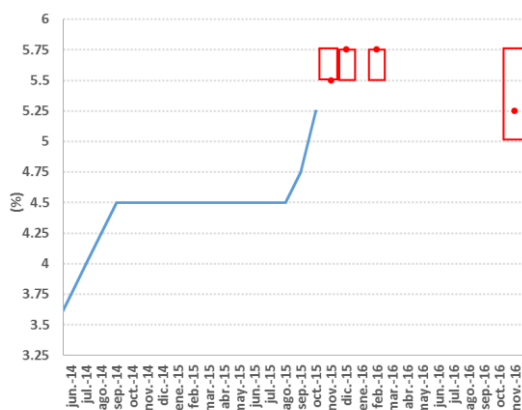


► En la medición de noviembre, los analistas esperan un incremento entre 25 y 50 pbs en la tasa de intervención del Banco de la República.

En su última reunión, el Banco de la República decidió incrementar la tasa de intervención en 50 pbs situándola en 5,25%, y anunció una revisión al alza del crecimiento de la economía en 2015 de 2,8% a 3,0%. La decisión del Emisor se tomó teniendo en cuenta la aceleración de la inflación y el aumento de las expectativas de inflación en los últimos meses. Adicionalmente, la Junta anunció un sistema de subastas de opciones *call*, cuyo fin es moderar la volatilidad de la tasa de cambio.

En noviembre, el 80,5% de los analistas considera que el Banco de la República aumentará su tasa de intervención en su próxima reunión. Sin embargo, los analistas se encuentran divididos: 43,9% espera un alza de 25 pbs y 36,6% pronostican un nuevo aumento de 50 pbs. Es así como la expectativa (respuesta mediana) es que la tasa de interés del Emisor se ubique en 5,50% a fin de mes (Gráfico 1). El 18,5% restante espera que la tasa de intervención se mantenga estable.

**GRÁFICO 1. TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANREP**



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

□ Rango • Mediana

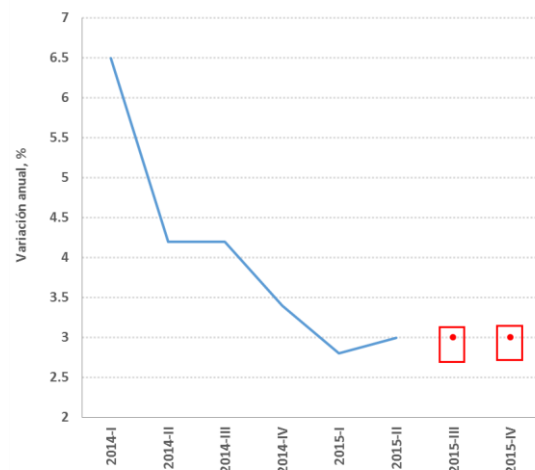
Por su parte, la expectativa sobre tasa de interés para fin de año se ubicó en 5,75% (un

incremento de 50 pbs frente a los resultados de octubre). En cuanto a las expectativas de tasa de intervención para un horizonte de 12 meses, éstas se ubicaron en un rango<sup>1</sup> entre 5,0% y 5,75%, con 5,25% como respuesta mediana. Lo anterior indica que los analistas no esperan aumentos en la tasa de intervención para 2016.

► Los analistas aumentaron su pronóstico de crecimiento del PIB para 2015 de 2,8% a 3,0% y mantuvieron su expectativa de crecimiento para 2016 en 2,8%.

En la medición de noviembre, se preguntó a los analistas sobre sus proyecciones de crecimiento para el tercer y cuarto trimestre, así como para todo el 2015 y 2016. A diferencia de los meses de septiembre y octubre, cuando los encuestados esperaban un crecimiento anual del PIB de 2,8% en los últimos dos trimestres, en este mes los encuestados esperan un crecimiento de 3,0% para los últimos trimestres del año (Gráfico 2).

