



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, 28 de febrero de 2023

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS..	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana.....	8
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	13
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región....	13
1.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	15
1.1.	Expectativas de TPM	15
1.2.	Expectativas de crecimiento económico	19
2.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	20
3.	RECUADROS/ANEXOS	23
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	23
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local.....	28
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local	31
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	36
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	37
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS	38
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	39
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	39
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	40

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

Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR, 27 de enero), las encuestas reflejan un aumento de las expectativas de inflación de corto plazo, aunque de menor magnitud frente al observado durante los últimos meses. Por su parte, las inflaciones implícitas en el mercado de deuda pública oscilaron alrededor de los mismos niveles observados en enero, pero se mantuvieron por encima del rango meta del Banco de la República, lo que llevó al mercado a continuar descontando una senda de política monetaria más contractiva. En este periodo, el mercado de TES presentó una alta volatilidad, asociada con la mayor incertidumbre a nivel global y local, lo que se reflejó en un incremento de las primas por riesgo (superior a las observadas en los demás países de la región) y en ventas importantes de TES por parte de inversionistas extranjeros.

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

Los BEI presentaron una alta volatilidad, oscilaron alrededor de los mismos valores observados en enero y se mantienen en niveles altos. Con información hasta el 17 de febrero, la inflación implícita (*Break-even Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 45 pb, 28 pb y 12 pb para los plazos a 1, 2 y 3 años, respectivamente, mientras que para los plazos a 5, 8 y 10 años aumentó 16 pb, 46 pb y 60 pb, en su orden. De esta manera, el 17 de febrero los BEI se ubicaron en 9,48%, 8,66%, 8,18%, 7,77%, 7,72% y 7,79% para estos plazos (Gráfico 1). Lo anterior fue resultado de un empinamiento de la curva de TES en pesos y un aplanamiento de la curva de TES denominados en UVR. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de febrero contra las tasas promedio de enero, se observan variaciones de los BEI de 28 pb, 1 pb, -13 pb, -22 pb, -15 pb y -7 pb para los mismos plazos¹ (Cuadro 1 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

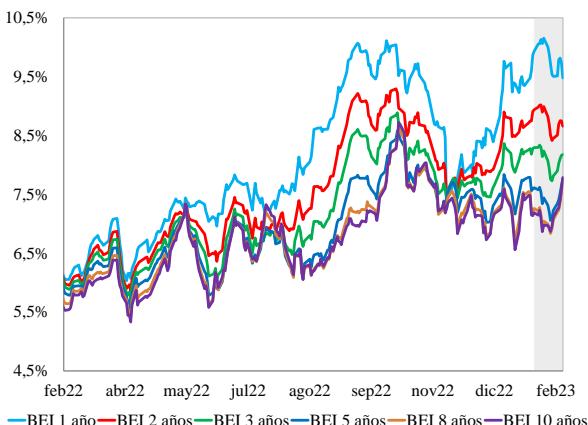
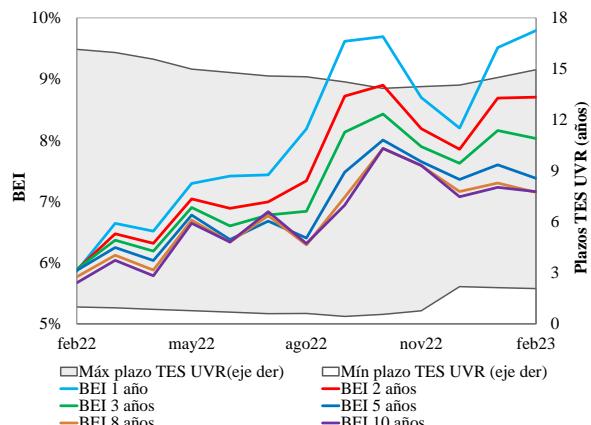


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

¹ Los BEI promedio de febrero se ubicaron en 9,79%, 8,70%, 8,03%, 7,38%, 7,15% y 7,16% para los plazos de 1, 2, 3, 5, 8 y 10 años, respectivamente. En el Anexo 2 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *Swaps* UVR (*swap BEI*).

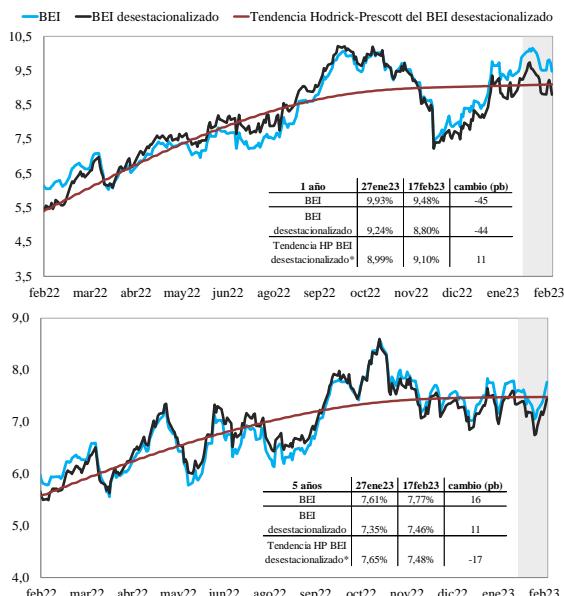
Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)											
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
27ene23	11,95%	12,00%	12,04%	12,11%	12,19%	12,23%	2,02%	3,06%	3,75%	4,50%	4,93%	5,04%
17feb23	11,93%	12,14%	12,32%	12,60%	12,88%	13,01%	2,46%	3,49%	4,15%	4,83%	5,16%	5,23%
	Variaciones pb											
	-1	15	28	49	69	79	44	43	40	33	24	19
Var. BEI	-45	-28	-12	16	46	60						

	Promedios mensuales											
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
ene23	12,02%	12,19%	12,31%	12,48%	12,61%	12,66%	2,51%	3,50%	4,15%	4,88%	5,31%	5,43%
feb23*	11,75%	11,80%	11,86%	11,96%	12,09%	12,17%	1,96%	3,10%	3,83%	4,58%	4,94%	5,01%
	-27	-38	-46	-52	-52	-49	-55	-40	-33	-30	-37	-42
Var. BEI	28	1	-13	-22	-15	-7						

*Información disponible al 17 de febrero de 2023.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

*El dato de la tendencia del 27 de enero se estimó con datos hasta esa fecha.

no solo expectativas de inflación sino incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI³ para el periodo estudiado, a 1,

La tendencia del BEI desestacionalizado se mantuvo estable. 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 plazo² del BEI desestacionalizado, la cual ha tenido una buena capacidad de pronóstico a un año. El BEI desestacionalizado disminuyó a 8,80% para el plazo de 1 año (ant: 9,24%), y aumentó a 7,46% para el plazo de 5 años (ant: 7,35%). Por su parte, la tendencia aumentó a 9,10% para el plazo de 1 año (ant: 8,99%), y se redujo a 7,48% para el plazo de 5 años (ant: 7,65%).

Según la descomposición del BEI, las expectativas de inflación promedio permanecieron relativamente estables. Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando

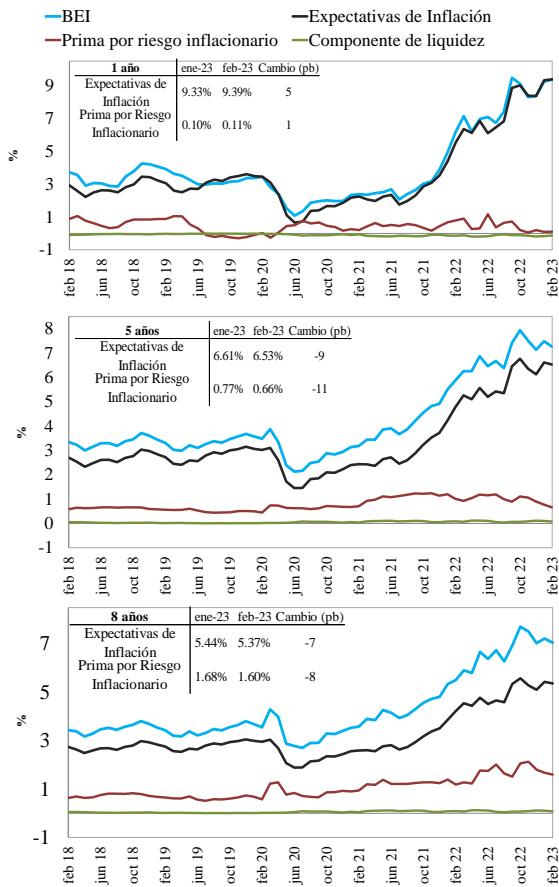
² Estimada de acuerdo con el filtro de Hodrick-Prescott.

³ 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.

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 9,39% (ant: 9,33%), para los próximos 5 años de 6,53% (ant: 6,61%) y para los próximos 8 años de 5,37% (ant: 5,44%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio variaron 1 pb, -11 pb y -8 pb, y se ubicaron en 0,11%, 0,66% y 1,60% para los plazos a 1, 5 y 8 años, respectivamente⁴.

De acuerdo con el FBEI total y el neto de primas, la mayoría de las expectativas de inflación continuó aumentando y se ubican por encima del rango meta del Banco de la República para los próximos tres años. Con el objetivo de extraer las expectativas de inflación a fin de cada uno de los próximos tres años, considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para los años 2024, 2025 y 2026, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), con datos del 17 de febrero, la cual corresponde a 7,97%, 7,25% y 7,09%, respectivamente. El Gráfico 5B 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 ubicó en 7,36%, 5,90% y 4,96% para los mismos años.

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



Fuentes: Precia. **Cálculos:** Banrep. La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 9,37% (ant. 9,26%), 7,26% (ant. 7,49%) y 7,05% (ant. 7,22%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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

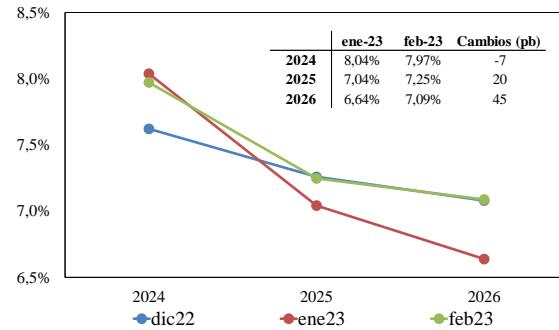
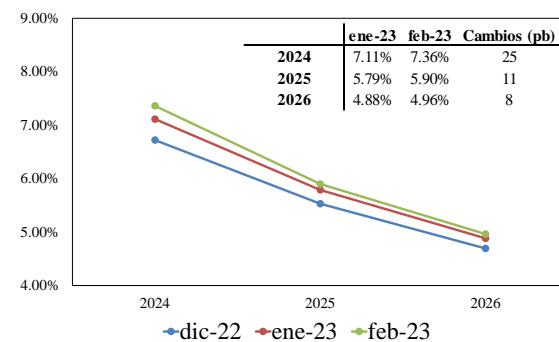


Gráfico 5B. Inflación esperada a fin de año a partir del FBEI neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



Fuentes Precia, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. En el gráfico 5B, la estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información de cada mes proveniente de Precia. La información de diciembre y enero corresponde al dato observado en los días en que hubo reunión de la JDBR y para febrero corresponde al dato observado el día 17.

⁴ Para el plazo de 2 años la expectativa se ubicó en 8,45% (ant. 8,50%), la prima por riesgo inflacionario en 0,02% (ant. -0,04%) y la prima por liquidez en -0,04% (ant. -0,06%).

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁵ (ICEI) se mantuvo en los niveles históricamente altos observados durante los últimos meses (desde enero de 2010, Gráficos 6 al 9).

