



# 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 septiembre<sup>1</sup> (hasta el 28) frente a los datos promedio de agosto, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR disminuyeron 78 p.b, 62 p.b, 43 p.b. y 22 p.b. para los plazos a 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente, de tal forma que los datos promedio del BEI en lo corrido de septiembre para estos plazos se ubican en 3,57%, 3,45%, 3,37% y 3,57%, respectivamente (Gráficos 1 y 2).

Gráfico 1: Promedio Mensual Expectativas Inflación

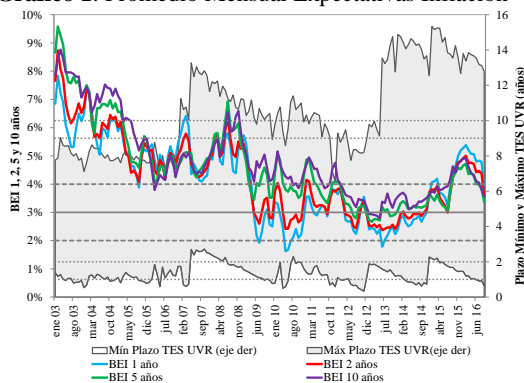
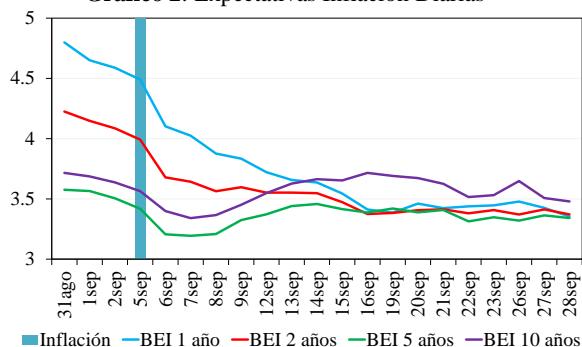


Gráfico 2: Expectativas Inflación Diarias



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 liquidez<sup>2</sup> relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR<sup>3</sup>. Con información al 28 de septiembre se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 3,30% (agosto: 3,52%) y para los próximos 5 años sea 3,39% (agosto: 3,50%). La prima por riesgo inflacionario promedio de 2 años disminuyó de 0,15% en agosto a -0,20% en septiembre, al tiempo que la de 5 años pasó de -0,09% a -0,19%.

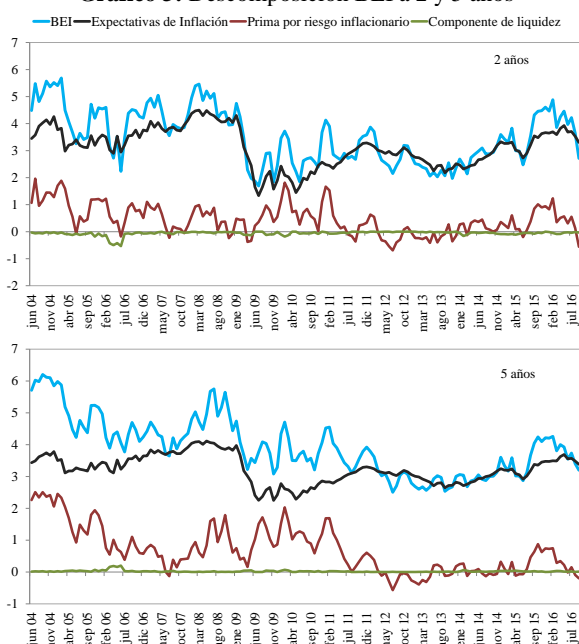
El Gráfico 4 muestra la senda de inflación esperada (FBEI) para los años comprendidos entre 2017 y 2020, tomando el promedio de los datos diarios del indicador para los meses de julio, agosto y lo corrido de septiembre del 2016. Los datos del FBEI de septiembre para los años comprendidos entre el 2017 y el 2020 son inferiores a los de julio y agosto. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre los años 2017 y 2020, de tal forma que para el año 2020 la inflación año completo esperada es de 3,21% (esperada en agosto: 3,32%).

<sup>1</sup> Respecto a la última JDBR, los BEI para 2, 3, 5 y 10 años han presentado variaciones de -83 p.b, -52 p.b, -26 p.b. y -24 p.b, respectivamente. El 29 de agosto se ubicaron en 4,20%, 3,88%, 3,60% y 3,72%, respectivamente.

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

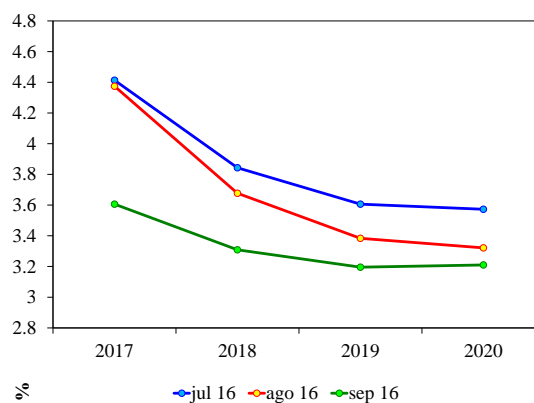
<sup>3</sup> Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2015). *Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía. 903. Banco de la República.

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



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: BR.

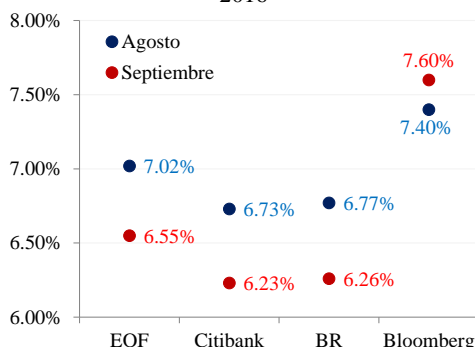
**Gráfico 4: Inflación esperada (FBEI)**



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

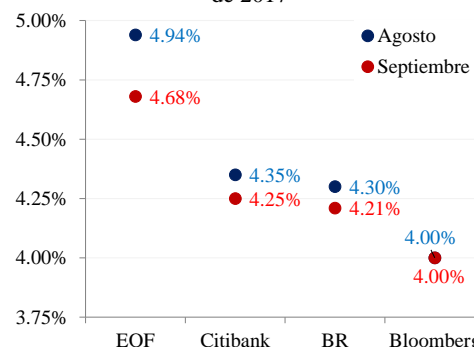
En cuanto a las encuestas de expectativas de inflación de septiembre, la mayoría reflejan una menor inflación esperada para el cierre del 2016 y del 2017 frente a lo esperado en agosto (Gráficos 5, 6 y Anexo 1):

**Gráfico 5: Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2016**



Fuente: EOF, Citibank, BR y Bloomberg.

**Gráfico 6: Inflación Esperada Promedio Para el Cierre de 2017**



Fuente: EOF, Citibank, BR y Bloomberg.

De acuerdo con la encuesta realizada a comienzos de septiembre por el Banco de la República (BR)<sup>4</sup> la inflación esperada a dos años (septiembre de 2018) se ubica en 3,61%<sup>5</sup>.

En resumen, la mayoría de los indicadores de expectativas de inflación se encuentran alineados y apuntan a una senda de inflación decreciente e inferior a las expectativas registradas en agosto.

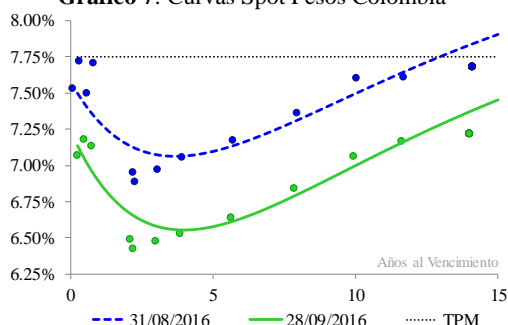
<sup>4</sup> Realizada entre el 6 y el 9 de septiembre.

<sup>5</sup> En la encuesta anterior la inflación esperada para agosto de 2018 era 3,72%.

## Análisis del Breakeven Inflation<sup>6</sup>

La reducción del BEI en el corto plazo se explica por valorizaciones de los TES en pesos y desvalorizaciones de los TES UVR, luego que el dato de inflación de agosto resultara inferior a lo esperado<sup>7</sup>, y ante expectativas de una senda de inflación decreciente en los próximos meses (Gráficos 7, 8, 9 y 10). Los TES en pesos también se han visto influenciados por las expectativas de que el ciclo alcista de la tasa de interés haya llegado a su fin e incluso algunos agentes están contemplando la posibilidad de recortes hacia finales de este año o inicios del próximo. La desvalorización de los TES UVR (aumento promedio de 51 p.b.) estuvo apoyada por el rebalanceo de los portafolios de los fondos de pensiones, que en línea con sus políticas de inversión redujeron las posiciones en TES UVR de corto plazo considerados de baja liquidez, mientras que aumentaron sus tenencias de bonos de largo plazo. Estos agentes vendieron en neto TES UVR de corto y mediano plazo por \$493 mm<sup>8</sup> y TES en pesos de corto y mediano plazo por \$1426 mm<sup>9</sup> al tiempo que en el tramo largo compraron en neto \$773 mm de TES UVR y \$918 mm de TES en pesos.

**Gráfico 7: Curvas Spot Pesos Colombia\***



**Cambios Promedio en la Curva por Tramos**  
(comparando puntos de referencia)

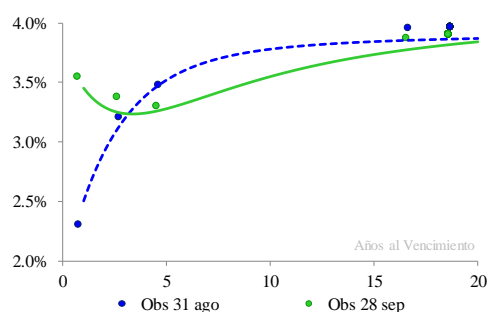
Tramo	Tramo	Tramo
Corto 0-2	Medio 2-5	Largo 5-15
Años	Años	Años
-42	-50	-49

*Cifras en puntos básicos*

Nivel	Pendiente	Curvatura
-47	-8	-9

*Los factores de riesgo reflejan el cambio en la curva spot mediante tres factores: nivel, pendiente y curvatura*

**Gráfico 8: Curvas Spot UVR Colombia\*.**



**Cambios Promedio en la Curva por Tramos**

Tramo	Tramo	Tramo
Corto 0-2	Medio 2-5	Largo 5-15
Años	Años	Años
50	-5	-22

*\* Cifras en puntos básicos*

Nivel	Pendiente
8	-71

*\* Los factores de riesgo reflejan el cambio en la curva spot mediante tres factores: nivel, pendiente y curvatura.*

**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** BR. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos

La disminución del BEI de mediano y largo plazo se debe principalmente por las valorizaciones de los TES en pesos cuyas tasas cayeron en promedio 50 p.b. y 49 p.b. en los tramos medio y largo, respectivamente. Este comportamiento se explica, además de las menores expectativas de inflación por: i) demanda significativa de inversionistas extranjeros ante la búsqueda de rentabilidad, los cuales adquirieron \$463 mm y \$1387 mm en los tramos mediano y largo, respectivamente (Ver anexo 3); ii) expectativas de un ritmo más suave de incrementos de la tasa de referencia de la Fed; iii) perspectivas de mayor liquidez en los mercados internacionales ante la decisión del Banco Central de Japón (BoJ)<sup>10</sup>; y iv) mayor estabilidad del precio del petróleo y mejores perspectivas de

<sup>6</sup> El Anexo 2 resume los elementos relevantes en el mercado local entre el 31 de agosto y el 28 de septiembre.

<sup>7</sup> La inflación año a año al mes de agosto fue de 8,10%, frente a un esperado de 8,61%.

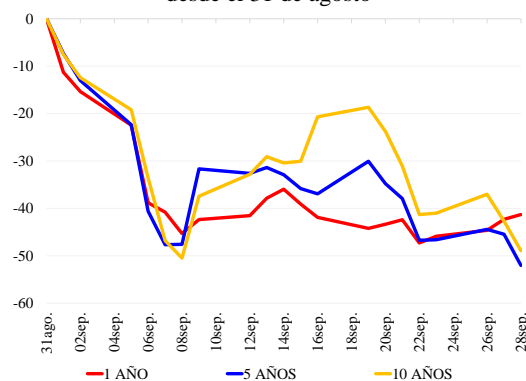
<sup>8</sup> \$454 mm en el tramo corto.

<sup>9</sup> \$1399 mm en el tramo mediano.

<sup>10</sup> En su reunión del 21 de septiembre, el BoJ mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en -0.1%, en línea con las expectativas del mercado, pero sustituyó su variable de intervención anunciando que ahora haría *control sobre la curva* a 10 años, garantizando que

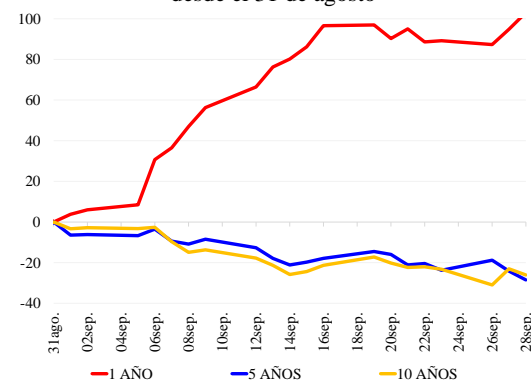
su evolución ante la publicación de una cifra de inventarios baja<sup>11</sup> y la posibilidad de un acuerdo para reducir la oferta de crudo en vísperas de la convención de países de la OPEP<sup>12</sup> y Rusia. Efectivamente esto fue corroborado el 28 de septiembre cuando la OPEP anunció que se reduciría la producción a 32,5 millones de barriles por día, cerca de 750 mil barriles por debajo de lo que se produjo en agosto, lo que ocasionó un aumento de cerca de 5% del WTI y del Brent<sup>13</sup>.

