

- 1. Entorno macroeconómico..... 2**  
Los mercados bursátiles iniciaron el 2016 presentando una marcada volatilidad debido a incertidumbre sobre situación del entorno internacional. La noticia que se llevó el premio de oro a la más influyente en las bolsas de valores fue el referendo sobre la salida de Reino Unido. Además de este evento, también fueron relevantes las decisiones de política monetaria de Estados Unidos, la evolución de los precios del petróleo y la disminución en el crecimiento económico de China.
- 2. Renta fija..... 5**  
Por 10 meses consecutivos el Banco de la República ha incrementado la tasa repo en 300 puntos básicos a 7,5%. La DTF a 90 días y la IBR presentaron un comportamiento alcista, correlacionado con la decisión del Emisor. Por otro lado, la curva de rendimientos de deuda pública presentó un aplanamiento marcado.
- 3. Dólar..... 7**  
Dólar inició el año presentando fuertes variaciones. Durante los primeros dos meses subió de manera rápida hasta alcanzar el máximo histórico, luego corrigió a la baja y cerró el semestre por debajo de la cotización de apertura el 4 de enero. La Tasa Representativa del Mercado (TRM) registró una revaluación aproximada de 7,4%.
- 4. Inflación.....8**  
El IPC ha subido tanto que alcanzó a registrar una cifra de 8,60% durante los últimos 12 meses, alcanzando un máximo no visto desde el año 2000, como consecuencia del incremento en los precios de los alimentos y a la transmisión de la depreciación cambiaria sobre los costos de productos importados.
- 5. Producto Interno Bruto.....9**  
El comportamiento de la economía colombiana se viene moderando comparativamente con los periodos anteriores, producto de un menor crecimiento de varias de las ramas de actividad. Durante el primer trimestre de 2016, el PIB creció 2,5% respecto al 2015.
- 6. Desempleo..... 10**  
La tasa de desempleo que se reportó durante el mes de mayo de 2016 fue de 8,8%, el cual comparado con el mismo mes del 2015 presenta una disminución de 0,1%.

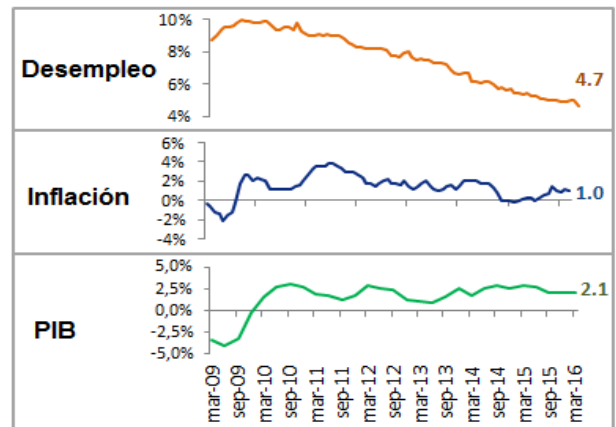
## 1. ENTORNO INTERNACIONAL

Los mercados bursátiles en el mundo iniciaron el año 2016 registrando una volatilidad muy marcada como producto del panorama del entorno global, el cual ha estado influenciado por la evolución de los precios del petróleo, el menor crecimiento esperado de la economía china y la expectativa de la implementación de políticas monetarias contraccionistas por parte de la Reserva Federal (FED) de Estados Unidos. A lo largo del semestre fue cobrando mayor relevancia en la toma de decisiones de los inversionistas la incertidumbre respecto a la decisión de política monetaria norteamericana, sin embargo, el referendo respecto a la permanencia de Reino Unido en la Unión Europea se llevó el premio de oro a la noticia más influyente en el comportamiento de las bolsas de valores en este periodo de tiempo.

Uno de los temas más relevantes en los últimos tres años ha sido la recuperación económica de Estados Unidos, puesto que una evolución favorable de los principales indicadores generó la expectativa de un cambio en la decisión de política monetaria de ese país. Al analizar las principales cifras macroeconómicas, es posible observar que los datos señalan un desempeño positivo, como por ejemplo:

- El reporte del Producto Interno Bruto para el primer trimestre del año, registró un crecimiento de 1,1% frente al trimestre anterior, superior al 0,6% observado en el durante los primeros tres meses del 2015. En el acumulado de 12 meses creció 2,1%
- Los precios de la canasta básica se encuentran en terreno positivo y se han alejado del 0% y del terreno negativo que darían señales de deflación.
- El mercado laboral se ha fortalecido hasta alcanzar sus metas de largo plazo (tasa de desempleo se encuentra alrededor del 5%), sin embargo se han comenzado a reflejar dificultades en la creación de empleo.