Gráfico 6. ICEI de corto plazo

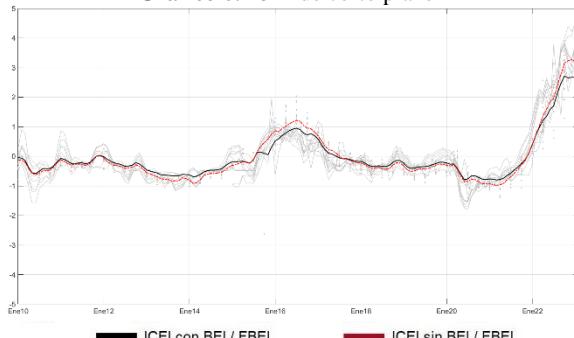


Gráfico 7. ICEI de mediano plazo

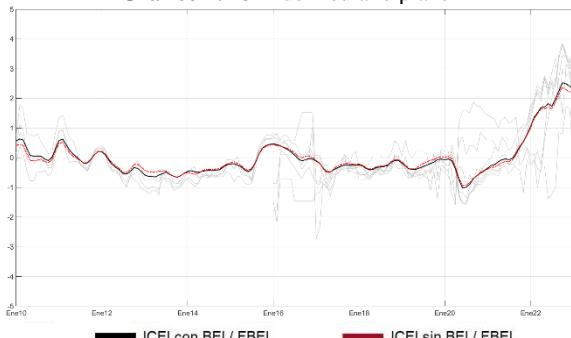


Gráfico 8. ICEI de largo plazo

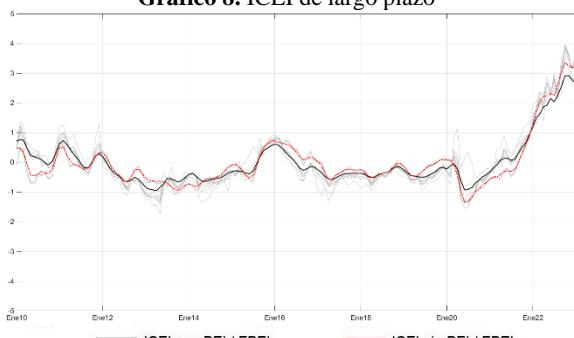
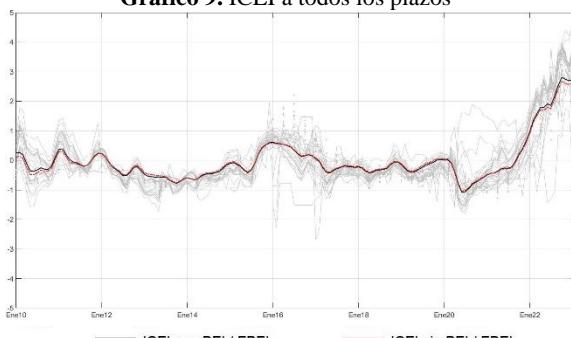


Gráfico 9. ICEI a todos los plazos



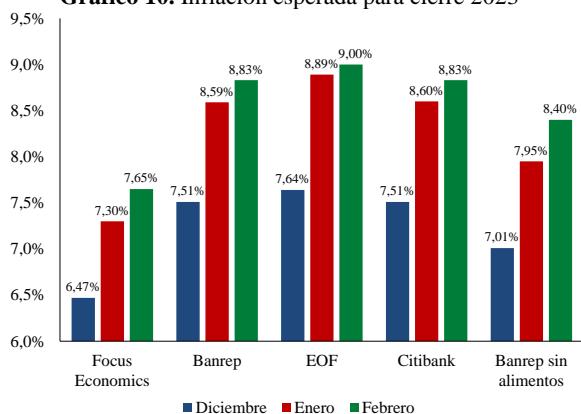
Fuentes: Banrep, Fedesarrollo, Focus Economics, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. La serie negra se estima con base en una muestra de expectativas de inflación que provienen de encuestas, de mercado (BEI/FBEI) y del BEI/FBEI sin primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa. La serie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

De acuerdo con los resultados de las encuestas, las expectativas de inflación total aumentaron levemente, mientras que las de inflación sin alimentos disminuyeron para 2024 y a 24 meses. Los promedios de las encuestas de expectativas de inflación total aumentaron para diciembre de 2023 (obs: 8,58%; ant: 8,35%) y diciembre de 2024 (obs: 4,79%; ant: 4,66%; Gráficos 10 y 11)⁶. Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banco de la República (Banrep), la inflación total esperada a dos años disminuyó de 4,50% a 4,10%, y a cinco años de 3,35% a 3,05%. De acuerdo con la misma encuesta, la inflación sin alimentos esperada para 2023 aumentó de 7,95% a 8,40%, mientras que para 2024 disminuyó de 4,59% a 4,28%, y a dos años de 3,95% a 3,74%.

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

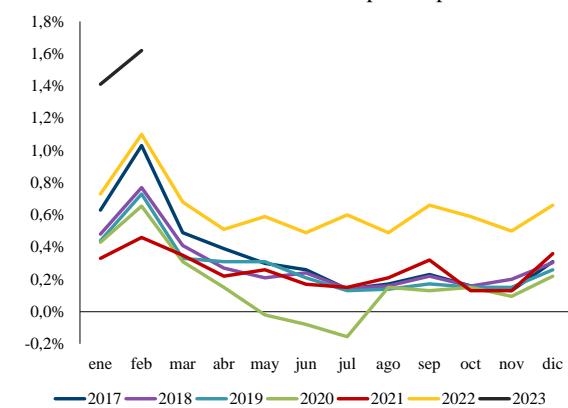
⁶ Al excluir la encuesta de Focus Economics, las expectativas promedio para diciembre de 2023 y 2024 se ubican en 8,89% y 5,00%, respectivamente.

Gráfico 10. Inflación esperada para cierre 2023



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 14 de febrero, con encuestas realizadas entre el 7 y el 12 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 7 y el 10 de febrero. La EOF se publicó el 20 de febrero con datos recolectados entre el 6 y el 10 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 22 de febrero.

Gráfico 12. Inflación sin alimentos esperada para fin de mes

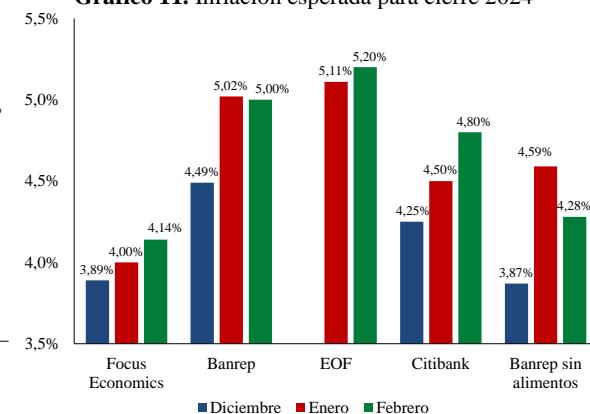


Fuente: Citibank.

de enero (13,25%), por debajo de lo esperado por el mercado (13,32%), estos se mantienen en niveles superiores a los registrados por las encuestas, pero similares a los registrados en enero. Por su parte, los BEI de mediano y largo plazo aumentaron de manera importante, lo cual se explica por las fuertes desvalorizaciones de los TES en pesos durante la última semana del periodo analizado.

Las expectativas de inflación provenientes del mercado de deuda pública continúan ubicándose por encima de las provenientes de encuestas, y ambas se ubican por encima del rango meta del Banco de la República. A diciembre de 2023 las encuestas indican una expectativa promedio de 8,58%, mientras que la expectativa a doce meses que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 9,39%. A diciembre de 2024, las encuestas indican una expectativa promedio de 4,79%, mientras que el FBEI neto de primas se ubica en 7,36% para el mismo plazo.

Gráfico 11. Inflación esperada para cierre 2024



La expectativa de inflación mensual sin alimentos supera los demás datos de la muestra para los meses de febrero (desde 2007). Para fin de este mes, los agentes encuestados por Citibank esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 1,62% m/m (Gráfico 12).

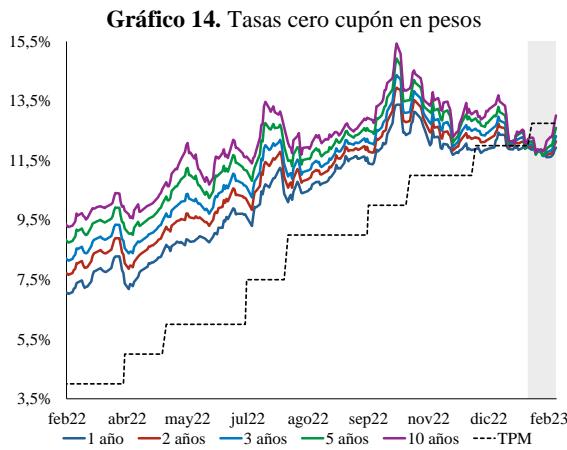
En conclusión, las inflaciones implícitas (BEI) netas de primas, provenientes del mercado de deuda, presentaron leves cambios, mientras que las expectativas provenientes de encuestas aumentaron. Si bien los BEI de corto plazo disminuyeron como respuesta a la publicación del dato de inflación

de enero (13,25%), por debajo de lo esperado por el mercado (13,32%), estos se mantienen en niveles superiores a los registrados por las encuestas, pero similares a los registrados en enero. Por su parte, los BEI de mediano y largo plazo aumentaron de manera importante, lo cual se explica por las fuertes desvalorizaciones de los TES en pesos durante la última semana del periodo analizado.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

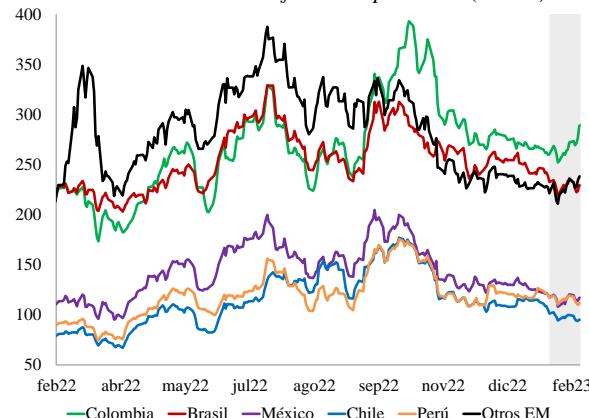
Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES denominados en pesos se empinó ante mayores desvalorizaciones del tramo largo frente a los demás tramos. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con lo observado en la mayoría de los títulos soberanos en economías desarrolladas y emergentes ante las expectativas de una política monetaria más contractiva a nivel global. No obstante, la magnitud de las desvalorizaciones del largo plazo fue superior a la de los pares de la región. De acuerdo con varios analistas, esto puede explicarse por la incertidumbre frente al futuro de la agenda de reformas propuestas por el Gobierno. Lo anterior estuvo en línea con el mayor aumento en los países de la región y otras economías emergentes⁷ (Gráfico 13). No obstante, las desvalorizaciones de los títulos del tramo corto pudieron estar contenidas como consecuencia de la publicación del dato de inflación de diciembre (13,25%), el cual se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado (13,32%, Gráficos 14 y 15). Por último, varios agentes destacaron que estas variaciones se dieron en un contexto de alta volatilidad y baja liquidez, lo cual explica la importante magnitud de las variaciones diarias de las tasas de estos títulos.

En este contexto, los inversionistas extranjeros realizaron ventas importantes en el mercado de contado de TES en pesos (\$4.194 mm). Por el contrario, los bancos comerciales fueron los principales compradores en este mercado (\$3.645 mm). En el tramo corto, los inversionistas extranjeros vendieron \$658 mm, mientras que en los tramos medio y largo realizaron ventas por \$871 mm y \$2.664 mm, respectivamente⁸ (ver Anexo 3). Por su parte, los bancos comerciales compraron \$719 mm, \$976 mm y \$1.950 en los tramos corto, medio y largo de la curva, respectivamente.



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

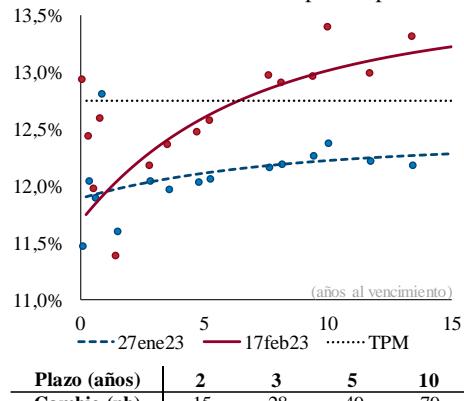
Gráfico 13. Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

En la percepción de riesgo local, frente al observado en los países de la región y otras economías emergentes⁷ (Gráfico 13). No obstante, las desvalorizaciones de los títulos del tramo corto pudieron estar contenidas como consecuencia de la publicación del dato de inflación de diciembre (13,25%), el cual se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado (13,32%, Gráficos 14 y 15). Por último, varios agentes destacaron que estas variaciones se dieron en un contexto de alta volatilidad y baja liquidez, lo cual explica la importante magnitud de las variaciones diarias de las tasas de estos títulos.

Gráfico 15. Curva cero cupón en pesos



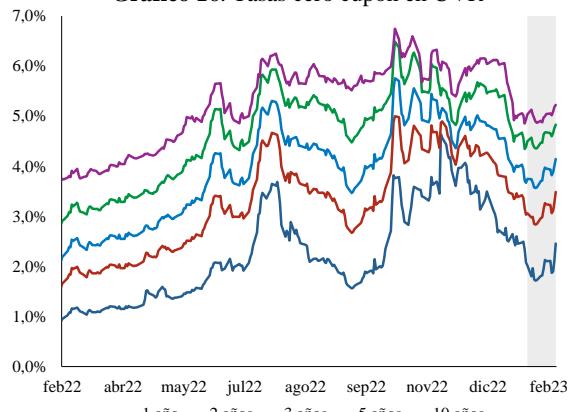
⁷ Durante este periodo, el CDS a cinco años aumentó 29 pb en Colombia, mientras que se redujo 6 pb en Chile y Perú, 3 pb en Brasil, y se mantuvo estable en México. Por su parte, el índice CDX EM (que reúne una muestra de 18 economías emergentes) aumentó 17 pb.

⁸ En el mercado a futuro, los inversionistas extranjeros vendieron \$222 mm en el tramo corto, y compraron \$712 mm y \$1.045 mm en los tramos medio y largo, respectivamente.

