



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, 31 de agosto de 2023

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALS

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.....	9
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	15
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región....	16
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	17
2.1.	Expectativas de TPM	17
2.2.	Expectativas de crecimiento económico	22
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	23
4.	RECUADROS/ANEXOS	26
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	26
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local.....	31
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local	33
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	38
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	39
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS.....	40
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	40
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	41
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	42

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

Las expectativas de inflación de mediano y largo plazo aumentaron durante el mes analizado. Por su parte, las expectativas de inflación de corto plazo que se extraen del mercado y de encuestas no permiten inferir de manera contundente un comportamiento claro sobre la dinámica de esta variable durante el último mes. Esto en un contexto en el que la inflación observada se redujo, pero se ubicó por encima de lo esperado por los analistas, lo cual pudo ocasionar un ajuste en las expectativas de algunos agentes. Por un lado, las que se extraen del mercado de swaps (swap BEI) aumentaron, las que se extraen de encuestas registraron leves cambios, y las implícitas en el mercado de deuda (BEI) disminuyeron. Las reducciones de estas últimas pudieron responder en parte a la estrategia de manejo de deuda por parte del Gobierno. En todo caso, todas estas expectativas continúan por encima de la meta del Banco de la República en el horizonte de política (Cuadro 1). Por otro lado, las expectativas provenientes del mercado y los analistas continúan descontando reducciones de la tasa de política monetaria para octubre de 2023, aunque de menor magnitud.

El desempeño del mercado de deuda pública colombiana en pesos, del cual se extraen varias de las expectativas expuestas, se caracterizó por presentar valorizaciones del tramo corto y desvalorizaciones de los demás tramos. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con el comportamiento de la mayoría de los títulos de deuda pública a nivel global, en un contexto de episodios de aversión al riesgo internacional y expectativas de unas sendas de política monetaria más contractivas en el grueso de economías desarrolladas. Por el contrario, los TES de corto plazo se valorizaron ante la demanda de títulos de este plazo por parte de entidades públicas, la cual pudo presionar a la baja las tasas de estos títulos.

Además, se destaca que las pendientes de las curvas de TES en pesos y UVR se empinaron, en línea con el comportamiento del grueso de las curvas de rendimientos a nivel internacional. Lo anterior estuvo enmarcado en un contexto de señales encontradas de los indicadores de liquidez, y un aumento de la volatilidad, que se mantiene en un nivel medio.

Estos movimientos se dieron en medio de una moderación de la tendencia compradora de los fondos de pensiones locales y de ventas significativas de los inversionistas extranjeros. Estos últimos continúan registrando las mayores ventas netas acumuladas en lo corrido del año desde 2014.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado											Expectativas de encuestas				
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI					
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-24	2 años	dic-24	2 años	1 año	2 años	dic-23	1 año	dic-24	2 años
jul-23	5,91%	5,82%	6,51%	6,07%	5,71%	5,31%	5,81%	5,72%	5,42%	4,84%	5,26%	4,67%	8,99%	6,32%	4,92%	3,93%
ago-23	5,64%	5,77%	6,05%	6,33%	5,00%	4,88%	5,74%	5,90%	5,07%	4,77%	5,91%	4,94%	9,04%	6,09%	4,91%	3,97%
Variación (pb)	-27	-5	-47	26	-71	-42	-7	18	-35	-7	65	26	5	-23	-1	4

*La expectativa de encuestas a diciembre de 2023 y 2024 corresponde a un promedio de las encuestas del Banco de la República (Banrep), EOF y Citibank, a un año corresponde a un promedio de las encuestas del Banrep y EOF, y a dos años corresponde únicamente a la encuesta del Banrep.

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

La inflación implícita del mercado de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) disminuyó en el corto plazo, lo cual pudo responder en parte a la estrategia de manejo de deuda por parte del Gobierno, y aumentó para los demás plazos. Con información hasta el 24 de agosto, los BEI que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR disminuyeron para el corto plazo, y aumentaron para los demás plazos, con el incremento de mayor magnitud para el plazo de diez años (43 pb). De esta manera, el 24 de agosto los BEI se ubicaron en 5,64% a un año, 6,07% a cinco años y 6,33% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior fue resultado de valorizaciones de los títulos en pesos del tramo

corto, y en menor medida de los denominados en UVR del mismo tramo, y desvalorizaciones de los títulos de mediano y largo plazo, tanto en pesos como en UVR. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de agosto contra las tasas promedio de julio, también se observan reducciones para el tramo corto e incrementos para los demás plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

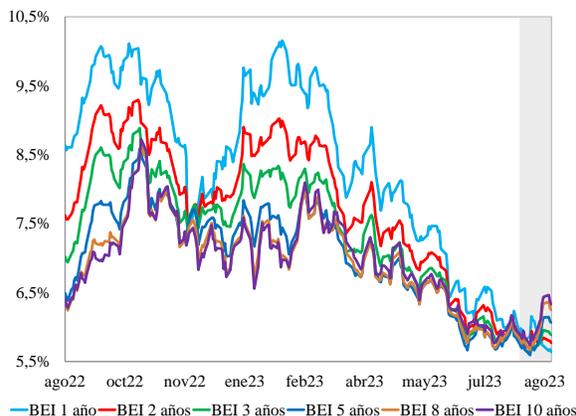
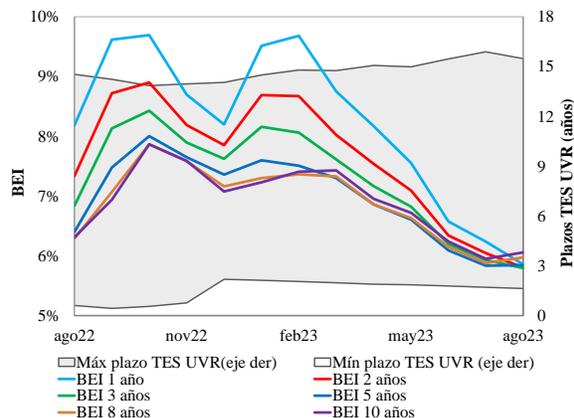


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



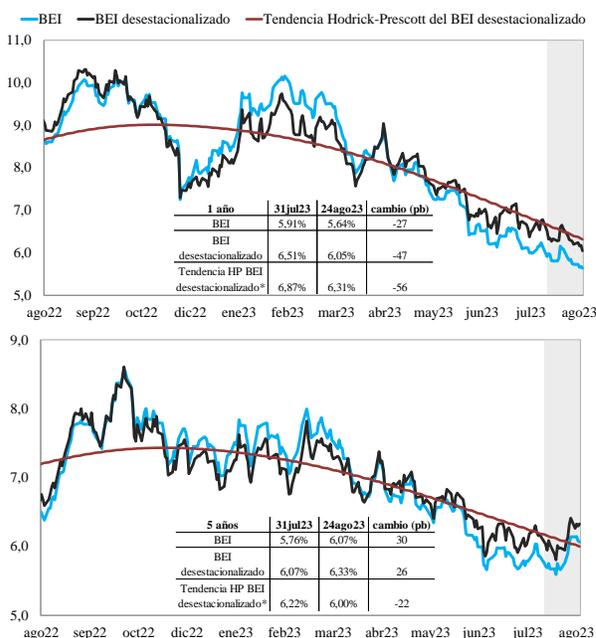
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Cuadro 2. 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
31jul23	9,97%	9,96%	9,97%	10,02%	10,14%	10,22%	4,06%	4,14%	4,20%	4,26%	4,30%	4,32%
24ago23	9,62%	9,87%	10,07%	10,38%	10,67%	10,80%	3,98%	4,10%	4,19%	4,31%	4,42%	4,47%
	Variaciones (pb)											
	-35	-9	10	36	53	58	-8	-4	-1	5	12	15
Var. BEI	-27	-5	11	30	41	43						
BEI	5,64%	5,77%	5,88%	6,07%	6,25%	6,33%						
Promedios mensuales												
jul23	10,16%	10,02%	9,95%	9,93%	10,03%	10,13%	3,92%	3,98%	4,02%	4,09%	4,15%	4,18%
ago23*	9,89%	10,01%	10,11%	10,29%	10,51%	10,62%	4,04%	4,20%	4,32%	4,45%	4,53%	4,56%
	Variaciones (pb)											
	-26	-2	16	36	47	49	12	23	29	36	38	38
Var. BEI	-38	-24	-13	1	10	11						
BEI	5,86%	5,80%	5,79%	5,84%	5,97%	6,06%						

*Información disponible al 24 de agosto de 2023.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



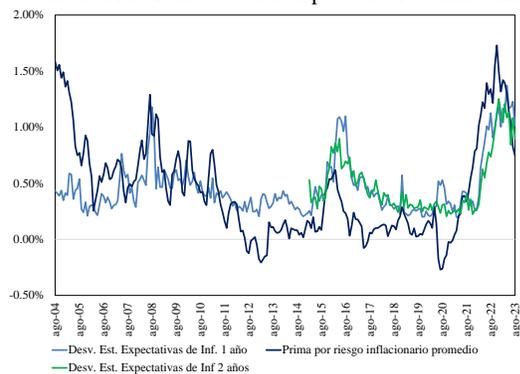
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

*El dato de la tendencia del 31 de julio se estimó con datos hasta esa fecha.

En línea con lo anterior, se mantiene la tendencia a la baja del componente de expectativas de inflación que se extrae del BEI. La prima por riesgo inflacionario subió para el mediano y largo plazo. Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 5 se presenta la descomposición del promedio del BEI¹ 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 5,00% (ant: 5,71%), para los próximos 5 años de 4,35% (ant: 4,49%) y para los próximos 8 años de 4,05% (ant: 4,13%). En cuanto a las primas por riesgo inflacionario promedio, a un año presentó una caída de 5 pb y las de 5 y 8 años subieron 20 pb y 19 pb, ubicándose en -0,13%, 1,37% y 1,90% para estos mismos plazos. Los altos niveles de la prima por riesgo inflacionario a largo plazo están en línea con la alta dispersión de las expectativas de inflación a uno y dos años de la encuesta mensual de expectativas del Banrep, la cual se ubicó en

En general, esta dinámica se corrobora al corregir por estacionalidad. 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 del BEI desestacionalizado (estimada de acuerdo con el filtro de Hodrick-Prescott), la cual ha tenido una buena capacidad de pronóstico de la inflación a un año. El BEI desestacionalizado disminuyó a 6,05% para el plazo de 1 año (ant: 6,51%), y aumentó a 6,33% para el plazo de 5 años (ant: 6,07%). Por su parte, la tendencia disminuyó a 6,31% para el plazo de 1 año (ant: 6,87%), y a 6,00% para el plazo de 5 años (ant: 6,22%).

Gráfico 4. Prima por riesgo inflacionario promedio y desviación estándar de las expectativas de inflación



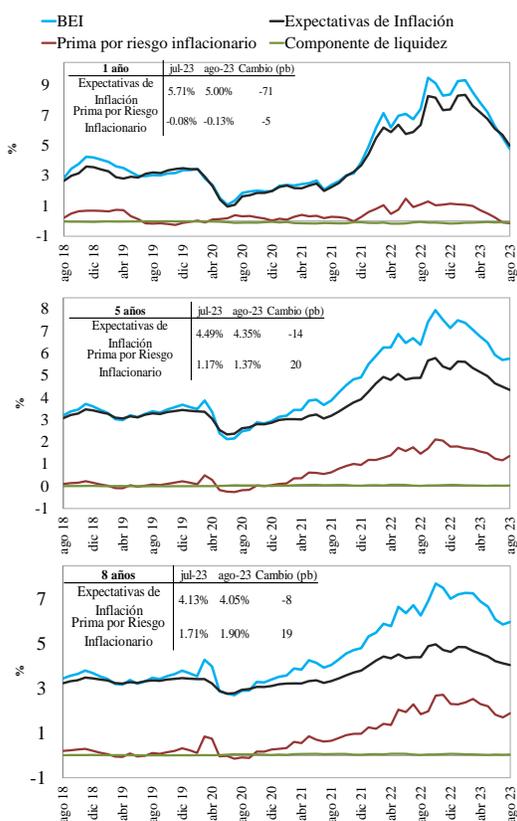
Fuente: Bloomberg.

¹ 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.

1,25% y 0,79%, respectivamente (ant: 1,01% y 0,90%, Gráfico 4). Lo anterior, en línea con algunas medidas propuestas por Tao (2022)², se podría interpretar como un aumento en la discrepancia de las expectativas de los distintos agentes.

Por su parte, las medidas de FBEI ajustadas por primas sugieren reducciones en las expectativas de inflación para los próximos dos años, y aumentos para los demás plazos y sus valores aún se mantienen por encima de la meta de inflación del Banrep. Con el objetivo de extraer las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como para finales de cada uno de los próximos tres años³, considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 6A muestra la estimación de la inflación anual para agosto y diciembre de 2024 y 2025, junto a esta medida para diciembre de 2026, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), con datos del 24 de agosto, la cual corresponde a 5,64%, 5,74%, 5,90%, 5,98% y 6,18%, respectivamente. El Gráfico 6B muestra la misma medida neta de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, la cual se redujo para los próximos dos años y se ubicó en 5,00%, 5,07%, 4,77%, 4,60% y 4,17% para los mismos plazos.

Gráfico 5. 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 4,78% (ant. 5,55%), 5,75% (ant. 5,69%) y 5,99% (ant. 5,87%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

Gráfico 6A. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)

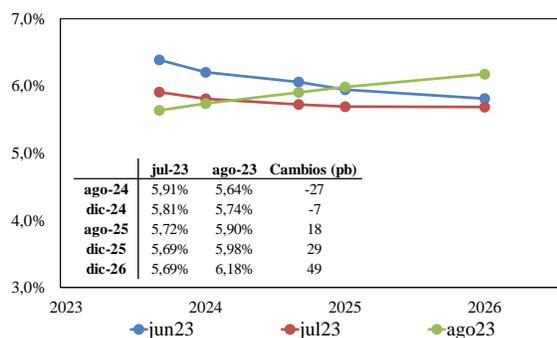
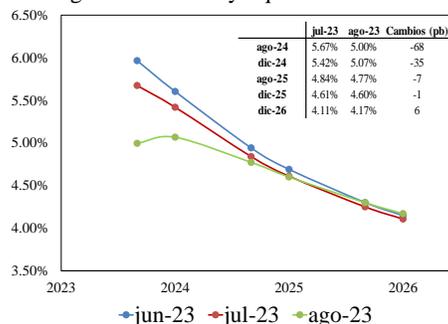


Gráfico 6B. FBEI a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



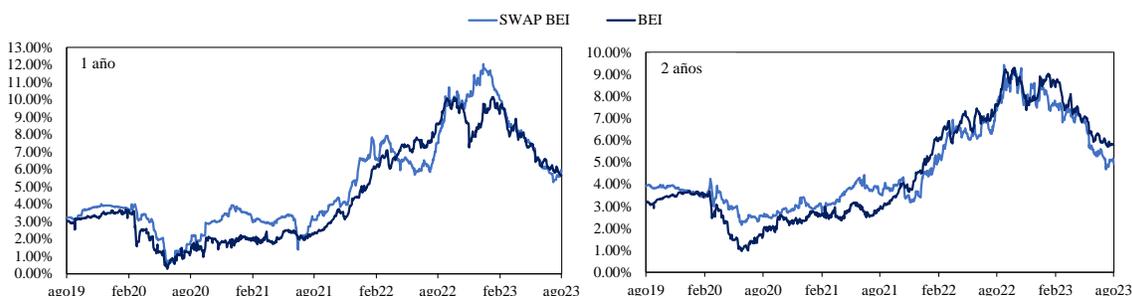
Fuentes: Precia, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. En el Gráfico 5B, la estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

² Para mayor detalle ver Wang, T. (2022). How Do Agents Form Inflation Expectations? Evidence from the Forecast Uncertainty. Unpublished paper, Johns Hopkins University.

³ No se estima la expectativa de inflación para fin de 2023 dado que el BEI para plazos inferiores a un año puede presentar distorsiones por liquidez.

Las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los contratos derivados presentaron aumentos. En el Gráfico 7 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁴) y se contrastan con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 24 de agosto de 2023, los *swaps* BEI a 1 y 2 años subieron 65 pb y 26 pb, y se ubicaron en 5,91% y 4,94%, respectivamente⁵.

Gráfico 7. BEI y Swap BEI a 1 y 2 años



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁶ (ICEI) moderó la tendencia decreciente que venía evidenciando durante los últimos meses, tras los niveles históricamente altos (desde enero de 2010) observados en 2022 (Gráficos 8 al 11).

