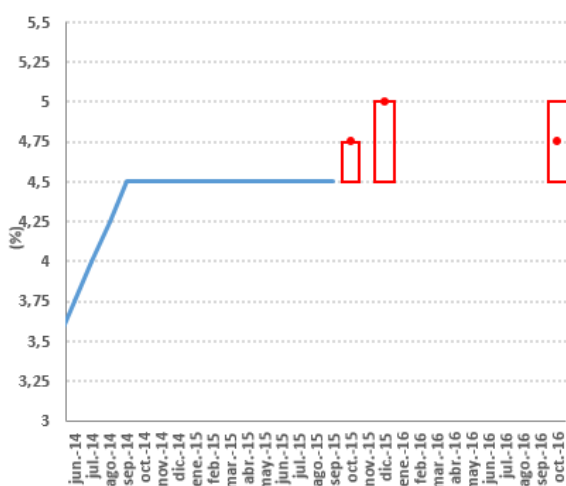


► En la medición de septiembre, los analistas esperan un incremento de 25 pbs en la tasa de intervención del Banco de la República, ubicándose en 4,75% a fin de mes.

En su última reunión, el Banco de la República mantuvo sin cambios su tasa de interés de referencia en 4,5%, y anunció que espera un crecimiento menor de la economía (2,8%) y que la inflación estará por encima del rango superior de la meta en 2015. En este contexto, algunos miembros de la Junta Directiva consideraron apropiado un incremento de 25 puntos básicos (pbs) en las tasas de interés con el fin de mantener las expectativas ancladas a la meta.

En la medición de septiembre, las proyecciones de los analistas se encuentran divididas. Mientras que el 41,9% de los encuestados considera que el Banco de la República mantendrá estable su tasa de intervención en 4,5%, el 40,9% espera un incremento de 25 pbs por parte del Banco de la República en su reunión del viernes 25 de septiembre. Es así como la expectativa (respuesta mediana) es que la tasa de interés del Emisor se ubique en 4,75% a fin de mes (Gráfico 1). El restante 17,2% de los encuestados espera un incremento de 50 pbs en la tasa de intervención del Banco de la República.

GRÁFICO 1. TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANREP



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

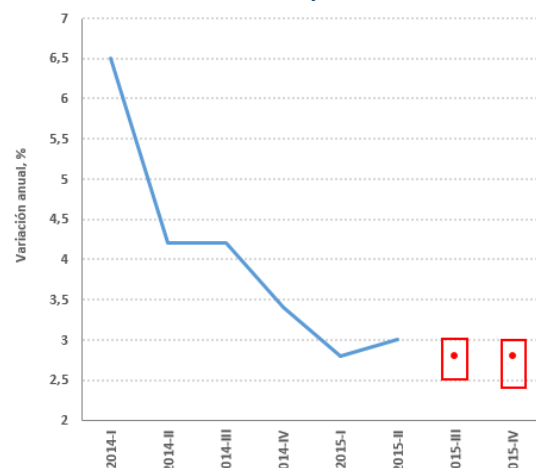
□ Rango • Mediana

En la medición de septiembre, la expectativa sobre tasa de interés para fin de año se ubicó en 5,0%. Es así como un 47,3% de los analistas considera que la tasa de referencia del Banco de la República incrementará en 50 pbs antes de finalizar el 2015. La proporción de encuestados que espera que la tasa se mantenga en 4,5% se ubicó en 28,0%, cifra significativamente inferior al de la medición de agosto (53,6%). En cuanto a las expectativas de tasa de intervención en un horizonte de 12 meses, éstas se ubicaron en un rango¹ entre 4,5% y 5,0%, con 4,75% como respuesta mediana.

► En septiembre, los analistas mantuvieron su pronóstico de crecimiento del PIB para 2015 en 2,8%.

Durante el período de elaboración de la EOF, el DANE reveló que la economía colombiana creció en el segundo trimestre de 2015 a una tasa de 3,0% anual (0,2 pps superior al último pronóstico de la EOF). Por lo tanto, en la medición de septiembre, se le preguntó a los analistas sobre sus proyecciones de crecimiento para el tercer y cuarto trimestre, así como para todo el 2015 y 2016. Tanto para el tercer como para el cuarto trimestre del año, los encuestados esperan un crecimiento del PIB de 2,8% (Gráfico 2).

