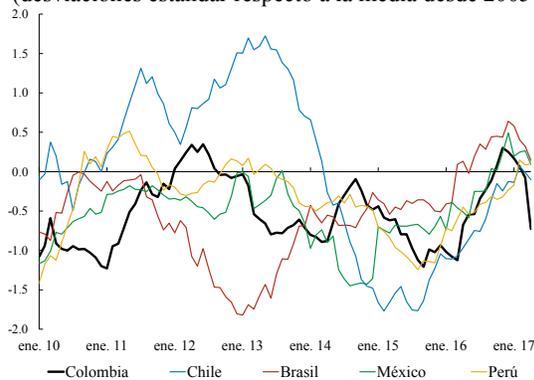
⁴⁴ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade*. Consulta actualizada el 25 de mayo, al tiempo que el valor previo corresponde a las cifras consultadas el 25 de abril.

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.

observar que en abril las tasas reales de Chile y Colombia se ubicaron por debajo de sus medias históricas, mientras que las de los demás países de la muestra se ubicaron por encima⁴⁶.

En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado continúa descontando que la tasa retornará a terreno positivo en el 4T19 (Gráfico A5.6).

Países Emergentes

Los bancos centrales de Nigeria (14%), Polonia (1,5%) e Indonesia (4,75%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. Por otra parte, el Banco Central de Egipto aumentó su tasa de política en 200 p.b. a 16,75%, mientras que el mercado no había anticipado cambios. En Latinoamérica, el Banco Central de Argentina mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 26,25%, decisión ya descontada por el mercado. Entre tanto, los bancos centrales de Perú y Chile sorprendieron a los analistas al disminuir sus tasas de referencia en 25 p.b. a 4% y 2,5%, respectivamente, al igual que México que aumentó su tasa de política en 25 p.b. a 6,75%, mientras que las expectativas del mercado indicaban que no habría cambios.

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 reales⁴⁵ desde el año 2005. Se puede

⁴⁵ Deflactadas con medidas de inflación básica.

⁴⁶ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,89%; 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	may17	jun17	jul17	ago17	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18	abr18
6.75%												0%
6.50%												0%
6.25%	100%	31%									0%	0%
6.00%		69%	69%	30%	9%	1%					0%	1%
5.75%			31%	60%	61%	43%	21%	7%	1%	0%	1%	1%
5.50%				10%	28%	46%	58%	58%	46%	34%	22%	15%
5.25%					3%	9%	18%	29%	39%	42%	43%	39%
5.00%						1%	2%	6%	12%	18%	24%	29%
4.75%							0%	1%	2%	4%	8%	12%
4.50%								0%	0%	1%	2%	3%
4.25%									0%	0%	0%	1%
4.00%										0%	0%	0%
3.75%												0%

Cuadro A6.2. Mes Anterior

TPM	abr17	may17	jun17	jul17	ago17	sep17	oct17	nov17	dic17	ene18	feb18	mar18
6.75%	100%											
6.50%		100%										0%
6.25%			100%	20%								0%
6.00%				80%	64%	24%	9%	2%		0%	0%	0%
5.75%					36%	68%	63%	50%	32%	17%	8%	5%
5.50%						9%	26%	39%	50%	53%	48%	39%
5.25%							2%	8%	16%	23%	31%	37%
5.00%								1%	2%	6%	11%	15%
4.75%									0%	1%	2%	4%
4.50%										0%	0%	1%
4.25%											0%	0%

Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

De acuerdo a la EOF, respecto al EMBI Colombia, el 42,4% de agentes espera que aumente (anterior: 42,9%), mientras un 45,8% que se mantenga igual (anterior: 41,1%) y un 11,9% que disminuya (anterior: 16,1%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 36,2% espera que esta se mantenga estable (anterior: 37,0%), un 27,6% que aumente (anterior: 29,6%) y un 17,2% que disminuya (anterior: 16,7%)⁴⁷.

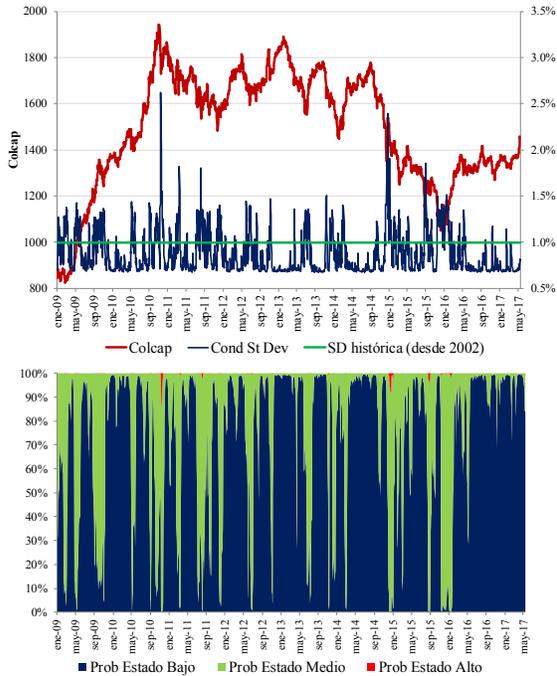
Entre el 28 de abril y el 23 de mayo, el Colcap se valorizó 5,3%, influenciado por la valorización de Bancolombia preferencial (12,1%) y el comportamiento positivo de las acciones de ISA (11,5%). Este comportamiento estuvo en línea con la disminución en el CDS a 5 años de Colombia, la revaluación de la tasa de cambio y el aumento en el precio del petróleo⁴⁸. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el COLCAP registre una valorización cercana al 2,59% (anterior: desvalorización de 0,33%). Para lo corrido de mayo, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó ligeramente respecto al promedio de abril y actualmente se ubica alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad baja

