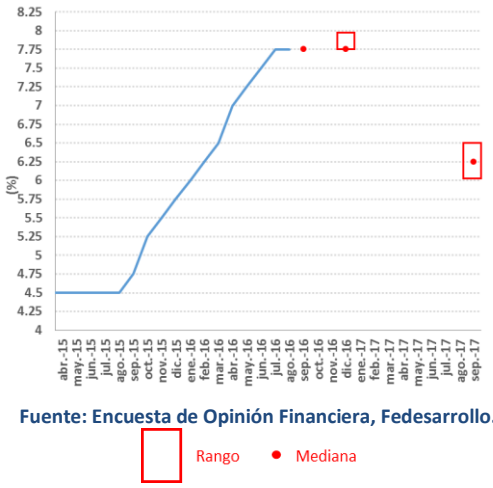
En la medición de agosto, 97% de los analistas espera que la Junta Directiva del Banco de la República mantenga estable su tasa de intervención en 7,75%.

En línea con el pronóstico de la EOF de agosto, en su última reunión el Banco de la República mantuvo estable la tasa de intervención. A pesar de los altos niveles de inflación observada y a la persistencia de expectativas de inflación por encima de la meta, la decisión del Emisor tomó en cuenta la fuerte desaceleración del PIB en el segundo trimestre del año. En esta línea, la Junta señaló que es muy probable que el crecimiento de la economía se ubique por debajo del 2,3% proyectado en la reunión de Agosto.

En septiembre, el 96,8% de los analistas considera que en su próxima reunión el Banco de la República mantendrá su tasa de intervención inalterada en 7,75%. Solo un 3,2% de los analistas espera una disminución de 25 pbs en la tasa de interés.

GRÁFICO 1. TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANREP



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

Por su parte, las expectativas de los analistas sobre la tasa de intervención para el cierre de año se encuentran divididas: un 69,8% espera que ésta se ubique en 7,75%, mientras que un 30,2% espera al menos una reducción en la tasa repo en el último trimestre del año. Es así como la expectativa (respuesta mediana) es que la tasa de interés del Emisor se ubique en 7,75% a finales de año con un rango[1] entre 7,5% y 7,75% (Gráfico 1). Finalmente, en cuanto a las expectativas de tasa de intervención para un horizonte de 12 meses, éstas se ubicaron en un rango entre 6,0% y 6,5%, con 6,25% como respuesta mediana (Gráfico 1).

Los analistas redujeron su pronóstico de crecimiento del PIB para 2016 de 2,3% a 2,1% y para 2017 de 2,8% a 2,6%.

En el segundo trimestre del año el crecimiento anual del PIB fue de 2,0%, 0,5 puntos porcentuales (pps) por debajo de la expectativa de los encuestados en el mes de julio.

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. En septiembre, los encuestados redujeron su pronóstico de crecimiento para el tercer y cuarto trimestre de 2,3% a 2,0% (Gráfico 2).

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



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

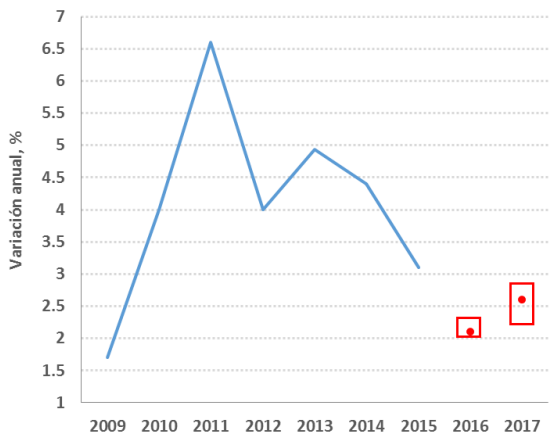
En esta línea, los analistas también redujeron la expectativa de crecimiento de la economía para 2016 de 2,3% a 2,1% (Gráfico 3). El 50% de los encuestados alrededor de la mediana cree que el crecimiento de 2016 se ubicará entre 2,0% y

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

2,3%, mientras en agosto este rango estaba entre 2,2% y 2,5%.