GRÁFICO 2. CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB (VAR. ANUAL)



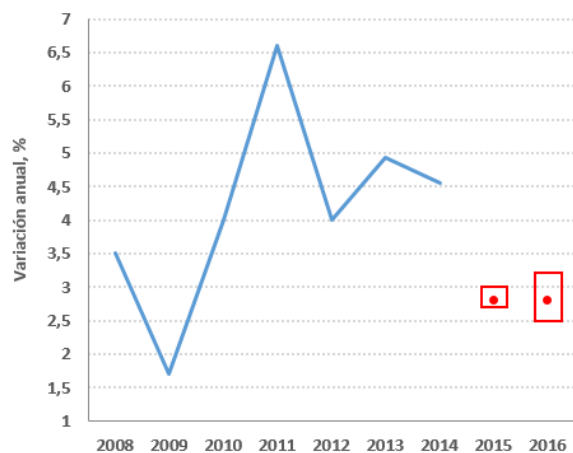
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

□ Rango • Mediana

¹ Este rango corresponde al 50% de los datos alrededor de la mediana, es decir, entre el 25% y el 75% de la distribución.

Por su parte, los analistas esperan un crecimiento de la economía de 2,8%, tanto para el 2015 como para el 2016 (Gráfico 3). El 50% de los encuestados alrededor de la mediana ubicaron el crecimiento de 2015 entre 2,7% y 3,0%. Vale la pena mencionar que el 44,1% de los encuestados espera un crecimiento igual o superior a 3,0% para 2016.

GRÁFICO 3. CRECIMIENTO ANUAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

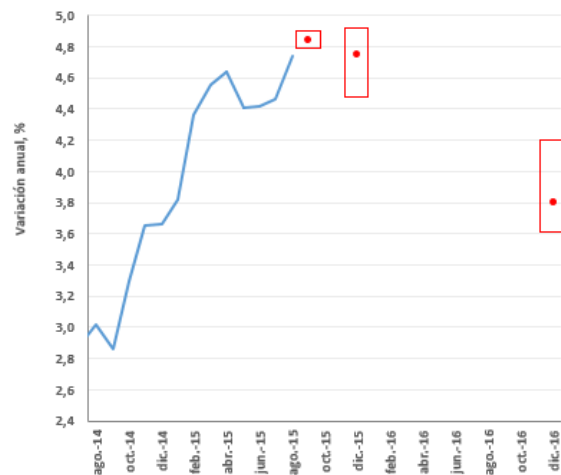
Rango • Mediana

► De acuerdo con los analistas, la inflación en septiembre llegaría a 4,84%. Por su parte, las expectativas de inflación para el cierre de 2015 y 2016 se ubicaron en 4,75% y 3,80%, respectivamente.

La inflación en agosto se aceleró y alcanzó una variación anual de 4,74%. El incremento del IPC, obedeció tanto a la transmisión de la tasa de cambio al precio de los bienes transables como al incremento en el precio de los alimentos. En la medición de septiembre, los analistas consideran que la inflación seguirá por encima del límite superior del Banco de la República y que se ubicará en 4,8%. Por su parte, las expectativas de inflación para diciembre de 2015 se concentraron en 4,75% (0,55 pps por encima del registro de agosto). Es así como el 80,6% de los analistas encuestados considera que la inflación se ubicará igual o por encima de 4,5% al finalizar el año.

En cuanto a las expectativas de inflación para diciembre de 2016, éstas se situaron en un rango entre 3,6% y 4,2%, con 3,8% como respuesta mediana (Gráfico 4).

GRÁFICO 4. INFLACIÓN (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

Rango • Mediana

► En septiembre, las expectativas de los agentes sobre el comportamiento de la tasa de cambio sugieren que el dólar se ubicaría entre \$2.850 y \$3.100 al finalizar el 2015.

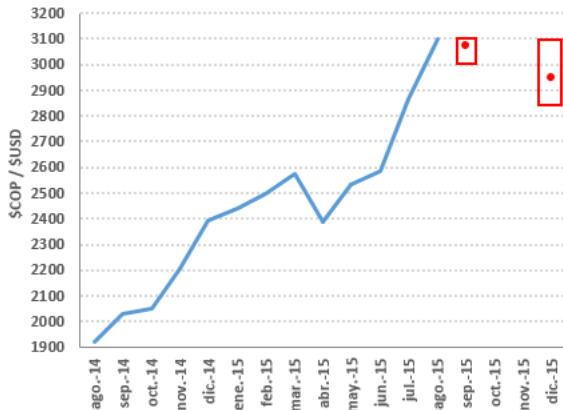
En agosto, la cotización del dólar alcanzó máximos históricos al superar la barrera de los \$3.230 pesos. No obstante, en septiembre se ha observado una corrección parcial de la divisa, llegando a los \$2.990 pesos.

