



VERSIÓN PÚBLICA

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

Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



VERSIÓN PÚBLICA

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

Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

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

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

En promedio para lo corrido de febrero¹ (hasta el 22) frente a los datos promedio de enero, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR se mantuvieron en niveles similares a los del mes anterior a 2, 3 y 5 años, mientras que disminuyeron 8 p.b. a 10 años. De tal forma que los datos promedio del BEI en lo corrido de febrero para estos plazos se ubican en 4,74%, 4,31%, 3,82% y 3,56%, respectivamente (Gráficos 1 y 2).

Gráfico 1: Promedio Mensual Expectativas Inflación

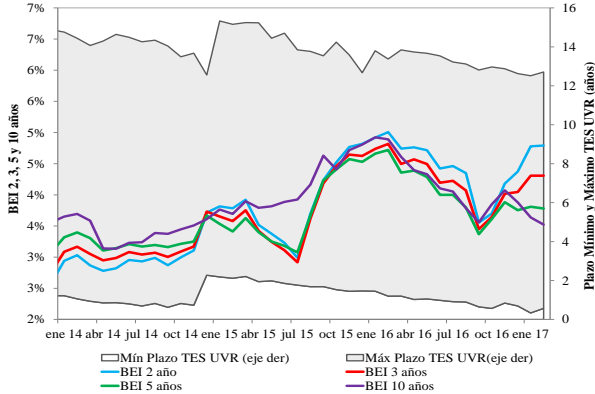
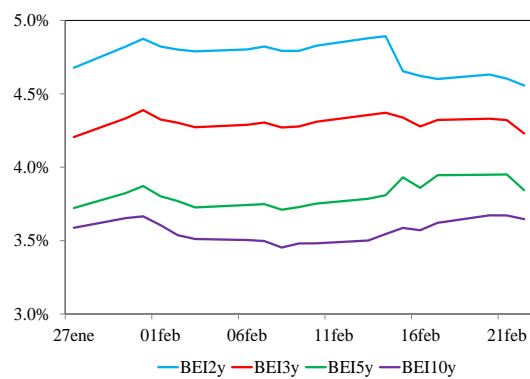


Gráfico 2: Expectativas Inflación Diarias



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

El Gráfico 3 presenta, tomando el último dato de cada mes, la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez² relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR³. Con información al 16 de febrero, se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 3,66% (enero: 3,63%) y para los próximos 5 años sea 3,25% (enero: 3,33%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años aumentó de 1,01% en enero a 1,04% en febrero, al tiempo que la de 5 años pasó de -0,2% a -0,3%.

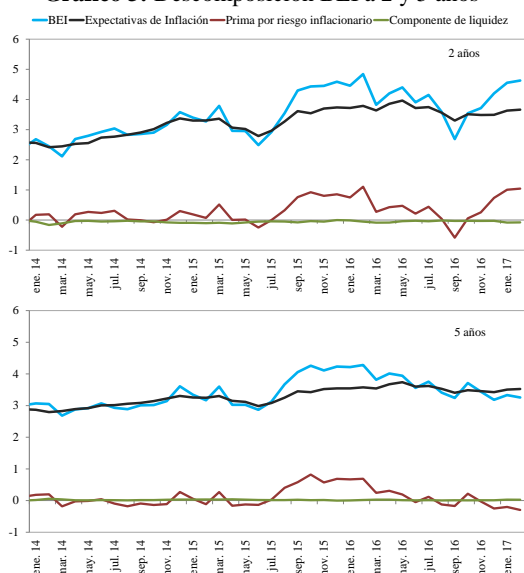
El Gráfico 4 muestra la senda de inflación esperada (FBEI) para los años comprendidos entre 2018 y 2021, tomando el promedio de los datos diarios del indicador para diciembre, enero y febrero. El FBEI entre 2018 y 2020 de febrero es mayor al esperado en enero; mientras que, para 2021 se ubican en niveles similares a los de enero. Es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre los años 2018 y 2021, de tal forma que para estos años la inflación año completo esperada es de 4,06% y 2,87%, respectivamente (en enero: 3,90% y 2,82%, respectivamente).

¹ Desde la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -12 p.b., 3 p.b., 12 p.b. y 6 p.b. respectivamente. El 22 de febrero se ubicaron en 4,56%, 4,23%, 3,84% y 3,65%, respectivamente.

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

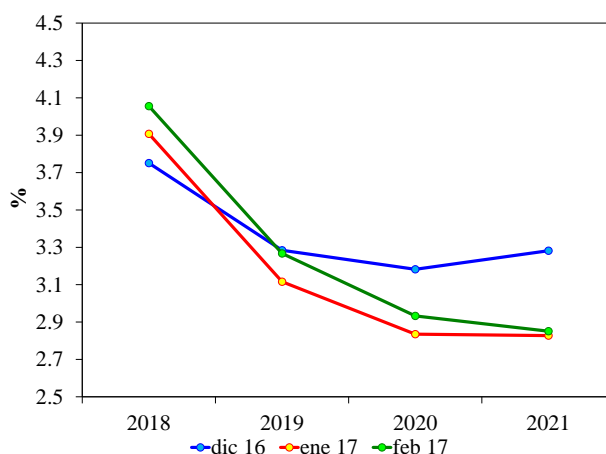
³ Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2015). Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano. Borradores de Economía. 903. Banco de la República.

Gráfico 3: Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

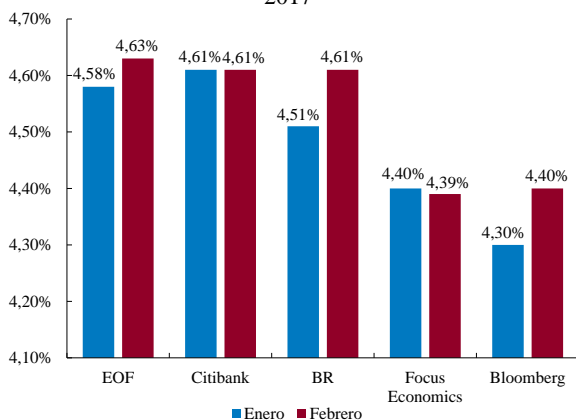
Gráfico 4: Inflación esperada (FBEI)



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

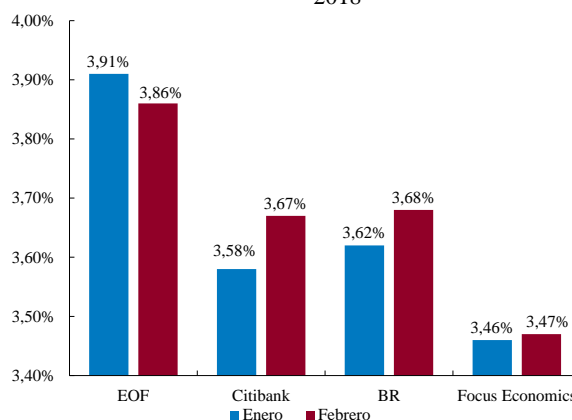
En cuanto a las encuestas de expectativas de inflación de febrero, la mayoría refleja una mayor inflación esperada para el cierre de 2017 y el cierre de 2018 (Gráficos 5 y 6 y Anexo 1). Cabe agregar que de acuerdo a la encuesta del Banco de la República (BR), con respecto a las expectativas a dos años, la inflación esperada (febrero de 2019) se ubica en 3,61%, mientras que el mes anterior la inflación esperada para enero de 2019 era 3,59%. Igualmente, de acuerdo a la encuesta mensual de expectativas del BR los agentes esperan que el efecto sobre la inflación durante el 2017 por el efecto del IVA sea de 70 p.b. en promedio.

Gráfico 5: Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2017



Fuente: EOF, Citibank, BR y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 20 de febrero, los del Citibank el 22 de febrero. La encuesta del BR se realizó entre el 7 y el 8 de este mismo mes. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 14 de febrero, con encuestas entre el 7 y el 13 de este mismo mes.

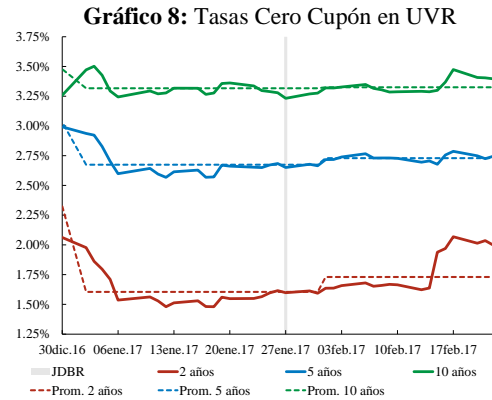
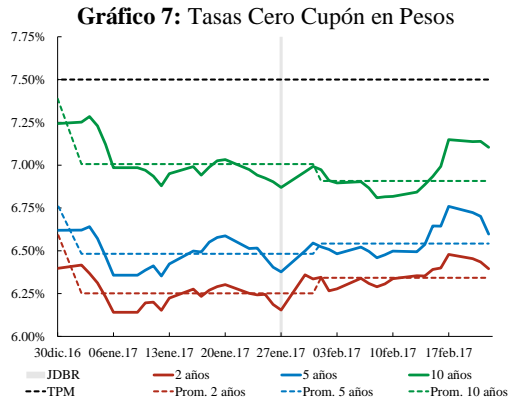
Gráfico 6: Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2018



En resumen, las expectativas de inflación en febrero extraídas de encuestas apuntan a una mayor inflación a cierre de año. Por su parte, el BEI promedio en el corto plazo, estima un nivel similar al del mes anterior. Tanto encuestas como curvas de rendimiento anticipan una senda de inflación decreciente. Las expectativas promedio del BEI en el largo plazo disminuyeron frente a lo estimado el mes anterior, lo cual se describe en la siguiente sección.

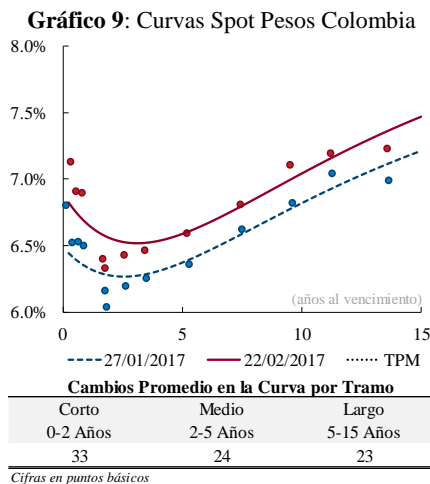
Análisis del Breakeven Inflation⁴

El BEI promedio a 2, 3 y 5 años de febrero frente al de enero no presentó variaciones, mientras que 10 años disminuyó. Este comportamiento se explica dado que las desvalorizaciones de TES en pesos y TES UVR en la parte corta y media fueron de similar magnitud, mientras que en la parte larga de la curva UVR las desvalorizaciones fueron mayores a las de la curva de TES en pesos. La curvas, tanto en pesos como en UVR, presentaron aplanamientos dado que los tramos corto y medio se desvalorizaron más que el tramo largo.

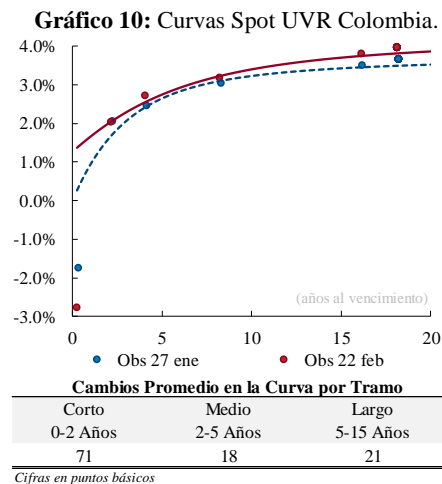


Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: BR.

En lo corrido de febrero, las curvas de TES en pesos y UVR se desvalorizaron ante la decisión de la JDBR de enero de mantener inalterada la tasa de referencia y hacia el final del periodo las desvalorizaciones se acentuaron ante el aumento en las tasas de los *treasuries*, producto del incremento en las expectativas de movimientos en la tasa de los fondos federales⁵. Por otra parte, algunos analistas mencionan que el segundo tramo del canje anunciado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) pudo haber afectado las curvas de TES en pesos y UVR ante expectativas de mayor oferta de títulos de largo plazo. No obstante, la demanda del *offshore* suavizó las desvalorizaciones de TES en pesos en este tramo (\$1,2 billones, Anexo 3). En particular, la dinámica de la parte corta de los TES UVR respondió a la iliquidez del título con vencimiento en 2017.



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR.



⁴ El Anexo 2 resume los elementos relevantes en el mercado local durante el periodo posterior a la última reunión de la JDBR. El análisis de esta sección se lleva a cabo con el BEI promedio de cada mes.

⁵ El comportamiento de los títulos de deuda pública en moneda local en la región estuvo explicado principalmente por eventos propios de cada país. Para mayor detalle ver Anexo 4.

Durante febrero se observó un incremento promedio de la prima por término para los TES en pesos a 5 años de 5 p.b. y de 2 p.b. a 10 años (Gráficos 11 y 12). Por su parte, la tasa neutral al riesgo aumentó cerca de 4 p.b. para 5 años y 2 p.b. para 10 años.

Gráfico 11: Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años

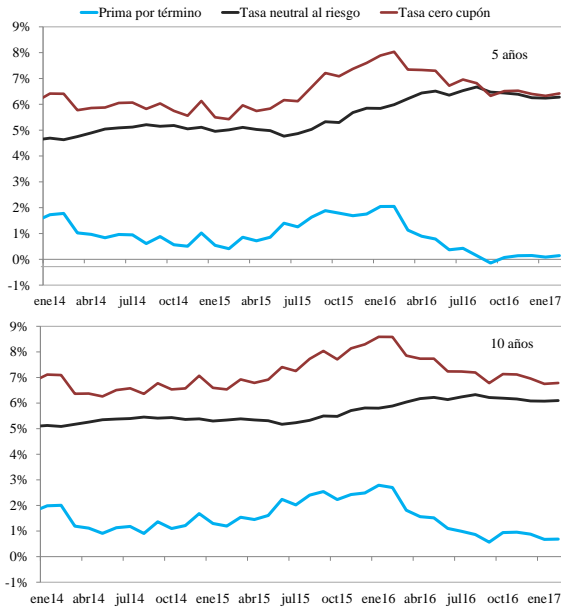
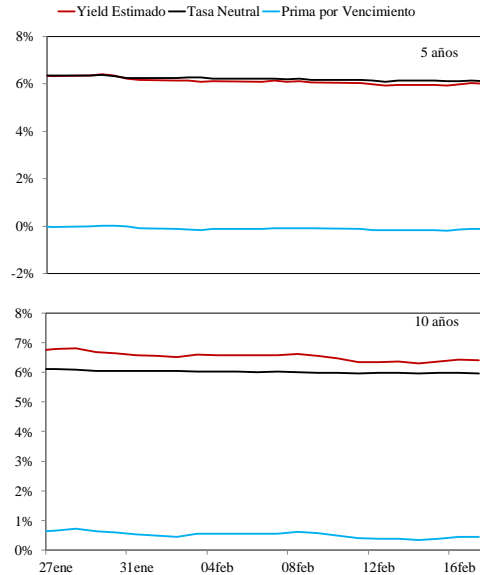
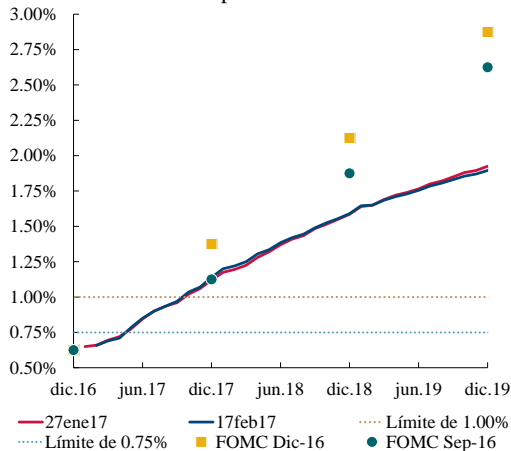


Gráfico 12: Zoom



Fuente y Cálculos: BR

Gráfico 13: Senda esperada Tasa Fondos Federales



Fuente: Bloomberg.

Frente a la última reunión de la JDBR, el mercado mantuvo su senda esperada de normalización de la política monetaria por parte de la Fed (Gráfico 13). Con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre los fondos federales, la tasa esperada para diciembre de 2017 pasó de 1,12% el 27 de enero a 1,14% el 17 de febrero (Cuadro 1).