La curva de TES denominados en UVR se aplanó ante mayores desvalorizaciones de los títulos del tramo corto frente a los demás tramos. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con el desempeño de los TES denominados en pesos. No obstante, las mayores desvalorizaciones del corto plazo frente a los TES en pesos del mismo tramo estuvieron asociadas con las menores expectativas de inflación tras la publicación del dato de inflación de enero (Gráficos 16 y 17).

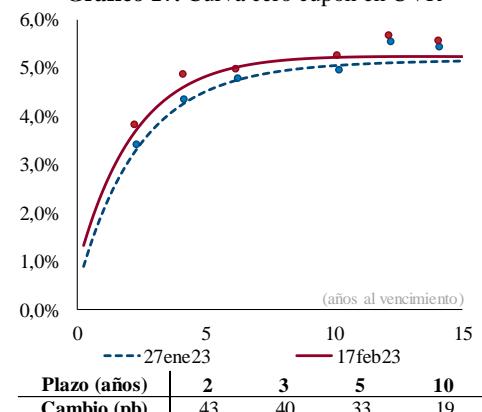
Los inversionistas extranjeros fueron los principales vendedores de TES en UVR en el mercado de contado (\$762 mm), particularmente en el tramo largo (\$477 mm), mientras que los principales compradores fueron los bancos comerciales (\$801 mm). Durante este periodo, los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas de TES en UVR en el mercado de contado y a futuro por un valor de \$414 mm (\$17 mm, \$39 mm y -\$470 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente -ver Anexo 3)⁹.

Gráfico 16. Tasas cero cupón en UVR



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Gráfico 17. Curva cero cupón en UVR



Durante el periodo analizado, los inversionistas extranjeros realizaron las mayores ventas mensuales en el mercado de contado de TES en pesos y UVR. En lo corrido de 2023 los inversionistas extranjeros han vendido \$2,6 b en el mercado de contado de TES (pesos y UVR). Desde la última JDBR, estos inversionistas han registrado ventas netas por \$5,0 b (Gráfico 18).

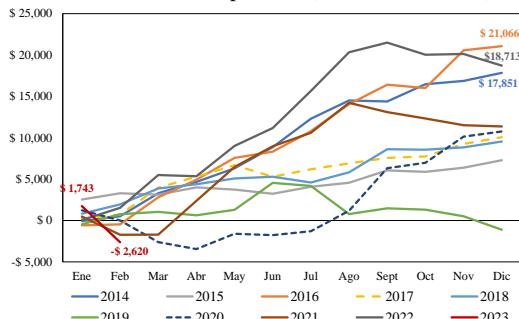
Por tipo de agente extranjero, los fondos de pensión han sido los principales vendedores durante 2023, seguidos de los fondos soberanos con ventas netas por \$1.843 mm y \$918 mm respectivamente. Con información al 21 de febrero, los fondos mutuos y los bancos extranjeros presentan ventas por \$696 mm y \$123 mm, respectivamente. Por su parte, las compañías de seguros registran compras por \$307 mm, los inversionistas extranjeros no clasificados por \$282 mm, las autoridades monetarias por \$239 mm, los endowment funds por \$132 mm y los hedge fund por \$1 mm¹⁰ (Gráfico 19.). Desde la última JDBR, las ventas de los inversionistas extranjeros se han concentrado en fondos mutuos y fondos de pensiones, por valores de \$2.357 mm y \$1.202 mm, en su orden. Los fondos soberanos, las autoridades monetarias, los no-clasificados, los bancos extranjeros

⁹Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros vendieron \$285 mm y \$477 mm en los tramos medio y largo del mercado spot. En el mercado a futuro de TES UVR, la posición compradora de los extranjeros aumentó en \$348 mm (\$17 mm, \$325 mm y \$7 mm del tramo corto, medio y largo, en su orden).

¹⁰En cuanto a TES en pesos, en lo corrido de 2023, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones (\$1.816 mm) y fondos mutuos (\$337 mm). Las compañías de seguros, los no-clasificados, las autoridades monetarias, los fondos soberanos, los endowment funds, los hedge funds y los bancos extranjeros han presentado compras netas en TES en pesos por \$311 mm, \$298 mm, \$220 mm, \$107 mm, \$99 mm, \$1 mm y -\$26 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR en lo corrido de 2023, se concentran en los fondos soberanos (\$1.025 mm). Los fondos mutuos, bancos extranjeros, fondos de pensiones, no-clasificados, compañías de seguros, autoridades monetarias y endowment fund, presentaron flujos por -\$359 mm, -\$97 mm, -\$27 mm, -\$17 mm, -\$4 mm, \$19 mm y \$33 mm, respectivamente.

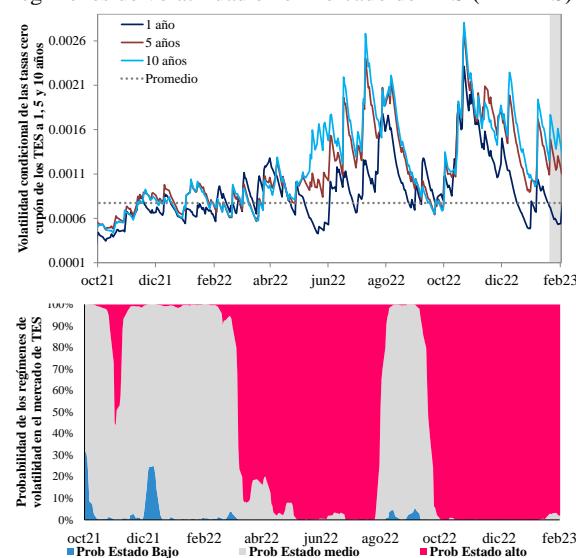
y los endowment funds han presentado ventas por \$705 mm, \$415 mm, \$190 mm, \$128 mm y \$17 mm, respectivamente¹¹.

Gráfico 18. Compras netas de los inversionistas extranjeros acumuladas por año (miles de millones)



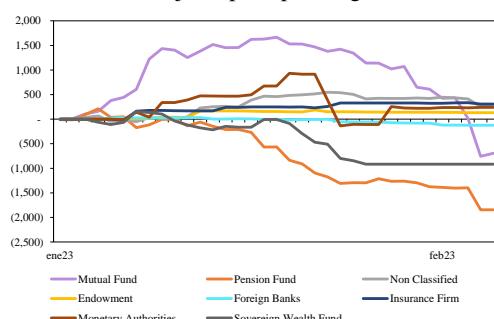
Fuente: Banrep.

Gráfico 20. 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.

Gráfico 19. flujos diarios acumulados de inversionistas extranjeros por tipo de agente



Fuente: Banrep.

El mercado de TES en pesos mantiene los niveles de alta volatilidad promedio mensual y una mejora de las condiciones de liquidez.

La volatilidad promedio de las tasas en el mercado de TES en pesos cayó levemente para los plazos de 1, 5 y 10 años. El mercado de TES continuó ubicándose con mayor probabilidad en un estado de volatilidad alto (Gráfico 20). Por su parte, los indicadores de liquidez muestran una mejora durante febrero para los TES en pesos y UVR¹². Pese a que estos indicadores aún reflejan unos bajos niveles de liquidez, se encuentran en mejores niveles respecto a los observados a comienzos de la pandemia del Covid-19 (Anexo 2 - Gráficos 20 al 23).

¹¹En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos mutuos desde la última JDBR (\$2.144 mm) y fondos de pensiones (\$1.174 mm). Las autoridades monetarias, los fondos soberanos, los no-clasificados, los bancos extranjeros, los endowment funds, los hedge funds y las compañías de seguros han registrado flujos netos por -\$408 mm, -\$285 mm, -\$176 mm, -\$50 mm, -\$16 mm, \$1 mm y \$58 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR se concentran en los fondos soberanos desde la última JDBR (\$420 mm). Los fondos mutuos, bancos extranjeros, fondos de pensiones, no-clasificados, autoridades monetarias, compañías de seguros y endowment funds, presentaron ventas por \$213 mm, \$77 mm, \$28 mm, \$15 mm, \$7 mm, \$1 mm y \$1 mm, respectivamente.

¹² Al 17 de febrero los BAS promedio diario se ubicaron en 9,4 pb y 8,2 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles promedio de 10,9 pb y 8,7 pb observados durante enero. Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de \$100,9 mm a \$127,5 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR aumentó de \$82,0 mm a \$95,0 mm.

Gráfico 21. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)

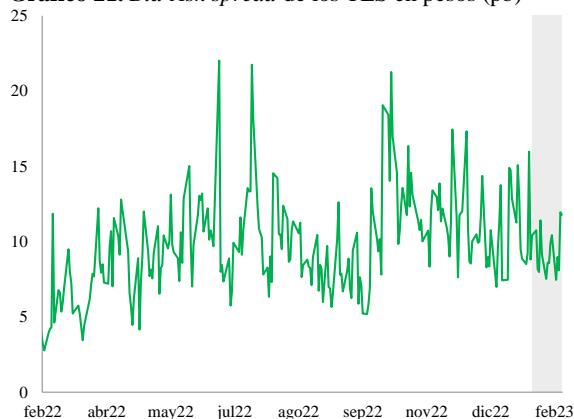
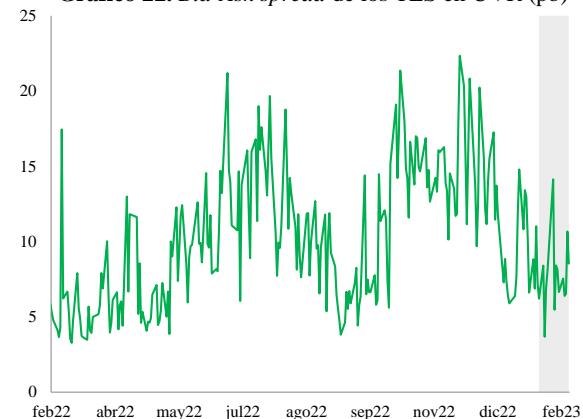


Gráfico 22. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



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

Gráfico 23. Profundidad promedio TES en pesos

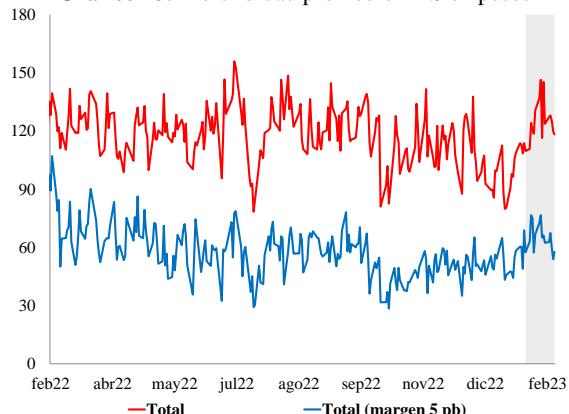
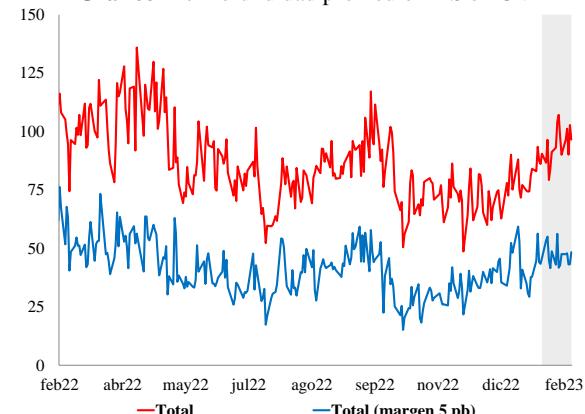
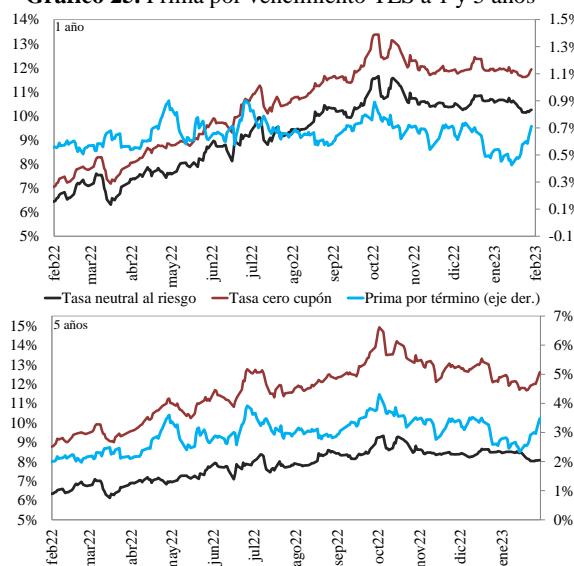


Gráfico 24. Profundidad promedio TES en UVR



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

Gráfico 25. Prima por vencimiento TES a 1 y 5 años



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

Las primas a término subieron en línea con los aumentos de los CDS. Con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por factores distintos a la tasa neutral al riesgo, en el Gráfico 25 se presenta la evolución de la prima a término. Desde la última reunión de la JDBR, las primas a término subieron 22 pb y 87 pb para los plazos de un año (0,71%) y cinco años (3,48%), en su orden. Por su parte, las tasas neutrales al riesgo cayeron 40 pb y 43 pb, y se ubicaron en 10,25% y 8,07% para los plazos a 1 y 5 años, respectivamente (Gráfico 25).