El 50% de los analistas alrededor de la mediana espera que la divisa se ubique entre \$3.000 y \$3.100 a finales de septiembre, con \$3.075 como respuesta mediana (Gráfico 5). Un 36,6% considera que la divisa finalizará el mes igual o por debajo de los \$3.000 pesos. En contraste, un 21,5% de los encuestados considera que el dólar superará los \$3.100 pesos a final de mes, reflejando la alta incertidumbre en torno al comportamiento del dólar.

Para el cierre de 2015, los analistas esperan una ligera recuperación de la tasa de cambio. El 50% de los analistas alrededor de la mediana considera que el dólar se ubicará en diciembre

entre \$2.850-\$3.100, siendo \$2.950 la respuesta mediana (Gráfica 5).

GRÁFICO 5. TASA DE CAMBIO A FIN DE MES



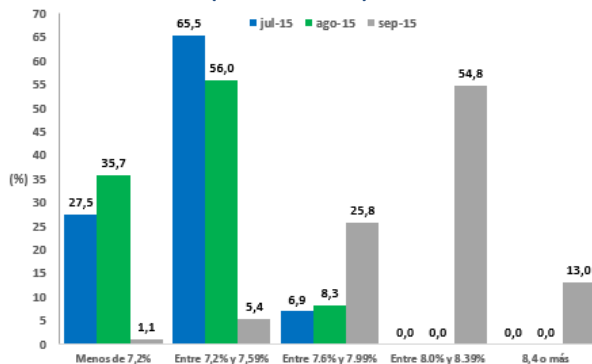
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

Rango • Mediana

► **La mayoría de los analistas espera una mayor desvalorización de los Títulos de Deuda Pública (TES) en los próximos tres meses.**

Durante los últimos tres meses se ha observado una fuerte desvalorización de los títulos de deuda colombiana, pasando de 7,14% a mediados de junio a 8,07% al 15 de septiembre (+93 pbs). En este contexto, en septiembre, un 54,8% de los analistas considera que la tasa de rendimiento de los TES con vencimiento en el 2024 se ubicará entre 8,0% y 8,39% para los próximos tres meses. Adicionalmente, un 13,0% de los analistas espera una tasa igual o superior a 8,4% (Gráfico 6).

GRÁFICO 6. EXPECTATIVA DE LA TASA DE RENDIMIENTO TES 2024 PARA LOS PRÓXIMOS 3 MESES (% DE RESPUESTAS)



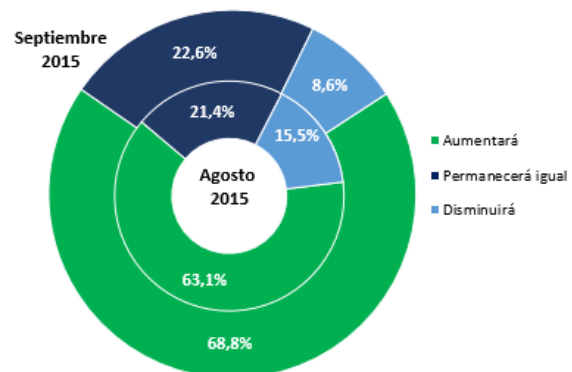
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

► **La mayoría de analistas considera que el spread de la deuda colombiana seguirá en aumento en los próximos tres meses.**

El *spread* de la deuda, medido a través del EMBI+ Colombia, se define como la diferencia entre el rendimiento de los títulos colombianos emitidos en el exterior y el rendimiento de los títulos del tesoro americano. Recientemente se ha evidenciado una mayor percepción de riesgo en las economías emergentes, situación que se ha transmitido en los indicadores de *spread* de deuda de estos países. Es así como el EMBI+Colombia ha incrementado en 42 pbs entre el 15 de junio y 15 de septiembre de 2015, llegando a 264 unidades.

En este contexto, en la medición de agosto de la EOF, el 68,8% de los encuestados espera que el *spread* de la deuda colombiana aumente en un horizonte de tres meses. Sin embargo, todavía una proporción significativa de analistas considera que el *spread* de la deuda disminuirá o permanecerá igual (31,2%).