**Gráfico 9:** Variación (p.b.) tasas cero cupón en pesos desde el 31 de agosto



Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: BR.

**Gráfico 10:** Variación (p.b.) tasas cero cupón en UVR desde el 31 de agosto



Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: BR.

El 28 de septiembre, la curva de rendimientos de los TES en pesos se valorizó 5 p.b. y 6 p.b. en los tramos medio y largo, respectivamente, luego de conocerse que el día anterior JP Morgan anunció el rebalanceo de uno de sus índices de deuda pública emergente (*GBI-EM Global Diversified IG*, el cual está compuesto por países con calificación crediticia de grado de Inversión) a partir de octubre. Los cambios se dieron por la salida de Turquía del índice luego de que *Moody's* recortara la calificación de su deuda por debajo del grado de inversión<sup>14</sup>. La salida de Turquía provocó el incremento de las ponderaciones de Colombia (+3,6%), Tailandia (+3,5%) y Malasia (+2,7%). En particular, el cambio representa un incremento de la participación de Colombia de 10,89% a 14,47% y, según JP Morgan, lo anterior podría representar entradas de capital al mercado de deuda pública local de alrededor de US \$850 millones<sup>15</sup>.

En este contexto, se observó una caída de la prima por término para los TES en pesos a 5 años de 24 p.b. mientras que para los títulos a 10 años disminuyó 27 p.b. (Gráfico 11). Estas primas se encuentran en niveles cercanos a cero no observados desde el periodo previo al *Tapering*. Adicionalmente, la tasa neutral al riesgo también disminuyó 20 p.b. y 11 p.b. para los plazos de 5 y 10 años, respectivamente. Lo cual puede interpretarse como perspectivas de reducciones en las tasas de política monetaria en el futuro.

compraría la cantidad de títulos necesarios para que la tasa a 10 años llegara a 0%, mediante lo cual busca superar la tasa de inflación objetivo del 2%, y mantenerse de forma estable en niveles superiores a esta tasa.

<sup>11</sup> El 8 de septiembre, los inventarios de crudo se redujeron en 14,5 millones de barriles, frente un crecimiento esperado de 905 mil. Esta caída se debió a la tormenta tropical *Hermine* en el Golfo de México, y fue posteriormente interiorizado como un efecto coyuntural.

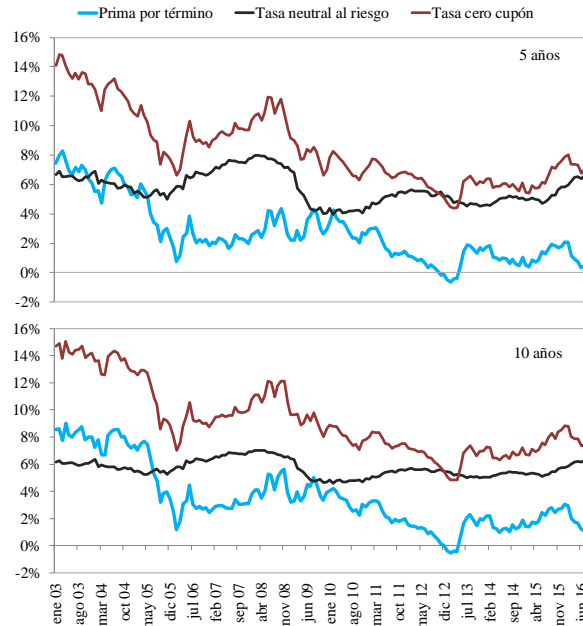
<sup>12</sup> Organización de Países Exportadores de Petróleo.

<sup>13</sup> Desde la última reunión de la JDBR se presentó un coeficiente correlación de -0,61 entre el precio del petróleo BRENT y las tasas de los TES en pesos a 10 años.

<sup>14</sup> El 23 de septiembre *Moody's* redujo la calificación de la deuda a largo plazo de Turquía de Baa3 a Ba1. La calificadora explicó que esta decisión obedecía a: i) el aumento en el riesgo relacionado con las considerables sumas de financiación externa que requiere el país; ii) el debilitamiento en variables económicas que soportan los fundamentales de crédito, particularmente el crecimiento económico y la fortaleza institucional. Con lo cual sigue a *Standard and Poor's* que ya se la había recortado por debajo del grado de inversión a finales de julio luego del fallido golpe de Estado.

<sup>15</sup> Para mayor información sobre el comportamiento del mercado de deuda pública denominada en pesos y UVR, remítase al Anexo 3.

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

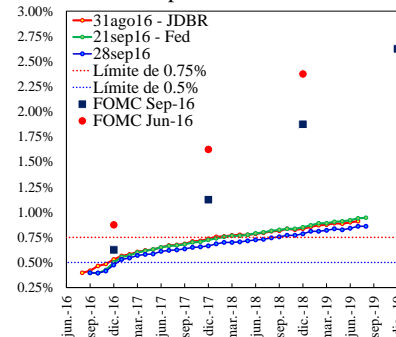


Fuente y Cálculos: BR.

Las valorizaciones de la curva en pesos de Colombia estuvieron en línea con el comportamiento de las curvas de Brasil y los tramos corto y medio de Perú. En general, la deuda pública de la región estuvo influenciada por los cambios en las expectativas respecto a la política monetaria en los EE.UU, los cambios en la percepción de riesgo internacional y los niveles de precios de los *commodities* (Anexo 4).

Tal como se señaló, las valorizaciones de los TES en pesos estuvieron relacionadas con las expectativas sobre la política monetaria de la Fed. De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, actualmente el mercado espera un ritmo más suave de incrementos frente al que se esperaba el 31 de agosto (Gráfico 12). Además, según lo publicado por *CME Group Inc.* («Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade»), con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de diciembre de la Fed la probabilidad de que el rango de tasas permanezca inalterado es del 48,0%, mientras que la probabilidad de un rango entre 0,5% y 0,75% es del 48,1%.

**Gráfico 12 Senda esperada Tasa Fondos Federales**

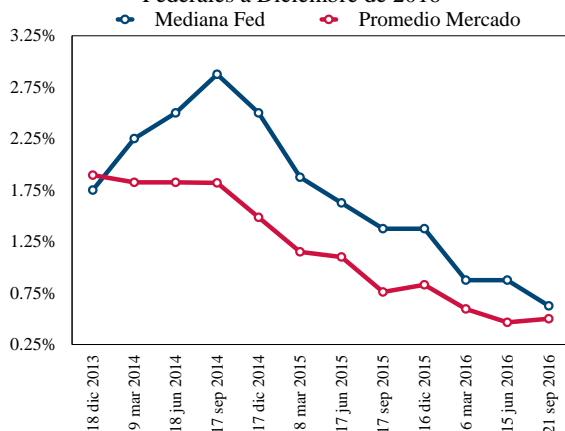


Fuente: Bloomberg.

En cuanto a los pronósticos de la Fed de septiembre sobre las tasas de los fondos federales, se observó que: i) frente a las proyecciones de junio las estimaciones del FOMC para los cierres de 2016 y 2017 se redujeron, de tal manera que se espera un ritmo más lento de incrementos de la tasa de política monetaria (Gráfico 12); y ii) para el 2016 y el 2017 el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC, sin embargo, las expectativas parecen estar alineándose (Gráficos 13 y 14)<sup>16</sup>.

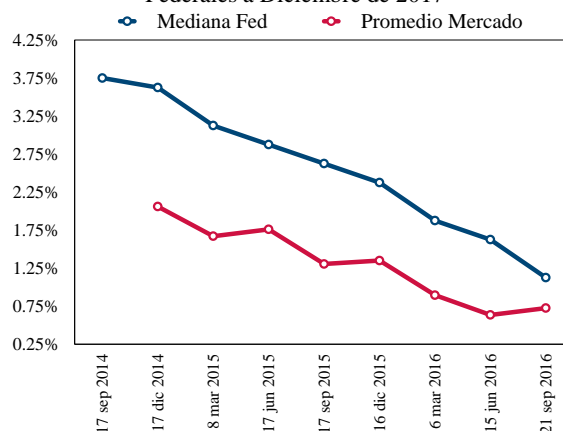
<sup>16</sup> Para mayor detalle frente a las decisiones de política de los bancos centrales ver Anexo 5.

**Gráfico 13: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2016**



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

**Gráfico 14: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2017**



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

En resumen, la variación del BEI se explica principalmente por menores expectativas de inflación acompañadas por una demanda importante de TES en pesos por parte de inversionistas extranjeros en busca de retornos ante la persistencia de bajas tasas en países desarrollados.

## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

A continuación se presentan las expectativas de crecimiento económico y tasa de política monetaria que se extraen de encuestas y del análisis de la curva del *Overnight Index Swap* (OIS).

### a) Expectativas de Tasa de Política Monetaria

Las encuestas reflejan que la mayoría de agentes del mercado espera y recomienda que la tasa de referencia del BR permanezca inalterada en la próxima reunión de la JDBR.

Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de la BVC y Fedesarrollo publicada el 26 de septiembre<sup>17</sup>, un 96,8% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención se mantendrá inalterada, mientras que el 3,2% restante considera que será reducida 25 p.b. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg<sup>18</sup>, el 100% (28 entidades) de los analistas espera que la JDBR mantenga inalterada la tasa de interés de referencia. Finalmente, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por Anif y Citibank<sup>19</sup>, se encuentra que de las 31 entidades encuestadas el 100% espera y recomienda que la tasa permanezca inalterada.

En el Gráfico 15 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2016 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Entre agosto y septiembre la tasa esperada en promedio pasó de 7,77% a 7,66%.

<sup>17</sup> Realizada entre el 16 y el 24 de agosto.

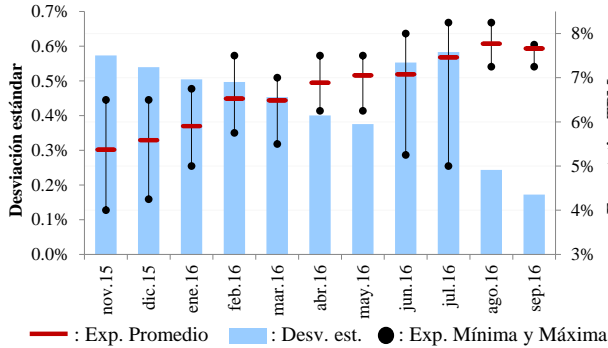
<sup>18</sup> Actualizada el 27 de septiembre.

<sup>19</sup> Encuestas publicadas el 26 y el 28 de septiembre, 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.



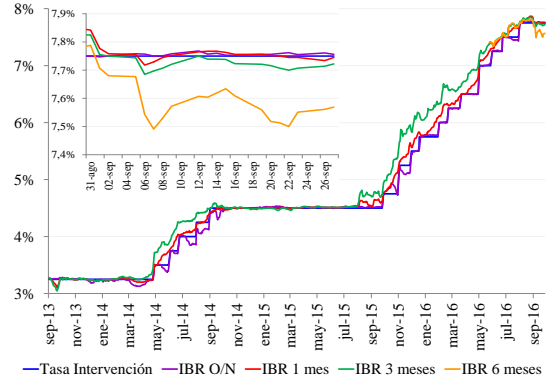
En el Gráfico 16 se muestra la tasa de intervención del BR, el IBR *overnight* y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses<sup>20</sup>. Se observa que los indicadores a 1 y 3 meses no se alejan significativamente de la tasa de política, mientras que el de 6 meses ha llegado a ubicarse 25 p.b. por debajo.

**Gráfico 15:** Expectativas TPM para Finales de 2016 (Encuesta Citibank)



Fuente: Encuesta Citibank.

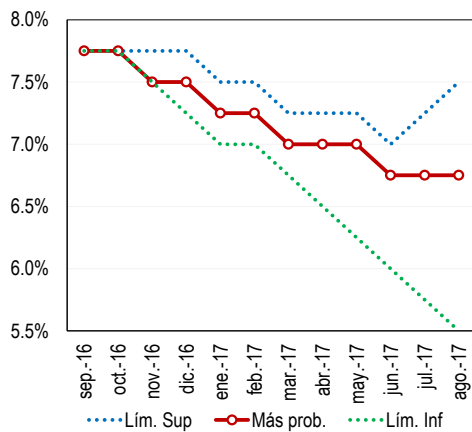
**Gráfico 16:** Tasa Fija del OIS, Tasa de Intervención y Tasa IBR o/n



Fuente: BR. Cálculos: Banco de la República

De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de los OIS, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa interés de referencia permanezca inalterada y que sea recortada a partir de noviembre de este año (Gráfico 17, Cuadro 1 y Anexo 6). Los recortes esperados en septiembre se darían antes de lo anticipado en agosto.