En conclusión, durante febrero, el BEI a dos y cinco años no reflejó cambios significativos en las expectativas de inflación. El BEI a largo plazo disminuyó por la demanda importante del *offshore* en TES en pesos que mitigó las desvalorizaciones observadas.

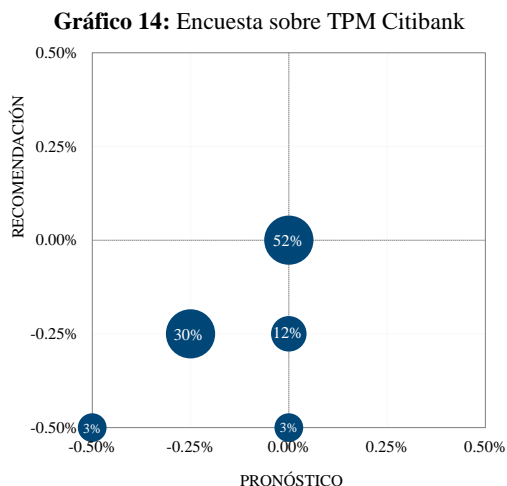
Cuadro 1: Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed en diciembre 2017

| | 0,50% - 0,75% | 0,75% - 1,00% | 1,00%-1,25% | 1,25%-1,50% | Mayor |
|---------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------|
| 27Ene17 | 7% | 23% | 32% | 24% | 14% |
| 17Feb17 | 6% | 21% | 32% | 26% | 16% |

Fuente: Bloomberg.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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



Fuente: Encuestas de Citibank.

encuesta de expectativas de *Bloomberg*⁷, el 68% de los analistas (24) espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de interés de referencia, el 29% (10) considera una reducción de 25 p.b. y el 3% (1) restante considera que será reducida 50 p.b. Por último, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y *Citibank*⁸, se encuentra que de las 33 entidades encuestadas el 67% espera que la tasa permanezca inalterada, el 30% que sea recortada 25 p.b. y el 3% restante espera un recorte de 50 p.b. Además, el 52% recomienda que permanezca en 7,50%, el 42% recomienda un recorte de 25 p.b. y el 6% restante recomienda un recorte de 50 p.b. (Gráfico 14).

En el Gráfico 15 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2017 de acuerdo con la encuesta de *Citibank*. Entre enero y febrero la tasa esperada promedio pasó de 5,84% a 6,00% (Anexo 1). En el Gráfico 16 se muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El 21 de febrero las tasas del IBR a un mes, el de tres meses y el de seis meses fueron 7,50%, 7,45%, 7,31% y 7,09%, respectivamente. Cabe resaltar que el día posterior a la reunión de la JDBR de enero, las tasas IBR a 1, 3 y 6 meses aumentaron 15 p.b, 25 p.b. y 29 p.b, respectivamente.

a) *Expectativas de Tasa de Política Monetaria*

Las encuestas reflejan que la mayoría de los agentes espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de interés de referencia en su reunión de febrero, pero en promedio un 34% de los agentes espera un recorte de por lo menos 25 p.b.

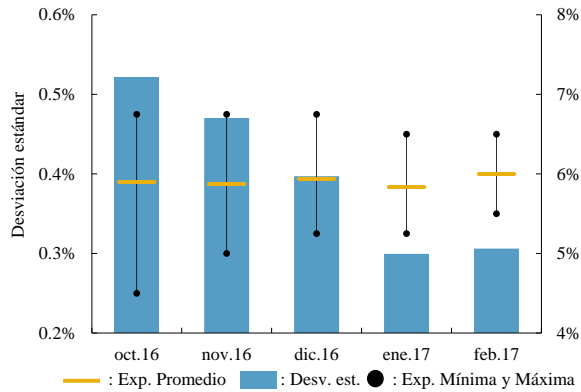
Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia publicada el 20 de febrero⁶, un 62% de los encuestados considera que la tasa de intervención se mantendrá inalterada, mientras que un 36% estima un recorte de 25 p.b. y el 2% restante espera un recorte de 50 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la

⁶ Realizada entre el 6 y el 15 de febrero.

⁷ Actualizada el 20 de febrero. Datos recolectados entre el 10 y el 20 de febrero.

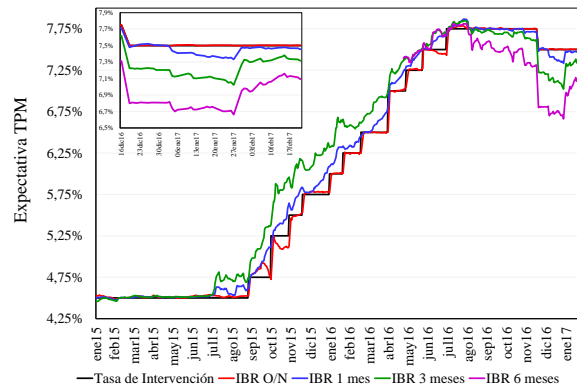
⁸ Encuestas publicadas el 20 y el 22 de febrero, respectivamente. En caso que una entidad haya respondido ambas encuestas de manera diferente, se tomará el dato más reciente, es decir, el de la encuesta de *Citibank*. En particular, en esta ocasión Ultraserfincó recomendó en la encuesta de Anif un recorte de 25 p.b, mientras que en la encuesta de *Citibank* recomendó que se mantuviera inalterada; y BTG Pactual pronosticó en la encuesta de Anif que la tasa permanecerá en 7,50%, mientras que en la encuesta de *Citibank* señaló que anticipa un recorte de 25 p.b.

Gráfico 15: Expectativas TPM para Finales de 2017 (Encuesta Citibank)



Fuente: Encuesta Citibank.

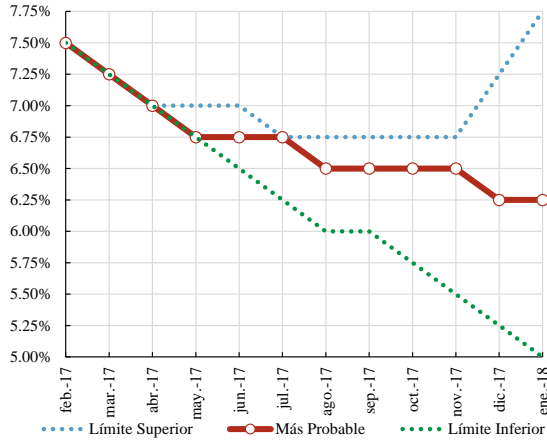
Gráfico 16: Tasa Fija del OIS, Tasa de Intervención y Tasas IBR



Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

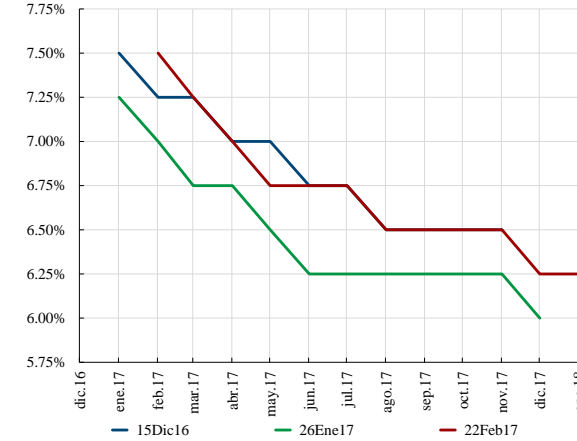
De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de la curva OIS, en línea con las encuestas para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de interés de referencia permanezca inalterada y que se ubique alrededor de 6,25% a finales de 2017, mientras que antes de la reunión de enero el mercado descontaba una tasa de 6,0% para el cierre del año. Además, actualmente el mercado descuenta un ritmo similar a lo anticipado antes de la reunión de diciembre y superior a las proyecciones previas a la reunión de enero (Gráficos 17, 18 y Anexo 6).

Gráfico 17: Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

Gráfico 18: Evolución Expectativas TPM - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

En los Gráficos 19 y 20 se muestran las expectativas sobre la tasa de política monetaria para las reuniones correspondientes a febrero y diciembre de 2017, respectivamente. En estas se observa que en primer lugar, en febrero, la tasa esperada es 7,41%, y en segundo lugar que las tasas esperadas de política monetaria para el cierre de 2017 son superiores en la mayoría de las encuestas.

Gráfico 19: Expectativas de la tasa de política monetaria para la reunión correspondiente al mes

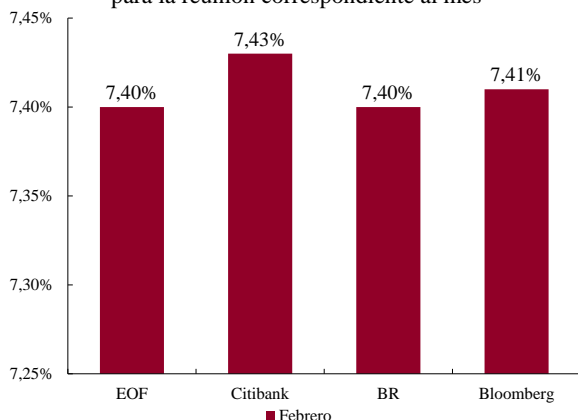
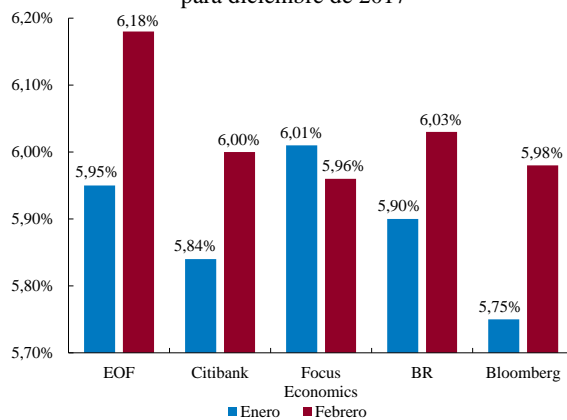


Gráfico 20: Expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2017

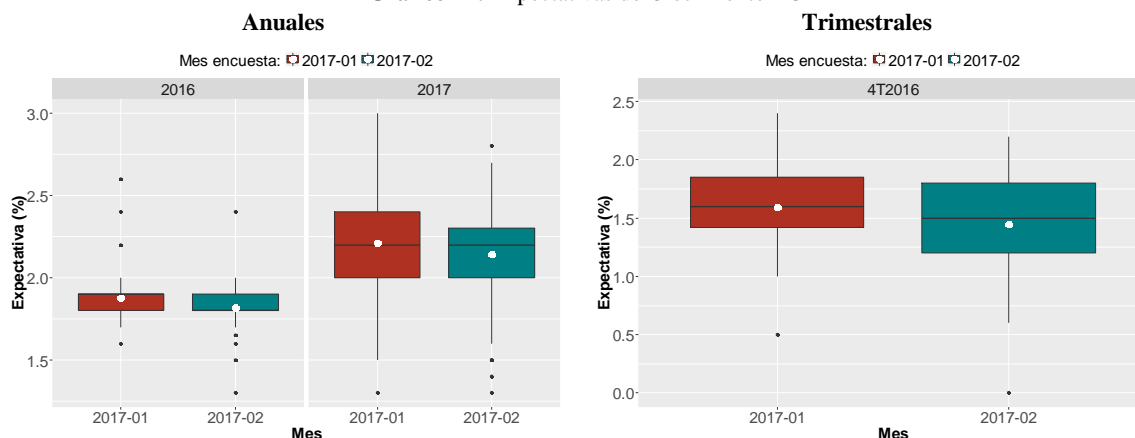


Fuente: EOF, Citibank, BR y *Focus Economics*. Los datos de la EOF se publicaron el 20 de febrero, los del Citibank el 22 de febrero. La encuesta del BR se realizó entre el 7 y el 8 de este mismo mes. Los pronósticos de *Focus Economics* se publicaron el 14 de febrero, con encuestas entre el 7 y el 13 de este mismo mes.

b) Expectativas de Crecimiento Económico

Los datos de crecimiento observados para el 4T16 y el 2016 se ubicaron en 1,6% y 2%, respectivamente. Estos resultados fueron superiores a las expectativas del mercado. En el Gráfico 21 puede observarse que de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para el 4T16 (1,44%), el año 2016 (1,81%) y el 2017 (2,14%)⁹. El dato esperado para 2017 (2,14%) es superior al que los analistas anticipaban para 2016 (1,81%).

Gráfico 21: Expectativas de Crecimiento EOF



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

c) Información Adicional Extraída de la EOF

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* Un 43,5% resaltó los factores externos (ant: 51,9%), un 33,9% señaló la política monetaria

⁹ La proyección de crecimiento para el año 2016 pasó de 1,87% a 1,81%, para el cuarto trimestre pasó de 1,59% a 1,44% y para el 2017 se ubicó en 2,14% frente al dato de 2,20% de la encuesta anterior.

(ant: 24,1%), un 14,5% el crecimiento económico (ant: 18,5%), un 3,2% mencionó las condiciones sociopolíticas (ant: 0%) y 1,6% la política fiscal (ant: 5,6%).

Adicionalmente, los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una valorización cercana a 7 p.b. (ant: valorización 3 p.b.)¹⁰. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registre una desvalorización cercana al 0,21% (ant: valorización 1,54%)¹¹.

d) Expectativas Macroeconómicas de Otros Países (Cuadro 2)

Las expectativas de crecimiento económico para 2017 aumentaron en Ecuador, EE.UU. y Sudáfrica, se mantuvieron iguales en China, Alemania y Noruega, y cayeron en los demás países. En el caso de Colombia, el crecimiento esperado para 2017 pasó de 2,35% a 2,23%. Los datos de inflación de diciembre fueron inferiores a las expectativas del mercado en Perú, Brasil, India, Sudáfrica y Noruega, iguales en Alemania, y superiores en los demás países. La inflación continúa por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2%-4%) y Perú (1%-3%). Las expectativas de inflación para diciembre de 2017 disminuyeron para Brasil, Ecuador y EE.UU.

Cuadro 2: Expectativas Macroeconómicas

| | Inflación | | | | Tasa de Política Monetaria | | | Tasa de crecimiento del PIB | | | |
|-----------|-------------------|--------|---------------------------|-----------|----------------------------|---------------------------|-----------|-----------------------------|-------|---------------------------|-----------|
| | Datos Ene. 2017** | | Esperada a Diciembre 2017 | | Vigente | Esperada a Diciembre 2017 | | Ultimos datos publicados*** | | Esperada a Diciembre 2017 | |
| | Esp* | Obs | Ene. 2017 | Feb. 2017 | | Ene. 2017 | Feb. 2017 | Esp* | Obs | Ene. 2017 | Feb. 2017 |
| Colombia | 5,35% | 5,47% | 4,51% | 4,61% | 7,50% | 5,84% | 6,00% | 1,5% | 1,6% | 2,35% | 2,23% |
| Chile | 2,5% | 2,8% | 2,9% | 2,9% | 3,25% | 3,00% | 3,00% | 1,45% | 1,60% | 2,0% | 1,9% |
| México | 4,71% | 4,72% | 4,13% | 5,25% | 6,25% | 6,75% | 7,15% | 2,2% | 2,4% | 1,60% | 1,49% |
| Perú | 3,14% | 3,10% | 2,70% | 2,80% | 4,25% | 4,38% | 4,32% | 2,8% | 3,0% | 4,3% | 4,1% |
| Brasil | 5,40% | 5,35% | 4,71% | 4,43% | 12,25% | 9,83% | 9,50% | -3,2% | -2,9% | 0,50% | 0,48% |
| Ecuador | n.d. | 0,90% | 2,0% | 1,6% | 5,96% | 5,80% | 5,50% | n.d. | -1,6% | 0,2% | 0,4% |
| Argentina | n.d. | 38,01% | 21,5% | 21,5% | 24,75% | n.d. | 19,70% | -3,7% | -3,8% | 4,6% | 4,3% |
| EE.UU. | 2,40% | 2,50% | 2,4% | 2,3% | 0,5%-0,75% | 1,33% | 1,35% | 3,3% | 3,5% | 2,2% | 2,3% |
| India | 3,24% | 3,17% | 5,0% | 5,0% | 6,25% | 5,94% | 5,91% | 7,5% | 7,3% | 8,0% | 7,4% |
| Sudáfrica | 6,7% | 6,6% | 5,5% | 5,5% | 7,00% | 6,77% | 6,90% | 0,7% | 0,7% | 1,4% | 1,5% |
| China | 2,4% | 2,5% | 2,1% | 2,2% | 4,35% | 4,28% | 4,34% | 6,7% | 6,8% | 6,2% | 6,2% |
| Alemania | 1,9% | 1,9% | 1,5% | 1,5% | - | - | - | 1,8% | 1,7% | 1,6% | 1,6% |
| Noruega | 2,9% | 2,8% | - | 1,8% | 0,50% | 0,50% | 0,53% | 0,7% | 1,1% | 1,9% | 1,9% |

Colombia: La inf. Esp. es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 7 y el 8 de febrero del 2017. Las exp. de crecimiento y de TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

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

México: Encuesta publicada por el BCM el 2 de diciembre con respuestas recibidas entre el 19 y el 27 de octubre; las expectativas para dic. 2017 corresponden a las encuestas de noviembre y diciembre. Las expectativas de TPM son tomadas de la encuesta del Focus Economics.

