



# Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

---



Documentos de trabajo de la Junta Directiva del Banco de la República

VERSIÓN PÚBLICA

**BANCO DE LA REPÚBLICA  
SUBGERENCIA MONETARIA Y DE  
INVERSIONES INTERNACIONALES  
DEPARTAMENTO DE OPERACIONES Y  
ANÁLISIS DE MERCADOS**



*Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales*

**Bogotá, D.C, 26 de agosto de 2022**

## DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

### CONTENIDO

1. ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS .....	3
1.1. Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas .....	3
1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana .....	7
1.3. Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona .....	11
1.4. Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región	12
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	14
2.1. Expectativas de TPM .....	14
2.2. Expectativas de crecimiento económico .....	17
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO .....	18
4. RECUADROS/ANEXOS .....	22
Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.....	22
Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local .....	26
Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local .....	29
Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región .....	33
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos .....	34
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg) .....	35
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes .....	36
Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional .....	37
Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países.....	37

## 1. ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS

### 1.1. Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas

**Las inflaciones implícitas aumentaron en el corto plazo y disminuyeron en el largo plazo.** Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR, 29 de julio), y con información hasta el 19 de agosto, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR aumentaron 104 pb, 67 pb, 39 pb y 2 pb para los plazos a 1, 2, 3 y 5 años, respectivamente, y disminuyeron 28 pb y 40 pb para los plazos a 8 y 10 años, en su orden. De esta manera, el 19 de agosto los BEI se ubicaron en 8,60%, 7,63%, 7,04%, 6,47%, 6,23% y 6,20% para estos plazos (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de valorizaciones de los TES en UVR, principalmente en el tramo corto, desvalorizaciones de los TES en pesos del tramo corto y valorizaciones en los demás tramos (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de agosto contra las tasas promedio de julio, se observan variaciones de los BEI de 49 pb, 17 pb, -6 pb, -33 pb, -51 pb y -56 pb para los mismos plazos<sup>1</sup>.

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

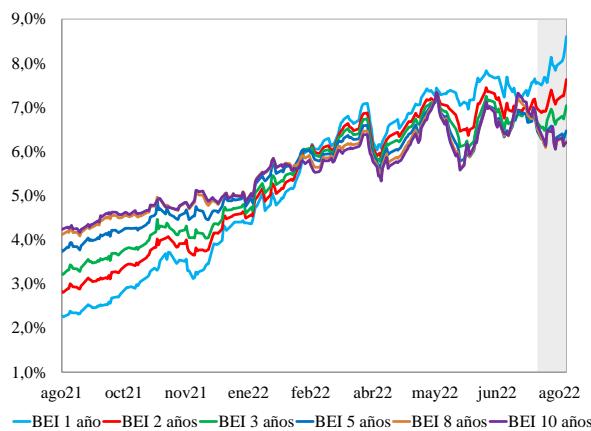
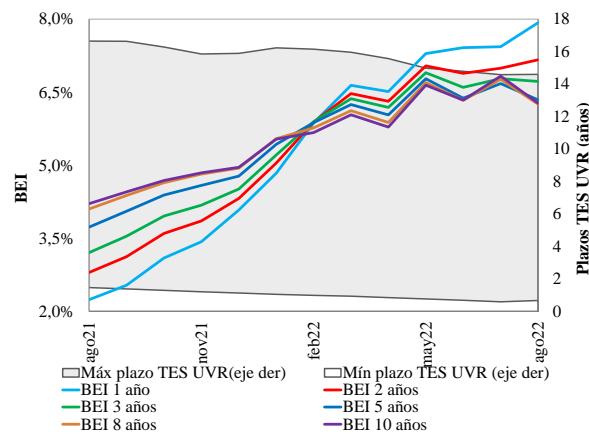


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

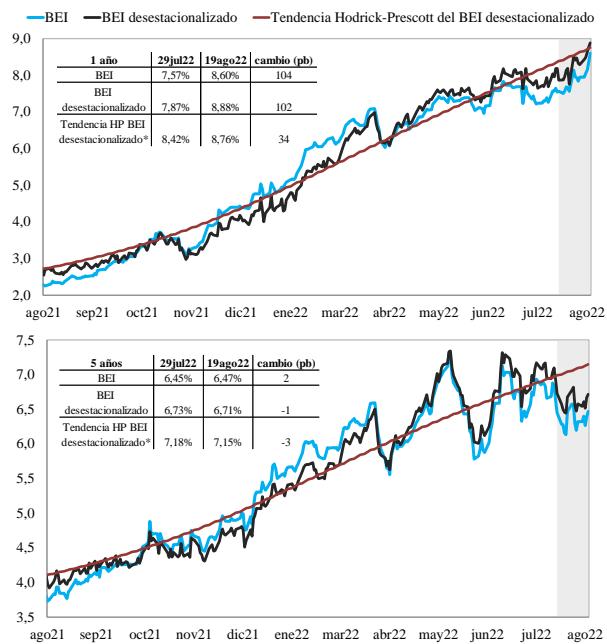
Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)											
	TES pesos					TES UVR						
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
29 jul22	10,39%	10,96%	11,39%	11,98%	12,45%	12,62%	2,82%	3,99%	4,74%	5,53%	5,94%	6,02%
19 ago22	10,70%	11,08%	11,38%	11,76%	12,03%	12,12%	2,09%	3,45%	4,34%	5,29%	5,80%	5,92%
Variaciones pb												
	31	13	-1	-22	-42	-50	-73	-54	-40	-24	-14	-10
Var. BEI	104	67	39	2	-28	-40						
Promedios mensuales												
jul22	10,45%	11,05%	11,50%	12,09%	12,51%	12,63%	3,01%	4,06%	4,72%	5,41%	5,74%	5,80%
ago22*	10,46%	10,87%	11,18%	11,60%	11,91%	12,01%	2,54%	3,71%	4,46%	5,25%	5,65%	5,73%
Variaciones pb												
	1	-18	-32	-50	-60	-62	-48	-35	-27	-16	-9	-7
Var. BEI	49	17	-6	-33	-51	-56						

\*Información disponible al 19 de agosto de 2022.

<sup>1</sup> Los BEI promedio de agosto de 2022 se ubicaron en 7,93%, 7,16%, 6,72%, 6,34%, 6,26% y 6,28% para los plazos de 1, 2, 3, 5, 8 y 10 años, respectivamente. En el Anexo 2 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *Swaps* UVR (swap BEI).

**Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado**



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

\*El dato de la tendencia del 29 de julio se estimó con datos hasta esa fecha.

**aumentaron en el corto plazo (1 año) y cayeron en el mediano y largo plazo (5 y 8 años).**

Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación sino incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI<sup>3</sup>, para el periodo estudiado, a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De acuerdo con esta metodología, se espera que la inflación promedio para el próximo año sea alrededor de 6,03% (ant: 5,78%), para los próximos 5 años de 4,64% (ant: 4,68%) y para los próximos 8 años de 4,25% (ant: 4,28%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio variaron 25 pb, -27 pb y -38 pb, y se ubicaron en 0,13%, 1,12% y 1,51% para los plazos a 1, 5 y 8 años, respectivamente<sup>4</sup>.

**De acuerdo con el FBEI total y el neto de primas, las expectativas de inflación aumentaron para cada uno de los próximos dos años, en especial para 2023.** Con el objetivo de extraer las expectativas de inflación a fin de cada uno de los próximos tres años, considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para los años 2023, 2024 y 2025, mediante la curva *Forward Break-even Inflation* (FBEI), con datos del 19 de agosto, la cual corresponde a 7,70%, 6,25% y 5,70%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra la misma medida neta de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de

**El BEI desestacionalizado de corto plazo, así como su tendencia, continuaron aumentando.** Con el fin de controlar por la estacionalidad que tienen los TES denominados en UVR a inicios y fin de cada año, en el Gráfico 3 se presentan los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Adicionalmente, se muestra la tendencia de largo plazo<sup>2</sup> del BEI desestacionalizado, la cual ha evidenciado una buena capacidad de pronóstico a un año. El BEI desestacionalizado aumentó a 8,88% para el plazo de 1 año (ant: 7,87%), pero se mantuvo relativamente estable en 6,71% para el plazo de 5 años (ant: 6,73%). Por su parte, la tendencia aumentó a 8,76% para el plazo de 1 año (ant: 8,42%) y se mantuvo estable en 7,15% para el plazo de 5 años (ant: 7,18%).

**Según la descomposición del BEI, las expectativas de inflación promedio y las primas por riesgo inflacionario**

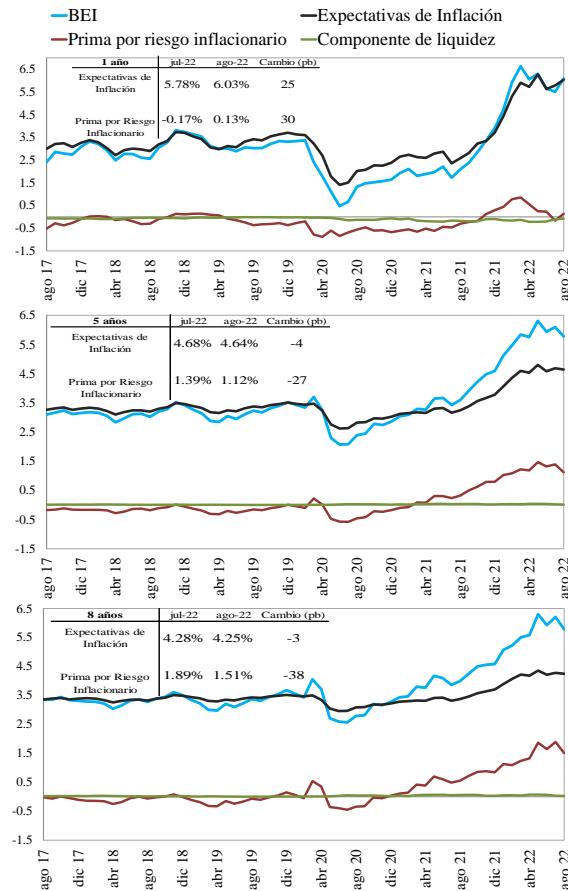
<sup>2</sup> Estimada de acuerdo con el filtro de Hodrick-Prescott.

<sup>3</sup> Según Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano", las expectativas de inflación netas de primas se calculan como el diferencial de las tasas nominales y reales libres de riesgo extraídas de los mercados de deuda pública local a diferentes plazos. En este sentido, la denominada "prima por riesgo inflacionario" surge de restar la prima por término de la curva de TES en UVR a la prima a término de la curva de TES en pesos. Los diferenciales en estas primas a término pueden estar reflejando incertidumbre sobre la inflación a futuro, sin embargo, también pueden estar influenciados por fricciones particulares de cada mercado, como las preferencias de algunos agentes en invertir en cierto tipo de títulos. Finalmente, el componente de liquidez se calcula como el diferencial entre la prima por liquidez extraída de los TES en pesos y de los TES en UVR. Así, el BEI total calculado con esta metodología se puede descomponer entre las expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez; el BEI total puede diferir del BEI presentado en el Gráfico 1 para cada plazo dado que se estiman con modelos diferentes.

<sup>4</sup> Por su parte las primas por liquidez relativa se ubicaron en -0,08%, 0,01% y 0,03% para los plazos a 1, 5 y 8 años, respectivamente. Para el plazo de 2 años la expectativa se ubicó en 5,52% (ant. 5,47%), la prima por riesgo inflacionario en 0,50% (ant. 0,39%) y la prima por liquidez en -0,05% (ant. -0,07%).

los TES en pesos frente a los denominados en UVR, la cual se ubicó en 5,57%, 4,67% y 4,15% para los mismos años.

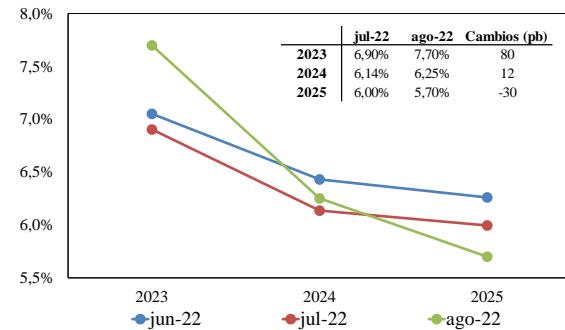
**Gráfico 4. Descomposición BEI a 1, 5 y 8 años**



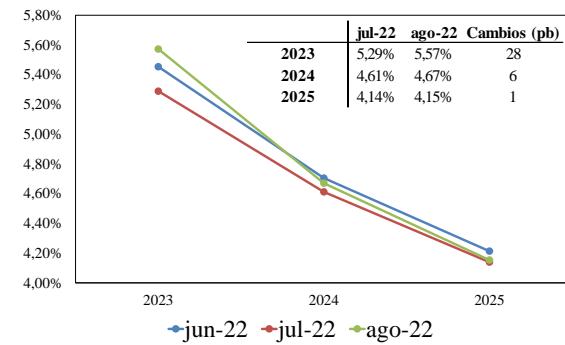
**Fuentes:** Precia. **Cálculos:** Banrep. La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 6,78%, 5,83% y 5,74% para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación<sup>5</sup> (ICEI) continuó aumentando en el corto plazo, mientras que para los demás plazos se ubicó en niveles similares a los observados el mes pasado y cercanos a los máximos históricos desde que se puede estimar el indicador (enero de 2010, Gráficos 6 al 9).

**Gráfico 5A. Inflación esperada a fin de año (FBEI)**



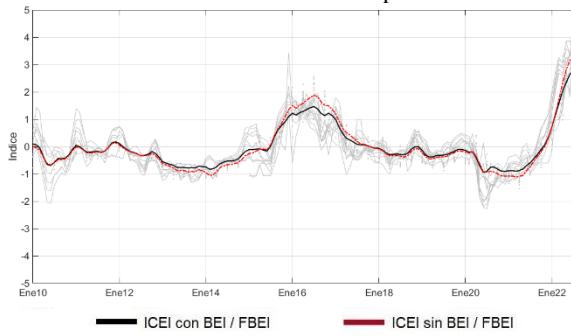
**Gráfico 5B. Inflación esperada a fin de año a partir del FBEI neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa**



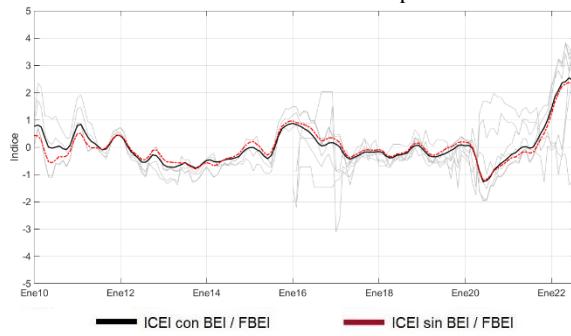
**Fuentes:** Precia, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. En el gráfico 5B, la estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de la información de junio y julio correspondiente al dato observado en los días en que hubo reunión de la JDBR y para agosto corresponde al dato observado el 19 de agosto.

<sup>5</sup> Para la descripción del cálculo de este indicador véase el *Recuadro 1. Indicador común de expectativas de inflación para Colombia*, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de enero de 2022.

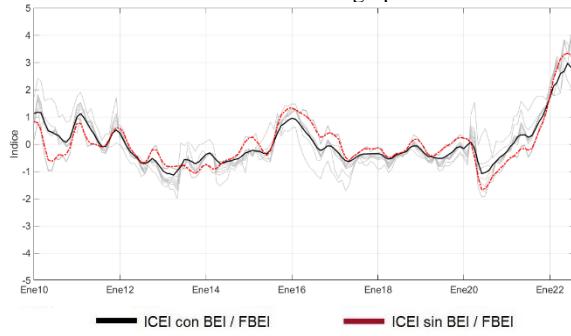
**Gráfico 6. ICEI de corto plazo**



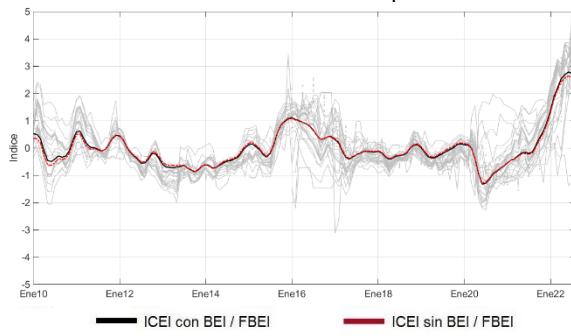
**Gráfico 7. ICEI de mediano plazo**



**Gráfico 8. ICEI de largo plazo**



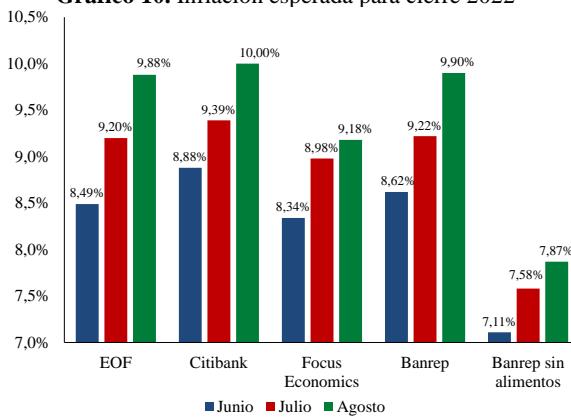
**Gráfico 9. ICEI a todos los plazos**



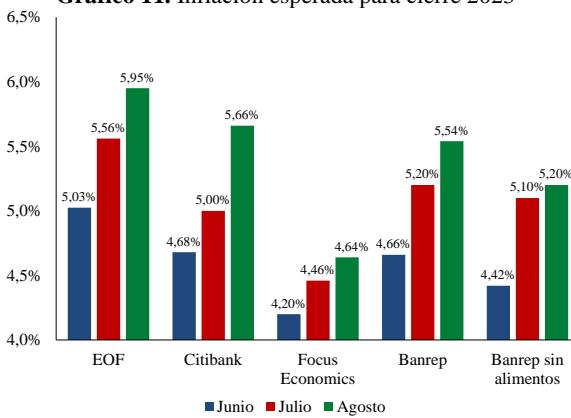
**Fuentes:** Banrep, Fedesarrollo, Focus Economics, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. La serie negra se estima con base en una muestra de expectativas de inflación que provienen de encuestas, de mercado (BEI/FBEI) y del BEI/FBEI sin primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa. La serie roja excluye de su estimación los BEI y FBEI que no son netos de dichas primas.