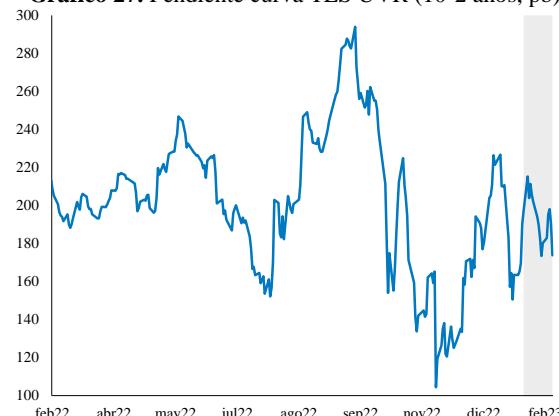
La pendiente de la curva en pesos se ubicó en niveles históricamente bajos (cero), pero posteriormente aumentó de manera importante, ante la mayor percepción de riesgo a nivel local. Por el contrario, la curva de TES denominados en UVR disminuyó. Durante este periodo, la pendiente 10 años - 2 años aumentó 64 pb, hasta 87 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y disminuyó 24 pb, hasta 174 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 26 y 27).

Gráfico 26. Pendiente curva TES pesos (10-2 años, pb)



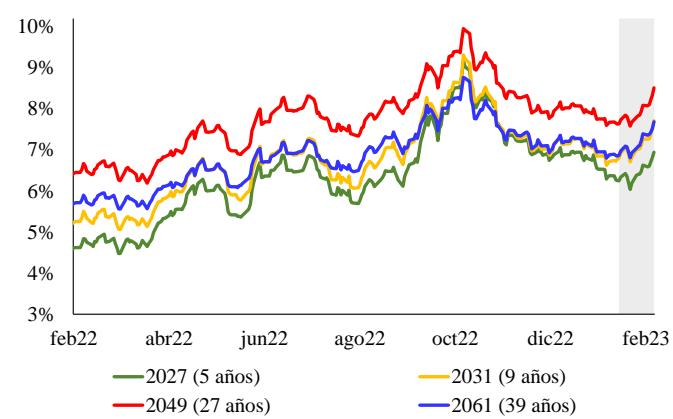
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Gráfico 27. Pendiente curva TES UVR (10-2 años, pb)



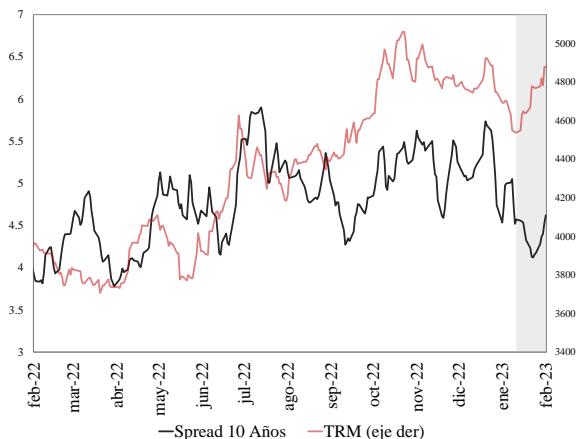
Las tasas de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares aumentaron. Desde el 27 de enero, las tasas de los títulos con vencimientos a 5, 9, 27 y 39 años presentaron variaciones de 60 pb, 79 pb, 78 pb y 71 pb, respectivamente (Gráfico 28). El margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares, respectivamente) se mantuvo relativamente estable ante desvalorizaciones de los títulos en moneda local de magnitud similar a las de los denominados en dólares (Gráfico 29).

Gráfico 28. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



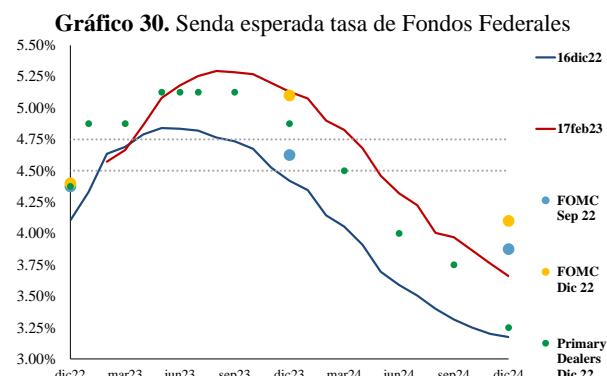
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 29. 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



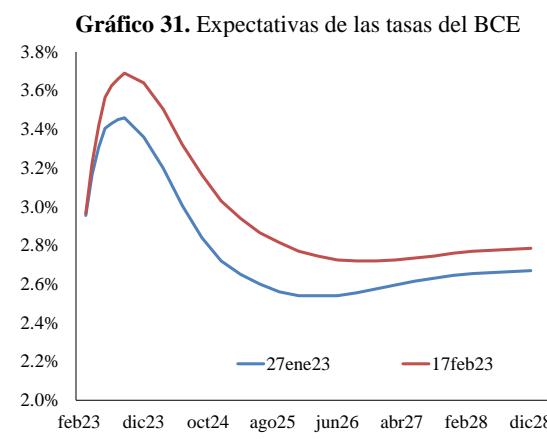
Fuente: Bloomberg y Fed. Las líneas punteadas representan el rango actual de los fondos federales.

más alta a finales de 2024 (3,63%), frente a la anticipada en enero (3,07%), aunque aún inferior a la proyectada por el FOMC en diciembre de 2022 (4,1%, Gráfico 30).

En esta misma línea, el CME¹³ muestra que el rango más probable para finales de 2023 aumentó 50 pb. Según esta entidad, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre del 2023 es el rango entre 5,00% y 5,25% (probabilidad de 37%), el cual es seguido por el rango entre 5,25% y 5,50% (probabilidad de 25%, Cuadro 3).

Cuadro 3. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2023

	3,75%-4%	4%-4,25%	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%	4,75%-5%	5%-5,25%	5,25%-5,50%	5,50%-5,75%	5,75%-6,00%
27ene23	3%	14%	30%	32%	16%	4%	0%	0%	0%
17feb23	0%	0%	1%	6%	23%	37%	25%	7%	1%



Fuente: Bloomberg.

En Europa se espera una mayor tasa terminal y el mercado descuenta una senda de política monetaria de mediano plazo más contractiva. Con base en los futuros de la tasa Euribor, frente a lo observado a finales del mes anterior, se evidencia que el mercado anticipa una tasa terminal más alta en el tercer trimestre de 2023. Asimismo, espera una senda de política monetaria de mediano plazo más contractiva (Gráfico 31, Anexo 5).

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

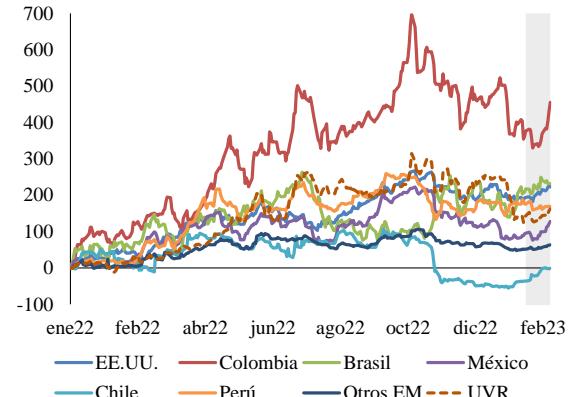
La curva de EE.UU. se aplano ante mayores desvalorizaciones de los títulos del tramo corto frente a los demás tramos. Estas desvalorizaciones se presentaron como consecuencia de las expectativas de una política monetaria más contractiva por parte de la Reserva Federal ante: i) los comentarios *hawkish* de varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), quienes mencionaron que la tasa objetivo de los Fondos Federales debería continuar aumentando, incluso a un ritmo mayor que el de la última reunión, y que esta debería permanecer en

¹³ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

niveles elevados por un tiempo prolongado; *ii*) la publicación del dato de inflación de enero (6,4%), por encima de lo esperado por el mercado (6,2%); *iii*) la publicación de cifras económicas que continuaron evidenciando una fortaleza del mercado laboral y de la actividad económica en general¹⁴.

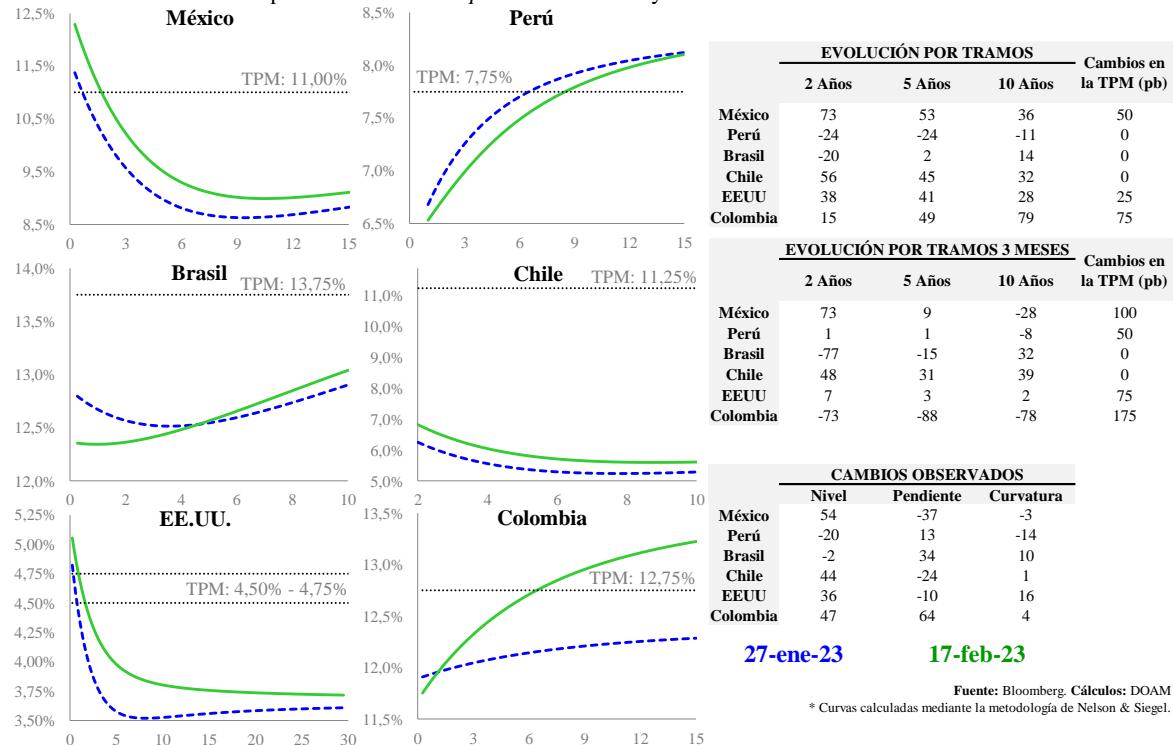
Por su parte, la mayoría de los títulos de deuda pública de la región presentaron desvalorizaciones. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con el comportamiento de la mayoría de los títulos de renta fija a nivel global. En el caso de Brasil y Perú, las valorizaciones del tramo corto estuvieron asociadas con las expectativas de una senda de política monetaria menos contractiva, mientras que en el caso de México las importantes desvalorizaciones del tramo corto se presentaron a partir de la decisión del Banco Central de aumentar la TPM en 50 pb, mientras que el mercado descontaba un incremento de 25 pb (Gráficos 32 y 33; Anexo 4).

Gráfico 32. 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 enero de 2022.

Gráfico 33. Comportamiento curvas spot Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



¹⁴ De acuerdo con el reporte laboral de enero, las nóminas no agrícolas (obs: 517 mil; esp: 189 mil; ant: 260 mil) y el aumento de los salarios (obs: 4,4% a/a; esp: 4,3%; ant: 4,8%) se ubicaron por encima de lo esperado, al tiempo que la tasa de desempleo (obs: 3,4%; esp: 3,6%; ant: 3,5%) se ubicó por debajo de lo proyectado por los analistas. Por otro lado, en enero la inflación total (obs: 6,4%; esp: 6,2%; ant: 6,5%) y sin alimentos ni energía (obs: 5,6%; esp: 5,5%; ant: 5,7%), así como el crecimiento mensual de las ventas al por menor (obs: 3,0%; esp: 2,0%; ant: -1,1%) se ubicaron por encima de lo descontado por el mercado.

Las pendientes de las curvas de la región presentaron un comportamiento divergente. El Gráfico 34 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 64 pb hasta ubicarse en 87 pb. Asimismo, las pendientes de Brasil (74 pb) y Perú (118 pb) aumentaron 34 pb y 13 pb, respectivamente, mientras que las pendientes de México (-169 pb), Chile (-140 pb) y EE.UU. (-79 pb) disminuyeron 37 pb, 24 pb y 10 pb, en su orden.

1. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

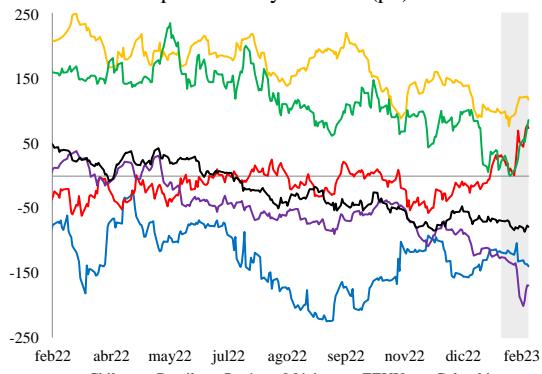
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas y de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*).

1.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera que la JDBR aumente la TPM en 25 pb en marzo. Primero, según la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banrep¹⁵, la mediana señala una tasa esperada de 13,0% en marzo (desviación estándar de 24 pb). Por su parte, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank¹⁶, de las 23 entidades encuestadas el 39% espera y recomienda un aumento de 25 pb en marzo, el 22% espera y recomienda un incremento de 50 pb, el 18% espera un incremento de 25 pb pero recomienda un aumento de 50 pb, el 13% espera y recomienda un aumento de 75 pb, un 4% espera un incremento de 25 pb pero recomienda un aumento de 75 pb, y el 4% restante espera y recomienda que la TPM permanezca inalterada (Gráfico 34 y Anexo 1). Por otro lado, en cuanto a la reunión de febrero, la mediana de la EME señala una expectativa de que no haya cambios de la TPM (desviación estándar de 13 pb), mientras que según la Encuesta de Opinión Financiera¹⁷ (EOF), el 89% de los encuestados espera que la TPM se mantenga inalterada, el 7% estima un aumento de 25 pb y el 4% restante proyecta un incremento de 50 pb.

Por su parte, en el Gráfico 35 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 enero y febrero la tasa mediana esperada aumentó de 10,50% a 10,75%.

Gráfico 34. Pendiente 10 años - 2 años curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



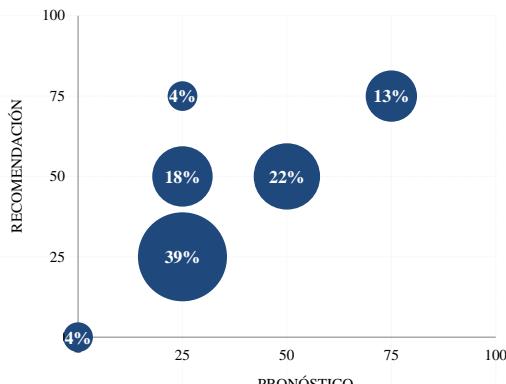
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: Banrep.

¹⁵ Datos recolectados entre el 7 y el 10 de febrero.

¹⁶ Recibida el 22 de febrero

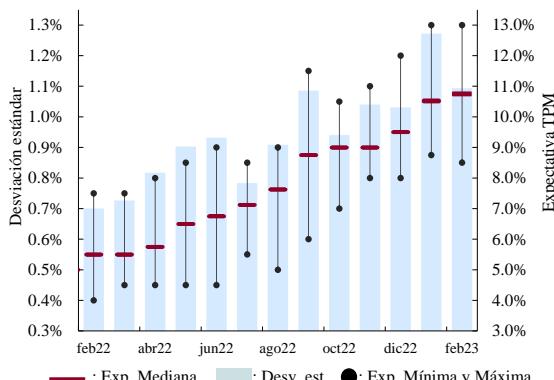
¹⁷ Publicada el 20 de febrero con información recolectada entre el 6 y el 10 del mismo mes.

Gráfico 34. Cambio (pb) esperado y recomendado de la TPM para marzo de 2023



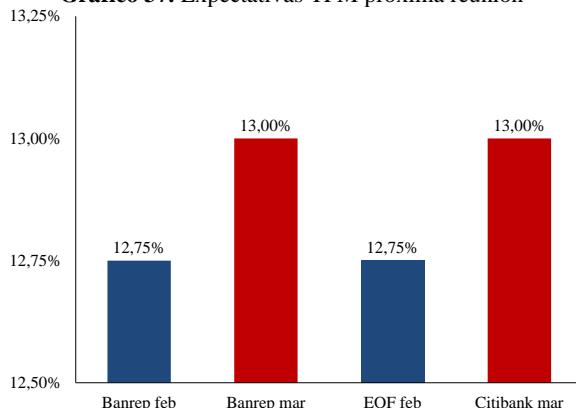
Fuente: ANIF y Citibank.

Gráfico 35. Expectativas TPM para diciembre de 2023



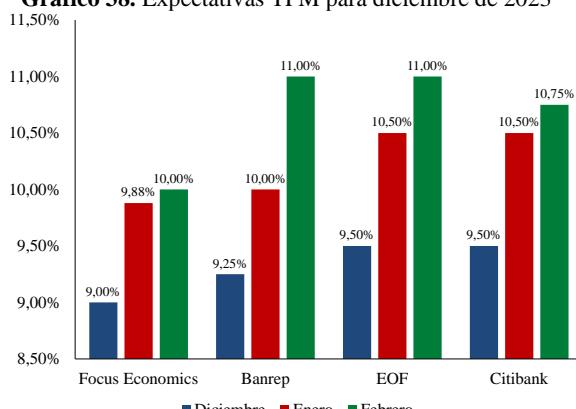
Fuente: Citibank.

Gráfico 37. Expectativas TPM próxima reunión



Fuente: Banrep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del Banrep se realizó entre el 7 y el 10 de febrero. La EOF se publicó el 20 de febrero con datos recolectados entre el 6 y el 10 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 22 de febrero. *La EOF averigua por la reunión de febrero (azu), la encuesta de Citi indaga por la de marzo (rojo), mientras que la encuesta del Banrep pregunta por ambas reuniones.

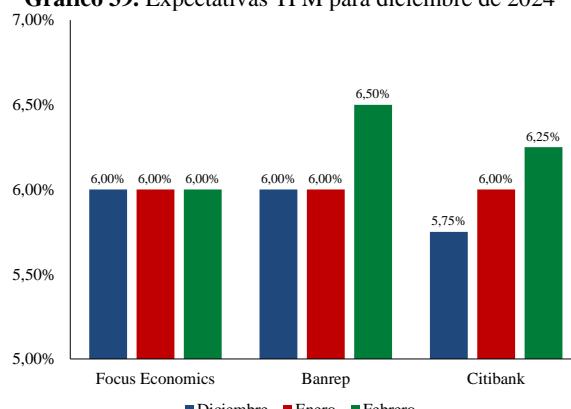
Gráfico 38. Expectativas TPM para diciembre de 2023



Fuente: Focus Economics, Banrep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 14 de febrero, con encuestas realizadas entre el 7 y el 12 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 7 y el 10 de febrero. La EOF se publicó el 20 de febrero con datos recolectados entre el 6 y el 10 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 22 de febrero.

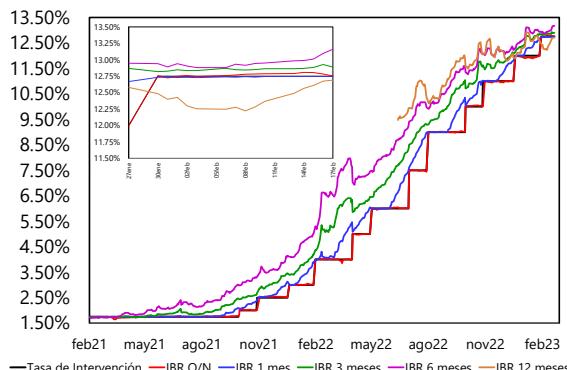
La tasa de política monetaria esperada aumentó para finales de 2023 y 2024. En los Gráficos 37, 38 y 39 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y para las de diciembre de 2023 y 2024. En estas se observa que: *i*) los agentes esperan que la TPM se mantenga inalterada en febrero y aumente 25 pb en marzo; *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2023 aumentó de 10,33% a 10,92%; y *iii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 aumentó de 6,00% a 6,25%.

Gráfico 39. Expectativas TPM para diciembre de 2024



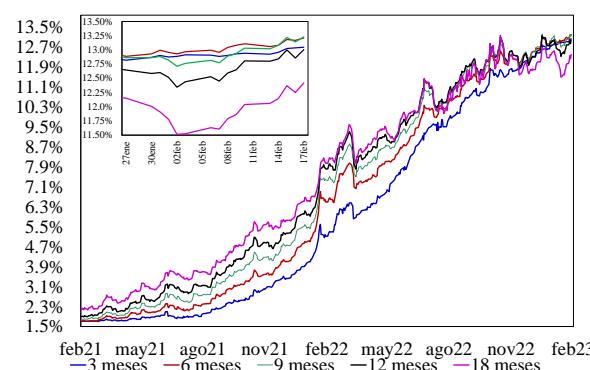
Desde la última reunión de la JDBR las tasas IBR y OIS entre 1 y 18 meses han aumentado en promedio 20 pb. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 17 de febrero las tasas IBR a 1, 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses aumentaron 8 pb, 2 pb, 21 pb, 11 pb, 36 pb, 37 pb y 27 pb, respectivamente (Gráficos 40 y 41).

Gráfico 40. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

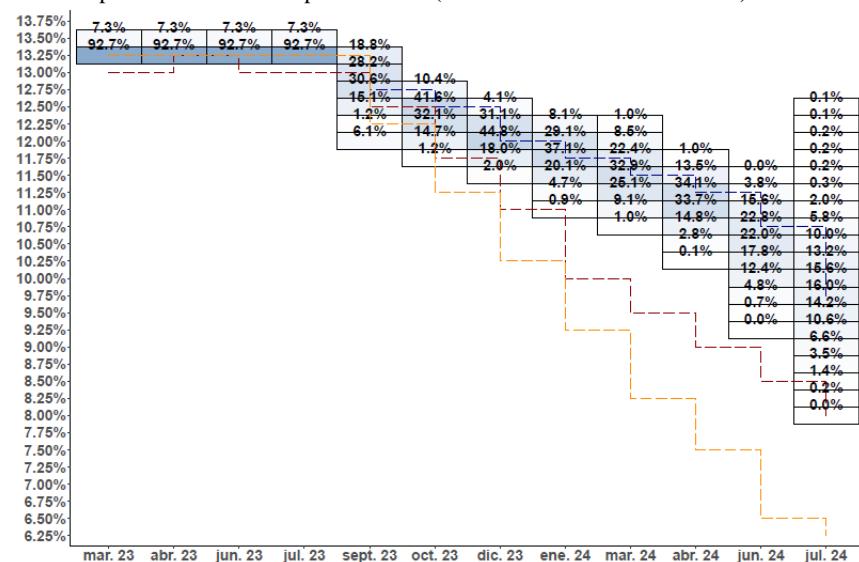
Gráfico 41. Tasas OIS



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

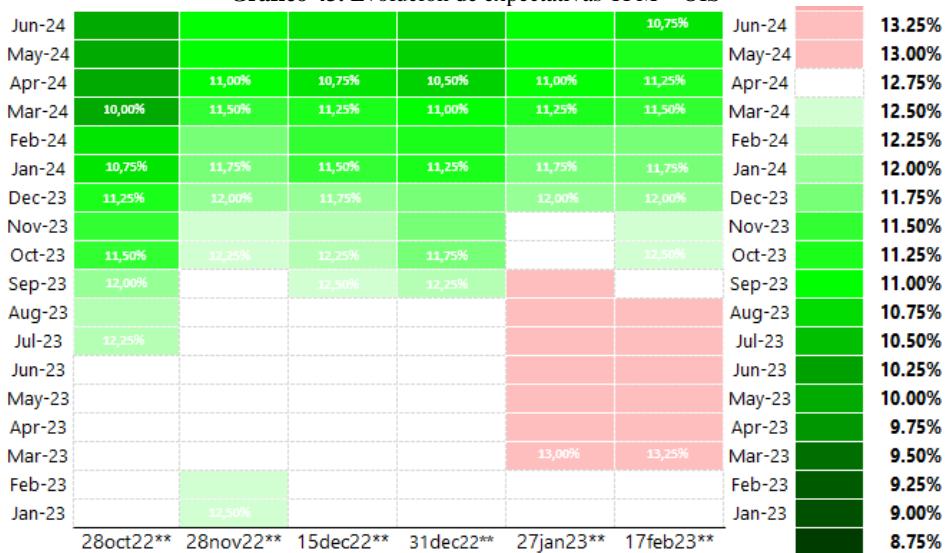
Al 17 de febrero de 2023, el mercado OIS refleja una senda esperada de TPM más contractiva que la observada el 27 de enero, pasando de una tasa terminal de 13,00% (esperada en marzo de 2023) a 13,25% (esperada en marzo de 2023). Para finales de 2023 se espera que la tasa se ubique en 12,00% (ant: 12,00%). Este cambio de las OIS estuvo en línea con un leve aumento de las expectativas de inflación y con las expectativas de una política monetaria más restrictiva en EE.UU. (Gráfico 42, 43 y Anexo 6).