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

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 17 de enero.

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

Argentina: La tasa de inf. observada corresponde a la ciudad de B.A. y se extrae de Bloomberg. Las exp. de crecimiento e inflación provienen de Focus Economics.

EE.UU: Datos obtenidos de Bloomberg

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

Sudáfrica: Expectativas extraídas de Bloomberg

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

Alemania: Datos obtenidos de Bloomberg

Noruega: Expectativas obtenidas de Bloomberg.

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

**Todos los datos corresponden al mes de diciembre.

***Todos los datos corresponden al 4T16, excepto Chile, Brasil, Argentina, EE.UU, India y Sudáfrica cuyo dato corresponden al 3T16. Todos los datos son YoY, excepto Noruega cuyos datos son QoQ.

El dato reportado corresponde a la mediana, a excepción del caso de las expectativas i) de inflación en Colombia y ii) de la TPM en todos los países, casos en los cuales se presenta la media.

¹⁰ El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

¹¹ El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

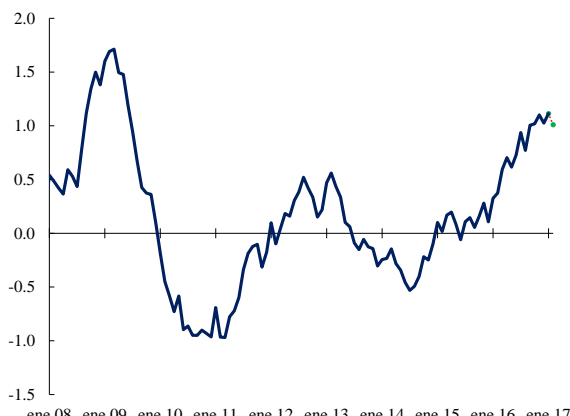
3. SENTIMIENTO Y PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos preliminares de enero (EOF¹², volatilidades¹³ y márgenes crediticios¹⁴) el índice de percepción de riesgo IDODM disminuyó frente al de enero (Gráfico 22 y Anexo 7), lo cual se explicó principalmente por expectativas de una menor prima de riesgo país, la disminución en los márgenes entre las tasas activas frente a los TES de las carteras de tesorería y de consumo, y por mejores perspectivas de inflación a 12 meses¹⁵.

El índice de confianza de los consumidores se deterioró pasando de -10,7% en diciembre a -30,2% en enero. Con este resultado, este indicador completó cuatro meses consecutivos de deterioro y se ubica en el nivel más bajo desde que se realiza la encuesta. Esta caída estuvo explicada por: i) la disminución de las expectativas sobre la situación económica en los próximos doce meses; ii) la menor probabilidad percibida sobre un escenario con mejores condiciones económicas para el país dentro de un año; iii) un deterioro en la percepción económica de los hogares; y iv) un aumento en la percepción de que nos encontramos en un mal momento para demandar mobiliario.

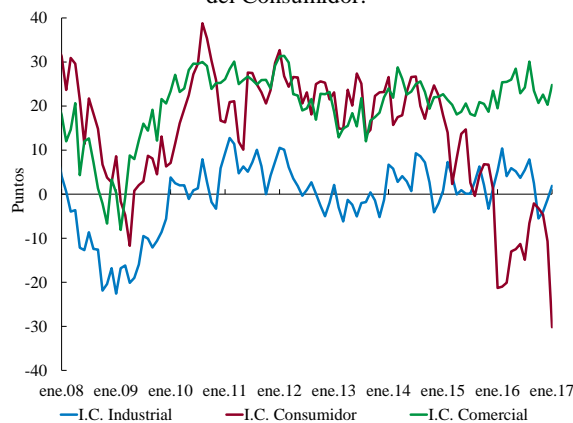
Por su parte, los índices de confianza comercial e industrial aumentaron. El primero pasó de 20,3% en diciembre a 24,8% en enero y el segundo pasó de -1,2% en diciembre a 1,9% en enero. La dinámica de estos indicadores se explica por una mejoría en las expectativas sobre la situación económica en el próximo semestre.

Gráfico 22: Índice de Percepción de Riesgo (IDODM).



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

Gráfico 23: Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.



Fuente: Fedesarrollo.

El Gráfico 24 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de su media histórica se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre diciembre y enero mejoraron los índices de Brasil, Perú y Chile, mientras desmejoraron los de México y Colombia. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas, salvo el de Perú.

El Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) se mantuvo en terreno positivo y su valor de 0,27 es el mayor nivel desde mayo de 2014 (Gráfico 25). Este incremento se dio en un

¹² Publicada el 20 de febrero.

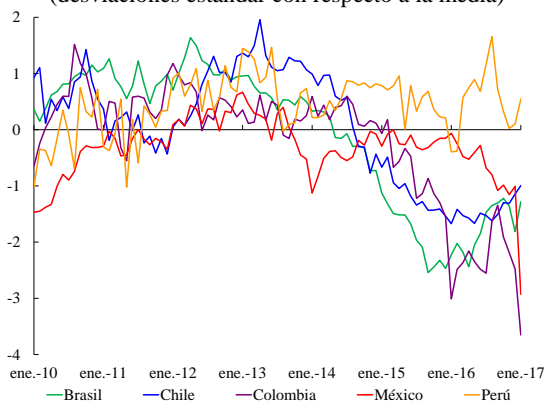
¹³ Datos al 21 de febrero.

¹⁴ Datos al 10 de febrero.

¹⁵ Según la encuesta del BR, las expectativas de inflación a 12 meses pasaron de 4,25% en enero a 4,09% en febrero.

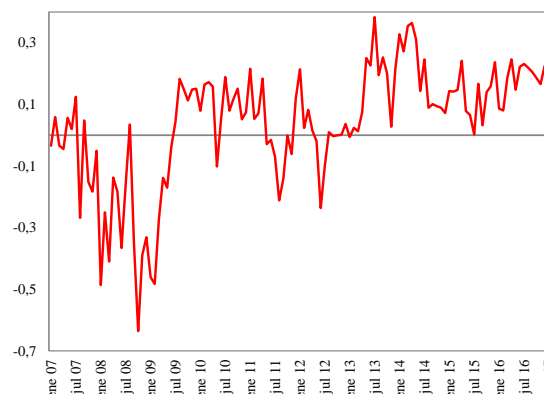
contexto donde los principales temas con valoración “positiva” estuvieron relacionados con los resultados macroeconómicos favorables de la Unión Europea¹⁶ y la balanza comercial de Colombia¹⁷. Por su parte, en los documentos clasificados como “negativos” se encuentra la confianza del consumidor, las posibles reformas frente a *Dodd-Frank* y las políticas de Donald Trump.

Gráfico 24: Índices Confianza de Latinoamérica*
(desviaciones estándar con respecto a la media)



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

Gráfico 25: ISAM



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

Finalmente, los principales indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medidos por el VIX, el VSTOXX y el MOVE presentaron comportamientos heterogéneos respecto al 27 de enero. Mientras el VIX aumentó, el VSTOXX y el MOVE disminuyeron. En el periodo analizado, el incremento del VIX estuvo asociado con los cambios en las expectativas sobre política monetaria en EE.UU, los anuncios de política migratoria y fiscal de Donald Trump¹⁸. Por su parte, la percepción de riesgo en Europa medida por el VSTOXX disminuyó ante la decisión del Banco de Inglaterra de mantener inalterada su tasa de referencia, y la reducción en su estimación del desempleo de equilibrio de 5% a 4,5%, lo cual fue percibido como un anuncio de que su política monetaria no será contractiva en los próximos años. En el caso de los países de la región, la percepción de riesgo, medida por los EMBI y los CDS, disminuyó ligeramente ante eventos idiosincráticos y la relativa estabilidad de los precios de las materias primas (Anexo 8).

¹⁶ En el periodo se conoció Alemania, Francia, Italia, España y el Reino Unido crecieron 1,9%, 1,1%, 1,1%, 3,0% y 2,2%, respectivamente.

¹⁷ El 17 de febrero se conoció que la balanza comercial de Colombia en diciembre presentó un déficit de 486.9 millones de dólares, inferior a la expectativa del mercado de 600 millones de dólares.

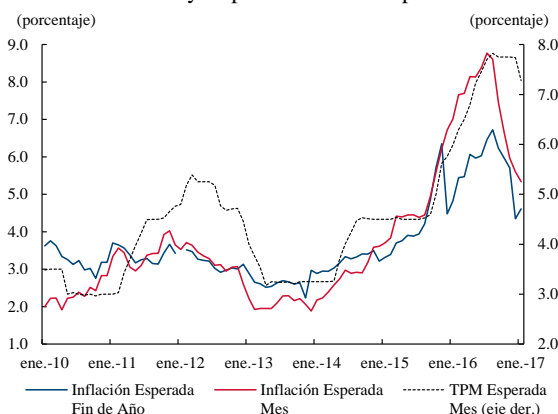
¹⁸ Cabe resaltar que el VIX se ubica en niveles bajos que no se observaban de forma sistemática desde los primeros meses de 2007. Este indicador puede estar subestimando la percepción de riesgo teniendo en cuenta otras fricciones financieras que se han presentado recientemente.

4. RECUADROS/ANEXOS

Recuadro1: Formación de Expectativas de Tasa de Política de los Analistas Financieros

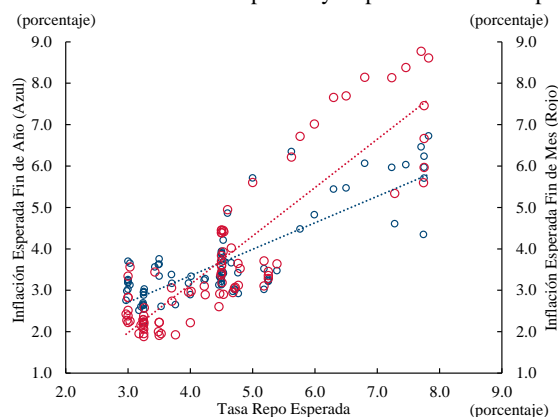
El monitoreo continuo de las expectativas de tasa de política monetaria (TPM) de los analistas financieros constituye una herramienta útil para los responsables de política monetaria. Este recuadro hace un análisis sobre los factores que parecen influenciar estas expectativas. Específicamente, se comparan las expectativas de TPM de los analistas con sus proyecciones de crecimiento e inflación. La información utilizada corresponde a las encuestas mensuales de *Citibank* realizadas antes de cada reunión de la Junta Directiva del Banco de la República¹⁹.

Gráfico R1: Inflación Esperada para el Mes, Para Fin de Año y Expectativa Tasa Repo



Fuente: *Citibank*.

Gráfico R2: Inflación Esperada y Expectativa Tasa Repo



Fuente: *Citibank*.

En primer lugar, se analiza el aporte de las expectativas de inflación sobre la formación de la TPM esperada. Mayor inflación esperada por encima de la meta puede producir expectativas de incrementos de la tasa de referencia. En el *Gráfico R1* se presenta la inflación anual esperada en el mes correspondiente, para el cierre de cada año y la expectativa de tasa de política monetaria para el mismo mes (eje derecho); y en el *Gráfico R2* la correlación entre las expectativas de la TPM y las expectativas de inflación anualizada para el mes y para fin de año. En ambos casos se observa una correlación positiva entre las expectativas promedio de inflación y de TPM para cada mes. Además, la correlación es más pronunciada cuando se calcula frente a las expectativas de más corto plazo²⁰.

En línea con este resultado, al analizar el impacto de las expectativas de inflación sobre las expectativas de TPM a través de una regresión agrupada²¹ se encuentra que un incremento de la inflación esperada en un punto porcentual, se traduce en un incremento de 0,65 puntos porcentuales en la expectativa de TPM.

Adicionalmente, en la encuesta de *Citibank* también se indaga por la probabilidad que asignan los analistas financieros al cumplimiento de la meta de inflación para el cierre del año. Los resultados sugieren que la caída en dicha

probabilidad en los años 2015 y 2016 coincidió con las expectativas de incrementos de la TPM (*Gráfico R3*).

En segundo lugar, si los agentes consideran que el crecimiento de la economía se ubicará por encima de su potencial, se esperaría que la tasa de interés de referencia aumente lo cual implicaría una

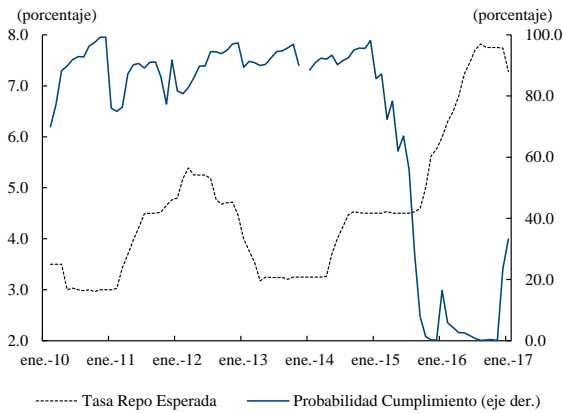
¹⁹ Se utiliza esta información por sus características particulares. En esta encuesta se dispone de respuestas mensuales de los agentes para las distintas preguntas simultáneamente (por ejemplo, expectativas de inflación del mes, hacia el fin de año, crecimiento, TPM, etc.), mientras que para otras fuentes las expectativas para cada variable no corresponden necesariamente a los mismos agentes, la información no se recolecta con la misma periodicidad o presentan una historia más corta.

²⁰ Adicionalmente, la pendiente es mayor cuando se comparan las expectativas de TPM y la expectativa de inflación para ese mes, que frente a las expectativas de inflación a fin de año.

²¹ *Pooled OLS*.

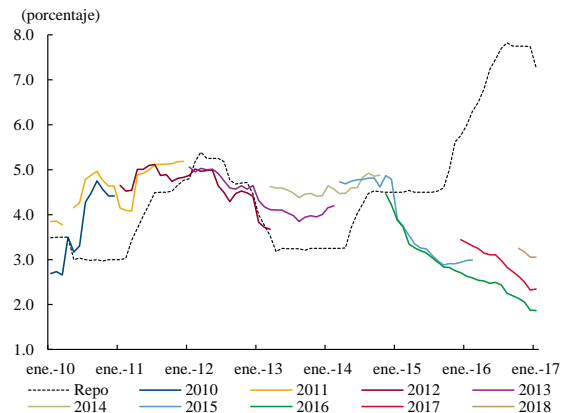
correlación positiva entre las expectativas de crecimiento y de TPM. Al comparar la información de la encuesta, se observa que esta correlación positiva se ha debilitado recientemente. Este resultado podría explicarse por una coyuntura que fue caracterizada por una mayor inflación resultado del choque transitorio de oferta sobre los precios de los alimentos (*Gráficos R4*).

Gráfico R3: Expectativa de Cumplimiento de la Meta (a Fin de Año) y Expectativa de TPM



Fuente: Citibank.

Gráfico R4: Crecimiento Esperado a Fin de Año y Expectativa Tasa Repo^{a/}

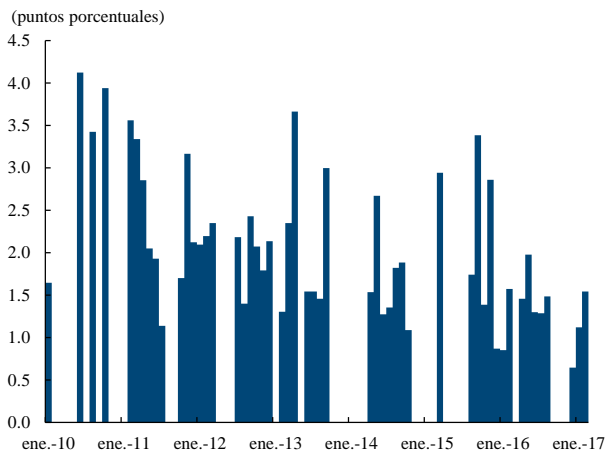


a/ Cada serie de inflación esperada a fin de año se denota con el año correspondiente. Por ejemplo, la inflación esperada para el cierre de 2010 es la serie con el nombre "2010".