Gráfica 1: Cifras económicas de Estados Unidos

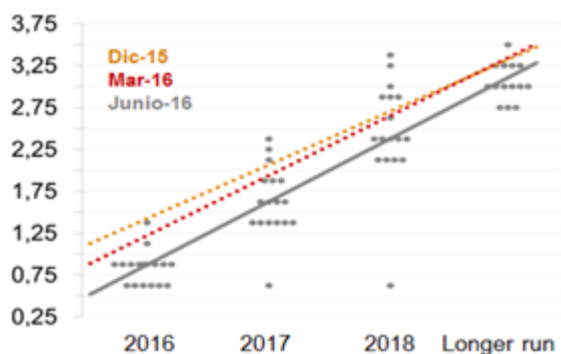


Fuente: Bloomberg

A pesar de la recuperación económica, la Reserva Federal ha mencionado que los principales riesgos para Estados Unidos provienen del entorno internacional. La FED ha ratificado su posición acomodaticia, indicando que un incremento en la tasa de referencia ocurriría en el momento en que se observe un fortalecimiento sostenido de la economía, por esta razón determinó que en el corto plazo es deseable mantener las tasas inalteradas en 0,5%. El fortalecimiento del dólar, la persistencia a la baja de los precios de los commodities, así como la incertidumbre respecto al impacto del referendo de Reino Unido en el país norteamericano, conllevaron a que la FED haya optado por dejar de lado su promesa subir rápidamente las tasas de interés, sugiriendo que los tipos cercanos al 0% no estarían estimulando la economía tanto como se pensaba.

Ante este cambio de discurso, un gran número de analistas ha concentrado sus esfuerzos en anticipar el momento en el cual la FED comenzará a implementar una política contraccionista. En meses pasados, los analistas proyectaron con un 30% de probabilidad que la Reserva Federal subiría a 0,75% la tasa de intervención en el 2016, ahora a ese evento le han asignado un 7% de posibilidad. Estas apreciaciones coinciden con las proyecciones de tasa de interés por parte de los miembros del comité de la FED. Al revisar los resultados de la encuesta de expectativas a los miembros del Comité Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) se observa que la mediana de las proyecciones de tasa de referencia se redujo en la encuesta de junio con respecto a la de diciembre.

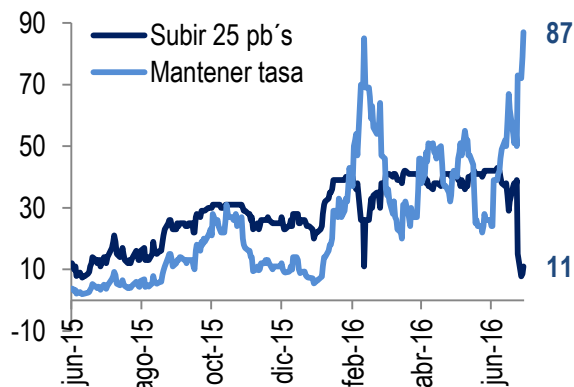
**Gráfica 2: Encuesta de expectativas a miembros de la FED sobre la tasa de referencia**



Tasa promedio por año				
dic-15	1,29	2,41	3,16	3,41
mar-16	1,02	2,04	2,95	3,31
jun-16	0,83	1,65	2,46	3,14

Fuente: Federal Reserve Minutes

**Gráfica 3: Probabilidad cambio de tasa FED en Diciembre**



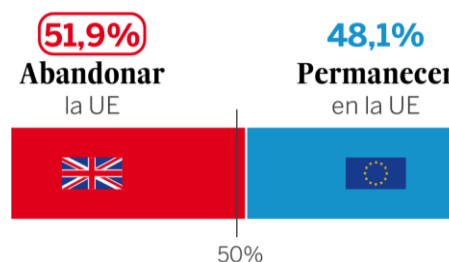
Fuente: Bloomberg

A pesar de la recuperación que ha exhibido la economía norteamericana en los últimos años, los vientos en contra para mantener este surgimiento provienen del viejo continente. Las cifras macroeconómicas de la eurozona (desempleo, inflación y PIB) no han registrado todavía los niveles que presentaban antes de la crisis del 2008 y corre el riesgo de volver a caer en recesión luego de que se anunciara la salida de Reino Unido de la Unión Europea (también conocido como Brexit).

El pasado 23 de junio se llevó a cabo en Reino Unido la votación respecto a la permanencia de los británicos en la asociación económica de 28 países. Los defensores de

la salida de la isla de la integración europea sostienen que su permanencia en la región es un obstáculo para el desarrollo del país, puesto que se considera que es más lo que entrega que lo que recibe por la unión debido a que las regulaciones europeas en muchas ocasiones son exageradas y perjudican a las empresas británicas. Adicionalmente, los ingleses que votaron a favor de esta decisión buscan la recuperación del manejo completo de sus fronteras para controlar el número de extranjeros que llegan al país en busca de trabajo.