**De acuerdo con los resultados de las encuestas, las expectativas de inflación continúan aumentando.** Los promedios de las encuestas de expectativas de inflación aumentaron para diciembre de 2022 (obs: 9,74%; ant: 9,20%) y diciembre de 2023 (obs: 5,45%; ant: 5,06%; Gráficos 10 y 11). Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banco de la República (Banrep), la inflación total esperada a cinco años pasó de 3,10% a 3,30%, mientras que la expectativa a dos años disminuyó de 4,11% a 4,00%. De acuerdo con la misma encuesta, la inflación sin alimentos esperada para 2022 aumentó de 7,58% a 7,87%, para 2023 de 5,10% a 5,80%, y a dos años de 4,16% a 5,20%.

**Gráfico 10. Inflación esperada para cierre 2022**

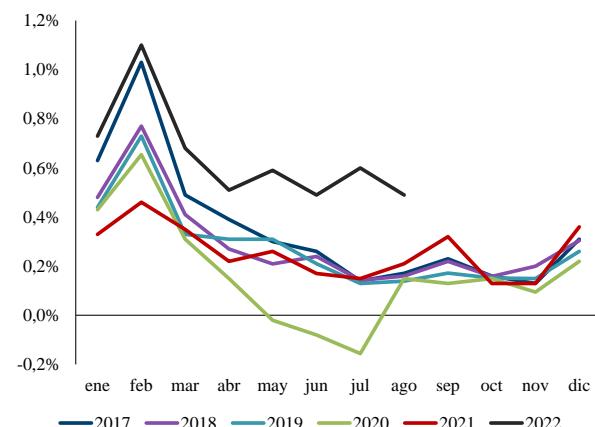


**Gráfico 11. Inflación esperada para cierre 2023**



**Fuente:** Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, Focus Economics y Banrep. Se toma la mediana de las encuestas. La EOF se publicó el 22 de agosto con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 22 de agosto. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 9 de agosto, con encuestas realizadas entre el 2 y el 7 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 8 y el 10 de agosto.

**Gráfico 12.** Inflación sin alimentos esperada para fin de mes



Fuente: Citibank.

más largos las expectativas implícitas en el mercado de deuda, aumentaron de manera importante. No obstante, parte del aumento de los BEI de corto plazo pudo estar asociado con las compras de entidades públicas de títulos en UVR a este plazo<sup>6</sup>. Para plazos

**La expectativa de inflación mensual sin alimentos supera los demás datos de la muestra para los meses de agosto (desde 2007).** Para fin de este mes, los agentes encuestados por Citibank esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,49% m/m (Gráfico 12).

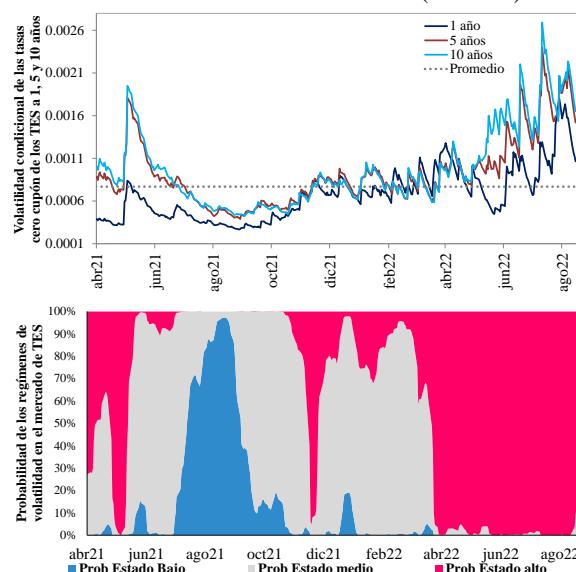
En conclusión, frente al dato de finales de julio, las expectativas de inflación de corto plazo provenientes, tanto de las encuestas como del mercado de deuda, aumentaron de manera importante. No obstante, parte del aumento de los BEI de corto plazo pudo estar asociado con las compras de entidades públicas de títulos en UVR a este plazo<sup>6</sup>. Para plazos

de más de un año, las expectativas se mantuvieron relativamente estables.

**Las expectativas de inflación provenientes del mercado de deuda pública se encuentran en niveles superiores a las presentadas en las encuestas.** Esta divergencia a 2023 (BEI a un año: 8,60%, encuestas: 5,45%) y a 24 meses (BEI a dos años: 7,63%, encuestas: 4,00%), puede estar explicada en parte por el diferencial entre las primas a término de los TES en pesos y UVR, lo cual puede estar reflejando una prima de riesgo inflacionario, así como por la demanda importante de títulos UVR de corto plazo por parte de entidades públicas.

## 1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

**Gráfico 13.** Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



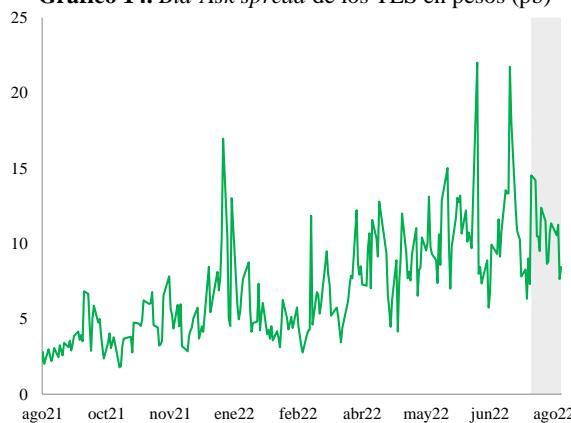
Fuente: Banrep, Precia. Cálculos: Banrep. Nota: La volatilidad condicional se estima mediante un modelo GARCH (1,1) sobre la tasa cero cupón de los TES en pesos para los plazos a 1, 5 y 10 años. Las probabilidades de los regímenes de volatilidad en el mercado de TES se calcularon con un modelo MS-GARCH sobre el índice IDXTES.

**En lo corrido de agosto se observó una alta volatilidad acompañada de una mejora en los indicadores de liquidez del mercado de TES.** La volatilidad promedio de las tasas en el mercado de TES en pesos aumentó para los plazos de 1, 5 y 10 años. El mercado de TES continuó ubicándose con mayor probabilidad en un estado de volatilidad alta, y ya completa 100 días en este estado, siendo el periodo más largo desde que se calcula este indicador (2000, Gráfico 13). Los indicadores de liquidez reflejan durante agosto una mejora para los TES en pesos y UVR, aunque se mantienen en niveles históricamente bajos<sup>7</sup> (Gráficos 14 al 17).

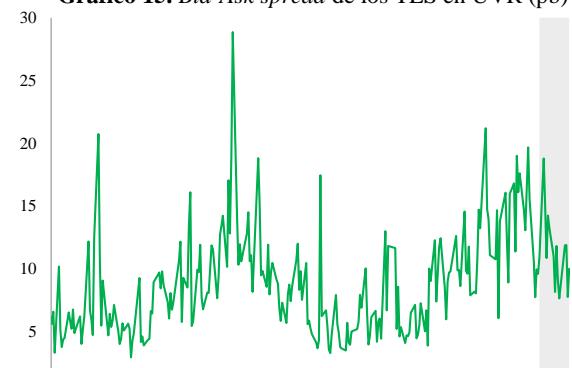
<sup>6</sup> El título de corto plazo en UVR corresponde al título con vencimiento en 2023.

<sup>7</sup> Al 19 de agosto los BAS promedio se ubicaron en 10,4 pb y 11,5 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles promedio de 11,5 pb y 13,7 pb observados durante julio. Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES en

**Gráfico 14. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)**

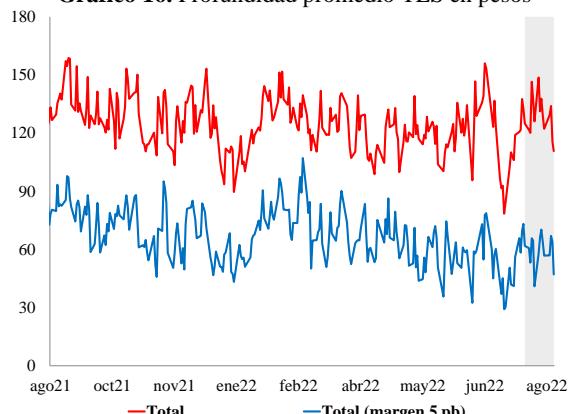


**Gráfico 15. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)**

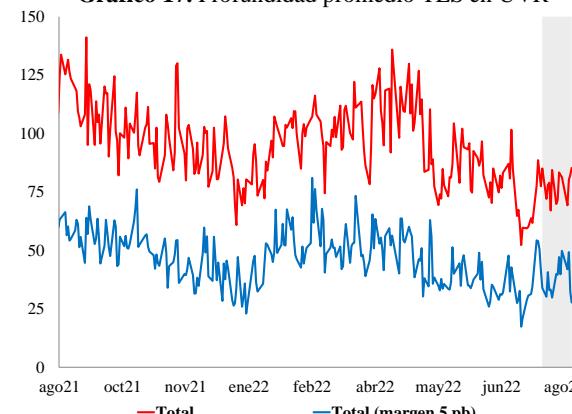


**Fuente y Cálculos:** Banrep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A los títulos sin posturas se le asigna el máximo *bid-ask* del día para los títulos que presentaron posturas.

**Gráfico 16. Profundidad promedio TES en pesos**



**Gráfico 17. Profundidad promedio TES en UVR**



**Fuente y Cálculos:** Banrep. Las cifras están en miles de millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total del mercado y las mejores posturas (en tasa) dentro de un rango de +/- 5 pb. Total: promedio de todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. Los títulos sin posturas tienen una profundidad de 0.

**Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES denominados en pesos se aplanó, ante desvalorizaciones de los títulos del tramo corto y valorizaciones en los demás tramos.** Estas desvalorizaciones se presentaron como consecuencia de las expectativas de senda de política monetaria más contractiva por parte del Banco de la República ante las mayores expectativas de inflación tras la publicación del dato de julio (10,21%), el cual se ubicó por encima de lo esperado por el mercado (9,98%)<sup>8</sup>, y en línea con la evolución de las expectativas de política monetaria en EE.UU. Por el contrario, los títulos de plazos más largos se valorizaron ante la menor aversión al riesgo hacia economías emergentes, y luego que las tasas de los TES alcanzaran niveles históricamente altos durante julio, lo cual pudo incentivar la compra de estos títulos por parte de los inversionistas extranjeros. Este comportamiento se presentó en un contexto de una alta volatilidad y una mejora en la liquidez del mercado de TES frente a lo observado en julio (Gráficos 18 y 19).

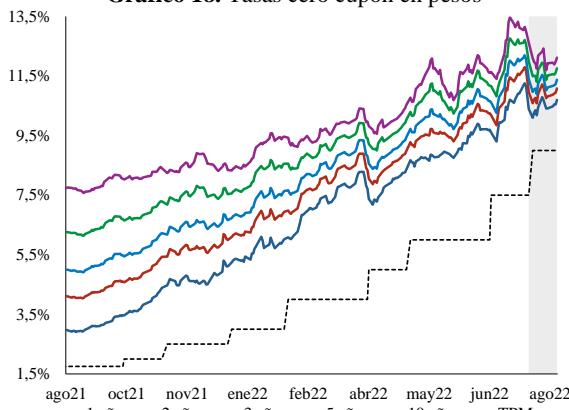
**Durante lo corrido del mes, los inversionistas extranjeros han sido los principales compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado (\$3.166 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los fondos de pensiones (\$338 mm).** Los inversionistas extranjeros realizaron compras netas de TES en pesos por \$210 mm y \$3.508 mm en los tramos de corto y largo

pesos aumentó de \$115,0 mm a \$129,3 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR aumentó de \$73,7 mm a \$77,6 mm.

<sup>8</sup> Expectativa tomada de Bloomberg.

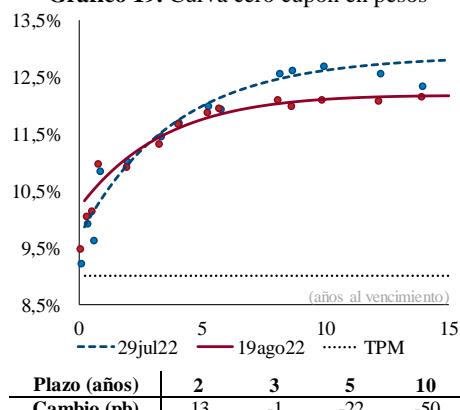
plazo, respectivamente; mientras que en el tramo medio realizaron ventas netas por \$423 mm<sup>9</sup> (ver Anexo 3).

Gráfico 18. Tasas cero cupón en pesos



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

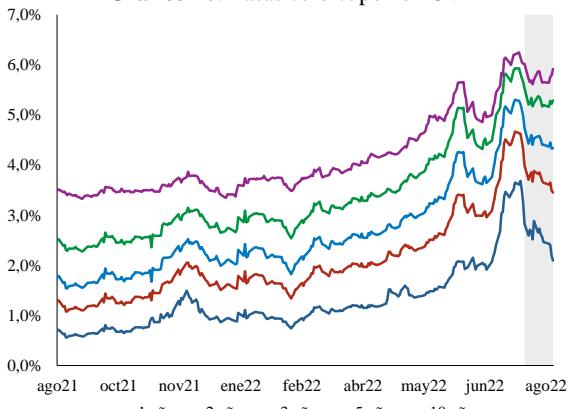
Gráfico 19. Curva cero cupón en pesos



**La curva de TES denominados en UVR se empinó, ante las mayores valorizaciones de los títulos del tramo corto frente a los de los demás tramos** (Gráficos 20 y 21). Estas valorizaciones estuvieron en línea con las mayores expectativas de inflación tras la publicación del dato de julio. Adicionalmente, las mayores valorizaciones del tramo corto pueden estar explicadas por la demanda importante de títulos de este plazo por parte de entidades públicas.

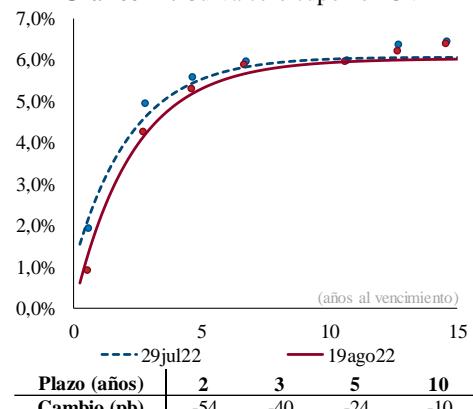
**Durante lo corrido del mes, las entidades públicas han sido los principales compradores netos de TES en UVR en el mercado de contado (\$1.087 mm), al tiempo que los principales vendedores netos son las sociedades fiduciarias (\$209 mm).** Durante este periodo los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas de TES en UVR por \$767 mm en el tramo corto y compras por \$108 mm y \$166 mm en los tramos medio y largo, respectivamente<sup>10</sup> (ver Anexo 3).

Gráfico 20. Tasas cero cupón en UVR



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

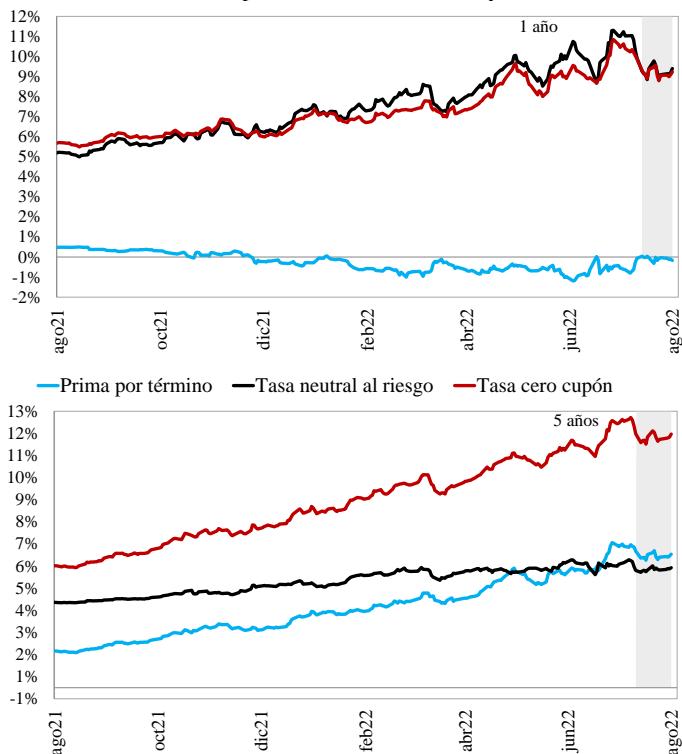
Gráfico 21. Curva cero cupón en UVR



<sup>9</sup> Desde la última reunión de la JDBR, las compras de TES en pesos en el mercado de contado, por parte de inversionistas extranjeros, fueron de \$3.166 mm, correspondientes a ventas de \$27 mm del tramo corto y compras de \$71 mm y \$3.123 mm del tramo medio y largo, respectivamente. En el mercado a futuro, su posición compradora aumentó en \$129 mm (ventas de \$495 mm del tramo medio y compras de \$ 238 mm y \$386 mm en el tramo corto y largo, respectivamente). En lo corrido de 2022, los inversionistas extranjeros han comprado \$16 b en el mercado de contado (cifra superior a las compras registradas en 2021 -\$ 8,5 b-) y su participación aumentó de 35,1% a 37,9%.

<sup>10</sup> Desde la última reunión de la JDBR, las compras en el mercado de contado de TES en UVR, por parte de inversionistas extranjeros, fueron de \$31 mm correspondientes a ventas de \$68 mm y \$44 mm de los tramos corto y medio, respectivamente, y compras de \$143 mm en el tramo largo. En el mercado a futuro, la posición compradora disminuyó en \$525 mm (ventas de \$700 mm del tramo corto y compras de \$152 mm y \$24 del tramo medio y largo, respectivamente).

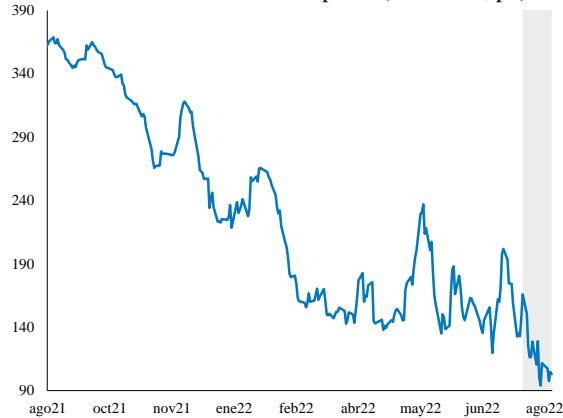
**Gráfico 22.** Prima por vencimiento TES a 1 y 5 años



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

**pesos disminuyó, pero aumentó en el caso de la curva en UVR.** Durante este periodo, la pendiente 10 años - 2 años disminuyó 63 pb, hasta 103 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y aumentó 44 pb, hasta 247 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 23 y 24).

