



VERSIÓN PÚBLICA

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

**Comportamiento de las Curvas Cero
Cupón de los TES y sus Determinantes**

**BANCO DE LA REPÚBLICA
SUBGERENCIA MONETARIA Y DE
INVERSIONES INTERNACIONALES
DEPARTAMENTO DE OPERACIONES Y
DESARROLLO DE MERCADOS**



***Comportamiento de las Curvas Cero Cupón de los TES ante
la Última Decisión de la JDBR Sobre la Tasa de Intervención del BR***

Bogotá, D.C., 30 de octubre de 2014

Nota: Este es un documento de trabajo informativo. Su contenido es de carácter confidencial y no compromete al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Evolución del mercado de deuda pública 26 de septiembre al 28 de octubre

En Colombia, al comparar los datos entre el 26 de septiembre y el 28 de octubre, se encuentra que en promedio, las tasas cero cupón de los TES en pesos presentaron variaciones de -3 p.b., -13 p.b. y -2 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente; de tal manera que la pendiente aumentó 1 p.b.. La correlación de 60 días entre las tasas de largo plazo de Colombia y las de los bonos del Tesoro de EE.UU. pasó de +4% a -19%¹. Por su parte, la correlación a 30 días se mantuvo en 63% (Gráficos 1, 2, 3, 4 y 5).

Gráfico 1

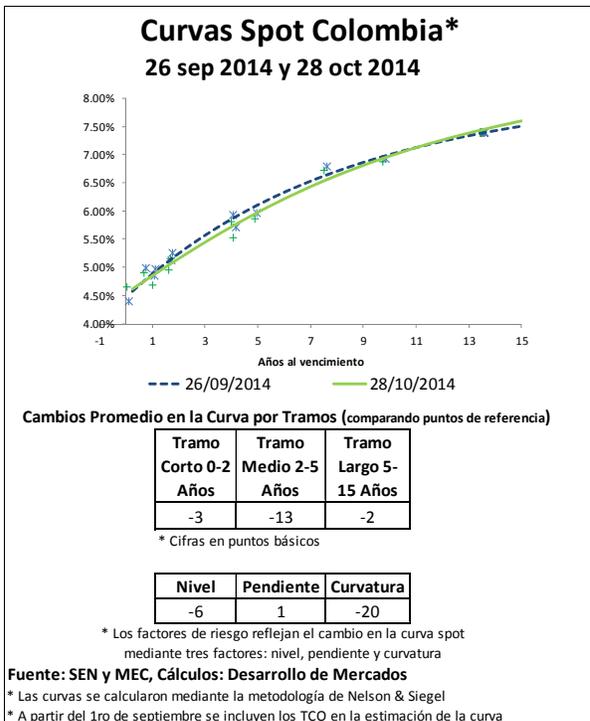


Gráfico 2

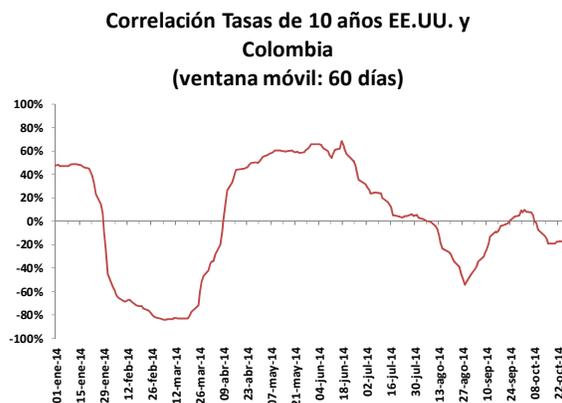


Gráfico 3

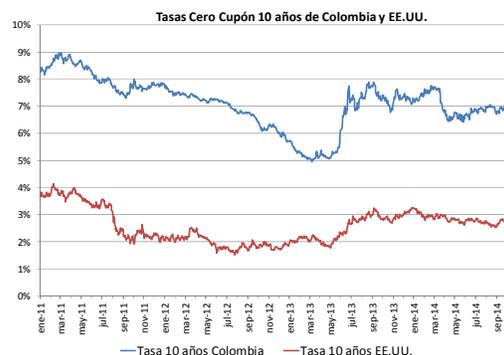


Gráfico 4

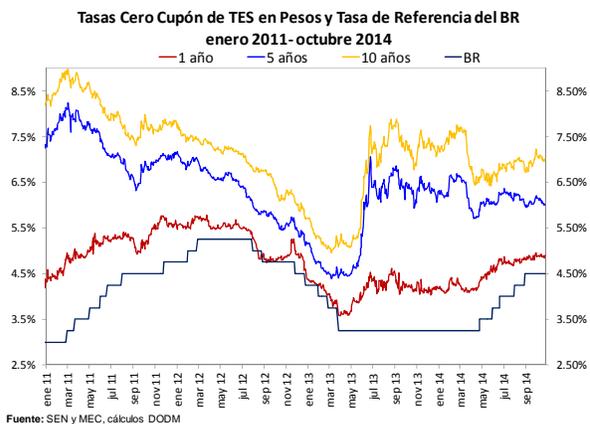
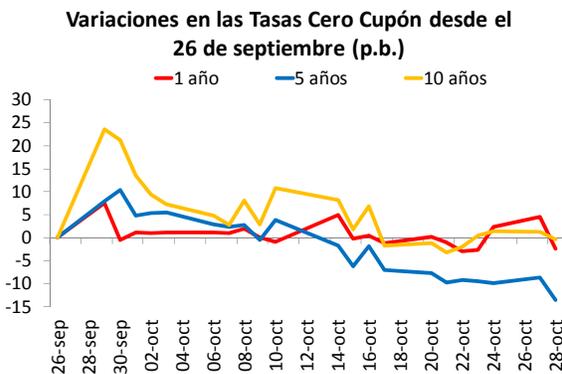


Gráfico 5



¹ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 74%.

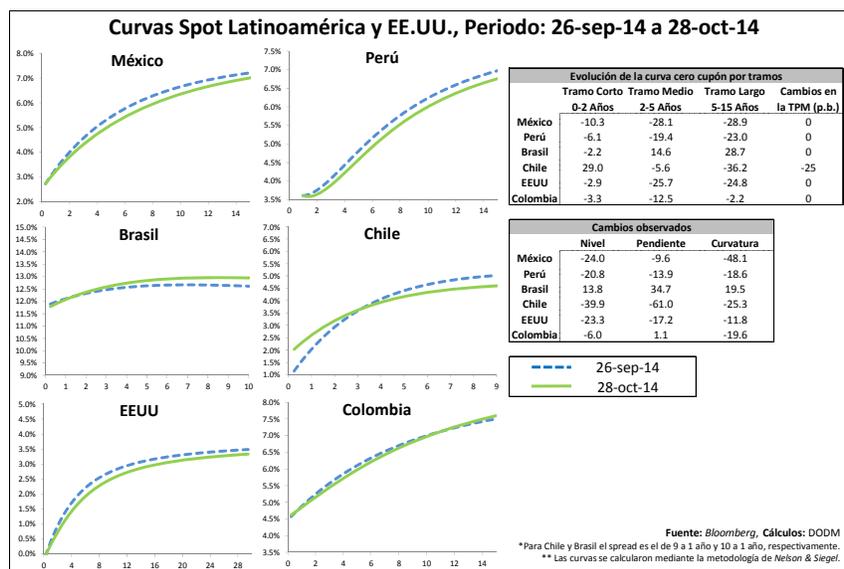
En este mismo período (26 de septiembre a 28 de octubre) los bonos de la mayoría de los otros países de la región presentaron valorizaciones, posiblemente relacionadas con las expectativas de que, como resultado del débil desempeño de la economía mundial, la normalización de la política monetaria de EE.UU. ya no comience en septiembre de 2015, sino en diciembre de ese año. La excepción fueron los bonos de los tramos mediano y largo de Brasil y los del tramo corto de Chile, los cuales presentaron desvalorizaciones, comportamiento que en el caso de Brasil se relaciona con la incertidumbre en torno a los resultados de las elecciones presidenciales, cuya segunda vuelta se llevó a cabo el 26 de octubre dejando como resultado la reelección de Dilma Rousseff². En el caso de Chile, las desvalorizaciones del tramo corto podrían estar asociadas al ajuste de las expectativas de algunos analistas que consideran menos probable un nuevo recorte en la tasa de política, luego que en el último comunicado del banco central, no se mencionara que el Consejo evaluaría la conveniencia de introducir un mayor estímulo monetario, como hizo en comunicados anteriores.

En cuanto a los bonos de EE.UU., estos presentaron valorizaciones, ante las preocupaciones en torno al crecimiento a nivel global, principalmente el de Europa y China. Adicionalmente, algunos analistas han mencionado que la confianza de los inversionistas se ha visto afectada por la dispersión del ébola.

Durante el periodo analizado se conoció que el FMI redujo sus proyecciones a nivel mundial, incluyendo las de algunos países de la región. Para el año 2014 el pronóstico de Brasil quedó en 0,3% (ant abr: 1,8%, ant jul: 1,3%); el de Perú en 3,6% (ant abr: 5,5%), y el de Chile en 2,0% (ant abr: 3,6%). El de México permaneció inalterado frente al de julio en 2,4% (ant abr: 3,0%). Por el contrario, el pronóstico de Colombia fue revisado al alza a 4,8% (ant abr: 4,5%)³.

La evolución de las curvas cero cupón de los países de la región durante el período analizado se muestra en el *Gráfico 6*.

Gráfico 6
Curvas de los Países Analizados diferentes de Colombia – Periodo analizado



² El 27 de octubre, después de conocerse los resultados, las tasas presentaron variaciones promedio de -25 p.b., +10 p.b. y +46 p.b., en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

³ Para 2015 las proyecciones de crecimiento son 1,4% para Brasil (ant abr: 2,7%, ant jul: 2,0%); 4,5% para Colombia (ant abr: 4,5%); 3,3% para Chile (ant abr: 4,1%), 5,1% para Perú (ant abr: 5,8%) y 3,5% para México (ant abr: 3,5%, ant jul: 3,5%).

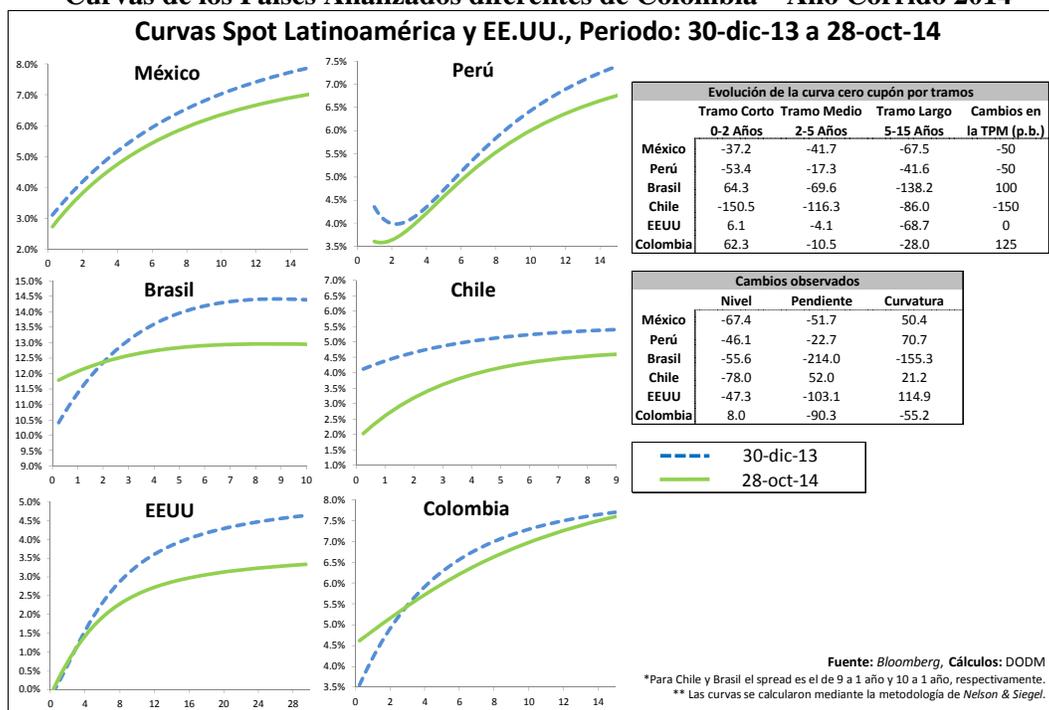
Comportamiento de las curvas cero cupón de EE.UU., Colombia y otros países de la región en lo corrido de 2014:

En el *Gráfico 7* puede observarse que a excepción de los tramos cortos de las curvas de Colombia y Brasil, las tasas de los países de la región, al igual que las del tramo largo de la curva de EE.UU., se han reducido en lo corrido de 2014.

Los bonos de EE.UU. se han valorizado este año debido principalmente a la demanda de activos refugio por parte de los inversionistas ante la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de la economía local e internacional (especialmente de China y Europa) y sobre un posible escalamiento global de tensiones geopolíticas. Esta valorización también se asoció a las compras por parte de inversionistas extranjeros, entre los cuales se destaca China.

En los casos de México y Perú, las valorizaciones pueden estar relacionadas con la mejora en la calificación de las deudas soberanas, y adicionalmente, en línea con lo ocurrido en Chile, con los recortes de las tasas de referencia para impulsar las economías internas, cuyos pronósticos de crecimiento han sido revisados a la baja en lo corrido del año⁴. Por su parte, los tramos cortos de Brasil y Colombia han registrado desvalorizaciones ante el aumento de sus tasas de política monetaria. A pesar de la política del incremento de tasas a nivel local, en el tramo largo de Colombia se presentaron valorizaciones en respuesta al aumento en la ponderación del índice GBI de JP Morgan. No obstante, esta valorización ha sido mitigada por factores como un mayor déficit esperado para 2014 y 2015, un incremento en la meta de colocaciones de TES, y las expectativas de mayor inflación.

Gráfico 7
Curvas de los Países Analizados diferentes de Colombia – Año Corrido 2014



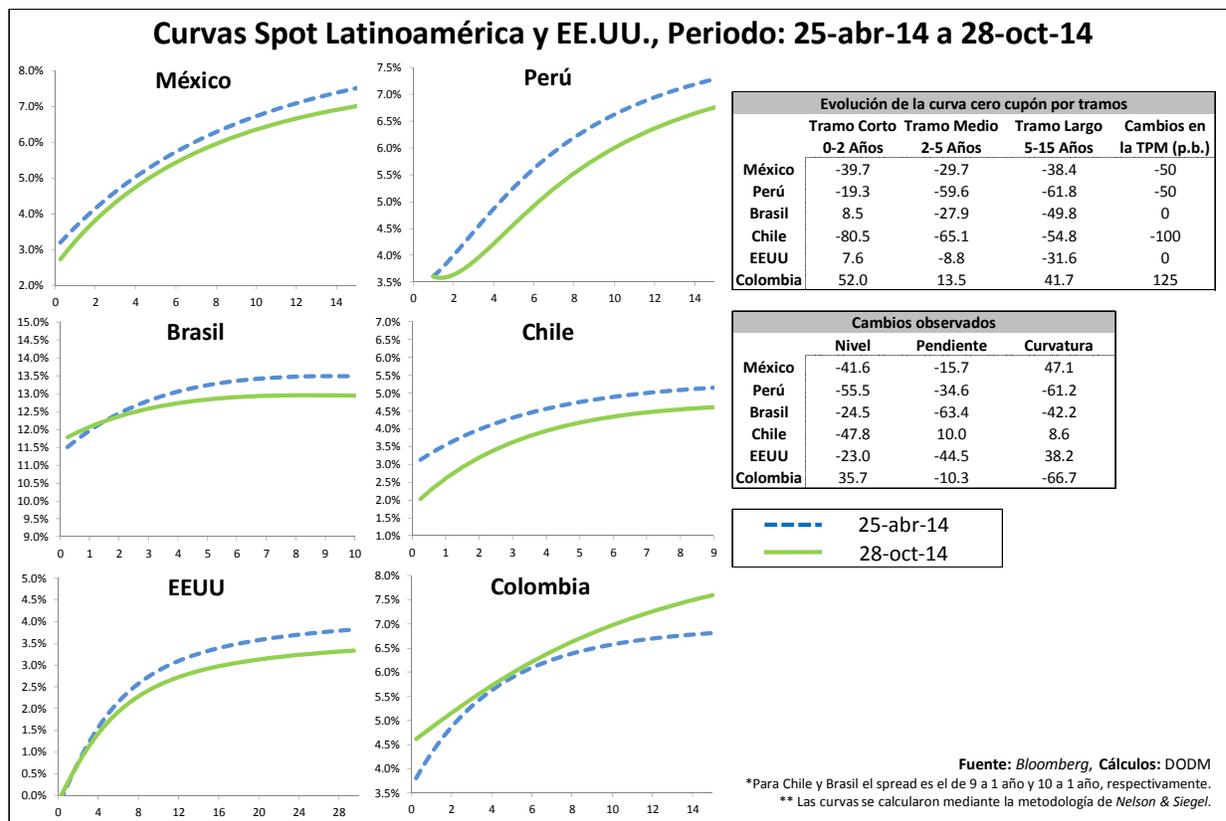
⁴ En cuanto a la economía peruana, en agosto el banco central redujo su pronóstico de crecimiento para 2014 de 4,4% a 4,1%, y *Moody's Investors* anunció una modificación de 5,2% a 4,1%. En el mismo mes, en México el Banco Central recortó su pronóstico de crecimiento para la economía en 2014 a un rango entre 2,0% y 2,8% desde la estimación previa de entre 2,3% y 3,3%, que había dado a conocer en mayo. Por su parte, el Banco Central de Chile redujo su pronóstico de crecimiento en septiembre de un rango entre 2,5% y 3,5% (estimado en junio) a un rango entre 1,75% y 2,25%.

Comportamiento de la Curva de Colombia desde el inicio del más reciente ciclo al alza de la tasa de política monetaria (25 de abril de 2014):

La curva cero cupón se ha aplanado 10 p.b. al presentar variaciones de +52 p.b. y +14 p.b. y +42 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Entre los factores que han presionado las tasas al alza, están los siguientes: i) el incremento de 125 p.b. de la tasa de referencia; ii) mayores expectativas de inflación; iii) expectativas de una posible mayor oferta de TES de largo plazo ante operaciones de canje y modificaciones tanto en el déficit esperado como en la meta de emisiones por parte del Gobierno; iv) incertidumbre con respecto al presupuesto del próximo año, y el financiamiento de los proyectos de infraestructura de cuarta generación ante la decisión de prorrogar la venta de la participación de la Nación en Isagen; y v) expectativas de normalización de la política monetaria de EE.UU.. No obstante, se destaca, como se mencionó en la sección anterior, que desde marzo los bonos se habían venido valorizando debido a expectativas de una mayor demanda de los títulos ante el incremento en la ponderación del índice de JP Morgan, lo que en este periodo mitigó los incrementos de las tasas (*Gráfico 7.1*).

Cabe mencionar que en promedio las expectativas de inflación para 2, 3, 5 y 10 años, medidas a partir del *Break-Even Inflation* para lo corrido de octubre, han presentado variaciones de +22 p.b., +33 p.b., +30 p.b. y +32 p.b., frente a los datos promedio de abril.

Gráfico 7.1



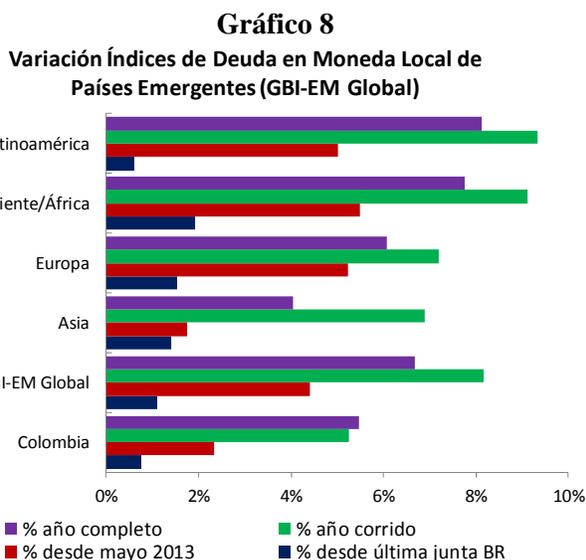
Comportamiento de la deuda en moneda local de países emergentes:

En el *Gráfico 8* se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes⁵ (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses (barras moradas), desde mayo de 2013 (barras rojas), en lo corrido de 2014 (barras verdes), y desde la última reunión de la JDBR (barras azules).

Entre mayo y diciembre de 2013 estos indicadores habían disminuido para todas las regiones, lo cual estuvo relacionado principalmente con la incertidumbre que generaron los anuncios de la Fed respecto a la reducción gradual de su programa de expansión cuantitativa. No obstante, desde inicios de este año la deuda de mercados emergentes se ha valorizado, principalmente durante el 2T14, de tal manera que se han compensado las desvalorizaciones ocasionadas por el anuncio del *tapering*. Vale la pena destacar que el índice incluye causación de intereses, lo cual podría generar un sesgo al alza.