De igual forma, por tercer mes consecutivo, los encuestados revisaron a la baja su estimativo de crecimiento del PIB para 2017 de 2,8% a 2,6%. Cabe resaltar que el porcentaje de analistas que espera un crecimiento igual o superior a 3,0% para 2017 fue 19,0%, considerablemente inferior al de agosto (40,3%).

GRÁFICO 3. CRECIMIENTO ANUAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

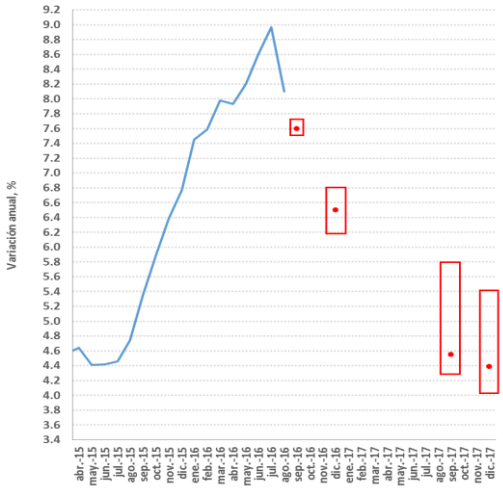
Rango ● Mediana

▶ De acuerdo con los analistas, la inflación en septiembre seguirá desacelerándose y se ubicará en 7,60%. Por su parte, las expectativas de inflación para el cierre de 2016 se ubicaron en 6,5% y para 2017 en 4,4%. Frente al mes anterior, esto representa una reducción de 0,4 pps y 0,2 pps, respectivamente.

En agosto, la inflación anual se desaceleró y alcanzó una variación anual de 8,10%, 60 pbs por debajo del pronóstico de la última EOF. La corrección del IPC se explica principalmente por la fuerte caída en el precio de los alimentos con una variación mensual de -1,54%.

En la medición de septiembre, los analistas esperan que la inflación continúe cediendo y se ubique en 7,60% a final de mes. Por su parte, las expectativas de inflación para diciembre de 2016 se concentraron en 6,5%, 0,4 pps por debajo del registro del mes anterior. Para el cierre de 2017 las expectativas se situaron en un rango entre 4,0% y 5,4%, con 4,4% como respuesta mediana, lo que representa una reducción de 0,2 pps respecto a la expectativa del mes de agosto (Gráfico 4). es

GRÁFICO 4. INFLACIÓN (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

Rango ● Mediana

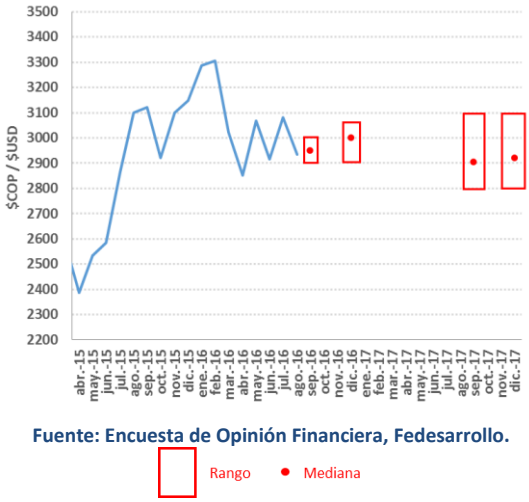
▶ En septiembre, las expectativas de los agentes sobre el comportamiento de la tasa de cambio sugieren que el dólar se ubicaría entre $2.900 y $3.050 pesos al cierre del año, con $3.000 pesos como respuesta mediana.

La tasa de cambio cerró agosto en $2.934 pesos por dólar, 14 pesos por encima del pronóstico de los analistas. En lo corrido de septiembre se ha observado una alta volatilidad de la tasa de cambio, ubicándose entre los $2850 y $3.000 pesos por dólar, cerrando el pasado 22 de septiembre en $2.894 pesos. Los resultados de la encuesta sugieren que la tasa de cambio cerrará el mes entre $2.900 y $3.000, con $2.950 como respuesta mediana (Gráfico 5).

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. Vale la pena señalar que en este mes el porcentaje de analistas que espera una tasa de cambio igual o inferior a los $3.000 pesos para el cierre del año fue de 67,2%, ligeramente por encima de la proporción de agosto (61,0%).