Gráfico 8. ICEI de corto plazo

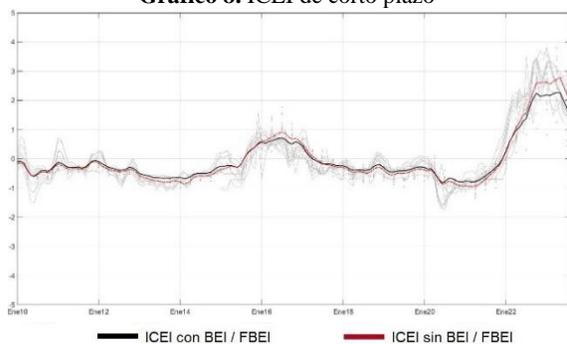


Gráfico 9. ICEI de mediano plazo

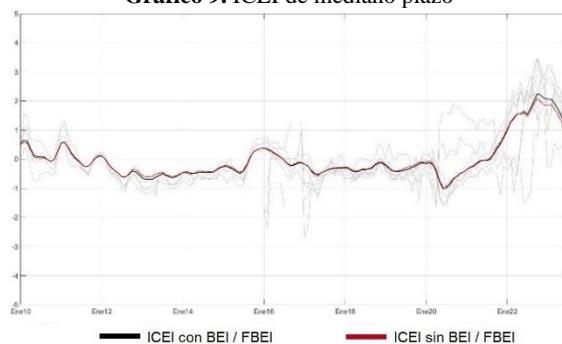


Gráfico 10. ICEI de largo plazo

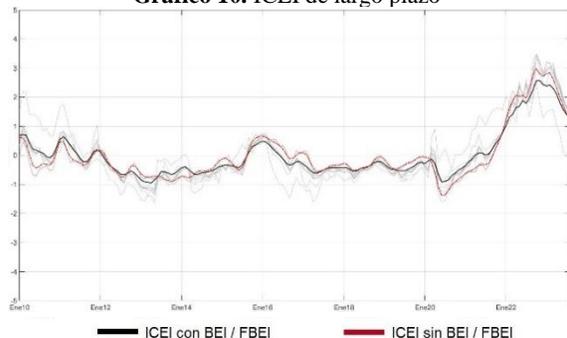
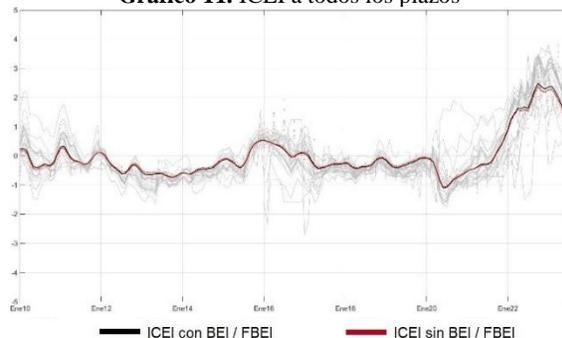


Gráfico 11. ICEI a todos los plazos



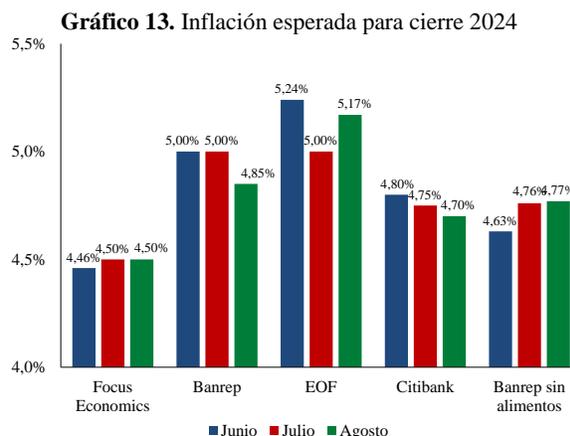
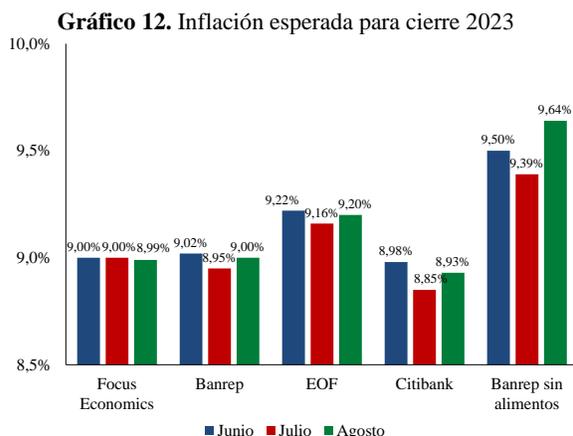
Fuentes: Banrep, Fedesarrollo, Focus Economics, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. La serie negra se estima con base en una muestra de expectativas de inflación que provienen de encuestas, de mercado (BEI/FBEI) y del BEI/FBEI sin primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa. La serie roja excluye de su estimación los BEI y FBEI que no son netos de dichas primas. El corto plazo corresponde a las expectativas hasta 2 años. El mediano plazo corresponde a las expectativas de 2 años a 5 años. El largo plazo corresponde a las expectativas superiores a 5 años.

⁴Se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los Swap IBR UVR, para más detalle consultar *el Recuadro 1. Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros*, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de diciembre de 2020. El mercado *Swap de IBR/UVR* se caracteriza por concentrar sus operaciones en el mercado externo y a plazos relativamente cortos (menores a 2 años), además se distingue por que sus contrapartes están altamente concentrado en pocos bancos locales e internacionales.

⁵Después de la publicación del dato de inflación de julio, los swap BEI presentaron aumentos de 28 pb y 34 pb a 1 y 2 años, respectivamente.

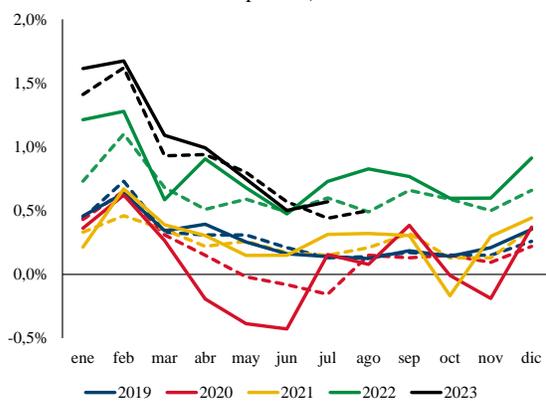
⁶Para la descripción del cálculo de este indicador véase el *Recuadro 1. Indicador común de expectativas de inflación para Colombia*, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de enero de 2022.

De acuerdo con los resultados de las encuestas, las expectativas de inflación total y sin alimentos aumentaron para 2023, pero se mantuvieron relativamente estables para 2024. El promedio de las encuestas de expectativas de inflación total aumentó para diciembre de 2023 (obs: 9,03%; ant: 8,99%), pero se mantuvo estable para diciembre de 2024 (obs: 4,81%; ant: 4,81%; Gráficos 12 y 13)⁷. Asimismo, de acuerdo con la última Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banco de la República (Banrep), los analistas aumentaron su perspectiva sobre la inflación sin alimentos para 2023, y la mantuvieron relativamente estable para 2024.



Fuente: Focus Economics, Banrep, Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citibank. Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 8 de agosto, con encuestas realizadas entre el 1 y el 6 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 9 y el 11 de agosto. La EOF se publicó el 22 de agosto con datos recolectados entre el 8 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 28 de agosto.

Gráfico 14. Inflación mensual sin alimentos (observada vs. esperada)



Fuente: Banrep, Citibank. Las líneas sólidas muestran la inflación mensual observada y las punteadas la esperada para el mismo mes.

La expectativa de inflación mensual sin alimentos continúa en niveles históricamente elevados (desde 2007). Para fin de este mes, los agentes encuestados por Citibank esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,50% m/m (Gráfico 14). Por otro lado, la inflación mensual de julio volvió a ubicarse por encima de la esperada por el grueso de analistas del mercado.

Las expectativas de inflación de mediano y largo plazo aumentaron durante el mes analizado. Por su parte, las expectativas de inflación de corto plazo que se extraen del mercado y de encuestas no permiten inferir de manera contundente un comportamiento

claro sobre la dinámica de esta variable durante el último mes. Esto en un contexto en el que la inflación observada se redujo, pero se ubicó por encima de lo esperado por los analistas, lo cual pudo ocasionar un ajuste en las expectativas de algunos agentes. Las expectativas de inflación implícitas en el mercado de TES (BEI) disminuyeron para el corto plazo, pero aumentaron para los demás plazos. La reducción de las expectativas de corto plazo persiste aun cuando se ajusta por el

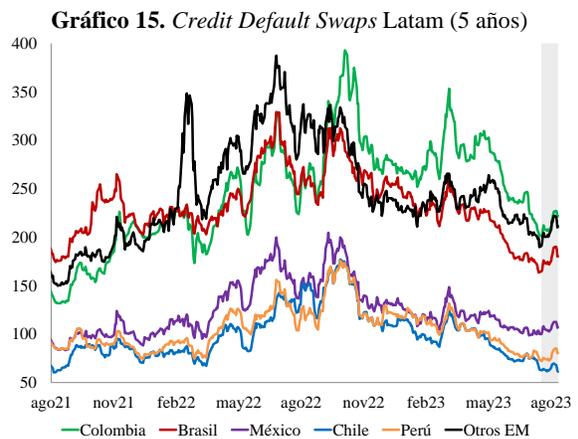
⁷ Al excluir la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2023 aumentó de 8,99% a 9,04%, mientras que para 2024 se redujo de 4,92% a 4,91%. Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banrep, la inflación total esperada a doce meses disminuyó de 6,02% a 5,86%, mientras que a dos años aumentó de 3,93% a 3,97%, y a cinco años lo hizo de 3,00% a 3,20%.

comportamiento estacional de los TES denominados en UVR⁸, y por primas implícitas en el mercado de TES. Esta dinámica pudo estar asociada con la demanda por parte de entidades públicas en el tramo corto de la curva en pesos, la cual pudo incidir en el desempeño divergente de este tramo de la curva frente a los demás tramos. Por el contrario, las medidas implícitas en el mercado de derivados (Swap BEI) aumentaron para el corto plazo, en línea con las encuestas.

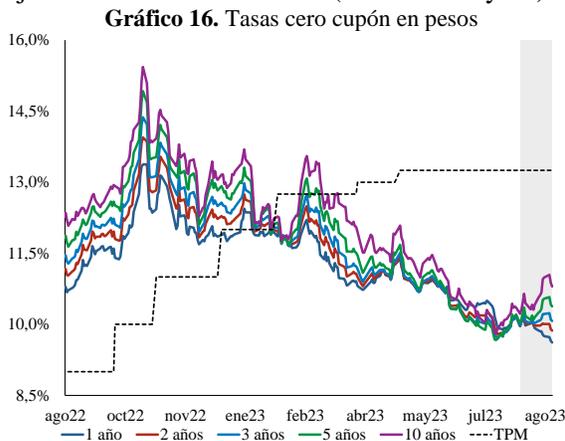
A doce meses, la brecha entre la expectativa de inflación proveniente del mercado de deuda pública y las encuestas, continúa siendo negativa. Para los demás plazos, la brecha se redujo, pero sigue siendo positiva. Ambas métricas se ubican por encima de la meta del Banco de la República. A 12 meses las encuestas muestran una expectativa de 6,09%, mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 5,00%. A 24 meses, la encuesta del Banrep indica una expectativa de 3,97%, mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 4,77%⁹.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

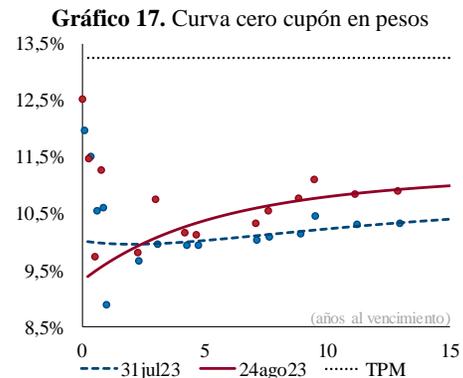
Desde la última reunión de la JDBR, los TES en pesos de corto plazo se valorizaron, mientras que los de mediano y largo plazo presentaron desvalorizaciones. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con el comportamiento de la mayoría de los títulos de deuda pública a nivel global, en un contexto de episodios de aversión al riesgo internacional¹⁰ (Gráfico 15) y expectativas de unas sendas de política monetaria más contractivas en el grueso de economías desarrolladas. Por el contrario, los TES de corto plazo se valorizaron ante la demanda de títulos de este plazo por parte de entidades públicas, la cual pudo presionar a la baja las tasas de estos títulos (Gráficos 16 y 17).



Fuente: Bloomberg.



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.



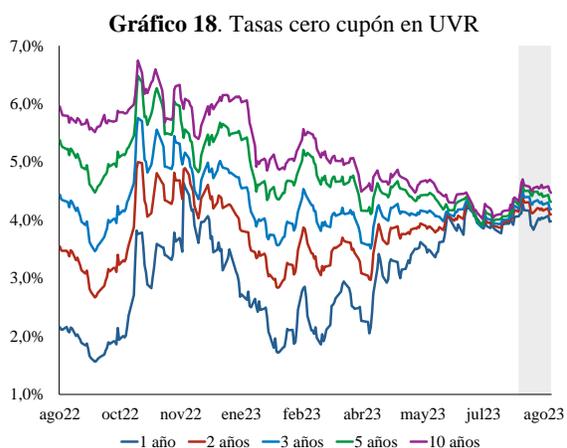
Plazo (años)	2	3	5	10
Cambio (pb)	-9	10	36	58

⁸ Dado el comportamiento estacional de la inflación, los TES denominados en UVR tienden a ser más atractivos para los inversionistas durante los últimos meses del año, y los primeros meses del siguiente año, mientras que durante los demás meses presentan un menor atractivo. Los fondos de pensiones pudieron haber adoptado esta estrategia dado que realizaron ventas por COP 1 b de TES UVR con vencimiento en 2025 y 2027.

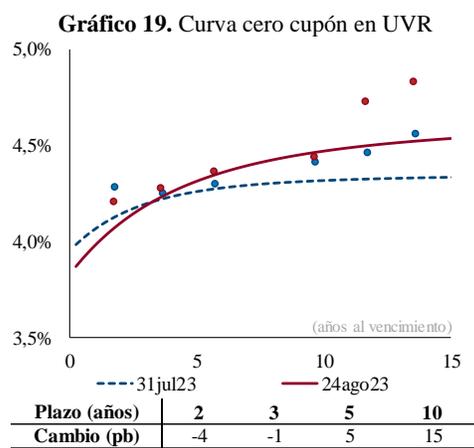
⁹ A diciembre de 2024, las encuestas indican una expectativa promedio de 5,01%, mientras que el FBEI a 2024 neto de primas se ubica en 5,07% para el mismo plazo.

¹⁰ Durante este periodo, el CDS a cinco años aumentó 21 pb en Colombia, 16 pb en Brasil, 8 pb en Perú y 7 pb en México, mientras que en Chile disminuyó 2 pb. Por su parte, el índice CDX EM (que reúne una muestra de 18 economías emergentes) aumentó 20 pb.

Los TES en UVR de corto plazo se valorizaron, mientras que los de los demás tramos presentaron el comportamiento opuesto. Estas valorizaciones se presentaron luego de la publicación del dato de inflación de julio (11,78%), el cual se ubicó por encima de lo esperado por el mercado (11,60%). Por el contrario, los títulos de mediano y largo plazo se desvalorizaron, en línea con el comportamiento de los TES denominados en pesos y de la mayoría de los títulos de deuda pública a nivel global (Gráficos 18 y 19).



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.



Los inversionistas extranjeros realizaron ventas de TES en pesos por COP 3.410 miles de millones (mm) desde la última reunión de la JDBR. No obstante, fueron los segundos mayores compradores de TES en UVR por COP 682 mm. En lo corrido de 2023, estos agentes han vendido COP 8,7 b en el mercado de contado de TES en pesos y UVR. Durante agosto, los agentes extranjeros realizaron ventas por COP 231 mm, COP 950 mm y COP 2.218 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente¹¹ (ver Anexo 3). Las ventas acumuladas por estos inversionistas en TES en pesos y UVR hasta agosto continúan ubicándose como las más grandes desde 2014 (Gráfico 23). Las salidas de estos inversionistas representan una reducción del 7,8% de su portafolio en TES a diciembre de 2022. No obstante, se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES (22,5% del total de TES circulando – ver Gráfico 20).

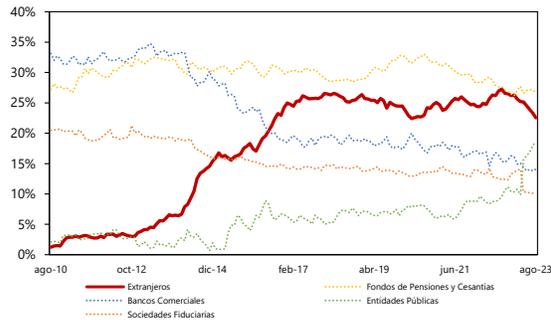
En cuanto a los TES en UVR, los inversionistas extranjeros realizaron compras netas en el mercado de contado, concentradas en el tramo largo (COP 681 mm). Por el contrario, los principales vendedores fueron los fondos de pensiones locales (COP 1.028 mm), concentrados en los tramos medio y largo de la curva (COP 498 mm y COP 344 mm, respectivamente). Durante este periodo, los inversionistas extranjeros realizaron compras netas de TES en UVR en el mercado de contado por COP 1 mm y COP 681 mm en los tramos corto y largo (ver Anexo 3)¹².

De acuerdo con agentes del mercado, el comportamiento vendedor de los inversionistas extranjeros podría estar asociado con: *i*) tomas de utilidad, dadas las valorizaciones acumuladas por los títulos colombianos a lo largo del año; *ii*) la apreciación del peso frente al dólar en lo corrido del año, que incrementa el valor de los activos colombianos y lleva a inversionistas con una estrategia de exposición estable a vender títulos (Gráfico 21); y *iii*) los incrementos en los rendimientos de los Tesoros y las primas de riesgo, que provocó flujos de aversión al riesgo vía ventas de títulos de países emergentes, incluida la región (Gráfico 22).

¹¹ En el mercado a futuro, la posición compradora de TES en pesos de los inversionistas extranjeros aumentó en COP 1.374 en el tramo corto, y disminuyó en COP 323 mm y COP 29 mm en los tramos medio y largo, respectivamente.

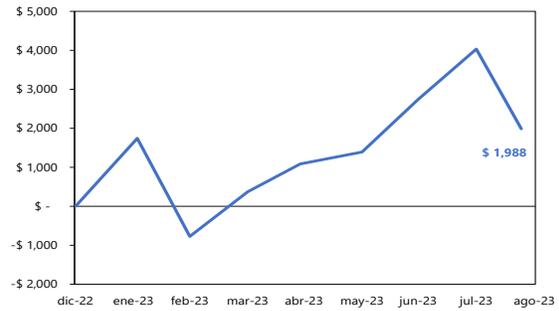
¹² En el mercado a futuro, la posición compradora de TES en UVR de los inversionistas extranjeros disminuyó en COP 7 mm, y aumentó en COP 136 mm en los tramos corto y largo, respectivamente.

Gráfico 20. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR



Fuente: BanRep.

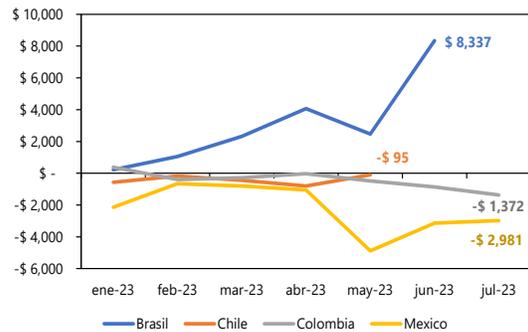
Gráfico 21. Saldo acumulado en USD de inversionistas extranjeros durante 2023 en el mercado spot de TES (USD m)



Fuente: BanRep.

Nota: Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal convertido a dólares con respecto a diciembre de 2022. Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte.