**Gráfica 4: Resultados del referendo de Reino Unido**

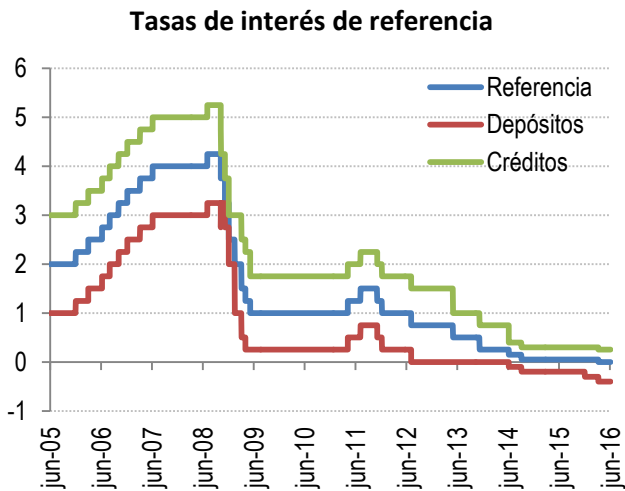


Fuente: Diario El País.

Los resultados del referendo ocasionaron revuelo en todo el mundo puesto que todavía no hay un consenso sobre el impacto que tendrá la salida del Reino Unido en el país y en los demás estados miembros de la Unión Europea. Lo cierto es que esta incertidumbre respecto a las consecuencias de esta decisión pesará sobre el desempeño económico y financiero de la isla, lo cual afectará los flujos de inversión y la confianza hacia ese país.

Con el propósito de defender la economía de la región y de impulsar el crecimiento del PIB, el Banco Central Europeo (BCE) ha procurado mantener la estabilidad financiera de la zona euro, haciéndole frente a los desafíos económicos a los que se presentan, por este motivo el banco reiteró su compromiso de suministrar toda la liquidez necesaria para evitar un colapso en el flujo de dinero y facilitar al sistema financiero todas las divisas necesarias para responder a las operaciones que se pretendan realizar. En este orden de ideas, el BCE ha mantenido las tasas de interés de referencia en mínimos históricos y ha elevado su volumen de compra de activos, acumulando en sus tenencias un balance de 3,13 billones de euros.

**Grafico 5: Tasas de interés de referencia y acumulación de activos del BCE**



**Hoja de balance del BCE**



Fuente: Bloomberg

Otro de los factores que influyó en gran medida en los mercados bursátiles fue el comportamiento de los precios del petróleo en sus referencias WTI y Brent. La caída en la cotización de estos activos se atribuye a que el suministro global de este commodity es alto en un momento en que la demanda no está creciendo muy rápido. La prolongada caída del precio de este activo se profundizó a principios del año debido a que se esperaba una mayor producción de petróleo por parte de los países productores y exportadores de crudo. Sin embargo, la disminución de la inversión en el sector minero energético de Kuwait, los ataques terroristas en Nigeria y la evacuación de campos de producción de esta materia prima tras un incendio en Canadá contribuyeron a que disminuyera la cantidad de barriles

de petróleo producidos en el mundo, ocasionando la recuperación de los precios del crudo, los cuales alcanzaron a negociarse aproximadamente a US\$50 al finalizar el semestre.

**Gráfica 6: Precio del petróleo**



Fuente: Bloomberg

Los mercados bursátiles no han sido ajenos a este panorama internacional, por tal motivo en lo que va corrido del año 2016 en el mercado local la deuda pública y la tasa de cambio han reflejado sensibilidad ante estos eventos, debido a la dependencia de las cuentas nacionales al petróleo. A pesar de la adversa coyuntura, las condiciones actuales de la economía colombiana son sólidas, aunque han dado señales de desaceleración. El crecimiento del PIB se mantiene en terreno positivo (2,5% para el primer trimestre del 2016) y por encima de pares de la región como lo son Chile, y Brasil. Así mismo, las ventas al por menor y la producción industrial (indicadores útiles para revisar el comportamiento del consumo interno) han presentado en los últimos meses una buena dinámica.