GRÁFICO 5. TASA DE CAMBIO A FIN DE MES



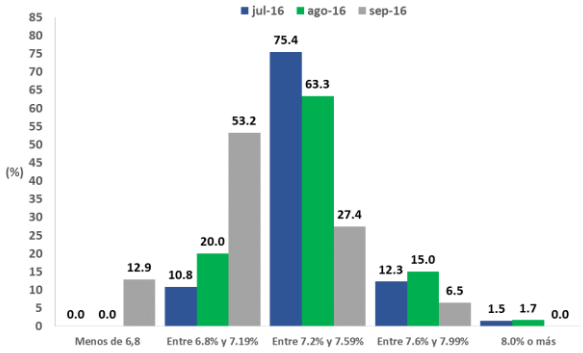
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

Rango ● Mediana

▸ La mayoría de los analistas espera una tasa de rendimiento de los TES 2024 entre 6,8% y 7,19% para los próximos 3 meses. La proporción de analistas que espera una tasa inferior a 7,2% aumentó fuertemente, al pasar de 20,0% en agosto a 66,1% en septiembre.

Durante los últimos tres meses se ha observado una valorización de los TES 2024, con una caída en la tasa de negociación desde 7,42% a mediados de julio hasta 6,99% al cierre del 21 de septiembre. En la última encuesta, un 53,2% 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 agosto, crece la proporción de analistas que espera una tasa inferior a 7,2%, al pasar de 20,0% a 66,1% en septiembre.

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

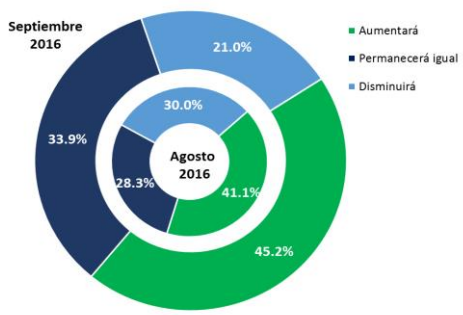


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

▸ 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 septiembre de la EOF, el 45,2% de los encuestados espera que el *spread* de la deuda colombiana aumente. Esta proporción es ligeramente superior a la de la encuesta de agosto, cuando un 41,1% así lo creía. Por otro lado, la proporción de analistas que espera que el spread disminuya en los próximos tres meses bajó de 30% a 21,0%.

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

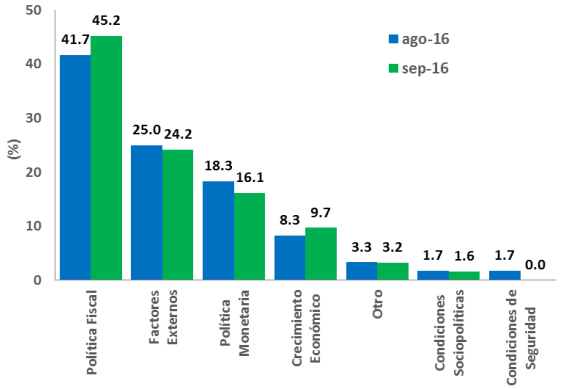


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

▸ La política fiscal se mantiene como el factor más importante a la hora de invertir. En un segundo y tercer lugar se encuentran los factores externos y la política monetaria.

La proporción de analistas que considera la política fiscal como el factor más relevante a la hora de invertir aumentó de 41,7% en agosto a 45,2% en septiembre. Lo anterior va en línea con la incertidumbre alrededor de la próxima reforma tributaria. Por otra parte, en este mes la política monetaria pierde relevancia como criterio para invertir, con una caída en la proporción de analistas de 18,3% a 16,1% en el último mes. Finalmente, se observa una mayor preocupación por el crecimiento económico teniendo en cuenta que un 9,7% de los analistas (frente a 8,3% en el mes anterior) lo considera como el factor más relevante para tomar decisiones de inversión.