Desde la última reunión de la JDBR los índices aumentaron, principalmente los de Medio Oriente/África (1,9%) y Europa (1,5%). Al analizar los índices por países, se encuentra que los que presentaron mayores incrementos fueron los de Turquía (3,9%), Indonesia (2,3%) y Perú (2,0%), mientras que se observaron disminuciones en los casos de Rusia (-1,6%), Nigeria (-1,0%) y Brasil (-0,1%). Para Colombia, el índice aumentó 0,8% (*Anexo 1*).

El comportamiento reciente de los índices regionales puede estar relacionado con la expectativa de que la normalización de la política monetaria de EE.UU. ya no comience en septiembre sino en diciembre de 2015, de tal forma que continúen las amplias condiciones de liquidez internacional. Otro factor que puede estar relacionado con los incrementos de los índices es la implementación de nuevos estímulos por parte del BCE para contrarrestar la baja inflación y la débil dinámica del bloque. Por otra parte, el IIF⁶ en su reporte de los flujos de cartera⁷ para octubre mostró que desde junio de este año los flujos de capital hacia economías emergentes se han reducido. Además, el organismo estima que, a diferencia de las otras regiones, para octubre en Latinoamérica se presentarían entradas netas de capital. De acuerdo con este informe para octubre se estiman entradas netas para todas las economías emergentes por US\$0,8 billones (ant: US\$10,5 billones), conformadas por inversiones en productos de renta fija (un estimado de US\$10,0 billones, ant: US\$3,6 billones) y salidas del mercado de renta variable (un estimado de US\$-9,2 billones, ant: US\$6,8 billones).



⁵ El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el Producto Nacional Bruto debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

⁶ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

⁷ *EM Portfolio Flows Tracker*.

Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 26 de septiembre y el 28 de octubre de 2014:

El *Gráfico 9* ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región⁸. El margen de Colombia pasó de 212 p.b. el 26 de septiembre a 214 p.b. el 28 de octubre. Así, la pendiente de Colombia se encuentra por debajo de las pendientes de México, Perú y EE.UU. las cuales se ubican en 294 p.b., 235 p.b. y 234 p.b., respectivamente. Por su parte, las pendientes de Brasil y Chile son inferiores a la de Colombia, al ubicarse en 86 p.b. y 127 p.b., respectivamente.

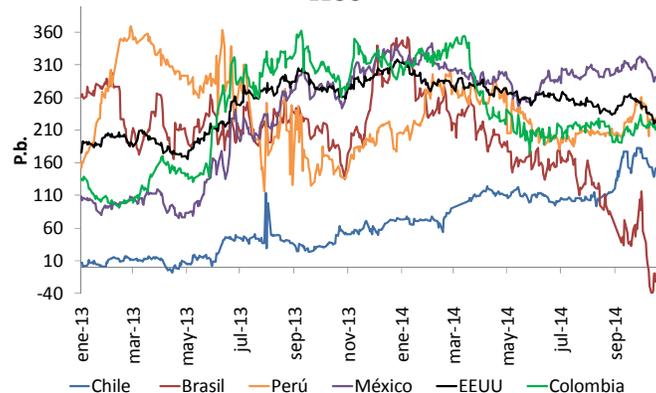
En el *Gráfico 10* puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia ha permanecido en niveles inferiores a 10%, lo que estaría reflejando que el comportamiento de los mercados ha respondido principalmente a características particulares de cada economía. Por su parte, el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo de los países de la región disminuyó a 64,2%⁹ (ant: 72,2%).

Durante la semana posterior a la última reunión de la JDBR, los TES presentaron desvalorizaciones, en mayor medida los de largo plazo, comportamiento que estuvo asociado a: i) la realización de un canje de deuda por parte del Gobierno que implica mayor oferta de TES de largo plazo, y ii) incertidumbre sobre lo que anunciaría la Reserva Federal en las minutas de su reunión de septiembre. Adicionalmente, persisten las preocupaciones en torno a la situación económica internacional luego de la publicación de desfavorables resultados económicos de Europa. En cuanto a factores locales, hay incertidumbre con respecto al impacto que podría tener la reforma tributaria en el mercado.

Sin embargo, en lo corrido de octubre, los TES se han valorizado, en línea con el comportamiento de los de otros países de la región, ante expectativas de que la normalización de la política monetaria de EE.UU. comience en diciembre y no en septiembre, como se anticipaba. Lo anterior, teniendo en cuenta el débil crecimiento de la economía mundial. Además, es probable que algunos inversionistas hayan sustituido acciones por TES.

Gráfico 9

Pendiente de la curva cero cupón- Latinoamérica y EEUU*



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

Gráfico 10

Correlación Pendientes Región

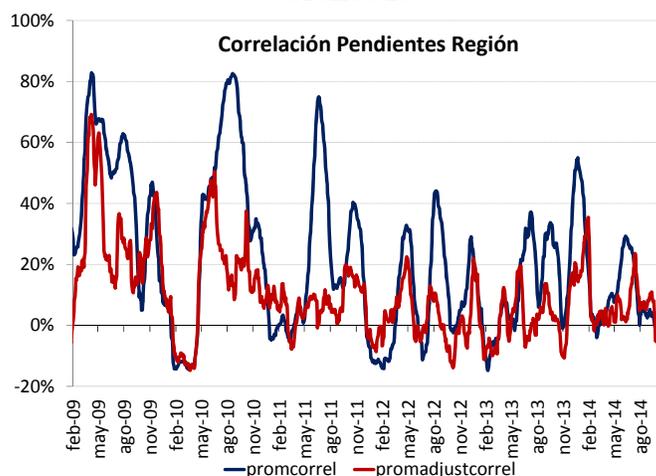
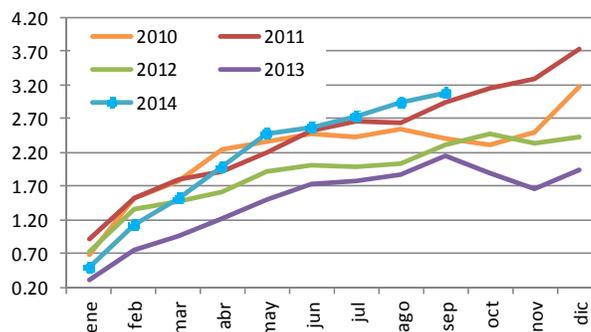


Gráfico 11

Inflación Año Corrido (%)



Fuente: DANE

⁸ Para Chile, el dato es calculado con la tasa cero cupón de 9 años.

⁹ Correlaciones calculadas entre el 26 de septiembre y el 24 de octubre. La más alta corresponde a la correlación entre México y Perú (88,9%) y la más baja a la calculada entre Chile y Brasil (26,1%).

El 26 de septiembre, el Gobierno anunció que, con el propósito de aliviar la carga de pagos de deuda de las vigencias de 2015 y 2018, el 1 de octubre realizaría una operación de manejo de deuda interna con el mercado y con el Tesoro, en la que intercambiaría títulos en pesos y UVR con vencimientos en 2015 y 2018, por títulos con vencimiento entre 2017 y 2026. En esta operación se recibieron demandas por \$9.500 miles de millones, y se recogieron títulos por un monto de \$5.900 miles de millones aproximadamente. Posteriormente, el Gobierno anunció que como resultado del canje y la reducción en el servicio de la deuda para 2015, las colocaciones de TES para ese año se reducirían en \$2,6 billones¹⁰. Adicionalmente, se mencionó que próximamente habrá otro canje con la Tesorería de la Nación por \$1,5 billones, de los cuales la mayoría (\$1,4 billones) vencen en 2015.

El 29 de septiembre, en la jornada inmediatamente siguiente al anuncio del canje y a la decisión por parte de la JDBR de mantener la tasa inalterada en 4,50%, las tasas de los TES denominados en pesos presentaron variaciones promedio de +8 p.b., +6 p.b. y +19 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, reflejando el efecto del canje. Cabe destacar que los movimientos de ese día también pudieron estar afectados por factores internacionales que influenciaron el comportamiento de los títulos de deuda de la región.

Posteriormente (21 octubre) el Gobierno llevó a cabo una emisión de bonos en el exterior por US\$1.000 millones, de los cuales la mitad vencen en 2024 y la otra mitad en 2044¹¹. Se explicó que el objetivo de esta operación es prefinanciar las necesidades de recursos en dólares del año 2015¹². El 22 de octubre las tasas de los TES denominados en pesos no presentaron variaciones significativas¹³.

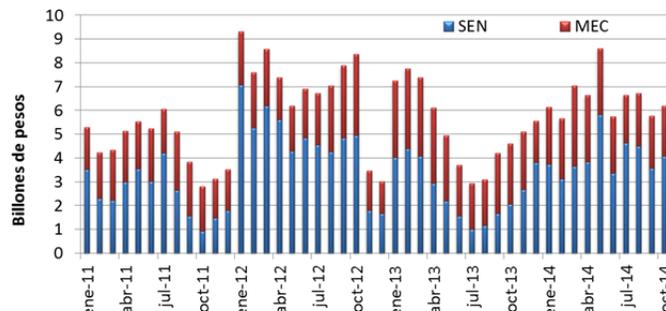
¹⁰ De \$34,5 billones a \$31,9 billones. Se recibieron del mercado títulos de 2015 por \$2.617 mm (\$1.899 mm de UVR a 2,29% y \$718 mm TES en pesos a 4,75%) a cambio de títulos con vencimiento entre 2017 y 2026. A la Tesorería se le recibieron títulos por \$3.313 mm (con vencimiento en 2018 a cambio de bonos que vencen en julio de 2020).

¹¹ La Nación emitió US\$500 millones de bonos con vencimiento en 2044 a una tasa de 4,848% (la más baja de la historia para el plazo a 30 años). Se emitieron US\$500 millones con vencimiento en 2024 a una tasa de 3,673% (la segunda más baja de la historia para dicho plazo). La operación alcanzó una demanda total cercana a US\$7.700 millones, y participaron inversionistas de Estados Unidos, Europa, Latinoamérica y Asia.

¹² El Plan Financiero de 2015, publicado en junio de este año, contemplaba emisiones en bonos por USD 3.000 millones.

¹³ Las tasas presentaron variaciones de -2 p.b., 0 p.b. y 0 p.b., en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

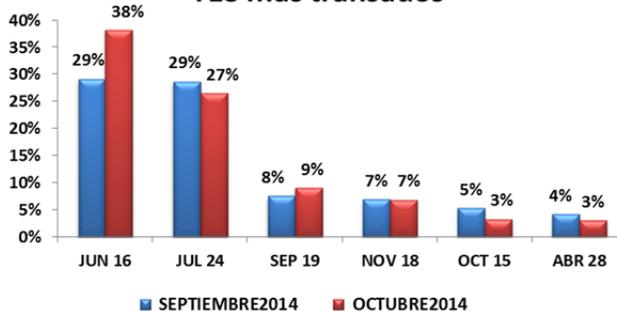
Gráfico 12
Monto Promedio Diario Negociado



Fuente: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 22 de octubre de 2014

Gráfico 13

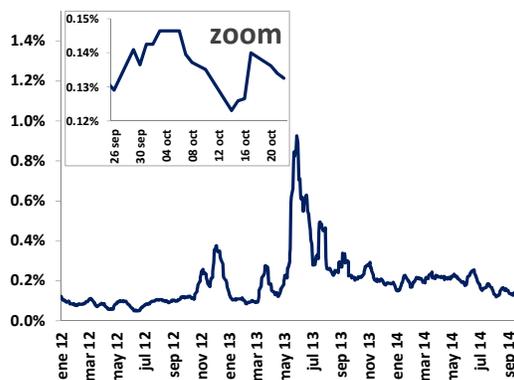
TES más transados



Fuente: SEN y MEC. Cálculos BR. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

Gráfico 14

Promedio Móvil (10 días) Bid-Ask Spread
(como % del precio mid)



El 5 de octubre el DANE anunció que la variación del índice de precios en septiembre fue 0,14%, resultando inferior al dato esperado por el mercado (*Bloomberg*: 0,22%, encuesta BR: 0,19%), y ubicándose por debajo de la inflación registrada en el mismo mes de 2013. La variación anual fue 2,86%¹⁴. Pese a que el dato fue inferior al esperado por los agentes, las tasas de los TES no presentaron movimientos significativos. Entre el 3 y el 6 de octubre las tasas de los TES presentaron variaciones de 0 p.b., -2 p.b. y -2 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Por otro lado, en la encuesta de expectativas de inflación realizada en octubre por el BR¹⁵, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2014 en promedio pasó de 3,39% a 3,38%. Adicionalmente, según la encuesta de opinión financiera de Fedesarrollo y la BVC (EOF), las expectativas de inflación para 2014 se ubicaron en 3,2% (ant: 3,26%).

Por otro lado, el DANE publicó los datos de producción industrial y ventas al por menor de agosto. La producción industrial presentó una variación anual de 0,3%, inferior a la esperada (0,8%), mientras que las ventas al por menor aumentaron 7,5%, frente a un dato esperado de 5,6%. La institución publicó además su indicador de Seguimiento de la Economía¹⁶ (ISE) cuya variación anual desestacionalizada disminuyó, pasando de 4,1% en junio a 3,2% en julio.

El promedio diario de negociación en lo corrido de octubre ha sido \$6,2 billones¹⁷, superior al observado en el mismo mes de 2013 (\$4,6 billones), y al registrado en septiembre de 2014 (\$5,8 billones) (*Gráfico 12*). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en junio de 2016, cuya participación pasó de 29% a 38%, seguidos de los bonos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 29% a 27%, y los bonos que vencen en septiembre de 2019 (de 8% a 9%) (*Gráfico 13*). En cuanto al *bid-ask spread* (promedio ponderado¹⁸), su promedio móvil de 10 días aumentó de 0,129% el 26 de septiembre a 0,133% el 22 de octubre. Desde el 26 de septiembre este *spread* ha sido en promedio 0,136%¹⁹ (*Gráfico 14*). El *spread* por plazos se puede consultar en el *Anexo 2*.

Desde la última reunión de la JDBR, se han presentado vencimientos y pagos de cupones por \$1.892 mm, de los cuales \$1.089 mm corresponden al pago de cupón del TES que vence el 24 de octubre de 2018. Por su parte, el valor de las emisiones ha sido \$2.489 mm²⁰, de los cuales \$262 mm corresponden a TES en pesos, \$3 mm a TES denominados en UVR y \$2.224 mm a TES de control monetario.

En el *Cuadro 2* se presentan, segmentando por duración de los títulos, los compradores y vendedores de TES desde la última reunión de la JDBR (26 de septiembre), desde el 19 de marzo de 2014, día en el que se anunció el cambio en la ponderación de los bonos colombianos en el índice GBI-EM de JP Morgan, y en lo corrido de 2014.

En general, los principales agentes compradores de TES tasa fija desde la última reunión de la JDBR fueron los inversionistas extranjeros (\$1.935 mm, principalmente en el tramo largo) y los bancos comerciales (\$1.350 mm, principalmente en el tramo largo). Por su parte, los principales vendedores corresponden a corporaciones financieras (\$1.095 mm, tramos corto y medio), los fondos de

¹⁴ Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2013 (2,27%).

¹⁵ Realizada entre el 6 y el 7 de octubre.

¹⁶ El fin del índice es proporcionar una medida de la evolución de la economía en un menor periodo. El indicador se construye a partir de un conjunto heterogéneo de indicadores mensuales de la actividad económica.

¹⁷ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

¹⁸ Como porcentaje del precio *mid*, calculado como un promedio entre las puntas de oferta (*ask*) y demanda (*bid*). Para el cálculo de los *bid-ask spread* se tomaron las puntas activas en el SEN entre las 10:45 am y 10:46 am, y se ponderaron utilizando el saldo de TES del sistema en el DCV para el viernes anterior a la actualización.

¹⁹ Cabe anotar que el promedio es calculado sobre el promedio móvil de 10 días.

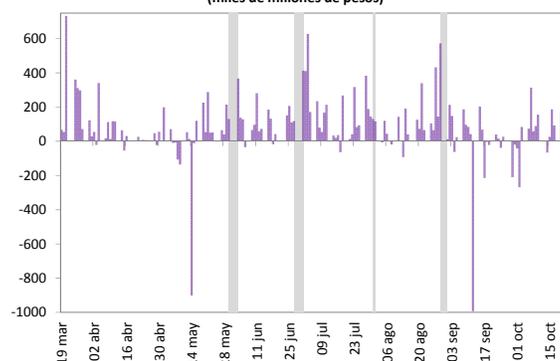
²⁰ Con datos hasta el 23 de octubre.

pensiones y cesantías en posición de terceros (\$777 mm, tramo largo) y las comisionistas de bolsa en posición de terceros (\$543 mm, principalmente tramos corto y largo).

Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES²¹ por cerca de \$1.935 mm (\$15.335 mm en lo corrido de 2014), las cuales se concentraron en los tramos largo (\$2.266 mm) y medio (\$131 mm). No obstante, en el tramo corto redujeron su saldo en \$462 mm. Cabe destacar que desde el anuncio de JP Morgan, estos agentes han comprado TES por cerca de \$14.279 mm. Además, entre dicho anuncio y la fecha del último rebalanceo (realizado en septiembre), las compras fueron de \$13.218 mm, inferiores a las proyectadas de aproximadamente \$19.000 mm²². En línea con lo anterior, en el *Gráfico 14.1* puede observarse que desde la última reunión de la JDBR el promedio diario de movimientos de los agentes extranjeros aumentó.

Gráfico 14.1

Movimientos diarios de extranjeros
(miles de millones de pesos)



Cuadro 2

Compras Netas* de TES en pesos (valor nominal en millones)

	Movimiento neto en lo corrido del año	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento neto desde el cambio en composición índice GBI-EM Colombia	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento neto desde la última reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	(3,081,628)	(6,642,379)	(2,356,985)	2,888,347	(6,111,017)	(308,271)	(2,140,663)	3,799,670	1,350,736
Compañía de Financiamiento Comercial	(8,500)	(13,000)	1,500	-	(11,500)	(10,000)	500	(500)	(10,000)
Cooperativas	(8,836)	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(1,510,732)	(764,465)	(983,318)	(145,755)	(1,893,537)	(655,644)	(573,635)	134,218	(1,095,061)
Total EC	(4,609,696)	(7,419,844)	(3,338,802)	2,742,592	(8,016,054)	(973,915)	(2,713,798)	3,933,388	245,675
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	91,590	74,090	32,000	(47,000)	59,090	51,500	35,000	9,500	96,000
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	(1,454,059)	(2,406,317)	703,025	1,445,407	(257,886)	196,362	327,500	(1,301,274)	(777,412)
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	(1,362,469)	(2,332,227)	735,025	1,398,407	(198,796)	247,862	362,500	(1,291,774)	(681,412)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	(142,282)	675,914	(281,610)	(41,030)	353,273	318,089	(134,646)	(22,544)	160,899
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	(438,439)	(384,150)	29,659	(81,318)	(435,809)	(306,118)	(10,060)	(226,957)	(543,135)
Carteras Colectivas Abiertas	33,708	6,291	(5,500)	33,500	34,291	1,000	(15,224)	(9,000)	(23,224)
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(580,729)	291,764	(251,951)	(122,348)	(62,536)	11,971	(144,706)	(249,502)	(382,236)
Sociedades Fiduciarias Propia	140,418	3,106	(9,000)	116,812	110,918	(81,157)	13,000	41,000	(27,157)
Sociedades Fiduciarias Terceros	13,690,452	(2,170,060)	1,149,236	13,266,710	12,345,886	(29,678)	12,345,886	(29,678)	1,044,338
Extranjeros***	15,335,991	430,946	1,954,176	11,893,886	14,279,007	(462,385)	131,035	2,266,856	1,935,506
Carteras Colectivas Abiertas	677,675	375,312	(22,500)	85,750	438,562	97,485	(14,500)	14,750	97,735
Total Sociedades Fiduciarias	13,830,871	(2,166,953)	1,140,236	13,483,522	12,456,804	(1,344,553)	(16,678)	2,378,412	1,017,181
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	(381,730)	(223,781)	(163,000)	(68,949)	(455,730)	(44,621)	(175,000)	49,000	(170,621)
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	(24,621)	(11,621)	(3,500)	2,500	(12,621)	(8,000)	(3,500)	(1,000)	(12,500)
Total Compañías de Seguros y Capitalización	(406,352)	(235,402)	(166,500)	(66,449)	(468,352)	(52,621)	(178,500)	48,000	(183,121)
Total Entidades Financieras No bancarias	11,481,330	(4,442,819)	1,456,809	14,693,131	11,707,121	(1,137,341)	22,616	885,137	(229,588)
Total Entidades Financieras Especiales**	520,011	(368,191)	253,967	174,604	60,380	(116,614)	307,252	111,715	302,352
Total Entidades Públicas****	(922,630)	(424,654)	(808,941)	278,748	(954,847)	(193,513)	(183,519)	(126,778)	(503,811)
Otros	1,465,794	(1,536,189)	409,906	2,407,133	1,280,850	(407,561)	540,388	295,145	427,971
Total Movimiento Neto	7,934,810	(14,191,698)	(2,027,060)	20,296,208	4,077,450	(2,828,945)	(2,027,060)	5,098,606	242,601

Fuente: DCV - Cálculos: DODM. Información actualizada al 21 de agosto.