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



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

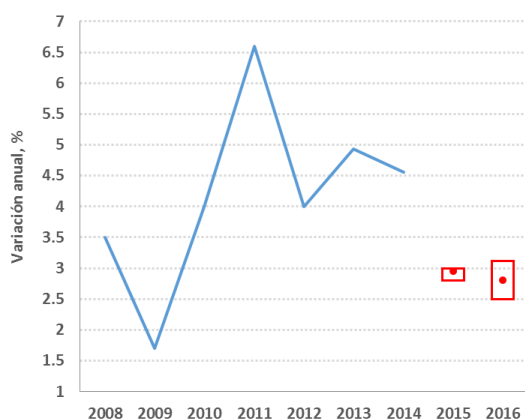
□ Rango • Mediana

Mientras para 2015 los analistas esperan un crecimiento de 3,0% (0,2 pps por encima del

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

pronóstico de octubre), para 2016 la expectativa de crecimiento de la economía es de 2,8% (Gráfico 3). El 50% de los encuestados alrededor de la mediana ubicó el crecimiento de 2015 entre 2,8% y 3,0%. En noviembre, el porcentaje de analistas que espera un crecimiento inferior a 3,0% para 2016 fue 57,3%, levemente inferior al de octubre (60,5%).

**GRÁFICO 3. CRECIMIENTO ANUAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO**



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

Rango • Mediana

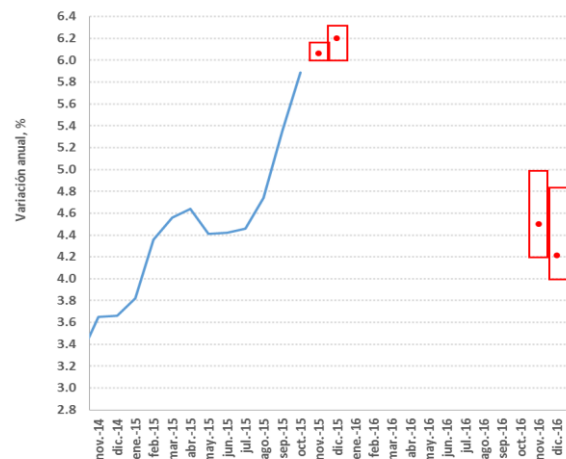
► De acuerdo con los analistas, la inflación anual para el cierre de 2015 llegaría a 6,2%. Por su parte, las expectativas de inflación a 12 meses y para el cierre de 2016 se ubicaron en 4,50% y 4,21%, respectivamente.

En octubre, la inflación se aceleró y alcanzó una variación anual de 5,89%, 0,29 pbs por encima del rango superior del pronóstico de la última EOF. El incremento del IPC obedeció principalmente tanto a la transmisión de la tasa de cambio al precio de los bienes transables (6,42%) como al incremento en el precio de los alimentos (8,80%).

En la medición de noviembre, los analistas consideran que la inflación se ubicará en 6,06% al final de mes. Por su parte, las expectativas de inflación para diciembre de 2015 se concentraron en 6,20% (0,60 pps por encima del registro de octubre). Cabe señalar que un 82,3%

de los analistas encuestados considera que la inflación se ubicará igual o por encima de 6,0% al finalizar el año. En cuanto a las expectativas de inflación para diciembre de 2016, éstas se situaron en un rango entre 4,0% y 4,85%, con 4,21% como respuesta mediana (Gráfico 4).

**GRÁFICO 4. INFLACIÓN (VARIACIÓN ANUAL)**



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

Rango • Mediana

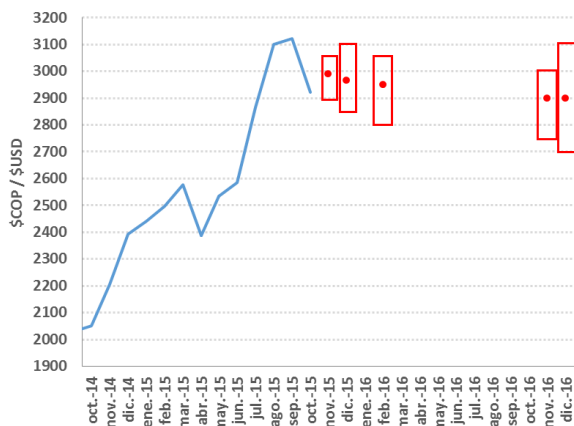
► En noviembre, las expectativas de los agentes sobre el comportamiento de la tasa de cambio sugieren que el dólar se ubicaría entre \$2.850 y \$3.100 al finalizar 2015.