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

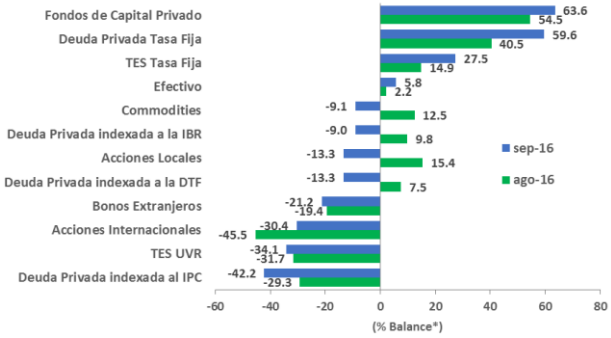


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

▸ En los próximos tres meses, los administradores de portafolio planean aumentar sus posiciones principalmente en fondos de capital privado, en deuda privada tasa fija, en TES tasa fija y en efectivo.

En septiembre, los administradores de portafolio manifestaron principalmente sus preferencias por fondos de capital privado, deuda privada tasa fija, TES tasa fija y efectivo (Gráfico 9). En este mes, también sobresale el aumento respecto a agosto en la proporción de analistas que planea incrementar sus posiciones en deuda privada tasa fija y TES tasa fija. En contraposición, se evidencia una fuerte disminución en la preferencia por deuda privada indexada a la DTF, acciones locales y deuda privada indexada al IPC.

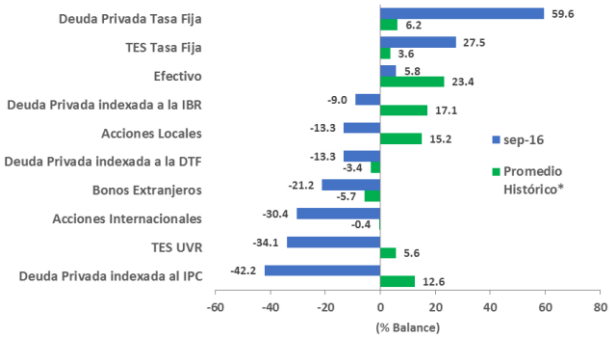
GRÁFICO 9. PROYECCIÓN DE POSICIONES EN LOS PRÓXIMOS 3 MESES PARA DIFERENTES ACTIVOS



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

Por su parte, al comparar frente al promedio desde que se hace la encuesta con la metodología actual (desde junio de 2014), en septiembre se observa una mayor preferencia por activos tasa fija y una menor preferencia por activos externos y por activos indexados a la inflación (Gráfico 10).

GRÁFICO 10. PROYECCIÓN DE POSICIONES EN LOS PRÓXIMOS 3 MESES PARA DIFERENTES ACTIVOS VS PROMEDIO HISTÓRICO



***El promedio histórico se refiere al promedio de los balances entre junio 2014 hasta la fecha.**
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

▸ En septiembre, la proporción de los analistas que espera incrementos del COLCAP en los próximos tres meses es menor a la que se observaba en agosto, pero sigue siendo más ata que la proporción de analistas que espera reducciones en el COLCAP.

El COLCAP refleja las variaciones de precios de las acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia. En septiembre, el 41,9% de los analistas espera que el índice aumente en los próximos tres meses, mientras el porcentaje que

espera reducciones es de 40,3% (Cuadro 1). La proporción de los que esperan aumentos cae en 19,8 pps frente a los resultados del mes pasado. Por su parte, aumenta considerablemente la proporción de analistas que espera una desvalorización del índice bursátil en los próximos tres meses.

CUADRO 1. EXPECTATIVAS SOBRE EL PRECIO DEL ÍNDICE COLCAP A 3 MESES*
(% DE RESPUESTAS)

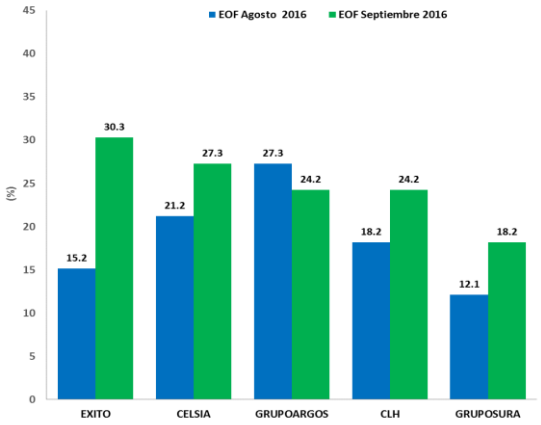
Nivel de precio del Índice COLCAP	Encuesta Agosto de 2016	Encuesta Septiembre de 2016
Aumentará un 10% o más	3.3%	0.0%
Aumentará entre 5% y 9,99%	1.7%	1.6%
Aumentará entre 0,01% y 4,99%	56.7%	40.3%
Permanecerá igual	18.3%	17.7%
Caerá entre 0,01% y 4,99%	16.7%	37.1%
Caerá entre 5% y 9,99%	3.3%	3.2%
Caerá un 10% o más	0.0%	0.0%