Gráfico 22. Flujos mensuales convertidos a USD de inversionistas extranjeros en los mercados de deuda de la región acumulados durante 2023 (USD m)



Fuente: IIF y BanRep*.

Nota: Corresponden al acumulado anual de los flujos mensuales de los inversionistas extranjeros a cada país convertidos a dólares.

*Para Colombia, los datos corresponden a los flujos mensuales en TES con fuente del BanRep a valor nominal y fecha de negociación convertidos a dólares y acumulados durante el año. Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte. Estos datos pueden diferir de aquellos presentados en el Gráfico 22 debido a que se convierten los flujos de cada mes con la tasa de cambio de su corte respectivo.

soberanos han realizado compras por COP 1.065 mm¹⁶.

Por tipo de agente extranjero, se observa una recomposición hacia los fondos soberanos en el acumulado del año, toda vez que los fondos de pensiones internacionales presentan una tendencia continua de ventas, mientras que los fondos mutuos y autoridades monetarias han acrecentado su posición vendedora en el periodo reciente. En particular, los fondos de pensiones internacionales han realizado ventas por COP 5.110 mm, seguidos de las autoridades monetarias con ventas netas por COP 3.165 mm¹³ y los fondos mutuos por COP 2.104 mm. Por el contrario, los fondos soberanos registran compras por COP 2.120 mm¹⁴ (Gráfico 24). Desde la última reunión de la JDBR, las ventas se han concentrado en las autoridades monetarias y los fondos mutuos, por valor de COP 2.071 mm y COP 1.195 mm, respectivamente¹⁵. Por el contrario, los fondos

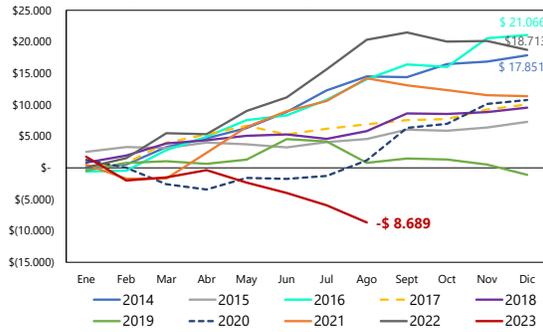
¹³Con información al 24 de agosto, en lo corrido del año los bancos extranjeros registran flujos por COP -588 mm, los endowment funds por COP -425 mm, los hedge funds por COP -11 mm, las organizaciones multilaterales por COP 8 mm, los no-clasificados por COP 194 mm y las compañías de seguros por COP 392.

¹⁴En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales (COP -4.976 mm). Las autoridades monetarias, los fondos mutuos, los bancos extranjeros, los endowment funds, los hedge funds, las organizaciones multilaterales, los no clasificados, las compañías de seguros y los fondos soberanos presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -1.805 mm, COP -1.380 mm, COP -409 mm, COP -405 mm, COP -11 mm, COP 8 mm, COP 257 mm, COP 324 mm y COP 613 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR se concentraron en las autoridades monetarias (COP -1.361 mm). Los fondos mutuos, los bancos extranjeros, los fondos de pensiones internacionales, los no clasificados, los endowment funds, las compañías de seguros y los fondos soberanos presentaron flujos netos en TES UVR por COP -724 mm, COP -179 mm, COP -134 mm, COP -63 mm, COP -20 mm, COP 68 mm y COP 1507 mm, respectivamente.

¹⁵Con información al 24 de agosto, desde la última JDBR los bancos extranjeros, compañías de seguros, los no-clasificados, endowment funds, hedge funds, organizaciones multilaterales y fondos de pensiones internacionales han presentado flujos netos por COP -459 mm, COP -93 mm, COP -61 mm, COP -33 mm, COP -4 mm, COP 1 mm y COP 132 mm, respectivamente.

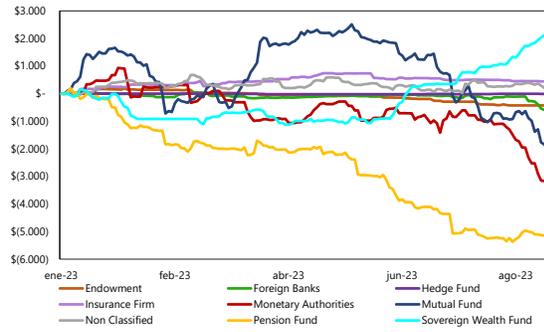
¹⁶En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en las autoridades monetarias (COP -1.844 mm). Los fondos mutuos, los bancos extranjeros, las compañías de seguros, los no clasificados, los endowment funds, los hedge funds, las organizaciones multilaterales, los fondos soberanos y los fondos de pensiones internacionales presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -1.148 mm, COP -459 mm, COP -93 mm, COP -59 mm, COP -29 mm, COP -4 mm, COP 1 mm, COP 77 mm y COP 147 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR

Gráfico 23. Compras netas de los inversionistas extranjeros acumuladas por año (COP mm)



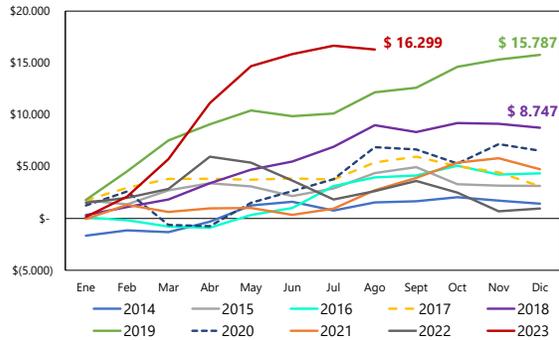
Fuente: Banrep.

Gráfico 24. Flujos diarios acumulados de inversionistas extranjeros por tipo de agente (COP mm)



Fuente: Banrep.

Gráfico 25. Compras netas de TES de los fondos de pensiones acumuladas por año (COP mm)



Fuente: Banrep.

Los fondos de pensiones locales revirtieron levemente su tendencia compradora en agosto. No obstante, las compras acumuladas por estos agentes en el año continúan siendo las más grandes desde 2014 (Gráfico 25). Desde la última reunión de la JDBR, los fondos de pensiones locales realizaron ventas por COP 368 mm en TES pesos y UVR en el mercado de contado. Estas ventas se concentran en referencias del tramo medio (COP 498 mm).

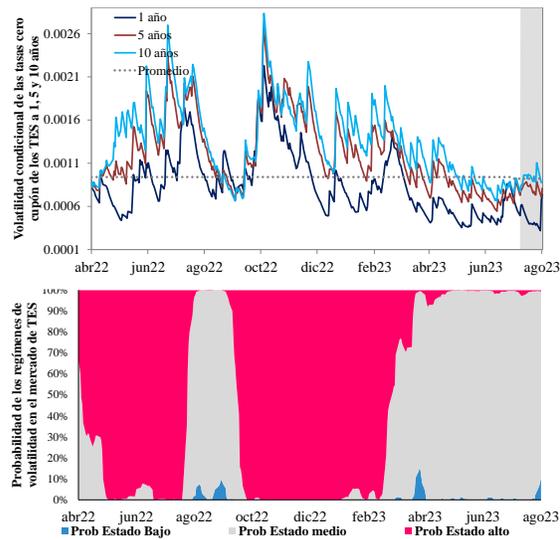
A pesar de sus ventas en TES en UVR, los fondos de pensiones locales fueron los segundos mayores compradores de TES en pesos durante agosto por COP 661 mm. Así, compensaron parcialmente las salidas de inversionistas extranjeros en este segmento de la curva y se mantuvieron como los principales tenedores de TES (27% del total de TES circulando, ver Anexo 3). En lo corrido de 2023, estos agentes han adquirido COP 16,3 b en TES pesos y UVR en el mercado de contado.

Por su parte, las entidades públicas fueron los mayores compradores en el mercado de contado de TES en pesos y UVR por un valor de COP 2.616 mm y COP 1.171 mm, respectivamente, concentradas principalmente en referencias del tramo largo de ambas curvas. Estos agentes realizaron compras en los tramos corto, medio y largo de TES en pesos por COP 658¹⁷ mm, COP 515 mm y COP 2.766 mm, respectivamente. En TES UVR, realizaron compras por COP 143 mm, COP 208 mm y COP 820 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente (Ver Anexo 3).

se concentraron en las autoridades monetarias (COP -227 mm). Los fondos mutuos, los fondos de pensiones internacionales, los endowment funds, los no clasificados, los bancos extranjeros, los fondos soberanos y l presentaron flujos netos en TES UVR por COP -47 mm, COP -15 mm, COP -4 mm, COP -2 mm, COP 0 mm, COP 978 mm y COP 682 mm, respectivamente.

¹⁷ Este valor corresponde a la suma de las operaciones de compraventa realizadas por entidades públicas en el período, excluyendo las redenciones anticipadas de títulos por valor de COP 1.197 mm.

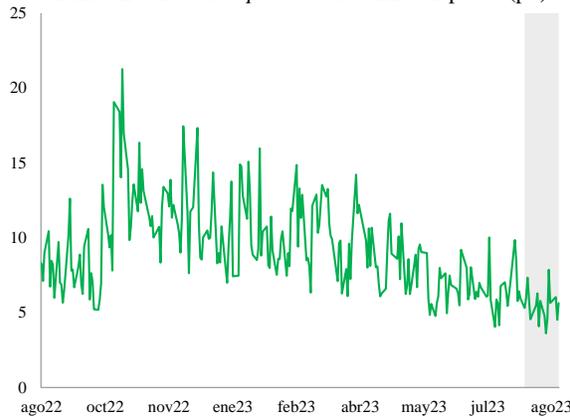
Gráfico 26. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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.

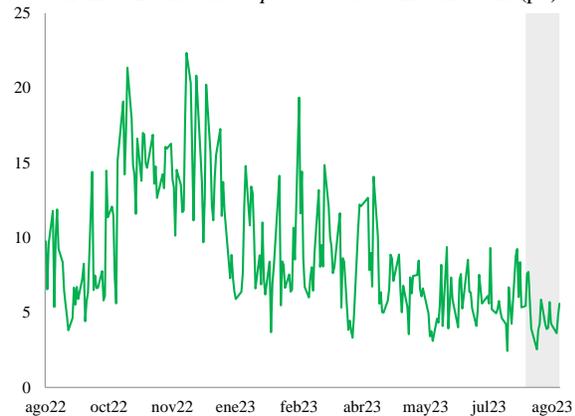
La volatilidad del mercado de TES en pesos aumentó, pero aún se mantiene en un nivel de volatilidad medio, al tiempo que los indicadores de liquidez presentaron un desempeño mixto. La volatilidad promedio de las tasas en el mercado de TES en pesos subió para los plazos de 1, 5 y 10 años, pero aún se mantiene en niveles inferiores al promedio del año y el mercado continúa ubicándose con mayor probabilidad en un estado de volatilidad medio (Gráfico 26). Por su parte, los indicadores de liquidez muestran un comportamiento mixto frente a lo registrado en julio para los TES en pesos y UVR¹⁸. Pese a que estos indicadores aún sugieren niveles de liquidez inferiores a los registrados previo a la pandemia del Covid-19, estos se han venido recuperando durante los últimos meses. La afectación de los indicadores de liquidez y volatilidad es una dinámica común a los mercados desde 2020 (Anexo 2 - Gráficos 27 al 30).

Gráfico 27. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)

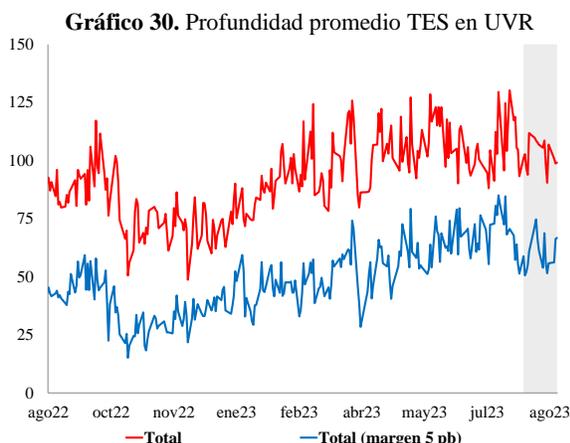
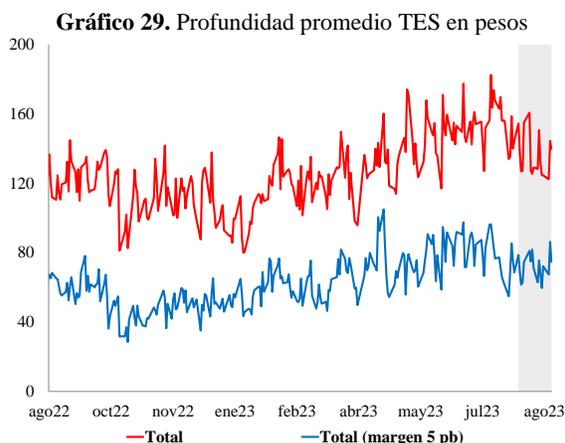


Fuente y Cálculos: Banrep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A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

Gráfico 28. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)

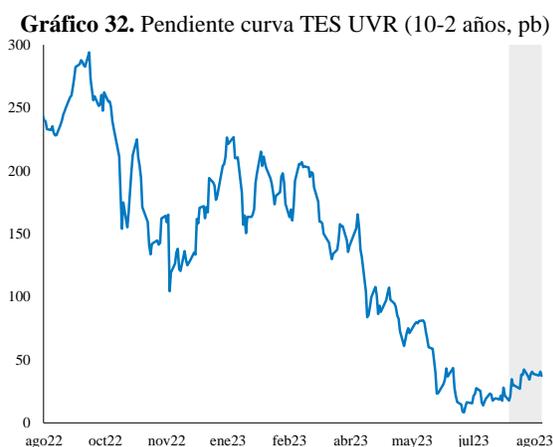
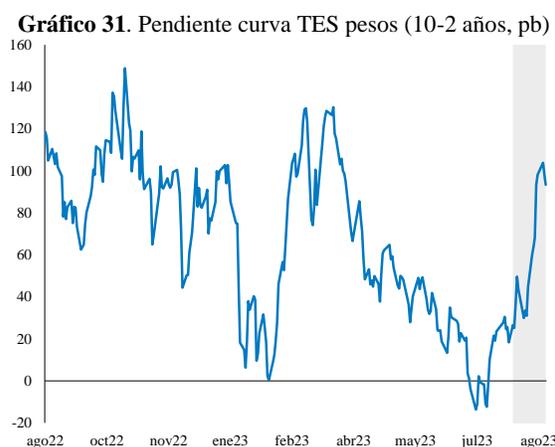


¹⁸ Al 24 de agosto los BAS promedio diario se ubicaron en 5,5 pb y 4,8 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles promedio de 6,4 pb y 5,9 pb observados durante julio, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Durante el último mes, la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 154,3 mm a COP 134,6 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR lo hizo de COP 107,1 mm a COP 102,9 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente.



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.

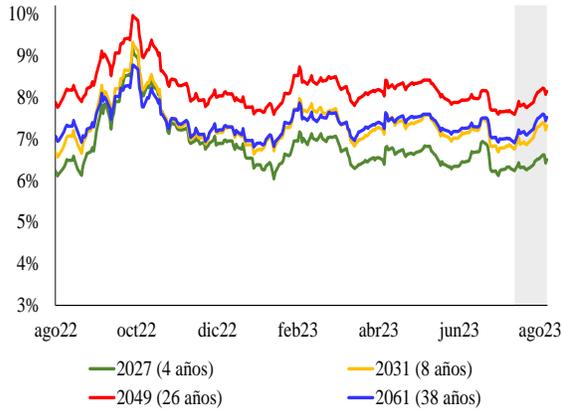
Las curvas de los TES denominados en pesos y UVR se empinaron durante agosto. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años aumentó 67 pb, hasta 93 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y 20 pb, hasta 37 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 31 y 32).



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

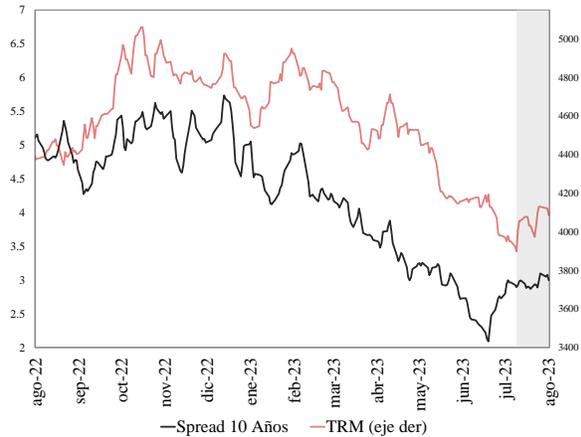
Las tasas de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares aumentaron y su diferencia con la tasa de los títulos locales aumentó levemente. Este comportamiento está en línea con las expectativas del mercado sobre un fin de la tendencia de apreciación del peso. Desde el 31 de julio, las tasas de los títulos con vencimientos a 4, 8, 26 y 38 años presentaron variaciones de 27 pb, 56 pb, 55 pb y 62 pb, respectivamente (Gráfico 33). El margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) continuó aumentando levemente, presentando una reversión de la tendencia de disminución que venía presentando con respecto a los niveles históricamente altos alcanzados en 2022, al aumentar 1 pb, debido a las mayores desvalorizaciones de la deuda local del tramo largo frente a la denominada en moneda extranjera (Gráfico 34).

Gráfico 33. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

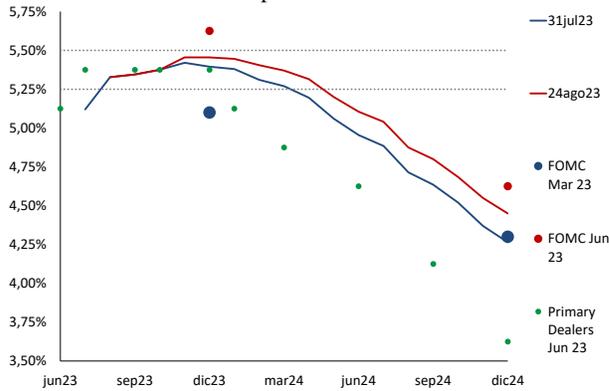
Gráfico 34. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

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

Gráfico 35. Senda esperada tasa de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg y Fed. Las líneas punteadas representan el rango actual de los fondos federales.