La tasa de cambio cerró octubre en \$2.921 pesos por dólar, 21 pesos por encima del pronóstico de la EOF para ese mes. En lo corrido de noviembre se ha observado una fuerte devaluación del peso pasando de \$2.896 pesos a principios de mes, a un nivel de \$3.109 pesos el pasado 18 de noviembre.

Los resultados sugieren que la tasa de cambio cerrará el mes de noviembre entre \$2.900 y \$3.050, con \$3.000 como respuesta mediana (Gráfico 5). Por su parte, la proyección de tasa de cambio de los analistas para los próximos tres meses, se ubicó en el rango \$2.800-\$3.050, reflejando una alta incertidumbre debido a la volatilidad del dólar.

Para el cierre de 2015, los analistas esperan una ligera caída de la tasa de cambio respecto a noviembre. El 50% de los analistas alrededor de la mediana considera que el dólar se ubicará en diciembre entre \$2.850-\$3.100, siendo \$2.965 la respuesta mediana (Gráfica 5).

**GRÁFICO 5. TASA DE CAMBIO A FIN DE MES**



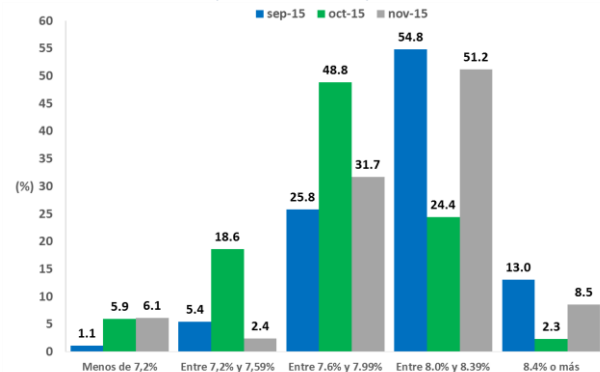
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

Rango • Mediana

► La mayoría de los analistas espera una tasa de rendimiento de los TES 2024 entre 8,0% y 8,39% para los próximos 3 meses.

Durante los últimos tres meses se ha observado una fuerte volatilidad en la tasa de rendimiento de los títulos de deuda colombiana, ubicándose en un rango entre 7,33% y 8,12%, con una tendencia al alza en lo corrido de noviembre. En este contexto, en la última medición, un 51,2% de los analistas considera que la tasa de rendimiento de los TES con vencimiento en el 2024 se ubicará entre 8,0% y 8,49% para los próximos tres meses (Gráfico 6). Frente a los resultados de octubre, crece considerablemente la proporción de analistas que espera una tasa superior al 8,0% al pasar de 26,7% a 59,7% en noviembre.

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



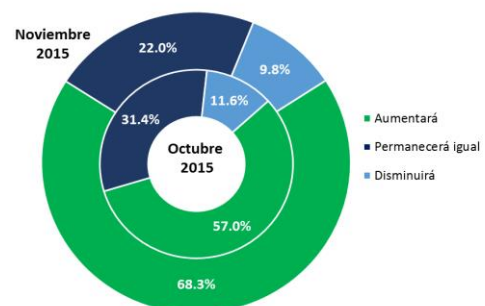
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

► 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.

En la medición de noviembre de la EOF, el 68,3% de los encuestados espera que el *spread* de la deuda colombiana aumente en un horizonte de tres meses. Esta proporción aumenta frente a los resultados de octubre, cuando un 57,0% así lo creía.