Fuente: Citibank.

Por otra parte, en el *Gráfico R5* se observa la dispersión de las expectativas de TPM (medida por el coeficiente de variación sobre la pregunta de expectativa de tasa repo). A lo largo del periodo analizado se observa que se ha reducido el número de ocasiones en las que se presentan coeficientes de variación relativamente altos.

Gráfico R5: Coeficiente de Variación de las Expectativas de TPM

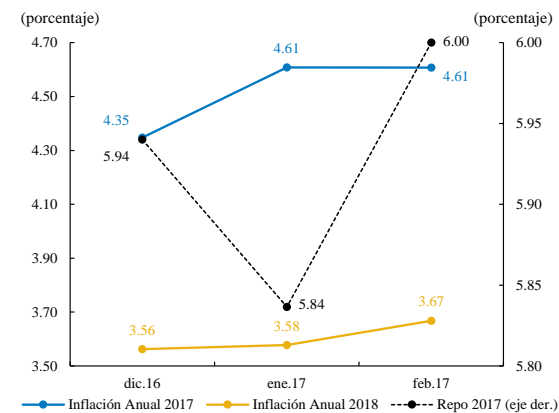


Fuente: Citibank; cálculos del Banco de la República.

No obstante, la correlación positiva observada entre las expectativas de TPM e inflación pareciera haberse debilitado en lo corrido de 2017. Entre diciembre de 2016 y enero de 2017 las expectativas de la TPM para fin del año disminuyeron, mientras que las expectativas de inflación se incrementaron y las de crecimiento permanecieron relativamente estables. Lo anterior podría ser explicado por la expectativa de los analistas sobre el inicio del ciclo de recorte de la tasa de política monetaria y expectativas de un incremento temporal de la inflación en el corto plazo por el incremento en la tarifa del IVA.

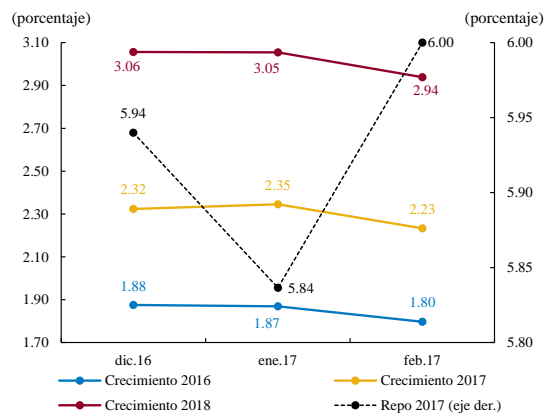
Entre enero y febrero las expectativas de TPM se incrementaron, las expectativas de inflación para 2017 permanecieron estables (aunque aumentaron para 2018) y las de crecimiento disminuyeron. Esto último incorpora la decisión en enero de la JDBR de mantener la tasa de referencia inalterada, lo cual sorprendió al consenso del mercado que descontaba un recorte de 25 p.b. (*Gráficos R6 y R7*).

Gráfico R6: Expectativa TPM y Expectativas de Inflación



Fuente: Citibank.

Gráfico R7: Expectativa TPM y Expectativas de Crecimiento



Fuente: Citibank.

En síntesis, la formación de las expectativas sobre las decisiones de política monetaria parece estar correlacionada principalmente con las expectativas de inflación. Por su parte, la correlación positiva con las expectativas de crecimiento parece haberse debilitado desde 2015. Adicionalmente, se observa que el número de ocasiones en las que se presentan coeficientes de variación relativamente altos entre las expectativas sobre TPM de los encuestados se ha reducido. Finalmente, en lo corrido de 2017 la relación entre las expectativas de TPM e inflación se ha reducido.

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

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

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TPM BLOOMBERG

Actualizada el 20 de febrero

| | Empresa | Estimación | Fecha |
|----|------------------------------|-------------------|--------------|
| 1 | Univ Jorge Tadeo Lozano | 7,50% | 02/13/2017 |
| 2 | BofA Merrill Lynch | 7,50% | 02/17/2017 |
| 3 | Morgan Stanley | 7,50% | 02/17/2017 |
| 4 | Fenix Valor | 7,50% | 02/16/2017 |
| 5 | Trust Investment SAS | 7,25% | 02/13/2017 |
| 6 | BNP Paribas | 7,50% | 02/16/2017 |
| 7 | Profesionales de Bolsa | 7,50% | 02/17/2017 |
| 8 | Casa de Bolsa | 7,50% | 02/10/2017 |
| 9 | Societe Generale | 7,50% | 02/16/2017 |
| 10 | Barclays | 7,50% | 02/17/2017 |
| 11 | Fiduciaria Central | 7,25% | 02/13/2017 |
| 12 | Itau Unibanco | 7,50% | 02/17/2017 |
| 13 | BTG Pactual | 7,25% | 02/17/2017 |
| 14 | JP Morgan | 7,50% | 02/16/2017 |
| 15 | Bancolombia | 7,50% | 02/20/2017 |
| 16 | Fiduciaria de Occidente | 7,00% | 02/17/2017 |
| 17 | Pantheon Macroeconomics | 7,25% | 02/20/2017 |
| 18 | Positiva Compania de Seguros | 7,25% | 02/10/2017 |
| 19 | Goldman Sachs | 7,50% | 02/17/2017 |
| 20 | UBS Securities | 7,50% | 02/17/2017 |
| 21 | HSBC | 7,50% | 02/17/2017 |
| 22 | 4Cast Inc | 7,50% | 02/17/2017 |
| 23 | Banco de Bogota | 7,50% | 02/10/2017 |
| 24 | Banco CorpBanca Colombia SA | 7,50% | 02/16/2017 |
| 25 | Ultraserfinco | 7,25% | 02/13/2017 |
| 26 | CIBC World Markets | 7,50% | 02/10/2017 |
| 27 | BBVA | 7,25% | 02/20/2017 |
| 28 | Acciones Y Valores | 7,50% | 02/17/2017 |
| 29 | Banco Mizuho | 7,50% | 02/20/2017 |
| 30 | Global Securities | 7,25% | 02/13/2017 |
| 31 | Corp Financiera Colombiana | 7,25% | 02/16/2017 |
| 32 | Alianza Valores | 7,50% | 02/20/2017 |
| 33 | Fiduciaria la Previsora | 7,50% | 02/20/2017 |
| 34 | Credicorp Capital | 7,50% | 02/17/2017 |
| 35 | Banco Davivienda | 7,25% | 02/20/2017 |

| Tasa | Obs. | Prob. |
|--------------------------------|-------------|--------------|
| 7,00% | 1 | 2,86% |
| 7,25% | 10 | 29% |
| 7,50% | 24 | 69% |
| Tasa Esperada Ponderada | | 7,41% |

Cuadro A1.2: Resultados Encuesta de Expectativas de Citibank de Febrero del 2017

| Participantes | TPM en la próxima reunión | ¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep? |
|------------------------|----------------------------------|--|
| 4cast | 7.50% | 7.50% |
| AdCap | 7.25% | 7.25% |
| Alianza Valores | 7.50% | 7.50% |
| Anif | 7.25% | 7.25% |
| Asobancaria | 7.25% | 7.25% |
| Axa Colpatria | 7.50% | 7.50% |
| Banco Agrario | 7.50% | 7.50% |
| Banco Davivienda | 7.25% | 7.25% |
| Banco de Bogotá | 7.50% | 7.25% |
| Banco de Occidente | 7.50% | 7.50% |
| Banco Pichincha | 7.00% | 7.00% |
| BBVA | 7.25% | 7.25% |
| BTG Pactual | 7.25% | 7.25% |
| Camacol | 7.50% | 7.50% |
| Casa de Bolsa | 7.50% | 7.50% |
| Cede | 7.25% | 7.25% |
| Citibank | 7.50% | 7.50% |
| Colfondos | 7.50% | 7.25% |
| Corficolombiana | 7.25% | 7.25% |
| CorpBanca | 7.50% | 7.50% |
| Credicorp Capital | 7.50% | 7.25% |
| Deutsche Bank | 7.50% | 7.50% |
| Fedesarrollo | 7.50% | 7.50% |
| Fidubogotá | 7.50% | 7.00% |
| Fiduprevisora | 7.50% | 7.50% |
| Grupo Bancolombia | 7.50% | 7.50% |
| JP Morgan | 7.50% | 7.50% |
| Moodys Economy | 7.25% | 7.25% |
| Nomura | 7.50% | 7.50% |
| Profesionales de Bolsa | 7.50% | 7.50% |
| Protección | 7.25% | 7.25% |
| Ultraserfinco | 7.50% | 7.50% |
| XP Securities | 7.50% | 7.25% |
| Promedio | 7.41% | 7.36% |
| Mediana | 7.50% | 7.50% |
| STDV | 0.14% | 0.15% |
| Máximo | 7.50% | 7.50% |
| Mínimo | 7.00% | 7.00% |

| RECOMENDACIÓN | | |
|----------------------|-------------------|---------------|
| Ajuste | Porcentaje | Número |
| 7.50% | 52% | 17 |
| 7.25% | 42% | 14 |
| 7.00% | 6% | 2 |
| Total | 0% | 0 |

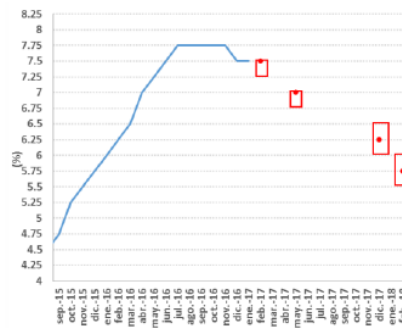
| PRONÓSTICO | | |
|-------------------|-------------------|---------------|
| Ajuste | Porcentaje | Número |
| 7.50% | 67% | 22 |
| 7.25% | 30% | 10 |
| 7.00% | 3% | 1 |
| Total | 0% | 0 |

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

| Participantes | Febrero | 2017 | 2018 |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|
| 4cast | 5.39% | 4.80% | 3.80% |
| AdCap | 5.29% | 4.70% | 3.18% |
| Alianza Valores | 5.38% | 5.30% | 3.90% |
| Anif | 5.50% | 4.60% | 3.30% |
| Axa Colpatria | 5.40% | 4.65% | 3.50% |
| Banco Agrario | 5.38% | 4.39% | 3.11% |
| Banco Davivienda | 5.52% | 5.85% | |
| Banco de Bogotá | 5.25% | 4.44% | 3.44% |
| Banco de Occidente | 5.12% | 4.85% | 4.50% |
| BBVA | 4.95% | 4.10% | 3.60% |
| BTG Pactual | 5.09% | 4.24% | 3.27% |
| Casa de Bolsa | 5.27% | 5.60% | 4.50% |
| Citibank | 5.44% | 4.00% | 3.10% |
| Colfondos | 5.26% | 4.70% | 3.50% |
| Corficolombiana | 5.18% | 3.90% | 3.50% |
| CorpBanca | 5.63% | 4.30% | 3.50% |
| Credicorp Capital | 5.33% | 4.30% | 2.90% |
| Fidubogotá | 5.19% | 4.60% | 3.52% |
| Fiduprevisora | 5.30% | 4.46% | 4.50% |
| Grupo Bancolombia | 5.57% | 4.30% | 3.50% |
| JP Morgan | 5.24% | 3.94% | 3.86% |
| Moodys Economy | 5.30% | 4.50% | 3.50% |
| Profesionales de Bolsa | 5.49% | 5.86% | 5.43% |
| Ultraserfinco | 5.37% | 4.83% | 3.61% |
| XP Securities | 5.60% | 3.97% | 3.50% |
| Promedio | 5.34% | 4.61% | 3.67% |
| Mediana | 5.33% | 4.50% | 3.50% |
| STDV | 0.16% | 0.55% | 0.56% |
| Máximo | 5.63% | 5.86% | 5.43% |
| Mínimo | 4.95% | 3.90% | 2.90% |

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

GRÁFICO 1. TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANREP



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

■ Rango ● Mediana

Fuente: EOF.

Cuadro A1.4: Encuesta de Expectativas del Focus Economics Sobre Tasa de Política Monetaria

Encuestas realizadas entre el 7 y el 13 de febrero

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

| Tasa | Obs. | Prob. |
|----------------|-------------|--------------|
| 5,50% | 7 | 28,00% |
| 5,75% | 2 | 8,00% |
| 6,00% | 8 | 32,00% |
| 6,25% | 4 | 16,00% |
| 6,50% | 4 | 16,00% |
| Media | | 5,96% |
| Mediana | | 6,00% |

Cuadro A1.5: Encuesta de Expectativas del Focus Economic Sobre la Inflación para 2017

Encuestas realizadas entre el 7 y el 13 de febrero

| | Empresa | Estimación |
|----|------------------------------|-------------------|
| 1 | ANIF | 4,60% |
| 2 | Banco Davivienda | 5,85% |
| 3 | Banco de Bogotá | 4,44% |
| 4 | Bancolombia | 4,30% |
| 5 | Barclays Capital | 3,20% |
| 6 | BBVA Research | 4,12% |
| 7 | BMI Research | 3,80% |
| 8 | BTG Pactual | 3,99% |
| 9 | Capital Economics | 4,70% |
| 10 | Citigroup Global Mkts | 4,00% |
| 11 | Corficolombiana | 3,90% |
| 12 | CorpBanca Económico | 4,30% |
| 13 | Credicorp Capital | 4,30% |
| 14 | Credit Suisse | 4,22% |
| 15 | Deutsche Bank | 4,50% |
| 16 | Ecoanalítica | 4,36% |
| 17 | EIU | 4,00% |
| 18 | Fedesarrollo | 4,60% |
| 19 | Frontier Strategy Group | 4,80% |
| 20 | Goldman Sachs | 4,40% |
| 21 | Itaú BBA | 4,30% |
| 22 | JPMorgan | 3,90% |
| 23 | Kiel Institute | 4,60% |
| 24 | Nomura | 5,00% |
| 25 | Oxford Economics | 3,80% |
| 26 | Polinomics | 4,30% |
| 27 | Positiva Compañía de Seguros | 4,60% |
| 28 | Santander | 4,30% |
| 29 | Société Générale | 5,12% |
| 30 | Standard Chartered | 5,50% |
| 27 | UBS | 4,00% |
| 28 | Ultraserfinco | 4,84% |

| Tasa | Obs. | Prob. |
|----------------|-------------|--------------|
| 3% - 3,5% | 1 | 3,57% |
| 3,5% - 4% | 5 | 17,86% |
| 4% - 4,5% | 14 | 50,00% |
| 4,5% - 5% | 8 | 28,57% |
| 5% - 5,5% | 2 | 7,14% |
| 5,5%-6% | 2 | 7,14% |
| Media | | 4,39% |
| Mediana | | 4,30% |

Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local

En lo corrido de febrero, las curvas de TES en pesos y UVR se desvalorizaron ante la decisión de la JDBR de enero de mantener inalterada la tasa de referencia y hacia el final del periodo las desvalorizaciones se acentuaron ante el aumento en las tasas de los *treasuries*, producto del incremento en las expectativas de movimientos en la tasa de los fondos federales. En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR, en promedio las tasas de los TES en pesos presentaron incrementos en su jornada posterior de 17 p.b, 14 p.b. y 10 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Lo anterior refleja que la decisión no era anticipada por la mayoría del mercado. Por su parte, los TES UVR presentaron variaciones promedio de 1 p.b, 2 p.b. y 4 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. La mayor reacción de los TES en pesos frente a los TES en UVR en esta sesión pudo estar relacionada con las ventas de TES en Pesos y las compras de TES UVR por parte de bancos comerciales.

El Dane publicó el 5 de febrero la variación del índice de precios al consumidor de enero del 2016, ubicándose en 1,02% mes a mes. Dicho resultado fue superior a la expectativa de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,91%) y al dato extraído de la encuesta del BR (0,90%), pero inferior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2016 (1,29%). La variación anual fue 5,47%²². En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación, las tasas de los TES en pesos presentaron disminuciones de 2 p.b, 4 p.b. y 1 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR en promedio presentaron variaciones de 2 p.b, 3 p.b. y 2 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Según los analistas del mercado, el dato de inflación se percibió favorablemente pese a que se ubicó por encima de lo esperado, debido a que continuó la tendencia bajista de la inflación incluso incorporando los posibles efectos del incremento del IVA. No obstante, algunos de estos agentes señalaron que el dato de inflación para febrero también puede llegar a reflejar otra parte del ajuste en precios. Adicionalmente, según los operadores las tasas de los TES no presentaron mayores avances el 6 de febrero debido a las valorizaciones que presentaron los *treasuries* por el incremento de la percepción de riesgo en los mercados internacionales.