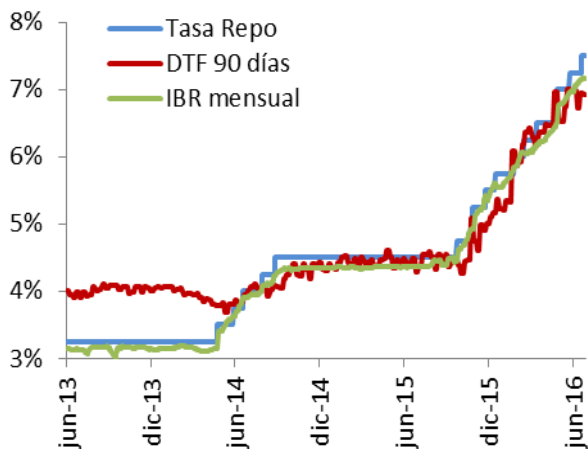
## 2. RENTA FIJA

### • TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA

El Banco de la República subió la tasa de interés de referencia en su reunión celebrada en el mes de junio a 7,5% por décimo mes consecutivo. Con este aumento, la tasa repo acumula 300 puntos básicos de más, comparado con el nivel al que se encontraba el año anterior (4,50%). El motivo por el cual el Emisor realizó este ajuste se debe principalmente a que la inflación sigue desanclada de su meta (entre 2% y 4%). Adicionalmente, la decisión estuvo sustentada en la incertidumbre sobre el impacto en la economía colombiana de las condiciones externas, la volatilidad del precio del petróleo y el deterioro de los términos de intercambio.

A pesar de los incrementos realizados en la tasa de intervención por la Junta Directiva del Banco de la República, los diferentes indicadores de la dinámica de la actividad productiva (ventas al por menor, producción industrial) han mostrado un desempeño positivo, indicando que el sector real ha soportado los choques del cambio en las condiciones económicas de manera satisfactoria. En consecuencia, resulta apropiado realizar un monitoreo del comportamiento de la evolución de los indicadores del consumo, de producción y de la inflación con el fin de revisar el desempeño de la economía y de anticiparse a las próximas decisiones del Emisor respecto a la tasa repo.

Gráfica 7: Tasas de interés de referencia



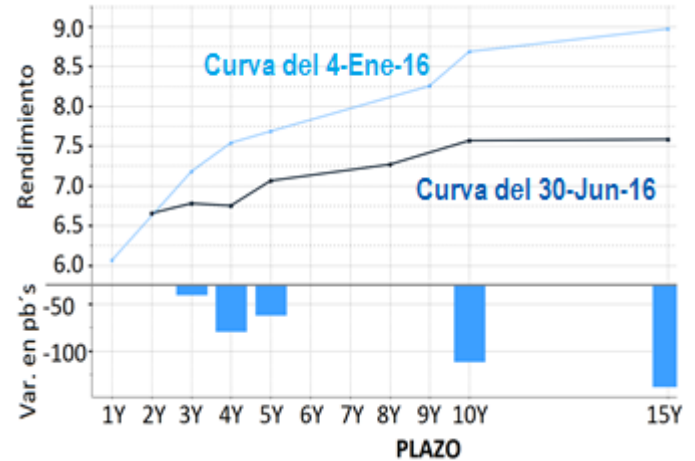
Fuente: Banco de la República

Como se puede ver en la gráfica 7, las tasas de interés de referencia presentaron un comportamiento alcista durante el semestre, correlacionadas con los incrementos de la tasa de intervención. La IBR y la DTF a 90 días se cotizaron a una tasa promedio de 6,37%, manteniendo un spread frente a la tasa repo de 15 puntos básicos.

### • DEUDA PÚBLICA

Durante el último semestre la curva de rendimientos de deuda pública denominada en pesos presentó un aplanamiento, ocasionado por desvalorizaciones en la los Títulos de Tesorería (TES) de corto plazo como respuesta de los aumentos en la tasa de interés de referencia, así como de valorizaciones en los de largo plazo.

Gráfica 8: Curva de rendimientos TES pesos



Fuente: Bloomberg

El indicador de aplanamiento, que mide la diferencia en tasa de los títulos de un año con respecto a los de 10 años señala que la resta entre estos dos activos ha sido en promedio de 2,4% durante los últimos diez años. Las condiciones macroeconómicas actuales conllevaron a que esa diferencia se ubicara por debajo de la media y alcanzara una cifra de 0,9% al cierre del semestre, mostrando que es muy baja la compensación de las inversiones realizadas en el largo plazo.

**Gráfica 9: Diferencia entre títulos de 1 y 10 años (%)**



Fuente: Infovalmer

Como se aprecia en la gráfica 10, los TES con vencimiento en 2024 presentaron alta volatilidad durante los primeros seis meses del año. Estos títulos se comenzaron a negociar a 8,360% al inicio del año y registraron al finalizar el mes de junio una tasa de 7,295%.