Gráfico 42. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 17 de febrero de 2023) GRÁFICO CORTADO



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep. Nota: La línea punteada roja es la mediana de las expectativas de TPM a diferentes plazos tomada de la encuesta mensual de expectativas del Banrep de febrero de 2023. La línea punteada naranja es la senda más probable de las tasas OIS ajustadas por prima a término del 17 febrero de 2023.

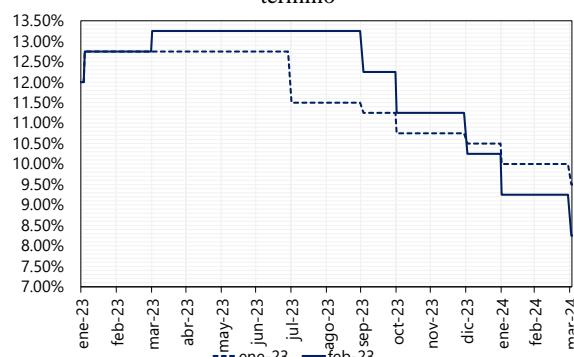
Gráfico 43. Evolución de expectativas TPM – OIS



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

La diferencia entre las expectativas de TPM del mercado OIS y la EME disminuyó, en línea con la reducción de la incertidumbre de la TPM. La encuesta de febrero del Banrep refleja expectativas de una senda de política monetaria más contractiva frente a la que se esperaba en enero, al pasar de una TPM terminal de 13,00% (esperada para enero de 2023) a 13,25% (esperada para abril de 2023), y la expectativa para cierre de 2023 aumentó de 10,00% a 11,00%. El *spread* entre las expectativas del mercado y los analistas para diciembre de 2023 disminuyó y se ubicó en 100 pb. Por su parte, el promedio de las medidas de incertidumbre de la TPM esperada disminuyó¹⁸ (Grafico A.6.2).

Gráfico 44. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 16 de diciembre y 20 de enero

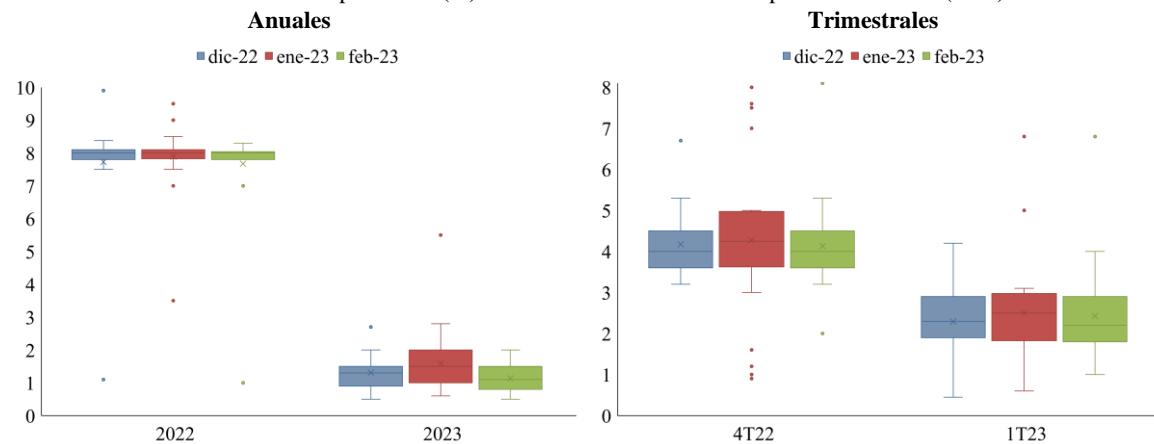
En febrero, las expectativas de TPM ajustadas por la prima a término del mercado OIS descuentan una TPM terminal mayor a la esperada en enero. En el Gráfico 44 se presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los días 17 de febrero y 27 de enero de 2023. En marzo se espera un aumento de 50 pb (alcanzando un nivel de 13,25%) y luego se espera que empiece a caer desde septiembre para que a finales de 2023 la TPM se ubique en 10,25% (ant: 10,50%). Además, de acuerdo con las expectativas del mes de febrero, la tasa terminal se mantendría por un mayor tiempo que el que se descontaba en enero.

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

1.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento de la economía colombiana disminuyeron para 2023. De acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros mantuvieron sus expectativas de crecimiento para el 2022 en 8,0%, mientras que para el 2023, el 4T22 y el 1T23 las redujeron de 1,5% a 1,1%, 4,25% a 4,0%, y 2,5% a 2,2%, respectivamente (Gráfico 45). Por otro lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la expectativa de crecimiento para 2023 y 2024 se redujo de 1,1% a 1,0%, y de 2,6% a 2,5%, respectivamente.

Gráfico 45. 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.

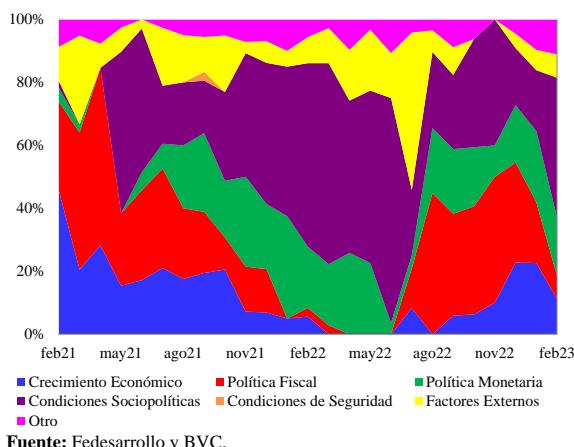
El 15 de febrero el DANE dio a conocer que la economía colombiana creció 2,9% durante el 4T22, lo cual implica que durante 2022 la economía registró un crecimiento de 7,5%.

Información adicional extraída de la EOF

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 presenten variaciones de 0 pb y -12 pb, respectivamente¹⁹ (ant: valorizaciones de 20 pb y 40 pb). A fin de año, los analistas esperan que estos mismos títulos se valoricen 50 pb y 70 pb, respectivamente (ant: valorizaciones de 110 pb y 90 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se desvalorice 1%, mientras que a 12 meses esperan una valorización cercana a 3% (anterior: valorizaciones de 1% a 3 meses y 4% a 12 meses).

¹⁹ 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.

Gráfico 46. 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. En concreto, un 44% resaltó las condiciones sociopolíticas (ant: 19%, var: 25%), un 19% la política monetaria (ant: 23%, var: -4%), un 11% el crecimiento económico (ant: 23%; var: -12%), otro 11% otros factores (ant: 10%; var: 1%), un 7% la política fiscal (ant: 19%; var: -12%), mientras que el otro 7% señaló los factores externos (ant: 7%; var: 0%). Los agentes que mencionaron otros factores señalaron puntualmente la agenda de reformas y los cambios regulatorios (Gráfico 46). Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

2. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

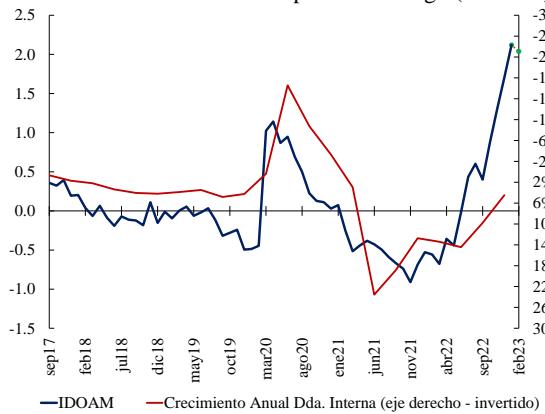
Con datos definitivos a enero, el IDOAM aumentó, sugiriendo un posible deterioro de las condiciones financieras. No obstante, con datos preliminares a febrero, el indicador sugiere una leve mejora de estas condiciones. Entre diciembre y enero, con datos definitivos, el IDOAM aumentó debido al mayor spread de las tasas de la cartera preferencial frente a las tasas de los TES, y a una menor confianza de los consumidores. Con datos preliminares para febrero (EOF²⁰ y volatilidades²¹), este indicador disminuyó debido a los menores spreads de las tasas activas de la cartera (preferencial, consumo y tesorería) frente a las tasas de los TES (Anexo 7). El nivel alto del indicador se explica por los altos valores de los spreads de las tasas de la cartera preferencial, consumo y tesorería frente a las tasas de los TES, como también a los altos niveles de las expectativas de inflación, el menor crecimiento esperado y la alta volatilidad del mercado de TES (Gráfico 47).

La confianza del consumidor se deterioró en enero, alcanzando el menor registro desde mayo de 2021. Por el contrario, la confianza empresarial presentó una mejora. El resultado de la confianza del consumidor (obs: -28,6%; ant: -22,3%) se explica por una percepción más desfavorable de las condiciones económicas (obs: -46,8%; ant: -39,0%), y por unas expectativas más pesimistas del consumidor (obs: -16,5%; ant: -11,2%, Gráfico 47). Por su parte, la serie desestacionalizada se mantuvo relativamente estable al pasar de -28,98% a -28,82% (Gráfico 49). Por el contrario, los indicadores de confianza industrial (obs: 3,6%; ant: -1,2%) y comercial (obs: 29,7%; ant: 22,6%) aumentaron durante enero. El resultado de la confianza industrial se explica por una mejora de las expectativas de producción para el próximo trimestre, la cual se vio parcialmente contrarrestada por un menor volumen actual de pedidos y un aumento del nivel de existencias. De manera similar, el incremento de la confianza comercial se explica por unas mejores expectativas de la situación económica para el próximo semestre y por una reducción del nivel existencias, pese a la percepción menos favorable de la situación económica actual de la empresa.

²⁰ Recibida el 21 de febrero de 2023.

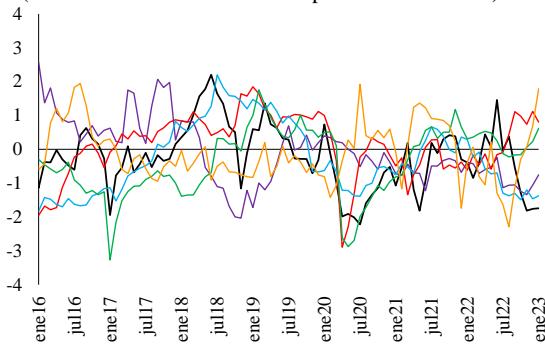
²¹ Datos al 17 de febrero de 2023.

Gráfico 47. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



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

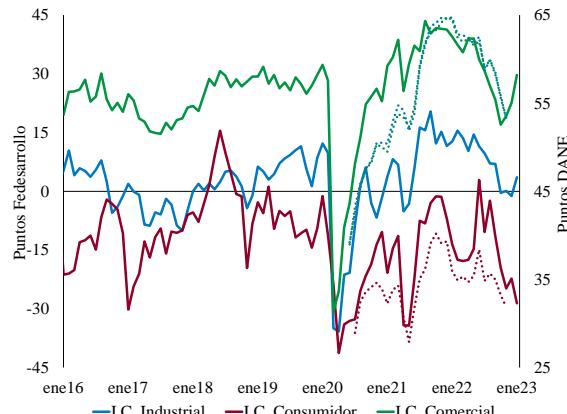
Gráfico 49. Índices de confianza de Latinoamérica* (desviaciones estándar con respecto a la media)**



Fuentes: INEGI²², FGV²³, UDD, Banrep, Fedesarrollo, APOYO. **Cálculos:** Banrep. *Series desestacionalizadas. Información mensual. ** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

La percepción de riesgo aumentó a nivel internacional. El Vix²⁴, el Vstox²⁵ y el Move²⁶ corrigieron al alza durante el mes, luego de haber presentado una tendencia decreciente desde septiembre de 2022. Lo anterior estuvo asociado con la mayor incertidumbre en torno al futuro de la política monetaria en EE.UU. y Europa, y su posible incidencia sobre la actividad económica global (Gráficos 50 y 51).

Gráfico 48. Índices de confianza en Colombia



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

El indicador de confianza desestacionalizado disminuyó en Brasil y aumentó para los demás países. Colombia continúa presentando el menor nivel dentro de los países de la muestra y el dato más bajo desde mayo de 2021. El Gráfico 48 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 diciembre de 2022 y enero de 2023 el indicador aumentó para Perú, Chile, Argentina, México y Colombia, y disminuyó en Brasil. Los indicadores de Perú, Brasil y México se encuentran por encima de su media histórica, a diferencia de los demás países.