El 9 de febrero el MHCP anunció que dentro de la reforma tributaria, que entró en vigencia en enero, se eliminó el impuesto del 14% a las inversiones de portafolio que realizan los fondos de pensiones provenientes de Chile y Perú, e indicó que estudiaba la posibilidad de incluir a México dentro de la excepción. Al respecto, el Ministro de Hacienda señaló que lo anterior buscaba atraer recursos y aumentar la competencia entre inversionistas institucionales dentro del mercado local. Específicamente, lo anterior hace referencia al artículo 23 de la Ley 1819 del 29 de diciembre de 2016²³ que señala que *los fondos de pensiones y cesantías administrados por sociedades supervisadas por autoridades extranjeras con las cuales la Superintendencia Financiera de Colombia haya suscrito acuerdos o convenios de intercambio de información y protocolos de supervisión, no están obligados a presentar declaración del impuesto sobre la renta y complementarios y, respecto de sus inversiones en Colombia de capital del exterior de portafolio en Colombia, no estarán sometidos a retención en la fuente*. Pese al anuncio, el mercado de deuda no presentó variaciones significativas. Entre el 9 y el 10 de febrero las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 3 p.b, 3 p.b. y 0 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR no presentaron variaciones.

El 14 de febrero el Gobierno lanzó un programa de estímulo a la economía, «Colombia Repunta», orientado a estimular la actividad productiva y generar empleo. Específicamente, se señaló que con el programa se estima una aceleración en 1,3% del crecimiento del PIB y la creación de 750.000 empleos. Posteriormente, el 16 de febrero el MHCP anunció un segundo tramo de canjes de deuda

²² Esta tasa es inferior a la registrada para igual período del año 2016 (7,45%).

²³ Por medio de la cual se adopta una reforma tributaria estructural, se fortalecen los mecanismos para la lucha contra la evasión y la elusión fiscal, y se dictan otras disposiciones.

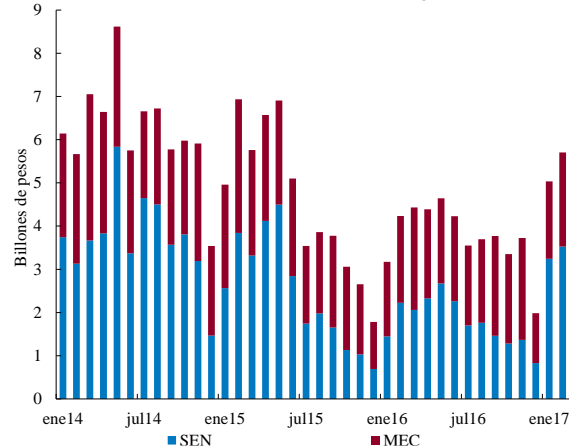
con el Tesoro Nacional que corresponden a la operación de manejo autorizada el 31 de octubre de 2016^[1], que busca mejorar el perfil de deuda de la Nación y reducir el riesgo de refinanciación de los años 2017 y 2018. En la operación, el Tesoro Nacional ofrecerá referencias con vencimiento de mayo de 2017 octubre de 2018, y entregará títulos a tasa fija en pesos que vencen en mayo de 2022, agosto de 2026 y septiembre de 2030; y referencias tasa fija en UVR que vencen en marzo de 2021, mayo de 2025 y abril de 2035. Entre el 16 y el 17 de febrero las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 6 p.b, 10 p.b. y 15 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR en promedio presentaron variaciones de 20 p.b, 4 p.b. y 13 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

Además, en el período analizado hubo un pago de cupón por \$693 mm del TES que vence el 23 de febrero del año 2023. El valor de las emisiones de bonos de largo plazo en lo corrido de 2017 ha sido \$5642 mm y de TES de corto plazo por \$1400 mm²⁴.

En lo corrido de febrero, el monto promedio diario negociado ha sido \$5,7 billones²⁵, superior al observado el mes anterior (\$5,0 billones) y al registrado en febrero de 2016 (\$4,2 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 24% al 23%, seguidos por los que vencen en mayo de 2022 cuya participación pasó de 11% a 16% (Gráfico A2.2).

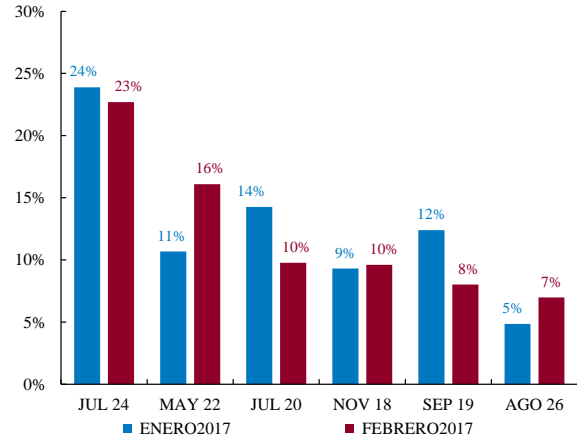
En los Gráficos A2.3 y A2.4 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 2 años). Se tiene que desde el 27 de enero y hasta el 16 febrero de 2017, los montos de negociación de los títulos en pesos aumentaron y se situaron entre los percentiles 60 y 99. En el caso de los títulos UVR, los montos negociados se mantuvieron bajos y se situaron en los percentiles 0 y 40. En particular los títulos con vencimiento en 2017 tuvieron bajos niveles de negociación.

Gráfico A2.1: Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente y Cálculos: Depósito Central de Valores - Banco de la República. Datos al 21 de febrero del 2017.

Gráfico A2.2: TES más transados



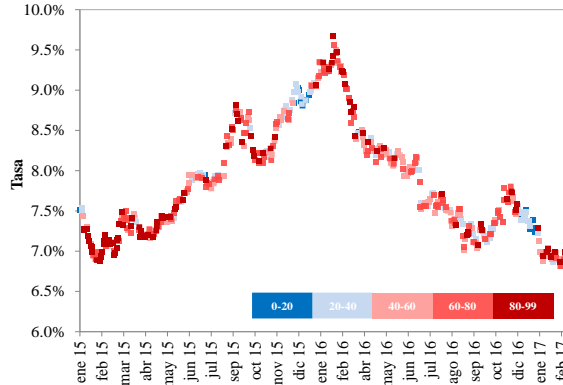
Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banco de la República. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

^[1] El cual tendrá un monto de ejecución máximo de \$2,1 billones, y se llevará a cabo de forma gradual en montos mensuales de hasta \$700 mil millones.

²⁴ Con datos al 20 de febrero. De los TES de largo plazo \$3333 mm corresponden a bonos en pesos y \$2309 mm a bonos denominados en UVR.

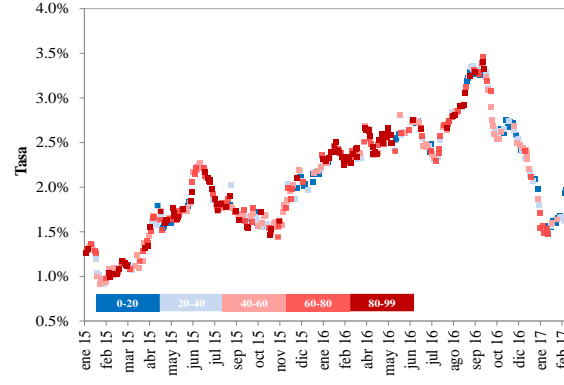
²⁵ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

Gráfico A2.3: Tasa Cero Cupón Pesos 10 años y Volumen Negociación por Percentiles



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

Gráfico A2.4: Tasa Cero Cupón UVR 2 años y Volumen Negociación por Percentiles



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

El *bid-ask spread* promedio de los TES tanto en pesos como en UVR disminuyó en febrero respecto al promedio de enero. Para los títulos de cotización obligatoria denominados en pesos, el promedio se ubicó en 1,65 p.b. mientras que en enero fue 2,13 p.b. (Gráfico A2.5). Para los TES denominados en UVR el *bid-ask spread* se ubicó en 2,47 p.b. para los títulos de cotización obligatoria (enero: 3,54 p.b.). La profundidad de estos mercados (Gráficos A2.7 y A2.8), respecto al promedio de enero, aumentó en \$12 mm para los títulos en pesos mientras que para los TES UVR aumentó en \$3 mm. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos aumentó de \$141 mm a \$153 mm y en UVR subió de \$63 mm a \$66 mm en febrero.

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

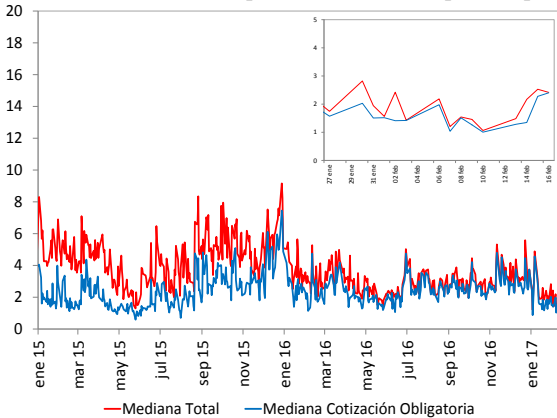
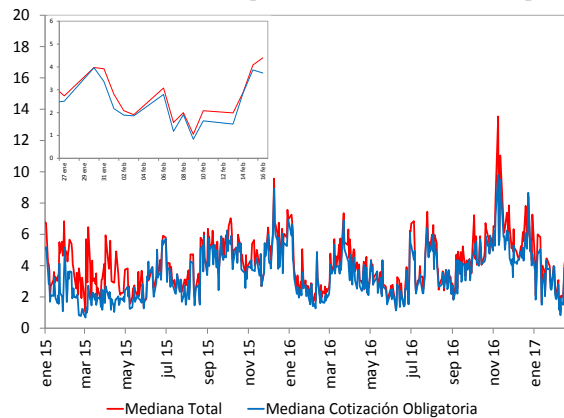


Gráfico A2.6: Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)



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

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

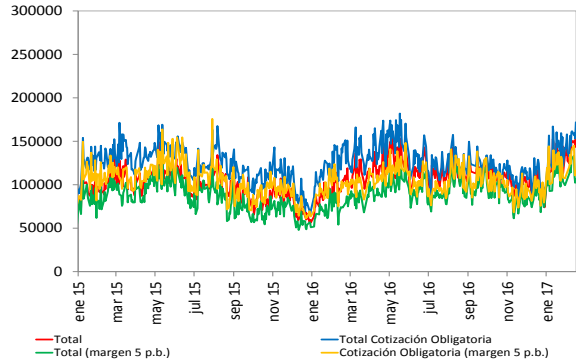
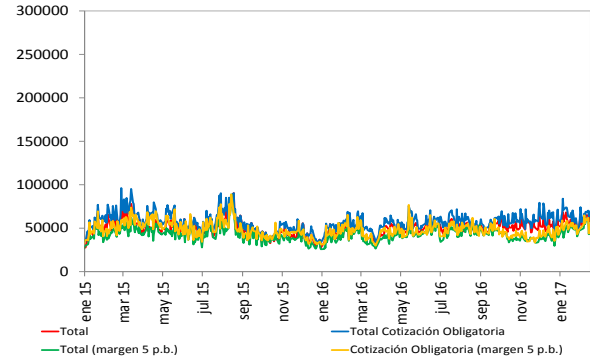


Gráfico A2.8: Profundidad promedio de los TES en UVR*

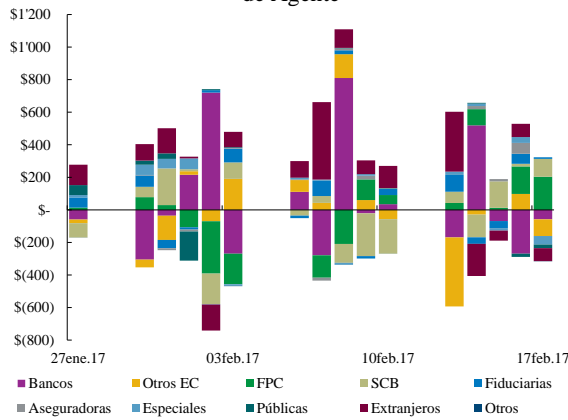


Fuente y Cálculos: Banco de la República. * Millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para: el total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

Anexo 3. Inversionistas en el Mercado de Deuda Local

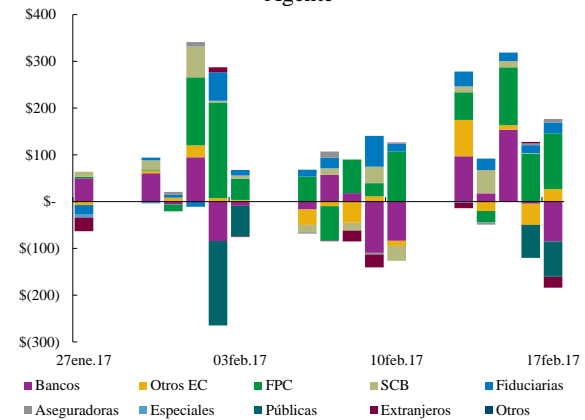
Desde la última reunión de la JDBR los principales agentes compradores de TES en pesos fueron los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$1238 mm, principalmente en el tramo largo) y los bancos comerciales (\$935 mm, tramo corto), mientras que los principales vendedores fueron las corporaciones financieras (\$243 mm, tramos medio y largo), las sociedades comisionistas de bolsa en posición propia (\$162 mm, tramos corto y largo) y las entidades públicas (\$141 mm, tramos corto y medio). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$918 mm, tramo largo), mientras que los principales vendedores fueron las entidades públicas (\$392 mm, tramo corto) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



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

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



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

En lo corrido del 2017 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$1449 mm. Adicionalmente, desde el 27 de enero registraron compras netas por \$43 mm y \$1401 mm en los tramos medio y largo, al tiempo que vendieron \$221 mm en el tramo corto.