**Gráfico 17:** Tasa de Política Monetaria implícita - OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

**Cuadro 1:** Probabilidades de los Escenarios de TPM Estimados a Partir del OIS

TPM	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17	may17	jun17	jul17	ago17
8.00%												
7.75%	100%	100%	36%	6%								
7.50%			64%	67%	29%	4%						0%
7.25%				27%	71%	65%	33%	8%	1%			0%
7.00%					0%	31%	60%	67%	50%	30%	17%	11%
6.75%							8%	23%	42%	52%	52%	44%
6.50%								2%	7%	16%	25%	33%
6.25%									0%	2%	5%	10%
6.00%										0%	1%	2%
5.75%											0%	0%
5.50%												0%
5.25%												0%

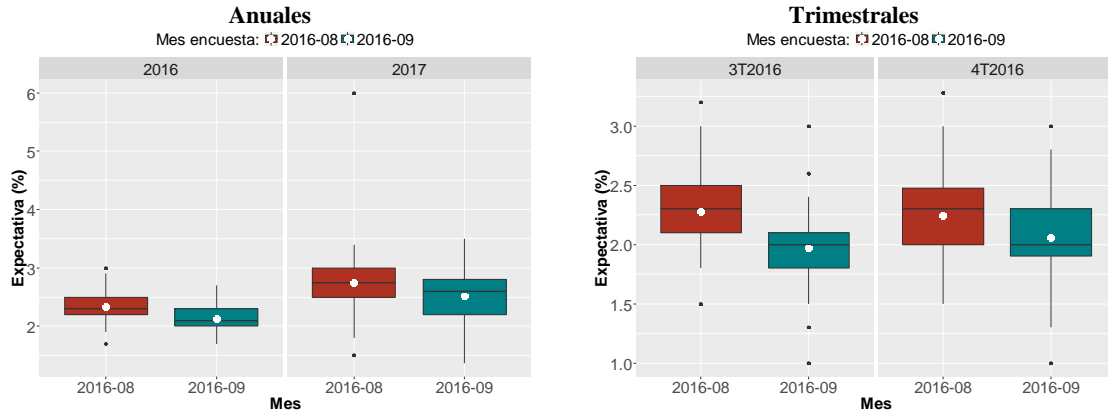
Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

**b) Expectativas de Crecimiento Económico**

En el Gráfico 18 puede observarse que de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba en el mes anterior, los analistas financieros disminuyeron sus proyecciones de crecimiento para el año 2016 (de 2,33% a 2,13%), para el tercer trimestre (de 2,27% a 1,96%) y para el 2017 (de 2,74% a 2,51%). Para el cuarto trimestre se espera 2,05%. El dato esperado para el 2017 es superior al esperado para el 2016.

<sup>20</sup> El 28 de septiembre las tasas del IBR overnight, el IBR a un mes, el de tres meses y el de seis meses fueron 7,75%, 7,75%, 7,72% y 7,57%, respectivamente.

Gráfico 18: Expectativas de Crecimiento EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: BR. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

### 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 45,2% resaltó la política fiscal (ant: 41,7%), un 24,2% señaló los factores externos (ant: 25%), un 16,1% la política monetaria (ant: 18,3%), un 9,7% el crecimiento económico (ant: 8,3%), un 1,6% las condiciones sociopolíticas y de seguridad (ant: 3,4%), y el 3,2% restante señaló otros factores.

Adicionalmente, los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 4 p.b. (anterior: 7 p.b.)<sup>21</sup>. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses este registre una desvalorización cercana al 0,04% (anterior: +1,29%)<sup>22</sup>.

### d) Expectativas Macroeconómicas Otros Países

El Cuadro 2 muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, Ecuador, India, Sudáfrica, China y Noruega. Las expectativas de crecimiento económico para el 2016 aumentaron en los casos de Sudáfrica, Brasil y Ecuador; permanecieron iguales para Chile, Perú, India y China; y disminuyeron para los demás países. En el caso de Colombia el crecimiento esperado pasó de 2,25% a 2,19%. Los datos de inflación de agosto fueron inferiores a los pronósticos en Colombia, México, Brasil, India, China y Noruega; iguales en el caso de Chile y Sudáfrica y superior en los demás países. La inflación continúa por encima del límite superior en los casos de Colombia (2% a 4%), y Brasil (2,5% a 6,5%). Las expectativas de inflación para diciembre de este año disminuyeron para Colombia, Chile y Brasil.

<sup>21</sup> El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

<sup>22</sup> El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

**Cuadro 2: Expectativas Macroeconómicas**

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Ago. 2016		Esperada a Diciembre 2016		Vigente	Esperada a Diciembre 2016		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2016	
	Esp*	Obs	Ago. 2016	Sep. 2016		Ago. 2016	Sep. 2016	Esp*	Obs	Ago. 2016	Sep. 2016
Colombia	8.61%	8.10%	6.77%	6.26%	7.75%	7.77%	7.66%	2.3%	2.0%	2.25%	2.19%
Chile	3.4%	3.4%	3.5%	3.4%	3.50%	3.50%	3.50%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%
México	2.77%	2.73%	3.19%	3.13%	4.25%	4.55%	4.60%	2.4%	2.5%	2.28%	2.16%
Perú	2.92%	2.94%	3.05%	2.80%	4.25%	4.30%	4.25%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%
Brasil	8.98%	8.97%	7.34%	7.25%	14.25%	13.75%	13.75%	-3.7%	-3.8%	-3.16%	-3.14%
Ecuador	n.d.	1.42%	2.1%	2.2%	5.78%	5.64%	5.64%	n.d.	-3.0%	-3.2%	-2.8%
India	5.20%	5.05%	5.3%	5.3%	6.50%	6.35%	6.35%	7.6%	7.1%	7.5%	7.5%
Sudáfrica	5.9%	5.9%	6.5%	6.4%	7.00%	7.15%	7.20%	0.6%	0.6%	0.2%	0.5%
China	1.7%	1.3%	2.0%	2.0%	4.35%	4.21%	4.21%	6.6%	6.7%	6.6%	6.6%
Noruega	4.2%	4.0%	3.0%	3.1%	0.50%	0.35%	0.40%	0.1%	0.0%	1.0%	0.9%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 6 y el 9 de septiembre del 2016. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Encuesta del Banco Central del 28 de agosto. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

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

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

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

Ecuador: Expectativas extraídas del Consensus Forecast del FocusEconomics (septiembre). Se incluyen expectativas de tasa de depósitos entre 91 y 120 días. Se toma la Tasa Pasiva Efectiva Referencial como la TPM.

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

Sudáfrica: Datos obtenidos de Bloomberg.

China: Expectativas de inflación obtenidas de Bloomberg. Las expectativas de TPM y crecimiento son obtenidas del consensus forecast del FocusEconomics (septiembre).

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

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

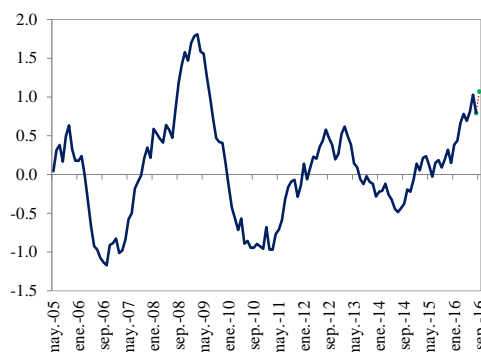
Todos los datos corresponden al 2T16, excepto el de Ecuador el cual corresponde al 1T16.

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

Con datos disponibles al 26 de septiembre (EOF<sup>23</sup>, volatilidades preliminares<sup>24</sup> y márgenes crediticios preliminares<sup>25</sup>) el índice preliminar<sup>26</sup> de percepción de riesgo IDODM desmejoró frente al de agosto (Gráfico 19), lo cual se puede asociar a expectativas de menor crecimiento de la economía y del riesgo país, y el incremento significativo de los márgenes de la cartera preferencial y de consumo (Anexo 7).

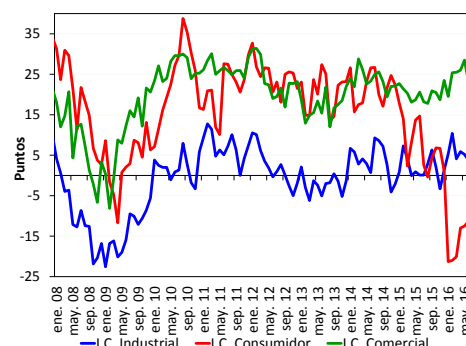
El índice de confianza de los consumidores que calcula Fedesarrollo mejoró al pasar de -14,9 en julio a -6,6 en agosto. Al observar sus componentes (condiciones actuales y expectativas) se encuentra que ambos mejoraron. El indicador se encuentra 6,2 puntos por debajo de lo registrado en el mismo mes del 2015 (Gráfico 20).

**Gráfico 19: 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 20: Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.**



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

<sup>23</sup> Publicada el 26 de septiembre.

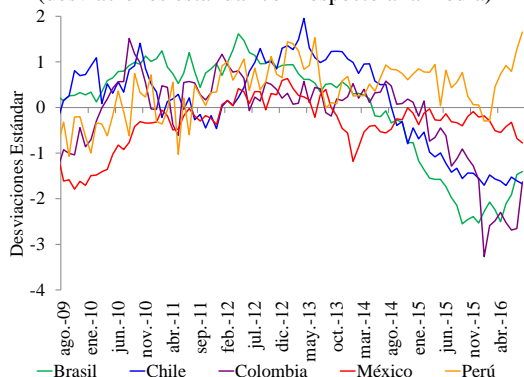
<sup>24</sup> Datos al 23 de septiembre.

<sup>25</sup> Datos al 16 de septiembre.

Fedesarrollo publicó los resultados de su Encuesta de Opinión Empresarial del mes de agosto del 2016. En los resultados se observó que respecto al mes anterior el índice de confianza industrial aumentó de 5,5 a 7,9 puntos, explicado por la mejoría de sus componentes *volumen actual de pedidos* y *nivel de existencias*, que más que compensaron el deterioro en su componente de *expectativas de producción para el próximo trimestre*. Adicionalmente, el indicador aumentó respecto al observado en el mismo mes de 2015. En el mismo sentido, el índice de confianza comercial pasó de 24,2 a 30,1 puntos, y presentó un aumento respecto al observado en el mismo mes del año anterior (17,8 puntos). El incremento respecto a julio se dio por la mejora de sus tres componentes: *situación actual del negocio*, *nivel de existencias* y *expectativas de situación para el próximo semestre*.

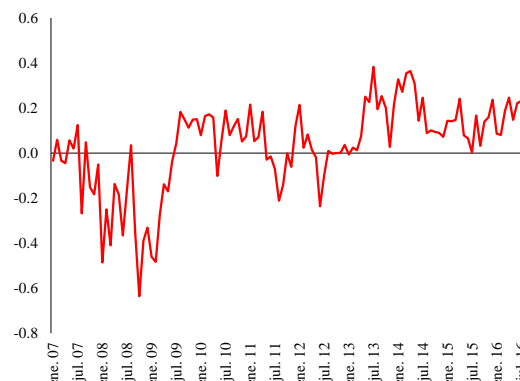
El Gráfico 21 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de su media histórica se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre julio y agosto mejoraron los índices de Brasil, Colombia y Perú, mientras desmejoraron los de Chile y México. Todos los indicadores se ubican por debajo de sus medias históricas, salvo el de Perú.

**Gráfico 21: 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 22: ISAM**



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

Finalmente, el Indicador de Sentimiento de Analistas de Mercado (ISAM) se mantuvo en terreno positivo, pero su valor actual de 0,20 es inferior a los niveles alcanzados en julio y agosto (0,23 y 0,21, respectivamente, Gráfico 22). Este descenso se dio en un contexto en donde los principales temas con sentimiento negativo fueron los índices bursátiles mundiales, el déficit en cuenta corriente relacionado con la balanza comercial nacional, el déficit fiscal y el comportamiento del mercado de deuda pública de Estados Unidos ante la incertidumbre en torno a la decisión de la Fed. Por su parte, los principales temas con sentimiento positivo abordados en los documentos fueron el mercado nacional de deuda pública y los resultados positivos de inflación en Colombia y Estados Unidos.

Finalmente, los principales indicadores de percepción de riesgo internacional para países desarrollados medidos por el VIX y VSTOXX<sup>27</sup> disminuyeron respecto al 31 de agosto aunque tuvieron un comportamiento volátil dada la publicación de datos económicos desfavorables en algunos países europeos<sup>28</sup> y la incertidumbre sobre futuras decisiones de la Fed, mientras que

<sup>27</sup> Entre el 31 de agosto y el 28 de septiembre, el VIX disminuyó de 13,4% a 12,4%, mientras que el VSTOXX se incrementó de 19,4% a 19,7% y el índice MOVE<sup>27</sup> disminuyó de 69 a 58 puntos.