Las expectativas del mercado de futuros sobre la tasa de los Fondos Federales aumentaron con respecto a julio, aunque todavía esperan que la tasa permanezca inalterada por el resto del año, y descuentan un primer recorte a partir del primer trimestre de 2024. Lo anterior se encuentra en línea con lo esperado por el mercado a finales de julio, y contrasta con las proyecciones del FOMC de junio, quienes estimaban en ese momento dos incrementos adicionales durante 2023 (Gráfico 35).

En esta misma línea, el CME¹⁹ muestra que el rango más probable de tasas de los fondos federales para finales de 2023 se mantuvo estable con respecto a julio. Según esta entidad, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre del 2023 es el rango entre 5,25% y 5,50% (probabilidad de 50%), el cual es seguido por el rango entre 5,50% y 5,75% (probabilidad de 39%, Cuadro 2).

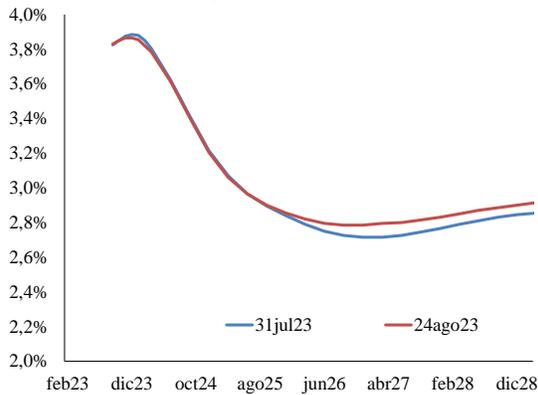
Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2023

	5,00%-5,25%	5,25%-5,50%	5,50%-5,75%	5,75%-6,00%
31jul23	9%	63%	26%	3%
24ago23	5%	50%	39%	6%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

¹⁹ Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.

Gráfico 36. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

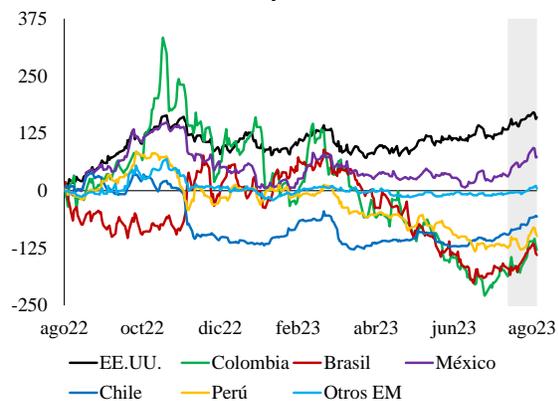
En Europa el mercado de futuros de la tasa Euribor descuenta una senda de política monetaria más contractiva frente a la descontada a finales de julio. Por otro lado, el mercado continúa esperando un aumento adicional de las tasas del BCE ante de que culmine el año, y un primer recorte durante el primer semestre de 2024 (Gráfico 36, Anexo 5).

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

La curva de Tesoros de EE.UU. se empinó ante desvalorizaciones de los títulos de largo plazo, superiores a las de los demás tramos. Estas desvalorizaciones se presentaron como consecuencia de: *i*) el deterioro del perfil fiscal de EE.UU. tras la rebaja de la calificación crediticia a AA+ por parte de Fitch Ratings; *ii*) la mayor emisión de deuda por parte del Gobierno; *iii*) las expectativas de una senda de política monetaria más contractiva ante los comentarios *hawkish* de varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), y la publicación de cifras económicas que continuaron evidenciando la resiliencia de la actividad económica estadounidense²⁰; y *iv*) los cambios implementados por el Banco de Japón a su política de control de la curva de rendimientos, los cuales hacen más atractivos los títulos japoneses frente a los Tesoros, y podrían incidir en potenciales salidas de inversionistas del mercado de deuda de EE.UU.

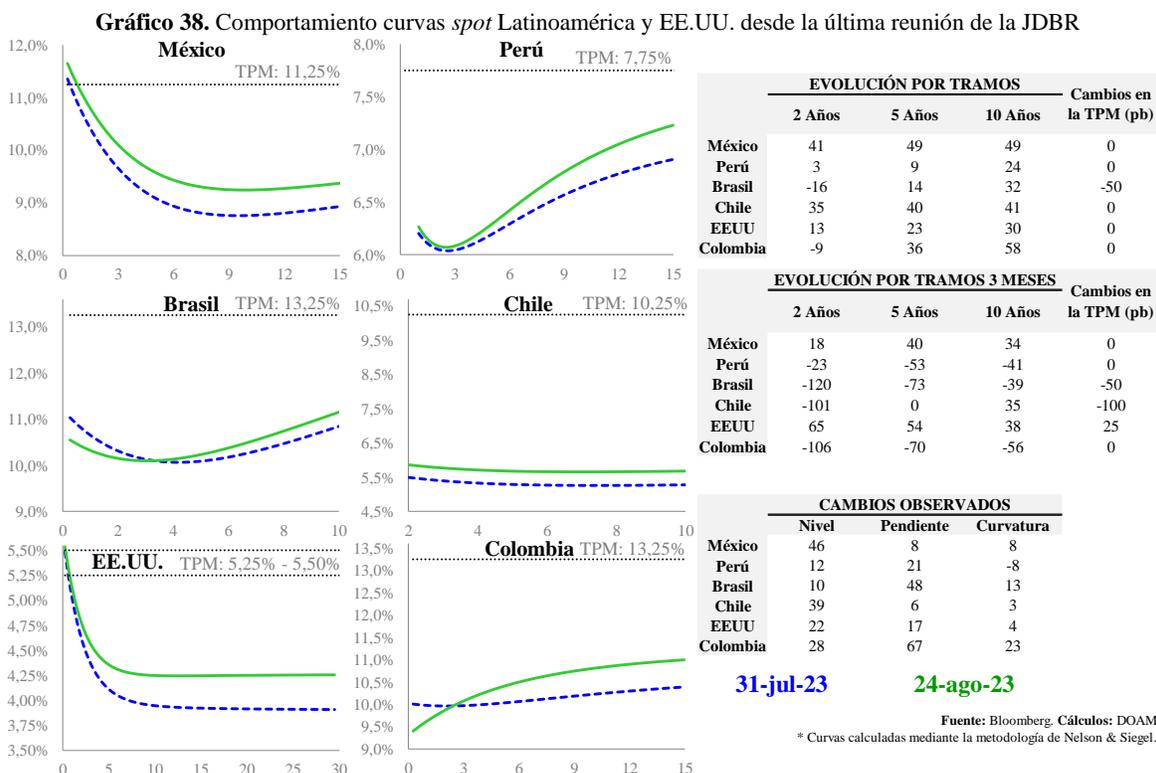
La mayoría de los títulos de deuda pública de la región se desvalorizó. Estas desvalorizaciones estuvieron acordes con el comportamiento de la mayoría de los títulos de deuda pública a nivel global. Por el contrario, las valorizaciones de los títulos del tramo corto de Brasil pudieron estar asociadas con el recorte de la TPM por parte del Banco Central (BCB, 50 pb), superior al esperado por el mercado (25 pb), así como con las declaraciones del presidente del BCB a favor de una continuación del ciclo de recortes de la tasa de interés (Gráficos 37 y 38; Anexo 4).

Gráfico 37. Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE.UU.



Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: Banrep. Cambios (pb) desde el 1 de agosto de 2022.

²⁰ Dentro de estas cifras se destaca del mes de julio el crecimiento mensual de las ventas al por menor (obs: 0,7%; esp: 0,4%; ant: 0,3%) y de la producción industrial (obs: 1,0%; esp: 0,3%; ant: -0,8%), las ventas de casas nuevas (obs: 714 mil, esp: 703 mil; ant: 684 mil), la tasa de desempleo (obs: 3,5%; esp: 3,6%; ant: 3,6%) y la creación de empleo ADP (obs: 324 mil; esp: 190 mil; ant: 455 mil).



Las pendientes de las curvas de la región aumentaron. El Gráfico 39 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 aumentó 67 pb hasta ubicarse en 93 pb. Asimismo, las pendientes de Brasil (103 pb), Perú (90 pb), EE.UU. (-76 pb), México (-94 pb) y Chile (-24 pb) aumentaron 48 pb, 21 pb, 17 pb, 8 pb y 6 pb, respectivamente.

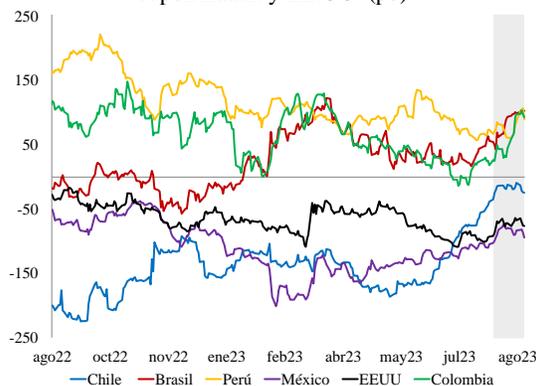
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

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

2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera que la JDBR mantenga inalterada la TPM en septiembre. Primero, según la EME, la mediana señala una tasa esperada de 13,25% en septiembre²¹ (desviación estándar de 28 pb). Por su parte, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank²², de las 25 entidades encuestadas el 80% espera y recomienda que la TPM

Gráfico 39. Pendiente 10 años - 2 años curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



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

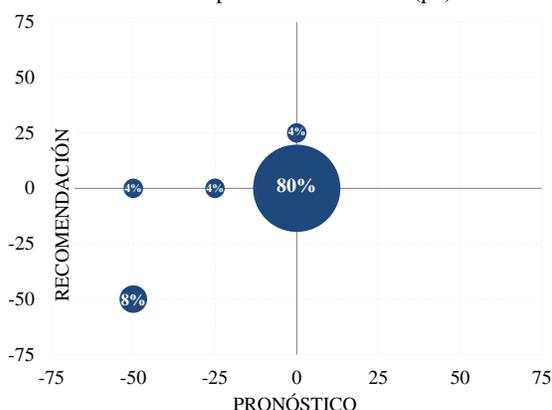
²¹ Datos recolectados entre el 9 y el 11 de agosto.

²² Publicada el 28 de agosto.

permanezca inalterada en septiembre, un 8% espera y recomienda que disminuya 50 pb, un 4% espera que permanezca inalterada, pero recomienda un incremento de 25 pb, otro 4% espera que disminuya 25 pb pero recomienda que no tenga cambios, y el 4% restante espera que disminuya 50 pb pero recomienda que permanezca inalterada. La desviación estándar de las expectativas aumentó de 0,00% en julio a 0,17% en agosto (Gráfico 40 y Anexo 1). Por otro lado, en cuanto a la reunión de agosto, la mediana de la EME señala una expectativa de que no haya cambios de la TPM (desviación estándar de 0 pb), mientras que según la Encuesta de Opinión Financiera²³ (EOF), el 94% de los encuestados espera que la TPM se mantenga inalterada, el 3% descuenta una reducción de 25 pb, mientras que el 3% restante anticipa un recorte de 300 pb.

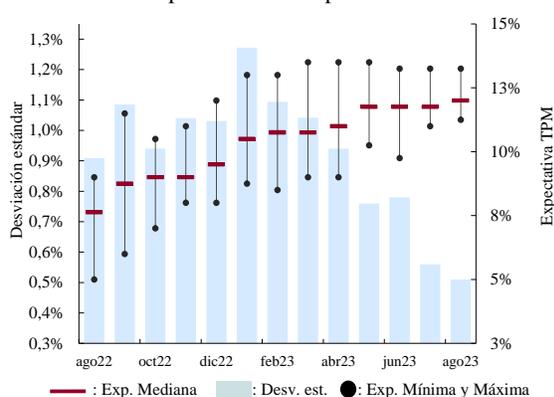
Por su parte, en el Gráfico 41 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2023 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre julio y agosto la tasa mediana esperada aumentó de 11,75% a 12,00%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 0,56% a 0,51%.

Gráfico 40. Expectativa de cambio (pb) TPM



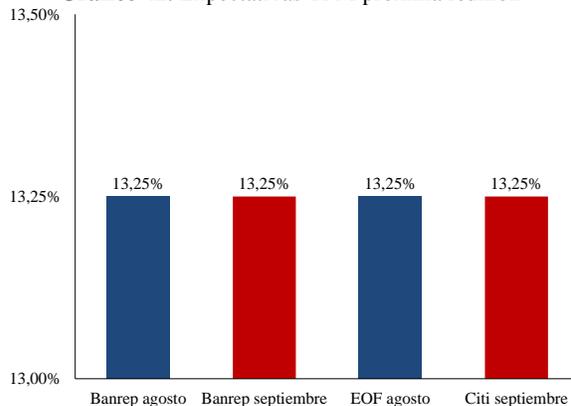
Fuente: Citibank.

Gráfico 41. Expectativas TPM para diciembre de 2023



Fuente: Citibank.

Gráfico 42. Expectativas TPM próxima reunión



Fuente: Banrep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del Banrep se realizó entre el 9 y el 11 de agosto. La EOF se publicó el 22 de agosto con datos recolectados entre el 8 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 28 de agosto. *La EOF averigua por la reunión de agosto (azul), la encuesta de Citi indaga por la de septiembre (rojo), mientras que la encuesta del Banrep pregunta por ambas reuniones.

Las encuestas evidencian expectativas de política monetaria superiores a las observadas el mes previo para finales de 2023 y 2024. En los Gráficos 42, 43 y 44 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y para las de diciembre de 2023 y 2024. En estas se observa que: *i*) los agentes esperan que la TPM se mantenga inalterada en agosto y septiembre; *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2023 aumentó de 11,81% a 12,06%; y *iii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 aumentó de 7,00% a 7,06%.

²³ Publicada el 22 de agosto con información recolectada entre el 8 y el 14 del mismo mes.

Gráfico 43. Expectativas TPM para diciembre de 2023

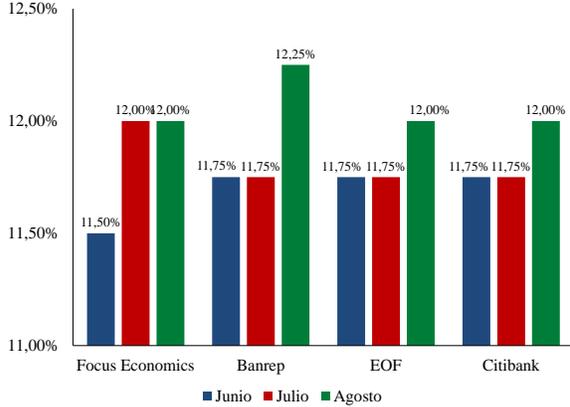
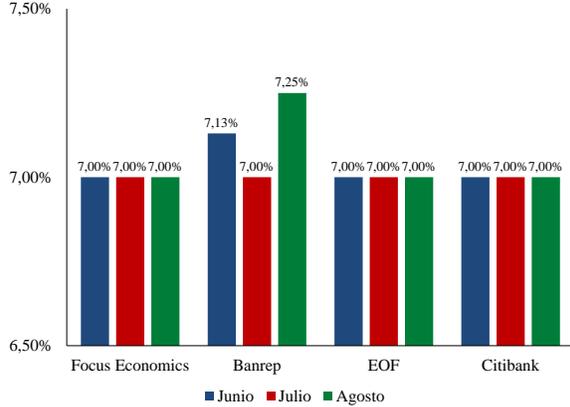


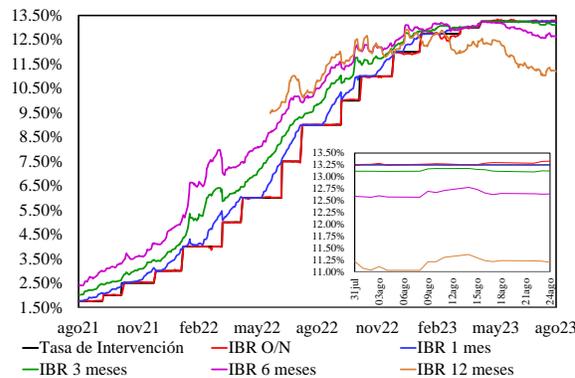
Gráfico 44. Expectativas TPM para diciembre de 2024



Fuente: Focus Economics, Banrep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 8 de agosto, con encuestas realizadas entre el 1 y el 6 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 9 y el 11 de agosto. La EOF se publicó el 22 de agosto con datos recolectados entre el 8 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 28 de agosto.

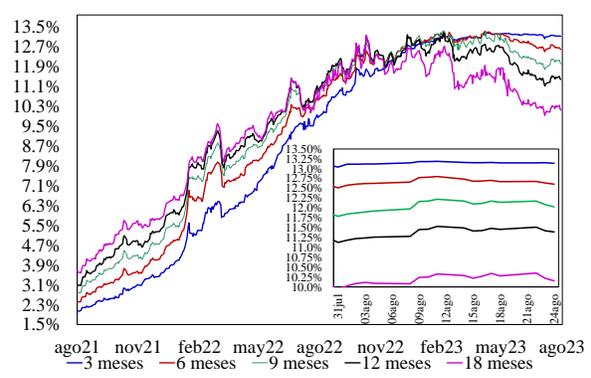
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses subieron tras conocerse el dato de inflación por encima de lo descontado por el mercado. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 24 de agosto las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses variaron 1 pb, 5 pb, -2 pb, 24 pb, 12 pb y 21 pb, respectivamente (Gráficos 45 y 46).

Gráfico 45. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. **Cálculos:** Banrep.

Gráfico 46. Tasas OIS



Fuente: Banrep. **Cálculos:** Banrep.

Las tasas del mercado OIS descuentan estabilidad de la TPM para la reunión de septiembre y se anticipa una primera reducción de la TPM en la reunión de octubre de 2023, aunque de menor magnitud. La senda de TPM esperada se ajustó después de conocerse el dato de inflación y el 24 de agosto descuenta menores reducciones frente a las expectativas del mes de julio. El mercado OIS descuenta una primera reducción de la TPM en octubre de 50 pb y un recorte de 75 pb en la reunión de diciembre, para cerrar 2023 con TPM de 12,00% (a finales de julio se esperaba una TPM de 11,25%). Para 2024 se esperan reducciones de alrededor de 475 pb de tal forma que en diciembre de 2024 la TPM se ubicaría en 7,25% (anterior: 6,25%). Además, se observa un comportamiento similar de las sendas esperadas por el mercado y la de los analistas, lo cual está en línea con una menor incertidumbre de la TPM futura medida por la desviación estándar de las cotizaciones de la IBR, la desviación estándar de las expectativas de TPM y la volatilidad implícita de las tasas OIS (Gráfico 47, 48 y Anexo 6).