*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compra-venta contra pago (420 y 422). Además, se incluyen las emisiones y vencimientos.

**Las entidades financieras especiales son 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 trust y Fiduciaria Bogotá.

**** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del Banco de la República.

²¹ Al 23 de octubre las tenencias en TES de control monetario de los inversionistas extranjeros eran \$19,3 mm (0,15% del saldo total de TES de control monetario: \$12.664 mm).

²² Este dato se basa en un cálculo realizado por JP Morgan partiendo de un estimado de las tenencias de extranjeros en el mercado local de TES antes del rebalanceo del GBI, y suponiendo un comportamiento pasivo de los fondos de inversión que siguen este índice.

Gráfico 15

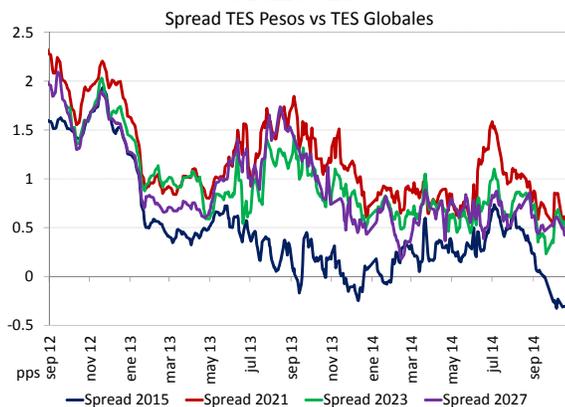


Gráfico 16

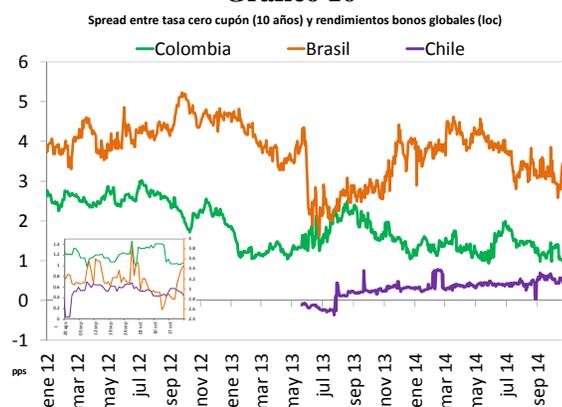
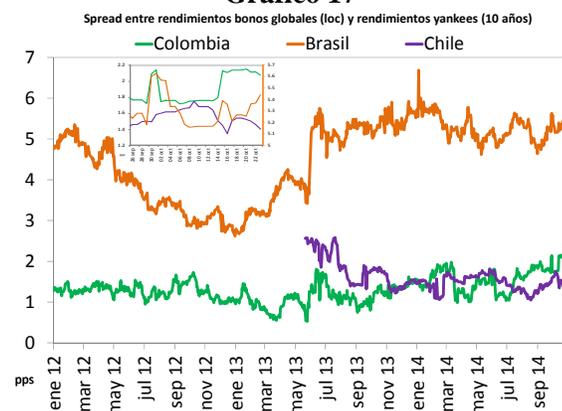


Gráfico 17



En el *Gráfico 15* se muestra la evolución del *spread* entre los TES locales y los TES globales. Desde el 26 de septiembre, los márgenes disminuyeron para los vencimientos de 2015 y 2027, principalmente como consecuencia de las valorizaciones de los TES locales. Por su parte, los márgenes para 2021 y 2023 aumentaron como consecuencia de mayores valorizaciones de los TES globales respecto a las de los locales.

Con respecto a la región²³, en el *Gráfico 16* se puede observar que desde el 26 de septiembre, este margen ha aumentado para Brasil debido a desvalorizaciones más pronunciadas de sus bonos locales respecto a las de sus globales. En el caso de Chile, el margen disminuyó debido a mayores valorizaciones de sus bonos locales respecto a las de los globales.

En el *Gráfico 17* se muestra el margen entre bonos globales (denominados en moneda local) y bonos yankees (denominados en dólares) a 10 años para Colombia, Chile y Brasil. Se observa que el margen disminuyó para Chile por valorizaciones de los globales mayores a las de sus bonos yankees. Por el contrario, el margen aumentó para Brasil ante desvalorizaciones de los globales y para Colombia ante valorizaciones de sus yankees.

Los detalles de los movimientos pueden encontrarse en el *Anexo 3*.

En cuanto a la deuda de otros agentes diferentes al Gobierno Central, en el periodo analizado se colocó deuda por \$800 mm, de los cuales \$200 mm corresponden al Banco Pichincha²⁴ y los \$600 mm restantes a Davivienda²⁵.

²³ México y Perú (que tiene *Global Depositary Notes*) no cuentan actualmente con referencias globales denominadas en moneda local.

²⁴ Emisiones llevadas a cabo el 8 y 20 de octubre, donde la demanda coincidió con el monto ofertado y los plazos fueron: i) 18 meses (monto colocado: \$177,848 mm, 2,0% margen sobre DTF T.A.); y ii) 3 años (monto colocado: \$22,152 mm, 4,0% margen sobre IPC E.A.).

²⁵ Emisión realizada el 9 de octubre, donde la demanda fue aproximadamente 1,8 veces el monto ofertado (\$1.101,049 mm), con los siguientes plazos: i) 24 meses (monto colocado: \$272,69 mm, 5,89% E.A.); ii) 36 meses (monto colocado: \$90,235 mm, 1,25% margen sobre IBR N.M.V.); iii) 60 meses (monto colocado: \$109,35 mm, 3,25% margen sobre IPC E.A.); y iv) 120 meses (monto colocado: \$127,725 mm, 3,96% margen sobre IPC E.A.).

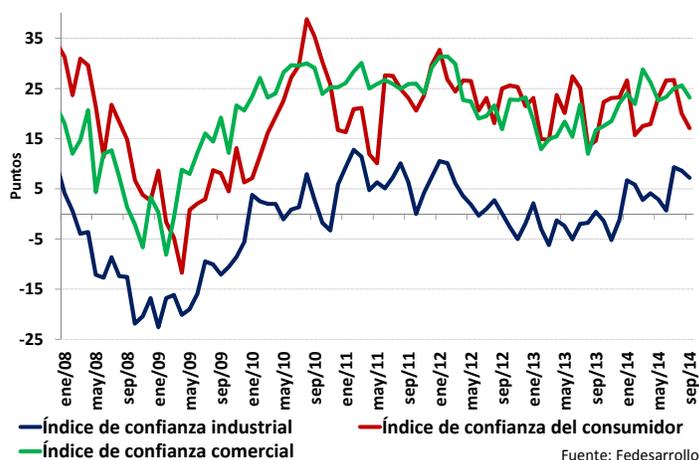
Indicadores de percepción de riesgo a nivel local

Gráfico 18
Índice de Percepción de Riesgo e Indicadores de Mercados Financieros



Los puntos azules corresponden a datos preliminares del índice de apetito por riesgo, sujeto a cambios según la información disponible.

Gráfico 19
Índices de Confianza



observó que el índice de confianza comercial disminuyó al pasar de 25,6 en agosto a 23,2 en septiembre³¹. El comportamiento del índice se explica por el deterioro de sus tres componentes: “situación actual”, “nivel de existencias” y “expectativas”. Este indicador se ubicó 0,6 desviaciones estándar por encima de la media calculada entre 2001 y 2007. Por su parte, el índice de confianza industrial disminuyó de 8,6 a 7,2³², lo que se explica por el deterioro en sus componentes de “nivel de existencias” y “expectativas de producción”, a pesar de las mejoras en el indicador de “volumen

Con datos disponibles al 27 de octubre (volatilidades²⁶, EOF y márgenes crediticios preliminares²⁷), el índice de percepción de riesgo IDODM aumentó con respecto al observado en septiembre²⁸ (Gráfico 18 y Anexo 4).

En primer lugar, Fedesarrollo publicó el índice de confianza de los consumidores del mes de septiembre, el cual disminuyó de 20 a 17,1 puntos, aunque fue superior al dato del mismo mes de 2013 (14,6) (Gráfico 19). El comportamiento de este indicador se explica por un deterioro en su componente de condiciones actuales²⁹. Este índice se ubicó 0,2 desviaciones estándar por encima de la media calculada entre 2001 y 2007³⁰. Sin embargo, utilizando la media desde septiembre de 2005, como se hace en el Gráfico 22 (datos desestacionalizados), se encuentra por debajo.

En segundo lugar, Fedesarrollo publicó los resultados de su encuesta empresarial del mes de septiembre. Para este mes, se

²⁶ Datos al 24 de octubre.

²⁷ Datos al 17 de octubre.

²⁸ Con todo el conjunto de información.

²⁹ El componente de expectativas futuras se mantuvo estables en 15,6, mientras que el de condiciones actuales cayó de 26,5 a 19,3.

³⁰ De acuerdo con las metodologías para identificar los ciclos de negocios en Colombia de Alfonso *et al.* (2011), un ciclo económico comprende la duración entre pico y pico de actividad económica. De esta manera, de acuerdo a una de las metodologías implementadas por los autores, el pico más reciente de la actividad fue en enero de 2008. Con el fin de tomar el último ciclo completo estimado por los autores se toma el periodo que comprende noviembre de 2000 y noviembre de 2007.

³¹ El dato de septiembre de 2013 fue 16,7.

³² El dato de septiembre de 2013 fue 0,4.

actual de pedidos”. Este indicador se ubicó 0,44 desviaciones estándar por encima de su media histórica calculada entre 2001 y 2007.

En tercer lugar, se publicó la encuesta de opinión financiera de Fedesarrollo y la BVC (EOF) del mes de octubre. En el *Gráfico 20* puede observarse que en octubre se espera un menor crecimiento para 2014 y para el 3T14 respecto a las expectativas de septiembre. Adicionalmente, puede observarse un mayor sesgo a la baja y una reducción de la dispersión de los agentes. Respecto a la inflación, la encuesta refleja que las expectativas para fin de año de los analistas financieros disminuyeron (*Gráfico 21*). En cuanto al *spread*, la mayoría de agentes espera que aumente (49,5%) o que se mantenga estable (39,1%)³³. Finalmente, respecto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 38,1% espera que ésta se mantenga estable, un 23,8% que aumente, y un 18,1% que disminuya³⁴.

En cuarto lugar, la ANDI publicó los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta de agosto, en la que se muestra que entre enero y agosto, frente al mismo período del año anterior, la producción industrial aumentó 1,7% (ene-jul 2014: 2,9%), al tiempo que las ventas totales aumentaron 2,3% (ene-jul 2014: 2,6%).

Los *Gráficos 22* y *23* ilustran 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 (desestacionalizados)³⁵. En el *Gráfico 22* (datos mensuales)³⁶ puede observarse que de agosto a septiembre desmejoraron los índices de Colombia, Chile y Brasil y para estos tres países se ubican por debajo de las medias históricas. En el caso de México el índice aumentó, aunque continúa por debajo de la media³⁷.

Con respecto al COLCAP, este índice disminuyó 4,13% entre el 26 de septiembre y el 27 de octubre, en línea con el comportamiento de los precios de los *commodities*, especialmente el petróleo³⁸, y el comportamiento de las bolsas a nivel global. Por otra parte, según información de la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el COLCAP se valore 2,13%³⁹. Adicionalmente, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó respecto a lo observado en septiembre y durante el

Gráfico 20

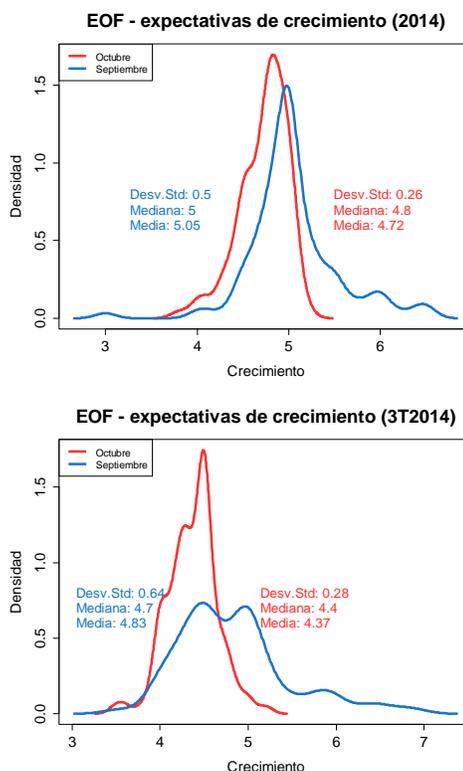
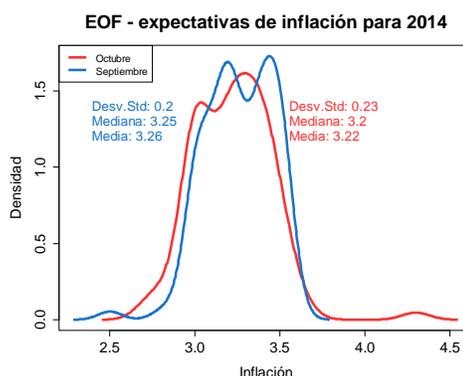


Gráfico 21



³³ El 11,4% restante esperan que disminuya.

³⁴ Al 20% restante no les aplica la pregunta.

³⁵ Es importante mencionar que estos índices no son comparables directamente debido a que las preguntas son diferentes.

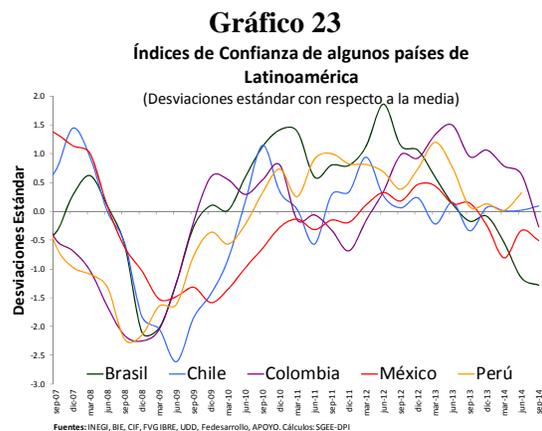
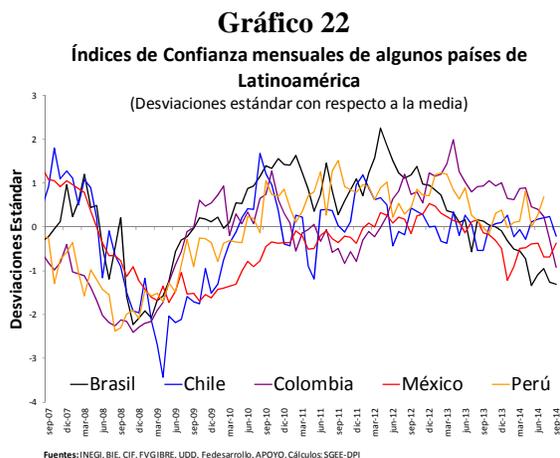
³⁶ La media y la desviación estándar son calculadas desde septiembre de 2005.

³⁷ No se dispone de datos actualizados para Perú.

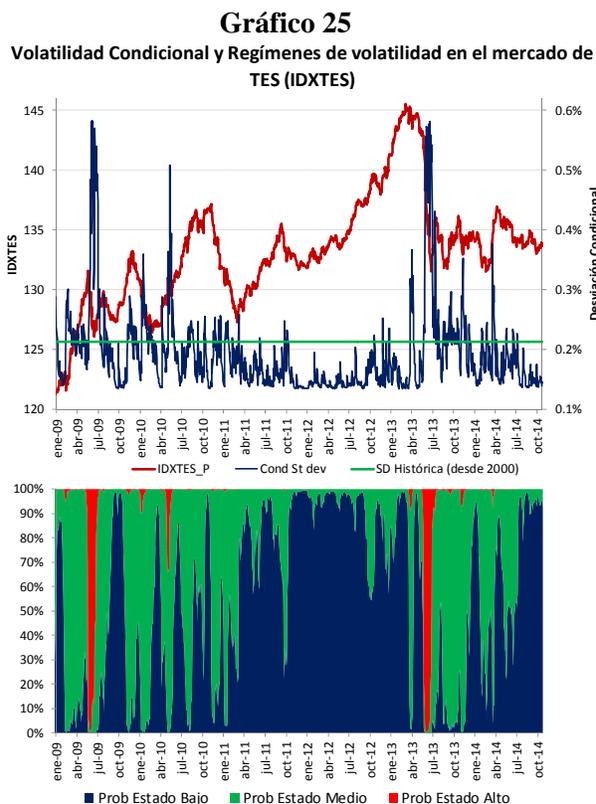
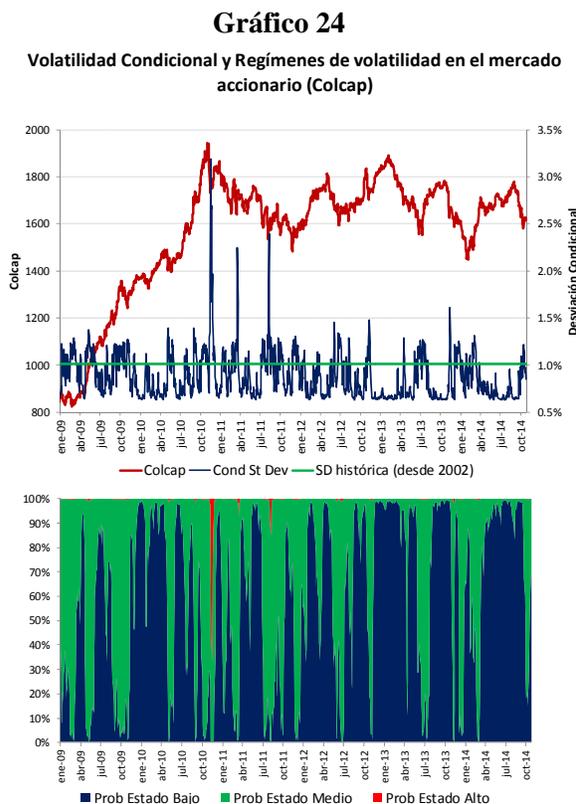
³⁸ Durante el periodo, el precio del petróleo ha caído 13,41%. Por su parte, el índice CRB de materias primas cayó 3,52%.

³⁹ El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera determinado valor de incremento multiplicado por el incremento porcentual.

periodo se ubicó en varias ocasiones por encima de la media histórica, alcanzando además un estado predominante de volatilidad media (ant: baja) (Gráfico 24).



Por otro lado, de acuerdo con la EOF los agentes esperan que dentro de 3 meses, la tasa de rendimiento de los TES de 2024 se ubique en 6,74%⁴⁰ (valor a 14 de octubre: 6,7%). Además, desde el 26 de septiembre la volatilidad en el mercado de TES⁴¹ se mantuvo estable y actualmente se ubica por debajo de la media histórica, con un estado predominante de volatilidad baja (Gráfico 25).

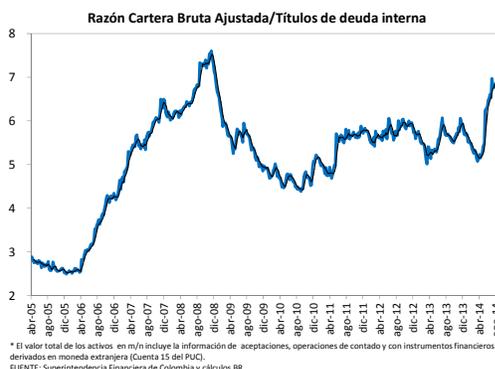


⁴⁰ El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera determinado valor de la tasa de rendimiento multiplicado por el punto medio del rango esperado.

⁴¹ Estimado mediante la estimación de un modelo SWARCH (Hamilton, 1994).

Los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES⁴² tuvieron un comportamiento mixto. Los márgenes de la cartera preferencial, tesorería y consumo presentaron variaciones en promedio de 6 p.b., -4 p.b., y 5 p.b., respectivamente (*Anexo 4*). Para el caso de la cartera preferencial y de consumo, la variación del margen responde principalmente a incrementos de las tasas activas mayores a los de los TES, mientras que en el caso de tesorería la caída se explica por una disminución en las tasas activas y un incremento de la tasa de TES.

Gráfico 26



En cuanto a los principales componentes del activo total de los establecimientos de crédito⁴³, desde la última reunión de la JDBR, la razón cartera/inversiones en deuda pública disminuyó, ante un incremento de las inversiones mayor que el de la cartera⁴⁴ (*Gráfico 26*).

En resumen, con la información disponible es posible inferir que en octubre la percepción de riesgo local aumentó.