<sup>28</sup> A lo largo del mes se publicó el dato de crecimiento económico durante el segundo trimestre en Portugal con niveles de 0.2%. Igualmente, los CDS de este país ascienden a aproximadamente 300 p.b. debido a sus niveles de déficit fiscal. Por su parte, en Italia

disminuyeron ante la continuidad de las amplias condiciones de liquidez a nivel global y el incremento en el precio del petróleo. En el caso de los países emergentes y la región, el comportamiento fue mixto con un incremento de los CDS en Latinoamérica<sup>29</sup> y una leve caída del EMBI+ (Para mayor detalle ver Anexo 8).

---

existe incertidumbre en los mercados ante la expectativa del referendo que se llevará a cabo el 4 de diciembre, mediante el cual se busca reducir los poderes legislativos del Senado.

<sup>29</sup> Entre el 31 de agosto y el 28 de septiembre, los CDS a 5 años aumentaron 26 p.b. para México, 8 p.b. para Brasil, 5 p.b. en Chile, por su parte este indicador se redujo en 4 p.b. para Colombia y 6 p.b. para Perú. Por su parte, el EMBI+ se mantuvo en el mismo valor que al principio del periodo mientras que el EMBI Colombia presentó una caída de 13 p.b.

#### 4. RECUADROS/ANEXOS

##### *Anexo I. Encuestas de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros.*

**Cuadro A1.1: Encuesta de Expectativas de Bloomberg  
Actualizada el 28 de septiembre**

	<b>Economista</b>	<b>Empresa</b>	<b>Estimación</b>	<b>Fecha</b>
1	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	7.75%	9/26/2016
2	Ezequiel Aguirre	BofA Merrill Lynch	7.75%	9/26/2016
3	Diego Colman	4cast Inc	7.75%	9/23/2016
4	Juan Saboya	Fiduciaria de Occidente	7.75%	9/26/2016
5	Fernando Sedano	Morgan Stanley	7.75%	9/22/2016
6	Oscar Munoz	BNP Paribas	7.75%	9/23/2016
7	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	7.75%	9/22/2016
8	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	7.75%	9/16/2016
9	Dev Ashish	Societe Generale	7.75%	9/26/2016
10	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	7.75%	9/26/2016
11	Sergio Olarte	BTG Pactual	7.75%	9/23/2016
12	Alexander Riveros Saavedra	Bancolombia	7.75%	9/23/2016
13	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	7.75%	9/16/2016
14	Andres Abadia	Pantheon Macroeconomics	7.75%	9/23/2016
15	Otman Gordillo	Adcap Colombia	7.75%	9/26/2016
16	Eduardo Bolanos	Positiva Compania de Seguros	7.75%	9/16/2016
17	Rafael Neira Gonzalez	Banco Gnb Sudameris	7.75%	9/29/2016
18		Goldman Sachs	7.75%	9/23/2016
19	Rafael De La Fuente	UBS Securities	7.75%	9/23/2016
20	Juan Pablo Fuentes	Moody's Economy	7.75%	9/16/2016
21		Banco de Bogota	7.75%	9/19/2016
22		Banco CorpBanca Colombia SA	7.75%	9/23/2016
23		Ultraserfinco	7.75%	9/23/2016
24	Juana Tellez	BBVA	7.75%	9/23/2016
25	Wilson Tovar	Acciones Y Valores	7.75%	9/27/2016
26	Luciano Rostagno	Banco Mizuho	7.75%	9/26/2016
27	Daniel Escobar	Global Securities	7.75%	9/16/2016
28		Alianza Valores	7.75%	9/22/2016
29		Fiduciaria la Previsora	7.75%	9/26/2016
30	Daniel Velandia	Credicorp Capital	7.75%	9/26/2016

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
7.25%	0	0%
7.75%	30	100%
8.00%	0	0%
<b>Tasa Esperada Ponderada</b>		<b>7.75%</b>

**Cuadro A1.2: Resultados Encuestas de Expectativas de Anif y Citibank Septiembre 2016**

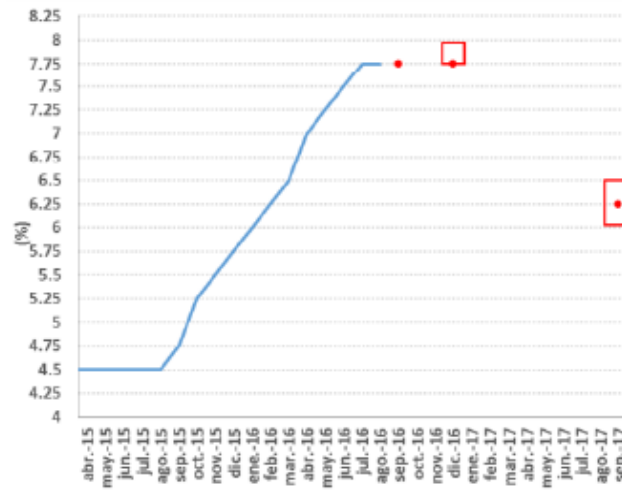
Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
4cast	7.75%	7.75%
AdCap	7.75%	7.75%
Alianza Valores	7.75%	7.75%
Anif	7.75%	7.75%
Asobancaria	7.75%	7.75%
Axa Colpatria	7.75%	7.75%
Banco Agrario	7.75%	7.75%
Banco Davivienda	7.75%	7.75%
Banco de Bogotá	7.75%	7.75%
Banco de Occidente	7.75%	7.75%
Banco Pichincha	7.75%	7.75%
BBVA	7.75%	7.75%
BTG Pactual	7.75%	7.75%
Camacol	7.75%	7.75%
Casa de Bolsa	7.75%	7.75%
Citibank	7.75%	7.75%
Colfondos	7.75%	7.75%
Corficolombiana	7.75%	7.75%
CorpBanca	7.75%	7.75%
Credicorp Capital	7.75%	7.75%
Credit-Suisse	7.75%	7.75%
EConcept	7.75%	7.75%
Equilibrio Fidubogotá	7.75%	7.75%
Fedesarrollo	7.75%	7.75%
Fidubogotá	7.75%	7.75%
Fiduprevisora	7.75%	7.75%
Grupo Bancolombia	7.75%	7.75%
Grupo Bolívar	7.75%	7.75%
JPMorgan	7.75%	7.75%
Moodys Economy	7.75%	7.75%
Old Mutual	7.75%	7.75%
<b>Promedio</b>	<b>7.75%</b>	<b>7.75%</b>
Mediana	7.75%	7.75%
STDV	0.00%	0.00%
Máximo	7.75%	7.75%
Mínimo	7.75%	7.75%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
8.00%	0%	0
7.75%	100%	31
7.50%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>31</b>

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
8.00%	0%	0
7.75%	100%	31
7.50%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>31</b>

**Cuadro A1.3: Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y la BVC**

Septiembre 2016



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

Rango    ● Mediana



## **Anexo 2. Eventos Relevantes en el Mercado Local Entre el 31 de Agosto y el 28 de Septiembre de 2016**

Luego de conocerse la decisión de la JDBR de mantener inalterada la tasa de política monetaria, en promedio las tasas de los TES en pesos presentaron caídas de 11 p.b, 8 p.b. y 6 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Por su parte los TES UVR presentaron caídas promedio de 1 p.b, 5 p.b. y 3 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

El Dane publicó el 5 de septiembre que la variación del índice de precios de agosto del 2016 había sido -0,32% siendo el primer resultado negativo desde noviembre de 2013, inferior al dato esperado por el mercado (*Bloomberg*: +0,16%, encuesta del Banco de la República: +0,20%) e inferior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2015 (+0,48%). La variación anual fue 8,10%<sup>30</sup>. En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación las tasas de los TES en pesos presentaron disminuciones de 17 p.b, 18 p.b. y 16 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Según algunos analistas del mercado, lo anterior abre la posibilidad de caídas en el crecimiento de los precios para los próximos meses, lideradas por los precios de los alimentos y bienes transables, lo que a su vez respaldaría el inicio próximo del ciclo de recortes de la tasa de referencia por parte del BR. Las tasas de los TES UVR en promedio presentaron aumentos de 16 p.b, 7 p.b. y 1 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

En la encuesta realizada a comienzos de septiembre por el BR<sup>31</sup> se observó que la inflación esperada para diciembre del 2016 en promedio pasó de 6,77% en agosto a 6,26%. Para diciembre de 2017 las expectativas pasaron de 4,30% en agosto a 4,21% en septiembre, y la inflación esperada a dos años (septiembre de 2018) se ubica en 3,61%<sup>32</sup>.

En la encuesta de Citibank el dato esperado de inflación para diciembre del 2016 pasó de 6,73% a 6,23%, y el dato esperado para el año 2017 pasó de 4,35% a 4,25%. Por su parte, según la EOF de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), las expectativas promedio de inflación para 2016 se ubicaron en 6,55% (ant: 7,02%) y para 2017 en 4,68% (ant: 4,94%).

El 14 de septiembre las comisiones conjuntas de Cámara de Representantes y Senado aprobaron el Presupuesto General de la Nación para el año 2017 por un monto de \$224,4 billones, de tal forma que este pasó del 19,2% del PIB en 2016 al 18,8% en 2017. Se busca una reducción del déficit fiscal de 3,9% del PIB en el 2016 a 3,3% en el 2017.

El 15 de septiembre se publicaron los datos de crecimiento de la producción industrial y las ventas al por menor de julio, que en ambos casos resultaron negativos y desfavorables en comparación con lo esperado por el mercado. El crecimiento de la producción industrial fue -6,2% (esp: +3,2%) y el de las ventas al por menor -3,3% (esp:-0,3%). En la jornada siguiente las tasas de los TES denominados en pesos en promedio presentaron variaciones de -3 p.b, -3 p.b. y +9 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Por su parte los TES UVR presentaron aumentos promedio de 7 p.b, 3 p.b. y 3 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

El 22 de septiembre el Ministerio de Hacienda finalizó el programa de subastas de TES para el presente año en cumplimiento con la meta de financiamiento de \$22,6 billones. No obstante, se señaló que la Nación continuará colocando TES para atender la demanda potencial de las entidades públicas en lo que resta de la vigencia 2016, de tal forma que el monto que exceda la meta de

---

<sup>30</sup> Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2015 (4,74%).

<sup>31</sup> Realizada entre el 6 y el 9 de septiembre.

<sup>32</sup> En la encuesta anterior la inflación esperada para agosto de 2018 era 3,72%.

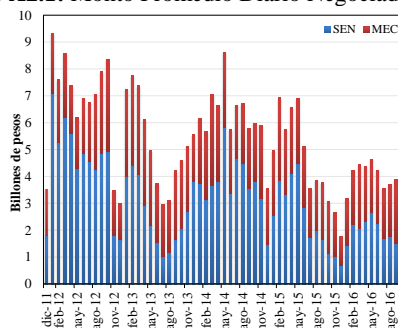
colocaciones establecida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo para el presente año será prefinanciamiento y se reducirá de la meta de financiamiento presentada para la vigencia del 2017.

El 27 de septiembre JP Morgan anunció el rebalanceo de uno de sus índices de deuda pública emergente (*GBI-EM Global Diversified IG*, el cual está compuesto por países con calificación crediticia de grado de Inversión) a partir de octubre. Los cambios se dieron por la salida de Turquía del índice luego de que *Moody's* recortara la calificación de su deuda por debajo del grado de inversión<sup>33</sup>. La salida de Turquía provocaría el incremento de las ponderaciones de Colombia (+3,6%), Tailandia (+3,5%) y Malasia (+2,7%). En particular, el cambio representa un incremento de la participación de Colombia de 10,89% a 14,47% y, según JP Morgan, lo anterior podría representar entradas de capital al mercado de deuda pública local de alrededor de US \$850 millones.

Además, en el período analizado se venció un TES por \$1591 mm<sup>34</sup> y hubo un pago de cupón por \$1223 mm del TES que vence el 18 de septiembre del año 2030. El valor de las emisiones de bonos de largo plazo desde la última reunión de la JDBR ha sido \$3274 mm y de TES de corto plazo por \$800 mm<sup>35</sup>.

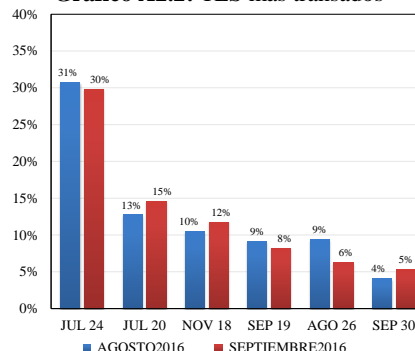
En lo corrido de septiembre el monto promedio diario negociado ha sido \$3,88 billones<sup>36</sup>, superior al observado el mes anterior (\$3,69 billones) y al registrado en septiembre del 2015 (\$3,77 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 31% a 30%, seguidos de los que vencen en julio del 2020 cuya participación pasó de 13% a 15% (Gráfico A2.2).

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



**Fuente y Cálculos:** Depósito Central de Valores - Banco de la República.

**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.

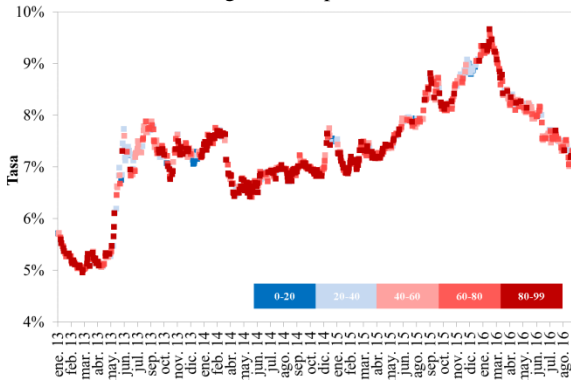
<sup>33</sup> El 26 de septiembre *Moody's* redujo la calificación de la deuda a largo plazo de Turquía de Baa3 a Ba1, siguiendo a *Standard and Poor's* que ya se la había recortado por debajo del grado de inversión a finales de julio luego del fallido golpe de Estado.