Gráfico 47. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 24 de julio de 2023)

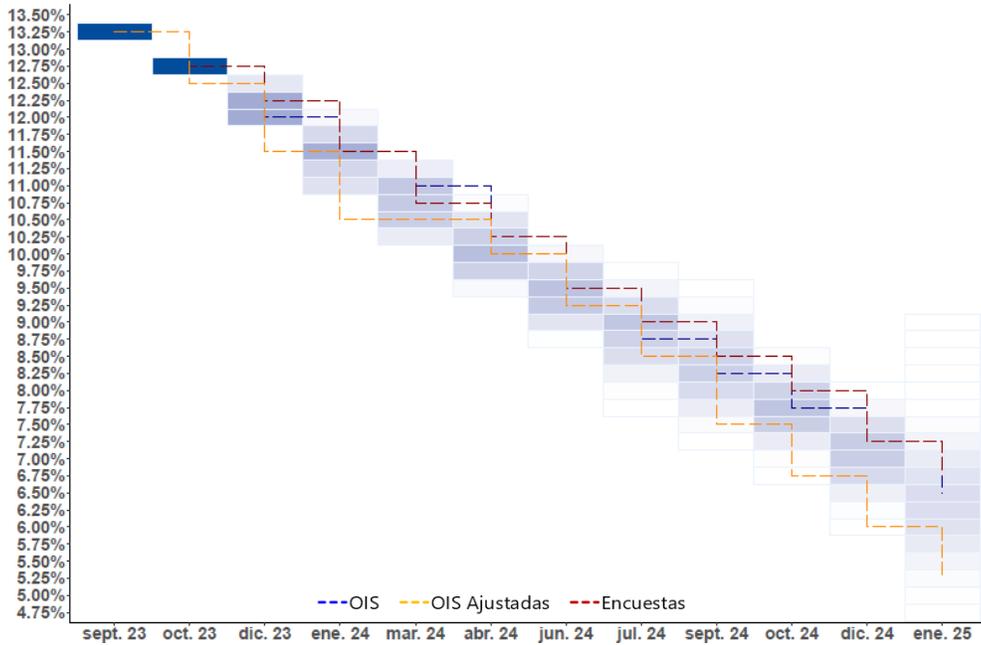
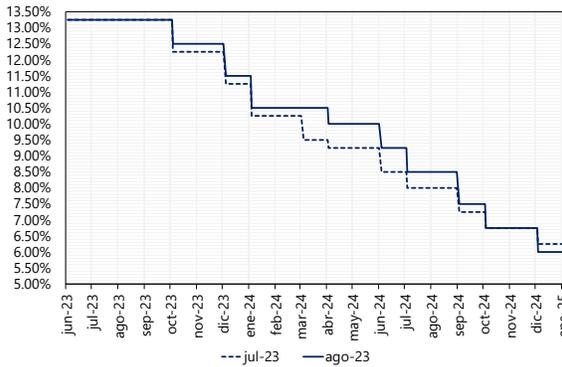


Gráfico 48. Evolución de expectativas TPM – OIS

dic-24				6,75%	6,75%	7,25%	dic-24	13.75%
nov-24							nov-24	13.50%
oct-24		8,75%	7,50%	7,25%	7,75%	oct-24	13.25%	
sep-24	9,00%	9,75%	8,00%	7,75%	8,25%	sep-24	13.00%	
ago-24	8,00%					ago-24	12.75%	
jul-24	8,50%	9,50%	10,25%	8,75%	8,50%	8,75%	jul-24	12.50%
jun-24	9,25%	10,00%	10,75%	9,25%	8,75%	9,50%	jun-24	12.25%
may-24							may-24	12.00%
abr-24	9,00%	10,75%	11,25%	9,50%	9,25%	10,00%	abr-24	11.75%
mar-24	10,00%	11,25%	11,75%	10,00%	10,00%	11,00%	mar-24	11.50%
feb-24							feb-24	11.25%
ene-24	10,25%	11,75%	12,25%	11,00%	10,50%	11,50%	ene-24	11.00%
dic-23	11,50%	12,00%	12,75%	11,25%	11,25%	12,00%	dic-23	10.75%
nov-23							nov-23	10.50%
oct-23	12,75%		13,00%	12,50%	12,25%	12,75%	oct-23	10.25%
sep-23							sep-23	10.00%
ago-23							ago-23	9.75%
jul-23		13,50%					jul-23	9.50%
	30mar23**	28abr23**	26may23**	30jun23**	31jul23**	24ago23**		9.25%

Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** Banrep. **Nota:** Cada cifra de color blanco indica un cambio de tasa de política. **El modelo OIS permite aumentos o reducciones de hasta 200 pb de la TPM en cada reunión.

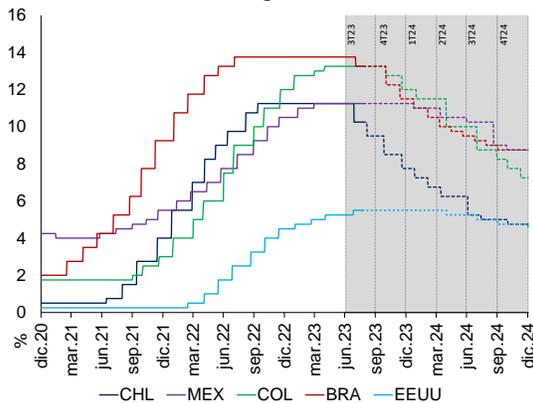
Gráfico 49. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 31 de julio y 24 de agosto

De acuerdo con las expectativas de TPM ajustadas por la prima a término del mercado OIS se espera estabilidad hasta octubre, cuando iniciaría el ciclo de recortes. Además, la senda de agosto presenta menores reducciones que la estimada en julio, en línea con el aumento de las expectativas de inflación de largo plazo. En el Gráfico 49 se presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los días 31 de julio y 24 de agosto de 2023. Según esta medida las expectativas para diciembre de 2023 y a diciembre de 2024 se ubicaron en 11,50% (ant: 11,25%) y 6,00% (ant: 6,25%), respectivamente.

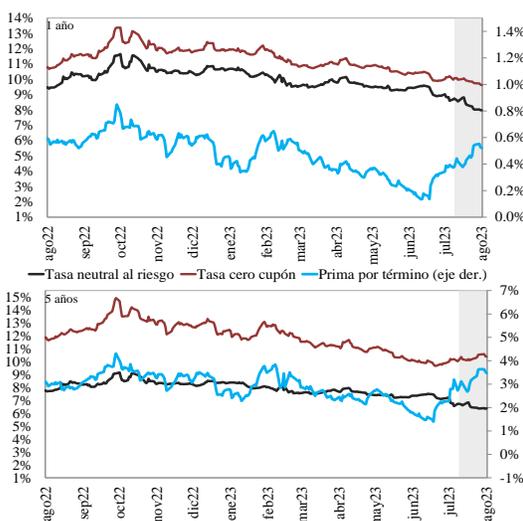
Gráfico 50. Expectativas de TPM en los países de la región.



Fuente: Bloomberg. Cálculos propios.

La expectativa de reducción de la TPM en Colombia está en línea con las expectativas de reducción de la tasa de intervención en los diferentes países de la región (Gráfico 50). Las tasas del mercado OIS descuentan reducciones en Chile y Brasil durante el tercer trimestre del año, en Colombia en el último trimestre de 2023 y en México se esperan reducciones en el primer trimestre de 2024.

Gráfico 51. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años



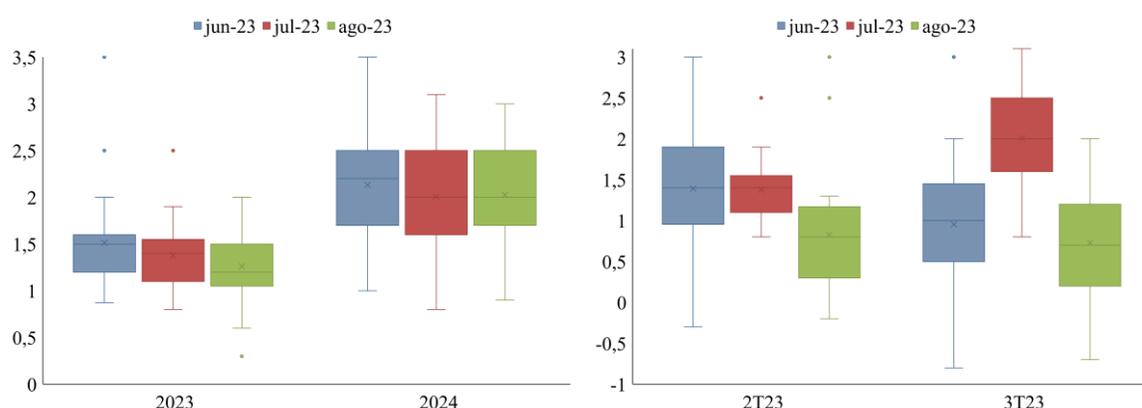
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

La reducción promedio de las tasas de los TES en pesos se puede explicar por mayores reducciones de las tasas neutras estimadas frente al aumento de las primas a término. En el Gráfico 51 se presentan estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las primas a término promedio subieron 15 pb para el plazo de un año (0,52%) y 75 pb para el plazo de cinco años (3,47%). Por su parte, las tasas neutras al riesgo promedio cayeron 71 pb y 35 pb a 1 y 5 años respectivamente, y se ubicaron en 7,98% y 6,38%, en su orden.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento de la economía colombiana disminuyeron para 2023 y 2024. De acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para 2023 de 1,4% a 1,2%, para el 2T23 de 1,4% a 0,8%, y para el 3T23 de 2,0% a 0,7%, mientras que para 2024 la mantuvieron en 2,0% (Gráfico 52). Asimismo, de acuerdo con la encuesta de Citi, la expectativa de crecimiento para 2023 se redujo de 1,35% a 1,20%, mientras que para 2024 se mantuvo en 2,0%. Posteriormente, el DANE dio a conocer que la economía se expandió 0,3% durante el 2T23.

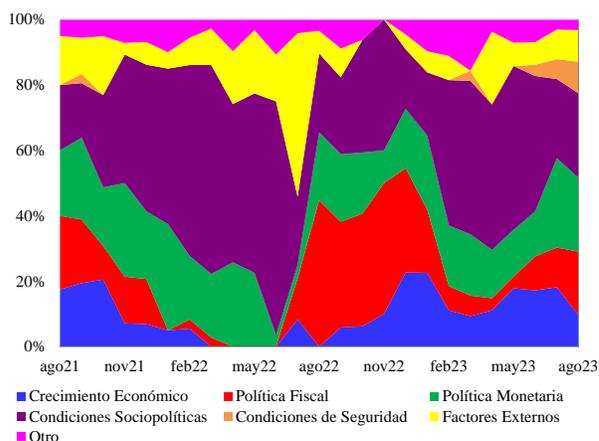
Gráfico 52. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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.

Los analistas esperan valorizaciones de los TES y el MSCI COLCAP a fin de año. Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses las tasas de los TES que vencen en 2028 y 2032 se valoricen 18 pb y 21 pb, respectivamente²⁴ (desviaciones estándar de 61 pb y 35 pb). A fin de año, los analistas esperan que estos mismos títulos se valoricen 33 pb y 31 pb, en su orden (desviaciones estándar de 75 pb y 51 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se valore 3%, mientras que a 12 meses esperan una valorización cercana al 8% (desviaciones estándar de 5% y 17%).

Gráfico 53. 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? Las condiciones sociopolíticas volvieron a ocupar el primer lugar. El 26% de los encuestados señaló las condiciones sociopolíticas (ant: 24%, var: 2 pp), como el factor más relevante, el 23% resaltó la política monetaria (ant: 27%; var: -4 pp), el 19% la política fiscal (ant: 12%, var: 7 pp), el 10% el crecimiento económico (ant: 18%; var: -8 pp), otro 10% las condiciones de seguridad (ant: 6%; var: 4 pp), otro 10% los factores externos (ant: 10%; var: 0 pp), mientras que el 3% restante señaló otros factores (ant: 3%; var: 0 pp). Los agentes que mencionaron otros factores señalaron

²⁴ 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.

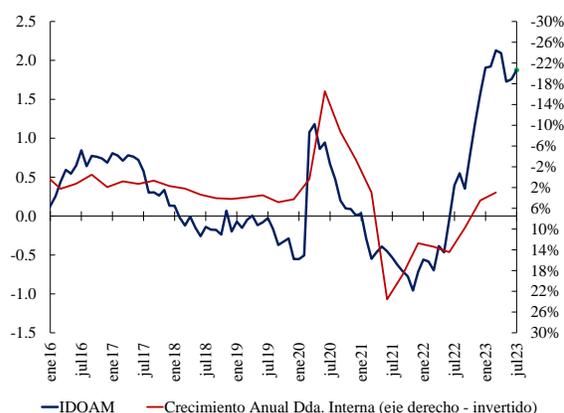
puntualmente la incertidumbre en el frente regulatorio (Gráfico 53). Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos definitivos de julio, el IDOAM sugiere un leve deterioro de las condiciones financieras. El deterioro de este indicador se da ante un aumento de los spreads de las tasas de la cartera preferencial, consumo y tesorería frente a las tasas de los TES, y menores expectativas de crecimiento económico. El alto nivel del indicador se mantiene ante el mayor valor de los spreads de las tasas mencionadas arriba, como también a los altos niveles de las expectativas de inflación frente a la meta del Banco y el menor crecimiento económico esperado (Gráfico 54).

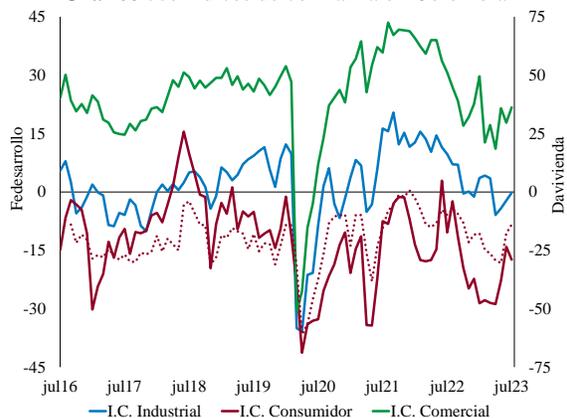
Los indicadores de confianza del consumidor presentaron una tendencia divergente, mientras que los de confianza empresarial evidenciaron un leve repunte. El indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, presentó una reducción (obs: -17,4%; ant: -14,1%), la cual se explica por unas expectativas más pesimistas, y por una percepción más desfavorable de las condiciones económicas (Gráfico 55). Asimismo, la serie desestacionalizada disminuyó al pasar de -13,25% a -18,10% (Gráfico 56). Por el contrario, la confianza del consumidor estimada por Davivienda continuó aumentando por segundo mes consecutivo (obs: -14,0%; ant: -17,7%) y se ubicó en un nivel cercano al observado en octubre de 2022 (-13,2%). Por su parte, la mejora de la confianza industrial (obs: -0,2%; ant: -2,2%) obedece a unas mejores expectativas de producción para el próximo trimestre, y a un mayor volumen actual de pedidos, los cuales fueron parcialmente contrarrestados por un mayor nivel de existencias. En cuanto a la confianza comercial (obs: 21,7%; ant: 17,8%), su mejor desempeño se explicó por una percepción más favorable de la situación económica actual de la empresa, un menor nivel de existencias, y unas expectativas más optimistas de la situación económica para el próximo semestre.

Gráfico 54. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



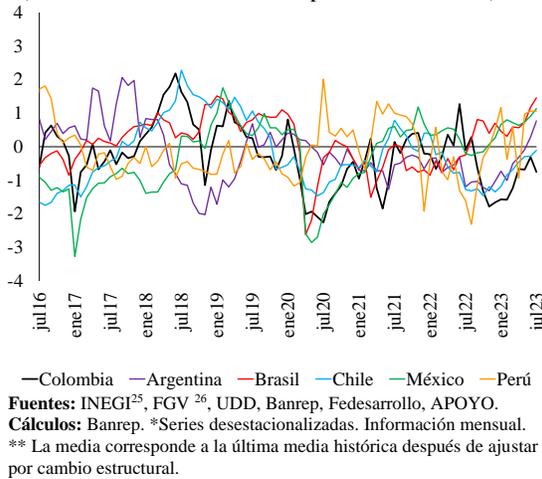
—IDOAM —Crecimiento Anual Dda. Interna (eje derecho - invertido)
Fuentes: Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC, **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible. **Nota:** Se usa la volatilidad implícita promedio 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 55. Índices de confianza en Colombia



—I.C. Industrial —I.C. Consumidor —I.C. Comercial
Fuente: Fedesarrollo, DANE. En el eje derecho se grafica el indicador de confianza estimado por Davivienda (línea punteada).

Gráfico 56. Índices de confianza de Latinoamérica*
(desviaciones estándar con respecto a la media**)



El indicador de confianza desestacionalizado disminuyó para Colombia y aumentó para los demás países de la muestra. El Gráfico 56 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre junio y julio de 2023 el indicador disminuyó para Colombia y aumentó para los demás países de la muestra. Los indicadores de Chile y Colombia se encuentran por debajo de su media histórica, a diferencia de los demás países.

Los indicadores de percepción de riesgo presentaron incrementos a nivel internacional. El *Vix*²⁷, el *Vstox*²⁸ y el *Move*²⁹ aumentaron ante varios episodios de aversión al riesgo asociados

con: *i*) la publicación de cifras económicas en China que continúan sorprendiendo a la baja al mercado; *ii*) la rebaja de la calificación crediticia soberana de EE.UU. por parte de Fitch Ratings; y *iii*) la decisión de S&P Global y Moody's Investors Service de recortar la calificación crediticia de varios bancos de EE.UU. (Gráfico 57). Por su parte, el *Skew*³⁰ corrigió a la baja, ante la materialización de importantes desvalorizaciones del S&P 500 (Gráfico 58).