Decisiones de política de los Bancos Centrales y Gobiernos de otros países:

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de la Zona Euro (0,05%), Inglaterra (0,5%), Canadá (1,0%), Israel (0,25%) y Australia (2,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas, en línea con las expectativas de los analistas. Adicionalmente, el Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterado el monto de su programa de compra de activos⁴⁵, y el de Japón decidió mantener su política expansiva a través de operaciones de mercado abierto⁴⁶. Por otra parte, el Banco Central de Suecia redujo su tasa de interés de referencia de 0,25% a 0%, más de lo que esperaba el mercado (0,1%).

En EE.UU., fueron publicadas las minutas de la última reunión de política monetaria de la Fed, en las que se percibe cierta preocupación de los miembros del FOMC⁴⁷ con relación a los efectos que podrían tener sobre la inflación y las exportaciones de EE.UU. la apreciación del dólar (principalmente contra el euro, el yen y la libra esterlina), el débil crecimiento económico de la Zona Euro, Japón y China, y los conflictos en Ucrania y en el Medio Oriente. Adicionalmente, algunos miembros del Comité señalaron que el mercado parece estar esperando alzas de tasas a un ritmo más lento que el proyectado por la Fed, aunque señalaron que esto puede ser resultado de que tales expectativas incorporan escenarios de eventos excepcionales.

El 29 de octubre la Fed mantuvo inalterada su tasa de interés objetivo entre 0% y 0,25%, en línea con las expectativas del mercado, señalando que la economía continúa expandiéndose a un ritmo

⁴² Información actualizada hasta el 12 de septiembre. Entre 30 días y 1 año se concentra alrededor del 74% de los desembolsos de los créditos preferenciales (total: \$1.116,6 mm). Los desembolsos de los créditos de Tesorería entre 15 y 30 días representan el 97% del total de desembolsos de este tipo de créditos (\$134,8 mm). Por otro lado, los créditos de consumo se concentran en los plazos superiores a 3 años (84%) (total: \$929 mm).

⁴³ Con base en este indicador, un aumento en la proporción del activo en cartera y una caída en la proporción del activo en inversiones, principalmente TES, puede indicar una menor percepción de riesgo de los establecimientos de crédito, que genera una mayor colocación de cartera y una menor inversión en TES.

⁴⁴ Variación cartera del 29 de agosto al 12 de septiembre: -0,1% (-\$242 mm); variación inversiones: -5,6% (-\$2.501 mm).

⁴⁵ £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012).

⁴⁶ Con el fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual entre ¥60 – ¥70 trillones.

⁴⁷ *Federal Open Market Committee*, por sus siglas en inglés.

moderado, y que las condiciones del mercado laboral han mejorado. En cuanto al programa de compra de activos, el organismo decidió concluirlo este mes (ant. US\$15 billones), en línea con lo esperado por el mercado (*Anexo 13*).

Gráfico 27

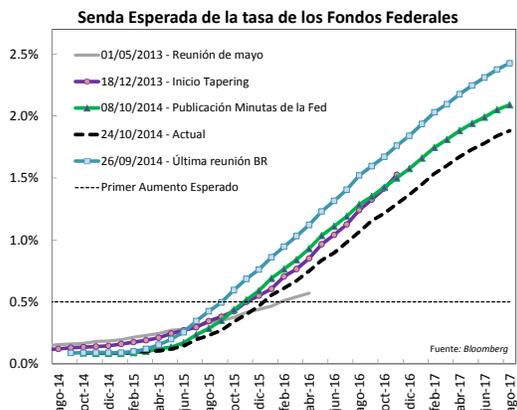


Gráfico 27.1

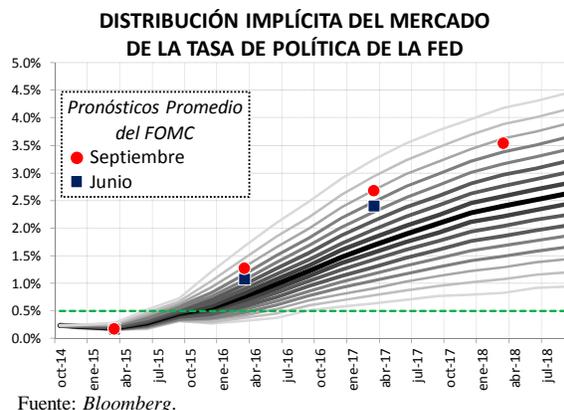


Gráfico 27.2

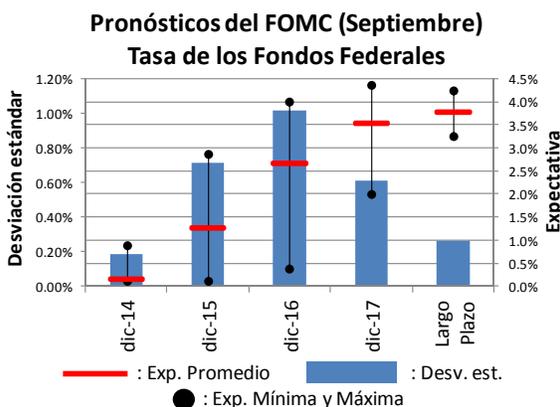
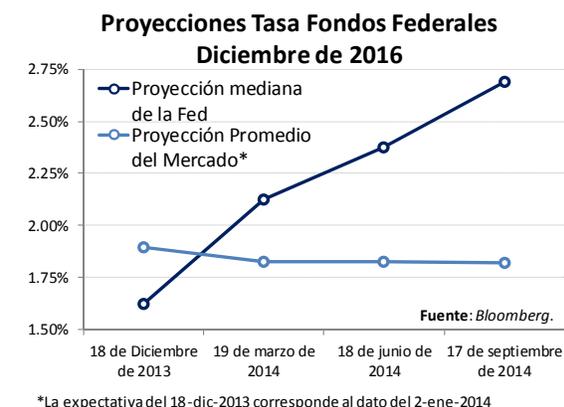


Gráfico 27.3



Por otra parte, con información implícita en los precios del mercado se observa que la expectativa de incrementos en las tasas fue postergada de septiembre a diciembre de 2015. Adicionalmente, las expectativas del mercado siguen rezagadas con relación a los pronósticos publicados por la Fed.

En el *Gráfico 27* se presenta la senda esperada de la tasa de interés implícita en los futuros de los Fondos Federales. Puede observarse que desde la última reunión de la JDBR, la expectativa del primer incremento en la tasa se postergó de septiembre a diciembre de 2015 (líneas azul y verde). En el *Gráfico 27.1* se presenta la distribución de probabilidad de la tasa de política de la Fed implícita en las operaciones *forward* euro-dólar a 90 días⁴⁸. Se observa una senda creciente de las tasas implícitas de tal manera que el valor central⁴⁹ supera el 0,5% a partir de diciembre de 2015 (ant: agosto de 2015). Por su parte, los puntos corresponden a las estimaciones promedio del punto medio del rango de la tasa de referencia que los miembros del FOMC presentaron en sus reuniones de junio (puntos azules) y septiembre (puntos rojos). En *Gráfico 27.2* pueden observarse con más detalle los pronósticos publicados por la Fed en Septiembre. Finalmente, el *Gráfico 27.3* 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 del año 2016. De lo anterior se observa

⁴⁸ El límite inferior corresponde al percentil 10 y el superior al percentil 90. Cada línea corresponde a un percentil de la distribución, de forma ascendente y sumando cada vez 5%.

⁴⁹ Percentil 50.

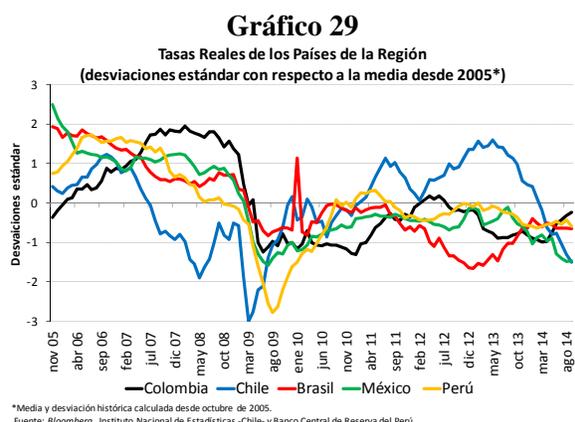
que, primero, la mediana de las tasas estimadas por el FOMC en septiembre es superior a la de junio⁵⁰; y segundo, al parecer el mercado considera que los incrementos serán más lentos de lo que descuentan los miembros del Comité.

Por otra parte, el BCE mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0,05%, y señaló que el programa de compra de activos⁵¹, anunciado en septiembre, iniciaría a mediados de este mes y tendría una duración de al menos dos años. Aunque no se mencionó el monto exacto al que ascenderían los estímulos, se afirmó que estas medidas, junto con las líneas de refinanciamiento dirigido de largo plazo (TLTROs)⁵², tendrán un impacto importante en su balance.

En otro escenario, los bancos centrales de Turquía, Hungría, Filipinas e Indonesia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 8,25%, 2,1%, 4,0% y 7,5%, respectivamente, en línea con lo esperado. Por su parte, el Banco Central de Polonia recortó su tasa 50 p.b. a 2,0%⁵³, valor inferior al esperado por el mercado (2,25%).

En Latinoamérica, el Banco Central de Chile recortó su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 3,0%, tal como lo esperaba el mercado. Por su parte, el Banco Central de Perú mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 3,5%, igualmente esperado por el mercado. Adicionalmente, este organismo redujo su tasa de encaje en soles de 11,0% a 10,5%, buscando sostener el dinamismo del crédito. Para mayor detalle de la información presentada en esta sección, se puede consultar el *Anexo 5*.

En los *Gráficos 28 y 29* se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales (deflactadas con medidas de inflación básica) desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. En septiembre, las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas⁵⁴. Las desviaciones para Colombia, Chile, Perú, México y Brasil fueron 0.06, 1.81, 1.08, 1.46 (serie desde 2005) y 0.83, respectivamente.



⁵⁰ Las tasas para fin de cada año se mantuvieron en 0,17% para 2014; y aumentaron de 1,08% a 1,27% para 2015, de 2,41% a 2,68% para 2016 y de 3,66% a 3,79% para el largo plazo. Para 2017 se estimaron por primera vez en 3,54%.

⁵¹ Las compras incluyen *securities* respaldados con activos (ABSs) y bonos cubiertos (*Covered Bonds*).

⁵² Por sus siglas en inglés, *Targeted Long-Term Refinancing Operations*.

⁵³ Asimismo, recortó su tasa lombarda de 4,0% a 3,0%, y su tasa de descuento de 2,75% a 2,25%. No obstante, mantuvo inalterada la tasa de depósitos en 1,0%.

⁵⁴ Desde febrero de 2000, las medias de las tasas reales de Colombia, Chile, Brasil y Perú son 1,83%, 1,45%, 7,36% y 1,39%, respectivamente. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,76%.

Indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional

En el periodo analizado la percepción de riesgo a nivel internacional aumentó aunque en menor medida en los países de la región.

Particularmente, la percepción de riesgo aumentó hasta el 16 de octubre. En la primera semana de octubre los indicadores de riesgo aumentaron levemente ante algunos datos negativos en Estados Unidos⁵⁵. Posteriormente, los indicadores aumentaron considerablemente luego de que en las minutas de la Fed se diera a conocer la preocupación de los miembros por el crecimiento económico global, principalmente el de Europa; a lo que se le sumaron las reducciones en los pronósticos de crecimiento mundial por parte del Banco Mundial⁵⁶ y el Fondo Monetario Internacional⁵⁷, y algunos datos desfavorables en Estados Unidos⁵⁸ y Europa⁵⁹.

Sin embargo, luego del 16 de octubre los indicadores de riesgo a nivel internacional corrigieron parte de los incrementos presentados hasta la fecha ante: i) la publicación del Beige Book por parte de la Fed el cual tenía un tono positivo, ii) las declaraciones del presidente de la Fed de St. Louis, en las cuales afirmó que la Fed debería mantener su programa de compra de activos por más tiempo de lo previsto debido a la volatilidad de los mercados y a la reducción de las expectativas de inflación, iii) la publicación de algunos datos favorables en EE.UU.⁶⁰ y China⁶¹, y iv) expectativas

⁵⁵ Estados Unidos: en septiembre, el índice de confianza del consumidor de la Conference Board disminuyó 86 puntos desde los 93,4 puntos del mes anterior (esp: 92,5). El índice Markit PMI de manufactura para el mes de septiembre disminuyó a 57,5 puntos, frente a los 57,9 puntos del mes anterior (esp: 57,9 puntos, ant). De igual manera, el índice ISM manufacturero y no manufacturero retrocedieron frente al mes de agosto, al ubicarse en 56,6 puntos (esp: 58,5 puntos, ant: 59 puntos) y 58,6 puntos (esp: 58,5 puntos, ant: 59,6 puntos), respectivamente. En agosto las ventas pendientes de vivienda disminuyeron 1% (esp: -0,5%, ant: 3,2%), y en julio el índice de precios de vivienda S&P Case-Schiller disminuyó 0,5% (esp: 0%, ant: -0,29%), registrando en términos anuales el ritmo de crecimiento más bajo desde noviembre de 2012 (obs: 7,4%, esp: 8,07%).

⁵⁶ Redujo sus proyecciones de crecimiento para 2014 de Asia oriental de 7,1% a 6,9%, debido principalmente a una desaceleración de la economía china en 2014 y 2015 por la implementación de una serie de medidas encaminadas a lograr una base más sostenible. Para China la proyección de 2014 pasó de 7,6% a 7,4% y la de 2015 pasó de 7,5% a 7,2%.

⁵⁷ Redujo las perspectivas de crecimiento global para 2014 de 3,4% a 3,3%, y para 2015 de 3,9% a 3,8%

⁵⁸ Para el mes de septiembre el índice NFIB de confianza de pequeñas empresas cayó de 96,1 puntos a 95,3 puntos. El descenso es explicado por la fuerte caída en los componentes de gasto de capital y de creación de empleo. El índice NAHB de mercado inmobiliario cayó de 59 a 54 para el mes de octubre, mientras el mercado lo esperaba inalterado. En septiembre, las ventas minoristas tuvieron una caída de 0,3%, dato superior al esperado por el mercado (esp: -0,1%, ant: 0,6%). El comportamiento del índice estuvo influenciado por la caída en las ventas de vehículos, de materias de construcción y de gasolina. El índice manufacturero publicado por la Fed de Philadelphia cayó de 22,5 a 20,7 puntos (esp: 20 puntos). Las firmas reportaron aumentos en las nuevas órdenes, aunque bajo crecimiento en la producción y en el empleo.

⁵⁹ En octubre, el índice Sentix de confianza económica de la Zona Euro alcanzó su nivel mínimo desde mayo de 2013, con un registro de -13,7 puntos (esp: -11,5, ant: -9,8 puntos). En Alemania, la producción industrial mensual y las órdenes de fábricas se contrajeron 4% (esp: -1,5%, ant: 1,6%) y 5,7% (esp: -2,5%, ant: 4,9%), respectivamente, en el mes de agosto, presentando sus mayores caídas desde enero de 2009. La producción industrial en el mes de agosto cayó 1,8% con respecto al mes de julio. La producción de bienes de capital, de bienes intermedios y de bienes no duraderos disminuyeron 4,8%, 0,7% y 0,2%, respectivamente.

⁶⁰ En octubre, el índice preliminar de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan aumentó 1,8 puntos, ubicándose en 86,4 puntos (esp: 84,1 puntos). En septiembre, las construcciones iniciales de vivienda presentaron un crecimiento mensual de 6,3% (esp: 5,4%, ant: -12,2%). El IPC del mes de septiembre presentó un crecimiento mensual de 0,1% (esp: 0%, ant: -0,2%) y anual de 1,7% (esp: 1,6%, ant: 1,7%). El precio de los alimentos creció 3% anual, mientras que el de energía presentó un retroceso de 0,6% anual. Las ventas de viviendas usadas en el mes de septiembre tuvieron un crecimiento mensual de 2,4%, superando las expectativas del mercado (esp: 1%, ant: -1,8%). Por otra parte, las ventas de viviendas nuevas mostraron un crecimiento de 0,2% (esp: -6,8%, ant: 18%). El índice de actividad económica publicado por la Fed de Chicago para el mes de septiembre se ubicó en 0,47 puntos (esp: 0,15 puntos, ant: -0,21 puntos).

⁶¹ En septiembre, las exportaciones crecieron 15,3% (esp: 11,8%, ant: 9,4%) mientras las importaciones aumentaron 7% (esp: -2,7%, ant: -2,4%).

por parte de algunos agentes de que el Banco Central Europeo (BCE) complementará su programa de estímulo con la compra de títulos de deuda corporativa.

Adicionalmente, el 26 de octubre el BCE publicó los resultados de la evaluación sobre la capacidad de resistencia y las posiciones de capital de las 130 entidades de crédito más importantes de la Zona Euro (a 31 de diciembre de 2013), que hacen parte de los preparativos para el Mecanismo Único de Supervisión que entrará en funcionamiento en noviembre. En el informe se indicó, entre otras cosas, que se detectaron déficits de capital en 25 entidades⁶² (de las cuales 12 ya han cubierto sus déficits incrementando su capital en lo corrido del año 2014) y que las entidades financieras deben adoptar más medidas para reforzar sus balances.

Gráfico 30

Credit Default Swap otros países - 5 años

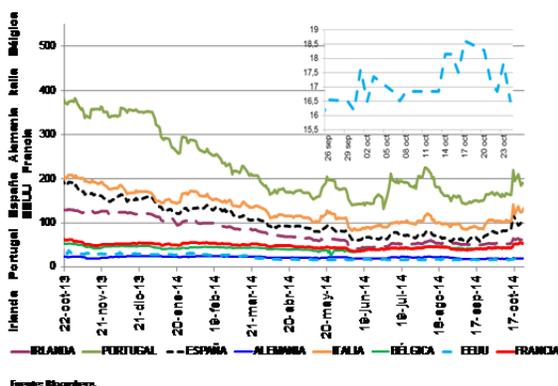
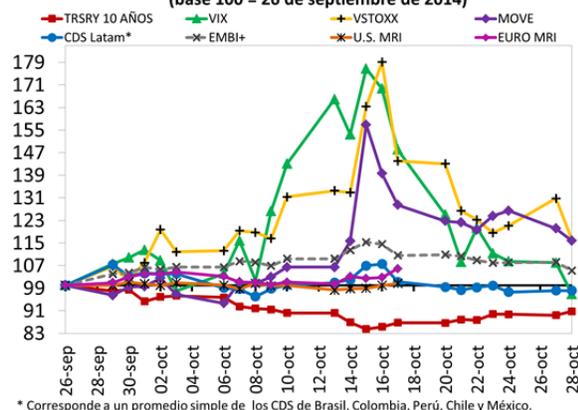


Gráfico 31

Indicadores de Percepción de Riesgo a Nivel Internacional (base 100 = 26 de septiembre de 2014)



Entre el 26 de septiembre y el 28 de octubre el VIX pasó de 14,85% a 14,39% después de alcanzar su máximo nivel del periodo el 15 de octubre (26,25%). El VSTOXX pasó de 17,6% a 20,4% alcanzando un máximo de 31,52% el 16 de octubre. Por su parte, el índice MOVE⁶³ aumentó al pasar de 65,54 a 74,7 y se ubicó en un nivel máximo durante el periodo de 101 el 15 de octubre (Gráficos 31, 32 y 33). Adicionalmente, los índices U.S. y Euro MRI (estimados por el IIF) pasaron de 41,63 y 40,95 el 26 de septiembre a 41,91 y 43,37 el 17 de octubre, respectivamente.

Nuevos Indicadores de Percepción de Riesgo del *Institute of International Finance (IIF)*

En septiembre, el IIF en un informe sobre la evolución de los mercados de capitales presentó un nuevo indicador de riesgo de mercado para la economía estadounidense, el U.S. MRI⁶⁴, el cual tiene por objetivo servir como una medida más robusta sobre el “sentimiento” del mercado (Gráfico A). Adicionalmente, el 6 de octubre el organismo presentó una versión del indicador para la Zona Euro, el Euro MRI (Gráfico B). Estos nuevos índices buscan solucionar, en términos generales, algunos de los problemas más comunes de las medidas de riesgo: i) el comportamiento errático que al parecer tienen otras medidas, como el VIX o el VSTOXX, ya que estos nuevos indicadores mantienen tendencias y sus saltos no se disuelven de un día para otro; ii) los índices de volatilidad son calculados a partir de opciones, y no de los precios de sus subyacentes directamente; iii) solo tienen en cuenta un mercado, el de renta variable, cuando los inversionistas tienen en cuenta un universo más amplio de activos al momento de tomar decisiones; y iv) medidas como el VIX y el VSTOXX se han mantenido, por lo menos a lo largo de este año, en niveles cercanos a sus mínimos históricos, lo que podría dar indicios de que estos indicadores no están capturando la creciente

⁶² La mayoría de estas entidades provienen de Italia.

⁶³ Indicador mide la volatilidad implícita en las opciones sobre bonos del Tesoro de los EE.UU.