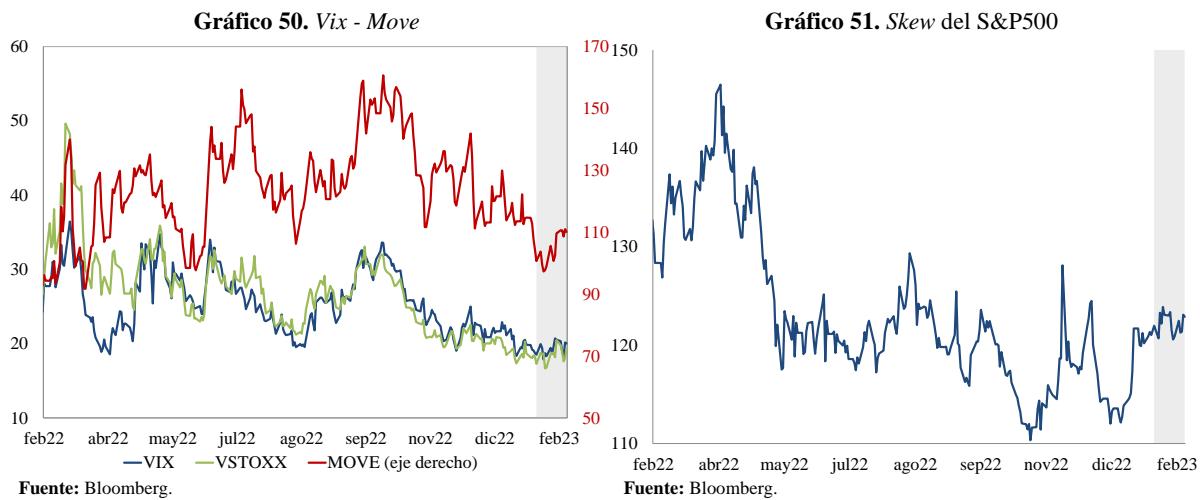
²² Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

²³ Instituto Brasileiro de economía

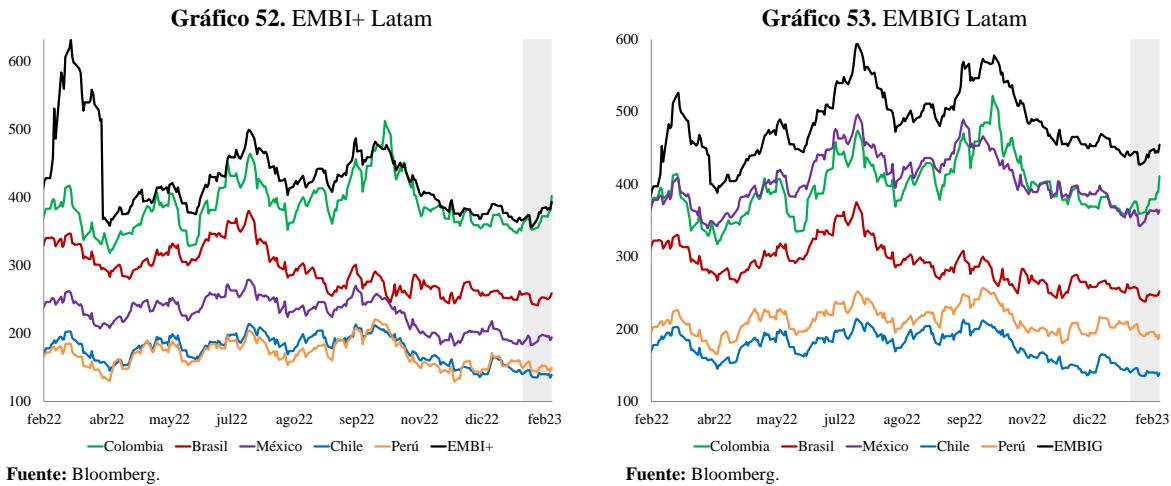
²⁴ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

²⁵ El Vstox es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

²⁶ El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.



Finalmente, el EMBI²⁷ aumentó en Colombia, pero presentó leves variaciones en los demás países de la región. El EMBI+ (EMBIG) aumentó 42 pb (45 pb) en Colombia, 10 pb (10 pb) en México, 2 pb (-4 pb) en Brasil y 1 pb (-7 pb) en Perú, mientras que en Chile se redujo 1 pb (corresponde al EMBIG, Gráficos 52 y 53).



²⁷ 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.

3. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

Cuadro A1.1. Encuesta de expectativas de Citibank sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de marzo del 2023

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?	PRONÓSTICO		
			Ajuste	Porcentaje	Número
Alianza	13.00%	13.00%	12.75%	4%	1
Asobancaria	13.25%	13.25%	13.00%	61%	14
Axa Colpatria	13.00%	13.00%	13.25%	22%	5
Banco Agrario	13.50%	13.50%	13.50%	13%	3
Banco de Occidente	13.00%	13.25%	Total	100%	23
Banco Popular	12.75%	12.75%			
Banco Santander	13.00%	13.25%			
BBVA	13.00%	13.00%			
BTG Pactual	13.25%	13.25%			
Casa de Bolsa	13.50%	13.50%			
Citi	13.00%	13.00%			
Corficolombiana	13.50%	13.50%			
Credicorp Capital	13.25%	13.25%			
Fidubogotá	13.00%	13.00%			
Fiduoccidente	13.00%	13.00%			
Grupo Bancolombia	13.00%	13.25%			
Grupo Bolívar	13.00%	13.00%			
Itaú	13.25%	13.25%			
JP Morgan	13.00%	13.50%			
Moody's Analytics	13.00%	13.00%			
Positiva	13.00%	13.25%			
Scotiabank Colpatria	13.00%	13.00%			
XP Investments	13.25%	13.25%			
Promedio	13.11%	13.17%			
Mediana	13.00%	13.25%			
Desv. Estándar	0.20%	0.21%			
Máximo	13.50%	13.50%			
Mínimo	12.75%	12.75%			

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
12.75%	4%	1
13.00%	39%	9
13.25%	39%	9
13.50%	17%	4
Total	100%	23

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

Participantes	dic-23	dic-24
Alianza	10.00%	4.00%
Asobancaria	10.00%	6.25%
Axa Colpatria	10.50%	5.00%
Banco Agrario	13.00%	9.50%
Banco de Bogotá	10.75%	6.25%
Banco de Occidente	9.75%	6.25%
Banco Popular	11.00%	8.00%
BBVA	12.25%	7.00%
BNP Paribas	11.00%	6.00%
BTG Pactual	11.50%	7.00%
Casa de Bolsa	10.00%	4.75%
Citi	11.50%	7.00%
Corficolombiana	9.00%	7.00%
Credicorp Capital	11.50%	9.00%
Fidubogotá	10.75%	6.25%
Fiduoccidente	11.75%	7.75%
Grupo Bancolombia	8.50%	
Grupo Bolívar	11.00%	5.50%
Itaú	10.00%	8.00%
JP Morgan	10.50%	6.00%
Moody's Analytics	9.00%	4.00%
Positiva	12.00%	5.50%
Scotiabank Colpatria	11.00%	6.00%
Promedio	10.71%	6.45%
Mediana	10.75%	6.25%
Desv. Estándar	1.09%	1.43%
Máximo	13.00%	9.50%
Mínimo	8.50%	4.00%
No. Respuestas	23	22

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

Participantes	dic-23	dic-24
Alianza	8.70%	3.80%
Asobancaria	8.80%	5.88%
Axa Colpatria	8.20%	4.10%
Banco Agrario	9.84%	6.39%
Banco de Occidente	8.83%	5.05%
Banco Popular	9.39%	3.94%
Banco Santander	8.20%	4.40%
BBVA	9.00%	5.00%
BTG Pactual	8.04%	4.00%
Casa de Bolsa	10.33%	6.44%
Citi	7.40%	3.70%
Corficolombiana	10.33%	6.44%
Credicorp Capital	7.80%	4.00%
Fidubogotá	9.95%	5.97%
Fiduoccidente	8.83%	5.05%
Grupo Bancolombia	9.30%	5.00%
Grupo Bolívar	9.44%	5.06%
Itaú	8.70%	3.40%
JP Morgan	7.28%	4.73%
Moody's Analytics	8.00%	4.50%
Positiva	8.90%	4.50%
Scotiabank Colpatria	9.23%	4.92%
XP Investments	8.80%	4.80%
Promedio	8.84%	4.83%
Mediana	8.83%	4.80%
Desv. Estándar	0.84%	0.90%
Máximo	10.33%	6.44%
Mínimo	7.28%	3.40%
No. Respuestas	23	23

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 7 y el 12 de febrero

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,00%	0	0,0%	2	7,4%
5,00%	0	0,0%	1	3,7%
5,50%	0	0,0%	4	14,8%
6,00%	0	0,0%	8	29,6%
6,75%	0	0,0%	3	11,1%
7,00%	0	0,0%	2	7,4%
7,25%	0	0,0%	1	3,7%
7,50%	0	0,0%	3	11,1%
8,50%	1	3,2%	0	0,0%
9,00%	7	22,6%	0	0,0%
9,25%	0	0,0%	1	3,7%
9,50%	5	16,1%	1	3,7%
10,00%	3	9,7%	1	3,7%
10,25%	2	6,5%	0	0,0%
10,50%	2	6,5%	0	0,0%
11,00%	3	9,7%	0	0,0%
11,50%	2	6,5%	0	0,0%
12,00%	4	12,9%	0	0,0%
13,00%	1	3,2%	0	0,0%
13,25%	1	3,2%	0	0,0%
Media		10,30%		6,58%
Mediana		10,00%		6,00%

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 7 y el 12 de febrero

Empresa	Estimación 2023	Estimación 2024
1 AGPV	6,50%	4,00%
2 Alianza Valores y Fiduciaria	8,50%	4,00%
3 Asobancaria	8,79%	5,20%
4 Banco Agrario de Colombia	9,80%	6,56%
5 Banco Davivienda	11,07%	-
6 Banco de Bogotá	7,69%	3,93%
7 Bancolombia	9,30%	5,02%
8 BancTrust & Co.	7,23%	4,70%
9 Barclays Capital	8,07%	3,96%
10 BBVA Research	8,70%	5,20%
11 CABI	6,00%	-
12 Capital Economics	7,14%	4,52%
13 Citigroup Global Mkts	7,40%	3,70%
14 Corficolombiana	10,30%	6,40%
15 Credicorp Capital	7,80%	-
16 Credit Agricole	6,00%	3,80%
17 Credit Suisse	7,75%	4,57%
18 Ecoanalítica	6,18%	4,13%
19 Econosignal	7,40%	3,96%
20 EIU	5,30%	3,40%
21 Fedesarrollo	7,60%	4,90%
22 Fitch Solutions	8,58%	4,02%
23 Goldman Sachs	8,44%	4,00%
24 HSBC	5,88%	3,80%
25 Itaú Unibanco	8,70%	3,60%
26 JPMorgan	7,30%	4,70%
27 Moody's Analytics	7,72%	4,00%
28 Oxford Economics	7,43%	4,16%
29 Pezco Economics	7,39%	6,74%
30 Positiva Compañía de Seguros	8,90%	4,50%
31 S&P Global Ratings	6,70%	3,57%
32 Scotiabank Colpatria	8,88%	5,03%
33 Torino Capital	5,82%	-
34 UBS	7,43%	4,26%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,25% - 3,50%	0	0,0%	1	3,3%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	3	10,0%
3,75% - 4,00%	0	0,0%	6	20,0%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	6	20,0%
4,25% - 4,50%	0	0,0%	1	3,3%
4,50% - 4,75%	0	0,0%	5	16,7%
4,75% - 5,00%	0	0,0%	1	3,3%
5,00% - 5,25%	0	0,0%	4	13,3%
5,25% - 5,50%	1	2,9%	0	0,0%
5,75% - 6,00%	2	5,9%	0	0,0%
6,00% - 6,25%	3	8,8%	0	0,0%
6,25% - 6,50%	0	0,0%	1	3,3%
6,50% - 6,75%	2	5,9%	2	6,7%
7,00% - 7,25%	2	5,9%	0	0,0%
7,25% - 7,50%	6	17,6%	0	0,0%
7,50% - 7,75%	4	11,8%	0	0,0%
7,75% - 8,00%	1	2,9%	0	0,0%
8,00% - 8,25%	1	2,9%	0	0,0%
8,25% - 8,50%	1	2,9%	0	0,0%
8,50% - 8,75%	4	11,8%	0	0,0%
8,75% - 9,00%	3	8,8%	0	0,0%
9,25% - 9,50%	1	2,9%	0	0,0%
9,75% - 10,00%	1	2,9%	0	0,0%
10,25% - 10,50%	1	2,9%	0	0,0%
11,00% - 11,25%	1	2,9%	0	0,0%
Media		7,76%		4,48%
Mediana		7,65%		4,14%

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 27 de enero, el Banco de la República aumentó la tasa de política en 75 pb, de 12% a 12,75%, 25 pb por debajo de las expectativas de los analistas. Ante esto, el mercado mencionó que ajustaron sus posiciones de cara a la decisión de política monetaria e indicaron, que los cambios regulatorios en el sector de los servicios públicos como la renuncia del presidente de Ecopetrol, generaron incertidumbre. Al finalizar la sesión de negociación de ese día, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 6 pb, 14 pb y 15 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 3 pb, 12 pb y 10 pb para dichos vencimientos.