⁴⁷ Al 19% restante no les aplica la pregunta (anterior: 16,7%).

⁴⁸ Entre el 28 de abril y el 23 de mayo el precio del petróleo Brent aumentó 4,7%, el CDS a 5 años disminuyó 1,6 p.b. y la tasa de cambio se apreció 1,7%.

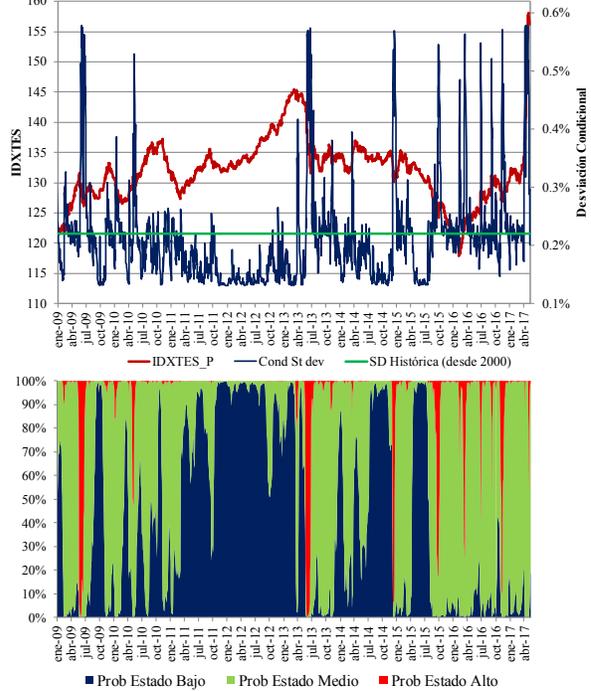
(Gráfico A7.1). De igual forma durante el mes, la volatilidad promedio del mercado de TES se mantuvo en niveles ligeramente superiores al promedio observado en abril y se ubicó alrededor de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico A7.2).

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)



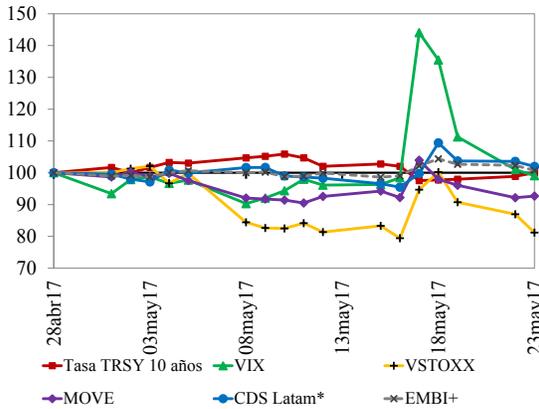
Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

Con información al 15 de mayo, los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente a abril de 83 p.b., -27 p.b. y 25 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 frente a un incremento de las tasas activas; el del margen de la cartera de consumo por una caída mayor de las tasas activas que la de los TES; y el del margen de la cartera preferencial por una caída más pronunciada de las tasas de los TES frente a las tasas activas.

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

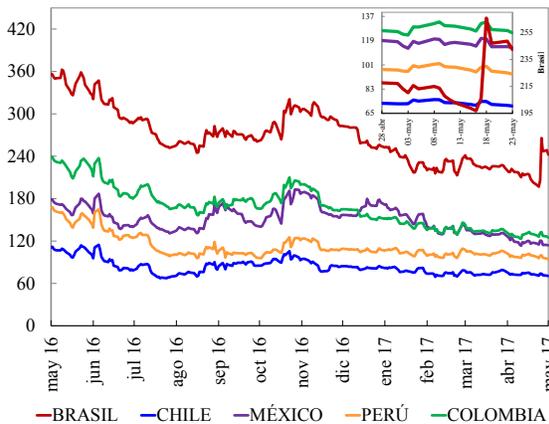
Entre el 28 de abril y el 23 de mayo la percepción de riesgo a nivel internacional medida por el *VIX*, el *VSTOXX* y el *MOVE* presentaron inicialmente una tendencia a la baja ante la victoria de Emmanuel Macron en las elecciones presidenciales de Francia. Al final del periodo estos indicadores aumentaron ante la incertidumbre política en EE.UU, pero presentaron correcciones para terminar en niveles inferiores a los iniciales. De esta forma, en agregado, el *VIX* (10,82% a 10,72%), el *MOVE* (60,19% a 55,77%) y el *VSTOXX* (17,05% a 13,84%) disminuyeron (Gráficos A8.1 Y A8.2).