⁶⁴ Por sus siglas en inglés, *Market Risk Index*.

incertidumbre que se ha generado los últimos meses en torno a la continuidad de las amplias condiciones de liquidez internacional y la recuperación de la Zona Euro, por ejemplo.

Gráfico A

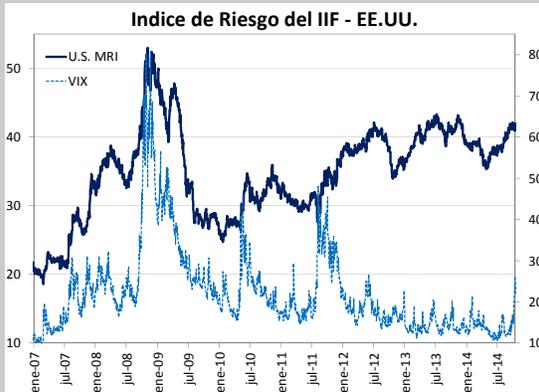
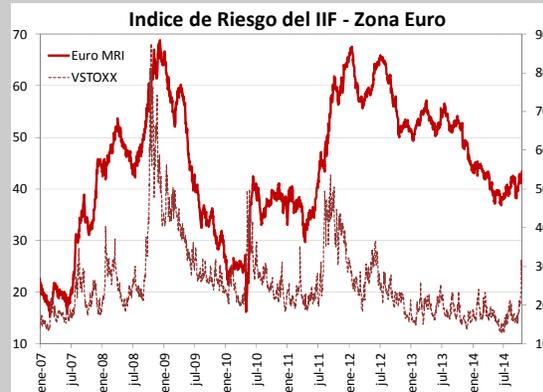


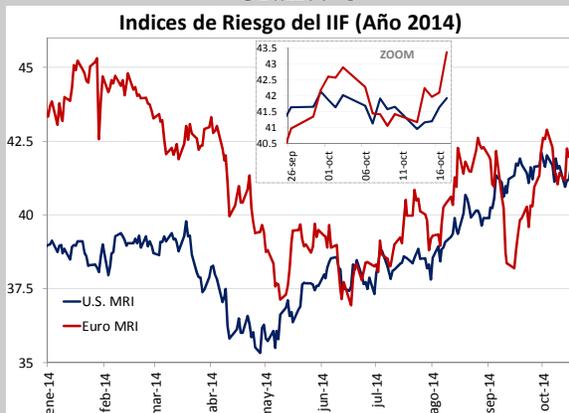
Gráfico B



Para su construcción, se toman en cuenta los siguientes factores:

U.S. MRI	Euro MRE
La razón entre acciones y bonos de los EE.UU. (<i>S&P 500/Barcap U.S. Aggregate Bond Index</i>)	La razón entre Acciones y Bonos (<i>Euro Stoxx 50/Barcap Euro Area Aggregate Bond Index</i>)
El <i>spread</i> crediticio entre los bonos corporativos estadounidenses BBB y el rendimiento de los Treasuries a 10 años	El <i>spread</i> crediticio de los bonos de grado de inversión de la Zona Euro
El índice del dólar americano DXY (Fortalecimiento del Dólar indica mayor estrés en los mercados internacionales)	El Valor del Euro (Debilitamiento del Euro indica mayor estrés en el mercado)
	U.S. MRI

Gráfico C



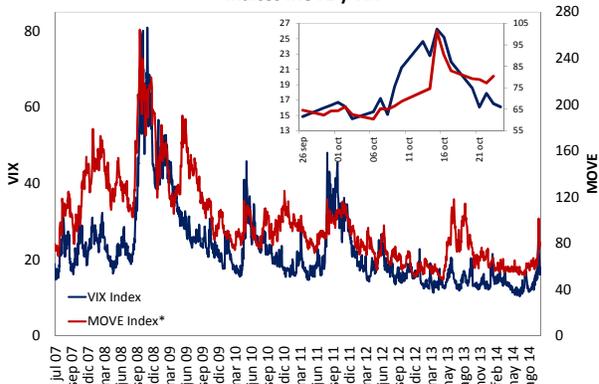
En el *Gráfico C* puede observarse que en lo corrido de 2014 estas medidas de riesgo habían disminuido hasta mediados de mayo, lo que pudo estar relacionado con una menor incertidumbre en los mercados financieros internacionales como resultado de varios factores, entre ellos las mejores perspectivas de la economía China luego que el Gobierno y el Banco Central de ese país anunciaran medidas de estímulo y se publicaran algunos datos mejores a los esperados; y la continuidad de las políticas monetarias expansivas por parte de bancos centrales de países desarrollados las cuales fueron recibidas positivamente por el mercado. A lo anterior, se sumó la publicación de algunos datos favorables de EE.UU. y la Zona Euro. No obstante, a partir de entonces estos índices han venido aumentando, posiblemente como resultado de la incertidumbre por la normalización de la política monetaria en los EE.UU., junto con sus potenciales efectos sobre la liquidez en los mercados internacionales; y la débil recuperación de la economía de la Zona Euro caracterizada por una inflación sostenidamente baja. Es importante señalar que el Euro MRE también ha presentado algunas caídas que pueden

estar asociadas, en parte, con periodos de confianza ante medidas de estímulo adicionales anunciadas por el BCE.

Por otro lado, entre el 26 de septiembre y el 28 de octubre, los *credit default swap* (CDS) presentaron variaciones de -6 p.b. para Colombia, -3 p.b. para Brasil, -6 p.b. para México, -5 p.b. para Perú y -6 p.b. para Chile. Por su parte, el EMBI+ aumentó 17 p.b. frente al dato observado el 26 de septiembre, mientras que el EMBI Colombia aumentó 11 p.b. (Gráficos 34 y 35).

Gráfico 32

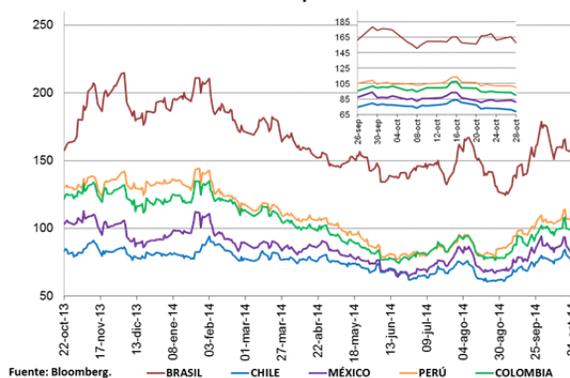
Índices MOVE y VIX



Fuente: Bloomberg. *MOVE Index: volatilidad implícita de las opciones sobre bonos del tesoro americano.

Gráfico 33

Credit Default Swap America Latina-5 años

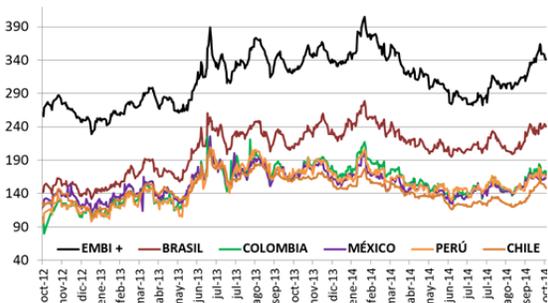


Fuente: Bloomberg. — BRASIL — CHILE — MÉXICO — PERÚ — COLOMBIA

Finalmente, con datos a agosto, se observa que los indicadores líderes de la actividad económica⁶⁵ publicados por la OECD⁶⁶ respecto al mes anterior mejoraron para Asia, China y Brasil, mientras que desmejoraron para la Zona Euro, Japón y Reino Unido⁶⁷, y estuvieron estables para Estados Unidos (Gráfico 36⁶⁸).

Gráfico 34

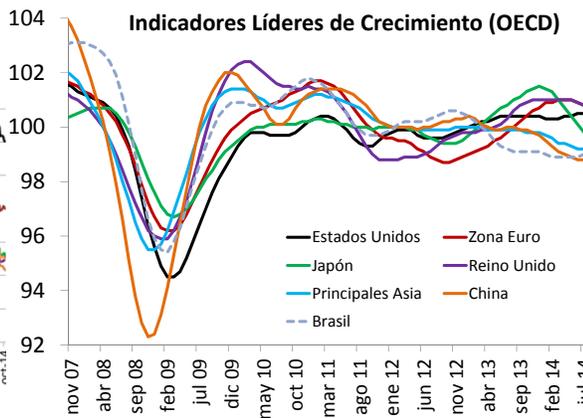
EMBI Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 35

Indicadores Líderes de Crecimiento (OECD)



Fuente: OECD

⁶⁵ Toda la serie es actualizada en el momento en que se dispone de nuevos datos. La metodología puede ser encontrada en *OECD Leading Indicators and Business Cycles in Member Countries, Sources and Methods*, No 39, January 1987. El indicador busca replicar el índice de producción total utilizando, entre otros, el nivel del stock de bienes finales, precios de acciones, oferta monetaria, salarios, inicios de construcción y horas semanales de trabajo en el sector manufacturero.

⁶⁶ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

⁶⁷ Las variaciones registradas respecto al mes de julio de 2014 fueron: Japón -0,20 (ant: -0,26), China +0,10 (ant: +0,09), EE.UU. +0,00 (ant: +0,01), Zona Euro -0,10 (ant: -0,08), Asia +0,10 (ant: +0,02), Brasil +0,20 (ant: +0,19), y Reino Unido -0,10 (ant: -0,12).

⁶⁸ En Asia se incluyen China, India, Indonesia, Japón y Korea.

En conclusión, la percepción de riesgo a nivel internacional aumentó ante los temores en torno al crecimiento económico global, particularmente de Europa.

Tasas de Interés y Expectativas del mercado

En el *Gráfico 36* se presenta la evolución de la tasa mínima de expansión del BR, la tasa interbancaria (TIB), la DTF y el IBR a un día. El IBR *overnight* y la TIB aumentaron y recientemente se ubican en 4,50% y 4,51%, lo que refleja que se han normalizado las condiciones de liquidez en el mercado monetario. Por su parte, la tasa de simultáneas del SEN pasó de 4,41% el 26 de septiembre a 4,37% el 24 de octubre.

En cuanto a las encuestas de expectativas de movimientos de la tasa de referencia por parte del BR, la mayoría de las entidades espera y/o recomienda que la tasa permanezca inalterada en 4,50%.

En primer lugar, según la Encuesta de Opinión Financiera de la BVC y Fedesarrollo, publicada el 27 de octubre⁶⁹, un 95,33% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención se mantendrá inalterada en 4,5%, un 3,74% que será incrementada 25 p.b. a 4,75%, y un 0,93% que será recortada 25 p.b. a 4,25%.

Adicionalmente, ante la pregunta “¿Cuál es para usted actualmente el factor más relevante al invertir en títulos denominados en pesos?” un 43% (ant: 31%) señaló los factores externos, un 22% la política fiscal (ant: 22%), un 15% el crecimiento económico (ant: 21%), el 12% (ant: 23%) mencionó la política monetaria, un 4% señaló otros factores (ant: 1%), un 3% las condiciones de seguridad (ant: 1%), y el 1% restante las condiciones sociopolíticas (ant: 1%).

Gráfico 36

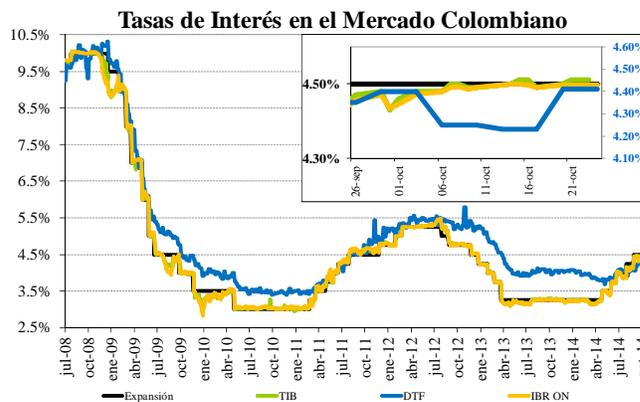


Gráfico 37

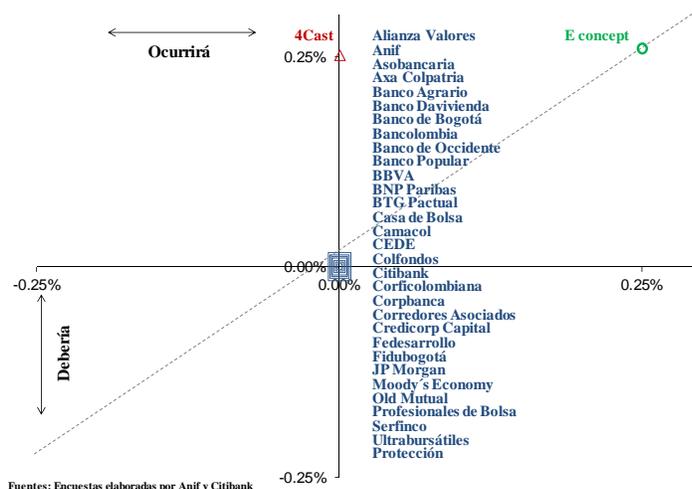
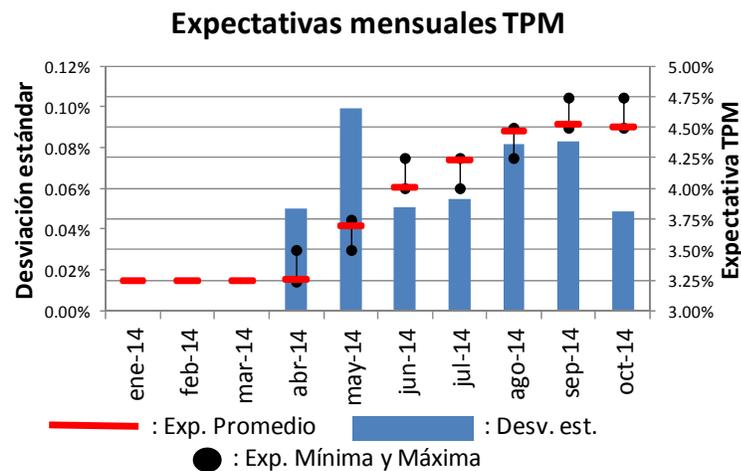


Gráfico 38



⁶⁹ Realizada entre el 14 y el 17 de octubre.

En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de *Bloomberg* actualizada el 27 de octubre⁷⁰, de los 31 analistas que respondieron la encuesta, el 100% espera que la tasa de referencia permanezca inalterada en 4,50%.

En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por ANIF y Citibank⁷¹, se encuentra que de las 34 entidades encuestadas el 97% (33 entidades) espera que la tasa permanezca inalterada en 4,50%, y el 3% restante (1 entidad⁷²) espera que se anuncie un incremento de 25 p.b. a 4,75%. De estas 34 entidades, un 94% (32 entidades) recomienda dejar la tasa inalterada, y el 6% restante (2 entidades⁷³) sugiere que la tasa debería aumentar 25 p.b. a 4,75%. En el *Gráfico 37* se observa el resumen de los resultados de las encuestas de ANIF y Citibank, cuyos detalles pueden ser consultados en el *Anexo 6*.

En los *Gráficos 38* y *38.1* se muestran las tasas esperadas en el mes de cada JDBR en lo corrido del año, y la evolución de las expectativas de la tasa para diciembre de 2014 de acuerdo con la encuesta de Citibank. En el *Gráfico 38.2* se muestran los resultados de la encuesta de expectativas de tasa de política que realiza el BR⁷⁴, en la que se puede observar una senda creciente hasta septiembre de 2015, mes en el que la tasa se ubicaría en 4,90%.

En el *Gráfico 39* se muestran el IBR *overnight* (línea morada), el IBR a 1 mes (línea roja) y el IBR a 3 meses (línea azul). También se incluyen la tasa de intervención del Banco de la República (BR) (línea verde), y la tasa fija del OIS a tres (3) meses de *Bloomberg* (línea negra)⁷⁵.

Gráfico 38.1

Estimaciones para fin 2014

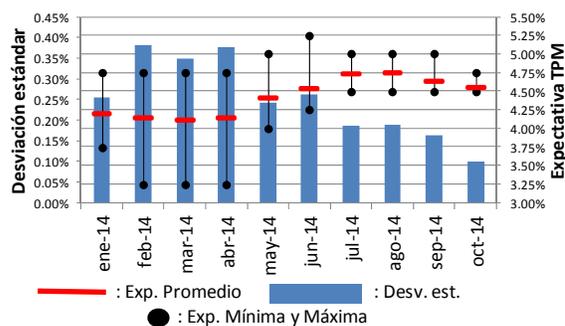


Gráfico 38.2

**Estimaciones 12 meses adelante
Encuesta Banco de la República**

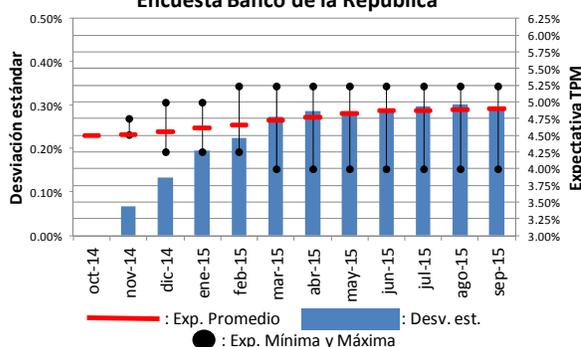
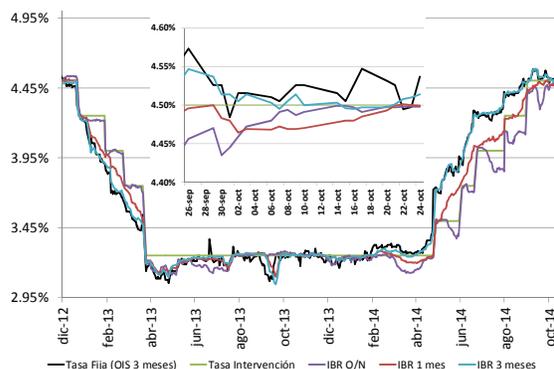


Gráfico 39

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



⁷⁰ Los pronósticos en la encuesta de *Bloomberg* fueron incluidos por el área de estudios económicos de cada entidad entre el 17 y el 27 de octubre.

⁷¹ Encuestas publicadas el 27 de octubre (ANIF) y el 28 de octubre (Citibank). En caso que una entidad haya sido encuestada por ANIF y Citibank, se toma el dato más reciente, es decir, el de Citibank. En esta ocasión, JP Morgan había contestado en la encuesta de Anif que esperaba que la tasa permaneciera inalterada pero recomendaba un incremento de 25 p.b. a 4,75%; mientras en la de Citibank su recomendación fue de mantener la tasa en 4,50%.

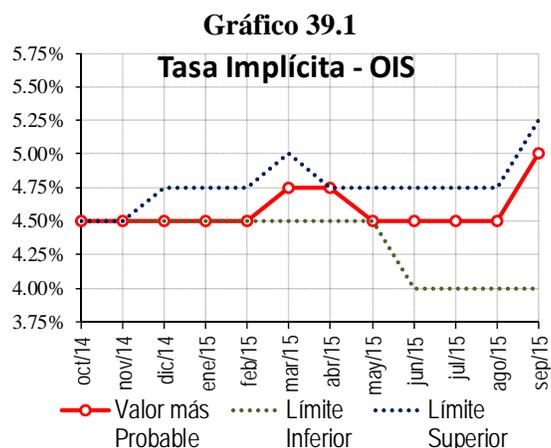
⁷² EConcept.

⁷³ E Concept y 4Cast.

⁷⁴ Realizada entre el 6 y el 7 de octubre.

⁷⁵ Correspondiente a la tasa fija del *Overnight Index Swap* (OIS) extraída de *Bloomberg*. Los OIS se definen como *swaps* de tasa de interés en los que se intercambia una tasa fija por una tasa flotante, siendo esta última la tasa de interés compuesta de una tasa *overnight*. En una transacción OIS no existe intercambio del principal. Ambas partes acuerdan intercambiar al vencimiento del swap el diferencial entre la tasa fija pactada y la tasa flotante, por el nominal acordado. El

El IBR *overnight* del 24 de octubre se ubicó en 4,50%, el IBR a un mes en 4,50% y el IBR a tres meses en 4,51%. Por su parte, la tasa fija del OIS de tres meses extraída de *Bloomberg* fue 4,54%. De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de los OIS, para las reuniones que se llevarán a cabo entre octubre y diciembre, se espera que la tasa se mantenga inalterada en 4,50% (ant: 4,50%). Cabe mencionar que para la reunión de diciembre la probabilidad del escenario de una tasa de 4,50% pasó de 96% a 92% (Gráfico 39.1, Cuadro 3, y Anexo 7).