**Gráfica 10: TES con vencimiento en 2024**



Fuente: Bloomberg

Los TES de referencia a 10 años presentaron al principio del año fuertes desvalorizaciones al pasar de una tasa de negociación de 8,360% a un máximo de 9,100%, como consecuencia de la incertidumbre respecto al desempeño económico de los países emergentes ante la disminución de los precios de las materias primas y de la preocupación respecto al menor crecimiento del PIB de China, quien disminuiría la demanda por estos productos. Desde marzo hasta junio, los títulos con vencimiento en 2024 presentaron una tendencia a la baja, influenciada por factores externos e internos como lo son:

1. La disminución de la cotización de la prima de riesgo de Colombia, la cual refleja la perspectiva positiva de la economía local por parte de los inversionistas extranjeros (ver gráfica 11).
2. La postura conservadora de la política monetaria de Estados Unidos y la perspectiva de que se mantendrá así por un tiempo prolongado indica que ya no va a haber encarecimiento del crédito externo y todavía habrá liquidez en los mercados internacionales.
3. La expectativa de la preservación de una liquidez abundante proveniente de los bancos centrales alrededor del mundo, ante la necesidad de implementar políticas monetarias expansivas (por ejemplo, FED, BCE, Banco Central de Japón, Banco Central de Inglaterra, entre otros).
4. La incertidumbre respecto al impacto de la separación de Reino Unido de la Unión Europea en el resto del mundo, ocasionó el movimiento de un gran flujo de capitales alrededor del mundo en búsqueda de activos que generaran rentabilidades competitivas, como la deuda soberana.
5. Los avances en las negociaciones de paz en Colombia con los grupos armados mejoró la perspectiva de riesgo ante los ojos de los inversionistas internacionales.
6. El informe publicado por JP Morgan sugiriendo el incremento en la ponderación de Colombia en los índices de deuda soberana de países emergentes, contribuyó al ingreso de capitales off shore en la deuda pública local.

**Gráfica 11: CDS de Colombia a 5 años**



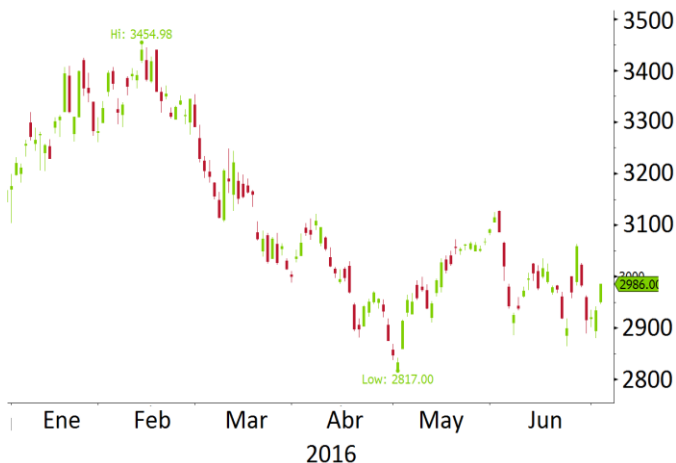
Fuente: Bloomberg



### 3. DÓLAR

El comportamiento de la tasa de cambio presentó gran volatilidad, mostrando una marcada tendencia alcista durante el primer trimestre y luego presentó una corrección hacia la baja. Durante los primeros seis meses el dólar abrió a \$3.149,47, alcanzó un nivel máximo de \$3.434,89 y finalmente cerró el periodo a \$2.916,15. La Tasa Representativa del Mercado (TRM) registró una revaluación aproximada de 7,4% durante este periodo.

Gráfica 12: Dólar



Fuente: Bloomberg

A principio del año el dólar subió de manera acelerada hasta alcanzar un máximo histórico de \$3.454,98, principalmente impulsado por la aversión al riesgo de los inversionistas y a la incertidumbre del impacto del entorno internacional en la economía colombiana. Se anticipaba que la subida de la tasa de cambio fuera revertida con el ingreso de divisas esperado del proceso de venta de Isagen al fondo de inversiones canadiense Brookfield, sin embargo, la entrada de recursos foráneos ingresó paulatinamente y no afectó la tendencia alcista del dólar en este periodo de tiempo.

La subida del dólar se comenzó a revertir gracias a la corrección al alza del precio del petróleo, lo cual contribuyó a disminuir las preocupaciones sobre la debilidad del sector externo colombiano. Además de este factor, también tuvo incidencia el cambio en los discursos de la Reserva Federal de Estados Unidos mencionando su intención de subir la tasa de referencia a una menor velocidad de la que se había estipulado. Sumado a estos elementos, las proyecciones por parte

de la FED sobre la economía norteamericana fueron cruciales para notar que la entidad esperaba un desempeño más favorable del país que el que se estaba presentando.