<sup>34</sup> Teniendo en cuenta principal y cupón. TES del 13 de septiembre.

<sup>35</sup> Con datos al 27 de septiembre. De los TES de largo plazo \$2073 mm corresponden a bonos en pesos y \$1201 mm a bonos denominados en UVR.

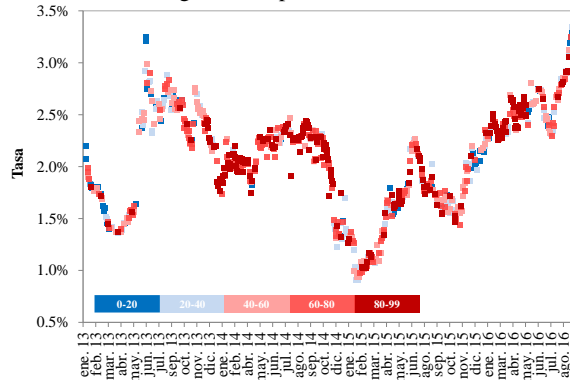
<sup>36</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

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



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

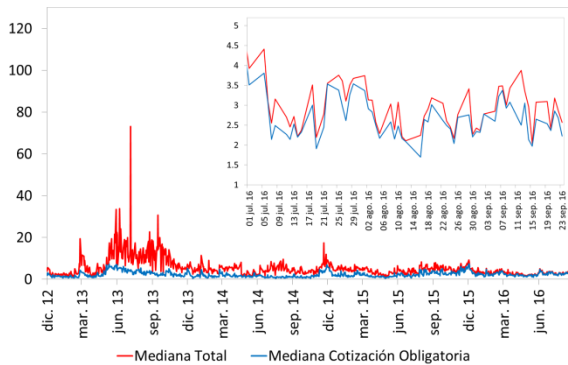
**Gráfico A2.4:** Tasa Cero Cupón UVR 2 años y Volumen Negociación por Percentiles



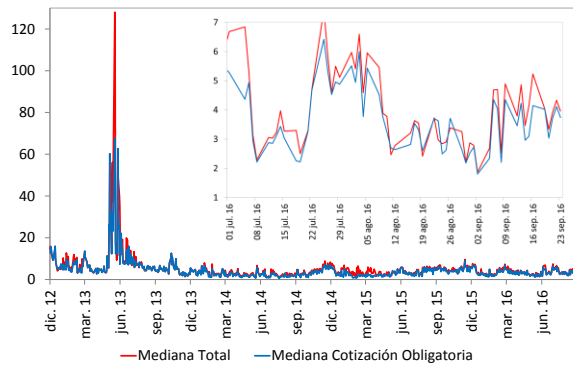
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

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 29 de agosto se han mantenido los montos de negociación de los títulos en pesos y UVR, los cuales se han ubicado en general entre los percentiles 40 y 80 en el primer caso y entre 0 y 80 para títulos en UVR.

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



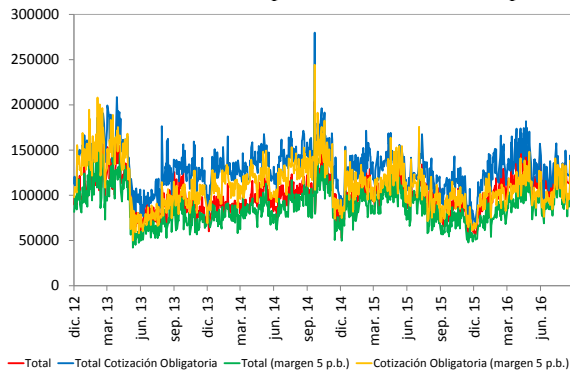
**Gráfico A2.6:** Bid-Ask spread de los TES en UVR\* (p.b.)



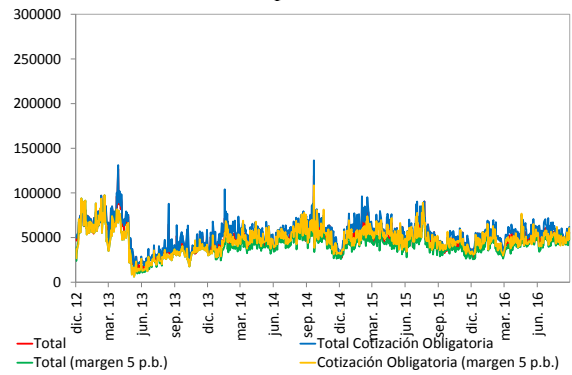
**Fuente y Cálculos:** Banco de la República.\*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para los títulos. Total: todos los títulos del gobierno en 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.

El *bid-ask spread* promedio de septiembre de los TES en pesos y UVR aumentó respecto al promedio de agosto (Gráficos A2.5 y A2.6). En particular, para los títulos de cotización obligatoria, el promedio de agosto se ubicó en 2,77 p.b. para el caso de los TES en pesos (agosto: 2,60 p.b.) y en 3,95 p.b. para el caso de los TES UVR (agosto: 3,74 p.b.). La profundidad de estos mercados (Gráficos A2.7 y A2.8), respecto al promedio de agosto aumentó en \$1,1 mm para los títulos en pesos, mientras que disminuyó \$0,3 mm para los TES UVR. La profundidad total promedio para los títulos de cotización obligatoria en pesos se mantuvo alrededor de \$126 mm y en UVR alrededor de \$56 mm.

**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 Extranjeros en el Mercado de Deuda Local

En general, los principales agentes compradores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR han sido los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$1850 mm, principalmente en el tramo largo), mientras que los principales vendedores fueron los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$527 mm, tramo medio), las corporaciones financieras (\$457 mm, tramo medio) y los bancos comerciales (\$416 mm, tramos corto y largo). Por su parte, los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido las entidades públicas (\$839 mm, tramo corto) y los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$376 mm, tramo medio), mientras que los principales vendedores han sido las corporaciones financieras (\$115 mm) (Cuadro A3.1).

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

	Corrido 2016	Corrido 2016	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	(2746)	61	(556)	1'093	(953)	(416)	(266)	190	95	19
Compañía de Financiamiento Comercial	(15)	-	-	(10)	-	(10)	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(1460)	(144)	5	(665)	204	(457)	-	(116)	0	(115)
<b>Total EC</b>	<b>(4'220)</b>	<b>(83)</b>	<b>(551)</b>	<b>418</b>	<b>(749)</b>	<b>(882)</b>	<b>(266)</b>	<b>75</b>	<b>95</b>	<b>(96)</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías	(45)	(10)	-	17	2	19	-	-	-	-
Fondos de Pensiones y Cesantías	238	3'551	(27)	(1'416)	916	(527)	(454)	(39)	773	279
			<i>Pasivos Pensionales</i>							
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>	<b>193</b>	<b>3'541</b>	<b>(27)</b>	<b>(1'399)</b>	<b>918</b>	<b>(508)</b>	<b>(454)</b>	<b>(39)</b>	<b>773</b>	<b>279</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa	678	20	(99)	(156)	(7)	(262)	(16)	(24)	(21)	(61)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(88)	(29)	(19)	(39)	12	(45)	(17)	(2)	(4)	(23)
			<i>Extranjeros</i>							
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>	<b>590</b>	<b>(9)</b>	<b>(118)</b>	<b>(195)</b>	<b>5</b>	<b>(308)</b>	<b>(33)</b>	<b>(26)</b>	<b>(25)</b>	<b>(84)</b>
Sociedades Fiduciarias	248	(18)	(4)	85	(39)	43	-	-	0	0
Sociedades Fiduciarias	15888	779	139	706	1'515	2'360	(103)	174	140	211
			<i>Extranjeros***</i>							
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>	<b>16'136</b>	<b>761</b>	<b>136</b>	<b>791</b>	<b>1'476</b>	<b>2'403</b>	<b>(103)</b>	<b>174</b>	<b>140</b>	<b>211</b>
Compañías de Seguros y Capitalización	(323)	590	-	(51)	22	(29)	13	73	(57)	29
Compañías de Seguros y Capitalización	(3)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
			<i>Pasivos Pensionales</i>							
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>	<b>(326)</b>	<b>590</b>	<b>-</b>	<b>(51)</b>	<b>22</b>	<b>(29)</b>	<b>13</b>	<b>73</b>	<b>(57)</b>	<b>29</b>
Sociedades Administradoras de Inversión	(4)	2	-	-	-	-	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
			<i>FIC</i>							
<b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b>	<b>(4)</b>	<b>2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total Entidades Financieras No bancarias</b>	<b>16'588</b>	<b>4'885</b>	<b>(8)</b>	<b>(854)</b>	<b>2'422</b>	<b>1'559</b>	<b>(577)</b>	<b>181</b>	<b>831</b>	<b>435</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	(13)	74	(257)	60	94	(102)	4	19	-	23
Total Entidades Públicas****	2'231	3'281	(95)	401	(377)	(71)	839	-	-	839
Otros****	(163)	111	11	(25)	9	(5)	-	-	0	0
			<i>Extranjeros</i>							
<b>Total Movimiento Neto</b>	<b>14'423</b>	<b>8'269</b>	<b>(900)</b>	<b>-</b>	<b>1'398</b>	<b>498</b>	<b>(0)</b>	<b>276</b>	<b>926</b>	<b>1'201</b>

**Fuente:** BR. Información actualizada al 23 de septiembre de 2016. \* Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos (los vencimientos de TES se reflejan como ventas). \*\* 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.

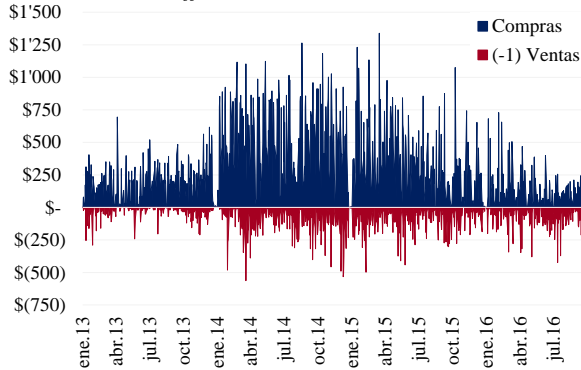
En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$15.629 mm. Específicamente, desde el 31 de agosto registraron compras netas por \$463 mm y \$1387 mm en los tramos medio y largo, respectivamente.

Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$1719 mm y ventas por \$1064 mm<sup>37</sup>, y su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$168 mm. Así, el saldo de compras

<sup>37</sup> Al tiempo que registraron vencimientos de contratos de compra de TES por \$1732 mm y de venta por \$910 mm. Datos actualizados al 23 de septiembre de 2016.

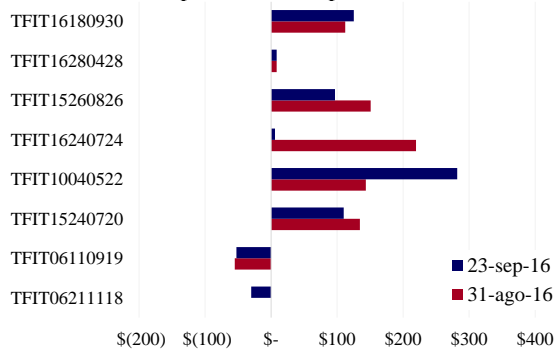
netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$714 mm el 31 de agosto a \$546 mm el 23 de septiembre. En particular, se destaca que durante el periodo analizado la posición compradora neta en los TES que vencen en 2022 se incrementó significativamente, al tiempo que se redujo para los TES que vencen en 2024 (Gráfico A3.2).

**Gráfico A3.2:** Compras y Ventas Pactadas de TES en pesos *Offshore* a Través de NDF



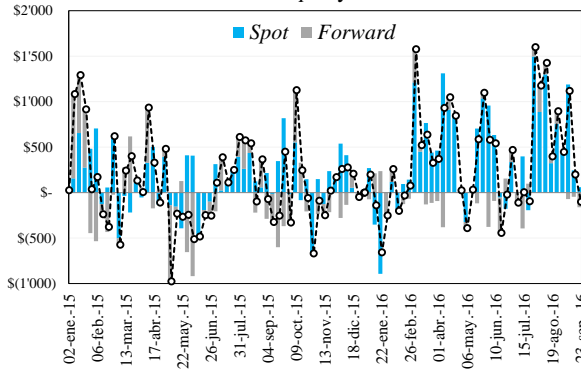
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Datos diarios.