**Gráfico 23.** Pendiente curva TES pesos (10-2 años, pb)



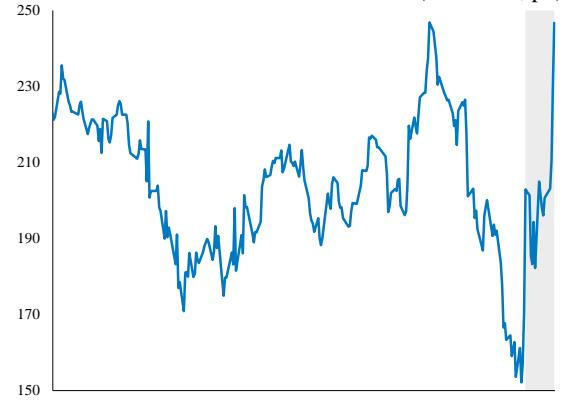
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep. Los datos corresponden al promedio móvil de cinco días.

**La tasa neutral al riesgo estimada aumentó y refleja expectativas de una senda de TPM más contractiva. No obstante, el promedio de la tasa neutral a un año se ubicó por debajo del nivel observado en julio.** Con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por factores distintos a la tasa neutral al riesgo, en el Gráfico 22 se presenta la evolución de la prima a término. Desde la última reunión de la JDBR, las primas a término variaron -21 pb y 14 pb para los plazos de un año (-0,16%) y cinco años (6,04%). Por su parte, las tasas neutrales al riesgo subieron 14 pb y 21 pb, y se ubicaron en 9,40% y 5,43% para los plazos a 1 y 5 años, respectivamente. Se destaca que la tasa neutral promedio de agosto (9,2%) se ubicó por debajo de la tasa promedio de julio (10,4%, Gráfico 22).

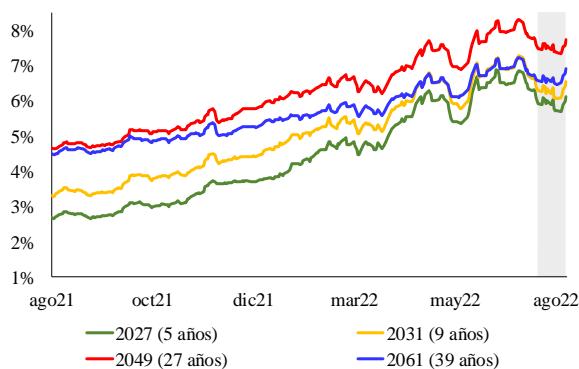
**La pendiente de la curva de TES en**

**pesos disminuyó, pero aumentó en el caso de la curva en UVR.** Durante este periodo, la pendiente 10 años - 2 años disminuyó 63 pb, hasta 103 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y aumentó 44 pb, hasta 247 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 23 y 24).

**Gráfico 24.** Pendiente curva TES UVR (10-2 años, pb)

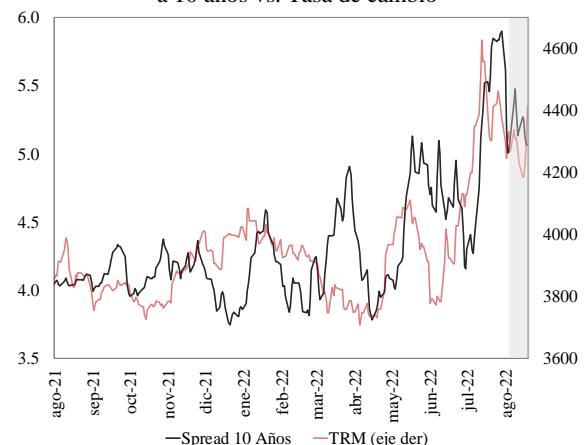


**Gráfico 25.** Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

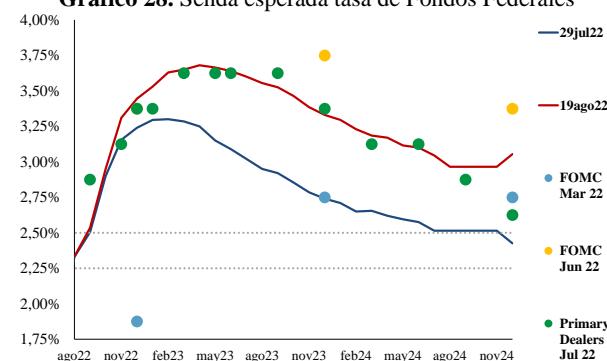
**Gráfico 27.** Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

### 1.3. Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona

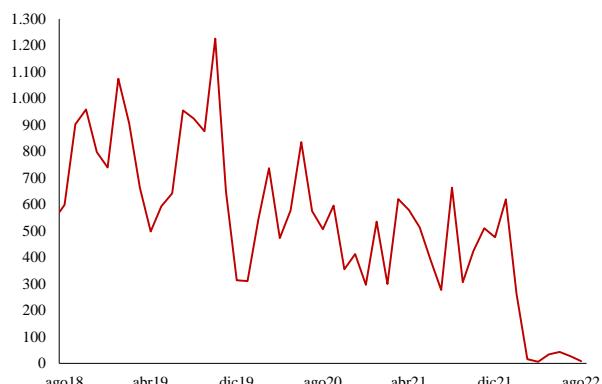
**Gráfico 28.** Senda esperada tasa de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg y Fed. Las líneas punteadas representan el rango actual de los fondos federales: 1,50%-1,75%.

federales para diciembre del 2022 es el rango entre 3,50% y 3,75% (probabilidad de 45%), lo que

**Gráfico 26.** Monto negociado de deuda pública externa



Fuente: Bloomberg. USD millones (m).

**En lo corrido de agosto las tasas de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares han aumentado.** Desde el 29 de julio, las tasas de los títulos con vencimientos a 5, 9, 27 y 39 años<sup>11</sup> presentaron desvalorizaciones de 18 pb, 28 pb, 24 pb y 36 pb, respectivamente (Gráfico 25). De acuerdo con lo anterior, el margen entre la deuda pública local a 10 años denominada en pesos frente a la deuda pública externa a 10 años denominada en dólares disminuyó durante el periodo analizado, dadas las valorizaciones de la deuda local de largo plazo y las desvalorizaciones de la externa (Gráfico 27). Por otro lado, la liquidez durante lo corrido de agosto continúa en niveles muy bajos (Gráfico 26).

**El mercado está descontando un mayor aumento de tasas de interés en Estados Unidos durante 2022 y 2023.** De acuerdo con los contratos de futuros sobre las tasas de los Fondos Federales, se evidencia una senda más contractiva (línea roja) frente a la observada el 29 de julio (línea azul). De esta manera, la tasa terminal esperada pasó de 3,30% (se alcanzaría en febrero de 2023) a 3,68% (abril de 2023, Gráfico 28).

Por otra parte, según el CME<sup>12</sup>, el escenario más probable de tasas de los fondos

<sup>11</sup> Títulos más transados.

<sup>12</sup> Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

implicaría un aumento de 75 pb durante la reunión de septiembre, seguido por un aumento de 25 pb en noviembre y otro aumento de 25 pb durante la reunión de diciembre (Cuadro 2).

**Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2022**

	3%-3,25%	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4%
29jul22	32%	50%	17%	1%
19ago22	5%	31%	45%	19%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

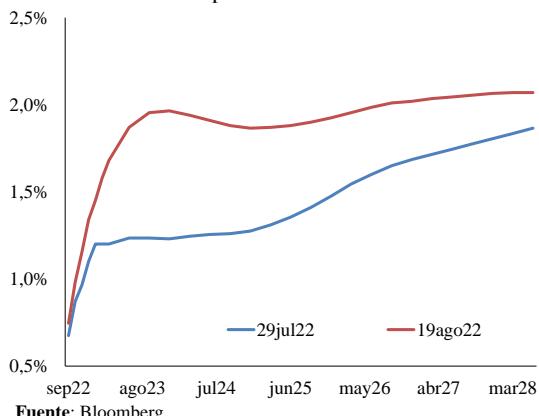
Adicionalmente, según la encuesta de la Fed de Nueva York realizada a *Primary Dealers* en julio<sup>13</sup>, la mediana refleja que los analistas encuestados anticipan mayores aumentos en el rango actual de la tasa de los Fondos Federales en todas las reuniones del 2022 frente a la encuesta anterior (junio). La tasa esperada para diciembre de 2022 aumentó de 2,63% a 3,38%.

**Cuadro 3. Pronósticos del punto medio del Rango de Fondos Federales de Primary Dealers en julio de 2022**

	Jul22	Sep22	Nov22	Dic22	Ene23	Mar23	May23	Jun23
<b>Mediana</b>	2,38%	2,88%	3,13%	3,38%	3,38%	3,63%	3,63%	3,63%
<b>No. Respuestas</b>	25	25	25	25	25	25	25	25
	3T23	4T23	1T24	2T24	3T24	4T24		
<b>Mediana</b>	3,63%	3,38%	3,13%	3,13%	2,88%	2,63%		
<b>No. Respuestas</b>	25	25	21	21	21	21		
	2025	2026	2027	2028				
<b>Mediana</b>	2,38%	2,38%	2,38%	2,38%				
<b>No. Respuestas</b>	20	20	19	19				

Fuente: Fed de NY.

**Gráfico 29. Expectativas de las tasas del BCE**



Fuente: Bloomberg.

**En Europa también se observan expectativas de aumentos de la tasa de política monetaria.** Finalmente, en cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria en Europa, con base en los futuros de la tasa Euribor, se evidencia una senda de política monetaria más contractiva frente a la observada el mes anterior, en línea con lo observado en EE.UU. ante las expectativas de mayores presiones inflacionarias a nivel global (Gráfico 29, Anexo 5).

#### 1.4. Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región

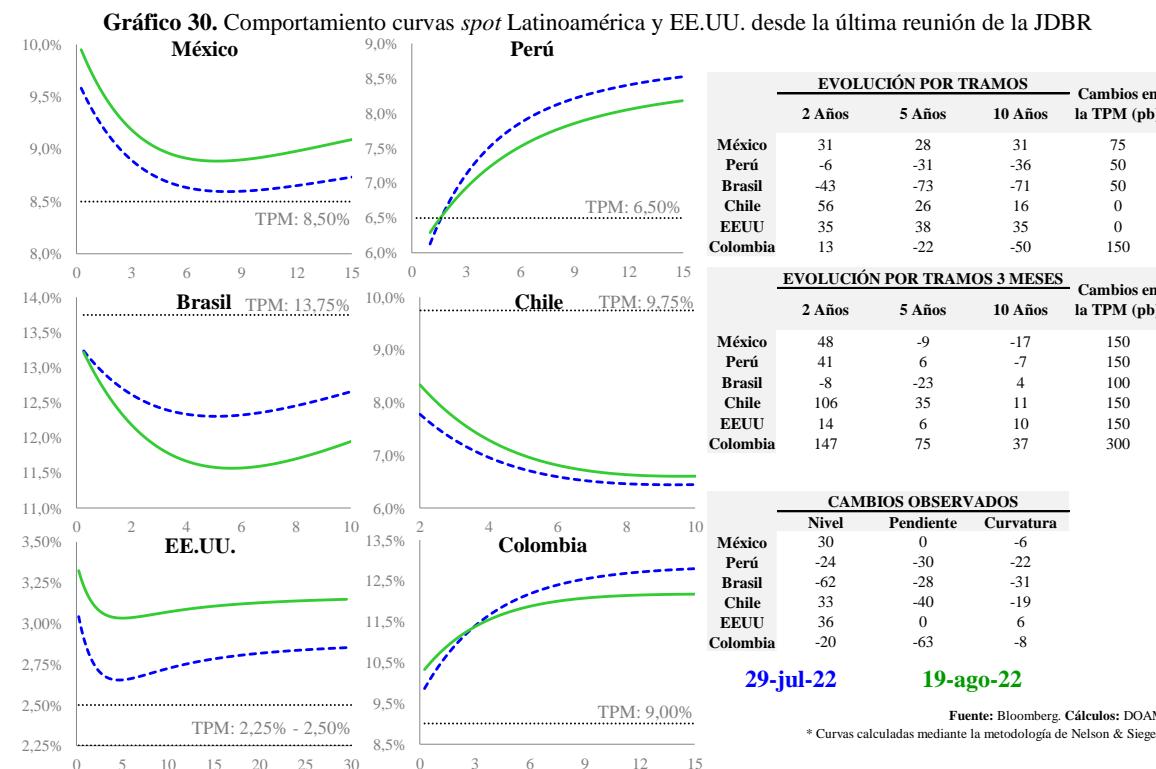
**Los Tesoros de EE.UU. presentaron desvalorizaciones a lo largo de toda la curva.** Este comportamiento se dio como consecuencia de la publicación de cifras económicas que evidenciaron una resiliencia de la economía estadounidense<sup>14</sup>, así como de los comentarios de varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) a favor de continuar

<sup>13</sup> El 6 de junio culminó la recepción de información de los agentes del mercado por parte de la Fed.

<sup>14</sup> Dentro de estas cifras se destacan: *i*) el cambio de nóminas no agrícolas durante julio (528 mil), por encima de lo registrado el mes anterior (398 mil) y de lo esperado por el mercado (250 mil); *ii*) la tasa de desempleo de julio (3,5%), por debajo de la observada en junio y de la anticipada por los analistas (3,6% en ambos casos); *iii*) el indicador de sentimiento de la Universidad de Michigan, el cual se ubicó en agosto (55,1), por encima de lo observado en julio (51,5) y de lo esperado por el mercado (52,5); y *iv*) el ISM manufacturero de julio (52,8), cercano al dato anterior (53,0) y por encima de lo descontado por los analistas del mercado (52,0).

aumentando los tipos de interés, lo cual incidió sobre las expectativas de una senda de política monetaria más contractiva.

**Por su parte, los títulos de deuda pública de la región presentaron un comportamiento divergente.** En Brasil y Perú, los títulos presentaron valorizaciones dada la menor aversión al riesgo hacia economías emergentes. Adicionalmente, los títulos brasileños se vieron favorecidos por las expectativas de una senda de política monetaria menos contractiva, lo cual estuvo asociado principalmente con la publicación del dato de inflación de julio (10,07%), el cual se ubicó por debajo de lo observado el mes anterior (11,89%) y de lo esperado por el mercado (10,1%). Por el contrario, los títulos de Chile presentaron desvalorizaciones asociadas con las expectativas de una senda de política monetaria más contractiva, tras la publicación del dato de inflación de julio (obs: 13,1%; esp: 13,0%; ant: 12,5%), y con la incertidumbre frente a la aprobación de la nueva Constitución por parte de los ciudadanos en el plebiscito que se llevará a cabo en septiembre. Por último, la curva de México se desvalorizó en una magnitud similar a la observada en la curva de Tesoros de EE.UU. (Gráfico 30; Anexo 4).



**Las pendientes de la región presentaron reducciones en su mayoría, y se resalta que las pendientes de Colombia y Perú aún son positivas.** El Gráfico 31 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia disminuyó 63 pb hasta ubicarse en 103 pb. Por su parte, las pendientes de Chile (-189 pb), Perú (154 pb) y Brasil (-21 pb) disminuyeron 40 pb, 30 pb y 28 pb, respectivamente, mientras que las pendientes de EE.UU. (-28 pb) y México (-53 pb) permanecieron estables.

## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

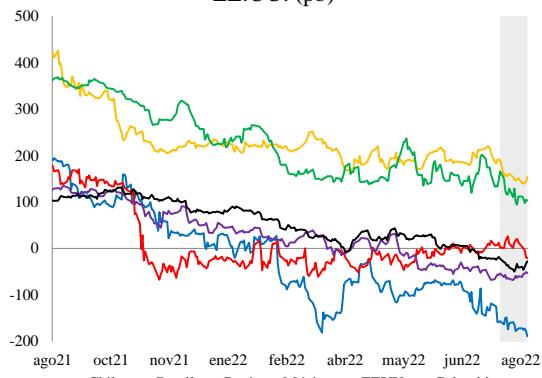
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas y de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*).

### 2.1. Expectativas de TPM

**Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera que la JDBR mantenga inalterada la TPM en agosto y la aumente en 75 pb en septiembre.** Primero, según la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banrep, la mediana señala una expectativa de estabilidad de la TPM en agosto y un aumento de 75 pb en septiembre<sup>15</sup> (desviación estándar de 0 y 30 pb, respectivamente). Por su parte, según la Encuesta de Opinión Financiera<sup>16</sup> (EOF), el 100% de los encuestados estima que la tasa se mantenga estable en agosto. Por último, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank<sup>17</sup> para la reunión de septiembre, de las 24 entidades encuestadas el 42% espera y recomienda un aumento de 100 pb; el 29% espera y recomienda un aumento de 50 pb; el 21% espera y recomienda un aumento de 75 pb; el 4% espera un aumento de 50 pb pero recomienda uno de 100 pb; y el 4% restante espera un aumento de 100 pb pero recomienda uno de 50 pb (Gráfico 28 y Anexo 1).

Por su parte, en el Gráfico 33 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2022 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre julio y agosto la tasa mediana esperada aumentó de 9,0% a 10,0%.

Gráfico 31. Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



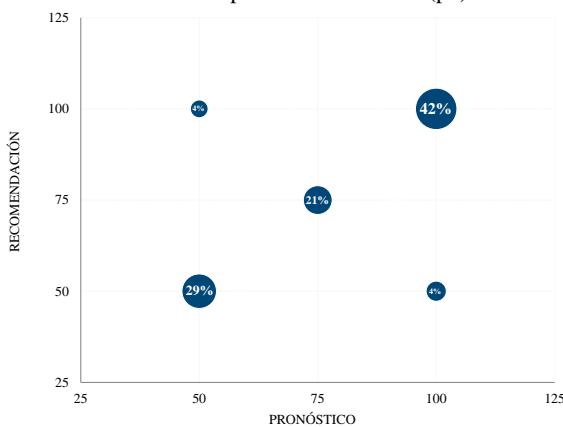
**Fuentes:** Bloomberg, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 2 años. Se presenta el promedio móvil de cinco días.