Cuadro 3

TPM	oct/14	nov/14	dic/14	ene/15	feb/15	mar/15	abr/15	may/15	jun/15	jul/15	ago/15	sep/15
5.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%
5.00%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	0%	0%	0%	0%	0%	31%
4.75%	0%	0%	8%	8%	27%	81%	85%	39%	20%	10%	36%	10%
4.50%	100%	100%	92%	92%	73%	8%	15%	61%	39%	68%	42%	12%
4.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	27%	20%	19%	20%
4.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	14%	2%	3%	17%
3.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

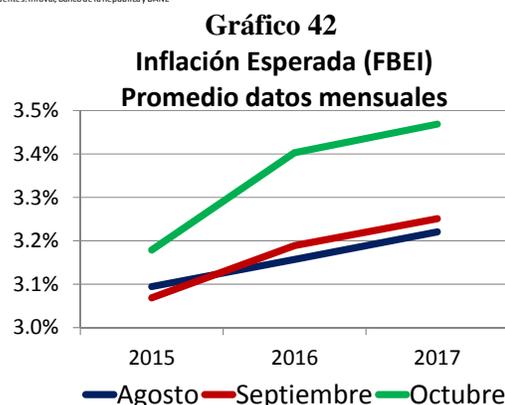
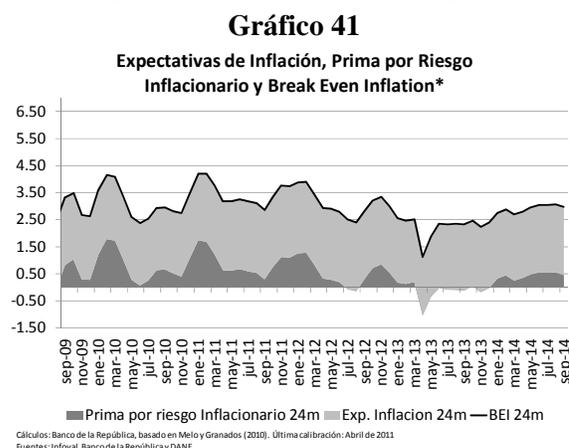
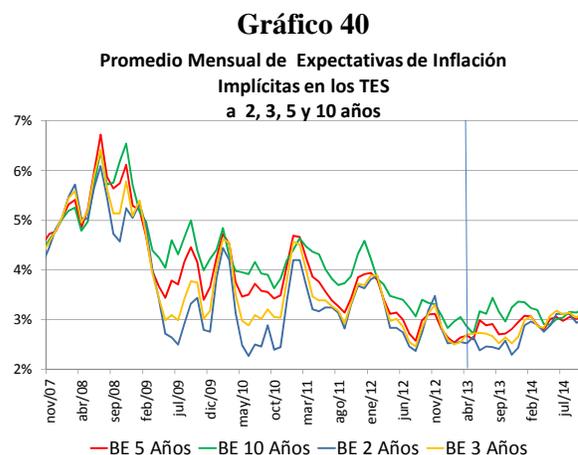
pagador (quien paga la tasa fija y recibe la tasa flotante) se beneficiará ante un incremento en las tasas y el receptor (quien recibe la tasa fija y paga la tasa flotante) se beneficiará de una disminución en las tasas.

Por otra parte, en la última encuesta de expectativas de inflación realizada por el BR⁷⁶, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2014 en promedio se ubica en 3,38% (encuesta anterior: 3,39%). Las expectativas promedio para octubre y diciembre de 2015 se ubican en 3,15% y 3,22% (ant: 3,25%), respectivamente.

A su vez, en promedio las expectativas de inflación para 2, 3, 5 y 10 años, medidas a partir del *Break-Even Inflation* para lo corrido de octubre, presentaron variaciones de +4 p.b., +12 p.b., +8 p.b. y +8 p.b., frente a los datos promedio de septiembre, ubicándose en 2,98%, 3,17%, 3,10% y 3,23%, respectivamente (Gráfico 40)⁷⁷.

En el Gráfico 41 se muestra la estimación y descomposición del BEI para 2 años⁷⁸. La línea negra representa el valor del BEI, mientras que las áreas negra y gris corresponden a la prima por riesgo inflacionario y las expectativas promedio de inflación, respectivamente. En septiembre, el BEI se ubicó en 2,96% (ant: 3,06%), las expectativas promedio de inflación tomaron un valor de 2,51% (ant: 2,51%), y la prima por riesgo inflacionario se ubicó en 0,45% (ant: 0,55%)⁷⁹.

El Gráfico 42 muestra la senda promedio de inflación esperada con datos diarios de los meses de agosto, septiembre y octubre⁸⁰. Para los años 2015, 2016 y 2017 la curva de octubre presenta expectativas de inflación superiores a las de agosto y septiembre. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación creciente en este periodo, de tal forma que en 2017 la inflación año completo se ubique en 3,47%⁸¹.



⁷⁶ Realizada entre el 6 y el 7 de octubre.

⁷⁷ Es importante mencionar que estos indicadores de inflación esperada pueden verse distorsionados por las primas de liquidez de los títulos de tasa fija y UVR, y la prima de riesgo de inflación. En este análisis no se incluyen los cálculos del BEI a 1 año, debido a que actualmente no hay un TES denominado en UVR a este plazo.

⁷⁸ Utilizando la metodología de Melo y Granados (2010). Para estas estimaciones se utilizaron los betas calculados por la BVC con la metodología de N&S.

⁷⁹ Para 1 y 5 años la prima por riesgo de inflación es 0,67% (ant: 0,79%) y 0,40% (ant: 0,43%), respectivamente y las expectativas promedio de inflación se ubican en 2,27% (ant: 2,27%) y 2,69% (ant: 2,69%).

⁸⁰ Cardozo (2010). Incluido en el Anexo del Documento de Curvas del día 23 de julio de 2010.

⁸¹ Con datos de octubre, los agentes estarían esperando una senda de inflación creciente entre 2015 y 2028, año en que la inflación llegaría a 3,79%.

Finalmente, el *Cuadro 5* muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, India, Sudáfrica y China. Puede observarse que las expectativas de crecimiento económico para 2014 desmejoraron para Chile, Perú, Brasil y Sudáfrica, permanecieron estables para México y China, y mejoraron en los casos de Colombia e India. Por otro lado, los datos de inflación de septiembre se ubicaron por encima de los pronósticos en los casos de Brasil, Chile y Perú; y por debajo en Colombia, México e India. Cabe mencionar que la inflación aún se encuentra por encima de los límites superiores de los rangos meta en los casos de Chile, México y Brasil (de 2% a 4% para Chile y México, y de 2,5% a 6,5% para Brasil)⁸². Las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron 40 p.b. para Chile, y 16 p.b. para Brasil. En el caso de Colombia disminuyeron 1 p.b..

Cuadro 5

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Septiembre		Esperada a Diciembre 2014		Vigente	Esperada a Diciembre 2014		Datos 2T14		Esperada a Dic. 2014	
	Esp*	Obs	Septiembre	Octubre		Septiembre	Octubre	Esp*	Obs	Septiembre	Octubre
Colombia	2.95%	2.86%	3.39%	3.38%	4.50%	4.59%	4.55%	4.6%	4.3%	4.86%	4.88%
Chile	4.80%	4.90%	4.20%	4.60%	3.00%	3.00%	3.00%	1.8%	1.9%	2.00%	1.90%
México	4.24%	4.22%	3.82%	3.97%	3.00%	3.00%	3.00%	1.5%	1.6%	2.47%	2.47%
Perú	2.71%	2.74%	3.10%	3.00%	3.50%	3.50%	3.50%	1.7%	1.7%	3.90%	3.50%
Brasil	6.65%	6.75%	6.29%	6.45%	11.00%	11.00%	11.00%	-0.6%	-0.9%	0.33%	0.27%
India	3.24%	2.38%	5.40%	5.20%	8.00%	7.88%	7.92%	5.5%	5.7%	5.30%	5.40%
Sudáfrica	6.10%	5.90%	6.30%	6.20%	5.75%	6.00%	5.95%	1.2%	1.0%	1.70%	1.50%
China	1.70%	1.60%	2.50%	2.40%	6.00%	6.00%	6.01%	7.4%	7.5%	7.40%	7.40%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 6 y el 7 de octubre de 2014. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Expectativas de crecimiento e inflación extraídas de encuesta publicada por el BCRP el 26 de septiembre. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

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

México: Encuesta publicada por el BCM el 3 de octubre. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 24 de octubre.

India: Los datos de Inflación corresponden a la variación del índice de precios mayoristas que presenta un menor rezago que el índice del consumidor (IPP Bloomberg). Las expectativas de inflación, TPM y crecimiento, son obtenidos del consensus forecast del FocusEconomics.

Sudáfrica: Datos obtenidos de Bloomberg.

China: Datos obtenidos de Bloomberg. Las expectativas de inflación, TPM y crecimiento, son obtenidos del consensus forecast del FocusEconomics.

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

⁸² Teniendo en cuenta encuestas realizadas por los Bancos Centrales.

Conclusiones

En Colombia al comparar los datos entre el 26 de septiembre y el 28 de octubre, se encuentra que en promedio, las tasas cero cupón de los TES en pesos presentaron variaciones de -3 p.b., -13 p.b. y -2 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente; de tal manera que la pendiente aumentó 1 p.b.. La correlación de 60 días entre las tasas de largo plazo de Colombia y las de los bonos del Tesoro de EE.UU. pasó de +4% a -19%⁸³. Por su parte, la correlación a 30 días se mantuvo en 63%.

Durante la semana posterior a la última reunión de la JDBR, los TES presentaron desvalorizaciones, en mayor medida los de largo plazo, comportamiento que estuvo asociado a: i) la realización de un canje de deuda por parte del Gobierno que implica mayor oferta de TES de largo plazo, y ii) incertidumbre sobre lo que anunciaría la Reserva Federal en las minutas de su reunión de septiembre. Adicionalmente, persisten las preocupaciones en torno a la situación económica internacional luego de la publicación de desfavorables resultados económicos de Europa. En cuanto a factores locales, hay incertidumbre con respecto al impacto que podría tener la reforma tributaria en el mercado.

Sin embargo, en lo corrido de octubre, los TES se han valorizado, en línea con el comportamiento de los de otros países de la región, ante expectativas de que la normalización de la política monetaria de EE.UU. comience en diciembre y no en septiembre, como se anticipaba. Lo anterior, teniendo en cuenta el débil crecimiento de la economía mundial.

En cuanto a los indicadores de percepción de riesgo a nivel local, con la información disponible, es posible inferir que ésta aumentó. De forma similar, la percepción de riesgo a nivel internacional presentó un incremento ante los temores en torno al crecimiento económico global.

Con relación a las expectativas sobre el movimiento de la tasa de referencia del BR en su próxima reunión, de acuerdo con las encuestas realizadas por Fedesarrollo y la BVC, Bloomberg y la compilación de las encuestas de Anif y Citibank, las tasas esperadas promedio son 4,50%, 4,50% y 4,51%, respectivamente.

A su vez, en promedio las expectativas de inflación para 2, 3, 5 y 10 años, medidas a partir del *Break-Even Inflation* para lo corrido de octubre presentaron variaciones de +4 p.b., +12 p.b., +8 p.b. y +8 p.b., frente a los datos promedio de septiembre, ubicándose en 2,98%, 3,17%, 3,10% y 3,23%, respectivamente.

⁸³ Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 74%.

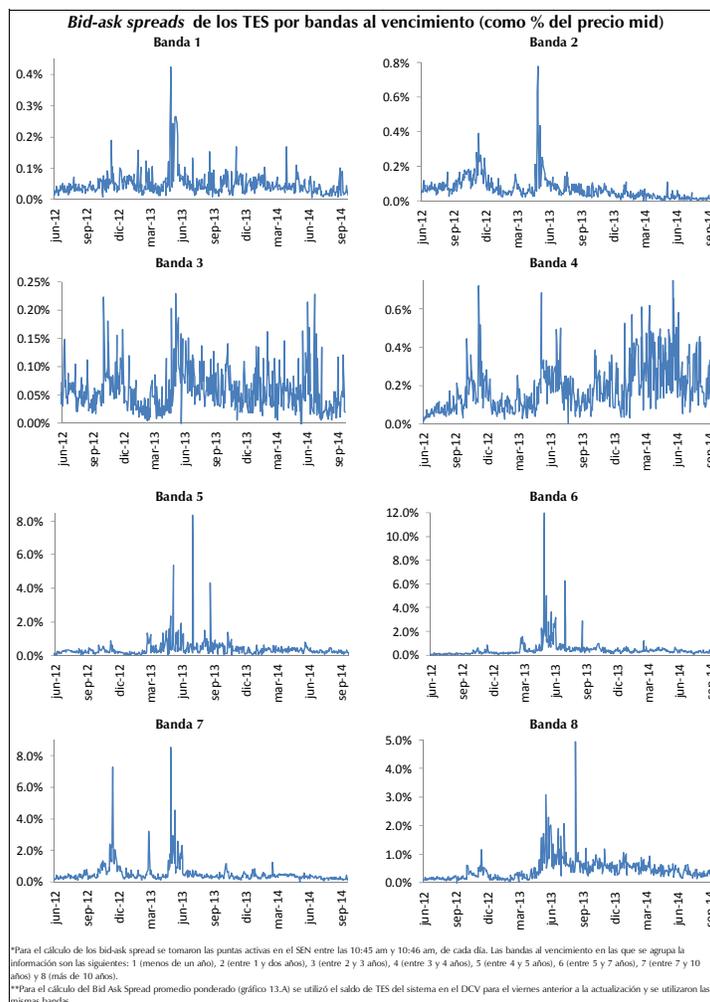
Anexo 1

	Valor actual 23 de octubre	Variación desde última junta BR	Variación desde mayo 2013	Variación año corrido	Variación año completo	Niveles desde última junta BR	Niveles desde mayo 2013	Niveles año corrido	Niveles año completo
Total GBI-EM Global*	315.0	1.1%	4.4%	8.2%	6.7%	311.6	301.7	291.2	295.3
Asia	203.7	1.4%	1.7%	6.9%	4.0%	200.8	200.2	190.6	195.8
India**	674.5	1.5%	9.4%	11.2%	11.5%	664.4	616.5	606.5	604.7
Indonesia	446.2	2.3%	-3.9%	10.6%	2.5%	436.0	464.2	403.4	435.4
Malasia	162.2	0.5%	3.5%	4.6%	3.0%	161.4	156.7	155.1	157.6
Filipinas	134.6	0.7%	-5.6%	4.6%	-0.5%	133.7	142.6	128.7	135.3
Tailandia	204.8	1.7%	7.1%	6.6%	7.3%	201.3	191.2	192.1	190.8
Europa	291.0	1.5%	5.2%	7.2%	6.1%	286.6	276.5	271.4	274.3
Polonia	321.9	1.4%	7.7%	9.3%	9.1%	317.4	298.9	294.6	295.0
Turquía	446.8	3.9%	3.7%	13.0%	7.4%	430.1	430.7	395.3	415.9
Rumania	124.9	1.7%	13.6%	n.d.	n.d.	122.8	109.9	n.d.	n.d.
Rusia	195.6	-1.6%	-2.9%	-3.2%	-3.4%	198.7	201.4	202.0	202.3
Medio Oriente/África	355.5	1.9%	5.5%	9.1%	7.8%	348.8	337.0	325.8	329.9
Nigeria	150.9	-1.0%	16.5%	12.4%	n.d.	152.5	129.6	134.3	133.3
Latinoamérica	411.0	0.6%	5.0%	9.3%	8.1%	408.5	391.4	375.9	380.1
Chile	124.4	0.4%	7.9%	8.1%	8.7%	123.8	115.3	115.0	114.4
Perú	180.1	2.0%	-2.0%	9.1%	4.9%	176.6	183.9	165.2	171.7
Brasil	479.1	-0.1%	8.7%	10.5%	10.1%	479.7	440.9	433.6	435.0
Colombia	353.5	0.8%	2.3%	5.2%	5.5%	350.9	345.5	335.9	335.2

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

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

Anexo 2



Anexo 3

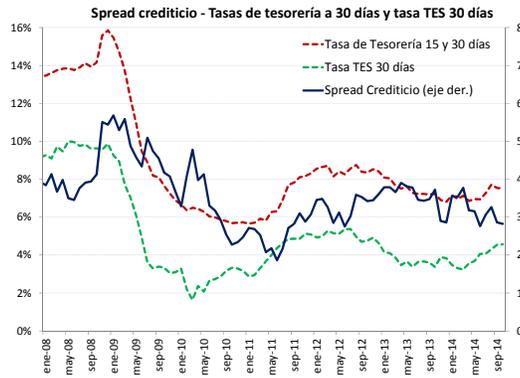
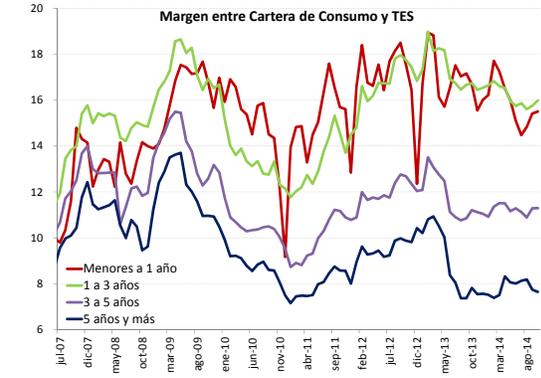
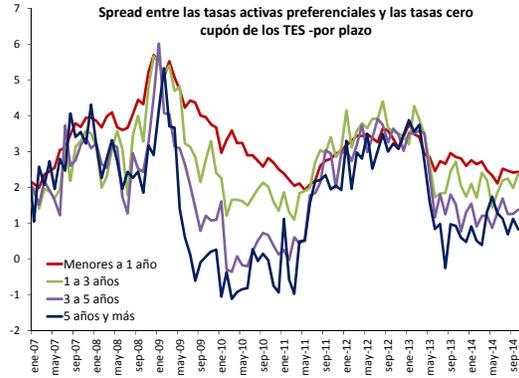
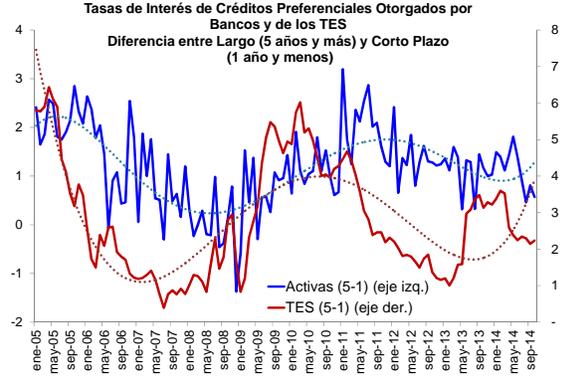
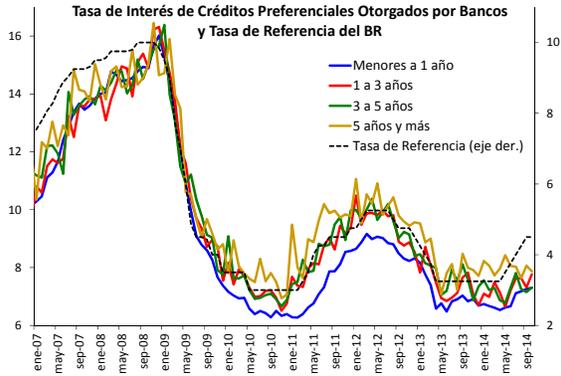
Comportamiento de la Deuda Interna y Externa, tanto en dólares como en moneda local de países de la región.

Rendimientos bonos yankees a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	3.88	3.70	4.17	2.85	3.55
Variación desde última junta BR (p.b.)	-13.81	-8.84	-8.12	-13.90	-12.21
Variación desde 20 de junio de 2013 (p.b.)	8.07	-13.49	14.67	-83.60	-16.97
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	103.84	98.67	141.46	29.90	67.66
Variación año corrido (p.b.)	100.48	84.33	158.50	45.40	63.17
Variación año completo (p.b.)	97.11	90.67	141.35	n.d	63.07
Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	5.95	n.d	9.61	4.25	n.d
Variación desde última junta BR (p.b.)	17.00	n.d	12.20	-19.50	n.d
Variación desde 20 de junio de 2013 (p.b.)	69.50	n.d	4.50	-145.20	n.d
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	199.40	n.d	289.30	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	210.20	n.d	440.10	n.d	n.d
Variación año completo (p.b.)	177.10	n.d	347.80	n.d	n.d
Tasa cero cupón locales 10 años	Colombia	Perú	Brasil	Chile	México
Nivel Actual	7.00	5.89	13.07	4.70	6.49
Variación desde última junta BR (p.b.)	0.52	-33.63	40.62	-39.76	-16.96
Variación desde 20 de junio de 2013 (p.b.)	-30.94	-20.80	79.84	-88.18	-9.24
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	191.49	155.06	271.33	-68.27	178.07
Variación año corrido (p.b.)	128.57	161.88	315.73	-99.27	69.09
Variación año completo (p.b.)	25.81	84.36	250.98	-81.38	75.13

Margen Bonos locales y Bonos Globales 10 años	Colombia	Brasil	Chile
Nivel Actual (pps)	1.05	3.45	0.45
Variación desde última junta BR (p.b.)	-16.48	28.42	-20.26
Variación desde 20 de junio de 2013 (p.b.)	-100.44	75.34	57.02
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	-7.91	-17.97	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-81.63	-124.37	n.d
Variación año completo (p.b.)	-151.29	-96.82	n.d
Margen Bonos Globales y Yankees 10 años	Colombia	Brasil	Chile
Nivel Actual (pps)	2.07	5.44	1.40
Variación desde última junta BR (p.b.)	30.81	20.32	-5.60
Variación desde 20 de junio de 2013 (p.b.)	61.43	-10.17	-61.60
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	95.56	147.84	n.d
Variación año corrido (p.b.)	109.72	281.60	n.d
Variación año completo (p.b.)	79.99	206.45	n.d

Anexo 4

Margen entre tasas activas y tasa de TES



Anexo 5

Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de la Zona Euro (0,05%)⁸⁴, Inglaterra (0,5%), Canadá (1,0%), Israel (0,25%) y Australia (2,5%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas, en línea con las expectativas de los analistas. Adicionalmente, el Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterado el monto de su programa de compra de activos en £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012), y el de Japón decidió mantener su política a través de operaciones de mercado abierto, con el fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual entre ¥60 – ¥70 trillones. Por otra parte, el Banco Central de Suecia redujo su tasa de interés de referencia de 0,25% a 0%, mayor a lo esperado por el mercado (0,1%).