**Gráfico A3.3:** Saldo de Compras Netas *Offshore* de TES en pesos en NDF por Título



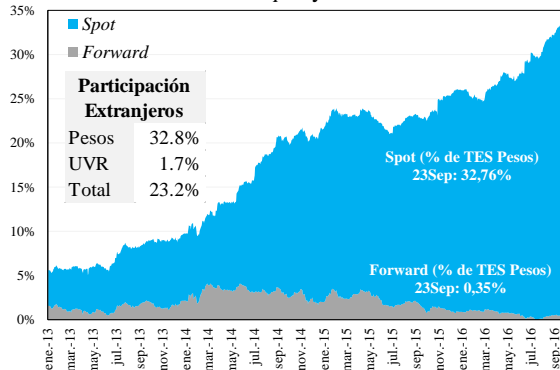
Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos. Cifras acumuladas desde la última reunión de la JDBR.

**Gráfico A3.4:** 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 A3.5:** 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 A3.3 y A3.4 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 13 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro 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

	2015			Corrido de 2016			Ago-16			Corrido de Sep-16		
	<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*	\$ (5'228)	\$ 1'622	\$ (3'607)	\$ (4'220)	\$ 709	\$ (3'511)	\$ 957	\$ (530)	\$ 427	\$ (882)	\$ 168	\$ (714)
Offshore	\$ 7'498	\$ (1'622)	\$ 5'876	\$ 15'629	\$ (709)	\$ 14'920	\$ 3'342	\$ 530	\$ 3'872	\$ 1'850	\$ (168)	\$ 1'682

Cifras en miles de millones de Pesos. Información actualizada al 23 de septiembre de 2016. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

#### ***Anexo 4. Comportamiento Bonos Soberanos en Moneda Local Otros Países***

En este período (31 de agosto al 28 de septiembre de 2016) la dinámica de las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. estuvo marcada por las expectativas respecto a la decisión de política monetaria de la Reserva Federal (FED) y, en general, por la evolución de la percepción de riesgo a nivel internacional. Así, a principios de septiembre las tasas aumentaron, en mayor medida las de los tramos medio y largo, debido a: i) los comentarios de algunos funcionarios de la FED que reforzaron las expectativas de un aumento de tasas de interés en el corto plazo<sup>38</sup>; y ii) la mayor percepción de riesgo internacional luego que el Banco Central Europeo (BCE) mantuviera inalterado su programa de estímulo monetario decepcionando a algunos agentes, y que Corea del Norte realizara pruebas nucleares. Posteriormente los bonos se valorizaron ante expectativas de un ritmo más suave de incrementos de la tasa de política, luego de la publicación de datos desfavorables de la economía estadounidense<sup>39</sup> y una disminución de las tasas proyectadas para los próximos años por los miembros de la Fed. Así, las tasas de los bonos del Tesoro se ubican en niveles similares a los observados a finales de agosto.

En la región los títulos de deuda pública presentaron un comportamiento mixto y estuvieron influenciados por los cambios en las expectativas respecto a la política monetaria en los EE.UU, en la percepción de riesgo internacional y en los precios de los *commodities*. La curva de México y el tramo largo de Perú registraron desvalorizaciones, las curvas de Brasil, Colombia y los tramos corto y medio de Perú se valorizaron, y la curva de Chile se mantuvo relativamente estable.

Después de los bonos de Colombia, los más valorizados fueron los de Brasil, lo que puede explicarse por la búsqueda de mayores rentabilidades luego de conocerse el ajuste en las proyecciones de la Fed. En el caso de México, las desvalorizaciones estuvieron relacionadas con preocupaciones en torno a los efectos de la depreciación del peso mexicano sobre la inflación, la situación fiscal<sup>40</sup> y con la incertidumbre respecto al resultado de las elecciones en EEUU. La inflación y la tasa de política esperadas para finales del año aumentaron.

En Perú, las valorizaciones del tramo corto se explican principalmente por un ajuste en las expectativas respecto a la evolución de la tasa de política. El mercado ha descartado aumentos de la tasa en el corto plazo, lo que coincide con una menor inflación esperada para el cierre de 2016. Cabe mencionar que el ministro de Economía de este país, Alfredo Thorne, señaló que en los planes de presupuesto del próximo año se buscará sustituir deuda pública denominada en dólares por deuda denominada en moneda local para reducir la vulnerabilidad de la economía a choques externos.

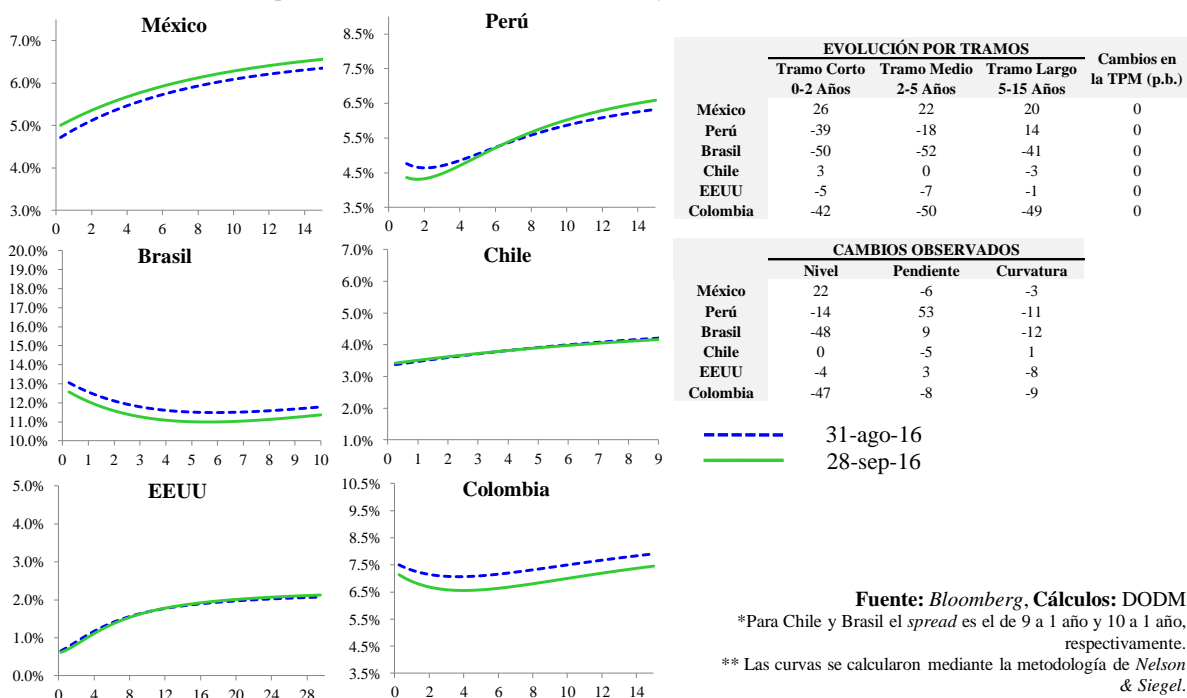
---

<sup>38</sup> El 9 de septiembre el presidente de la Fed de Boston, Eric Rosengren, afirmó que probablemente era apropiada la normalización gradual de la política y anticipó un crecimiento del PIB superior al 2% para los próximos dos trimestres. También señaló que la baja volatilidad en los mercados y los altos precios de los activos muestran la fortaleza de la economía, y que el mercado laboral podría superar el pleno empleo en el 2017. El presidente de la Fed de Dallas, Robert Kaplan, señaló que el escenario para un alza de las tasas de interés se fortaleció en los últimos meses, pero que las adversidades a largo plazo para el crecimiento económico implican que la Fed incrementará las tasas de interés a un ritmo suave.

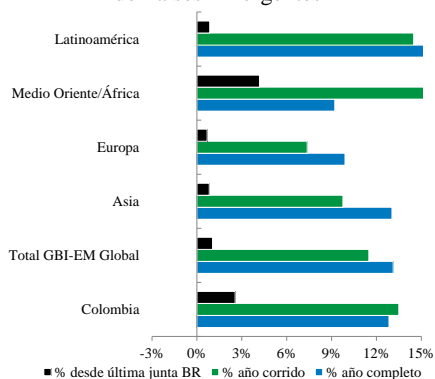
<sup>39</sup> El 15 de septiembre se publicaron las ventas al por menor para el mes de agosto las cuales presentaron una caída de 0,3% (esp: -0,1%; ant: 0,1%), al tiempo que la producción industrial y la producción manufacturera bajaron 0,4% (esp: -0,2%; ant: 0,7%) y 0,4% (esp: -0,3%; ant: 0,5%), respectivamente.

<sup>40</sup> El Gobierno presentó el 9 de septiembre al Poder Legislativo un proyecto de presupuesto para el 2017 con un recorte del gasto de 1,7% frente al del 2016, que deberá ser aprobado antes del 15 de noviembre.

**Gráfico A4.1:** Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR

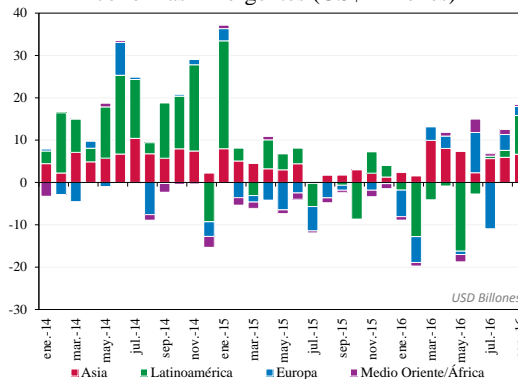


**Gráfico A4.2:** Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes\*



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

**Gráfico A4.3:** Flujos de Portafolio hacia Renta Fija Economías Emergentes (US\$ Billones)



**Fuente:** IIF.

En el Gráfico A4.2 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>41</sup> (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, en lo corrido del 2016 y desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). Desde la última reunión de la JDBR todos los índices regionales se valorizaron, principalmente el índice de Medio Oriente/África (4,2%). Por su parte, el índice para Colombia aumentó 2,6%. Estas valorizaciones se asocian a la decisión de la Fed de mantener inalterada la tasa de interés de referencia y las señales de que los futuros incrementos se ejecutarán a un ritmo más suave de lo que se descontaba previamente.

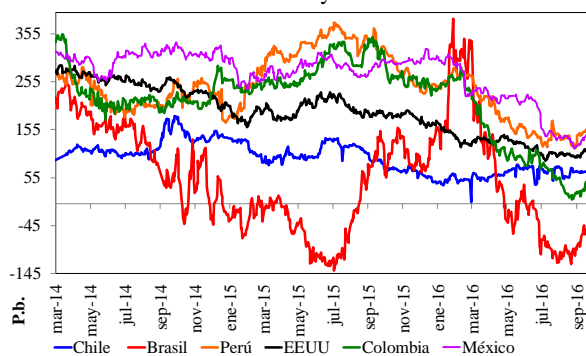
<sup>41</sup> El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.



Adicionalmente, el IIF<sup>42</sup> estimó flujos positivos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en septiembre por US\$25,33 billones. En particular, estimó entradas netas a los mercados de renta variable por US\$9,92 billones<sup>43</sup> y de US\$18,41 billones<sup>44</sup> en los mercados de renta fija. Para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$9,13 billones (Gráfico A4.3).

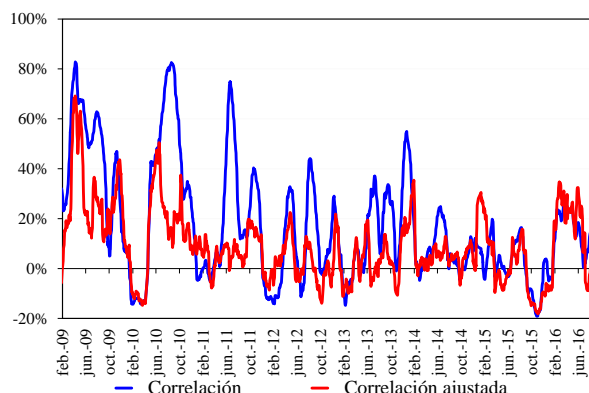
El Gráfico A4.4 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia se mantuvo en 21 p.b, superando solo a la pendiente de Brasil (-70 p.b.). Las pendientes de Perú, México y Chile se sitúan en 159 p.b, 113 p.b. y 59 p.b, respectivamente.

**Gráfico A4.4: Pendiente de la Curva Cero Cupón – Latinoamérica y EE.UU.\***



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

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



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

En el Gráfico 10 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) se ubica en niveles cercanos al 1%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en 5,42%. Lo anterior estaría indicando que las pendientes de los países de la región están reaccionando a factores propios de cada economía. Por otra parte, se observa que el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo disminuyó de 77% a 28%<sup>45</sup> desde el 31 de agosto.

<sup>42</sup> Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

<sup>43</sup> Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$5,80 billones, Latinoamérica -US\$0,05 billones, Europa US\$1,37 billones y Medio Oriente/África -US\$0,19 billones.

<sup>44</sup> Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$6,67 billones, Latinoamérica US\$9,13 billones, Europa US\$2,15 billones y Medio Oriente/África US\$0,46 billones.

<sup>45</sup> Correlaciones calculadas entre el 31 de agosto y el 23 de septiembre del 2016. La más alta corresponde a la correlación entre México y Chile (69%) y la más baja a la calculada entre Colombia y México (-7%).