<sup>15</sup> Datos recolectados entre el 8 y el 10 de agosto.

<sup>16</sup> Publicada el 22 de agosto con información recolectada entre el 8 y el 12 del mismo mes.

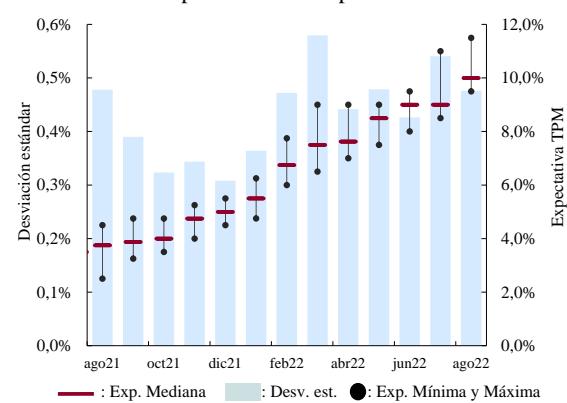
<sup>17</sup> Publicada el 22 de agosto.

**Gráfico 32.** Expectativa de cambio (pb) TPM



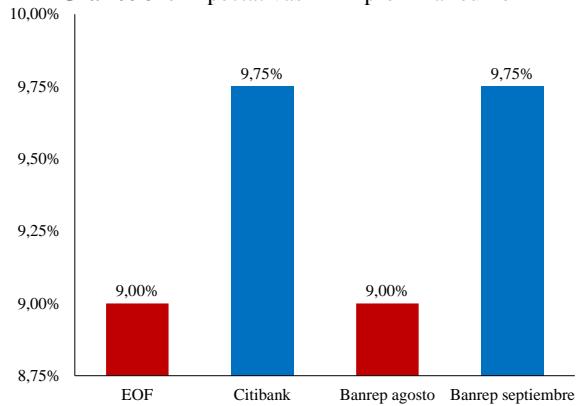
Fuente: Citibank

**Gráfico 33.** Expectativas TPM para diciembre de 2022



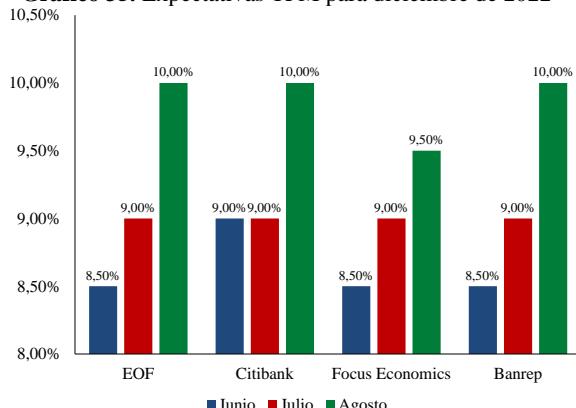
Fuente: Citibank.

**Gráfico 34.** Expectativas TPM próxima reunión



Fuente: EOF, Citibank, Banrep y Bloomberg. Se toma la mediana. La EOF se publicó el 22 de agosto con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 22 de agosto. La encuesta del Banrep se realizó entre el 8 y el 10 de agosto. \*La EOF averigua por la reunión de agosto (rojo), la encuesta de Citibank indaga por la reunión de septiembre (azul), mientras que la encuesta del Banrep pregunta por las reuniones de agosto y septiembre.

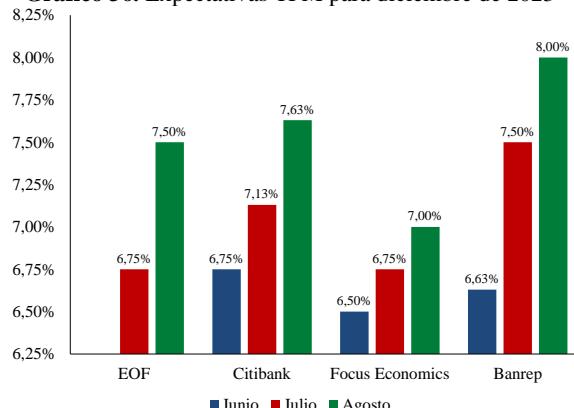
**Gráfico 35.** Expectativas TPM para diciembre de 2022



Fuente: EOF, Citibank, Focus Economics y Banrep. Los datos corresponden a la mediana. La EOF se publicó el 22 de agosto con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 22 de agosto. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 9 de agosto, con encuestas realizadas entre el 2 y el 7 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 8 y el 10 de agosto.

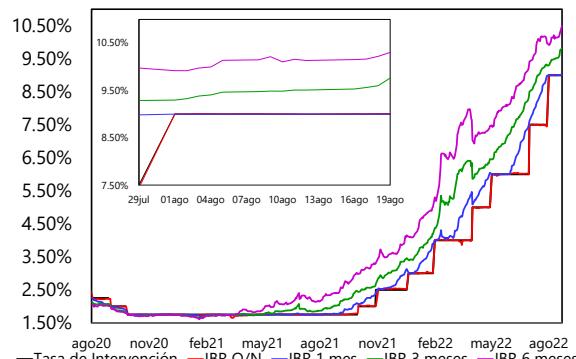
**La tasa de política monetaria esperada aumentó para 2022 y 2023.** En los Gráficos 34, 35 y 36 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y para las de diciembre de 2022 y 2023. En estas se observa que: *i*) la mayoría de los agentes esperan que la TPM se mantenga inalterada en agosto y aumente 75 pb en septiembre; *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2022 aumentó de 9,00% a 9,88%; y *iii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2023 aumentó de 7,03% a 7,53%.

**Gráfico 36.** Expectativas TPM para diciembre de 2023



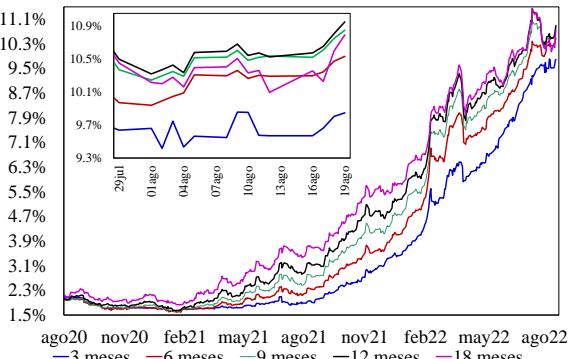
**Durante agosto las tasas IBR O/N e IBR a 1, 3 y 6 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses han aumentado en promedio 52 pb, reflejando expectativas de una senda de TPM más contractiva.** Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 19 de agosto las tasas IBR O/N e IBR a 1, 3 y 6 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses subieron 157 pb, 2 pb, 47 pb, 33 pb, 48 pb, 45 pb y 34 pb, respectivamente.

**Gráfico 37.** Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

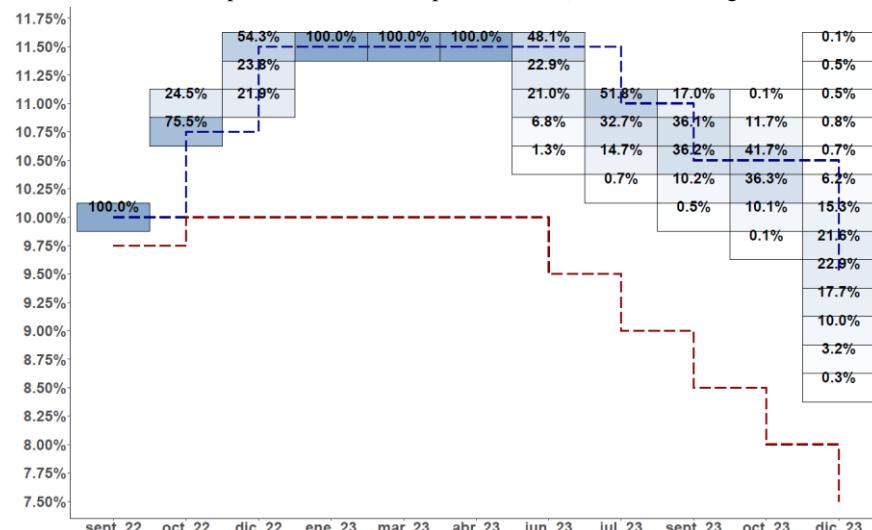
**Gráfico 38.** Tasas OIS



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

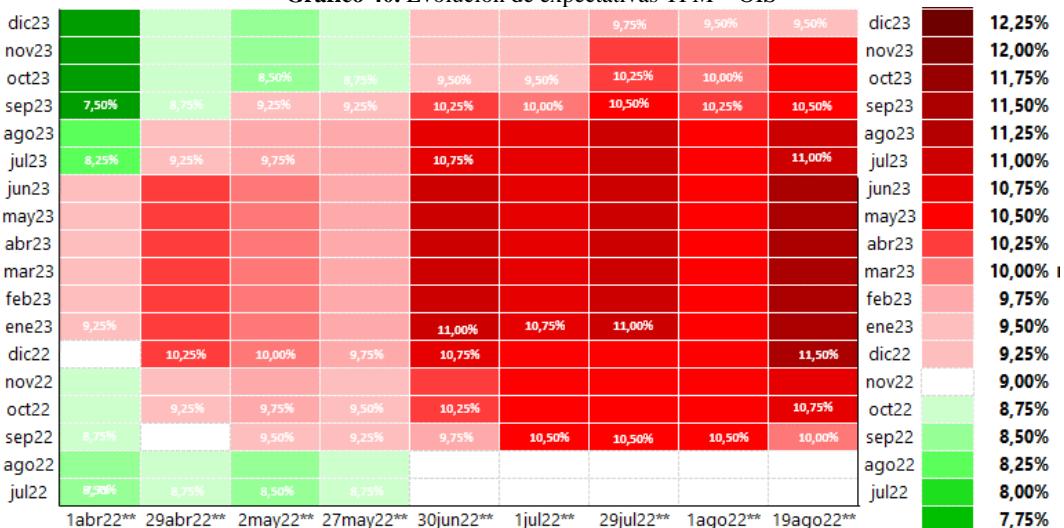
**El mercado OIS descuenta expectativas de más aumentos de la TPM y a una mayor velocidad, lo que se explica por un dato de inflación mayor al esperado, una mejor dinámica de la demanda interna y expectativas de una política monetaria más restrictiva en EE.UU.** El día de la reunión de la JDBR de julio de 2022 el mercado OIS anticipaba un aumento de 150 pb de la TPM en septiembre, cerrando 2022 con una TPM de 10,50% (Gráfico 40 y Anexo 6). A causa del dato de inflación de julio por encima de lo esperado, el deterioro de las expectativas de inflación, la mayor dinámica de la demanda interna y expectativas de una política monetaria más restrictiva por parte de la Reserva Federal, al 19 de agosto, el mercado OIS refleja una senda esperada de TPM más contractiva y con aumentos de 100 pb en septiembre y 75 pb en octubre y diciembre, de tal forma que alcanzaría el 11,50% en 2022 (Gráfico 39).

**Gráfico 39.** Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 19 de agosto de 2022)



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep. Nota: La línea punteada roja es la mediana de las expectativas de TPM a diferentes plazos tomada de la encuesta mensual de expectativas del Banrep de agosto de 2022.

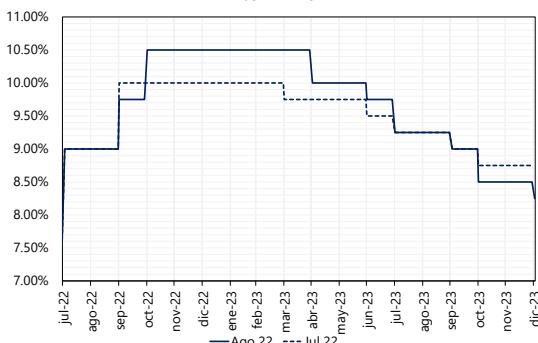
**Gráfico 40.** Evolución de expectativas TPM – OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep. Nota: Cada cifra de color blanco indica un cambio de tasa de política. Los resultados del modelo OIS para las fechas marcadas con \*\* permiten aumentos o reducciones de hasta 200 pb de la TPM, con \* permiten aumentos o reducciones de hasta 100 pb de la TPM, mientras que las demás estimaciones solo se tienen en cuenta aumentos o reducciones de 50 pb.

**Disminuyó la diferencia entre las expectativas de TPM del mercado OIS y la EME, en línea con la menor incertidumbre de la TPM que se refleja en diferentes encuestas.** Las expectativas de la encuesta de agosto del Banrep reflejan una senda de política monetaria más contractiva frente a las expectativas observadas en julio, al pasar de una TPM esperada para diciembre de 2022 de 9,00% a 10,00%. De esta manera, el *spread* entre las expectativas del mercado y los analistas a diciembre de 2022 cayó (de 225 pb a 150 pb). Por su parte, el promedio de las medidas de incertidumbre de la TPM esperada también cayó<sup>18</sup> (Grafico A.6.2).

**Gráfico 41.** Expectativas de mercado sin la prima a término



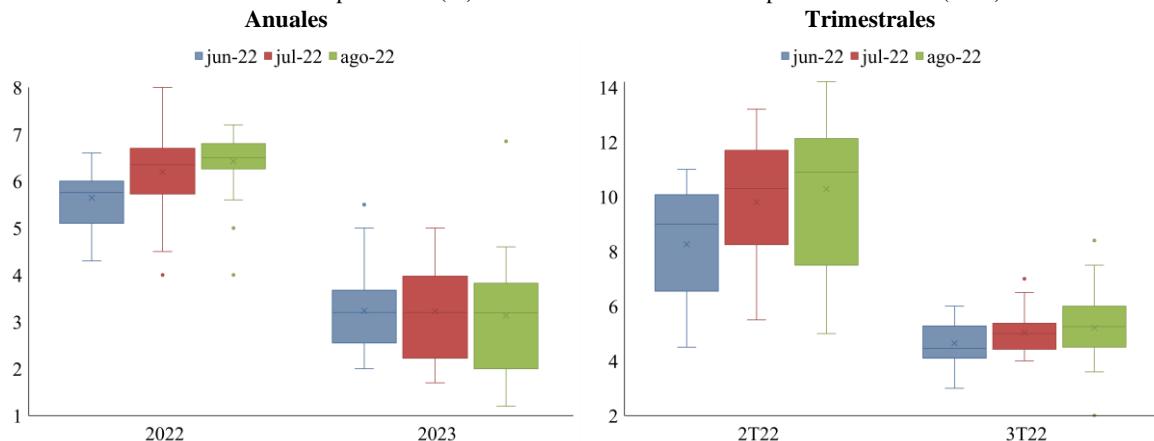
Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 19 de agosto y 29 de julio de 2022.

## 2.2. Expectativas de crecimiento económico

**Las expectativas de crecimiento de la economía colombiana aumentaron para 2022.** De acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 2022 de 6,35% a 6,5%, para el 2T22 de 10,3% a 10,9% y para el 3T22 de 5,0% a 5,25%, mientras que para el 2023 la mantuvieron en 3,20% (Gráfico 42). Por otro lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la expectativa de crecimiento para 2022 aumentó de 6,30% a 6,75%, mientras que para 2023 disminuyó de 2,80% a 2,30%.

<sup>18</sup> Medida como la desviación estándar en las cotizaciones del IBR a 3 y 6 meses y la desviación estándar en las repuestas de las expectativas de TPM de los analistas que respondieron la EME.

**Gráfico 42. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)**



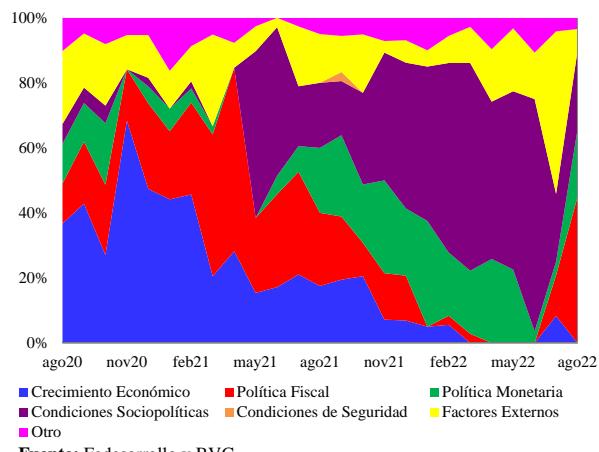
**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. La línea del centro de la caja representa la mediana y la “x” la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

Posteriormente, el 16 de agosto el DANE dio a conocer que la economía colombiana creció 12,6% a/a durante el 2T22. Por último, el 23 de agosto la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) mejoró sus proyecciones de crecimiento de la economía colombiana para 2022 de 4,8% a 6,5%.

#### Información adicional extraída de la EOF

**Los analistas esperan valorizaciones de los TES y el COLCAP a fin de año.** Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 y 2028 se desvaloricen 10 pb y 16 pb, respectivamente, mientras que a fin de año esperan valorizaciones de 11 pb y 16 pb, en su orden<sup>19</sup> (ant: valorizaciones cercanas a 30 pb a 3 meses, y de 50 pb y 30 pb a 12 meses). Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses se valorice 3%, mientras que a 12 meses esperan una valorización cercana a 6% (anterior: estabilidad a 3 meses y valorizaciones de 7% a 12 meses).

**Gráfico 43. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión - EOF**



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC.

**Ante la pregunta ¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión? un 45% resaltó la política fiscal (ant: 13%), un 24% las condiciones sociopolíticas (ant: 21%), un 21% la política monetaria (ant: 4%), un 7% los factores externos (ant: 50%), mientras que el 4% restante señaló otros factores (ant: 4%). El agente que mencionó otros factores señaló puntualmente la política interna (Gráfico 43). Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.**

### 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

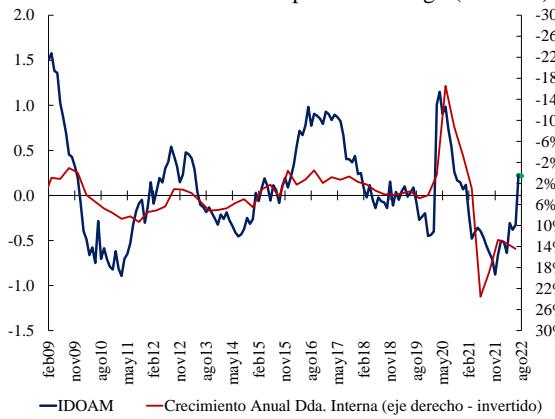
**El indicador de riesgo IDOAM sigue en aumento, en línea con la mayor volatilidad del mercado de TES y las mayores expectativas de inflación.** Entre junio y julio de 2022, con datos definitivos, el IDOAM subió explicado por el aumento de las expectativas de inflación, la menor confianza de

<sup>19</sup> Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa mediana esperada por los analistas.

los consumidores y el aumento de las carteras de los márgenes de las tasas de la cartera de consumo y preferencial frente a las de los TES. Con datos preliminares para agosto (EOF<sup>20</sup> y volatilidades<sup>21</sup>), este indicador aumentó debido a la mayor volatilidad del mercado de TES y a la mayor desviación de las expectativas de inflación frente a la meta del Banrep (Gráfico 44 y Anexo 7).