Gráfico 57. Vix - Move

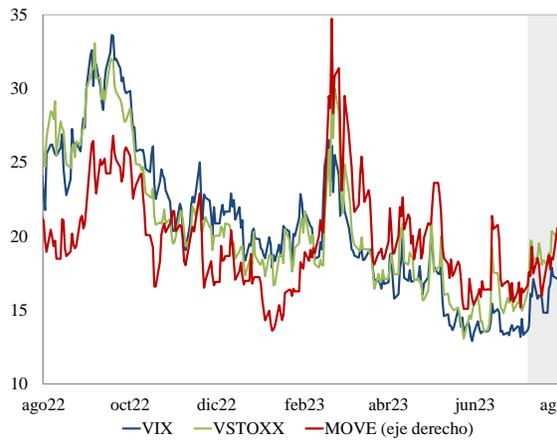
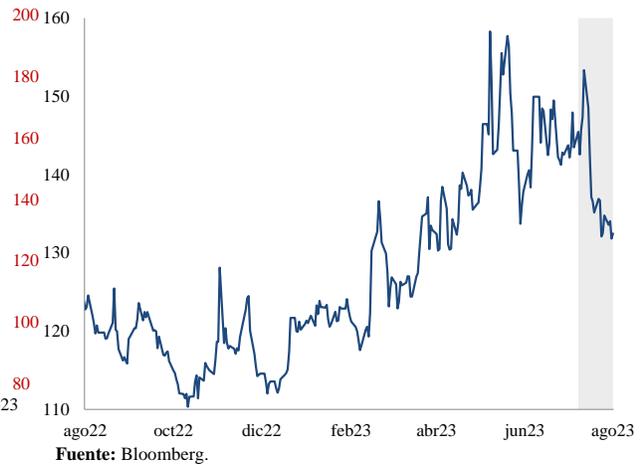


Gráfico 58. Skew del S&P500



Finalmente, el EMBI³¹ presentó incrementos en el grueso de las economías emergentes. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) aumentó 23 pb (22 pb) en Colombia, 15 pb (corresponde al EMBIG) en Chile, 13 pb (15 pb) en Brasil, 8 pb (18 pb) en México y 7 pb (9 pb) en Perú (Gráficos 59 y 60).

²⁵ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

²⁶ Instituto Brasileiro de economía

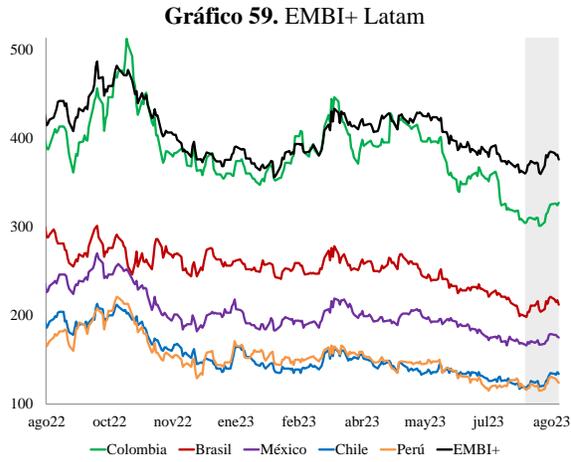
²⁷ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

²⁸ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

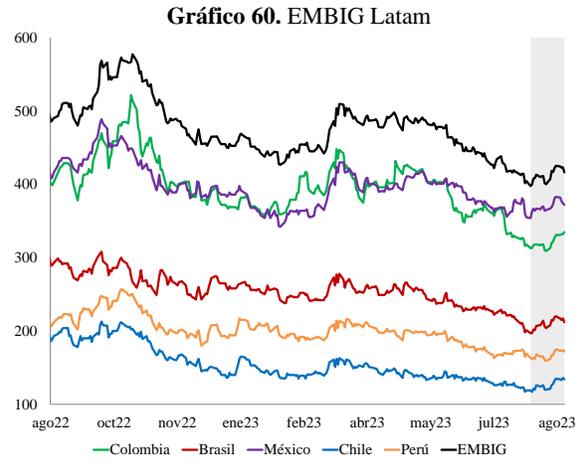
²⁹ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

³⁰ 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.

³¹ 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.



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

Cuadro A1.1. Encuesta de expectativas de Citibank y ANIF sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de julio de 2023

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	13.25%	13.25%
Alianza	13.25%	13.25%
Asobancaria	13.25%	13.25%
Axa Colpatría	13.25%	13.25%
Banco Agrario	13.25%	13.50%
Banco de Bogotá	13.25%	13.25%
Banco de Occidente	13.25%	13.25%
Banco Popular	13.25%	13.25%
Banco Santander	13.25%	13.25%
BNP Paribas	13.25%	13.25%
BTG Pactual	13.25%	13.25%
Casa de Bolsa	13.25%	13.25%
Citi	12.75%	12.75%
Corficolombiana	13.25%	13.25%
Credicorp Capital	12.75%	12.75%
Fidubogotá	13.25%	13.25%
Fiduciaria Popular	13.25%	13.25%
Fiduoccidente	13.00%	13.25%
Grupo Bancolombia	13.25%	13.25%
Grupo Bolívar	13.25%	13.25%
Itaú	13.25%	13.25%
Moody's Analytics	12.75%	13.25%
Positiva	13.25%	13.25%
Scotiabank Colpatría	13.25%	13.25%
Skandia	13.25%	13.25%
Promedio	13.18%	13.22%
Mediana	13.25%	13.25%
Desv. Estándar	0.17%	0.15%
Máximo	13.25%	13.50%
Mínimo	12.75%	12.75%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
12.75%	12%	3
13.00%	4%	1
13.25%	84%	21
13.75%	0%	0
Total	100%	25

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
12.75%	8%	2
13.25%	88%	22
13.50%	4%	1
Total	100%	25

Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de Citibank sobre tasa de política monetaria

Participantes	dic-23	dic-24
Acciones y Valores	12.75%	6.50%
Alianza	11.50%	5.50%
Asobancaria	12.00%	7.75%
Axa Colpatría	12.00%	7.00%
Banco Agrario	13.25%	10.00%
Banco de Bogotá	11.25%	7.50%
Banco de Occidente	11.75%	7.50%
Banco Popular	12.00%	7.00%
Banco Santander	12.25%	7.00%
BNP Paribas	12.50%	7.00%
BTG Pactual	12.50%	6.00%
Casa de Bolsa	12.00%	6.00%
Citi	11.25%	5.75%
Corficolombiana	12.00%	6.00%
Credicorp Capital	11.25%	7.00%
Fidubogotá	12.25%	7.50%
Fiduciaria Popular	12.75%	7.50%
Fiduoccidente	11.75%	7.25%
Grupo Bancolombia	12.50%	8.50%
Grupo Bolívar	12.50%	6.75%
Itaú	12.25%	7.00%
Moody's Analytics	11.50%	7.00%
Positiva	12.50%	7.50%
Scotiabank Colpatría	12.25%	5.75%
Skandia	12.00%	7.00%
Promedio	12.10%	7.01%
Mediana	12.00%	7.00%
Desv. Estándar	0.51%	0.95%
Máximo	13.25%	10.00%
Mínimo	11.25%	5.50%
No. Respuestas	25	25

Cuadro A1.3. Encuesta de expectativas de Citibank sobre inflación

Participantes	dic-23	dic-24
Acciones y Valores	8.54%	3.98%
Alianza	8.20%	4.10%
Asobancaria	8.93%	5.17%
Axa Colpatría	8.40%	3.90%
Banco Agrario	9.82%	6.32%
Banco de Bogotá	8.88%	4.45%
Banco de Occidente	8.98%	4.98%
Banco Popular	9.26%	4.43%
Banco Santander	8.40%	4.60%
BNP Paribas	9.00%	5.00%
BTG Pactual	8.35%	4.00%
Casa de Bolsa	9.63%	5.55%
Citi	8.20%	3.90%
Corficolombiana	9.63%	5.55%
Credicorp Capital	8.40%	4.00%
Fidubogotá	8.57%	5.43%
Fiduciaria Popular	8.69%	4.78%
Fiduoccidente	8.98%	4.98%
Grupo Bancolombia	9.00%	5.30%
Grupo Bolívar	9.68%	4.92%
Itaú	9.10%	4.50%
Moody's Analytics	9.00%	4.70%
Positiva	8.90%	4.50%
Scotiabank Colpatría	8.60%	4.22%
Skandia	9.80%	6.80%
Promedio	8.92%	4.80%
Mediana	8.93%	4.70%
Desv. Estándar	0.50%	0.74%
Máximo	9.82%	6.80%
Mínimo	8.20%	3.90%
No. Respuestas	25	25

Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre tasa de política monetaria

**Las entidades en rojo presentan expectativas que difieren de las de la encuesta de Citibank*

Encuestas realizadas entre el 1 y el 6 de agosto

Empresa	Estimación 2023	Estimación 2024
1 Acciones y Valores	11,75%	6,00%
2 AGPV	12,00%	7,00%
3 Alianza Valores y Fiduciaria	11,00%	5,00%
4 Asobancaria	11,75%	7,75%
5 Banco Agrario de Colombia	13,25%	10,00%
6 Banco Davivienda	11,75%	-
7 Banco de Bogotá	11,25%	7,50%
8 Bancolombia	12,50%	8,50%
9 BancTrust & Co.	12,00%	7,00%
10 Barclays Capital	12,00%	7,00%
11 BBVA Research	12,50%	7,00%
12 Capital Economics	12,25%	7,25%
13 Citigroup Global Mkts	11,25%	5,75%
14 Corficolombiana	11,50%	6,00%
15 Credicorp Capital	10,75%	7,00%
16 Econosignal	11,50%	6,00%
17 EIU	13,25%	9,00%
18 Fedesarrollo	11,50%	6,50%
19 Fitch Solutions	12,25%	7,00%
20 Goldman Sachs	11,50%	7,00%
21 HSBC	12,00%	6,75%
22 Itaú Unibanco	13,25%	7,50%
23 JPMorgan	11,75%	-
24 Moody's Analytics	13,00%	8,75%
25 Oxford Economics	12,75%	9,00%
26 Pantheon Macroeconomics	11,00%	6,00%
27 Positiva Compañía de Seguros	11,75%	7,50%
28 S&P Global Ratings	13,25%	9,00%
29 Scotiabank Colpatría	12,25%	5,75%
30 Torino Capital	9,00%	-
31 UBS	12,25%	7,50%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
5,00%	0	0,0%	1	3,6%
5,75%	0	0,0%	2	7,1%
6,00%	0	0,0%	4	14,3%
6,50%	0	0,0%	1	3,6%
6,75%	0	0,0%	1	3,6%
7,00%	0	0,0%	7	25,0%
7,25%	0	0,0%	1	3,6%
7,50%	0	0,0%	4	14,3%
7,75%	0	0,0%	1	3,6%
8,50%	0	0,0%	1	3,6%
8,75%	0	0,0%	1	3,6%
9,00%	1	3,2%	3	10,7%
10,00%	0	0,0%	1	3,6%
10,75%	1	3,2%	0	0,0%
11,00%	2	6,5%	0	0,0%
11,25%	2	6,5%	0	0,0%
11,50%	4	12,9%	0	0,0%
11,75%	5	16,1%	0	0,0%
12,00%	4	12,9%	0	0,0%
12,25%	4	12,9%	0	0,0%
12,50%	2	6,5%	0	0,0%
12,75%	1	3,2%	0	0,0%
13,00%	1	3,2%	0	0,0%
13,25%	4	12,9%	0	0,0%
Media	11,93%		7,21%	
Mediana	12,00%		7,00%	

Cuadro A1.5. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre inflación

**Las entidades en rojo presentan expectativas que difieren de las de la encuesta de Citibank*

Encuestas realizadas entre el 1 y el 6 de agosto

Empresa	Estimación 2023	Estimación 2024
1 Acciones y Valores	8,83%	4,50%
2 AGPV	9,00%	4,50%
3 Alianza Valores y Fiduciaria	7,70%	3,81%
4 Asobancaria	8,77%	5,17%
5 Banco Agrario de Colombia	9,79%	6,31%
6 Banco Davivienda	9,49%	4,82%
7 Banco de Bogotá	8,88%	4,49%
8 Bancolombia	9,00%	5,30%
9 BancTrust & Co.	8,67%	4,49%
10 Barclays Capital	7,75%	4,05%
11 BBVA Research	9,00%	5,20%
12 Capital Economics	9,71%	4,22%
13 Citigroup Global Mkts	8,00%	3,70%
14 Corficolombiana	9,50%	5,55%
15 Credicorp Capital	8,40%	4,00%
16 Econosignal	9,00%	4,00%
17 EIU	7,70%	4,20%
18 EmergingMarketWatch	9,90%	5,20%
19 Fedesarrollo	9,20%	5,00%
20 Fitch Solutions	8,60%	4,12%
21 Goldman Sachs	8,99%	4,60%
22 HSBC	8,99%	4,70%
23 Itaú Unibanco	9,50%	4,80%
24 JPMorgan	8,60%	4,70%
25 Kiel Institute	8,40%	4,39%
26 Moody's Analytics	9,69%	4,99%
27 Oxford Economics	8,63%	3,93%
28 Pezco Economics	7,71%	4,32%
29 Positiva Compañía de Seguros	8,90%	4,50%
30 S&P Global Ratings	11,37%	4,30%
31 Scotiabank Colpatría	8,40%	4,20%
32 Torino Capital	9,76%	-
33 UBS	9,33%	5,09%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,50% - 3,75%	0	0,0%	1	3,1%
3,75% - 4,00%	0	0,0%	2	6,3%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	7	21,9%
4,25% - 4,50%	0	0,0%	6	18,8%
4,50% - 4,75%	0	0,0%	5	15,6%
4,75% - 5,00%	0	0,0%	3	9,4%
5,00% - 5,25%	0	0,0%	5	15,6%
5,25% - 5,50%	0	0,0%	1	3,1%
5,50% - 5,75%	0	0,0%	1	3,1%
6,25% - 6,50%	0	0,0%	1	3,1%
7,50% - 7,75%	3	9,1%	0	0,0%
7,75% - 8,00%	1	3,0%	0	0,0%
8,00% - 8,25%	1	3,0%	0	0,0%
8,25% - 8,50%	3	9,1%	0	0,0%
8,50% - 8,75%	4	12,1%	0	0,0%
8,75% - 9,00%	7	21,2%	0	0,0%
9,00% - 9,25%	4	12,1%	0	0,0%
9,25% - 9,50%	2	6,1%	0	0,0%
9,50% - 9,75%	4	12,1%	0	0,0%
9,75% - 10,00%	3	9,1%	0	0,0%
11,25% - 11,50%	1	3,0%	0	0,0%
Media	8,94%		4,60%	
Mediana	8,99%		4,50%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 31 de julio, la junta directiva del banco de la república decidió mantener la tasa de política monetaria en 13,25%, lo cual, según los analistas ha contribuido con la volatilidad del tipo de cambio peso dólar al afectar negativamente los flujos de inversión. Al finalizar la sesión de negociación las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 10 pb, 10 pb y 9 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 9 pb, 14 pb y 13 pb para dichos vencimientos.

Por su parte, el 8 de agosto, el DANE reportó que la inflación anual de julio fue superior a la esperada por el mercado (11,78% a/a vs 11,60% esp) y se ubicó por debajo de la lectura anterior (12,13%). El IPC registró una variación m/m de 0,50% (ant: 0,30% m/m, esp: 0,31% m/m). Según analistas del mercado, pese a que la inflación no este cediendo al ritmo esperado mantienen la expectativa de que inicien los recortes de la tasa de política monetaria en septiembre u octubre. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 0 pb, -8 pb y -13 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 0 pb, 0 pb y -2 pb para dichos vencimientos.

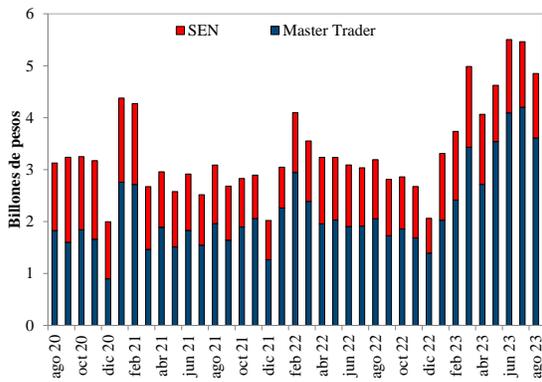
El 17 de agosto, se cerró de nuevo la vía Bogotá Villavicencio, a causa del temblor ocurrido, sumado al desplome del puente los grillos el 20 de agosto, lo cual ha producido desabastecimiento de alimentos. Los expertos afirman que este hecho se podría traducir en un aumento en la inflación. Al finalizar la sesión de negociación las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -1 pb, 2 pb y 4 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -4 pb, -6 pb y -6 pb para dichos vencimientos.

El 22 de agosto, se presentó el proyecto de presupuesto general de la nación para 2024, radicado el 29 de julio, ante el cual los analistas han expresado dudas sobre el cumplimiento de la regla fiscal y el aumento del déficit. Al finalizar la sesión de negociación las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -11 pb, -16 pb y -17 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -11 pb, -10 pb y -7 pb para dichos vencimientos.

En lo transcurrido de julio, se han realizado seis subastas de TES por un monto total de \$2,2 b y un Bid to Cover promedio de 2,8 veces el monto inicial. El 1, 8 y 15 de agosto se subastaron TCO con vencimiento al 5 de junio del 2024. También el 9 de agosto se subastaron TES COP con vencimiento en 2033, 2042 y 2050. Finalmente, el 2 y 16 de agosto se emitieron TES UVR con vencimiento al 2029, 2037 y 2049. Se destaca la sesión del 16 de agosto por su Bid to Cover de 4,1 veces.

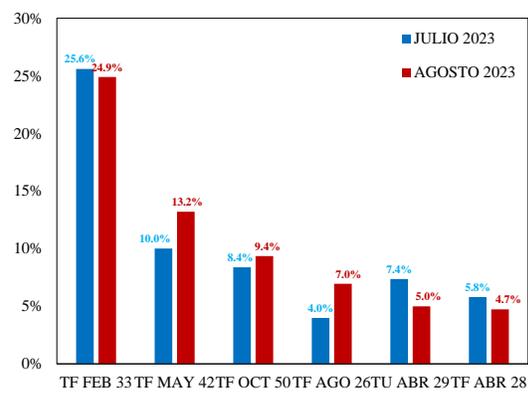
En lo corrido de agosto, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,8 billones, inferior al observado el mes anterior (\$5,4 billones), pero mayor al registrado en agosto de 2022 (\$3,1 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en febrero de 2033, cuya participación pasó de 25,6% al 24,9%, seguidos por los que vencen en mayo de 2042 cuya participación aumentó de 10,0% a 13,2% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



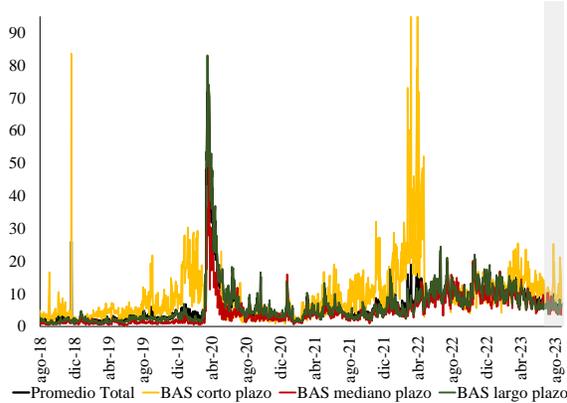
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 24 de agosto de 2023.