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

### *Países Desarrollados*

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de EE.UU. (0,25%-0,50%), la Zona Euro (0%)<sup>46</sup>, Australia (1,5%), Nueva Zelanda (2%), Noruega (0,5%), Suecia (-0,5%), Israel (0,1%), Canadá (0,5%), Suiza (-0,25%), Inglaterra (0,25%) y Japón (-0,1%) mantuvieron sus tasas de intervención sin modificación, en línea con las expectativas del mercado. El Banco Central de Inglaterra decidió mantener el monto objetivo de su programa de compras de bonos corporativos con grado de inversión en £10 billones y el del esquema de compras de bonos gubernamentales en £435 billones. Sin embargo, el organismo señaló que probablemente las tasas de interés serán recortadas durante lo que resta del presente año, y que el impacto inicial del *Brexit* sobre esta economía parece haber sido menos fuerte de lo anticipado.

El 7 de septiembre se publicó el *Beige Book* de la Fed, en el que se informó que la economía estadounidense se expandió a un ritmo modesto entre julio y agosto, y se espera que continúe avanzando a un ritmo moderado en los próximos meses. Además, se indicó que el incremento del nivel de precios continuó siendo leve y que el gasto del consumidor no cambió en la mayoría de los distritos.

En otro escenario, el 21 de septiembre el Banco Central de Japón modificó su orientación de política monetaria al anunciar que reemplazaría un esquema de compras fijas (que buscaba un crecimiento anual de la base monetaria de ¥80 trillones) por uno orientado al control de las tasas de interés de los bonos gubernamentales («QQE with Yield Curve Control»)<sup>47</sup> hasta que la tasa de inflación exceda el 2% anual y se mantenga por encima de ese objetivo de manera estable<sup>48</sup> (reemplazando el objetivo previo que buscaba solamente alcanzar el 2%).

En su reunión celebrada el 8 de septiembre, el BCE decidió mantener inalteradas sus políticas de estímulo monetario, y señaló que *la evidencia disponible hasta la fecha sugiere que la economía de la zona del euro mantiene su capacidad de resistencia en un entorno de continua incertidumbre económica y política mundial*, al tiempo que las medidas de política monetaria *continúan procurando unas condiciones de financiación favorables y respaldan el dinamismo de la recuperación económica de la zona del euro*. En particular, el organismo no dio señales claras sobre la implementación de mayores estímulos monetarios en el futuro, lo cual decepcionó a algunos analistas del mercado.

En otro escenario, en su reunión celebrada entre el 20 y el 21 de septiembre la Fed señaló que el mercado laboral continuó fortaleciéndose y que el crecimiento de la actividad económica aumentó frente al modesto desempeño que mostró en el primer semestre del año. Señaló además que el gasto de los hogares ha crecido de manera sostenida mientras que la inversión en bienes de equipo ha sido moderada. En cuanto a la inflación, señaló que continúa por debajo del 2% reflejando en parte la disminución de precios de energía y de los precios de las importaciones no energéticas, pero sus expectativas permanecen estables. En particular, el Comité consideró que el escenario para un aumento en la tasa de fondos federales se ha fortalecido, pero consideró conveniente esperar a tener más información sobre los avances del mercado laboral y la inflación hacia sus objetivos.

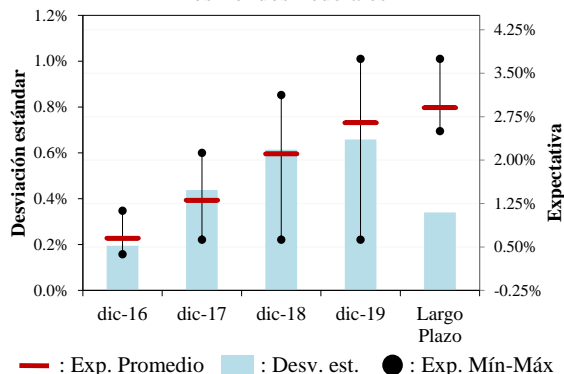
<sup>46</sup> Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito también se mantuvieron inalteradas en 0,25% y -0,4%, respectivamente.

<sup>47</sup> Por un lado, el Banco Central de Japón usará su tasa de interés negativa de 0,1% para mantener bajas las tasas de interés de los títulos del tramo corto de la curva; por el otro, se comprometió en comprar bonos gubernamentales de tal forma que el rendimiento a 10 años permanezca cercano a 0%, y estableció operaciones de fondeo a tasa fija a 10 años (extendiendo el plazo máximo de sus operaciones de fondeo que antes de la medida se ubicaba en 1 año).

<sup>48</sup> «Inflation-Overshooting Commitment».

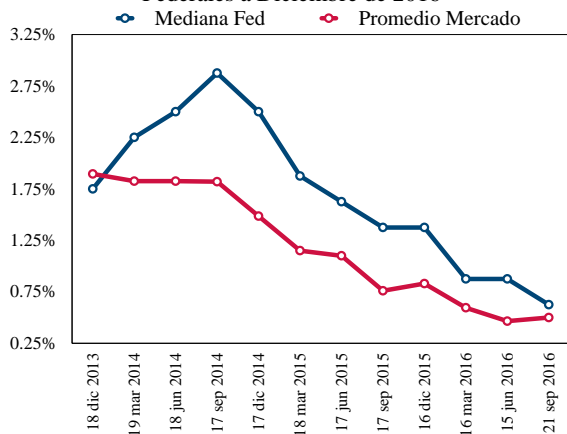
El organismo actualizó sus proyecciones económicas de tal forma que el punto medio de la proyección de crecimiento económico fue revisado a la baja para el 2016 a 2,0% (ant: 2,2%), para 2017 a 2,0% (ant: 2,1%) y lo mantuvo inalterado para el año 2018 y el largo plazo en 2% en ambos casos; el punto medio de la proyección de desempleo fue revisado a la baja para el 2018 de 4,6% a 4,5%, y permaneció estable para el 2016, 2017 y el largo plazo en 4,7%, 4,6% y 4,8%, respectivamente; y el punto medio de la proyección de inflación fue revisado al alza para el 2016 a 1,4% (ant: 1,2%) y permaneció inalterado para 2017, 2018 y para el largo plazo (1,9%, 2% y 2%, respectivamente).

**Gráfico A5.1:** Pronósticos de la Fed (Septiembre) Tasa de los Fondos Federales



Fuente: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

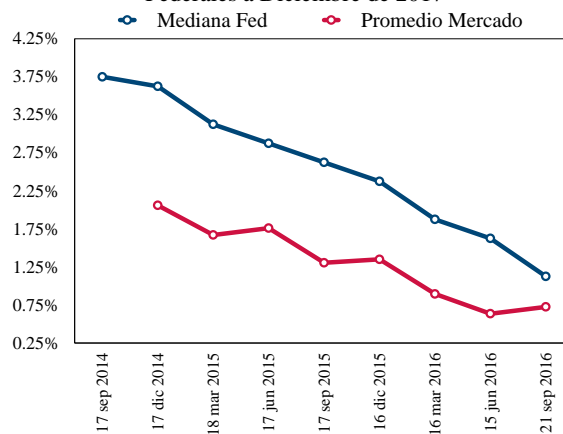
**Gráfico A5.2:** Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2016



Fuente: Reserva Federal y Bloomberg.

En cuanto a los pronósticos de septiembre sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos A5.1<sup>49</sup>, A5.2 y A5.3<sup>50</sup> se observa que: i) frente a las proyecciones de junio, las estimaciones del FOMC para los cierres de 2016 y 2017 se redujeron, de tal manera que se espera un ritmo más lento de incrementos de la tasa de política monetaria; y ii) para el 2016 y el 2017 el mercado continúa anticipando una tasa de política menor a la que pronostica el FOMC, sin embargo, las expectativas parecen estar alineándose.

**Gráfico A5.3:** Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2017



Fuente: Reserva Federal y Bloomberg.

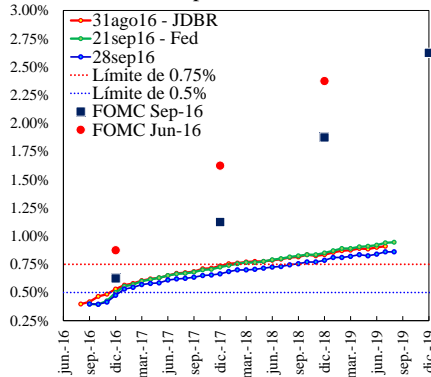
De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, actualmente el mercado espera un ritmo más suave de incrementos frente al que se esperaba el 31 de agosto (Gráfico A5.4). Además, según lo publicado por *CME Group Inc.* («Chicago Mercantile Exchange & Chicago Board of Trade»), con estimaciones a partir de estos mismos contratos, para la reunión de diciembre de la Fed la probabilidad de que el rango de tasas permanezca inalterado es del 43,6%, mientras que la probabilidad de un rango entre 0,5% y 0,75% es del 52,1% y la probabilidad de un rango entre 0,75% y 1% es de 4,3%.

<sup>49</sup> En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en septiembre para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2016, 2017, 2018, 2019 y para el largo plazo.

<sup>50</sup> En los gráficos 30.2 y 30.4 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2016 y 2017.

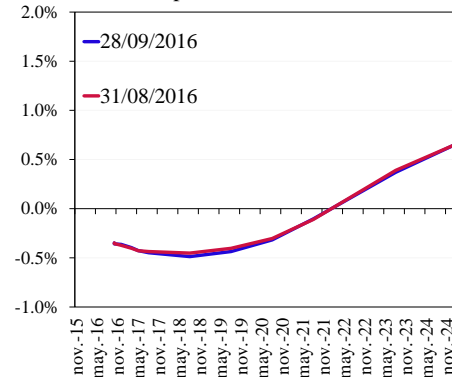
Durante el periodo, el escenario más probable para la reunión de septiembre era que el rango de la tasa de los fondos federales permaneciera inalterada, tal como sucedió (Gráfico A5.4). Además, en el gráfico A5.6 se observa que el mercado se encuentra dividido frente a la decisión de política de diciembre; la probabilidad de que permanezca inalterado el rango objetivo de tasas es muy similar a la probabilidad de un incremento de 25 p.b. (Gráfico A5.7).

**Gráfico A5.4:** Senda esperada Tasa Fondos Federales



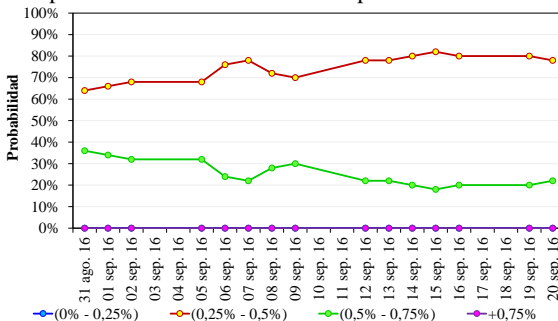
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico A5.5:** Expectativas de las tasas del BCE



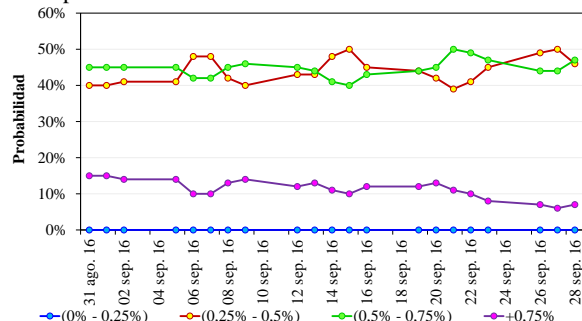
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico A5.6:** Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de septiembre de 2016



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico A5.7:** Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2016



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE, con base en los futuros del índice Eonia, el mercado continúa anticipando que el primer incremento tendrá lugar alrededor del 1T22 (Gráfico A5.5).

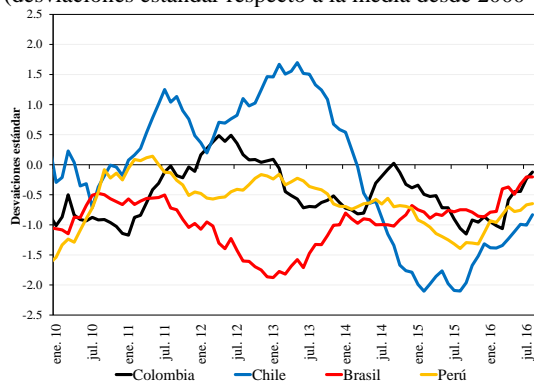
### ***Países Emergentes***

Los bancos centrales de Sudáfrica (7%), Polonia (1,5%), Corea del Sur (1,25%) y Turquía (7,5%<sup>51</sup>), mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, en línea con lo esperado. Por su parte, los bancos centrales de Rusia e Indonesia las recortaron 50 p.b. y 25 p.b. a 10% y 5%, respectivamente, decisiones que también eran anticipadas por el mercado. En Latinoamérica, los bancos centrales de Brasil, Chile y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 14,25%, 3,5% y 4,25%, respectivamente, al tiempo que el Banco Central de México la incrementó 50 p.b. a 4,75%. Todo lo anterior ya estaba anticipado por la mayoría de agentes del mercado.

<sup>51</sup> No obstante, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) se redujo por séptima vez consecutiva en 25 p.b. de 8,50% a 8,25%, mientras que la tasa de depósitos (*Borrowing Rate*) se mantuvo inalterada en 7,25%. Además, la tasa para préstamos de la ventana de liquidez (*Late Liquidity Window Interest Rates*, que funciona entre las 4 p.m. y las 5 p.m.) fue recortada 25 p.b. a 9,75%, al tiempo que la tasa de depósitos se mantuvo en 0%.