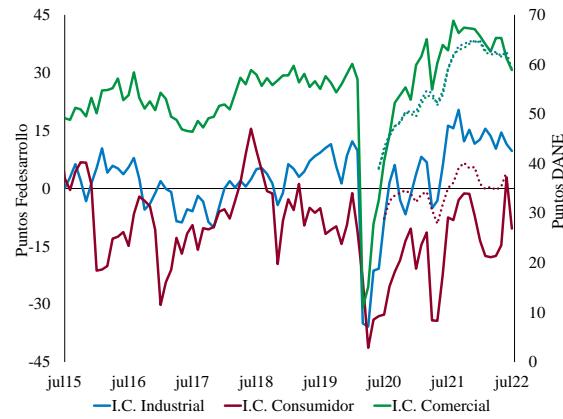
**En julio, la confianza del consumidor volvió a terreno negativo, al tiempo que la empresarial se redujo.** Luego de ubicarse brevemente en terreno positivo en junio, la confianza de los consumidores retornó a terreno negativo en julio (obs: -10,4%; ant: 2,9%). Este resultado se explica por unas expectativas menos optimistas del consumidor (obs: 4,3%; ant: 17,5%), y por una percepción más desfavorable de las condiciones económicas (obs: -32,3%; ant: -19,0%, Gráfico 45). Por su parte, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -8,20% a 5,53% (Gráfico 46). Asimismo, la confianza de los industriales (obs: 9,7%; ant: 11,5%) y comerciantes (obs: 30,7%; ant: 33,7%) se ubicó por debajo de lo observado el mes previo. El resultado de la confianza industrial se explica por un mayor nivel de existencias, un menor volumen actual de pedidos y unas menores expectativas de producción para el próximo trimestre. Por su parte, el resultado de la confianza comercial obedece a un mayor nivel de existencias y a una percepción menos favorable de la situación económica actual de la empresa, lo cual fue parcialmente contrarrestado por unas expectativas más optimistas de la situación económica para el próximo semestre. Por último, los índices de confianza manufacturera (obs: 58,7; ant: 62,5) y comercial (obs: 59,0; ant: 62,0) que publica el DANE, también evidencian un deterioro durante julio.

**Gráfico 44.** Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



**Fuentes:** Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible. **Nota:** Se usa la volatilidad implícita promedio de los TES a 1, 5 y 10 años extraída de un modelo GARCH(1,1) y la base del indicador es mayo de 2004.

**Gráfico 45.** Índices de confianza en Colombia



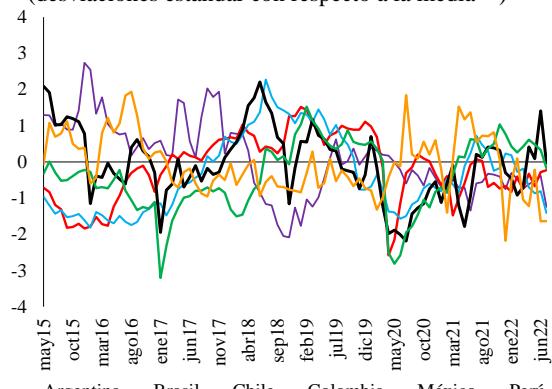
**Fuente:** Fedesarrollo, DANE. En el eje derecho se grafican los indicadores de confianza publicados por el DANE (líneas punteadas).

**Los indicadores de ventas al por menor y producción manufacturera crecieron en junio por debajo de lo observado el mes anterior y de lo esperado por el mercado.** Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor (obs: 17,2%; esp: 17,5%; ant: 34,8%) y producción manufacturera (obs: 12,3%; esp: 13,7%; ant: 46,2%) de junio.

<sup>20</sup> Recibida el 22 de agosto de 2022.

<sup>21</sup> Datos al 19 de agosto de 2022.

**Gráfico 46.** Índices de confianza de Latinoamérica\* (desviaciones estándar con respecto a la media\*\*)

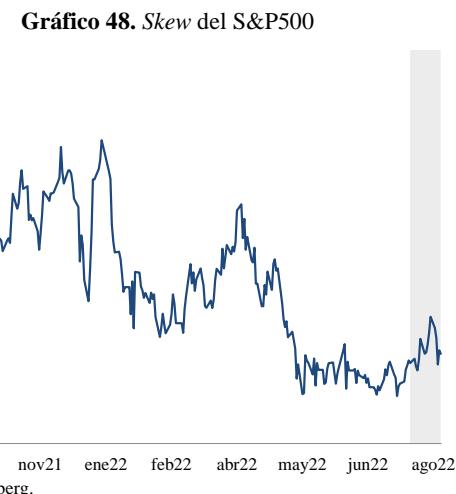
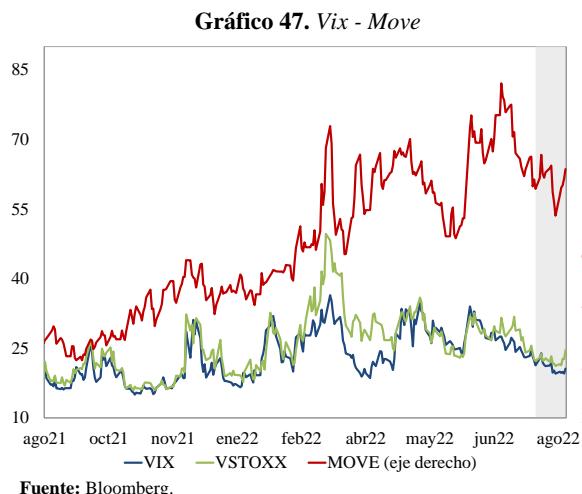


Fuentes: INEGI<sup>22</sup>, FGV<sup>23</sup>, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.

Cálculos: Banrep. \*Series desestacionalizadas. Información mensual.

\*\* La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

los últimos días ante la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas del continente europeo. Estos indicadores se mantienen en niveles elevados frente a lo observado antes de la pandemia. Dentro de los factores que explican estos altos niveles de percepción de riesgo se destacan: *i*) las persistentes tensiones geopolíticas entre varios países occidentales y Rusia en torno a la invasión de este último país a Ucrania; *ii*) las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y China en torno a Taiwán; *iii*) la probabilidad de una recesión económica en EE.UU. y/o Europa en el corto plazo; y *iv*) la incertidumbre en torno al futuro de las medidas adoptadas por las autoridades chinas para contener la pandemia. Por su parte, el *Skew*<sup>26</sup> aumentó ante la mayor probabilidad de materialización de un riesgo de cola en el S&P 500, mientras que el *Move*<sup>27</sup> aumentó y se mantuvo en niveles elevados no observados desde marzo de 2020, como consecuencia de la alta incertidumbre en torno al futuro de la política monetaria en EE.UU. (Gráficos 47 y 48). y



<sup>22</sup> Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

<sup>23</sup> Instituto Brasileiro de economía

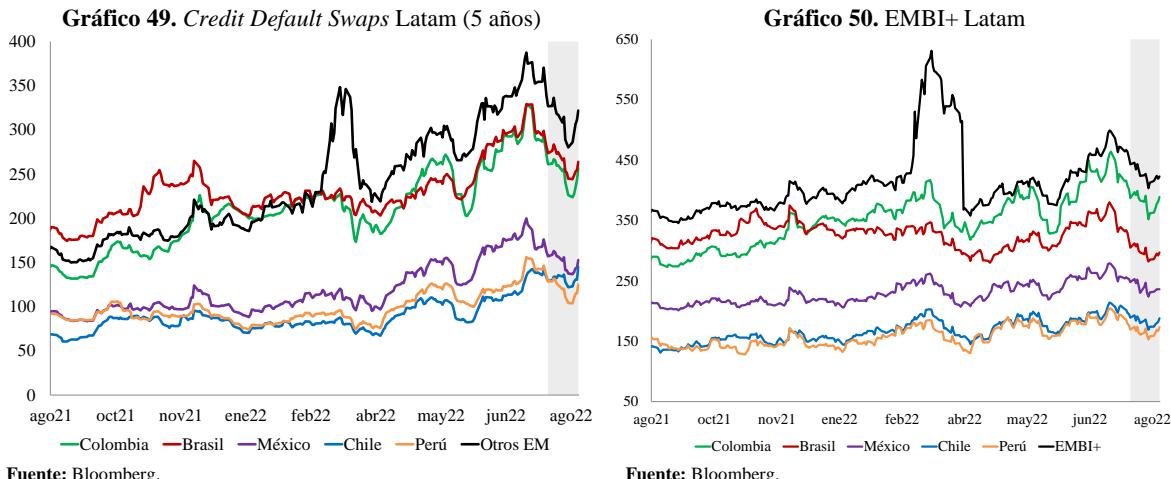
<sup>24</sup> El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

<sup>25</sup> El Vstoxx es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

<sup>26</sup> El Skew es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del S&P 500, de forma tal que un incremento del Skew -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

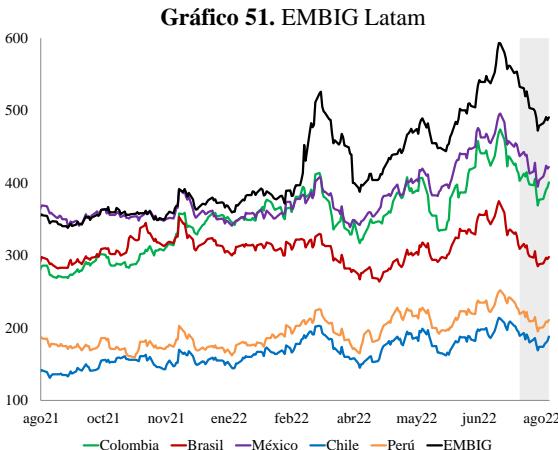
<sup>27</sup> El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.

Finalmente, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI<sup>28</sup> presentaron un comportamiento mixto en los países de la región. El CDS a 5 años disminuyó 10 pb en Brasil, 5 pb en Colombia, 4 pb en México y 4 pb en Perú, mientras que aumentó 16 pb en Chile (Gráfico 49). Por su parte, el EMBI+ (EMBIG) disminuyó 12 pb (15 pb) en México, 8 pb (11 pb) en Brasil y 1 pb (corresponde al EMBIG) en Chile, mientras que aumentó 4 pb (-8 pb) en Perú y 2 pb (-2 pb) en Colombia (Gráficos 51 y 51).



Fuente: Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

<sup>28</sup> Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

#### 4. RECUADROS/ANEXOS

##### Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

*Cuadro A1.1. Encuestas de expectativas de Citibank sobre la tasa de política monetaria para la reunión de septiembre del 2022*

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza	10,00%	10,00%
Asobancaria	9,50%	10,00%
Axa Colpatria	9,50%	9,50%
Banco Agrario	10,00%	10,00%
Banco de Bogotá	10,00%	10,00%
Banco de Occidente	9,75%	9,75%
Banco Popular	10,00%	10,00%
Banco Santander	10,00%	10,00%
BBVA	9,75%	9,75%
BTG Pactual	9,50%	9,50%
Casa de Bolsa	10,00%	10,00%
Citi	10,00%	9,50%
Corficolombiana	10,00%	10,00%
Credicorp Capital	9,50%	9,50%
Fidubogotá	9,50%	9,50%
Fiduoccidente	9,75%	9,75%
Grupo Bolívar	10,00%	10,00%
Itaú	10,00%	10,00%
JP Morgan	9,75%	9,75%
Moody's Analytics	9,50%	9,50%
Positiva	9,50%	9,50%
Scotiabank Colpatria	9,50%	9,50%
Skandia	9,75%	9,75%
XP Investments	10,00%	10,00%
<b>Promedio</b>	<b>9,78%</b>	<b>9,78%</b>
Mediana	9,75%	9,75%
STDV	0,22%	0,22%
Máximo	10,00%	10,00%
Mínimo	9,50%	9,50%

*Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de Citibank sobre inflación*

Participantes	ago-22	dic-22	dic-23
Alianza	10,37%	10,50%	6,00%
Asobancaria	10,30%	9,47%	5,60%
Axa Colpatria	10,17%	9,50%	5,50%
Banco Agrario	10,40%	10,90%	6,81%
Banco de Bogotá	10,41%	10,09%	5,72%
Banco de Occidente	10,19%	9,81%	5,38%
Banco Popular	10,29%	9,81%	5,42%
Banco Santander	10,28%	10,40%	6,50%
BBVA	10,30%	10,00%	5,00%
BTG Pactual	10,33%	10,00%	6,15%
Casa de Bolsa	10,30%	9,84%	6,03%
Citi	10,28%	9,40%	4,70%
Corficolombiana	10,30%	9,84%	6,03%
Credicorp Capital	10,42%	9,80%	6,00%
Fidubogotá	10,23%	10,56%	6,02%
Fiduoccidente	10,19%	9,81%	5,38%
Grupo Bolívar	10,35%	10,69%	7,39%
Itaú	10,40%	10,00%	5,50%
JP Morgan	10,38%	9,60%	5,50%
Moody's Analytics	10,30%	10,60%	5,50%
Positiva	10,43%	9,38%	5,00%
Scotiabank Colpatria	10,30%	10,40%	4,53%
Skandia	10,27%	10,62%	6,02%
XP Investments	10,31%	10,20%	5,80%
<b>Promedio</b>	<b>10,31%</b>	<b>10,05%</b>	<b>5,73%</b>
<b>Mediana</b>	<b>10,30%</b>	<b>10,00%</b>	<b>5,66%</b>
<b>Desv. Estándar</b>	<b>0,07%</b>	<b>0,44%</b>	<b>0,64%</b>
<b>Máximo</b>	<b>10,43%</b>	<b>10,90%</b>	<b>7,39%</b>
<b>Mínimo</b>	<b>10,17%</b>	<b>9,38%</b>	<b>4,53%</b>
<b>No. Respuestas</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>

**Cuadro A1.3. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre tasa de política monetaria**

Encuestas realizadas entre el 2 y el 7 de agosto

	Empresa	Estimación 2022	Estimación 2023
1	Banco Agrario de Colombia	11,00%	7,50%
2	Banco Davivienda	9,50%	-
3	Banco de Bogotá	10,00%	8,50%
4	BBVA Research	9,00%	7,50%
5	Capital Economics	9,50%	7,50%
6	Citigroup Global Mkts	9,00%	8,00%
7	Corficolombiana	9,00%	6,50%
8	Credicorp Capital	10,00%	7,00%
9	Credit Suisse	9,50%	5,50%
10	Ecoanalítica	10,00%	7,00%
11	Econosignal	9,50%	9,50%
12	EIU	9,50%	6,50%
13	Fedesarrollo	9,00%	-
14	Fitch Solutions	10,00%	7,00%
15	Goldman Sachs	9,75%	8,50%
16	HSBC	9,00%	7,00%
17	Itaú Unibanco	9,50%	6,50%
18	JPMorgan	10,00%	7,75%
19	Moody's Analytics	9,50%	6,50%
20	Oxford Economics	9,50%	7,75%
21	Pantheon Macroeconomics	9,50%	6,50%
22	Positiva Compañía de Seguros	9,50%	4,50%
23	S&P Global Ratings	9,00%	8,00%
24	Scotiabank Colpatria	9,50%	7,00%
25	Société Générale	9,00%	-
26	UBS	9,00%	9,00%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,50%	0	0,0%	1	4,3%
5,50%	0	0,0%	1	4,3%
6,50%	0	0,0%	5	21,7%
7,00%	0	0,0%	5	21,7%
7,50%	0	0,0%	3	13,0%
7,75%	0	0,0%	2	8,7%
8,00%	0	0,0%	2	8,7%
8,50%	0	0,0%	2	8,7%
9,00%	8	30,8%	1	4,3%
9,50%	11	42,3%	1	4,3%
9,75%	1	3,8%	0	0,0%
10,00%	5	19,2%	0	0,0%
11,00%	1	3,8%	0	0,0%
<b>Media</b>		<b>9,51%</b>		<b>7,26%</b>
<b>Mediana</b>		<b>9,50%</b>		<b>7,00%</b>

**Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre inflación**

Encuestas realizadas entre el 2 y el 7 de agosto

Empresa	Estimación 2022	Estimación 2023		
1 Actinver	8,80%	4,90%		
2 AGPV	9,10%	4,50%		
3 Banco Agrario de Colombia	10,41%	6,59%		
4 Banco Davivienda	9,68%	5,99%		
5 Banco de Bogotá	9,64%	5,55%		
6 Bancolombia	9,16%	5,17%		
7 Barclays Capital	8,58%	4,18%		
8 BBVA Research	9,20%	5,00%		
9 Capital Economics	8,70%	3,61%		
10 Citigroup Global Mkts	8,10%	4,20%		
11 Corficolombiana	9,80%	6,00%		
12 Credicorp Capital	9,50%	5,50%		
13 Credit Agricole	8,40%	4,20%		
14 Credit Suisse	9,02%	4,43%		
15 Ecoanalítica	11,36%	5,33%		
16 Econosignal	8,01%	3,44%		
17 EIU	12,00%	4,70%		
18 EmergingMarketWatch	7,10%	3,90%		
19 Fedesarrollo	10,34%	-		
20 Fitch Solutions	8,70%	4,10%		
21 Goldman Sachs	9,40%	5,50%		
22 HSBC	9,50%	5,50%		
23 Itaú Unibanco	9,00%	5,00%		
24 JPMorgan	9,20%	5,00%		
25 Moody's Analytics	9,85%	4,42%		
26 Oxford Economics	9,04%	3,85%		
27 Pezco Economics	8,75%	5,89%		
28 Positiva Compañía de Seguros	8,50%	4,04%		
29 S&P Global Ratings	8,70%	4,10%		
30 Scotiabank Colpatria	9,74%	4,58%		
31 Torino Capital	11,21%	-		
32 UBS	9,23%	4,20%		
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,25% - 3,50%	0	0,0%	1	3,3%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	1	3,3%
3,75% - 4,00%	0	0,0%	2	6,7%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	7	23,3%
4,25% - 4,50%	0	0,0%	2	6,7%
4,50% - 4,75%	0	0,0%	3	10,0%
4,75% - 5,00%	0	0,0%	1	3,3%
5,00% - 5,25%	0	0,0%	4	13,3%
5,25% - 5,50%	0	0,0%	1	3,3%
5,50% - 5,75%	0	0,0%	4	13,3%
5,75% - 6,00%	0	0,0%	2	6,7%
6,00% - 6,25%	0	0,0%	1	3,3%
6,50% - 6,75%	0	0,0%	1	3,3%
7,00% - 7,25%	1	3,1%	0	0,0%
8,00% - 8,25%	2	6,3%	0	0,0%
8,25% - 8,50%	1	3,1%	0	0,0%
8,50% - 8,75%	5	15,6%	0	0,0%
8,75% - 9,00%	2	6,3%	0	0,0%
9,00% - 9,25%	8	25,0%	0	0,0%
9,25% - 9,50%	1	3,1%	0	0,0%
9,50% - 9,75%	5	15,6%	0	0,0%
9,75% - 10,00%	2	6,3%	0	0,0%
10,25% - 10,50%	2	6,3%	0	0,0%
11,00% - 11,25%	1	3,1%	0	0,0%
11,25% - 11,50%	1	3,1%	0	0,0%
11,75% - 12,00%	1	3,1%	0	0,0%
<b>Media</b>		<b>9,30%</b>		<b>4,78%</b>
<b>Mediana</b>		<b>9,18%</b>		<b>4,64%</b>

## Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 29 de julio la JDBR aumentó la tasa de política monetaria en 150 pb a 9% (en línea con las expectativas). Ese mismo día, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) radicó el proyecto de Presupuesto General de la Nación (PGN) de 2023. En dicho proyecto el MHCP estimó desembolsos de crédito durante 2023 por \$67,9 b, distribuidos en colocaciones de TES (\$43,9 b) y emisiones en el mercado internacional de capitales junto con préstamos con la banca de desarrollo multilateral y bilateral (\$24,0 b). Respecto a las colocaciones de TES, \$35 b serían mediante el mecanismo de subastas, \$3 b a través de las entidades del sector público, \$1,5 b mediante los TES verdes y \$4,1 b para amparar los bonos pensionales. Entre el 29 de julio y el 1 de agosto, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -37 pb, -49 pb y -52 pb para los plazos de 2, 5 y 10 años respectivamente. Así mismo, las tasas de los TES en UVR presentaron variaciones de -28 pb, -32 pb y -30 pb para dichos plazos. Según operadores locales, tales valorizaciones se dieron en un contexto de flujos de compra por parte de inversionistas extranjeros desde la semana previa, en medio de un entorno global de tasas de interés a la baja.