- EE.UU.:

El 8 de octubre, fueron publicadas las minutas de la última reunión de política monetaria de la Fed, donde se evidenció cierta preocupación de los miembros del FOMC⁸⁵ con relación a los efectos que podrían tener sobre la inflación y las exportaciones de EE.UU. la apreciación del dólar (principalmente contra el euro, el yen y la libra esterlina), el débil crecimiento económico de la Zona Euro, Japón y China, y los conflictos en Ucrania y en el Medio Oriente. Adicionalmente, algunos miembros del Comité señalaron que el mercado parece estar esperando alzas de tasas a un ritmo menor que las proyecciones de la Fed, aunque señalaron que esto puede ser resultado de que tales expectativas incorporan escenarios de eventos excepcionales. Por último, en las minutas se discutió sobre el lenguaje más apropiado respecto a la normalización de la política monetaria. En línea con lo anterior, hubo consenso en que cuando los cambios en la orientación de política (*forward guidance*) sean apropiados, es probable que se presenten retos en torno a la comunicación de los mismos, por lo que será necesario tener precaución para evitar el envío de señales no deseadas al mercado.

El 15 de octubre, la Fed publicó el *Beige Book* en donde se indicó que la actividad económica se expandió a un ritmo entre modesto y moderado en la mayoría de distritos, y el ritmo de crecimiento fue similar al registrado en el reporte anterior. De acuerdo con el informe, todos los distritos se mostraron optimistas sobre la actividad económica futura, principalmente en materia de consumo, turismo y manufacturas. Adicionalmente, se señaló que hubo un aumento generalizado en la colocación de créditos, mientras que en el sector de agricultura se hizo énfasis en la caída generalizada de los precios de las cosechas, cuyo efecto se espera sea contrarrestado por un aumento en la producción.

El 29 de octubre la Fed mantuvo inalterada su tasa de interés objetivo entre 0% y 0,25%, en línea con las expectativas del mercado, señalando que la economía continúa expandiéndose a un ritmo moderado y que las condiciones del mercado laboral mejoraron, ante la disminución de la tasa de desempleo y la menor subutilización de la fuerza laboral. Por otra parte, el organismo señaló que el gasto de los hogares ha aumentado moderadamente y que la inversión privada en capital fijo ha avanzado, mientras que la recuperación en el sector hipotecario continúa siendo lenta. Adicionalmente, se indicó que pese a que la inflación en el corto plazo probablemente se mantendrá baja por el efecto de los precios de energía y otros factores, la probabilidad de una inflación

⁸⁴ Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito también se mantuvieron inalteradas en 0,3% y -0,2%, respectivamente.

⁸⁵ *Federal Open Market Committee*, por sus siglas en inglés.

persistentemente por debajo de 2,0% ha disminuido desde principios de este año, y las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables.

En cuanto al programa de compra de activos, el organismo decidió concluirlo este mes⁸⁶ (ant. US\$15 billones), lo cual era esperado por el mercado (*Anexo 13*). Tal decisión obedeció al hecho de que continúan percibiendo mejorías en la actividad económica y el mercado laboral, los cuales dan señales de la creciente fortaleza de la economía en general.

- Europa:

En su reunión el 2 de octubre, el BCE señaló que el programa de compra de activos⁸⁷, anunciado en septiembre, iniciaría a mediados de este mes y tendría una duración de al menos dos años. Aunque no se mencionó el monto exacto al que ascenderían los estímulos, se afirmó que estas medidas, junto con las líneas de refinanciamiento dirigido de largo plazo (TLTROs)⁸⁸, tendrán un impacto importante en su balance⁸⁹.

Por otra parte, el 16 de octubre el BCE anunció que reducirá los *haircuts* aplicables a los bonos soberanos de Grecia, así como a la deuda de los bancos avalada por el Estado heleno, dadas las mejores condiciones de mercado que han conseguido estos títulos desde el año 2013.

Países Emergentes

- Asia, Europa y África

En otro escenario, los bancos centrales de Turquía, Hungría e Indonesia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 8,25%⁹⁰, 2,1% y 7,5%⁹¹, respectivamente, en línea con lo esperado. Por su parte, el Banco Central de Polonia recortó su tasa 50 p.b. a 2,0%⁹²

- Latinoamérica

En la región, el Banco Central de Chile recortó su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 3,0%, tal como lo esperaba el mercado. Por su parte, el Banco Central de Perú mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 3,5%, igualmente esperado por el mercado. Adicionalmente, este organismo redujo su tasa de encaje en soles de 11,0% a 10,5%, buscando sostener el dinamismo del crédito.

• Perú:

El 9 de octubre, el Banco Central de Perú (BCP) mencionó en el comunicado que acompañó su decisión de mantener inalterada su tasa de interés de referencia que “*el nivel de tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación que se mantiene en el rango meta en el 2014 y*

⁸⁶ La Fed finalizará sus compras mensuales de títulos colateralizados con hipotecas (ant. US\$5 billones) y de *Treasuries* de largo plazo (ant. US\$10 billones).

⁸⁷ Las compras incluyen *securities* respaldados con activos (ABSs) y bonos cubiertos (*Covered Bonds*).

⁸⁸ Por sus siglas en inglés, *Targeted Long-Term Refinancing Operations*.

⁸⁹ Estas medidas podrían llevar el balance del BCE al nivel al que se encontraba a comienzos de 2012, es decir, entre €2,5 y €3 billones.

⁹⁰ De la misma manera, la tasa de préstamos (*lending rate*) se mantuvo inalterada en 11,25%, la tasa de depósitos (*borrowing rate*) se mantuvo inalterada en 7,5% y la tasa aplicable a las facilidades de depósitos para los “*Primary Dealers*” se mantuvo inalterada en 10,75%.

⁹¹ Las tasas de interés aplicables a la facilidad de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron inalteradas en 7,5% y 5,75%, respectivamente.

⁹² Asimismo, recortó su tasa lombarda de 4,0% a 3,0%, y su tasa de redescuento de 2,75% a 2,25%. No obstante, mantuvo inalterada la tasa de depósitos en 1,0%.

converge a 2,0% en el 2015. Esta proyección toma en cuenta que: i) los indicadores actuales y adelantados de la actividad económica continúan mostrando un crecimiento por debajo de su potencial; ii) las expectativas de inflación permanecen ancladas dentro del rango meta; iii) los indicadores internacionales recientes muestran señales mixtas de recuperación de la economía mundial, así como una mayor volatilidad en los mercados financieros y de cambios; y iv) los factores de oferta, que elevaron la inflación, se vienen moderando”. En cuanto al crecimiento, se señaló que “los indicadores actuales y adelantados de la actividad productiva continúan mostrando un ciclo económico débil, con tasas de crecimiento del PBI menores a su potencial, aunque con algunas señales de recuperación en septiembre”. Finalmente, el organismo indicó que permanecerá atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, medidas adicionales de flexibilización.

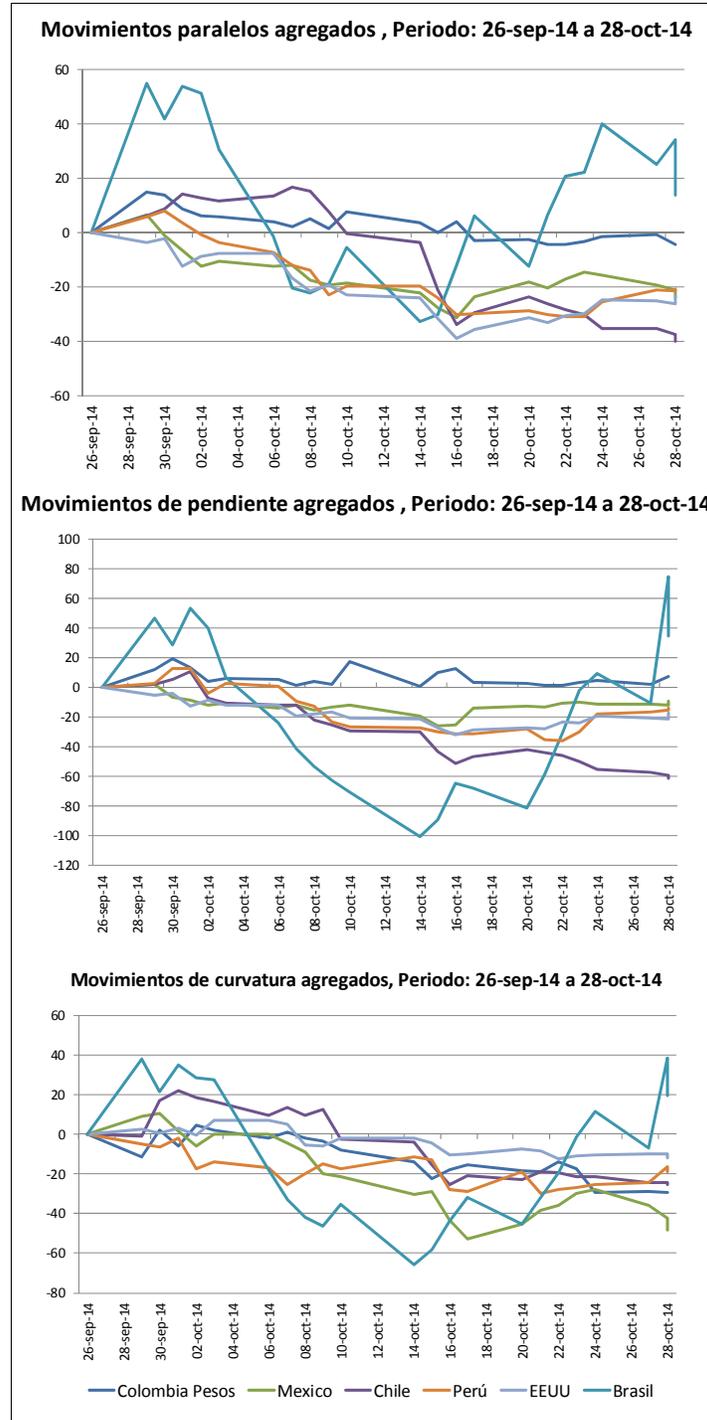
- **Chile:**

En su reunión de política monetaria llevada a cabo el día 16 de octubre, el Banco Central de Chile (BCC) mencionó que “los antecedentes recientes sugieren que, en los próximos trimestres, el crecimiento y la inflación mundial podrían ser algo menores que lo esperado. Los precios de las materias primas, incluyendo el cobre, se han reducido, destacando una baja importante del precio internacional de los combustibles. En lo más reciente, las tasas de interés han disminuido en los países desarrollados, a la vez que la volatilidad se ha elevado en los mercados financieros. En la mayoría de las economías emergentes, los premios por riesgo han aumentado y sus monedas se han depreciado”.

En el plano local, el organismo indicó que “Los antecedentes de la actividad, la demanda y el empleo siguen dando cuenta del bajo dinamismo de la economía chilena, en línea con lo previsto. Las condiciones de financiamiento local reflejan el impacto del estímulo monetario. La inflación de septiembre volvió a sorprender al alza, alcanzando 4,9% anual. El escenario más probable considera que la inflación se mantendrá algunos meses por sobre el límite superior del rango de tolerancia para retornar luego a la meta”, y que “las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno a 3%”. Finalmente, el organismo reafirmó su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, e indicó que cambios futuros en la TPM dependerán de las condiciones macroeconómicas internas y externas y sus efectos sobre las perspectivas de inflación.

Gráfico A5⁹³

Nivel: Tasa cero cupón promedio
 Pendiente: Diferencia entre tasas de largo plazo (15 años) y 1 año.
 Curvatura: (2*tasa 5 años) - tasa 15 años – tasa 1 año



⁹³ Para México y Perú las tasas de largo plazo corresponden a bonos de 15 años. Para Colombia, Chile y Brasil las tasas de largo plazo corresponden a las de 10, 9 y 7 años, respectivamente.

Anexo 6

Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.

Octubre de 2014

Cuadro A6.1
Encuesta de expectativas de Bloomberg

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG

Actualizada el 27 de Octubre

	Economista	Empresa	Estimación	Fecha
1	Pedro Tuesta	4Cast Inc	4.50%	24-oct-14
2	Esteban Gonzalez Benavid	Alianza Valores	4.50%	23-oct-14
3	Carlos Castaneda	Asesores en Valores	4.50%	17-oct-14
4	Jose David Lopez	Asesorias e Inversiones	4.50%	17-oct-14
5	Nader Nazmi	BNP Paribas	4.50%	24-oct-14
6	Sergio Olarte	BTG Pactual	4.50%	24-oct-14
7		Banco CorpBanca Colombia SA	4.50%	23-oct-14
8	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	4.50%	20-oct-14
9	Rafael Neira Gonzalez	Banco Gnb Sudameris	4.50%	22-oct-14
10	David Cubides	Banco Popular SA	4.50%	20-oct-14
11		Banco de Bogota	4.50%	24-oct-14
12	Alexander Riveros Saaved	Bancolombia	4.50%	27-oct-14
13	Alejandro Arreaza	Barclays	4.50%	24-oct-14
14	Francisco Rodriguez	BofA Merrill Lynch	4.50%	24-oct-14
15	Alberto Bernal	Bulltick Securities	4.50%	23-oct-14
16	David Rees	Capital Economics	4.50%	27-oct-14
17	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	4.50%	17-oct-14
18	Andres Pardo	Corp Financiera Colombiana	4.50%	17-oct-14
19	Armando Armenta	Deutsche Bank Securities	4.50%	17-oct-14
20	Orlando Santiago Jacome	Fenix Valor	4.50%	17-oct-14
21	Daniel Escobar	Global Securities	4.50%	17-oct-14
22		Goldman Sachs	4.50%	27-oct-14
23	Daniel Snowden	Informa Global Markets	4.50%	27-oct-14
24	Vittorio Peretti Senatore	Itau Unibanco	4.50%	24-oct-14
25	Luis Arcentales	Morgan Stanley	4.50%	17-oct-14
26	Santiago Alvarez	Profesionales de Bolsa	4.50%	17-oct-14
27	Daniela Blancas	Scotiabank	4.50%	17-oct-14
28	Esteban Tamayo	Serfinco	4.50%	20-oct-14
29	Italo Lombardi	Standard Chartered Bank	4.50%	24-oct-14
30	Oscar Manco Lopez	Trust Investment SAS	4.50%	17-oct-14
31	Alejandro Reyes Gonzales	Ultrabursatiles SA	4.50%	17-oct-14
		Tasa	Obs.	Prob.
		4.25%	0	0%
		4.50%	31	100%
		4.75%	0	0%
		Tasa Esperada Ponderada		4.50%

Cuadro A6.2
Resultados Encuesta de Expectativas de Citibank y ANIF
Octubre 2014

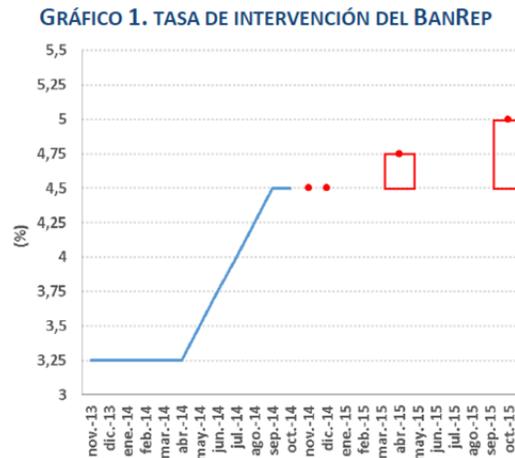
Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?			
4cast	4.50%	4.75%			
Alianza Valores	4.50%	4.50%			
Anif	4.50%	4.50%			
Asobancaria	4.50%	4.50%			
Axa Colpatría	4.50%	4.50%			
Banco Agrario	4.50%	4.50%			
Banco Davivienda	4.50%	4.50%			
Banco de Bogotá	4.50%	4.50%			
Banco de Occidente	4.50%	4.50%			
BBVA	4.50%	4.50%			
BTG Pactual	4.50%	4.50%			
Casa de Bolsa	4.50%	4.50%			
Citibank	4.50%	4.50%			
Corficolombiana	4.50%	4.50%			
CorpBanca	4.50%	4.50%			
Corredores Asociados	4.50%	4.50%			
Credicorp Capital	4.50%	4.50%			
EConcept	4.75%	4.75%			
Fidubogotá	4.50%	4.50%			
Grupo Bancolombia	4.50%	4.50%			
JP Morgan	4.50%	4.50%			
Moody's Economy	4.50%	4.50%			
Old Mutual	4.50%	4.50%			
Profesionales de Bolsa	4.50%	4.50%			
Serfinco	4.50%	4.50%			
Ultrabursátiles	4.50%	4.50%			
Banco Popular	4.50%	4.50%			
BNP Paribas	4.50%	4.50%			
Camacol	4.50%	4.50%			
CEDE	4.50%	4.50%			
Colfondos	4.50%	4.50%			
Fedesarrollo	4.50%	4.50%			
Nomura	4.50%	4.50%			
Protección	4.50%	4.50%			
Promedio	4.51%	4.51%			
Mediana	4.50%	4.50%			
STDV	0.04%	0.06%			
Máximo	4.75%	4.75%			
Mínimo	4.50%	4.50%			

Cuánto debería ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.75%	6%	2
4.50%	94%	32
4.25%	0%	0
Total	100%	34

Cuánto va a ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
4.75%	3%	1
4.50%	97%	33
4.25%	0%	0
Total	100%	34

Cuadro A6.3

Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y BVC
Octubre 2014



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

Rango • Mediana

Anexo 7

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

TPM	oct/14	nov/14	dic/14	ene/15	feb/15	mar/15	abr/15	may/15	jun/15	jul/15	ago/15	sep/15
5.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%
5.00%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	0%	0%	0%	0%	0%	31%
4.75%	0%	0%	8%	8%	27%	81%	85%	39%	20%	10%	36%	10%
4.50%	100%	100%	92%	92%	73%	8%	15%	61%	39%	68%	42%	12%
4.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	27%	20%	19%	20%
4.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	14%	2%	3%	17%
3.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

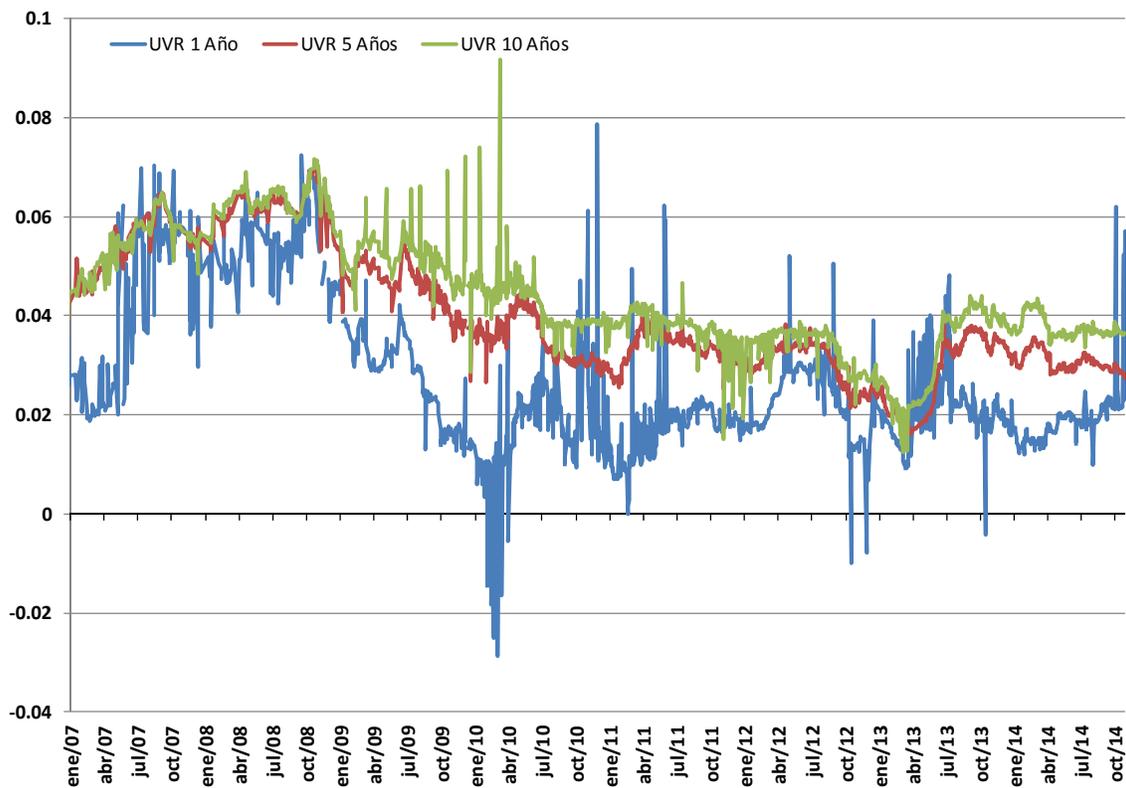
TPM	sep/14	oct/14	nov/14	dic/14	ene/15	feb/15	mar/15	abr/15	may/15	jun/15	jul/15	ago/15
5.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%
5.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	15%
5.00%	0%	0%	0%	0%	0%	9%	6%	0%	8%	1%	8%	19%
4.75%	0%	0%	4%	4%	48%	85%	85%	67%	36%	35%	43%	17%
4.50%	100%	100%	96%	96%	52%	4%	9%	33%	40%	58%	23%	12%
4.25%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	14%	5%	26%	11%
4.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	21%
3.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
3.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Anexo 8