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

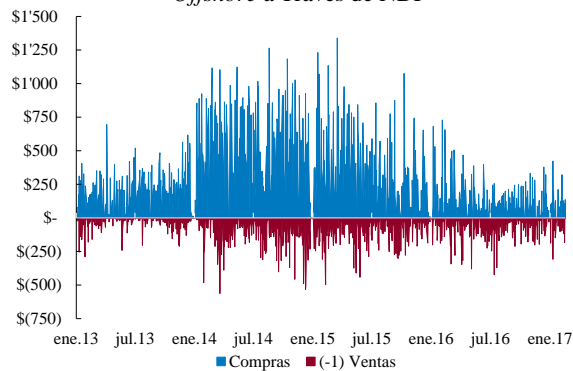
| | Corrido | | Tramos | | | Desde la Última | | | Desde la Última | | |
|---|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------------|--------------|------------|-----------------|--------------------|--|
| | 2017 | 2017 | Corto | Medio | Largo | Reunión de la JDBR | Corto | Medio | Largo | Reunión de la JDBR | |
| Bancos Comerciales | 3'697 | 783 | 971 | (129) | 93 | 935 | (33) | 34 | 99 | 100 | |
| Compañía de Financiamiento Comercial | (2) | 2 | (2) | - | - | (2) | - | 1 | - | 1 | |
| Cooperativas | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Corporaciones Financieras | (801) | (174) | (250) | 156 | (149) | (243) | - | 11 | 0 | 12 | |
| TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO | 2'894 | 612 | 720 | 27 | (56) | 691 | (33) | 47 | 99 | 113 | |
| Fondos de Pensiones y Cesantías | | | | | | | | | | | |
| Propia | 4 | 10 | 19 | (27) | (18) | (26) | 2 | 7 | (7) | 2 | |
| Terceros | 808 | 1'746 | (8) | (19) | 21 | (6) | 17 | 31 | 870 | 918 | |
| Pasivos Pensionales | 431 | 1'236 | (88) | (75) | 75 | (88) | (2) | 39 | 672 | 709 | |
| Fondos de Pensiones - Prima Media | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Total Fondos de Pensiones y Cesantías | 812 | 1'756 | 11 | (46) | 3 | (31) | 19 | 38 | 863 | 920 | |
| Sociedades Comisionistas de Bolsa | | | | | | | | | | | |
| Propia | (402) | 36 | (197) | 137 | (102) | (162) | (5) | 73 | (6) | 61 | |
| Terceros | (147) | 85 | 2 | (1) | 11 | 11 | 1 | 84 | 11 | 96 | |
| Extranjeros | - | 0 | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| FIC | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Total Sociedades Comisionistas de Bolsa | (549) | 121 | (196) | 135 | (91) | (151) | (4) | 156 | 5 | 157 | |
| Sociedades Fiduciarias | | | | | | | | | | | |
| Propia | (31) | 34 | 60 | (27) | 2 | 35 | - | 7 | (2) | 5 | |
| Terceros | 1'982 | 485 | (147) | (156) | 1'710 | 1'406 | 35 | 154 | 71 | 260 | |
| Extranjeros*** | 1'463 | (44) | (221) | 43 | 1'415 | 1'238 | - | (84) | 10 | (74) | |
| FIC | 371 | 231 | 184 | 30 | 11 | 226 | 23 | 135 | - | 158 | |
| Pasivos Pensionales | (94) | 119 | (20) | (254) | 158 | (116) | (4) | (10) | 45 | 31 | |
| Total Sociedades Fiduciarias | 1'951 | 519 | (87) | (183) | 1'711 | 1'441 | 35 | 161 | 69 | 265 | |
| Compañías de Seguros y Capitalización | | | | | | | | | | | |
| Propia | 151 | 70 | 50 | 53 | 6 | 108 | (17) | 24 | 21 | 28 | |
| Terceros | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Pasivos Pensionales | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Total Compañías de Seguros y Capitalización | 151 | 70 | 50 | 53 | 6 | 108 | (17) | 24 | 21 | 28 | |
| Sociedades Administradoras de Inversión | | | | | | | | | | | |
| Propia | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Terceros | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| FIC | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Total Sociedades Administradoras de Inversión | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS | 2'365 | 2'466 | (223) | (41) | 1'629 | 1'366 | 33 | 380 | 958 | 1'371 | |
| Total Entidades Financieras Especiales** | 258 | (117) | 142 | 97 | (45) | 195 | - | (4) | - | (4) | |
| Total Entidades Públicas**** | (791) | (628) | (82) | (80) | 21 | (141) | (392) | - | - | (392) | |
| Otros***** | (57) | 16 | - | (3) | (14) | (17) | - | - | - | - | |
| Extranjeros | (14) | (0) | - | - | (14) | (14) | - | - | - | - | |
| TOTAL MOVIMIENTO NETO | 4'669 | 2'349 | 557 | - | 1'536 | 2'092 | (392) | 423 | 1'057 | 1'088 | |

Fuente: BR. Información actualizada al 17 de febrero de 2017. Cabe señalar que las ventas pueden corresponder a vencimientos de TES y, para el caso de entidades públicas, a redenciones anticipadas de TES de corto plazo. * Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$1352 mm y ventas por \$966 mm²⁶, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$284 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$74 mm el 27 de enero a \$358 mm el 17 de febrero de 2017. Durante el periodo analizado, la posición compradora neta aumentó para todos los TES salvo aquellos con vencimiento en 2019 (Gráfico A3.4).

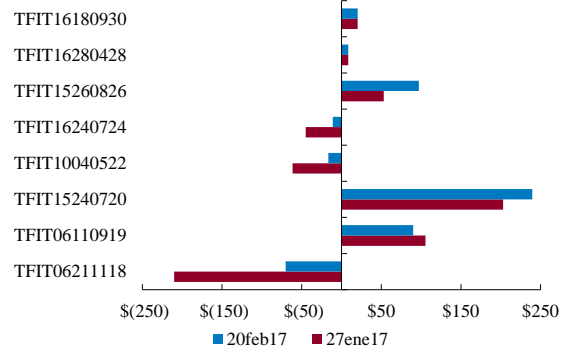
²⁶ Al tiempo que registraron vencimientos de contratos de compra de TES por \$901 mm y de venta por \$799 mm. Datos actualizados al 17 de febrero de 2017.

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



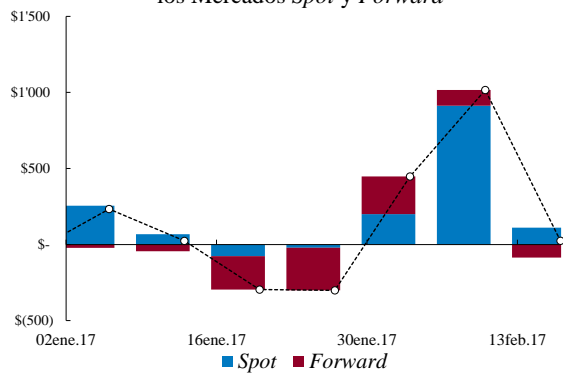
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

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



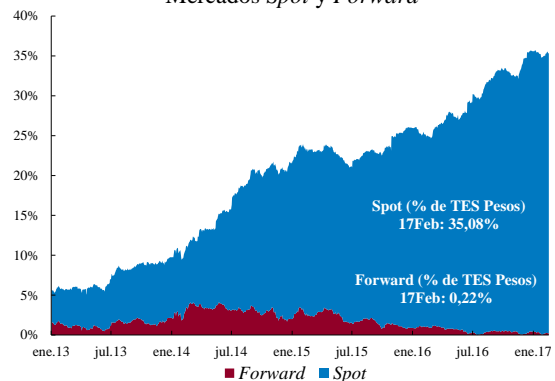
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

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



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

Gráfico A3.6: Saldo de TES en pesos *Offshore* en los Mercados *Spot* y *Forward*



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

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

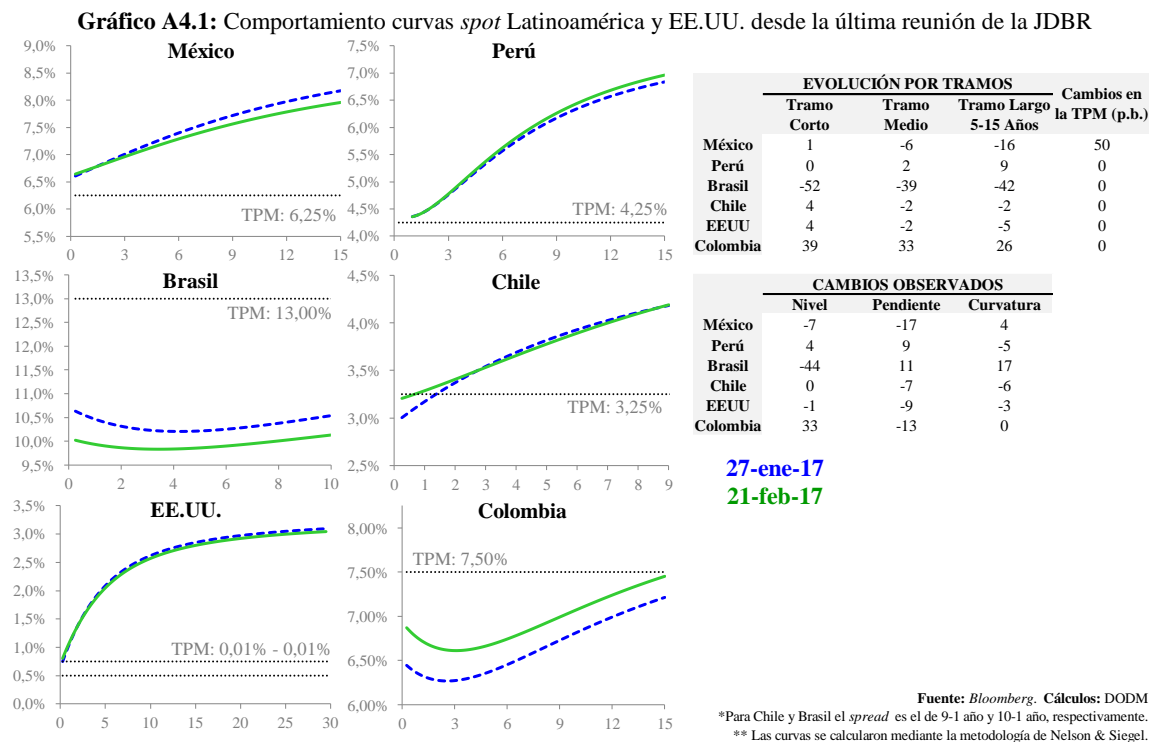
Cuadro A3.2: Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

| | 2016 | | | Corrido de 2017 | | | Ene-17 | | | Corrido de Feb-17 | | |
|---------------------|-------------|----------------|------------|-----------------|----------------|----------|-------------|----------------|----------|-------------------|----------------|----------|
| | <i>Spot</i> | <i>Forward</i> | TOTAL | <i>Spot</i> | <i>Forward</i> | TOTAL | <i>Spot</i> | <i>Forward</i> | TOTAL | <i>Spot</i> | <i>Forward</i> | TOTAL |
| Sistema Financiero* | \$ (5'293) | \$ 617 | \$ (4'676) | \$ 2'894 | \$ 281 | \$ 3'175 | \$ 1'666 | \$ 472 | \$ 2'138 | \$ 1'229 | \$ (191) | \$ 1'037 |
| Offshore | \$ 20'884 | \$ (617) | \$ 20'267 | \$ 1'449 | \$ (281) | \$ 1'168 | \$ 481 | \$ (472) | \$ 9 | \$ 969 | \$ 191 | \$ 1'160 |

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 17 de febrero de 2017. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

En este periodo (27 de enero al 21 de febrero de 2017) los títulos de deuda pública de la región, incluyendo los bonos del Tesoro de EE.UU. presentaron comportamientos heterogéneos. Se desvalorizaron todos los tramos de la curva de Colombia, el tramo medio y largo de Perú y los tramos cortos de México, EE.UU. y Chile. Por su parte, se observaron valorizaciones en todos los tramos de la curva de Brasil, los tramos medio y largo de México, Chile y EE.UU. Estas dinámicas estuvieron influenciadas por eventos idiosincráticos de cada país y por los precios de los *commodities*, principalmente el hierro y la soya.



En este periodo, los *treasuries* presentaron desvalorizaciones en su tramo corto de 4 p.b, mientras en el tramo medio y largo se presentaron valorizaciones de 2 p.b. y 5 p.b, respectivamente. Este comportamiento se dio en una coyuntura volátil con valorizaciones durante los primeros días de febrero y desvalorizaciones a partir del 8 de febrero.

Las valorizaciones al principio de febrero en todos los tramos de la curva²⁷ estuvieron explicadas por dos eventos. En primer lugar, por la mayor demanda de *treasuries* ante el incremento en la percepción de riesgo a nivel internacional generada por algunas decisiones políticas en EE.UU. (Ver Anexo 8). En segundo lugar, los datos favorables del mercado laboral²⁸ de este país vinieron acompañados de

²⁷ Entre el 27 de enero y el 8 de febrero de 2017, el tramo corto, medio y largo de la curva de EE.UU. presentó valorizaciones de 2, 14 y 17 p.b, respectivamente.

²⁸ El 3 de febrero se conoció que las nóminas no agrícolas durante el mes de enero incrementaron en 227.000 frente a una expectativa de 180.000. Este mismo día se anunció que la tasa de desempleo aumentó de 4,7% en diciembre a 4,8% en enero, pero a pesar de esto, el resultado fue visto como positiva, dado que el incremento estuvo explicado por un aumento en la tasa de participación, la cual pasó de 62,7% a 62,9%. Según algunos analistas del mercado esto es un reflejo de que los agentes de la economía están percibiendo condiciones favorables en la entrada al mercado laboral. En el periodo se hicieron públicas en tres ocasiones las solicitudes iniciales de beneficios de desempleo, las cuales en todas las publicaciones presentaron observaciones inferiores a las expectativas del mercado, con lo cual se completan 102 semanas por debajo de la marca de 300.000 (2 de febrero, obs: 246.000, esp: 250.000; 9 de febrero: obs: 234.000, esp: 250.000; 16 de febrero, obs: 239.000, esp: 245.000). Cabe resaltar que la observación del 9 de febrero fue la más baja en 43 años.

incrementos salariales inferiores a las previsiones del mercado²⁹, lo cual moderó las expectativas inflacionarias y redujo las proyecciones sobre incrementos en la tasa de fondos federales en la reunión de marzo del FOMC³⁰, una vez algunos miembros de este comité señalaron que a partir de estos datos no se generaba una urgencia en acelerar una política monetaria contractiva³¹.

A partir del 8 de febrero se observan desvalorizaciones en todos los tramos de la curva de deuda pública de EE.UU. ante el incremento en las expectativas inflacionarias generado por: i) el anuncio de Donald Trump sobre un proyecto fiscal que reduciría la tasa de tributación corporativa³²; ii) las declaraciones de Janet Yellen en el Senado y en la Cámara de Representantes en donde señaló que las condiciones hacían apropiado en algún punto de este año incrementar la tasa de fondos federales, de tal manera que un pronto aumento sería conveniente para permitir una política monetaria gradual en el futuro³³; y iii) la publicación de los datos de inflación de enero superiores a las expectativas³⁴ que incrementaron las proyecciones sobre aumentos en la tasa de fondos federales en la reunión de marzo del FOMC³⁵.

En Brasil, todos los tramos de la curva presentaron valorizaciones ante resultados de inflación inferiores a las expectativas y una dinámica en los precios de los *commodities* favorable a sus exportaciones. Las valorizaciones en la parte corta de la curva estuvieron en línea con los dos resultados de inflación inferiores a las expectativas³⁶. Por su parte, los tramos medio y largo presentaron desvalorizaciones en los últimos días de enero ante un incremento en la tasa de desempleo al 12% desde 11,8%. Estas desvalorizaciones se corrigieron posteriormente ante el incremento en los precios del hierro y la soya, sus principales productos de exportación, los cuales desde el 27 de enero han incrementado respectivamente en 8,06% y 1,16%³⁷.

En Chile, las leves valorizaciones en el tramo medio y largo de su curva coincidieron con la producción de cobre superior a las expectativas en el mes de enero. Adicionalmente, el desempleo se redujo³⁸, se presentó una caída en la producción manufacturera inferior a las expectativas y un incremento superior a las proyecciones del mercado de la producción industrial anual³⁹. Cabe resaltar que en el periodo, la

²⁹ El 3 de febrero se dio a conocer que durante el mes de enero los salarios por hora de trabajo incrementaron 0,1% frente a una expectativa de mercado de 0,3%.

³⁰ El 27 de enero la probabilidad implícita de incrementos en los futuros de la tasa de fondos federales se encontraba en 34,6% mientras que el 8 de febrero esta probabilidad había descendido a 24%. Este descenso se dio particularmente entre el 2 y el 6 de febrero cuando esta probabilidad pasó de 32% a 24%.

³¹ El 3 de febrero el presidente de la Reserva Federal de Chicago, Charles Evans, quien tiene voto en el FOMC, señaló que los resultados del mercado laboral daban cuenta de que no había urgencia en acelerar el ritmo de incrementos de la tasa, dado que la condición favorable del mercado laboral estaba viéndose reflejada de forma lenta en los salarios, y que resultaría necesario que el desempleo fuera significativamente inferior a su tasa de equilibrio para que esto se reflejara en presiones inflacionarias.

³² El 9 de febrero Donald Trump anunció que plantearía un plan fiscal “*fenomenal*” frente a los negocios estadounidenses. Sean Spicer su vocero de prensa señaló que se enfocaría en la clase media.

³³ Estas declaraciones se llevaron a cabo el 15 y el 16 de febrero.

³⁴ El 15 de febrero se dio a conocer que el dato de inflación para el mes de enero se ubicó en 2,5%, frente a una expectativa del mercado de 2,4%. Por su parte, la inflación *core* también sorprendió al alza ubicándose en 2,3% frente a una expectativa de 2,1%. Por su parte, este mismo día se dio a conocer que las ventas al por menor, excluyendo autos y gas, también superaron las expectativas de los analistas al aumentar 0,7% en enero frente a una expectativa de 0,3%.

³⁵ Con los datos de inflación y ventas al por menor superiores a las expectativas, la probabilidad implícita de incrementos extraída de los contratos futuros sobre la tasa de fondos federales incrementó el 15 de febrero del 34% al 44%.

³⁶ En primer lugar, el 30 de enero se informó que la inflación de enero medida por la Fundación Getulio Vargas se ubicó en 0,64%, frente a una expectativa de 0,7%. En segundo lugar, el 8 de febrero se dio a conocer que el Índice de Precios al Consumir Amplio (IPCA) para enero calculado por el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística aumentó en 0,38%, mientras el mercado tenía una expectativa de 0,44%.