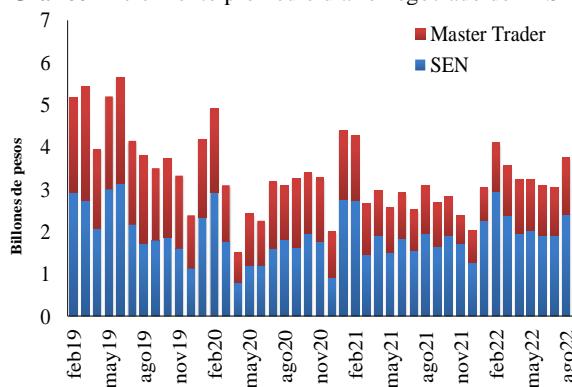
El 5 de agosto, el DANE informó que la inflación para el mes de julio fue del 10,21% a/a (0,81% m/m), por encima de las expectativas del mercado (9,98% a/a y 0,62% m/m) y alcanzó su nivel más alto en los últimos 23 años. Ese mismo día, el MHCP anunció que adoptó el Marco de Referencia de Bonos Verdes, Sociales y Sostenibles Soberanos de Colombia, el cual establece los principios que se deben seguir para la selección, evaluación y gestión de compromisos de reporte a inversionistas de los proyectos incluidos en el PGN asociados a potenciales emisiones de estos instrumentos. Al cierre de la sesión de negociación del 5 de agosto, los TES en pesos mostraron incrementos en sus rendimientos de 32 pb, 40 pb y 44 pb a 2, 5 y 10 años, respectivamente, mientras que los TES en UVR presentaron variaciones de 21 pb, 6 pb y 9 pb para los mismos plazos. De acuerdo con varios analistas, esta tendencia de desvalorizaciones estuvo en línea con lo observado a nivel global tras la publicación del reporte de mercado laboral de julio en EE.UU. Sin embargo, el mejor desempeño relativo de los TES en UVR frente a los denominados en pesos pudo explicarse por la publicación del dato de inflación local.

El 8 de agosto, tras la posesión de José Antonio Ocampo como ministro de Hacienda, el MHCP radicó su proyecto de Reforma Tributaria ante la Cámara de Representantes. En este, se estipula un recaudo total de COP 25,88 b para 2023. Ese mismo día, el MHCP anunció la ejecución del séptimo tramo de canjes de deuda pública local durante el año, consistente en el intercambio de bonos en su portafolio por COP 2 b. En el proceso, se sustituyeron Títulos TES en UVR con vencimiento en 2023, por Títulos TES en UVR con maduración en 2025, 2029, 2035 y TES en pesos con vencimiento en 2026 y 2042. De esta forma, la vida media de la deuda local se extendió de 9,22 años a 9,25 años, mientras que el cupón promedio se redujo de 9,54% a 9,53%. Entre el 8 y 9 de agosto, los TES en pesos presentaron variaciones en sus tasas de -8 pb, -2 pb y 10 pb para los plazos de 2, 5 y 10 años, mientras que los TES en UVR mostraron variaciones de 3 pb, -1 pb y 0 pb para dichos plazos. Según varios operadores del mercado, el comportamiento mixto de las tasas estuvo asociado con la baja liquidez del mercado, el cual se encontraba a la espera del dato de inflación de julio en EE.UU.

El 16 de agosto, el DANE reveló que el PIB colombiano creció 12,6% a/a durante 2T22, por encima de lo esperado por el mercado (12,1% a/a). El gasto de consumo final creció 12,5%, el de los hogares 14,6% y el del Gobierno lo hizo en 4%. Ese día, los rendimientos de los TES en pesos a 1, 5 y 10 años presentaron variaciones de 6 pb, 4 pb y 2 pb, mientras que los de los TES en UVR mostraron cambios de -4 pb, -3 pb y -1 pb para dichos plazos. Según varios operadores, la publicación del dato de crecimiento no fue determinante de los movimientos de las tasas durante la jornada.

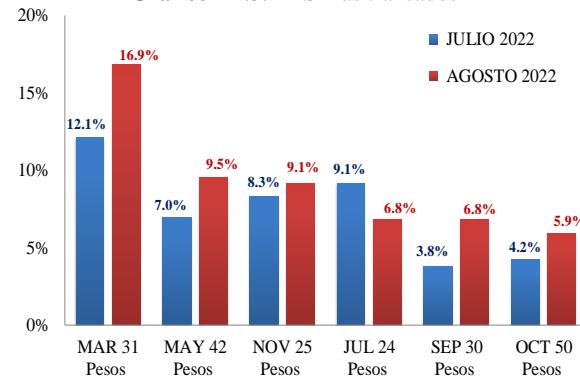
La liquidez del mercado de TES aumentó en el mes de agosto, evidenciada a través de un promedio diario negociado de \$3,7 b<sup>29</sup>, superior al registrado el mes anterior (\$3,03 b) y al observado en agosto de 2021 (\$3,08 b, Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos con vencimiento en marzo de 2031, cuya participación pasó del 12,1% en julio al 16,9% en lo corrido de agosto, seguidos por los TES con vencimiento en mayo de 2042, cuya participación pasó del 7,0% al 9,5% en dicho periodo (Gráfico A2.2).

**Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES**



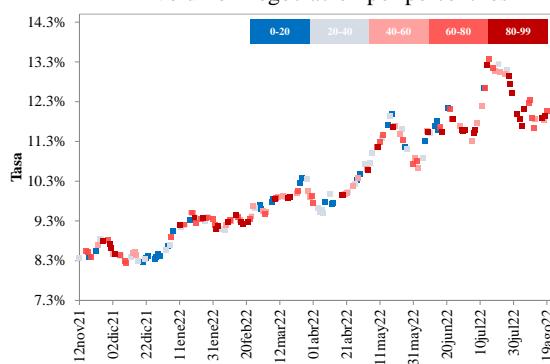
**Fuente y Cálculos:** DCV - Banrep.  
Datos al 19 de agosto de 2022.

**Gráfico A2.3. TES más transados**



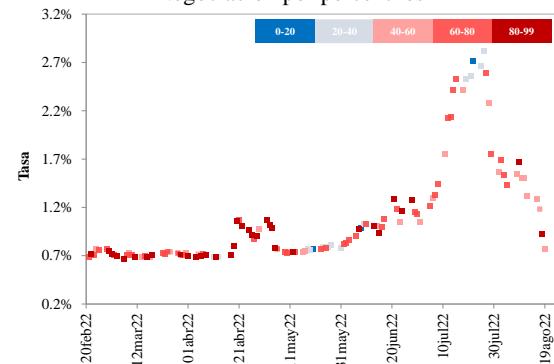
**Fuentes:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. \*Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 19 de agosto de 2022.

**Gráfico A2.4. Tasa cero cupón pesos TFIT 2031 y volumen negociación por percentiles**



**Fuentes:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep.

**Gráfico A2.5. Tasa cero cupón TUVT 2023 y volumen negociación por percentiles**

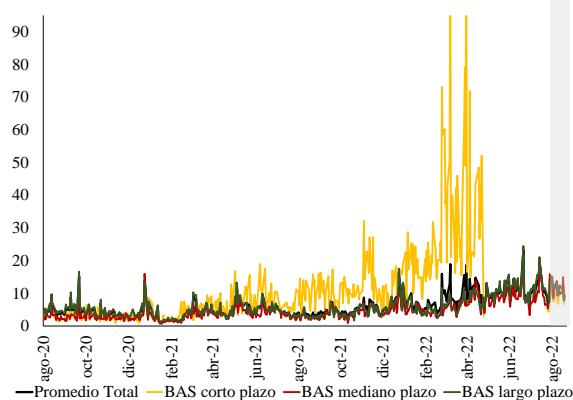


**Fuentes:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep.

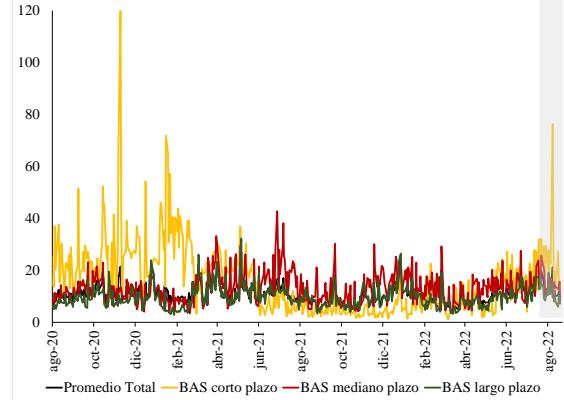
En los Gráficos A2.4 y A2.5 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 9 años, UVR: 1 año). En agosto de 2022 los montos de negociación del título en pesos del 2031 se ubicaron entre el percentil 60 y 80, y para el UVR con vencimiento en 2023 se ubicaron entre el percentil 40 y 60.

<sup>29</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

**Gráfico A2.6. Bid-Ask spread por plazo de los TES en pesos\* (pb)**



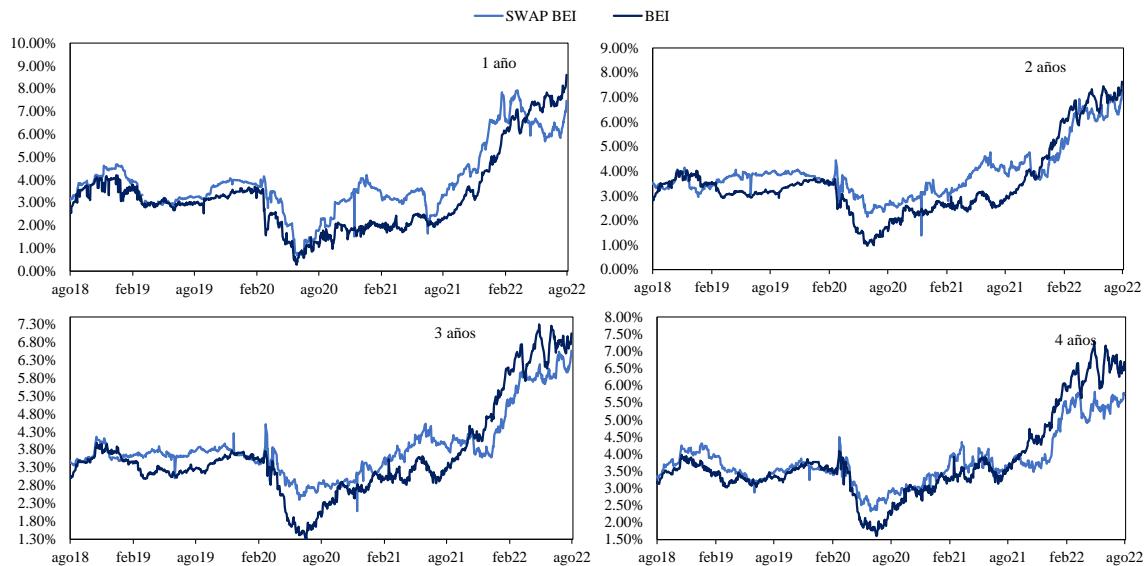
**Gráfico A2.7. Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR\* (pb)**



**Fuente y Cálculos:** Banrep. \*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A los títulos sin posturas se le asigna el máximo *bid-ask* del día para los títulos que presentaron posturas.

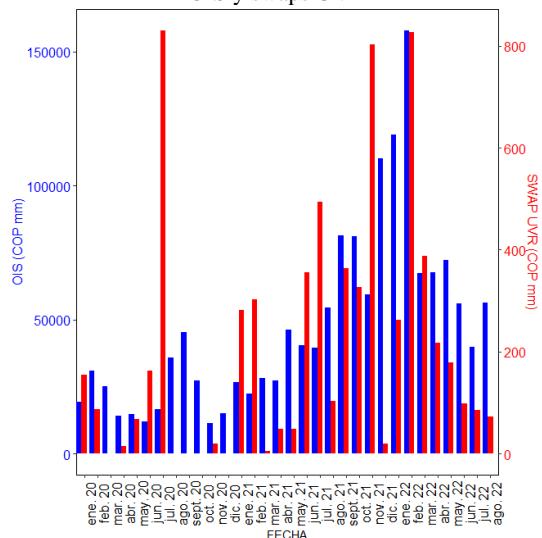
Con información al 19 de agosto de 2022, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 8,8 pb (ant. 7,8 pb), 10,8 pb (ant. 9,8 pb) y 11,3 pb (ant. 12,5 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 24,0 pb (ant. 23,0 pb), 12,9 pb (ant. 16,7 pb) y 10,9 pb (ant. 12,7 pb), para los plazos de corto, mediano y largo plazo, en su orden.

**Gráfico A2.8. BEI y Swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años**



**Fuentes:** Bloomberg. **Cálculos:** Banrep.

**Gráfico A2.9.** Operaciones pactadas de los contratos OIS y swaps UVR



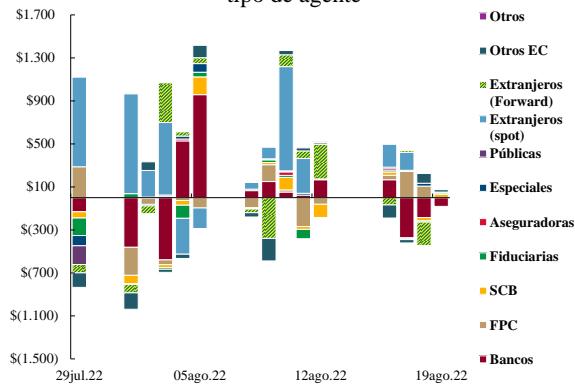
Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

En el Gráfico A2.8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los swaps UVR (*swap BEI*) y el BEI a 1, 2, 3 y 4 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 19 de agosto de 2022, los swaps BEI a 1, 2, 3 y 4 años subieron 153 pb, 75 pb, 44 pb y 34 pb, y se ubicaron en 7,47%, 7,28%, 6,56 y 5,77%, respectivamente. En el Gráfico A2.9 se presentan los montos de las operaciones pactadas de los contratos OIS y swaps UVR realizados por IMC. Frente a lo observado en julio de 2022, se observa que los montos negociados de los contratos OIS aumentaron y las negociaciones de swap UVR cayeron.

### Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

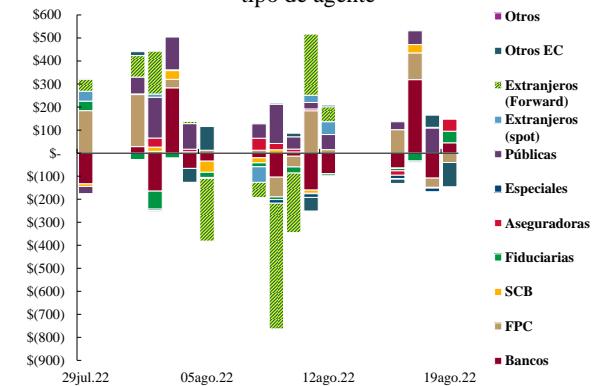
Posterior a la última reunión de la JDBR y con información hasta el 19 de agosto de 2022, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los inversionistas extranjeros (\$3.166 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los fondos de pensiones (\$338 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron las entidades públicas (\$1.087 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las sociedades fiduciarias (\$209 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

**Gráfico A3.1.** Compras diarias netas de TES en pesos por tipo de agente



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

**Gráfico A3.2.** Compras diarias netas de TES en UVR por tipo de agente



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

En lo corrido del 2022, los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$17.439 mm<sup>30</sup> y \$100 mm<sup>31</sup> de TES en UVR. Desde el 29 de julio, estos inversionistas compraron en neto TES en pesos en el mercado de contado por \$3.080 mm del tramo largo y \$71 mm del tramo

<sup>30</sup> Las compras en el mercado de contado de TES en pesos fueron de \$16.005 mm y \$1.434 mm en el mercado a futuro. Los inversionistas extranjeros han realizado compras durante el 2022 del TES verde por valor de \$258 mm.