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

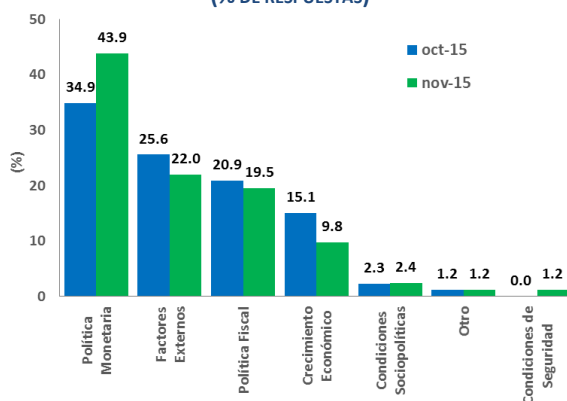


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC.

► La política monetaria se mantiene como el factor más importante a la hora de invertir. Por otro lado, destaca el descenso del crecimiento económico como factor relevante para tomar decisiones de inversión.

La proporción de analistas que considera la política monetaria como el factor más relevante aumentó de 34,9% en octubre a 43,9% en noviembre. Por su parte, se observa una menor preocupación por el crecimiento económico, teniendo en cuenta que solo un 9,8% de los analistas (frente a 15,1% en el mes anterior) 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 sus posiciones en TES UVR, deuda privada indexada al IBR y al IPC y en fondos de capital privado.

En noviembre, los administradores de portafolio manifestaron principalmente un aumento en sus preferencias por TES UVR y por deuda privada indexada al IBR y al IPC (Cuadro 1). En contraposición, se evidencia una fuerte disminución en las posiciones en acciones locales y en deuda privada indexada a la tasa fija. El menor apetito por acciones locales va en línea con la expectativa de desvalorización del índice de capitalización COLCAP para los próximos meses.

A pesar de que el efectivo permanece como el activo con el mejor balance desde el mes de septiembre, se registró una caída en la proporción de analistas que planean incrementar sus posiciones en este activo.

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

Grupos de Activos	Balance Octubre 2015	Balance Noviembre 2015	Variación
TES Tasa Fija	-19%	-32%	↓
TES UVR	23%	26%	↑
Deuda Privada Tasa Fija	-21%	-37%	↓
Deuda Privada indexada a la DTF	-16%	-21%	↓
Deuda Privada indexada al IBR	24%	39%	↑
Deuda Privada indexada al IPC	21%	37%	↑
Bonos Extranjeros	-10%	-10%	=
Acciones Locales	25%	10%	↓
Acciones Internacionales	0%	-9%	↓
Fondos de Capital Privado	28%	35%	↑
Commodities	-18%	-24%	↓
Efectivo	48%	41%	↓

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

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo - BVC.

► En noviembre aumenta la proporción de analistas que espera caídas del COLCAP en 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. En noviembre, el 63,4% de los analistas espera que el índice de capitalización disminuya o permanezca igual en los próximos tres meses. Frente a los resultados del mes pasado, esta proporción crece en 13,4 puntos porcentuales. Esto es consistente con la fuerte caída del índice en el último mes, llegando a niveles no observados desde 2009.

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

Nivel de precio del Índice COLCAP	Encuesta Octubre de 2015	Encuesta Noviembre de 2015
Aumentará un 10% o más	3.5%	1.2%
Aumentará entre 5% y 9,99%	10.5%	9.8%
Aumentará entre 0,01% y 4,99%	36.0%	25.6%
Permanecerá igual	19.8%	23.2%
Caerá entre 0,01% y 4,99%	26.7%	28.0%
Caerá entre 5% y 9,99%	2.3%	11.0%
Caerá un 10% o más	1.2%	1.2%

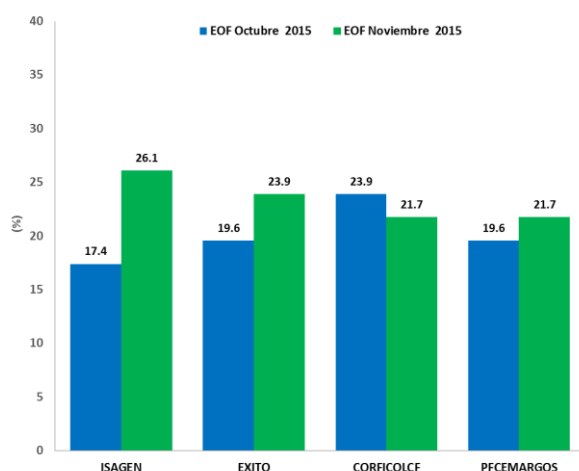
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo-BVC

► La acción de Isagén se ubicó como la más atractiva dentro de las que componen el índice COLCAP. Le siguen la acción de Éxito, Corficolombiana y preferencial Grupo Argos.