Evolución de las Curvas de TES UVR - Nelson y Siegel

Gráfico A8.1

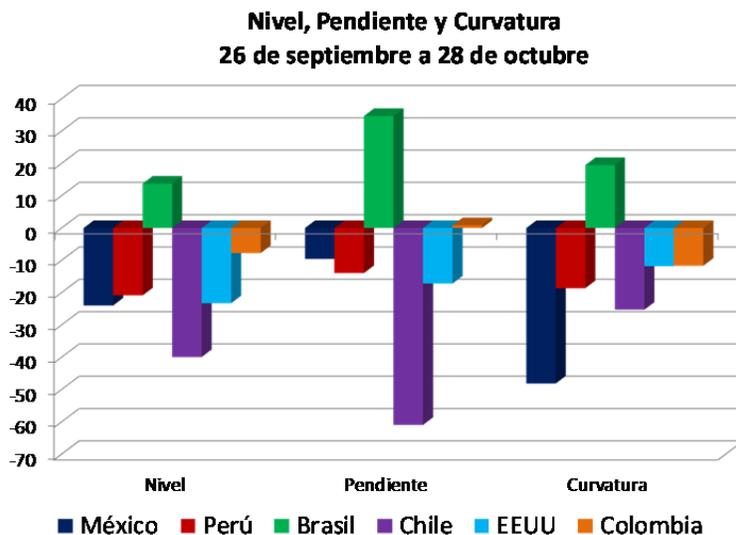
Curva Cero Cupón de TES en UVR a 1, 5 y 10 años



Anexo 9

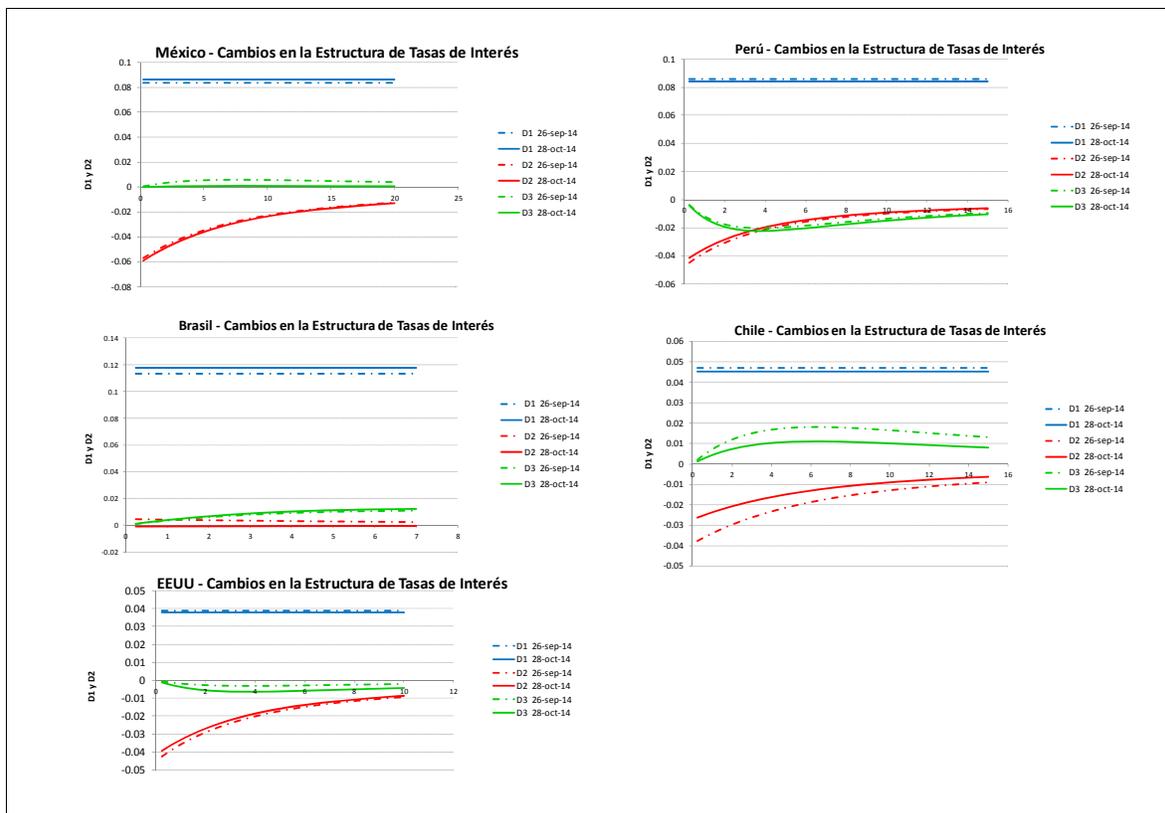
Nivel, pendiente y Curvatura

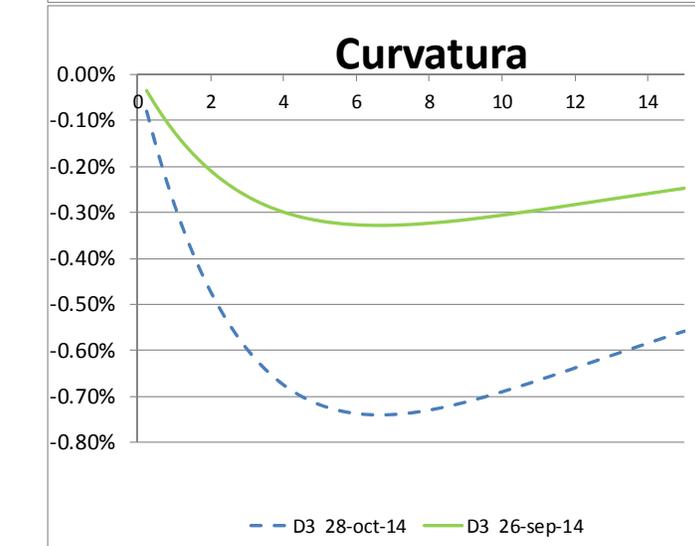
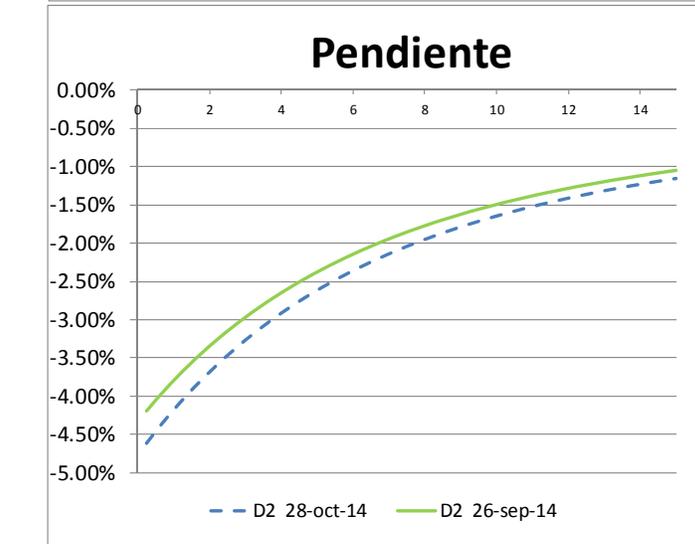
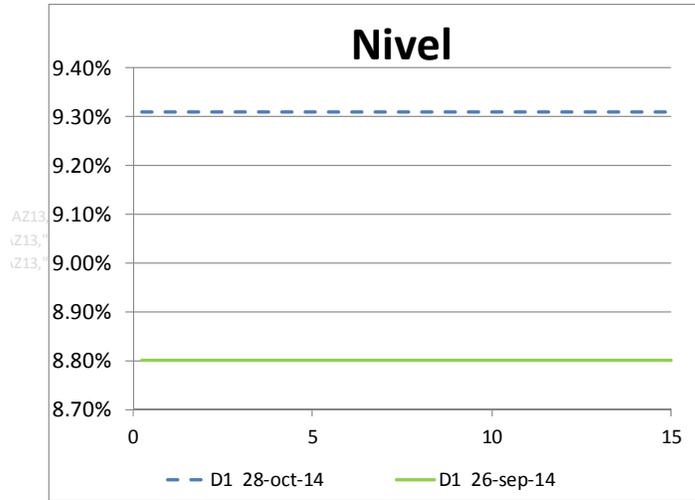
Gráfico A9.1



Anexo 10

Movimientos de la Curva Cero Cupón de TES tasa fija en pesos (Teóricos)

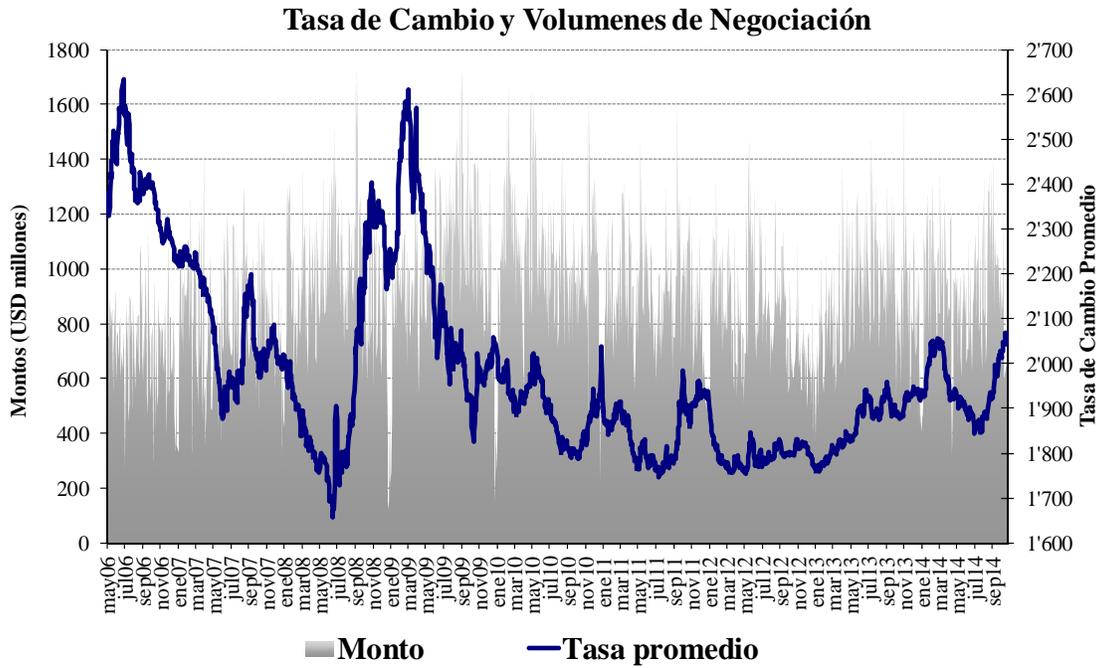




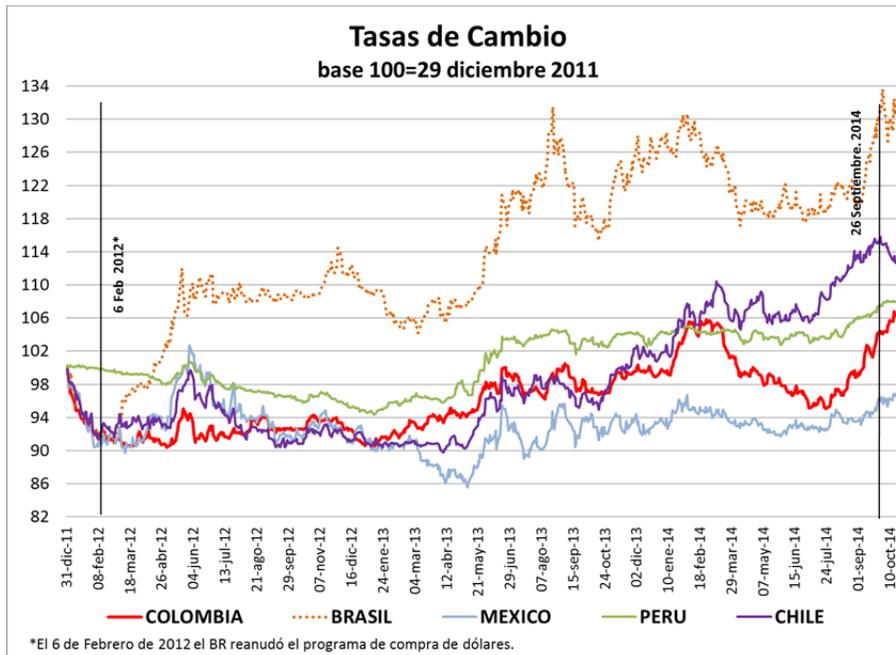
Anexo 11

Evolución de la tasa de cambio peso/dólar y los bonos del tesoro americano

Gráfico A11



Anexo 12



Anexo 13

Monto de compra de Treasuries (billones de dólares)				Monto de compra de MBS (billones de dólares)			
Resumen		Resumen		Resumen		Resumen	
Porcentaje de entidades que esperan que el nivel se ubique en:		Estimación mediana	\$ 0	Porcentaje de entidades que esperan que el nivel se ubique en:		Estimación mediana	\$ 0
0	100.00%	Estimación promedio	\$ 0	0	100.00%	Estimación promedio	\$ 0
		Estimación alta	\$ 0			Estimación alta	\$ 0
		Estimación baja	\$ 0			Estimación baja	\$ 0
		Número de estimaciones	38			Número de estimaciones	38
		Desviación estándar	0.0			Desviación estándar	0.0
ENCUESTA				ENCUESTA			
Sloan/Incremona	4CAST Ltd.	\$ 0	24-oct-14	Sloan/Incremona	4CAST Ltd.	\$ 0	24-oct-14
P. de Bruin/M. Cabezas	ABN Amro Inc.	\$ 0	24-oct-14	P. de Bruin/M. Cabezas	ABN Amro Inc.	\$ 0	24-oct-14
Russell Price	Ameriprise Financial Inc	\$ 0	28-oct-14	Russell Price	Ameriprise Financial Inc	\$ 0	28-oct-14
Nathaniel Karp	BBVA	\$ 0	27-oct-14	Nathaniel Karp	BBVA	\$ 0	27-oct-14
Paul Mortimer-Lee	BNP Paribas	\$ 0	27-oct-14	Paul Mortimer-Lee	BNP Paribas	\$ 0	27-oct-14
Scott Anderson	Bank of the West	\$ 0	24-oct-14	Scott Anderson	Bank of the West	\$ 0	24-oct-14
P. Ashworth/P. Dales	Capital Economics	\$ 0	24-oct-14	P. Ashworth/P. Dales	Capital Economics	\$ 0	24-oct-14
Robert A Dye	Comerica Inc	\$ 0	24-oct-14	Robert A Dye	Comerica Inc	\$ 0	24-oct-14
Michael Carey	Credit Agricole CIB	\$ 0	23-oct-14	Michael Carey	Credit Agricole CIB	\$ 0	23-oct-14
Feldman/Saporta	Credit Suisse	\$ 0	24-oct-14	Feldman/Saporta	Credit Suisse	\$ 0	24-oct-14
Signe Roed-Frederiksen	Danske Bank A/S	\$ 0	24-oct-14	Signe Roed-Frederiksen	Danske Bank A/S	\$ 0	24-oct-14
Besch/Luetje	DekaBank	\$ 0	24-oct-14	Besch/Luetje	DekaBank	\$ 0	24-oct-14
Dupuis/Genereux	Desjardins Group	\$ 0	24-oct-14	Dupuis/Genereux	Desjardins Group	\$ 0	24-oct-14
Low/Morelock	FTN Financial	\$ 0	24-oct-14	Low/Morelock	FTN Financial	\$ 0	24-oct-14
Ryan Wang	HSBC Markets	\$ 0	24-oct-14	Ryan Wang	HSBC Markets	\$ 0	24-oct-14
Garatti/Hu	Haitong International Research	\$ 0	24-oct-14	Garatti/Hu	Haitong International Research	\$ 0	24-oct-14
Knightley/Carnell/Brosens	ING Financial Markets	\$ 0	24-oct-14	Knightley/Carnell/Brosens	ING Financial Markets	\$ 0	24-oct-14
	Intesa Sanpaolo	\$ 0	24-oct-14		Intesa Sanpaolo	\$ 0	24-oct-14
Michael Feroli	J.P. Morgan Chase	\$ 0	24-oct-14	Michael Feroli	J.P. Morgan Chase	\$ 0	24-oct-14
Jill Kalani/Guy Lebas	Janney Montgomery Scott LLC	\$ 0	24-oct-14	Jill Kalani/Guy Lebas	Janney Montgomery Scott LLC	\$ 0	24-oct-14
Dirk Chlench	Landesbank BW	\$ 0	24-oct-14	Dirk Chlench	Landesbank BW	\$ 0	24-oct-14
Rhys Herbert	Lloyds Tsb Bank Plc	\$ 0	24-oct-14	Rhys Herbert	Lloyds Tsb Bank Plc	\$ 0	24-oct-14
Joshua Shapiro	Maria Fiorini Ramirez Inc.	\$ 0	24-oct-14	Joshua Shapiro	Maria Fiorini Ramirez Inc.	\$ 0	24-oct-14
Christophe Barraud	Market Securities	\$ 0	27-oct-14	Christophe Barraud	Market Securities	\$ 0	27-oct-14
Smith/Sweet	Moody's Analytics	\$ 0	24-oct-14	Smith/Sweet	Moody's Analytics	\$ 0	24-oct-14
Mufteeva/Julien	Natixis	\$ 0	23-oct-14	Mufteeva/Julien	Natixis	\$ 0	23-oct-14
Thomas Lam	OSK-DMG	\$ 0	27-oct-14	Thomas Lam	OSK-DMG	\$ 0	27-oct-14
Bruno Cavalier	Oddo & Cie	\$ 0	23-oct-14	Bruno Cavalier	Oddo & Cie	\$ 0	23-oct-14
Gregory Daco	Oxford Economics USA	\$ 0	24-oct-14	Gregory Daco	Oxford Economics USA	\$ 0	24-oct-14
Ian Shepherdson	Pantheon Macroeconomics	\$ 0	27-oct-14	Ian Shepherdson	Pantheon Macroeconomics	\$ 0	27-oct-14
Markus Schomer	PineBridge Investments	\$ 0	27-oct-14	Markus Schomer	PineBridge Investments	\$ 0	27-oct-14
Jason Schenker	Prestige Economics	\$ 0	27-oct-14	Jason Schenker	Prestige Economics	\$ 0	27-oct-14
Tom Porcelli	RBC Capital Markets	\$ 0	23-oct-14	Tom Porcelli	RBC Capital Markets	\$ 0	23-oct-14
Brian M. Jones	Societe Generale	\$ 0	24-oct-14	Brian M. Jones	Societe Generale	\$ 0	24-oct-14
T. Costerg/S. Weng	Standard Chartered Bank	\$ 0	24-oct-14	T. Costerg/S. Weng	Standard Chartered Bank	\$ 0	24-oct-14
Lindsey Piegza	Sterne Agee & Leach Inc	\$ 0	24-oct-14	Lindsey Piegza	Sterne Agee & Leach Inc	\$ 0	24-oct-14
E. Green/M. Mulraine	TD Securities	\$ 0	24-oct-14	E. Green/M. Mulraine	TD Securities	\$ 0	24-oct-14
James Shugg	Westpac Banking Co.	\$ 0	24-oct-14	James Shugg	Westpac Banking Co.	\$ 0	24-oct-14