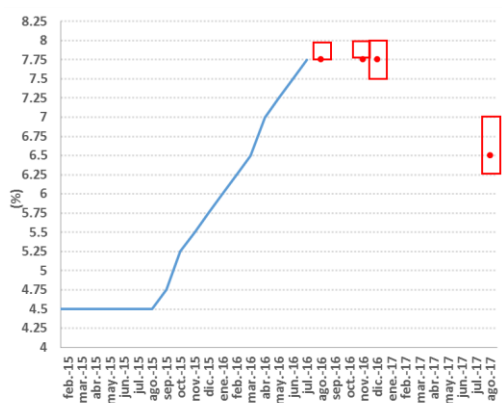


► En la medición de agosto, 66% de los analistas espera que la Junta Directiva del Banco de la República mantenga estable su tasa de intervención en 7,75%.

Como lo anticipó el resultado de la EOF de julio, en su última reunión el Banco de la República elevó la tasa de intervención en 25 puntos básicos (pbs) llevándola a 7,75%. La decisión del Emisor se tomó como respuesta a los altos niveles de inflación observada y a la persistencia de expectativas de inflación por encima de la meta, junto con el compromiso de asegurar la convergencia de la inflación al rango meta en el mediano plazo. Adicionalmente, la Junta revisó a la baja su proyección de crecimiento del PIB para 2016 de 2,5% a 2,3%, con un rango esperado entre 1,5% y 3,0%.

En este contexto, en agosto el 66,1% de los analistas considera que durante su próxima reunión el Banco de la República mantendrá estable su tasa de intervención en 7,75%. Por otro lado, un 32,3% de los analistas espera un nuevo incremento de 25 pbs, mientras que tan solo un 1,6% espera una disminución de 25 pbs en la tasa de interés.

GRÁFICO 1. TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANREP



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

□ Rango • Mediana

De igual forma, las expectativas de los analistas sobre la tasa de intervención a 3 meses están divididas: un 61,3% espera que ésta se ubique en

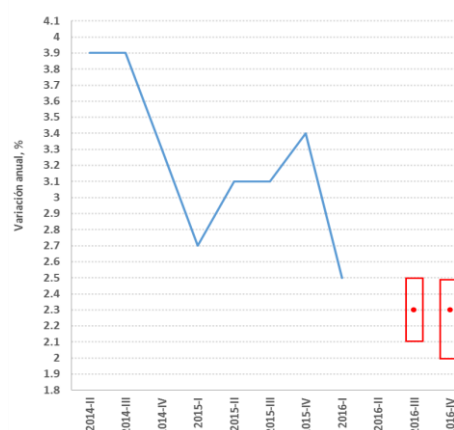
7,75%, mientras que un 30,7% considera que se situará en 8,0%. Es así como la expectativa (respuesta mediana) es que la tasa de interés del Emisor se ubique en 7,75% a finales de noviembre con un rango¹ entre 7,75% y 8,0% (Gráfico 1).

Por su parte, la expectativa sobre tasa de interés para fin de año también se ubicó en 7,75%. Lo anterior indica que la mayoría de los analistas considera que en julio habría finalizado el ciclo alcista iniciado por el Emisor en septiembre de 2015. En cuanto a las expectativas de tasa de intervención para un horizonte de 12 meses, éstas se ubicaron en un rango entre 6,25% y 7,0%, con 6,5% como respuesta mediana.

► Los analistas redujeron su pronóstico de crecimiento del PIB para 2016 de 2,5% a 2,3% y para 2017 de 2,9% a 2,8%.

En esta medición, se preguntó a los analistas sobre sus proyecciones de crecimiento para el tercer y cuarto trimestre de 2016, así como para todo el 2016 y 2017. Los encuestados redujeron su pronóstico de crecimiento para el tercer trimestre de 2,5% a 2,3%. Para el cuarto trimestre esperan un crecimiento de 2,3%