<sup>31</sup> Las compras netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de \$2.845 mm y ventas netas de vencimientos por \$2.744 mm en el mercado a futuro.

medio y vendieron \$27 mm del tramo corto (sin incluir el TES verde<sup>32</sup>). Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES en UVR en el mercado de contado por \$68 mm y \$44 mm de los tramos corto y medio, respectivamente. En el tramo largo realizaron compras por \$143 mm (Cuadro A3.1).

**Cuadro A3.1.** Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)\*  
(valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2022	Corrido del 2022	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	336	(719)	643	212	(430)	426	(586)	(21)	455	(151)
Compañía de Financiamiento Comercial	(18)	(0)	-	(0)	0	(0)	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	78	(489)	(3)	(228)	(1)	(231)	(86)	10	26	(50)
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>	<b>396</b>	<b>(1.208)</b>	<b>641</b>	<b>(16)</b>	<b>(430)</b>	<b>195</b>	<b>(672)</b>	<b>(11)</b>	<b>482</b>	<b>(202)</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(61)	(3)	(2)	-	-	(2)	-	-	-	-
Terceros	2.250	392	58	(33)	(361)	(336)	(137)	(4)	646	504
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	2.189	389	56	(33)	(361)	(338)	(137)	(4)	646	504
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	50	(252)	(30)	(59)	115	25	1	(25)	52	27
Terceros	206	(112)	10	4	(37)	(23)	(1)	(6)	6	(1)
Extranjeros	0	(0)	-	-	(20)	(20)	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	256	(364)	(20)	(55)	78	3	(0)	(32)	58	26
Sociedades Fiduciarias										
Propia	33	(70)	16	2	1	18	28	(8)	(3)	17
Terceros	15.091	1.386	26	64	3.024	3.114	(203)	42	(34)	(195)
Extranjeros***	15.747	2.845	(27)	71	3.100	3.144	(68)	(44)	143	31
Extranjeros (TES verdes)****	258	-	-	-	42	42	-	-	-	-
FIC	(547)	(913)	62	14	4	80	(65)	55	(12)	(23)
Pasivos Pensionales	(293)	366	(2)	(5)	(104)	(110)	(78)	(2)	(129)	(209)
Total Sociedades Fiduciarias	15.124	1.316	41	66	3.025	3.132	(175)	34	(37)	(178)
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	572	2.145	21	-	55	76	(34)	11	210	187
Terceros	19	21	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	591	2.165	21	-	55	76	(34)	11	210	187
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>	<b>18.160</b>	<b>3.506</b>	<b>98</b>	<b>(22)</b>	<b>2.797</b>	<b>2.872</b>	<b>(346)</b>	<b>9</b>	<b>877</b>	<b>540</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	1.256	(141)	135	32	(5)	162	(69)	-	-	(69)
Total Entidades Públicas****	2.322	3.283	-	-	-	-	1.087	-	-	1.087
Otros*****	198	611	2	6	14	22	-	2	(2)	0
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>	<b>22.332</b>	<b>6.051</b>	<b>875</b>	<b>0</b>	<b>2.375</b>	<b>3.250</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>1.357</b>	<b>1.357</b>

Cifras en Miles de Millones de Pesos. Fuente: Banco de la República. Información Actualizada al 19 de agosto de 2022

\*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compra-venta contra pago (420 y 422) y transferencias (423). Además, se incluyen las emisiones, vencimientos y redenciones anticipadas.

\*\*Las entidades financieras especiales son Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras.

\*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por BNP Paribas, Cititrust, Corpbanca Trust y Fiduciaria Bogotá.

\*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR.

\*\*\*\*\* Dentro de Oros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

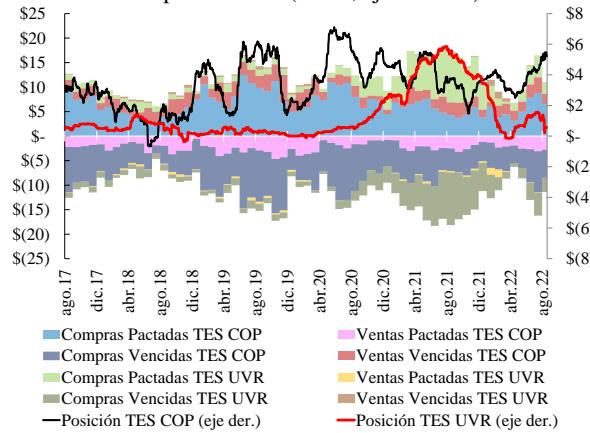
**Fuente:** Banrep. Información actualizada al 19 de agosto del 2022. \*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. \*\* Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Oros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Por otra parte, con información al 18 de agosto, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por \$6.542 mm y \$2.767 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$5.726 mm y \$2.080 mm, respectivamente), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$129 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron TES UVR en este mercado por \$2.294 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$2913 mm y \$94 mm, respectivamente), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF disminuyó en \$525 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$5.077 mm el 30 de julio a \$5.206 mm el 18

<sup>32</sup> Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros han realizado compras del TES verde por valor de \$42 mm.

de agosto del 2022; al tiempo que para TES UVR pasó de \$1.094 mm a \$570 mm entre ambas fechas.

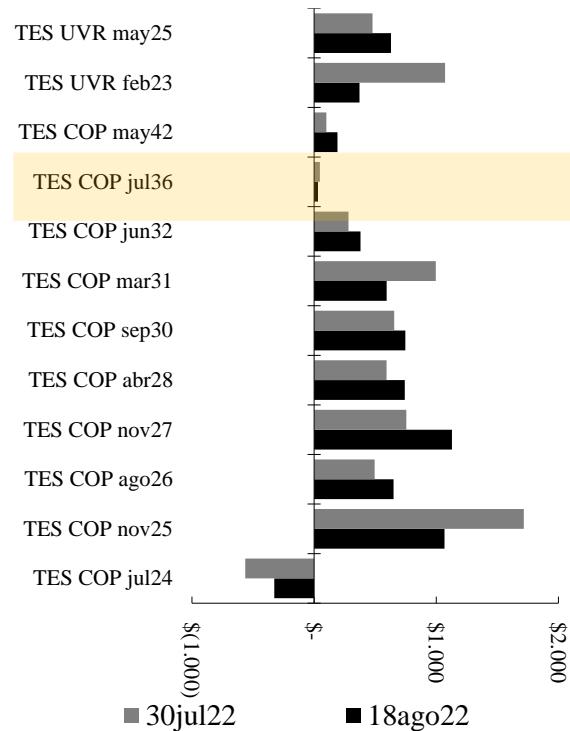
**Gráfico A3.3.** Compraventas pactadas y vencidas\* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



\*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

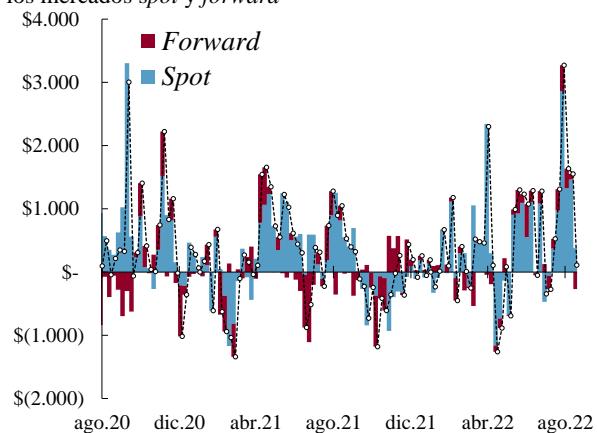
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

**Gráfico A3.4.** Saldo de compras netas *offshore* de TES en NDF por referencia



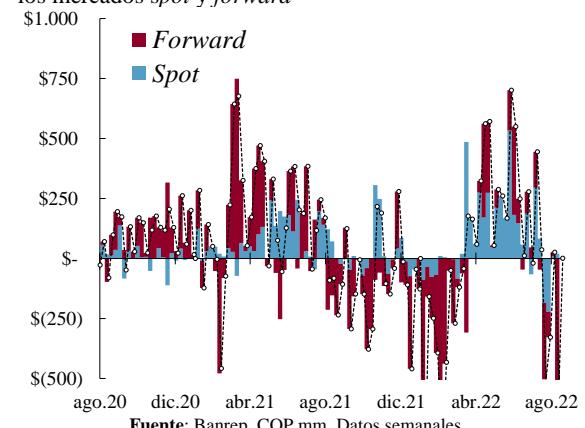
Fuente: Banrep. COP mm.

**Gráfico A3.5.** Compras netas de TES en pesos *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



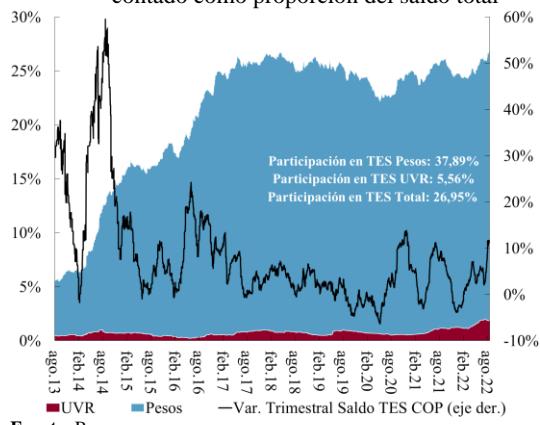
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

**Gráfico A3.6.** Compras netas de TES UVR *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

**Gráfico A3.7.** Saldo de TES del *offshore* en el mercado de contado como proporción del saldo total



Fuente: Banrep.

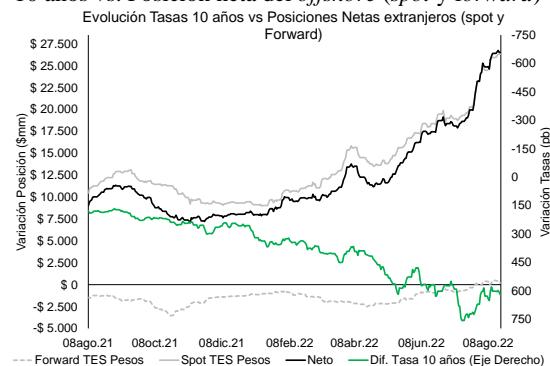
Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2024, 2025 (pesos), 2026, 2027, 2028, 2030, 2032, 2035 y 2042, y disminuyó para aquellos con vencimiento en 2023, 2025 (UVR), 2031 y 2036 (Gráfico A3.4). Por último, en el Cuadro A3.2 se presenta en agregado la evolución de la posición compradora neta de los inversionistas del exterior en TES, tanto en el mercado de contado como a futuro. Se observa que, desde la última reunión de la JDBR, la posición neta en TES pesos aumentó \$129 mm, y la posición neta en TES UVR disminuyó \$525 mm.

**Cuadro A3.2.** Cambio en posición compradora neta de los inversionistas del exterior en los mercados de contado y a futuro

	TES pesos	TES UVR	Total
Compras netas en el mercado de contado (A)	\$ 3.166	\$ 31	\$ 3.198
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 129	-\$ 525	-\$ 396
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 6.542	\$ 2.294	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 2.767	\$ 0	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 5.726	\$ 2.913	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 2.080	\$ 94	
<b>Posición compradora neta agregada (A+B)</b>	<b>\$ 3.296</b>	<b>-\$ 494</b>	<b>\$ 2.802</b>

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5, A3.6, A3.7, A3.8 y en el Cuadro A3.2. Los Gráficos A3.5 y A3.6 presentan las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward* (en el caso de las ventas en el mercado *forward*, estas incorporan vencimientos). El Gráfico A3.7 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en el mercado de contado como porcentaje del *stock total* de TES en circulación. El Gráfico A3.8 presenta, a partir del 1 de noviembre del 2020, la evolución de las compras netas en TES en pesos de los inversionistas del exterior, tanto en el mercado de contado como a futuro, y las variaciones de la tasa de interés de los TES a 10 años. Finalmente, el Cuadro A3.3 muestra las compras netas de TES en los mercados *spot* y *forward*.

**Gráfico A3.8.** Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición neta del *offshore* (*spot* y *forward*)



Fuente: Banrep. Datos diarios con base 100 el 1 de diciembre del 2020.

**Cuadro A3.3. Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro**

	2021			Corrido de 2022			jun-22			Jul-22			Corrido de ago-22		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES	\$ 6.103	\$ 933	\$ 7.036	\$ 396	\$ (1.434)	\$ (1.038)	\$ 1.341	\$ (1.141)	\$ 200	\$ 2.015	\$ (568)	\$ 1.446	\$ 195	\$ (129)	\$ 66
	\$ 8.556	\$ (933)	\$ 7.623	\$ 16.005	\$ 1.434	\$ 17.439	\$ 1.682	\$ 1.141	\$ 2.823	\$ 4.512	\$ 568	\$ 5.080	\$ 3.166	\$ 129	\$ 3.296
Pesos	\$ 839	\$ (787)	\$ 52	\$ (1.208)	\$ 2.744	\$ 1.537	\$ 3.796	\$ (331)	\$ 3.464	\$ 559	\$ 323	\$ 882	\$ (202)	\$ 524	\$ 322
	\$ 2.814	\$ 787	\$ 3.601	\$ 2.845	\$ (2.744)	\$ 100	\$ 476	\$ 331	\$ 807	\$ (27)	\$ (323)	\$ (350)	\$ 31	\$ (524)	\$ (493)
Cifras en miles de millones de pesos. *Información disponible al 19 de agosto de 2022. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras.															

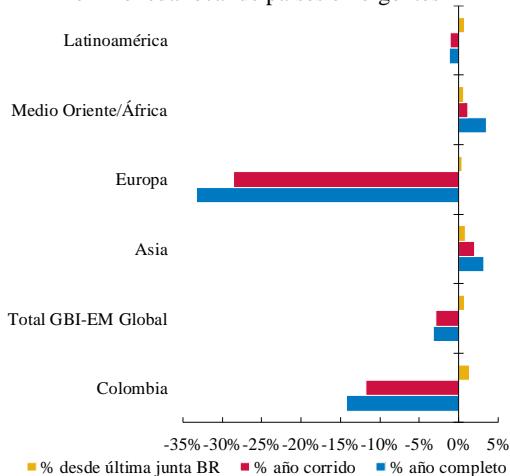
Cifras en COP mm. Información actualizada al 19 de agosto del 2022 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

**Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región**

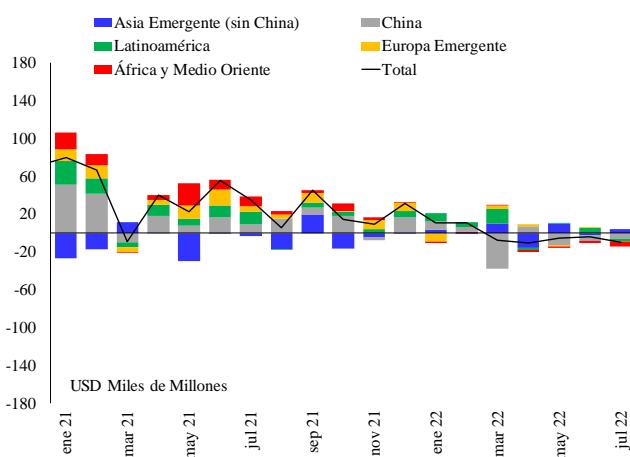
En el Gráfico A4.1 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes (incluyendo Colombia) desde el 29 de julio, en lo corrido de 2022 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador aumentó para Latinoamérica (0,8%), Europa (0,5%), Asia (0,8%) y Medio Oriente/Africa (0,7%). El índice Total GBI- EM Global y el de Colombia mostraron variaciones de 0,77% y 1,38% desde dicha fecha, respectivamente.

Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó salidas netas de inversión de portafolio de economías emergentes por USD 9,8 mm, conformado por salidas de USD 1,0 mm y USD 8,8 mm de renta variable y renta fija, respectivamente. En concreto, se estimaron salidas netas de USD 2,4 mm para los mercados de renta fija latinoamericanos (Gráfico A4.2).

**Gráfico A4.1. Variaciones de los índices de deuda en moneda local de países emergentes\***



**Gráfico A4.2: Flujos de portafolio hacia economías emergentes**



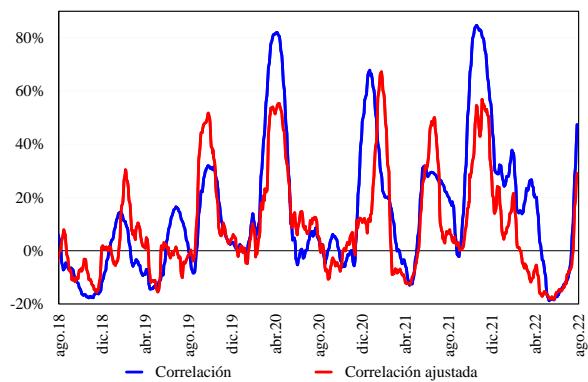
Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM.

\*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

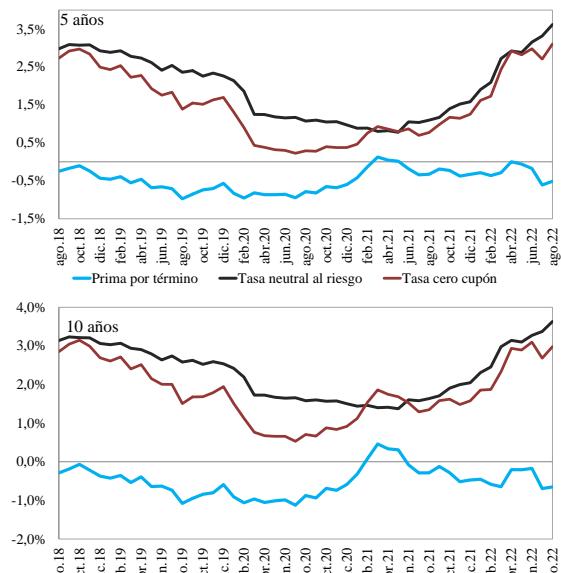
En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) subió y se ubicó en 47,36%. De igual manera, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) aumentó y se ubicó en 29,13%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en parte por factores internacionales. Por su parte, con información al 19 de agosto de 2022, desde finales de julio las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron 10 pb y 4 pb para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,51% y -0,65%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo subieron 30 pb y 26 pb, y se ubicaron en 3,62% y 3,63% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4).