GRÁFICO 7. EXPECTATIVAS SOBRE EL SPREAD DE LA DEUDA A 3 MESES (% DE RESPUESTAS)

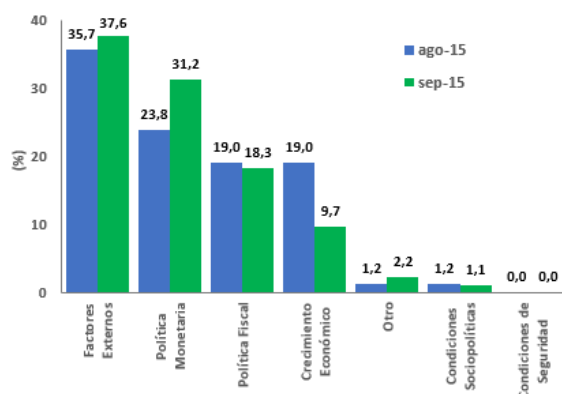


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

► Los factores externos se mantienen como los más importantes a la hora de invertir. La política monetaria gana relevancia, y se ubica en segundo lugar.

El 37,6% de los analistas considera que los factores externos son los más relevantes a la hora de invertir. La política monetaria gana importancia y se ubica en el segundo lugar, de acuerdo con el 31,2% de los encuestados. Por su parte, se observa una mayor preocupación por el crecimiento económico, teniendo en cuenta que un 19,0% de los analistas lo considera como el factor más relevante para tomar decisiones de inversión (Gráfico 8).

GRÁFICO 8. FACTOR MÁS RELEVANTE PARA TOMAR DECISIONES DE INVERSIÓN
(% DE RESPUESTAS)



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo - BVC.

► En los próximos tres meses, los administradores de portafolio planean aumentar o mantener sus posiciones principalmente en deuda privada indexada al IBR, a la inflación, fondos de capital privado y efectivo.

En septiembre, los administradores de portafolio manifestaron sus preferencias por deuda privada indexada al IBR e IPC, por fondos de capital privado y efectivo (Cuadro 1). En contraposición, se evidencia una disminución en las posiciones de acciones (tanto locales como internacionales), en TES y deuda privada de tasa fija, bonos extranjeros y en *commodities*.

CUADRO 1. PROYECCIÓN DE POSICIONES EN LOS PRÓXIMOS 3 MESES PARA DIFERENTES ACTIVOS

Grupos de Activos	Balance Agosto 2015	Balance Septiembre 2015	Variación
TES Tasa Fija	-19%	-18%	↑
TES UVR	38%	29%	↓
Deuda Privada Tasa Fija	-31%	-31%	=
Deuda Privada indexada a la DTF	-10%	-2%	↑
Deuda Privada indexada al IBR	5%	37%	↑
Deuda Privada indexada al IPC	32%	44%	↑
Bonos Extranjeros	-10%	-28%	↓
Acciones Locales	-22%	-10%	↑
Acciones Internacionales	-8%	-15%	↓
Fondos de Capital Privado	48%	43%	↓
Commodities	-53%	-15%	↑
Efectivo	40%	38%	↓

*Balance: % de encuestados que incrementará su posición menos % de encuestados que disminuirá su posición

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo - BVC.

► En septiembre se mantiene la incertidumbre en torno al comportamiento del índice COLCAP para los próximos tres meses.

El COLCAP es uno de los principales índices bursátiles de la Bolsa de Valores de Colombia y refleja las variaciones de precios para las acciones más líquidas del mercado colombiano.² En septiembre, el 53,8% de los analistas espera que el índice de capitalización aumente o permanezca igual. Sin embargo, todavía una gran proporción de analistas (46,2%) espera que el índice caiga en los próximos tres meses. Lo anterior refleja la actual incertidumbre en los mercados financieros.

CUADRO 2. EXPECTATIVAS SOBRE EL PRECIO DEL ÍNDICE COLCAP A 3 MESES*
(% DE RESPUESTAS)

Nivel de precio del Índice COLCAP	Encuesta Agosto de 2015	Encuesta Septiembre de 2015
Aumentará un 10% o más	2,4%	2,2%
Aumentará entre 5% y 9,99%	9,5%	5,4%
Aumentará entre 0,01% y 4,99%	21,4%	33,3%
Permanecerá igual	17,9%	12,9%
Caerá entre 0,01% y 4,99%	34,5%	32,3%
Caerá entre 5% y 9,99%	11,9%	14,0%
Caerá un 10% o más	2,4%	0,0%

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC

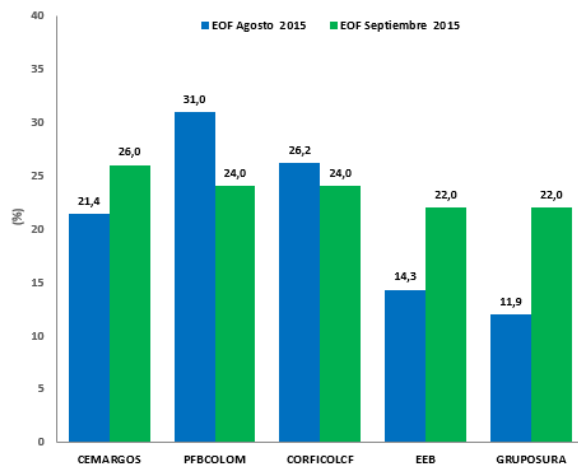
² Debido a un cambio en la metodología, a partir de mayo 2015, la canasta de acciones del índice COLCAP está compuesta por 24 acciones.