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



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

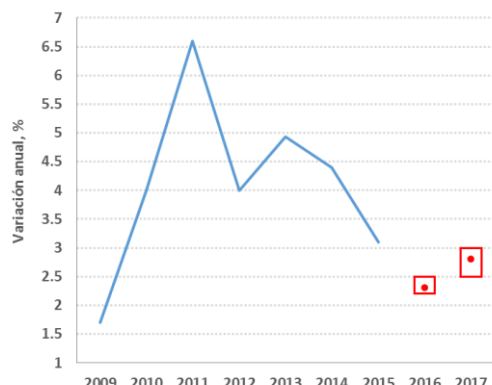
□ Rango • Mediana

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


En esta línea, los analistas también redujeron la expectativa de crecimiento de la economía para 2016 de 2,5% a 2,3% (Gráfico 3). El 50% de los encuestados alrededor de la mediana cree que el crecimiento de 2016 se ubicará entre 2,2% y 2,5%, mientras en julio este rango estaba entre 2,3% y 2,6%.

De igual forma, por segundo mes consecutivo, los encuestados revisaron a la baja su estimativo de crecimiento del PIB para 2017 de 2,9% a 2,8%. Vale la pena mencionar que en agosto el porcentaje de analistas que espera un crecimiento igual o superior a 3,0% para 2016 fue 40,3%, considerablemente inferior a la proporción del mes de julio (49,2%).

GRÁFICO 3. CRECIMIENTO ANUAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

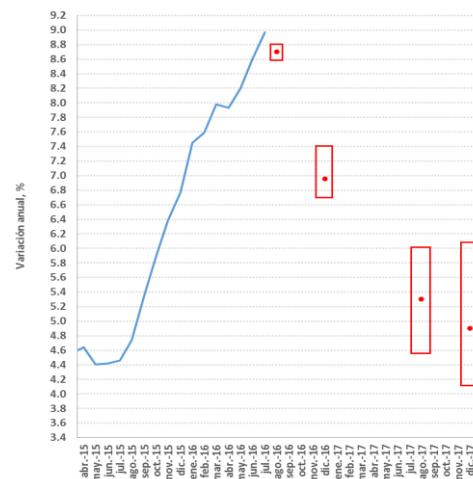
 Rango • Mediana

► En agosto la inflación se desacelerará ubicándose en 8,70%, de acuerdo con los analistas. El pronóstico de inflación de los encuestados para 2016 se mantuvo en 6,9%, pero aumentó para 2017 de 4,6% a 4,9%.


En julio, la inflación anual se aceleró y alcanzó una variación anual de 8,97%, 20 pbs por encima del pronóstico de la última EOF. El incremento del IPC se explica principalmente por la transmisión de la tasa de cambio al precio de los bienes transables (7,87%) y por el aumento persistente en el precio de los alimentos (15,71%) exacerbado por el reciente paro camionero.

En la medición de agosto, los analistas esperan que la inflación comience a ceder y se ubique en 8,70% a final de mes. Por su parte, las expectativas de inflación para diciembre de 2016 se mantuvieron en 6,9% y para el cierre de 2017 se situaron en un rango entre 4,1% y 5,9%, con 4,9% como respuesta mediana, lo que representa un incremento de 0,3 pps respecto a la expectativa del mes anterior (Gráfico 4). En este mes un 83,3% de los analistas encuestados considera que la inflación para 2017 se ubicará fuera del rango meta del Banco de la República, significativamente por encima del 69,4% que así lo creía en julio.

GRÁFICO 4. INFLACIÓN (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

 Rango • Mediana

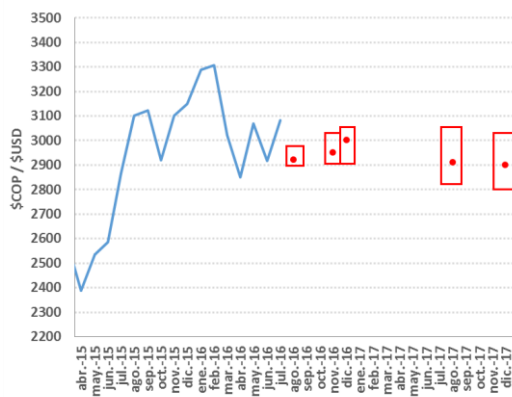
► En agosto, las expectativas de los agentes sobre el comportamiento de la tasa de cambio sugieren que el dólar se ubicaría entre \$2.900 y \$3.015 pesos durante los próximos tres meses, con \$2.950 pesos como respuesta mediana.