Tabla 1: Proyecciones macro de la FED sobre economía de EEUU

Variable	Reunión	2016	2017	Longer run
PIB	jun-16	1.9 - 2.0	1.9 - 2.2	1.8 - 2.0
	dic-15	2.3 - 2.5	2.0 - 2.3	1.8 - 2.2
Desempleo	jun-16	4.6 - 4.8	4.5 - 4.7	4.7 - 5.0
	dic-15	4.6 - 4.8	4.6 - 4.8	4.8 - 5.0
Inflación	jun-16	1.3 - 1.7	1.7 - 2.0	2.0
	dic-15	1.2 - 1.7	1.8 - 2.0	2.0

Fuente: Federal Reserve Minutes

El mes de junio se consolidó como otro mes que favoreció la revaluación del peso. Este comportamiento estuvo soportado en la persistencia de liquidez a nivel mundial, debido a que los bancos centrales del mundo otorgaron una liquidez abundante para hacerle frente a la incertidumbre del panorama exterior. Ante esta coyuntura, los inversionistas internacionales que buscan rentabilidades competitivas en diferentes mercados destinaron gran parte de sus recursos hacia activos colombianos, puesto que han encontrado en este lugar un país con grado de inversión, con tasas de interés competitivas y con expectativas de crecimiento favorables.

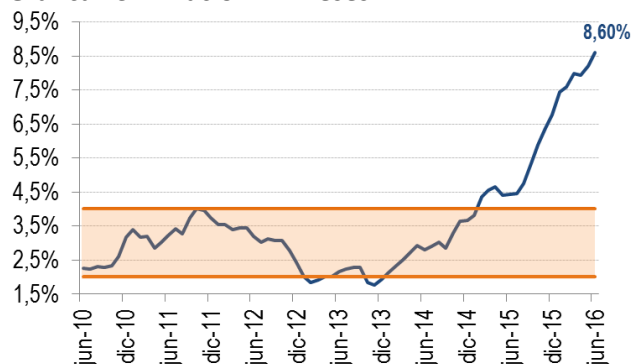
Ante las fuertes variaciones del dólar, el Banco de la República anunció su intención de intervenir discrecionalmente el mercado cambiario y realizar la venta de divisas a través de la subasta de opciones call, permitiendo que los intermediarios de este mercado pudieran comprar dólares si se cumplía la condición que la TRM superara en el 3% del promedio de los últimos 20 días. A pesar de la intervención, el dólar continuó mostrando una marcada volatilidad en las negociaciones diarias.

## 4. INFLACIÓN

El índice de precios al consumidor (IPC) en junio registró una variación mensual de 0,48%, cifra superior en 0,38% a la que se publicó en el 2015 (0,10%). La inflación año corrido se ubicó en 5,10% y en los últimos 12 meses fue de 8,60%.

Gráficamente se puede observar que la inflación ha presentado un rápido incremento desde finales del 2013 puesto que los precios de la canasta básica pasaron de cerca del 2% a ubicarse en el 2016 por encima del rango meta del Banco de la República (entre el 2% y el 4%). Adicionalmente, vale la pena resaltar que los precios al consumidor de los últimos doce meses no registraban una cifra similar desde hace 16 años. La principal fuente de presiones alcistas en el IPC en lo corrido del año ha provenido del crecimiento en los costos de los alimentos, así como a la transmisión de la depreciación cambiaria sobre los precios de productos importados.

**Gráfica 13: Inflación 12 meses**

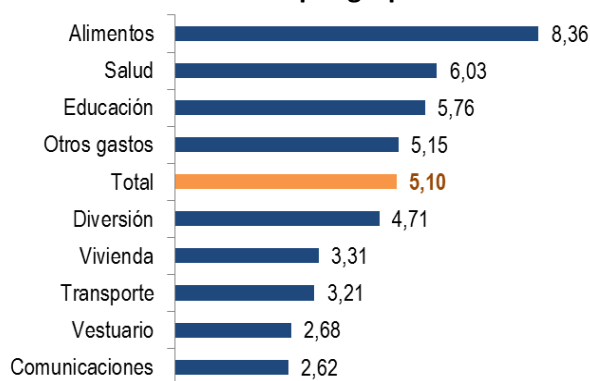


Fuente: Bloomberg

En el primer semestre del año, el IPC acumuló una variación de 5,10%. Esta tasa es superior en 1,77 puntos porcentuales a la registrada en el mismo mes del 2015 (3,33%). Como se muestra en la gráfica 14, todos los grupos de bienes y servicios presentaron en el semestre una variación positiva, destacándose entre todos ellos el de los alimentos, salud, educación y otros gastos. De estos rubros, los gastos básicos que más aportaron al acumulado en este periodo fueron: almuerzo (5,61%); papa (60,57%); res (14,30%); arrendamiento imputado (2,54%); vehículos (5,90%); arrendamiento efectivo (2,45%); bus (7,17%); cebolla (63,60%); matrículas de

educación superior y no formal (6,15%) y pensiones (6,35%).