³⁷ Las valorizaciones de estos *commodities* se concentraron principalmente entre el 6 y el 13 de febrero, días entre los cuales el precio del hierro y la soya incrementaron en 14,24% y 1,76%, respectivamente. En estos días, el tramo corto, medio y largo de la curva presentaron valorizaciones de 16 p.b., 22,4 p.b. y 24,6 p.b., días en donde

³⁸ El 31 de enero se dio a conocer que el desempleo para el cuarto trimestre se ubicó en 6,1%, reduciéndose frente a su observación anterior de 6,2%. Este resultado fue inferior al promedio anual para 2016 de 6,5% y estuvo explicado por el avance de los empleos por cuenta propia.

³⁹ El 30 de enero se conoció que la producción manufacturera se contrajo 0,3%, mientras que el mercado esperaba una contracción de 1,2%. Este mismo día se anunció que la producción industrial anual había incrementado un 0,3% mientras el mercado esperaba una

publicación del dato de inflación superior a las expectativas⁴⁰ y la decisión del Banco Central de mantener inalterada su tasa de política monetaria se reflejó en desvalorizaciones⁴¹.

Por su parte, las valorizaciones en el tramo medio y largo de la curva de México han estado influenciadas por la moderación de las expectativas de los agentes del mercado sobre la viabilidad y los efectos de las políticas anunciadas por Donald Trump sobre este país. En este contexto, el peso mexicano ha presentado revaluaciones del 2,7% desde la última reunión de la JDBR. Las leves desvalorizaciones en el tramo corto de la curva de este país estuvieron explicadas por los incrementos en la tasa de política monetaria del Banco Central en 50 p.b⁴².

Las desvalorizaciones observadas en el tramo medio y largo en Perú estuvieron explicadas principalmente por las reducciones de *Moody's* en la estimación de crecimiento económico de 4,5% a 3,7%⁴³. Al final del periodo, los tramos medio y largo presentaron leves valorizaciones ante la publicación del dato de producción nacional en diciembre, el cual, con su resultado de 3,25%, fue superior a las expectativas de 3,22% del mercado, completando 89 meses de resultados positivos, y a nivel anual, 18 años de expansión continua. La relativa estabilidad de la curva de este país se explicó por un pago de cupones llevado a cabo el 12 de febrero por 1,9 mm de soles (3% del saldo actual), que fue reinvertido, pero que no generó valorizaciones debido a que el Ministerio de Economía y Finanzas aprovechó para llevar a cabo una colocación por 765 millones de soles y el Fondo Minvivienda (cuasi-soberano) llevó a cabo una colocación de 1,5 mm de soles.

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes⁴⁴ (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, en lo corrido de 2017 y desde la última reunión de la JDBR. Desde la última reunión de la JDBR, todos los índices regionales se valorizaron, especialmente los de Medio Oriente/África (1,5%) y Latinoamérica (1,0%). Por su parte, el índice para Colombia disminuyó 0,9%.

Adicionalmente, el IIF⁴⁵ estimó una recuperación de los flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en enero por US\$12,27 mm (enero: -US\$1,21 mm). En particular, estimó entradas netas de los mercados de renta fija y renta variable por US\$4,60 mm y de US\$7,67 mm, respectivamente. Sin embargo, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó salidas netas por US\$0,22 mm (Gráfico A4.3).

contracción del 0,7%. Igualmente se conoció que la producción de cobre para el mes de enero de fue de 503.874 toneladas mientras el mercado tenía una expectativa de 479.959 toneladas.

⁴⁰ El 8 de febrero se conoció que la inflación de enero se ubicó en 0,5% durante el mes, mientras el mercado esperaba un incremento del 0,2%, con lo cual la inflación anual se ubicó en 2,8%, frente a una expectativa del mercado de 2,5%.

⁴¹ El 15 de febrero, el Banco Central, en su reunión mensual de política monetaria mantuvo inalterada en 3,25% su tasa de referencia, mientras el mercado tenía una expectativa promedio de que la tasa quedara en 3,14%.

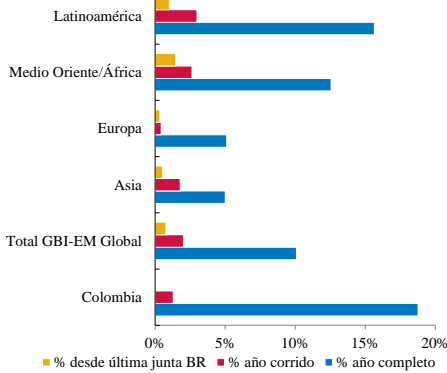
⁴² El 9 de febrero, el Banco Central aumentó en 50 p.b. la tasa de intervención a un nivel de 625%, mientras el mercado tenía una expectativa promedio de que la tasa quedara en 6,17%.

⁴³ La reducción en la estimación de crecimiento se dio el 7 de febrero, día en el cual el tramo corto, medio y largo de la curva presentaron desvalorizaciones 14,3 p.b, 4,4 p.b. y 2 p.b.

⁴⁴ El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

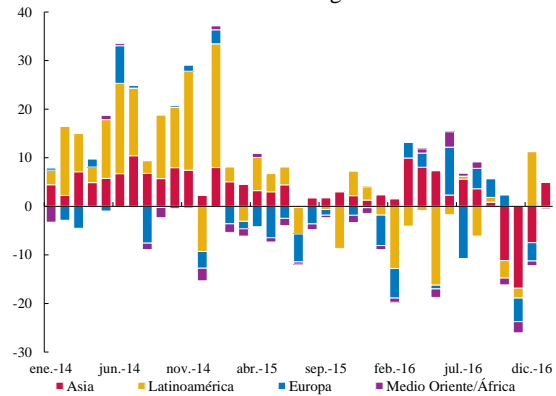
⁴⁵ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

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



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

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

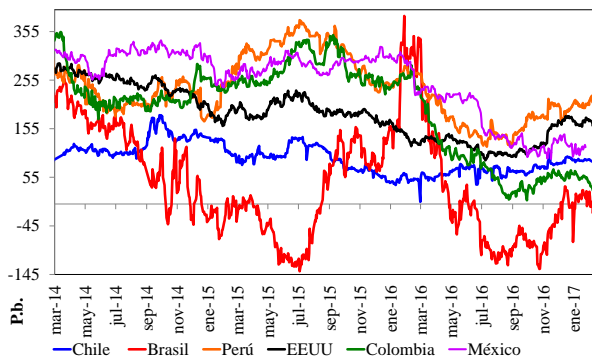


Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares.

El Gráfico A4.4 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia cayó a 45 p.b, superando solo a la pendiente de Brasil (0 p.b.). Las pendientes de Perú, México y Chile se sitúan en 210 p.b, 89 p.b. y 90 p.b, respectivamente.

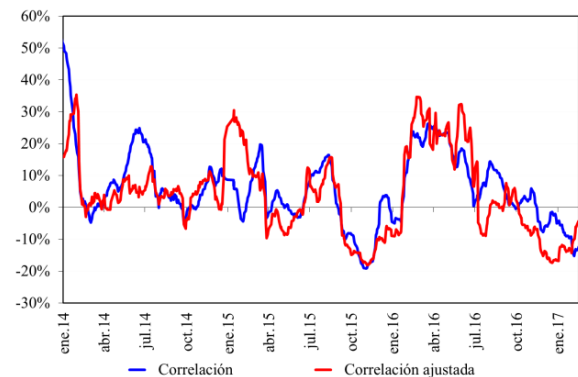
En el Gráfico A4.5 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) ha caído y se encuentra actualmente en -12,4%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se encuentra en -4,32%. Así, el comportamiento diferente entre las curvas puede ser explicado por factores idiosincráticos de cada país, niveles de inflación diferentes y posturas de política monetaria divergentes en la región. Por otra parte, se observa que el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo disminuyó de 13% a 7%⁴⁶ desde el 27 de enero.

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



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

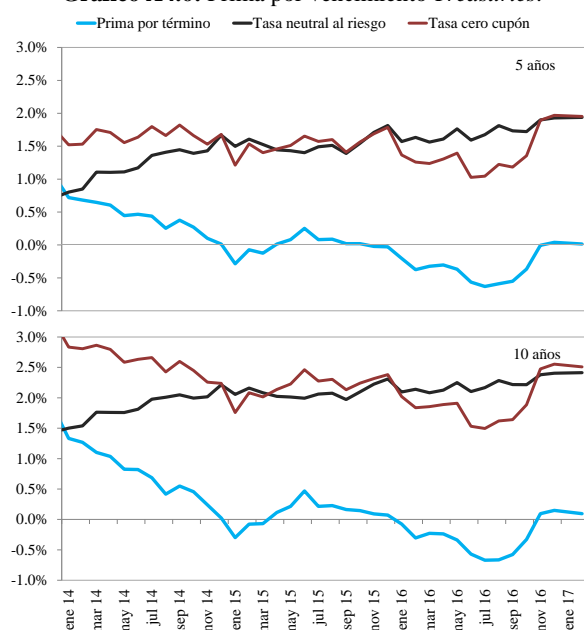
Gráfico A4.5: Correlación Pendientes Región



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

⁴⁶ Correlaciones calculadas entre el 27 de enero y el 17 de febrero de 2017. La más alta corresponde a la correlación entre México y Brasil (72%) y la más baja a la calculada entre Perú y Brasil (-76%).

Gráfico A4.6: Prima por vencimiento Treasuries.



Fuente y Cálculos: Fed.

Por su parte, la prima por vencimiento de los *treasuries* se incrementó en 2 p.b. y 5 p.b. para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente; y se situó en 0,04% a 5 años mientras que a 10 años se ubicó en 0,15%. La tasa neutral al riesgo de estos títulos disminuyó cerca de 1 p.b. tanto para 5 años como para 10 años (Gráfico A4.6).

Anexo 5. Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Suecia (-0,5%), Nueva Zelanda (1,75%) y Australia (1,5%) mantuvieron sus tasas de intervención inalteradas, en línea con las expectativas del mercado. Así mismo, el Banco Central del Reino Unido mantuvo su tasa de referencia en 0,25% y continuó con sus medidas de estímulo monetario, conformadas por la adquisición de £10 mm en bonos corporativos con grado de inversión y la expansión del esquema de compras de bonos gubernamentales en £60 mm, de tal forma que el saldo objetivo sea de £435 mm.

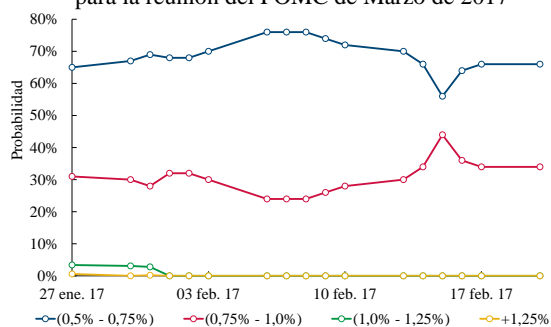
Por otra parte, el primero de febrero de 2017 la Fed mantuvo inalterado su rango de tasa de interés de referencia en 0,5% - 0,75%, tal como lo anticipaba el mercado. De acuerdo al comunicado y las minutas del FOMC se han presentado mejoras en las condiciones del mercado laboral y una expansión de la economía a un ritmo moderado desde su última reunión en diciembre. El gasto de los hogares continúa fortaleciéndose, mientras que la inversión sigue débil. A su vez, las medidas de sentimiento al consumidor y empresarial han mejorado recientemente. Además, el comité indicó que la política monetaria será coherente con su objetivo de apoyar un mayor fortalecimiento del mercado laboral y un incremento de la inflación a su nivel objetivo. En las minutas, algunos miembros del FOMC señalaron que sería apropiado realizar un incremento de la tasa de política relativamente rápido si la información sobre el mercado laboral y la inflación se mantiene en línea o superior a las expectativas. Adicionalmente, la Fed mantuvo su política de reinvertir los pagos de capital de sus tenencias de activos, y prevé continuar haciéndolo hasta que la normalización del nivel de la tasa de fondos federales se consolide.

Tal como se mencionó, de acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, actualmente el mercado espera un ritmo de incrementos similar al que se

esperaba el 27 de enero. Además, según lo publicado por *CME Group Inc.*⁴⁷, con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de la Fed de diciembre de 2017 la probabilidad de que el rango de tasas permanezca inalterado es de 5,0% (ant.: 6,8%), la de uno entre 0,75% y 1,0% es 20,9% (ant.: 23,6%), la de uno entre 1,0% y 1,25% es 33,3% (ant.: 32,9%), la de uno entre 1,25% y 1,5% es 26,4% (ant.: 24,0%), y la de uno mayor es 14,4% (ant.: 12,7%).

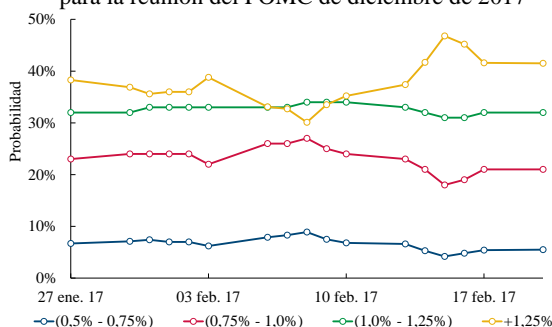
Durante el periodo, el escenario más probable para la reunión de marzo de 2017 ha sido de un rango de los fondos federales entre 0,50% y 0,75% (Gráfico A5.1). Además, en el gráfico A5.2 se observa que durante el periodo el escenario más probable para diciembre de 2017 es de un rango por encima de 1,25%.

Gráfico A5.1: Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de Marzo de 2017



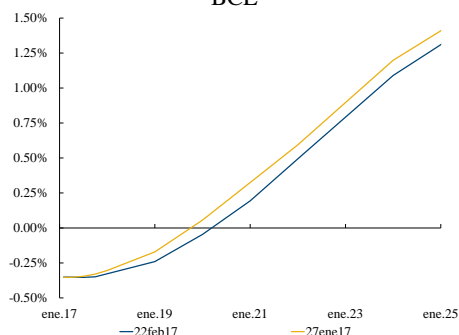
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico A5.2: Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2017



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico A5.3: Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

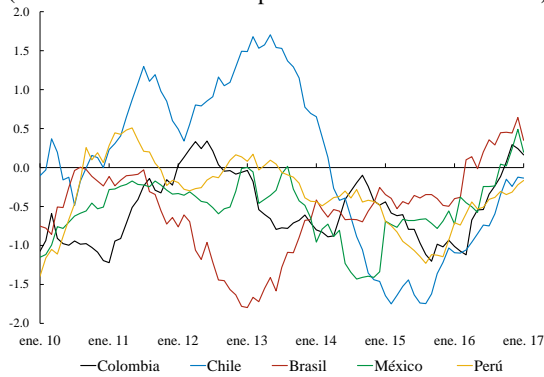
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice *Eonia*, el mercado anticipa que la tasa a un día retornará a terreno positivo en el 2T20 (Anterior: 4T19, Gráfico A5.3).

Países Emergentes

Los bancos centrales de Rumania (1,75%), Egipto (14,75%), República Checa (0,05%), Filipinas (3%), Rusia (10%), Tailandia (1,5%), Namibia (7%), Indonesia (4,75%), Serbia (4%) y Polonia (1,5%), mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. El Banco Central de India no efectuó modificaciones en su tasa de referencia, al dejarla en 6,25%, mientras que el mercado descontaba una reducción de 25 p.b. Por su parte, las autoridades monetarias de Uganda y Kazajstán disminuyeron su tasa de política monetaria en 50 p.b. a 11,50% y en 100 p.b. a 11%, respectivamente, sorprendiendo al mercado. En Latinoamérica, los bancos centrales de Chile y Perú mantuvieron inalterada su tasa de interés de referencia en 3,25% y 4,25%, respectivamente; al tiempo que el Banco Central de México la aumentó 50 p.b. a 6,25%. Por último, el Banco Central de Brasil disminuyó su tasa de interés de referencia en 75 p.b. a un nivel de 12,25%. Todo lo anterior ya estaba anticipado por la mayoría de agentes del mercado.

⁴⁷ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade*. Consulta actualizada el 20 de febrero, al tiempo que el valor previo corresponde a las cifras consultadas el 24 de enero.

Gráfico A5.9: Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005*)



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

En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales⁴⁸ desde el año 2005, período que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. Se puede observar que en enero las tasas reales de Chile y Perú se ubicaron por debajo de sus medias históricas, al tiempo que las tasas reales de Colombia, Brasil y México se ubicaron por encima⁴⁹.