► La acción de Cementos Argos se ubicó como la más atractiva dentro de las que componen el índice COLCAP. De cerca le siguen las acciones de Preferencial Bancolombia, Corficolombiana EEB y Grupo Sura.

La EOF consulta a sus analistas acerca de las tres acciones que consideran más atractivas dentro de las que componen el índice COLCAP. En esta ocasión, la acción de Cementos Argos se ubicó en el primer lugar del *ranking*, con una preferencia expresada por el 26,0% de quienes invierten en acciones. Les siguen las acciones de Corficolombiana, Preferencial Bancolombia, EEB y Grupo Sura.

GRÁFICO 9. ACCIONES DEL COLCAP MÁS ATRACTIVAS PARA LOS INVERSIONISTAS

(% DE ENCUESTADOS QUE CONSIDERAN A LA ACCIÓN COMO UNA DE LAS TRES MÁS APETECIDAS)



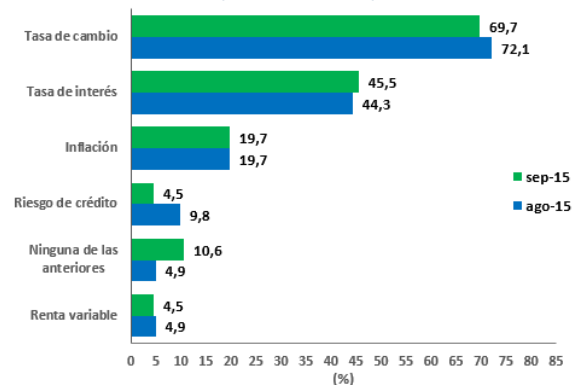
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo - BVC.

► En septiembre, los administradores de portafolio reafirmaron que en el corto plazo, esperan cubrirse contra el riesgo cambiario. De igual forma, crece la proporción de encuestados que planea cubrirse frente al riesgo de tasa de interés.

La EOF pregunta a administradores de portafolio acerca de los tipos de riesgo para los cuales planean establecer una cobertura en los próximos tres meses. En septiembre, el 69,7% de los encuestados afirma estar planeando una cobertura contra el riesgo cambiario en el corto plazo. El anterior resultado es consistente con la elevada la volatilidad de la tasa de cambio en los últimos meses. Por su parte, crece el porcentaje de administradores que planea cubrirse contra el riesgo de tasa de interés, al pasar de 44,3% en agosto a 45,5% en septiembre (Gráfico 10)

GRÁFICO 10. COBERTURA DE LOS DIFERENTES TIPOS DE RIESGO PARA LOS PRÓXIMOS 3 MESES

(% DE RESPUESTAS)



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

ANEXO

CUADRO 3. COMPORTAMIENTO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DURANTE EL PERÍODO DE RECOLECCIÓN DE LA ENCUESTA

	Septiembre 08 de 2015	Septiembre 15 de 2015	Variación o cambio
TRM (COP/USD)	3.113	3.032	-2,60%
COLCAP	1.244	1.253	0,72%
EMBI + Colombia	281	269	-4,27%
TES 2024	8,12%	8,07%	-5 pbs
IBR Overnight	4,36%	4,36%	0 pbs

Fuente: Banco de la República, BVC y MHCP.

CUADRO 4. RESUMEN DE LAS EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS*

	A final de mes (septiembre)	Fin de año 2015	1 año
Tasa de intervención (%)	4,75	5,0	4,75
	Tercer trimestre 2015	Año 2015	Año 2016
Crecimiento (%)	2,8	2,8	2,8
	Septiembre	Año 2015	Año 2016
Inflación (% anual)	4,8	4,7	3,8
	Fin de mes	Fin de año 2015	Fin 2016
Tasa de Cambio (COP/USD)	3.075	2.950	2.800
Tasa de rendimiento TES 2024		Entre 8,0% y 8,39%	
IBR Overnight		Entre 4,4% y 4,59%	
COLCAP		Permanecerá igual	
Spread		Aumentará	

* Expectativa corresponde a la mediana.

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera Fedesarrollo - BVC.

Comentarios a Juan Pablo Celis: jcelis@fedesarrollo.org.co
Publicado el 21 de septiembre de 2015