Gráfico A2.3. TES más transados



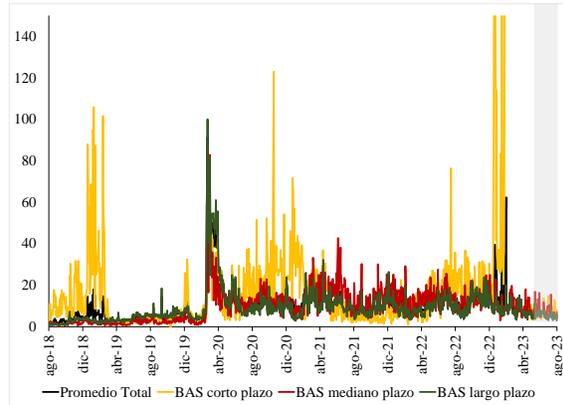
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 24 de agosto de 2023.

Gráfico A2.4. Bid-Ask spread por plazo de los TES en pesos* (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.

Gráfico A2.5. Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR* (pb)

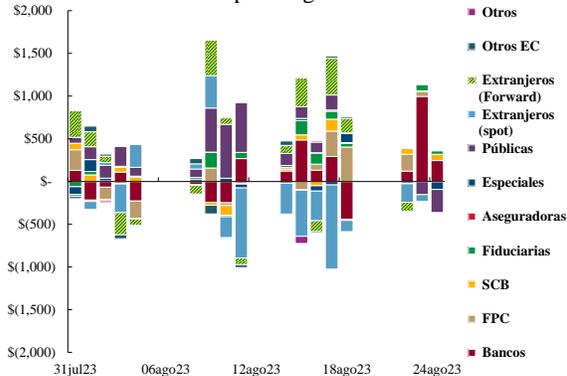


Con información al 24 de agosto de 2023, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 9,8 pb (ant. 10,5 pb), 5,1 pb (ant. 6,3 pb) y 5,9 pb (ant. 6,1 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 8,9 pb (ant. 7,9 pb), 6,6 pb (ant. 7,6 pb) y 4,9 pb (ant. 5,2 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

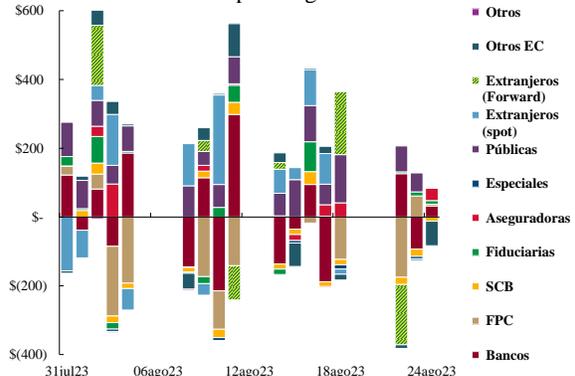
Posterior a la última reunión de la JDBR y con información hasta el 24 de agosto de 2023, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron las entidades públicas (COP 2.616 mm), seguidas de los fondos de pensiones (COP 661 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los inversionistas extranjeros (COP 3.410 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron las entidades públicas (COP 1.171 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los fondos de pensiones (COP 1.028 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 de 2023, los inversionistas extranjeros han realizado ventas netas de TES en pesos por COP 9.271 mm³² y ventas netas por COP 1.644 mm³³ de TES en UVR. Desde el 31 de julio en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas compraron en neto COP 1.143 mm en el tramo corto, y vendieron en neto COP 1.273 mm y COP 2.258 mm en los tramos medio y largo de TES en pesos, respectivamente. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES en UVR por COP 6 mm en el tramo corto, y compraron en neto COP 817 mm en el tramo largo (Cuadro A3.1).

³² Las ventas en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 7.785 mm y en el mercado a futuro de COP 1.487 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado compras durante el 2023 del TES verde por valor de COP 117 mm.

³³ Las ventas netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 905 mm y en el mercado a futuro de COP 739 mm.

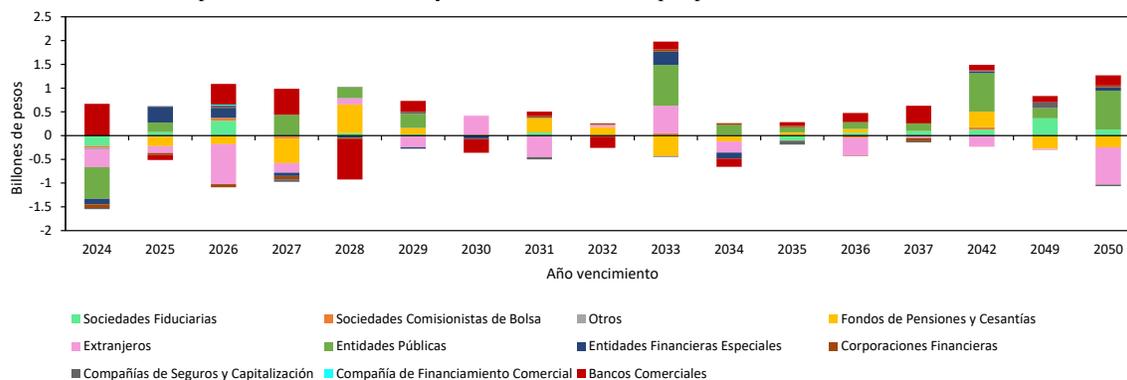
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)*
(valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2023	Corrido del 2023	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	37	(4,413)	572	(252)	970	1,290	63	324	(391)	(4)
Compañía de Financiamiento Comercial	-	(3)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	317	(225)	23	(84)	113	53	34	11	32	77
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	354	(4,642)	595	(335)	1,083	1,343	97	335	(359)	73
Fondos de Pensiones y Cesantías	89	(0)	-	6	5	11	-	-	-	-
Propia	89	(0)	-	6	5	11	-	-	-	-
Terceros	10,981	(4,683)	-	334	316	650	(186)	(498)	(344)	(1,028)
Administración FONPET	(7,666)	(2,762)	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	11,070	(4,683)	-	340	321	661	(186)	(498)	(344)	(1,028)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	580	(31)	176	64	108	348	(5)	(11)	(46)	(62)
Propia	580	(31)	176	64	108	348	(5)	(11)	(46)	(62)
Terceros	258	(64)	1	(57)	33	(23)	17	(0)	1	18
Extranjeros	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(322)	(95)	176	7	142	325	13	(11)	(45)	(43)
Sociedades Fiduciarias	38	(17)	10	(30)	13	(8)	(4)	(7)	(11)	(21)
Propia	38	(17)	10	(30)	13	(8)	(4)	(7)	(11)	(21)
Terceros	(16,779)	(4,013)	(241)	(509)	(1,814)	(2,564)	(64)	5	986	927
Extranjeros***	(7,902)	(905)	(231)	(950)	(2,218)	(3,399)	1	(0)	681	682
Extranjeros (TES verdes)****	117	-	-	-	(11)	(11)	-	-	-	-
FIC	1,114	(961)	143	138	2	283	(9)	4	-	(6)
Pasivos Pensionales	(11,719)	(5,170)	-	(0)	32	32	(4)	-	6	2
Administración FONPET	(14,087)	(5,094)	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	(16,741)	(4,030)	(231)	(539)	(1,801)	(2,572)	(68)	(2)	975	906
Compañías de Seguros y Capitalización	839	1,278	(32)	18	31	18	-	(17)	261	243
Propia	839	1,278	(32)	18	31	18	-	(17)	261	243
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	839	1,278	(32)	18	31	18	-	(17)	261	243
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	(5,154)	(7,530)	(86)	(174)	(1,308)	(1,568)	(240)	(529)	847	77
Total Entidades Financieras Especiales**	220	(612)	(314)	131	334	151	-	(14)	(28)	(42)
Total Entidades Públicas****	32,372	10,447	(665)	515	2,766	2,616	143	208	820	1,171
Administración FONPET	22,776	7,856	-	-	1,023	1,023	-	-	-	-
Otros*****	188	(351)	(55)	(35)	(18)	(108)	-	-	(10)	(10)
Extranjeros	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	27,981	(2,689)	(525)	102	2,857	2,434	(0)	-	1,269	1,269

Fuente: Banrep. Información actualizada al 24 de agosto de 2023. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 21 de abril de 2023. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafin, 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 Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

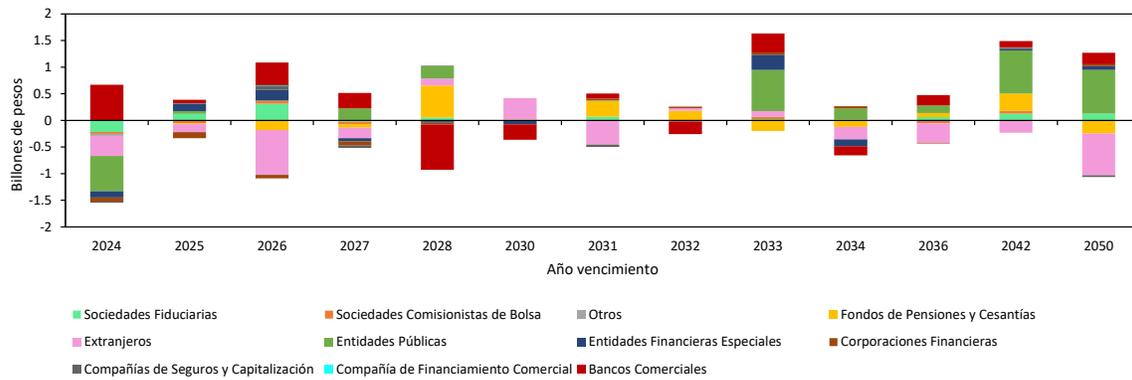
En los gráficos A3.3., A.3.4. y A3.5., se observan las compras por tipo de agente y año de vencimiento de TES en el mercado de contado desde la última reunión de la JDBR.

Gráfico A3.3. Compras netas de TES COP y UVR en el mercado spot por año de vencimiento desde la última JDBR



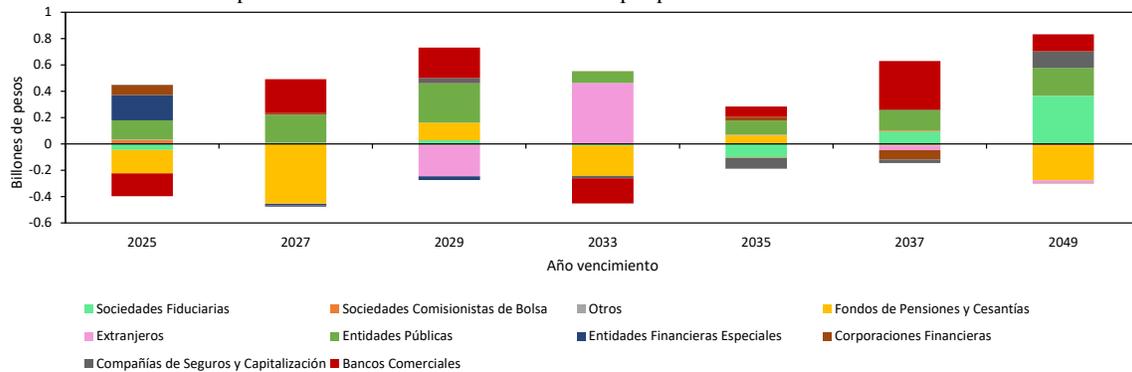
Fuente: Banrep. COP mm.

Gráfico A3.4. Compras netas de TES COP en el mercado spot por año de vencimiento desde la última JDBR



Fuente: Banrep. COP mm.

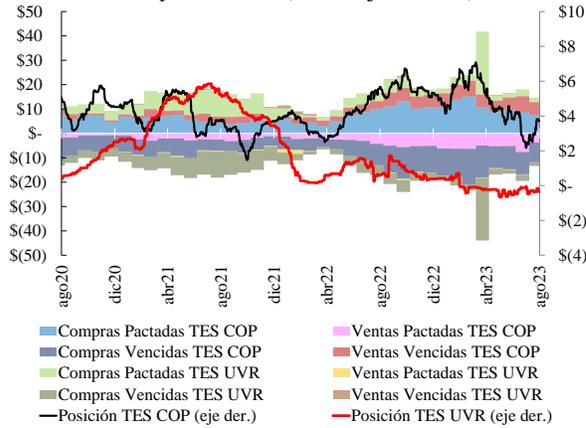
Gráfico A3.5. Compras netas de TES UVR en el mercado spot por año de vencimiento desde la última JDBR



Fuente: Banrep. COP mm.

Por otra parte, con información al 23 de agosto, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por \$7.410 mm y \$3.776 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$8.043 mm y \$5.431 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$1.022 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron TES UVR en este mercado por \$1.563 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$1.570 mm y \$143 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF aumentó \$136 mm (Gráfico A3.6). 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 \$2.689 mm el 31 de julio a \$3.711 mm el 23 de agosto del 2023; al tiempo que para TES UVR pasó de -\$480 mm a -\$344 mm entre ambas fechas.

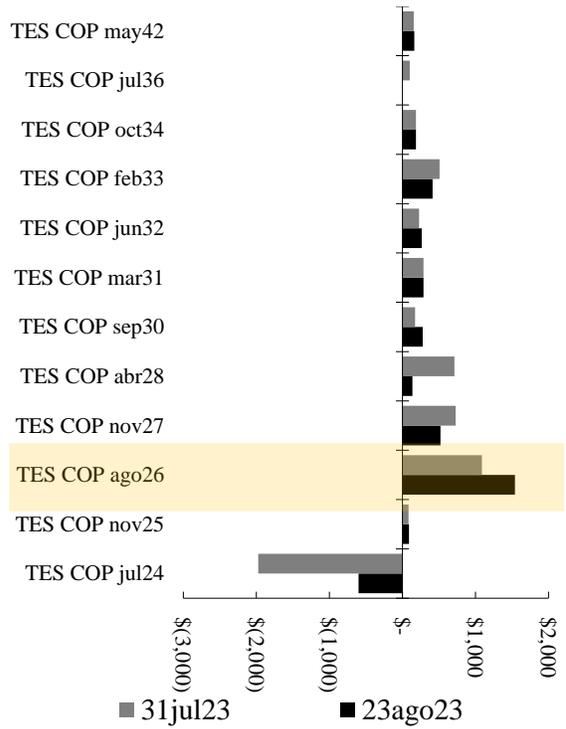
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



*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.

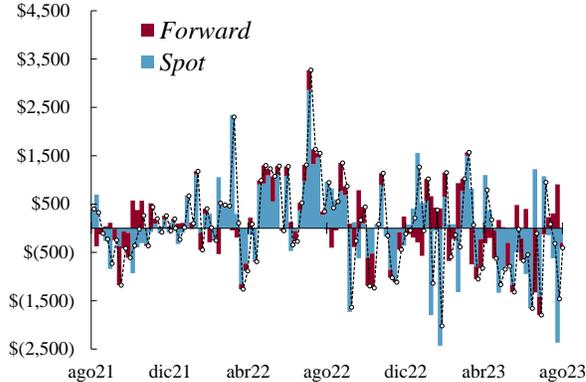
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

Gráfico A3.7. Saldo de compras netas *offshore* de TES en NDF por referencia



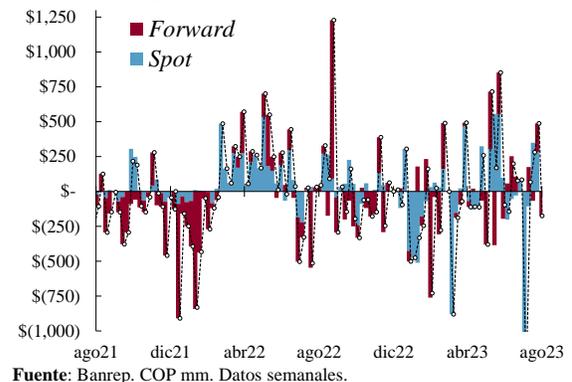
Fuente: Banrep. COP mm.

Gráfico A3.8. Compras netas de TES en pesos *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

Gráfico A3.9. Compras netas de TES UVR *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

Gráfico A3.10. Saldo de TES del *offshore* en el mercado de contado como proporción del saldo total

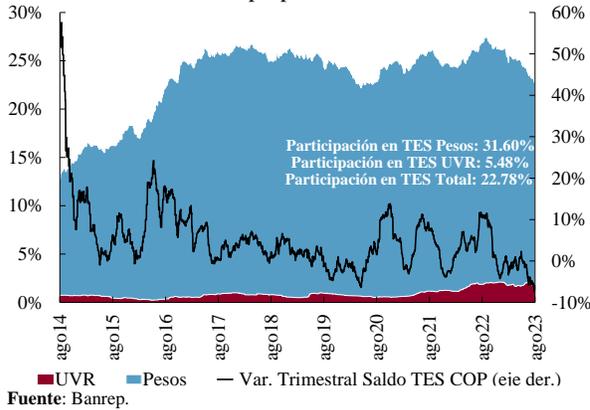
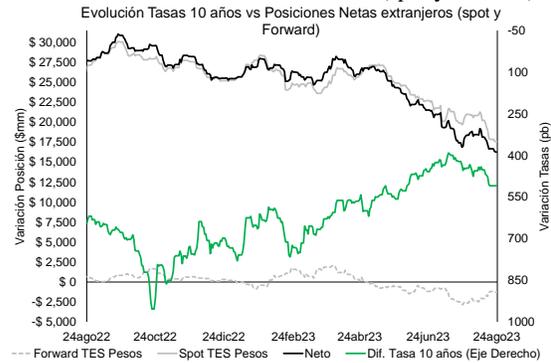


Gráfico A3.11. Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición neta del *offshore* (spot y forward)



Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2024, 2025, 2026, 2030, 2032, 2042 y 2050, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2027, 2028, 2033 y 2036, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2031 y 2034, (Gráfico A3.7). 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 disminuyó \$2388 mm, y la posición neta en TES UVR aumentó \$818 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)	-\$ 3,410	\$ 682	-\$ 2,728
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 1,022	\$ 136	\$ 1,158
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 7,410	\$ 1,563	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 3,776	\$ 0	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 8,043	\$ 1,570	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 5,431	\$ 143	
Posición compradora neta agregada (A+B)	-\$ 2,388	\$ 818	-\$ 1,570

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.8, A3.9, A3.10, A3.11 y en el Cuadro A3.2. Los Gráficos A3.8 y A3.9 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 A3.10 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 A3.11 presenta 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*.