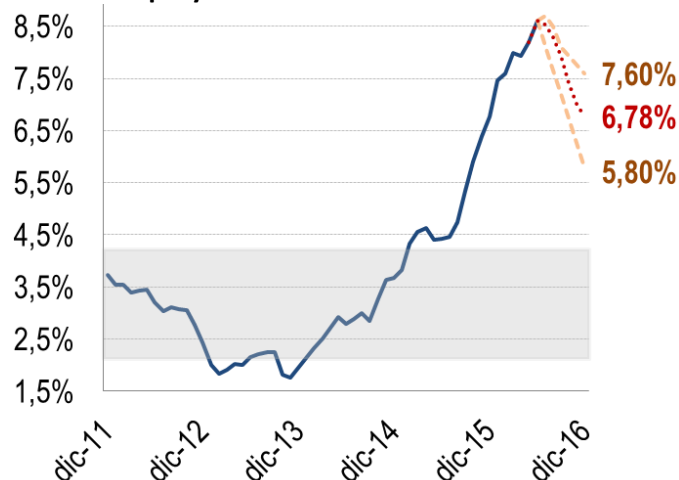
**Gráfica 14: Variación IPC por grupo de bienes**



Fuente: Bloomberg

Si bien el IPC generó sorpresa en el mercado, puesto que las cifras reales se ubicaron por encima de las expectativas, las proyecciones para el cierre del año 2016 señalan que este indicador podría estar presentando una corrección hacia la baja, para el segundo semestre del año. A diciembre, FIDUCOLDEX S.A. estima que el incremento en los precios puede ubicarse alrededor de 6,78%.

**Gráfica 15: proyecciones del IPC**



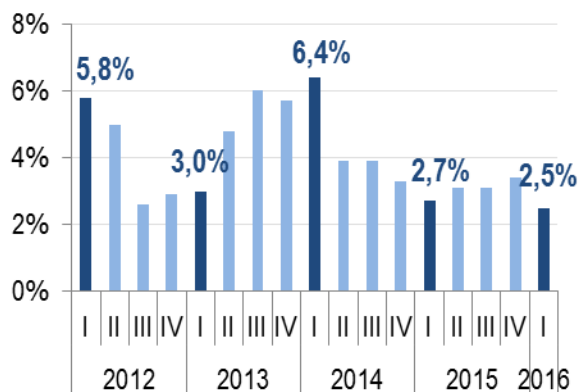
Fuente: Bloomberg



## 5. PIB COLOMBIA

El DANE informó que durante el primer trimestre de 2016 la economía colombiana creció 2,5% comparado con el mismo periodo del 2015. Este resultado se ubicó en línea con las expectativas de los analistas del mercado. Frente al periodo inmediatamente anterior (octubre-diciembre) la economía avanzó entre enero y marzo 0,2%.

**Gráfica 16: PIB por trimestre**



Fuente: Dane

Como se puede apreciar en la gráfica 16, el comportamiento de la economía colombiana se viene moderando comparativamente con los periodos anteriores, producto de un menor crecimiento de varias de las ramas de actividad. En la tabla 2 se puede notar que las actividades que más aportaron al crecimiento del PIB en los últimos dos años disminuyeron su dinámica productiva en el 2016, estos sectores son: Los servicios financieros, el comercio, los servicios sociales y la minería.

Vale la pena resaltar que durante el primer trimestre, ocho de las nueve actividades productivas presentaron cifras positivas. De estas ramas de actividad, los sectores que presentaron un mayor crecimiento fueron: la industria manufacturera (5,3%), la construcción (5,2%) y el sector financiero (3,8%). Por otro lado, la explotación de minas y canteras fue el único sector que registró un dato negativo para el periodo analizado al contraerse un 4,6%.