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 Isagén se ubicó en el primer lugar del *ranking*, con una preferencia expresada por el 26,1% de quienes invierten en acciones, frente a un 17,4% observado en el mes de octubre. Le siguen la acción de Éxito, Corficolombiana y preferencial Cementos Argos.

## GRÁFICO 9. ACCIONES DEL COLCAP MÁS ATRACTIVAS PARA LOS INVERSIONISTAS

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

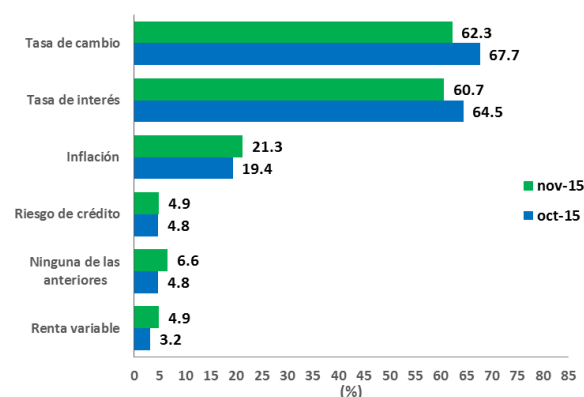


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo - BVC.

► Los administradores de portafolio reafirmaron que en el corto plazo esperan cubrirse principalmente contra el riesgo cambiario y la tasa de interés. Sin embargo, la proporción de encuestados que planea cubrirse frente a estos riesgos disminuyó en noviembre.

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 noviembre, el 62,3% de los encuestados afirma estar planeando una cobertura contra el riesgo cambiario en el corto plazo. Esto representa una caída de 5,4 pps respecto a octubre. En este mes, también cae el porcentaje de administradores que planea cubrirse contra el riesgo de tasa de interés, al pasar de 64,5% en octubre a 60,7% en noviembre (Gráfico 10). Por otro lado, en este mes se incrementó la proporción de analistas que afirma planear una cobertura frente a la inflación y la renta variable en los próximos meses.

## 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**

	Noviembre 10 de 2015	Noviembre 18 de 2015	Variación o cambio
TRM (COP/USD)	2,921	3,069	5.07%
COLCAP	1,213	1,126	-7.24%
EMBI + Colombia	279	291	4.30%
TES 2024	7.95%	8.08%	13 pbs
IBR Overnight	4.94%	4.90%	-4 pbs

Fuente: Banco de la República, BVC y MHCP.

**CUADRO 4. RESUMEN DE LAS EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS\***

	A final de mes (noviembre)	Fin de año 2015	Noviembre (2016)	Fin 2016
Tasa de intervención (%)	5.50	5.75	5.25	-
	Tercer trimestre 2015	Año 2015	Noviembre (2016)	Año 2016
Crecimiento (%)	3.0	3.0	-	2.8
	Noviembre (2015)	Año 2015	Noviembre (2016)	Año 2016
Inflación (% anual)	6.1	6.2	4.5	4.2
	Fin de mes	Fin de año 2015	Noviembre (2016)	Fin 2016
Tasa de Cambio (COP/USD)	3,000	2,965	2,900	2,900
Tasa de rendimiento TES 2024		Entre 8,0% y 8,39%		
IBR Overnight		Entre 5,6% y 5,79%		
COLCAP		Caerá entre 0,01% y 4,99%		
Spread		Aumentará		

\* Expectativa corresponde a la mediana.

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera Fedesarrollo - BVC.

Comentarios a Juan Andrés Páez: [jpaez@fedesarrollo.org.co](mailto:jpaez@fedesarrollo.org.co)

Publicado el 23 de noviembre de 2015