La tasa de cambio cerró julio en \$3.082 pesos por dólar con una depreciación mensual del 5,7%. No obstante, en lo corrido de agosto se ha observado una fuerte apreciación de la divisa, que alcanzó los \$2.867 pesos el pasado 22 de agosto. Los resultados de la encuesta sugieren que la tasa de cambio cerrará el mes entre \$2.900 y \$2.980, con \$2.920 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 \$2.900-\$3.015, con \$2.950 como respuesta mediana.

Para el cierre de 2016, los analistas esperan un incremento de la tasa de cambio respecto a los niveles actuales. El 50% de los analistas alrededor de la mediana considera que el dólar se ubicará al cierre del año entre \$2.900-\$3.050, con \$3.000 como respuesta mediana. Cabe resaltar que en este mes el porcentaje de analistas que espera una tasa de cambio inferior a los \$3.000 pesos para el cierre del año fue de 44,1%, ligeramente por debajo de la proporción de julio (51,6%).

GRÁFICO 5. TASA DE CAMBIO A FIN DE MES



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

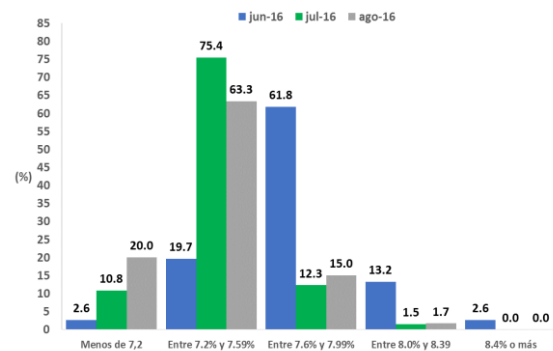
 Rango • Mediana

► La mayoría de los analistas espera una tasa de rendimiento de los TES 2024 entre 7,2% y 7,59% para los próximos tres meses. La proporción de analistas que espera una tasa inferior a 7,2% aumentó fuertemente, al pasar de 10,8% en julio a 20,0% en agosto.

Durante los últimos tres meses se ha observado una valorización de los TES 2024, con una caída en la tasa de negociación desde 7,96% a finales de mayo hasta 7,22% al cierre del 24 de agosto. En la última encuesta, un 63,3% de los analistas considera que la tasa de rendimiento de los TES con vencimiento en el 2024 se ubicará entre 7,2% y 7,59% para los próximos tres meses (Gráfico 6). Frente a los resultados de julio, crece

la proporción de analistas que espera una tasa inferior a 7,2%, al pasar de 10,8% a 20,0% en julio.

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

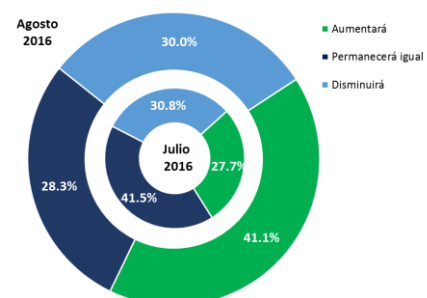


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

► La mayoría de analistas espera que el *spread* de la deuda colombiana aumente 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 agosto de la EOF, el 41,1% de los encuestados espera que el *spread* de la deuda colombiana aumente. Esta proporción es considerablemente mayor a la de la encuesta de julio, cuando un 27,7% así lo creía. Por otro lado, la proporción de analistas que esperan que el *spread* se mantenga en los próximos tres meses cae de 41,5% a 28,3%.

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

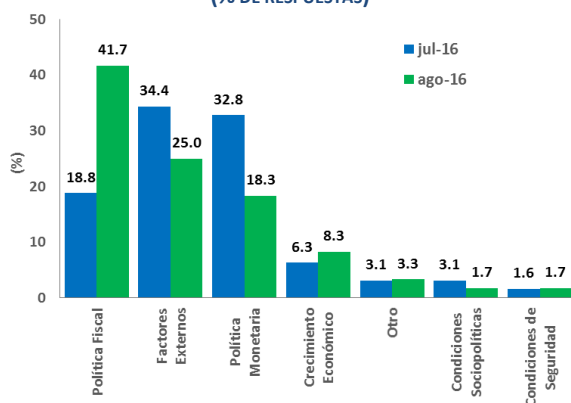


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

► **La política fiscal gana relevancia y se convierte en el factor más importante a la hora de invertir. En un segundo y tercer lugar se encuentran los factores externos y la política monetaria, respectivamente.**