**Gráfico A4.3. Correlación pendientes región**



Fuente: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: Banrep.

**Gráfico A4.4. Prima por vencimiento Tesoros**



Fuente y Cálculos: Fed.

## Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

### Países desarrollados

Desde la última reunión de la JDBR, los Bancos Centrales de Australia, Nueva Zelanda y Noruega incrementaron su tasa de política monetaria en 50 pb a 1,85%, 50 pb a 3,00% y 50 pb a 1,75%, respectivamente.

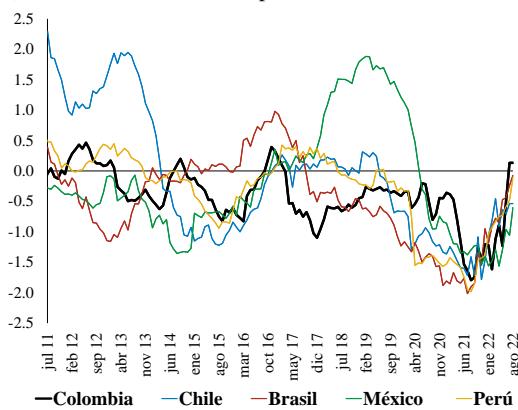
Por su parte, la Reserva Federal (FED) incrementó en 75 pb la tasa objetivo de los Fondos Federales a un rango entre 2,25%-2,50%. Con el fin de llevar la tasa de inflación a 2% y garantizar una baja tasa de desempleo, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) anunció que continuará reduciendo sus tenencias de Bonos del Tesoro y Títulos Respaldados por Hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés) de agencias como parte de lo estipulado en sus planes para la reducción de la hoja de balance emitidos en mayo.

Por último, el Banco de Inglaterra (BoE) incrementó su tasa de política monetaria en 50 pb a 1,75%. Además, con el fin de encaminar la inflación a su objetivo de 2%, anunció que probablemente comenzará a vender sus tenencias de títulos del gobierno (Gilts) después de su próxima reunión el 15 de septiembre.

### Países emergentes

Los Bancos Centrales de México, Perú, Brasil, Argentina, Uruguay, India, Rumanía y Serbia incrementaron su tasa de política monetaria en 75 pb a 8,50%, 50 pb a 6,50%, 50 pb a 13,75%, 950 pb a 69,5%, 50 pb a 10,25%, 50 pb a 5,40%, 75 pb a 5,50% y 25 pb a 3,00% respectivamente. El Banco Nacional Checo mantuvo su tasa de política monetaria en 7% y el Banco Popular de China redujo en 10 pb su tasa repo inversa a 7 días y su tasa preferencial de préstamos a 1 año a 2,00% y 2,75% respectivamente. Finalmente, el Banco Central de la República de Turquía redujo su tasa de política monetaria en 100 pb a 13%.

**Gráfico A5.4.** Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)

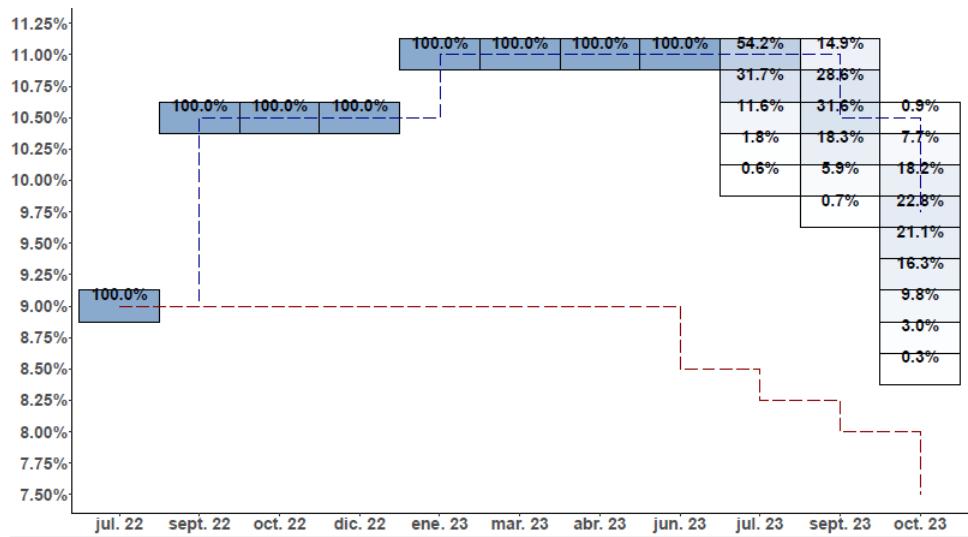


Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

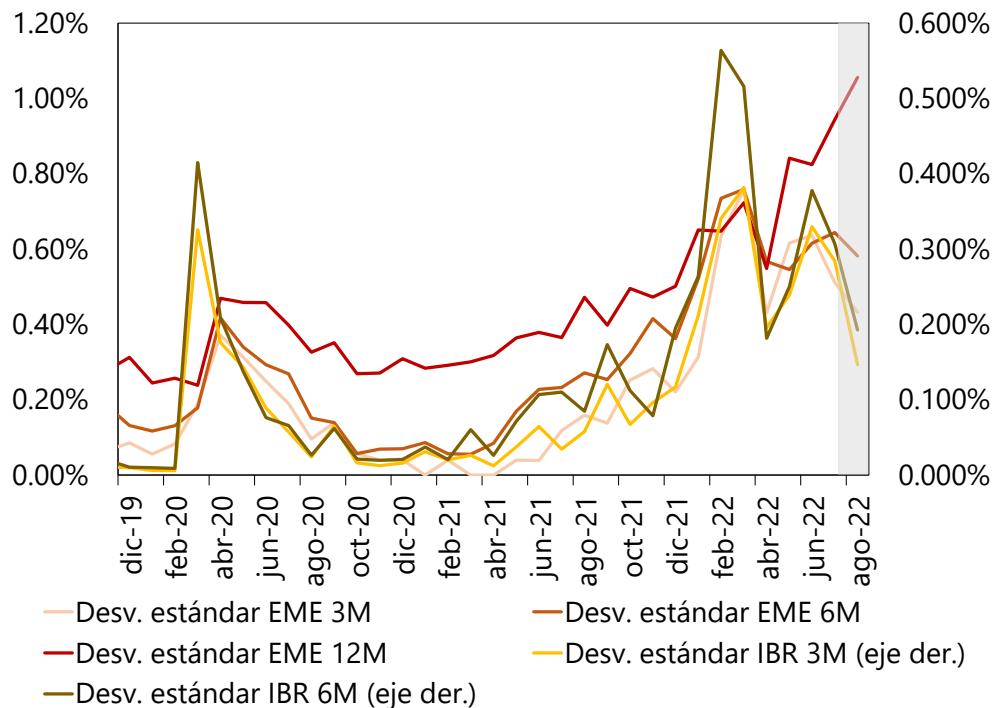
En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales desde el 2005. Se puede observar que en julio este indicador aumentó para todos los países de la muestra a excepción de México. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de agosto, este indicador aumentó para Brasil, México y Perú, y no ha presentado cambios para Colombia y Chile. Para el caso de Colombia, este indicador está por encima de su media histórica, a diferencia de los demás países de la muestra.

## Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)

**Cuadro A6.1. 29 de julio de 2022**

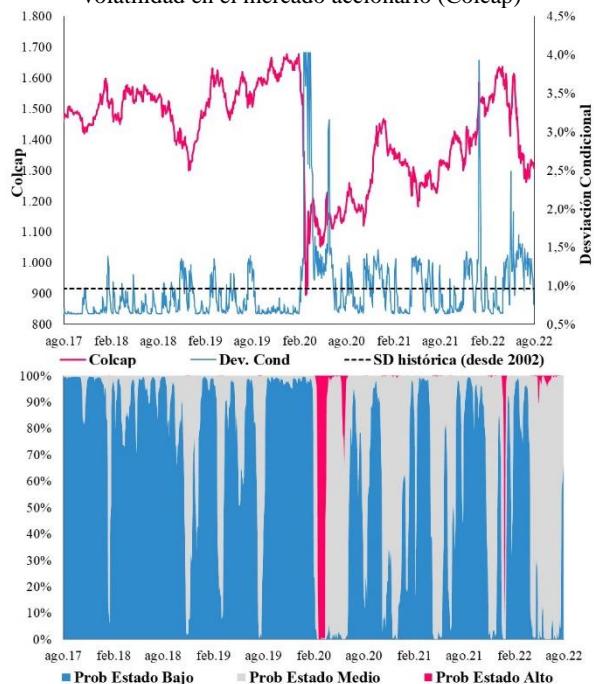


**Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM**



#### Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

**Gráfico A7.1. Volatilidad condicional y régimenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)**



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

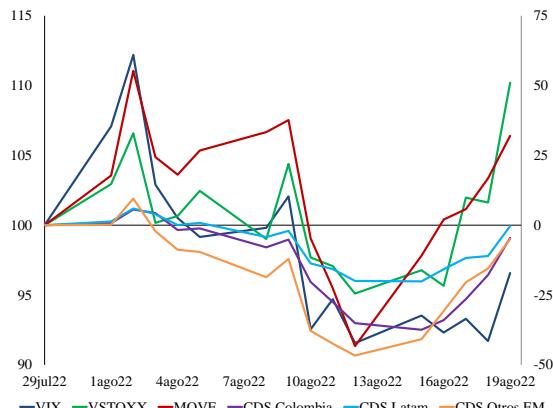
De acuerdo con la EOF, el 52% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia aumente (ant: 67%) durante los próximos tres meses, el 28% espera que disminuya (13%), mientras que el 21% restante espera que se mantenga estable (ant: 21%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 41% espera que aumente (ant: 22%), un 24% que permanezca sin cambios (ant: 30%) y un 10% que disminuya (17%)<sup>33</sup>.

Entre el 29 de julio y el 19 de agosto de 2022 el MSCI COLCAP se valorizó 0,9%. Las acciones que tuvieron el mejor desempeño durante el periodo fueron PF-Bancolombia (7,5%), Grupo de Energía de Bogotá (6,3%) y Bancolombia (5,6%). En lo corrido de agosto de 2022, la volatilidad promedio del mercado accionario cayó y el 19 de agosto el MSCI COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1).

<sup>33</sup> Al 24% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 30%).

## Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

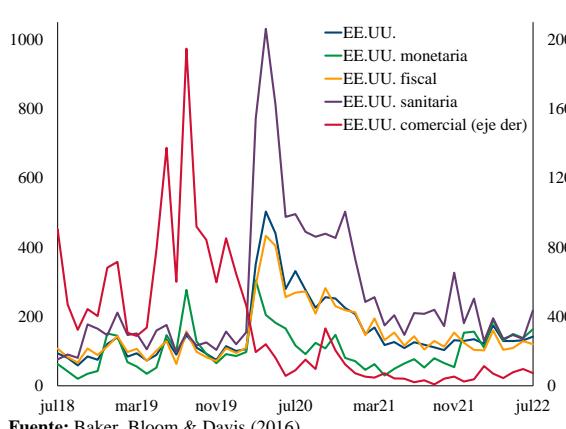
**Gráfico A8.1.** Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg. Los CDS se muestran en el eje derecho como cambios en pb.

120; ant: 129) disminuyeron. En Europa, estos indicadores aumentaron en Alemania (obs: 688; ant: 589), Francia (obs: 495; ant: 421), España (obs: 203; ant: 175) y Reino Unido (obs: 278; ant: 258), mientras que en Italia (obs: 125; ant: 138) disminuyó (Gráficos A8.2 y A8.3).

**Gráfico A8.2.** Incertidumbre en política económica en EE.UU.

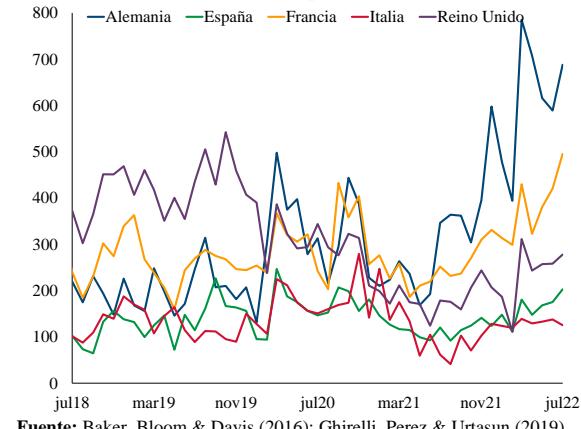


Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

El Gráfico A8.1. ilustra, desde la última reunión de la JDBR, la evolución de la percepción de riesgo internacional en economías desarrolladas, medida a través del *Vix*<sup>34</sup>, el *Vstoxx*<sup>35</sup> y el *Move*<sup>36</sup>, así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) aumentó en EE.UU. al pasar de 131 en junio a 142 en julio. Asimismo, los indicadores de política sanitaria (obs: 217; ant: 135) y monetaria (obs: 163; ant: 138) aumentaron, mientras que los indicadores de política comercial (obs: 73; ant: 97) y fiscal (obs:

**Gráfico A8.3.** Incertidumbre en política económica en Europa



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016); Ghirelli, Perez & Urtasun (2019).

## Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2022 aumentaron en Chile, Brasil, Argentina, Rusia, Turquía, Guatemala y Honduras, permanecieron constantes en México, Sudáfrica y El Salvador, y disminuyeron en los países restantes de la muestra. Los datos de inflación en julio se ubicaron por encima de lo esperado en Chile, México, Perú, Argentina y Noruega, y por debajo en los demás países analizados. Las expectativas de inflación para diciembre de 2022 disminuyeron en Perú y Brasil, se mantuvieron constantes en EE.UU., Sudáfrica, China, Rusia, Turquía y Noruega, y aumentaron en los países restantes. Por otro lado, las expectativas de la TPM para finales de 2022 disminuyeron únicamente en Honduras, permanecieron iguales en Brasil, EE.UU., Sudáfrica y Noruega, y aumentaron en el resto de la muestra. En Colombia, la inflación observada en julio resultó superior a

<sup>34</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

<sup>35</sup> El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>36</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

las expectativas del mercado, y de acuerdo a la última encuesta publicada, aumentaron las expectativas de inflación, TPM y crecimiento económico para diciembre de 2022 (Cuadro A9.1).

**Cuadro A9.1.** Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de política monetaria		Tasa de crecimiento del PIB				
	Datos Julio 2022		Esperada a Diciembre 2022		Vigente	Esperada a Diciembre 2022		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2022	
	Esp.	Obs.	Jul. 22	Ago. 22		Jul. 22	Ago. 22	Esp.	Obs.	Jul. 22	Ago. 22
<b>Colombia</b>	9.98%	10.21%	9.39%	10.00%	9.00%	9.00%	9.75%	7.70%	12.60%	6.30%	6.75%
<b>Chile</b>	13.00%	13.10%	11.00%	11.20%	9.75%	10.00%	11.00%	7.90%	7.41%	1.80%	1.90%
<b>México</b>	8.14%	8.15%	7.30%	7.50%	8.50%	9.34%	9.54%	1.70%	2.14%	1.90%	1.90%
<b>Perú</b>	8.42%	8.74%	5.35%	5.16%	6.50%	6.50%	7.00%	3.80%	3.30%	2.80%	2.70%
<b>Brasil</b>	10.10%	10.07%	7.54%	6.82%	13.75%	13.75%	13.75%	2.10%	1.69%	1.75%	2.02%
<b>Ecuador</b>	n.d.	3.86%	3.07%	3.80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.80%	2.78%	2.70%
<b>Argentina</b>	70.70%	71.00%	73.50%	82.10%	69.50%	53.99%	60.35%	6.10%	6.00%	2.95%	3.00%
<b>EE.UU.</b>	8.70%	8.50%	7.95%	7.95%	2.25% - 2.5%	3.55%	3.55%	-1.50%	-0.90%	2.00%	1.70%
<b>India</b>	6.75%	6.71%	6.49%	6.90%	5.40%	5.78%	5.86%	3.94%	4.09%	7.37%	7.35%
<b>Sudáfrica</b>	7.30%	n.d.	6.60%	6.60%	3.50%	6.65%	6.65%	1.90%	3.00%	2.05%	2.05%
<b>China</b>	2.90%	2.70%	2.24%	2.24%	2.00%	2.03%	2.04%	4.20%	0.40%	4.36%	4.10%
<b>Rusia</b>	15.30%	15.10%	15.15%	15.15%	8.00%	7.70%	8.35%	3.50%	-4.00%	-8.30%	-8.00%
<b>Turquía</b>	80.24%	79.60%	70.00%	70.00%	14.00%	14.03%	14.20%	7.20%	7.34%	3.30%	3.50%
<b>Noruega</b>	6.30%	6.80%	4.60%	4.60%	1.25%	2.20%	2.20%	-0.60%	-0.40%	3.55%	3.50%
<b>Costa Rica</b>	n.d.	11.48%	7.37%	9.50%	7.50%	7.25%	9.15%	n.d.	5.40%	3.62%	3.57%
<b>El Salvador</b>	n.d.	7.40%	5.56%	5.80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.40%	2.22%	2.22%
<b>Guate mala</b>	n.d.	8.36%	5.53%	6.70%	2.25%	2.44%	2.61%	n.d.	4.50%	3.54%	3.60%
<b>Honduras</b>	n.d.	10.90%	7.65%	9.00%	3.00%	4.25%	4.05%	n.d.	6.10%	3.65%	3.70%
<b>Panamá</b>	n.d.	3.50%	4.19%	4.80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	13.60%	7.33%	7.10%
<b>Paraguay</b>	n.d.	11.10%	8.56%	9.00%	8.00%	8.08%	8.38%	n.d.	9.70%	0.56%	0.40%

**Colombia:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 22 de agosto.

**Brasil:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 22 de agosto.

**Chile:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 9 de agosto.

**Perú:** Expectativas extraídas de las encuestas publicadas por el Banco Central de Reserva del Perú el 8 de agosto.

**China:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de mayo. La TPM corresponde a la tasa repo de siete días.

**EE.UU., Sudáfrica, Rusia, Turquía & Noruega:** Expectativas extraídas de Bloomberg.

**México, Perú, Brasil, Ecuador, Argentina, India, Costa Rica, El Salvador, Guatema la, Honduras, Panamá & Paraguay:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de agosto.

\* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 1T22 con respecto al 1T21, excepto en Colombia, China, México, EE. UU., Rusia, y Costa Rica, cuya información corresponde al 2T22.

\*\* Los datos esperados de inflación y PIB que se publican junto a la cifra observada se extraen de Bloomberg.