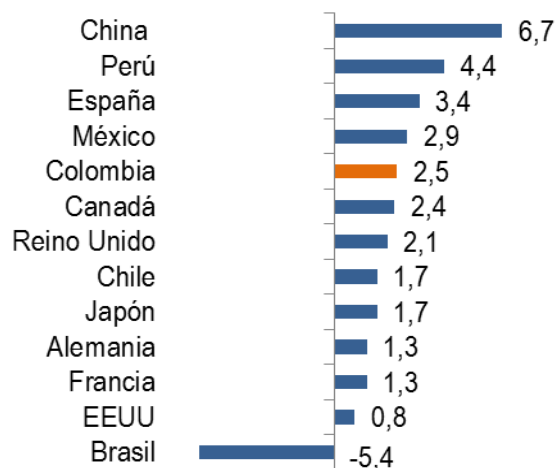
**Tabla 2: PIB por ramas de actividad (%)**

Grupo	2014	2015	2016
Industria	5,0	-2,0	5,3
Construcción	14,6	3,1	5,2
Servicios financieros	6,1	4,8	3,8
Servicios públicos	4,0	2,5	2,9
Comercio	6,0	4,6	2,7
<b>PIB</b>	<b>6,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>
Transporte	5,4	2,6	1,8
Servicios sociales	8,1	2,4	1,7
Agricultura	5,7	2,2	0,7
Minería	4,3	0,4	-4,6

Fuente: Dane

Para el Ministro de Hacienda y Crédito Público, Mauricio Cardenas, la economía colombiana ha mantenido un ritmo de crecimiento positivo en medio del choque de ingresos más fuerte que ha recibido el Gobierno Nacional en la historia reciente. En este orden de ideas, el Ministro resalta que el crecimiento de 2,5% nos mantiene como la segunda economía de mayor incremento del PIB comparado con los países de la región y con mayores perspectivas de crecimiento para el año 2016.

**Gráfica 17: PIB por país (%)**



Fuente: Dane

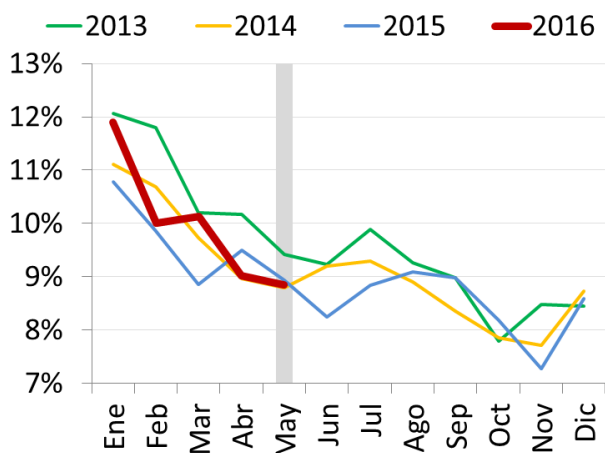
## 6. DESEMPLEO

La tasa de desempleo que se reportó durante el mes de mayo de 2016 fue de 8,8%, el cual comparado con el mismo mes del 2015 presenta una disminución de 0,1%, dado que en este último periodo se registró una tasa de 8,9%.

Como suele suceder a principio del año, la tasa de paro va presentando una corrección a la baja en la medida en que va pasando el año (ver gráfica 18). En el transcurso del 2016, se ha presenciado exactamente esta misma tendencia, puesto que al iniciar el año el desempleo se encontraba al 11,9% y para el mes de mayo cayó al 8,8%.

Al observar las cifras reportadas de desempleo solo en el mes de mayo, se resaltan dos aspectos: Primero, el indicador se situó aproximadamente en el mismo nivel de los últimos dos años; en segundo lugar, la tasa de paro ha logrado mantenerse en un solo dígito en el quinto mes por 4 años seguidos.

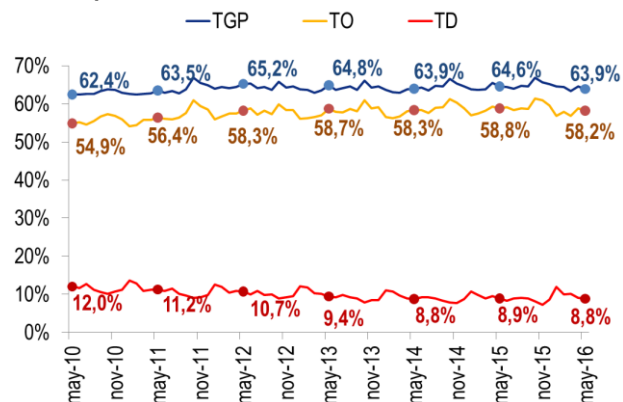
**Gráfica 18: Tasa de desempleo**



Fuente: Dane

La tasa global de participación (TGP) para el quinto mes del año fue 63,9%, 0,7% por debajo del dato registrado en mayo de 2014 (64,6%) y 0,7% menos del mes anterior. Por otro lado, la tasa de ocupación durante este periodo bajó 0,6% frente al dato del año anterior, ubicándose en 58,2%.

**Gráfica 19: Tasa global de participación, ocupación y desempleo del total nacional**



Fuente: Dane