La proporción de analistas que considera la política fiscal como el factor más relevante a la hora de invertir aumentó de 18,8% en julio a 41,7% en agosto. Lo anterior va en línea con la baja en la perspectiva crediticia por parte de *Fitch Ratings*, debido al mayor riesgo de un deterioro fiscal en Colombia. Por su parte, se observa una menor preocupación por la política monetaria teniendo en cuenta que un 18,3% de los analistas (frente a 32,8% 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.

► **Para los próximos tres meses, los administradores de portafolio siguen expresando su preferencia por invertir en deuda privada a tasa fija y en fondos de capital privado. Sin embargo los balances sobre preferencias para la deuda privada a tasa fija se reducen con respecto al mes anterior. En cambio, los balances para la inversión en deuda privada indexada a la DTF y para la inversión en *commodities*, que estaban en niveles negativos, aumentan de manera sustancial**

En agosto, los administradores de portafolio manifestaron principalmente sus preferencias por fondos de capital privado, deuda privada tasa fija, TES tasa fija y *commodities* (Cuadro 1).

En este mes, sobresale el aumento respecto a julio en la proporción de analistas que planea incrementar sus posiciones en *commodities*. El mayor apetito por dichos activos refleja la recuperación del precio de algunas materias primas, como el petróleo y el carbón, en el último mes. Asimismo, aumenta la proporción de analistas que planea incrementar las posiciones en títulos de deuda privada indexados a la DTF. En contraposición, se evidencia una fuerte disminución en la preferencia por activos indexados a la inflación como los TES UVR y la deuda privada indexada al IPC.

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

Grupos de Activos	Balance Julio 2016	Balance Agosto 2016	Variación
TES Tasa Fija	12%	15%	↑
TES UVR	-15%	-32%	↓
Deuda Privada Tasa Fija	56%	40%	↓
Deuda Privada indexada a la DTF	-12%	8%	↑
Deuda Privada indexada al IBR	20%	10%	↓
Deuda Privada indexada al IPC	-13%	-29%	↓
Bonos Extranjeros	-3%	-19%	↓
Acciones Locales	12%	15%	↑
Acciones Internacionales	-29%	-45%	↓
Fondos de Capital Privado	47%	55%	↑
Commodities	-21%	13%	↑
Efectivo	14%	2%	↓

*Balance: % de encuestados que incrementará su posición menos % de encuestados que disminuirá su posición
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

► **Por segundo mes consecutivo crece la proporción de analistas que espera incrementos del COLCAP en los próximos tres meses.**

El COLCAP refleja las variaciones de precios de las acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia. En agosto, el 61,7% de los analistas espera que el índice aumente en los próximos tres meses. Frente a los resultados del mes pasado, esta proporción crece en 4,8 pps. Por su parte, disminuye la proporción de analistas que espera una desvalorización del índice bursátil en los próximos tres meses.

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

Nivel de precio del Índice COLCAP	Encuesta Julio de 2016	Encuesta Agosto de 2016
Aumentará un 10% o más	1.5%	3.3%
Aumentará entre 5% y 9,99%	7.7%	1.7%
Aumentará entre 0,01% y 4,99%	47.7%	56.7%
Permanecerá igual	12.3%	18.3%
Caerá entre 0,01% y 4,99%	29.2%	16.7%
Caerá entre 5% y 9,99%	1.5%	3.3%
Caerá un 10% o más	0.0%	0.0%

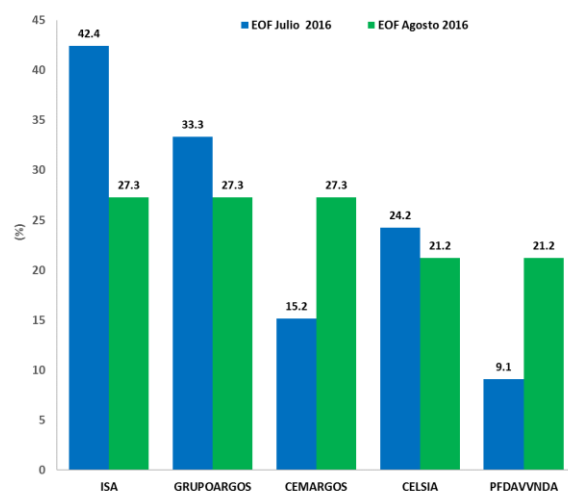
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