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

Cuadro A6.1: Mes Actual

| TPM | feb17 | mar17 | abr17 | may17 | jun17 | jul17 | ago17 | sep17 | oct17 | nov17 | dic17 | ene18 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 7,75% | | | | | | | | | | | | 0% |
| 7,50% | 100% | | | | | | | | | | | 0% |
| 7,25% | | 100% | | | | | | | | | 0% | 0% |
| 7,00% | | | 100% | 41% | 5% | | | | | | 1% | 1% |
| 6,75% | | | | 59% | 77% | 55% | 34% | 18% | 7% | 1% | 1% | 1% |
| 6,50% | | | | | 18% | 40% | 52% | 56% | 54% | 46% | 34% | 24% |
| 6,25% | | | | | | 4% | 13% | 22% | 30% | 36% | 38% | 39% |
| 6,00% | | | | | | | 1% | 4% | 9% | 14% | 19% | 24% |
| 5,75% | | | | | | | | | 1% | 3% | 6% | 9% |
| 5,50% | | | | | | | | | | 0% | 1% | 2% |
| 5,25% | | | | | | | | | | | 0% | 0% |
| 5,00% | | | | | | | | | | | | 0% |

Cuadro A6.2: Mes Anterior

| TPM | ene17 | feb17 | mar17 | abr17 | may17 | jun17 | jul17 | ago17 | sep17 | oct17 | nov17 | dic17 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 7,25% | 100% | | | | | | | | | | | |
| 7,00% | | 100% | 17% | | | | | | | | | 1% |
| 6,75% | | | 83% | 52% | | | | | | | | 1% |
| 6,50% | | | | 48% | 76% | 31% | 6% | | | 2% | 2% | 3% |
| 6,25% | | | | | 24% | 63% | 68% | 57% | 44% | 38% | 31% | 20% |
| 6,00% | | | | | | 7% | 24% | 35% | 36% | 30% | 29% | 30% |
| 5,75% | | | | | | | 2% | 8% | 18% | 26% | 26% | 26% |
| 5,50% | | | | | | | | | 2% | 4% | 11% | 14% |
| 5,25% | | | | | | | | | | | 1% | 5% |

⁴⁸ Deflactadas con medidas de inflación básica.

⁴⁹ Desde octubre del año 2005, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,89%; Chile 0,78%; Brasil 5,60%, México 1,57 y Perú 0,78%.

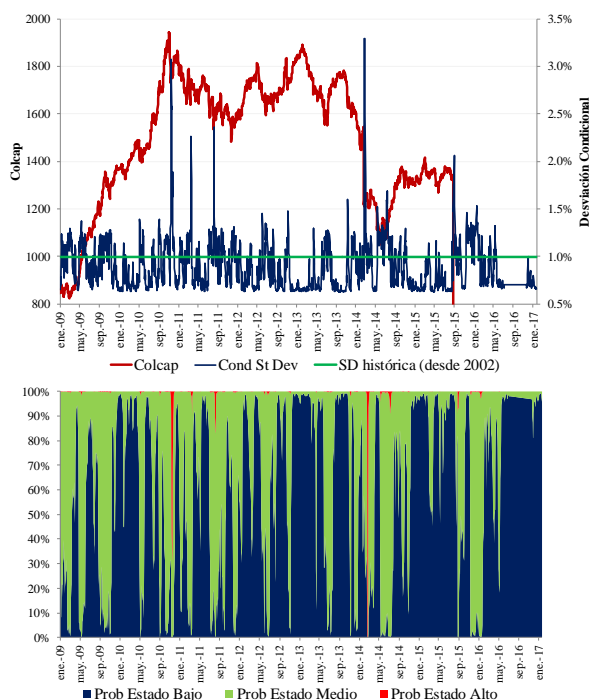
Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

Respecto al *spread*, el 46,9% de agentes espera que aumente (anterior: 46,3%), mientras un 34,4% que se mantenga igual (anterior: 40,7%) y un 18,8% que disminuya (anterior: 13,0%). En cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes, un 37,1% espera que esta se mantenga estable (anterior: 29,6%) un 25,8% que aumente (anterior: 35,2%), y un 21,0% que disminuya (anterior: 22,2%)⁵⁰.

Entre el 27 de enero y el 21 de febrero, el COLCAP se desvalorizó 2,6%, jalonado por la desvalorización de Corficolombiana (-19,1%) y el comportamiento negativo de las acciones de Avianca Holdings (-13,4%). Este comportamiento contrastó con la disminución en el CDS a 5 años de Colombia, la revaluación de la tasa de cambio y con el aumento en el precio del petróleo⁵¹. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el COLCAP registre una desvalorización cercana al 0,21% (anterior: valorización de 1,54%). Para lo corrido de febrero, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó ligeramente respecto al promedio de enero y actualmente se ubica por debajo de su media histórica; además, actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.1).

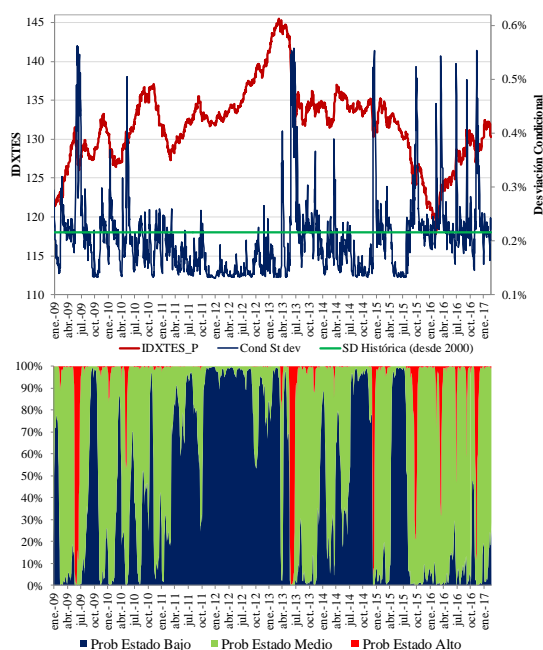
Para lo corrido de febrero, la volatilidad promedio del mercado de TES se redujo marginalmente respecto al promedio observado en enero y se ubicó por debajo de su media histórica. Actualmente predomina el estado de volatilidad media (Gráfico A7.2).

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

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



Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

⁵⁰ Al 16,1% restante no les aplica la pregunta (anterior: 13,0%).

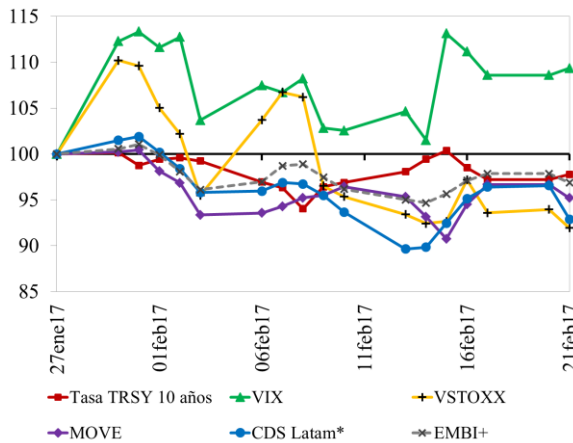
⁵¹ Entre el 27 de enero y el 21 de febrero el precio del petróleo Brent aumentó 2,05%, el CDS a 5 años disminuyó 10,77 p.b. y la tasa de cambio se apreció 1,2%.

Con información al 10 de febrero, los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES disminuyeron frente a enero 29,5 p.b. y 34,0 p.b. para las carteras de tesorería y consumo, respectivamente, mientras que el *spread* de cartera preferencial se incrementó 14,8 p.b. El comportamiento de los márgenes para las carteras de tesorería y consumo se explica por una disminución de las tasas activas y un incremento de las de los TES; al tiempo que el incremento del margen para la cartera preferencial se explica por un incremento más pronunciado de las tasas activas.

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

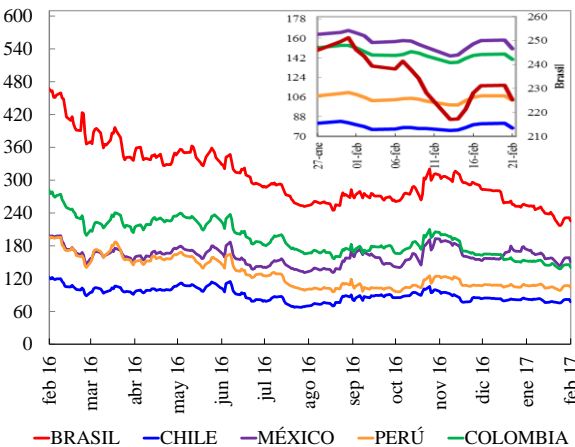
Entre el 27 de enero y el 21 de febrero, el VIX aumentó de 10,58% a 11,57%, mientras que el VSTOXX (15,85% a 14,57%) y el MOVE (72,19% a 69,72%) cayeron. En términos generales, la percepción de riesgo presentó un comportamiento volátil y diferenciado entre los mercados estadounidenses, europeos y de emergentes. Cabe resaltar que el VIX se ubica en niveles bajos que no se observaban de forma sistemática desde los primeros meses de 2007. Este indicador puede estar subestimando la percepción de riesgo teniendo en cuenta otras fricciones financieras que se han presentado recientemente.

Gráfico A8.1: Indicadores de Percepción de Riesgo



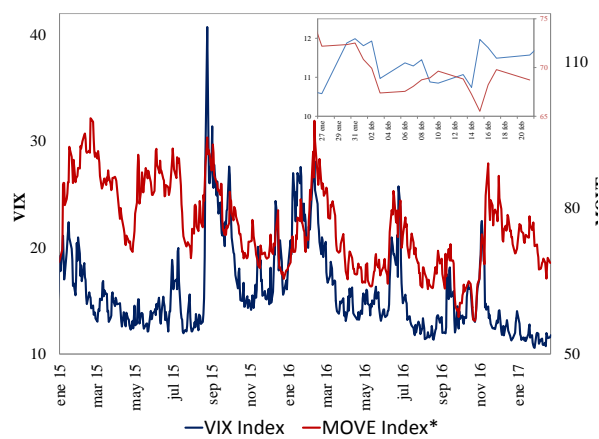
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

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



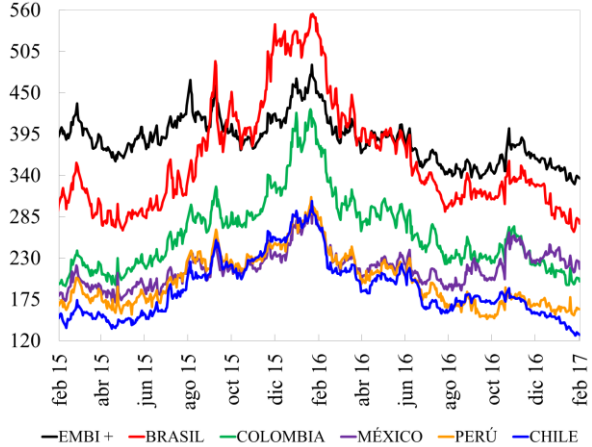
Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.2: VIX y MOVE



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.4: EMBI Países Latam



Fuente: Bloomberg.

En primer lugar, a finales de enero se observó un incremento en la percepción de riesgo a nivel internacional ante la incertidumbre generada por la orden ejecutiva de Donald Trump por medio de

la cual restringió la entrada de personas provenientes de siete países cuya población es mayoritariamente musulmana y de todos los refugiados⁵². En este contexto los principales índices accionarios de EE.UU. cayeron⁵³ y los índices VIX y VSTOXX aumentaron⁵⁴.

En segundo lugar, la percepción de riesgo a nivel internacional cayó una vez se conocieron los datos favorables del mercado laboral en EE.UU. (Ver Anexo 4), los cuales estuvieron acompañados de incrementos salariales inferiores a las previsiones del mercado, con la cual las expectativas de inflación se moderaron y se redujeron las proyecciones sobre incrementos en la tasa de fondos federales en la reunión de marzo del FOMC⁵⁵. Ante esto, los *treasuries* presentaron valorizaciones que se vieron reflejadas en una caída del índice MOVE. En el contexto europeo, el descenso en la percepción de riesgo estuvo favorecido por la reunión del comité de política monetaria del Banco de Inglaterra, el cual mediante la reducción de su estimación de desempleo de equilibrio de 5% a 4,5% generó expectativas de que su política monetaria no será contractiva en los próximos años.

Una vez el candidato del partido Republicano francés, Francois Fillon, reconoció haber entregado salarios parlamentarios a su esposa y dos de sus hijos, Marine Le Pen, la candidata del Frente Nacional, partido que va en contra de la permanencia de Francia en la Unión Europea, tomó ímpetu en las encuestas. De acuerdo con una de estas encuestas, Le Pen sería líder en la primera vuelta con 28% de los votos, y en la segunda vuelta obtendría 44% de los votos con Francois Fillon como ganador con el 56% restante. Esta noticia generó un incremento en la percepción de riesgo a nivel internacional, principalmente en el VSTOXX, indicador que mide la volatilidad del mercado accionario europeo.

Con el anuncio de Donald Trump el 8 de febrero sobre un proyecto fiscal, la percepción de riesgo a nivel internacional cayó. Esta reducción estuvo impulsada por la publicación el 9 de febrero de las solicitudes iniciales de subsidios estatales por desempleo en EE.UU. en una cifra de 234.000, la más baja en 43 años. En el contexto europeo, esta reducción en la percepción de riesgo estuvo impulsada por el reporte de ganancias de la *Societe Generale*⁵⁶.

En los últimos días analizados, la percepción de riesgo, principalmente en los mercados de EE.UU. aumentó ante la publicación de datos de inflación total (obs: 2,5%; esp: 2,4%), inflación básica (obs: 2,3%; esp: 2,1%), ventas al por menor (obs: 0,7%; esp: 0,3%) y construcción de vivienda (obs: 1246.000; esp: 1226.000) en enero superiores a las expectativas. Estos datos coincidieron con las declaraciones de Janet Yellen en el Senado y en la Cámara de Representantes de EE.UU., en donde señaló que las condiciones hacían apropiado en algún punto de este año incrementar la tasa de fondos federales, particularmente señaló que un pronto incremento sería conveniente para permitir una política monetaria gradual en el futuro⁵⁷.

Por su parte, el comportamiento de los *Credit Default Swaps* (CDS) de la región estuvo influenciado por eventos idiosincráticos. Entre el 27 de enero y el 21 de febrero los CDS a 5 años disminuyeron 24 p.b. para Argentina, 21 p.b. para Brasil, 14 p.b. para México, 11 p.b. para Colombia, 5 p.b. para Chile y 4 p.b. para Perú. Por su parte, el EMBI+ disminuyó 11 p.b. durante el periodo, al tiempo que el EMBI Colombia disminuyó 12 p.b. (Gráficos A8.3 y A8.4).

⁵² La orden ejecutiva *Protegiendo la Nación de la entrada de terroristas extranjeros a los Estados Unidos* fue firmada el 27 de enero por Donald Trump e impuso límites a la entrada a los Estados Unidos desde Irán, Iraq, Libia, Somalia, Sudán, Siria y Yemen. Igualmente prohibió durante 120 días la entrada de refugiados, después de los cuales podrían entrar un máximo 50.000 durante 2017.

⁵³ Entre el 27 de enero y el 2 de febrero, el índice Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq cayeron 1,03%, 0,60% y 0,43%, respectivamente.

⁵⁴ Entre el 27 de enero y el 1 de febrero, el índice VIX pasó de 10,58% a 11,93% y el VSTOXX de 15,84% a 16,64%.

⁵⁵ El 27 de enero la probabilidad implícita de incrementos en los futuros de la tasa de fondos federales se encontraba en 34,6% mientras que el 8 de febrero esta probabilidad había descendido a 24%. Este descenso se dio particularmente entre el 2 y el 6 de febrero cuando esta probabilidad pasó de 32% a 24%.

⁵⁶ El 9 de febrero se conoció que la entidad bancaria francesa *Société Generale* reportó ganancias de EUR390 millones en el 2016, por encima de los EUR315 millones esperados por el mercado.

⁵⁷ Estas declaraciones se llevaron a cabo el 15 y el 16 de febrero. En particular del 14 al 15 de febrero, la probabilidad implícita de incrementos derivada de los contratos de futuros sobre la tasa de fondos federales pasó del 34% al 44%.