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

La acción de Grupo Éxito se ubicó como la más atractiva dentro de las que componen el COLCAP. Le siguen Celsia, Grupo Argos, Cemex y Grupo Sura.

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, la acción de Grupo Éxito se ubicó en el primer lugar del *ranking*, con una preferencia expresada por el 30,3% de quienes invierten en acciones. Le siguen la acción de Celsia, Grupo Argos, Cemex y Grupo Sura.

GRÁFICO 11. ACCIONES DEL COLCAP MÁS ATRACTIVAS PARA LOS INVERSIONISTAS
(% DE ENCUESTADOS QUE CONSIDERAN A LA ACCIÓN COMO UNA DE LAS TRES MÁS APETECIDAS)

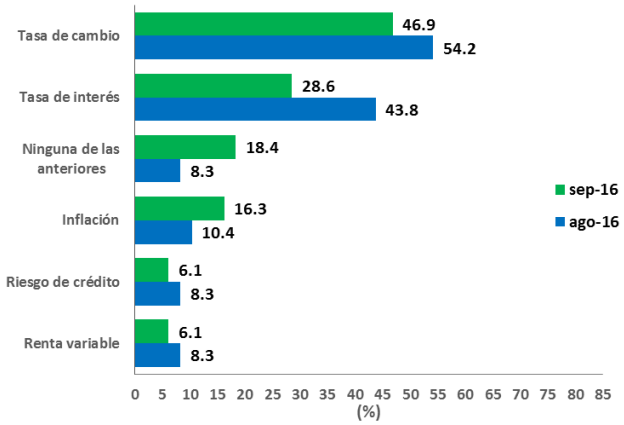


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

Los administradores de portafolio reafirmaron que en el corto plazo esperan cubrirse principalmente contra el riesgo cambiario. Por su parte, cae significativamente la proporción de encuestados que planea cubrirse frente a riesgos 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 agosto, el 46,9% 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 registró una disminución de 7,3 pps respecto agosto. Por su parte, cae considerablemente el porcentaje de administradores que planea cubrirse contra el riesgo de tasa de interés, al pasar de 43,8% en agosto a 28,6% en septiembre (Gráfico 12).

GRÁFICO 12. COBERTURA DE LOS DIFERENTES TIPOS DE RIESGO PARA LOS PRÓXIMOS 3 MESES
(% DE RESPUESTAS)



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, Fedesarrollo.

CUADRO 2. RESUMEN DE LAS EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS*

Variable	Observado	Expectativa			
	Agosto	A final de mes (septiembre)	Fin de año 2016	Septiembre (2017)	Fin 2017
Tasa de intervención (%)	7.75	7.75	7.75	6.25	-
	Primer trimestre 2016	Tercer trimestre 2016	Cuarto trimestre 2016	Año 2016	Año 2017
Crecimiento (%)	2.0	2.0	2.0	2.1	2.6
	Agosto	Septiembre (2016)	Año 2016	Septiembre (2017)	Año 2017
Inflación (% anual)	8.1	7.6	6.5	4.6	4.4
	Dato promedio observado período de recolección Septiembre 12-Septiembre 21	A final de mes (septiembre)	Fin de año 2016	Septiembre (2017)	Fin 2017
Tasa de Cambio (COP/USD)	2,944	2,950	3,000	2,904	2,920
Tasa de rendimiento TES 2024	7.02		Entre 6,8% y 7,19%		
IBR Overnight	7.37		Entre 7,2% y 7,59%		
COLCAP	1,362		Aumentará entre 0,01% y 4,99%		
Spread	243		Aumentará		

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera Fedesarrollo.

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

Publicado el 26 de septiembre de 2016