► **Las acciones de ISA, Grupo Argos y Cementos Argos se ubicaron como las tres más atractivas dentro de las que componen el índice COLCAP. Les siguen Celsia y Preferencial Davivienda.**

La EOF consulta a los analistas acerca de las tres acciones que consideran más atractivas dentro de las que componen el índice COLCAP. En esta ocasión, ISA, Grupo Argos y Cementos Argos, comparten el primer lugar del ranking con una preferencia expresada por el 27,3% de quienes manejan acciones. Entre estas sobresale el crecimiento de la preferencia por la acción de Cementos Argos respecto al mes de julio (15,2%). Le siguen la acción de Celsia y Preferencial Davivienda.

GRÁFICO 9. ACCIONES DEL COLCAP MÁS ATRACTIVAS PARA LOS INVERSIONISTAS

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

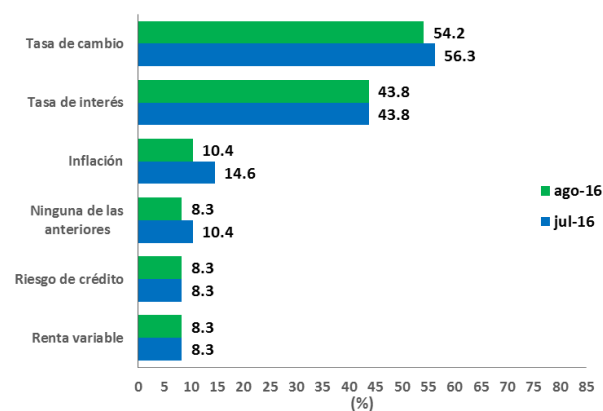


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

► Los administradores de portafolio reafirmaron que en el corto plazo esperan cubrirse principalmente contra el riesgo cambiario y la tasa de interés. Por su parte, cae la proporción de encuestados que planea cubrirse frente a riesgos de inflación.

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 agosto, el 54,2% de los encuestados afirma estar planeando una cobertura contra el riesgo cambiario en el corto plazo. A pesar de mantenerse en primer lugar, la preferencia por esta cobertura tuvo una ligera caída de 2,1 pps respecto a julio. En este mes también cae el porcentaje de administradores que planea cubrirse contra el riesgo inflacionario, al pasar de 14,6% en julio a 10,4% en agosto (Gráfico 10).

GRÁFICO 10. COBERTURA DE LOS DIFERENTES TIPOS DE RIESGO PARA LOS PRÓXIMOS 3 MESES
(% DE RESPUESTAS)



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

CUADRO 3. RESUMEN DE LAS EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS*

Variable	Observado	Expectativa			
		A final de mes (agosto)	Fin de año 2016	Agosto (2017)	Fin 2017
Tasa de intervención (%)	Julio 7.75	7.75	7.75	6.50	-
	Primer trimestre 2016	Tercer trimestre 2016	Cuarto trimestre 2016	Año 2016	Año 2017
Crecimiento (%)	2.5	2.3	2.3	2.3	2.8
	Julio	Agosto (2016)	Año 2016	Agosto (2017)	Año 2017
Inflación (% anual)	9.0	8.7	6.9	5.3	4.9
	Dato promedio observado período de recolección Agosto 16-Agosto 24	A final de mes (agosto)	Fin de año 2016	Agosto (2017)	Fin 2017
Tasa de Cambio (COP/USD)	2,890	2,920	3,000	2,910	2,900
Tasa de rendimiento TES 2024	7.24		Entre 7,2% y 7,59%		
IBR Overnight	7.39		Entre 7,2% y 7,59%		
COLCAP	1,352		Aumentará entre 0,01% y 4,99%		
Spread	225		Aumentará		

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera Fedesarrollo.

Comentarios a Juan Andrés Páez: jpaez@fedesarrollo.org.co

Publicado el 29 de agosto de 2016