Gráfico A8.1. Indicadores de Percepción de Riesgo



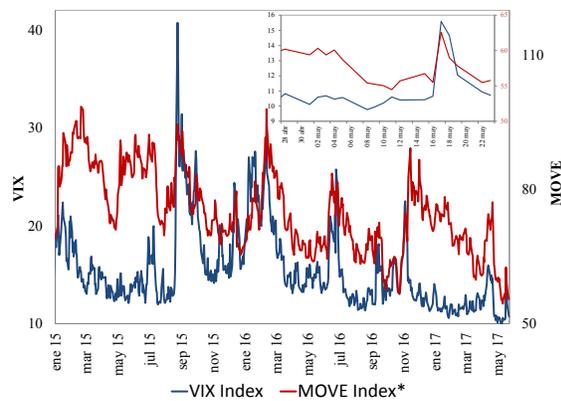
Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** Banco de la República.*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

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



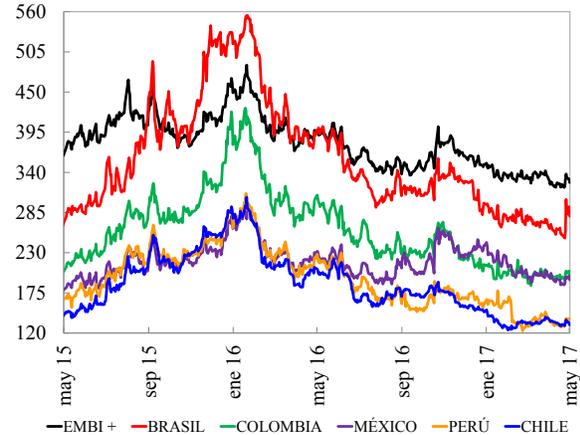
Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.2. *VIX* - *MOVE*



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.4. *EMBI* Países Latam



Fuente: Bloomberg.

Durante las primeras semanas de mayo la incertidumbre a nivel internacional se mantuvo en EE.UU. en los niveles históricamente bajos observados durante los últimos meses mientras que en el continente europeo continuó con los niveles vigentes desde el resultado de la primera vuelta en las elecciones presidenciales de Francia. A partir del 8 de mayo, una vez se conoció la anticipada victoria de Emmanuele Macron la percepción de riesgo a nivel internacional cayó; en particular el *VIX* alcanzó el 8 de mayo su nivel más bajo desde 1993 con una observación intradía de 9,71%. En este contexto, diversos activos refugio como el yen japonés y oro perdieron valor⁴⁹.

Con el despido el 10 de mayo por parte del presidente Donald Trump de James Comey, el director del FBI, se dio lugar a un ciclo de incertidumbre política en EE.UU. Aunque los mercados no reaccionaron inicialmente a esta noticia, a partir del 17 de mayo de 2017, una vez algunos medios

⁴⁹ Entre el 28 de abril y el 10 de mayo el yen presentó una devaluación de 2,5% y el precio del oro cayó 3,8%.

de comunicación plantearon la posibilidad de que el Presidente Trump le había sugerido a Comey que pasara por alto la investigación frente a los posibles vínculos de su campaña con el Gobierno ruso, se incrementó la incertidumbre de los mercados. En efecto, entre el 10 y el 17 de mayo el *VIX*, el *VSTOXX* y el *MOVE* aumentaron 52%, 15% y 14%, respectivamente; por su parte, activos refugio como el oro y el yen japonés presentaron valorizaciones⁵⁰. Cabe agregar que como se señaló en el Anexo 4, esto generó devaluaciones en el dólar y valorizaciones en el mercado de deuda pública que descontaron los efectos de las elecciones presidenciales en estos mercados.

Durante abril el índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) a nivel global disminuyó a un nivel de 192,31, desde una observación en marzo de 250,96. Vale la pena resaltar que a nivel país este índice incrementó en EE.UU. (obs: 136,76; ant: 124,03), en el Reino Unido (obs: 422,21; ant: 418,66) y en Francia (obs: 574,63; ant: 521,56).

Los *Credit Default Swaps* (CDS) de la región presentaron un comportamiento a la baja, mientras que la dinámica de los EMBI's fue heterogénea. Los CDS a 5 años disminuyeron 5 p.b. para Chile, 3 p.b. para Argentina y Perú, y 2 p.b. para Colombia y Chile, y aumentó 25 p.b. en Brasil ante la incertidumbre política observada en la última semana (Anexo 4). Por su parte, los EMBI aumentaron 18 p.b. en Brasil, 1 p.b. en Argentina y se mantuvieron estables en Colombia, mientras disminuyeron 5 p.b. en Chile, 2 p.b. en México y 1 p.b. en Perú (Gráficos A8.3 y A8.4).

⁵⁰ Entre el 10 de mayo y el 17 de abril el yen presentó una revaluación de 3% y el precio del oro aumentó 3,44%.