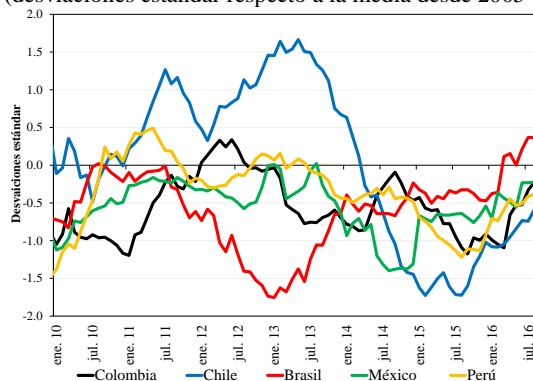
En los Gráficos A5.8 y A5.9 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales<sup>52</sup> desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. Se puede observar que en agosto las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas<sup>53</sup>.

**Gráfico A5.8:** Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2000\*)



**Fuentes:** Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.\*Media y desviación histórica calculada desde febrero de 2000.

**Gráfico 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.

<sup>52</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

<sup>53</sup> Desde febrero del año 2000, las medias de las tasas reales son: Colombia 1,72%; Chile 1,09%; Brasil 7,09% y Perú 1,22%. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,56%.

**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	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17	may17	jun17	jul17	ago17
8.00%												
7.75%	100%	100%	36%	6%								
7.50%			64%	67%	29%	4%						0%
7.25%				27%	71%	65%	33%	8%	1%		0%	0%
7.00%					0%	31%	60%	67%	50%	30%	17%	11%
6.75%							8%	23%	42%	52%	52%	44%
6.50%								2%	7%	16%	25%	33%
6.25%									0%	2%	5%	10%
6.00%										0%	1%	2%
5.75%											0%	0%
5.50%												0%
5.25%												

**Cuadro A6.2: Mes Anterior**

TPM	ago16	sep16	oct16	nov16	dic16	ene17	feb17	mar17	abr17	may17	jun17	jul17
8.75%												
8.50%												0%
8.25%												1%
8.00%		0%	0%	0%	0%	0%				0%	1%	2%
7.75%	100%	100%	100%	100%	77%	51%	35%	22%	12%	6%	1%	1%
7.50%					23%	49%	53%	53%	51%	47%	39%	29%
7.25%							12%	22%	28%	30%	34%	36%
7.00%								3%	8%	14%	18%	22%
6.75%									1%	3%	6%	8%
6.50%										0%	1%	2%
6.25%											0%	0%
6.00%												

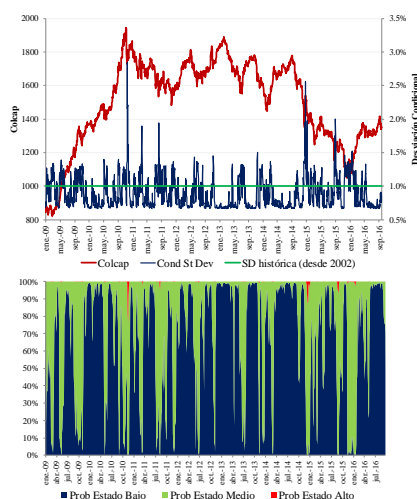
## Anexo 7. IDODM, análisis por componentes

Respecto al *spread*, el 45,2% de agentes espera que aumente (anterior: 41,7%), mientras un 33,9% que se mantenga igual (anterior: 28,3%) y un 21% que disminuya (anterior: 30%). Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes<sup>54</sup>, un 30,6% espera que esta se mantenga estable (anterior: 41,7%) un 33,9% que aumente (anterior: 21,7%), y un 19,4% que disminuya (anterior: 20%).

Entre el 31 de agosto y el 23 de septiembre el Colcap se desvalorizó 3,36%, jalonada por la desvalorización de Isagen (-19%) después de la venta a *Brookfield* y el comportamiento negativo de la acción de Ecopetrol (-8%) tras la huelga sindical. Este movimiento también estuvo en línea con la disminución del precio del petróleo<sup>55</sup>. Según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una desvalorización cercana al 0,04% (anterior: +1,29%)<sup>56</sup>. Para lo corrido de septiembre, la volatilidad promedio del mercado accionario se mantuvo en niveles similares al promedio de agosto y actualmente se ubica por debajo de su media histórica; además, actualmente predomina el estado de volatilidad baja (Gráfico A7.1).

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

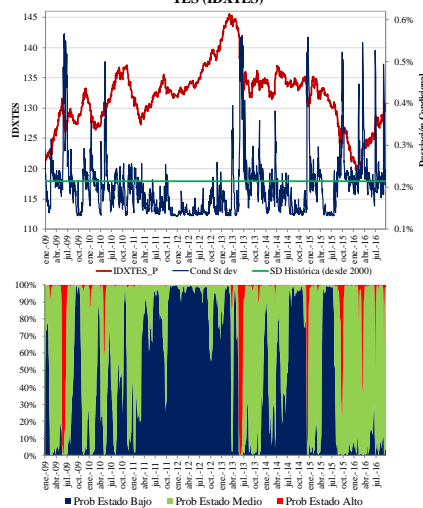
Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR.

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

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



Fuente: Banco de la República, Cálculos: BR.

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

Con información al 16 de septiembre, los márgenes para el promedio de lo corrido de septiembre entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron un comportamiento mixto<sup>57</sup> frente al promedio de agosto. Para la cartera de tesorería el margen disminuyó 62,5 p.b, mientras que para la cartera preferencial aumentó 84,8 p.b. y en el caso de la cartera de consumo aumentó 48,4 p.b. El comportamiento de los márgenes de tesorería se explica principalmente por una caída de la tasa

<sup>54</sup> Al 16,7% restante no les aplica la pregunta (anterior: 25%).

<sup>55</sup> Entre el 31 de agosto y el 28 de septiembre el precio del petróleo Brent disminuyó 1,62%.

<sup>56</sup> El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

<sup>57</sup> Para mayor información ver Anexo 3.

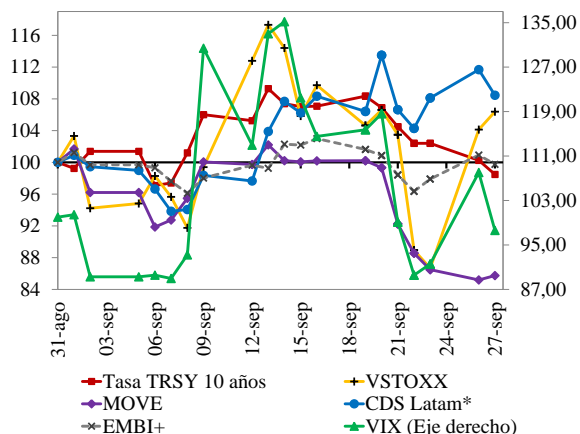
activa mayor a la de los rendimientos de los TES a 30 días (hasta el 16 de septiembre). Por su parte, el incremento en los márgenes de cartera de consumo y preferencial se explica principalmente por el incremento en las tasas activas frente a las valorizaciones de la curva de rendimiento de los TES.



## Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

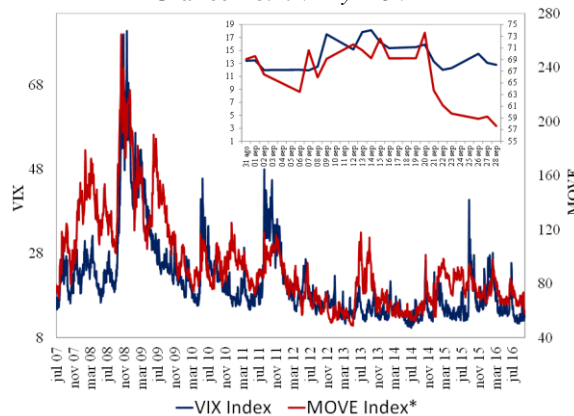
Desde la última reunión de la JDBR los principales indicadores de riesgo a nivel internacional y regional presentaron comportamientos diferentes.

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



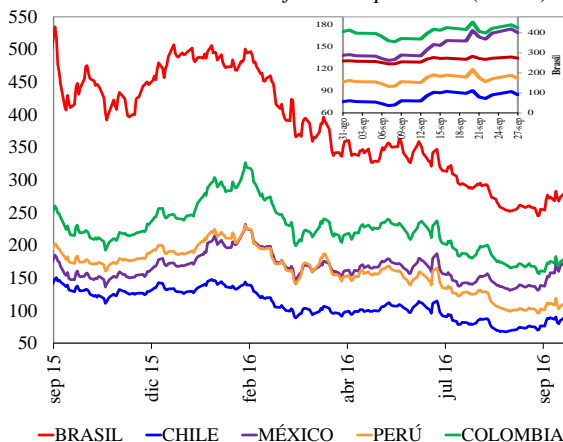
**Fuente:** Bloomberg. **Cálculos:** Banco de la República. \*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

**Gráfico A8.2:** VIX y MOVE



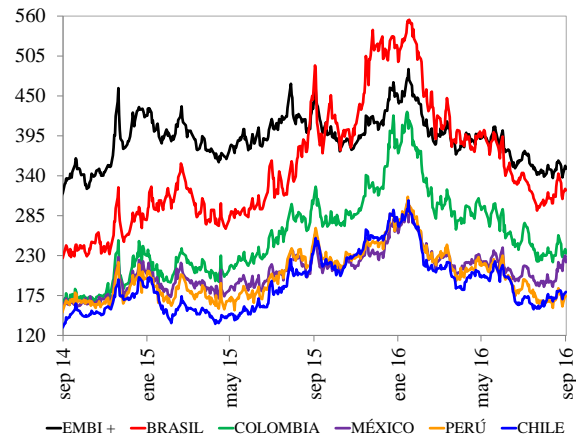
**Fuente:** Bloomberg.

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



**Fuente:** Bloomberg.

**Gráfico A8.4:** EMBI Países Latam



**Fuente:** Bloomberg.

Entre el 31 de agosto y el 28 de septiembre, el VIX disminuyó de 13,4% a 12,4%, mientras que el VSTOXX se incrementó 19,4% a 19,7% y el índice MOVE<sup>58</sup> disminuyó de 69 a 58 puntos (Gráficos A8.1 y A8.2). Durante el mes, el comportamiento estuvo explicado por diversos eventos. El 2 de septiembre se publicaron los cambios en las nóminas no agrícolas de Estados Unidos con incrementos inferiores a los esperados<sup>59</sup>, lo que redujo la probabilidad de aumento en el corto plazo de tasas de intervención por parte de la FED, y en consecuencia disminuyeron los indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional (VIX, VSTOXX y MOVE). Durante los días 7 y 8 de septiembre se publicaron el *Beige Book* y las nuevas peticiones de subsidio por desempleo<sup>60</sup> en Estados Unidos con resultados favorables, lo cual incrementó la probabilidad de que la FED subiera sus tasas de intervención y aumentó la percepción de riesgo.

<sup>58</sup> Indicador que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre los Bonos del Tesoro de los EE.UU.

<sup>59</sup> Las nóminas no agrícolas aumentaron en 151.000 frente a una expectativa de 180.000.

<sup>60</sup> Las nuevas peticiones de subsidio por desempleo aumentaron en 259.00 frente a un esperado de 265.000.

A lo anterior se sumó la decisión del ECB el 8 de septiembre de mantener inalteradas sus variables de intervención, mientras que algunos agentes del mercado tenían expectativas de aumentos en las compras de títulos para proveer mayor liquidez; y las pruebas nucleares realizadas por Corea del Norte. Los indicadores de percepción de riesgo internacional (VIX, VSTOXX) se mantuvieron en niveles altos entre el 12 y el 20 de septiembre con respecto a los niveles observados a principios del mes, ante la caída de los precios del petróleo generada por expectativas de sobreoferta<sup>61</sup>. A partir del 21 de septiembre se observó una caída en los indicadores de percepción de riesgo luego de la decisión de la FED de no aumentar su tasa de intervención y la señal de que los futuros incrementos serán a un ritmo más suave al que descontaba previamente el organismo. El 16 de septiembre, la SEC impuso una multa de USD \$14 billones al Deutsche Bank por la conformación de portafolios de MBS fraudulentos durante la crisis del 2008, lo cual afectó los mercados bursátiles de países desarrollados y la percepción sobre el mercado bancario europeo.

Por su parte, el comportamiento de los *Credit Default Swaps* (CDS) de la región estuvo influenciado por la dinámica de los precios de los *commodities* y la percepción de riesgo internacional. Entre el 31 de agosto y el 28 de septiembre los CDS a 5 años aumentaron 26 p.b. para México, 8 p.b. para Brasil y 5 p.b. en Chile, por su parte, cayeron 4 p.b. para Colombia y 6 p.b. para Perú. Por su parte, el EMBI+ no tuvo cambios durante el periodo, al tiempo que el EMBI Colombia presentó una caída de 13 p.b. (Gráficos 38 y 39).

---

<sup>61</sup> En particular, el 13 de septiembre, la Agencia Internacional de Energía informó que existen expectativas de que el *oil glut* dure hasta bien entrado el 2017.