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

		2022			Corrido de 2023			jun-23			jul-23			Corrido de ago-23		
		Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES	Sistema Financiero*	\$ (2,403)	\$ (1,426)	\$ (3,829)	\$ 354	\$ 1,340	\$ 1,695	\$ 976	\$ (20)	\$ 956	\$ (1,958)	\$ 1,529	\$ (429)	\$ 1,343	\$ (1,022)	\$ 321
Pesos	Offshore	\$ 14,974	\$ 1,426	\$ 16,400	\$ (7,785)	\$ (1,340)	\$ (9,125)	\$ (2,730)	\$ 20	\$ (2,709)	\$ (796)	\$ (1,529)	\$ (2,325)	\$ (3,410)	\$ 1,022	\$ (2,388)
TES	Sistema Financiero*	\$ (328)	\$ 2,919	\$ 2,592	\$ (4,642)	\$ 739	\$ (3,903)	\$ (249)	\$ (14)	\$ (263)	\$ 1,235	\$ 3	\$ 1,238	\$ 73	\$ (135)	\$ (62)
UVR	Offshore	\$ 3,739	\$ (2,919)	\$ 820	\$ (905)	\$ (739)	\$ (1,644)	\$ 1,092	\$ 14	\$ 1,106	\$ (1,173)	\$ (3)	\$ (1,177)	\$ 682	\$ 135	\$ 818

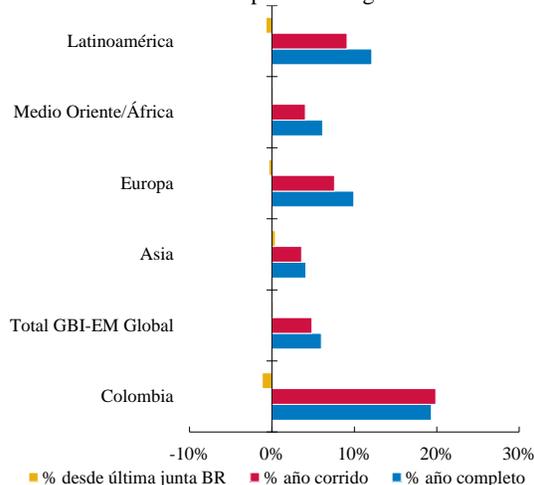
Cifras en COP mm. Información actualizada al 24 de agosto del 2023 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas 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 30 de junio, en lo corrido de 2023 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDDBR el indicador aumentó para Asia (0,4%) y Medio Oriente/África (0,2%) y disminuyó para Europa (-0,4%), y Latinoamérica (-0,7%). El índice Total GBI-EM Global y el de Colombia presentaron incrementos de 0,16% y -1,18%, respectivamente.

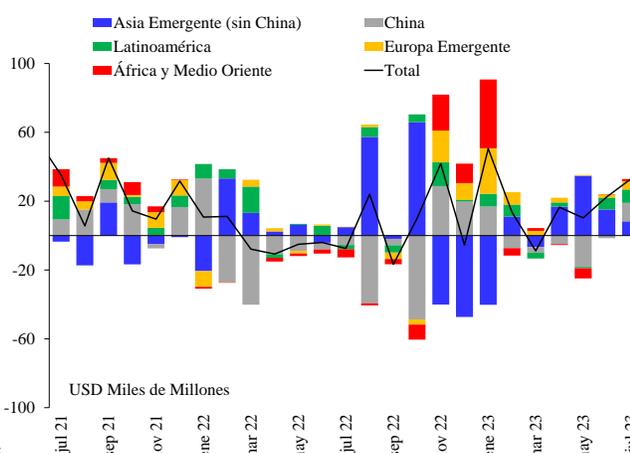
Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio de economías emergentes por USD 32,8 mm, conformadas por entradas netas de USD 15,2 mm de renta fija y USD 17,6 mm de renta variable.

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



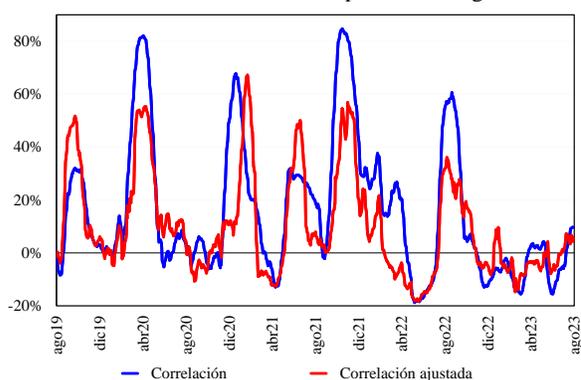
Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

Gráfico A4.2. Flujos de portafolio hacia economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Gráfico A4.3. Correlación pendientes región



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

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) aumentó y se ubicó en 9,69%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) subió y se ubicó en 5,60%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en mayor parte por factores idiosincráticos.

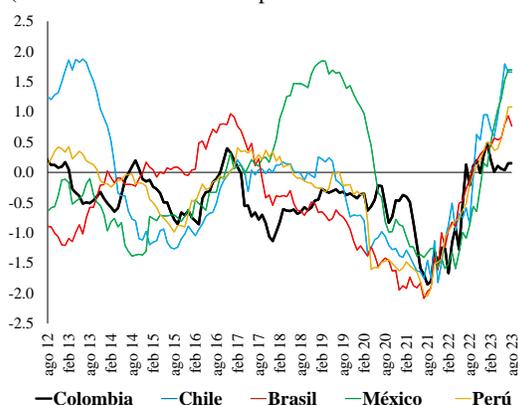
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<i>Países desarrollados</i>				
3ago23	Banco de Inglaterra	25	25	5,25%
15ago23	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	0	0	5,50%
17ago23	Banco de Noruega	25	25	4,00%
23ago23	Banco Central de Islandia	50	-	9,25%
<i>Países emergentes</i>				
2ago23	Banco de Tailandia	25	25	2,25%
2ago23	Banco Nacional de Georgia	-25	-	10,25%
2ago23	Banco Central de Brasil	-50	-25	13,25%
3ago23	Banco Nacional Checo	0	0	7,00%
3ago23	Banco Central de Egipto	100	0	19,25%
7ago23	Banco Nacional de Rumania	0	0	7,00%
8ago23	Banco Central de Kenia	0	0	10,50%
9ago23	Banco de la Reserva de la India	0	0	6,50%
10ago23	Banco Nacional de Serbia	0	0	6,50%
10ago23	Banco de México	0	0	11,25%
10ago23	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	7,75%
14ago23	Banco Central de la República Argentina	2100	-	118,00%
15ago23	Banco de Rusia	350	-	12,00%
15ago23	Banco de Uganda	-50	-	9,50%
15ago23	Banco Central del Uruguay	-75	-	10,00%
16ago23	Banco de Namibia	0	-	7,75%
17ago23	Banco Central de Filipinas	0	0	6,25%
20ago23	Banco Popular de China	-10 / 0	-15	3,45% / 4,20% *
23ago23	Banco de Zambia	50	-	10,00%
23ago23	Banco Central del Paraguay	-25	-	8,25%
23ago23	Banco de Corea	0	0	3,50%
23ago23	Banco Central de Sri Lanka	0	-100	11,00%
24ago23	Banco de Indonesia	0	0	5,75%
24ago23	Banco de Botsuana	0	-	2,65%
24ago23	Banco Central de la República de Turquía	750	250	25,00%

*Corresponde a los tipos de préstamos preferenciales a 1 y 5 años.

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

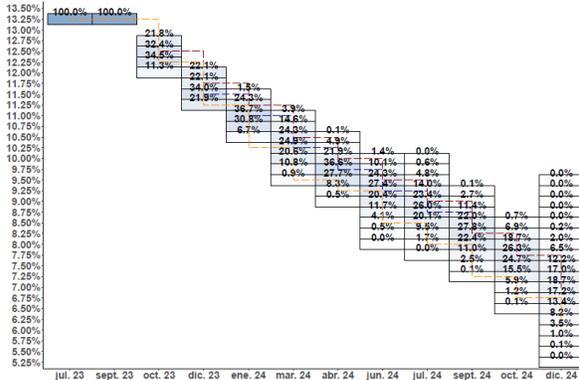


Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

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 Colombia presenta el valor más bajo de este indicador dentro de la muestra, siendo el país para el que menos aumentó en julio. Además, Chile fue el único país para el cual disminuyó en este mes. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de agosto este indicador solo ha presentado cambios para Brasil, país en el que disminuyó, y se encuentra por encima de su media histórica para el conjunto de países.

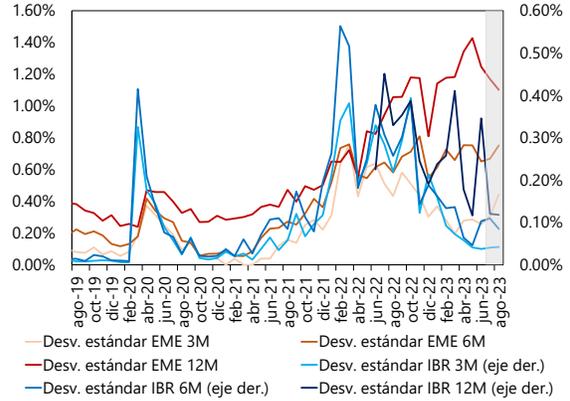
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS

Cuadro A6.1. 31 de julio de 2023



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

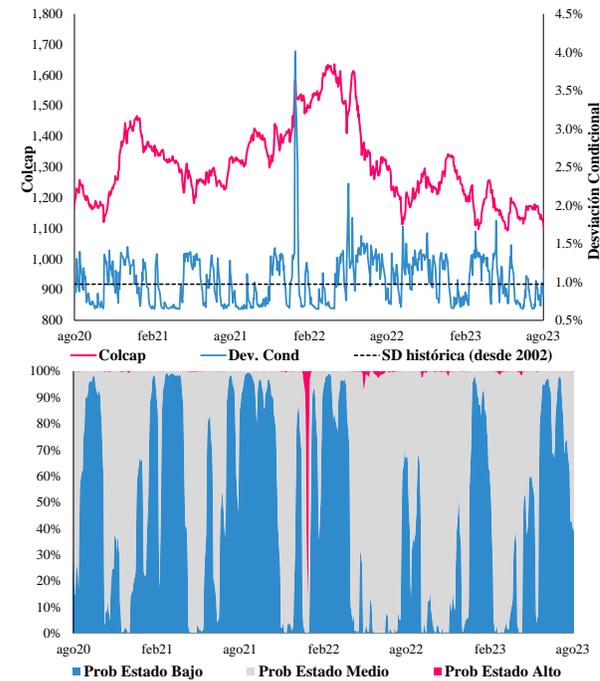
Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



Fuente y Cálculos: Banrep.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

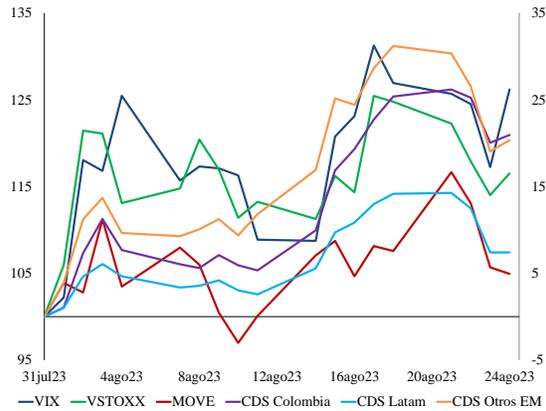
De acuerdo con la EOF, el 52% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia aumente (ant: 29%) durante los próximos tres meses, el 26% que disminuya (ant: 35%), mientras que el 23% restante espera que permanezca sin cambios (ant: 35%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 40% espera que permanezca sin cambios (ant: 27%), un 33% que aumente (ant: 35%) y un 10% que disminuya (ant: 15%)³⁴.

En lo corrido de julio de 2023, la volatilidad promedio del mercado accionario subió y el 24 de agosto el MSCI COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.1).

³⁴ Al 17% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 24%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

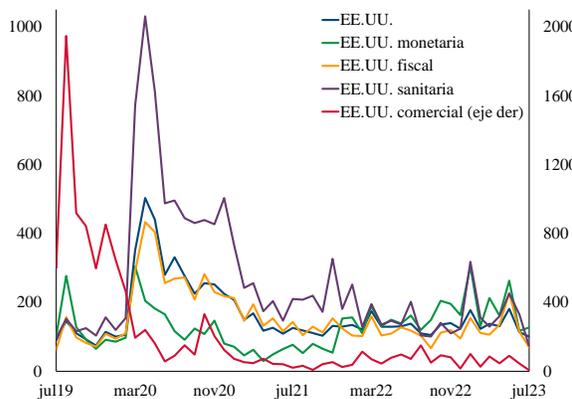
Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



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

(obs: 127; ant: 118; Gráficos A8.2 y A8.3).

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

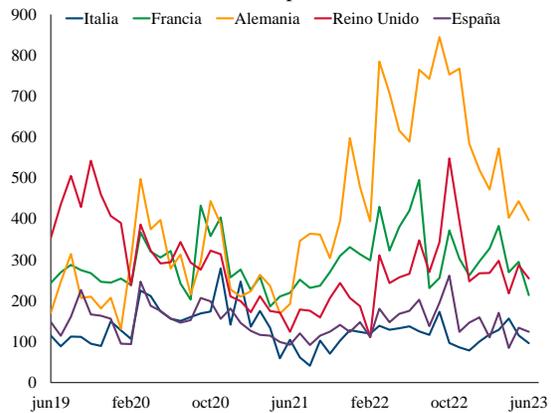


Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

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*³⁵, el *Vstox*³⁶ y el *Move*³⁷, 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) se redujo en EE.UU. al pasar de 114 en junio a 101 en julio. Asimismo, los indicadores de política sanitaria (obs: 74; ant: 166), fiscal (obs: 71; ant: 115) y comercial (obs: 7; ant: 46) disminuyeron, mientras que el de política monetaria aumentó

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

³⁵ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

³⁶ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

³⁷ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Jul. 2023		Esperada a Diciembre 2023		Vigente	Esperada a Diciembre 2023		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2023	
	Esp.	Obs.	Jul. 23	Ago. 23		Jul. 23	Ago. 23	Esp.	Obs.	Jul. 23	Ago. 23
Colombia	11.60%	11.78%	8.85%	8,93%	13.25%	11.75%	12,00%	0.40%	0.30%	1.35%	2,00%
Chile	6.40%	6.50%	4.20%	4,10%	10.25%	8.00%	7,50%	-1.40%	-1.10%	-0.50%	-0.50%
México	4.79%	4.79%	4.72%	4,57%	11.25%	11.06%	10,76%	3.70%	3.66%	2.20%	3,93%
Perú	5.82%	5.88%	4.32%	4,28%	7.75%	6.70%	6,73%	-0.60%	-0.50%	1.76%	5,69%
Brasil	3.94%	3.99%	4.90%	4,90%	13.25%	12.00%	11,75%	2.70%	4.00%	2.24%	2,31%
Ecuador	n.d.	2.07%	2.07%	1,90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0.70%	2.07%	1,87%
Argentina	115.00%	113.40%	139.20%	137,98%	118.00%	107.91%	107,42%	1.50%	1.30%	-2.48%	109,70%
EE.UU.	3.30%	3.20%	4.00%	4,10%	5.25% - 5.5%	5.15%	5,20%	2.40%	2.40%	0.80%	2,00%
India	6.50%	7.44%	5.21%	5,15%	6.50%	6.27%	6,28%	7.80%	6.06%	5.96%	6,28%
Sudáfrica	4.90%	4.70%	5.60%	5,90%	7.00%	7.20%	7,90%	0.10%	0.20%	1.00%	0,30%
China	-0.40%	-0.30%	1.72%	1,31%	1.80%	3.59%	3,49%	7.10%	6.30%	5.56%	5,49%
Rusia	4.30%	4.30%	5.80%	5,50%	12.00%	7.50%	7,55%	3.90%	4.90%	-2.50%	0,90%
Turquía	46.80%	47.83%	45.00%	46,55%	25.00%	17.40%	17,90%	3.10%	4.00%	2.70%	3,00%
Noruega	5.90%	5.40%	4.50%	5,55%	4.00%	3.00%	3,65%	0.10%	0.00%	0.90%	1,20%
Costa Rica	n.d.	-2.29%	2.66%	1,38%	6.50%	6.00%	5,25%	n.d.	5.10%	2.92%	3,13%
El Salvador	n.d.	3.30%	3.62%	2,92%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0.80%	1.90%	1,97%
Guatemala	n.d.	4.53%	5.19%	4,91%	5.00%	4.79%	4,71%	n.d.	3.70%	3.07%	3,10%
Honduras	n.d.	5.20%	7.04%	6,04%	3.00%	3.25%	3,25%	n.d.	1.90%	3.15%	3,01%
Panamá	n.d.	0.60%	2.10%	1,96%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	5.00%	4.88%	4,93%
Paraguay	n.d.	3.50%	4.76%	4,66%	8.25%	7.20%	7,20%	n.d.	10.30%	4.24%	11,35%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 28 de agosto.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 28 de agosto.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 3 de agosto.

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

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

México, Perú, Ecuador, Argentina, India, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, 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 2T23, excepto en Brasil, Ecuador, Argentina, India, Sudáfrica, Turquía, El Salvador, Guatemala, Honduras y Paraguay, cuya información corresponde al 1T23, y en Panamá, cuya información corresponde al 4T22.

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