El 4 de febrero, el DANE anunció que la inflación de enero se ubicó en 13,25% a/a, por debajo de lo esperado por los analistas en la encuesta de Bloomberg (13,32% a/a). Ante esto, la reacción del mercado fue mixta, puesto que la inflación básica registró un comportamiento al alza. Además, se espera que el pico inflacionario se alcance posterior al 1T23, y continúan las expectativas de inflación cercanas al 8% para final de año. No obstante, los analistas estuvieron de acuerdo en que este registro debería bajar la presión sobre el BanRep para que siga incrementando tasas. Al finalizar la sesión de negociación del lunes 6 de febrero, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -5 pb, -1 pb y 4 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 12 pb, 11 pb y 4 pb para dichos vencimientos.

El 9 de febrero se subastaron TES COP con vencimiento en 2033, 2042 y 2050, por un monto inicial de \$900mm, recibiendo ofertas por 3,1 veces el cupo convocado. Operadores consultados puntualizaron que al mercado le costó absorber esta oferta de títulos, dada la poca participación de agentes extranjeros. Esto llevó a que se presentaran ventas importantes después de la publicación de los resultados de la subasta. Al finalizar las sesiones de cada día, se presentaron variaciones en las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años de 3 pb, 8 pb y 11 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 12 pb, 4 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

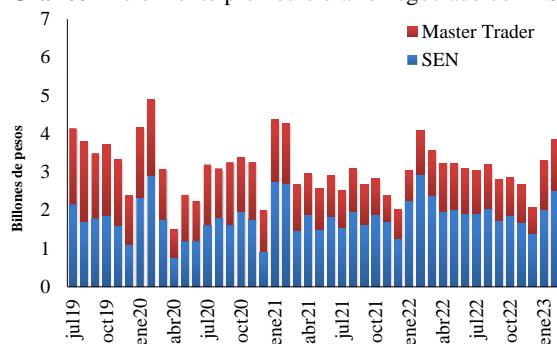
El 13 de febrero, el Gobierno nacional radicó en el Congreso de la República el proyecto de Reforma a la Salud, el cual busca hacer cambios estructurales al sistema que opera actualmente en Colombia. Agentes encuestados destacaron que los efectos fiscales de esta reforma y la incertidumbre política en torno al paquete de reformas pensional, laboral y la discusión del Plan Nacional de Desarrollo, continúa preocupando a los inversionistas y genera dudas a la hora de tomar posiciones estructurales en el mercado de deuda pública colombiano. 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 4 pb, 10 pb y 15 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -1 pb, -2 pb y 1 pb para dichos vencimientos.

El 14 de febrero, el DANE publicó los datos de ventas al por menor (esp: 1%, obs: -1,8%) y de producción manufacturera (esp: 3%, obs: 0,5%) del mes de diciembre. Los resultados inferiores a lo esperado por el mercado, generaron expectativas sobre la posibilidad de un ciclo monetario menos contractivo por parte del Banco de la República, por lo que compensaron parcialmente los efectos negativos sobre el mercado de TES del entorno desfavorable para la renta fija a nivel global. Al finalizar la sesión de negociación de ese día, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 2 pb, 0 pb y -2 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -16 pb, -7 pb y -4 pb para dichos vencimientos.

La liquidez en el mercado de TES aumentó en el mes de enero, evidenciado en un promedio diario de negociación de \$3,84 b, superior al registrado el mes anterior (\$3,31 b) e inferior a febrero de 2022 (\$4,09 b) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos con

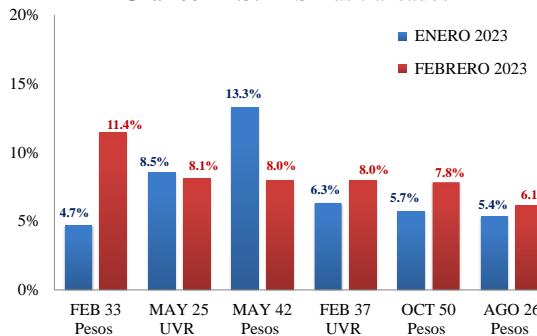
vencimiento en febrero de 2033, cuya participación pasó de 4,7% en enero a 11,4% en lo corrido de febrero, seguidos por los TES con vencimiento en mayo de 2025 y mayo de 2042, cuya participación pasó de 8,5% a 8,1% y de 13,3% a 8,0%, respectivamente (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



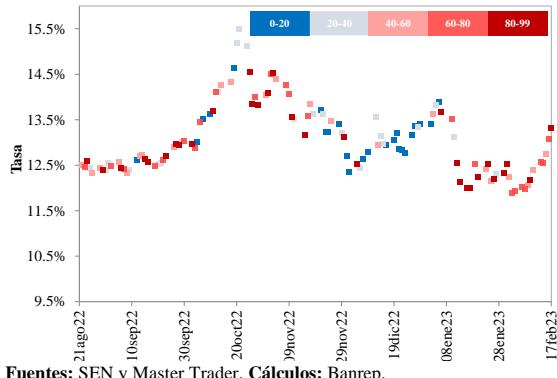
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 16 de febrero de 2023.

Gráfico A2.3. TES más transados



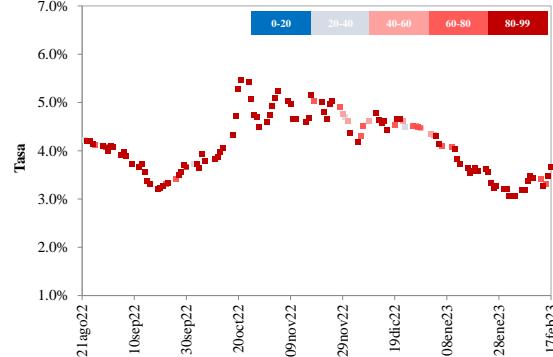
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 16 de febrero de 2023.

Gráfico A2.4. Tasa cero cupón pesos TFIT 2042 y volumen negociación por percentiles



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Gráfico A2.5. Tasa cero cupón TUVT 2025 y volumen Negociación por percentiles



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

En los Gráficos A2.4 y A2.5 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 19 años, UVR: 12 años). En febrero de 2023 los montos de negociación del título en pesos del 2042 se ubicaron entre el percentil 60 y 80, y los del título en UVR con vencimiento en 2025 se ubicaron entre el percentil 80 y 100.

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

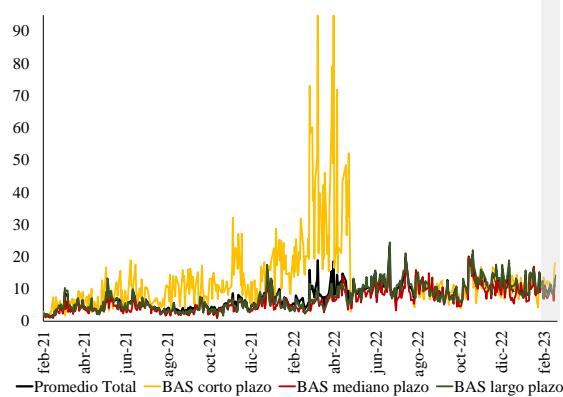
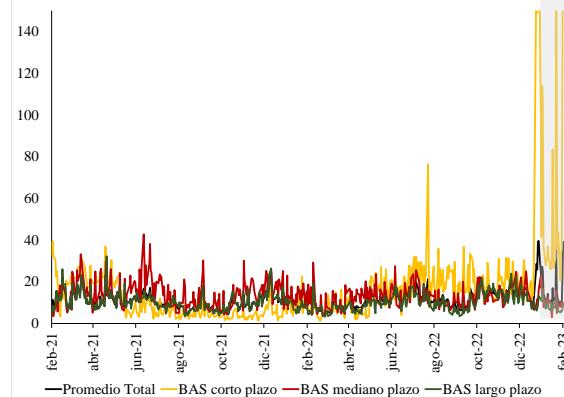


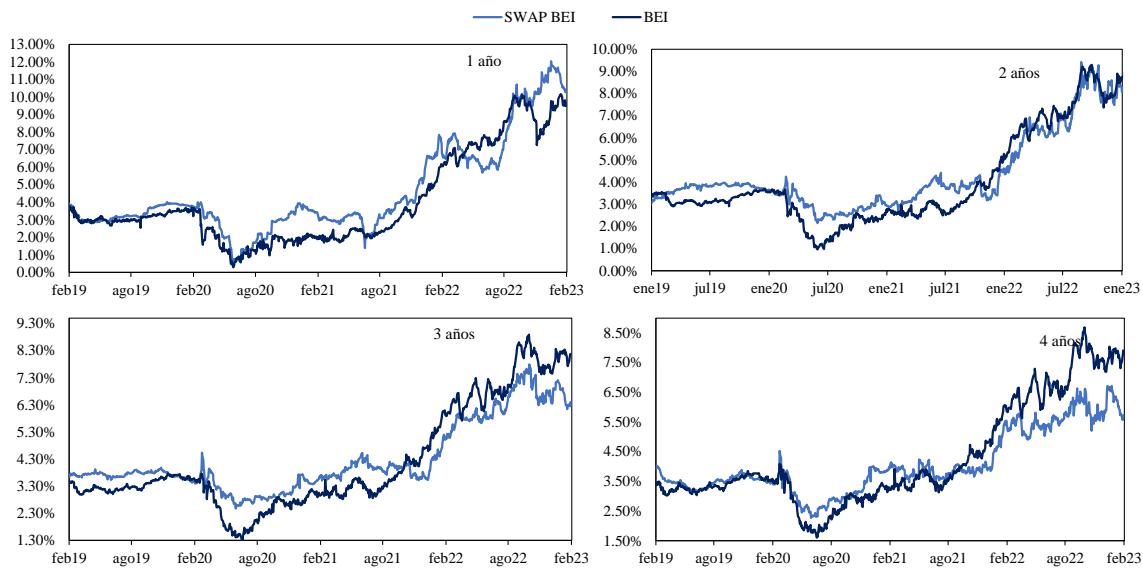
Gráfico A2.7. Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR* (pb)



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

Con información al 17 de febrero de 2023, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 11,9 pb (ant. 10,3 pb), 8,8 pb (ant. 10,2 pb) y 9,83 pb (ant. 11,8 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 89,3 pb (ant. 71,8 pb), 8,9 pb (ant. 10,9 pb) y 7,8 pb (ant. 9,3 pb), para los plazos de corto, mediano y largo plazo, en su orden.

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



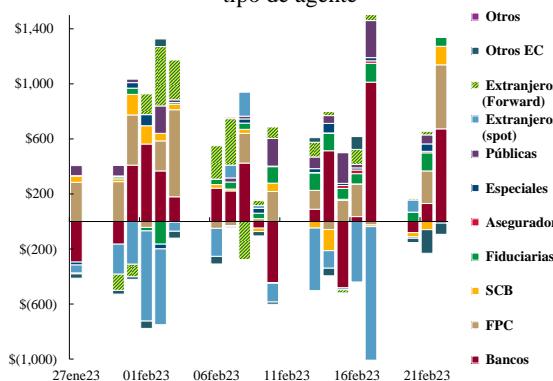
Fuentes: Bloomberg. **Cálculos:** Banrep.

En el Gráfico A2.8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los swaps UVR (*swap BEI*) y el BEI a 1, 2, 3 y 4 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 17 de febrero de 2023, los swaps BEI a 1, 2, 3 y 4 años cayeron 114 pb, 43 pb, 37 pb y 49 pb, y se ubicaron en 10,28%, 7,68%, 6,40% y 5,73%, respectivamente.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

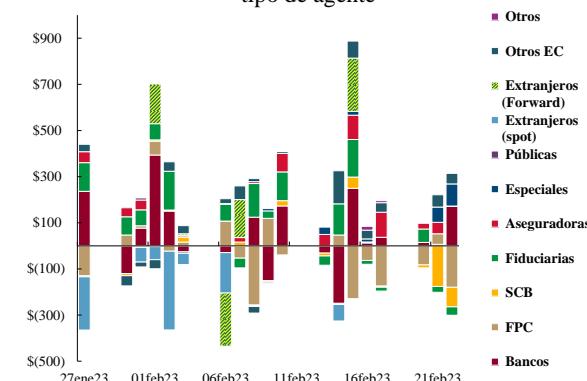
Posterior a la última reunión de la JDBR y con información hasta el 21 de febrero de 2023, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (\$3.645 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los extranjeros (\$4.194 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (\$801 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los extranjeros (\$762 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 \$215 mm²⁸ y ventas netas por -\$1.184 mm²⁹ de TES en UVR. Desde el 27 de enero en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas vendieron en neto \$880 mm, \$159 mm y \$1.619 mm en los tramos corto, medio y largo de TES en pesos, respectivamente. Por su parte, en este mismo periodo compraron en neto TES en UVR por \$17 mm y \$39 mm en los tramos corto y medio, en su orden, y vendieron \$470 mm en el tramo largo. (Cuadro A3.1).

²⁸ Las ventas en el mercado de contado de TES en pesos fueron de \$1.142 mm y las compras en el mercado a futuro \$927 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado compras durante el 2023 del TES verde por valor de \$71 mm.

²⁹ Las ventas netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de \$1.477 mm y compras netas por \$294 mm en el mercado a futuro.

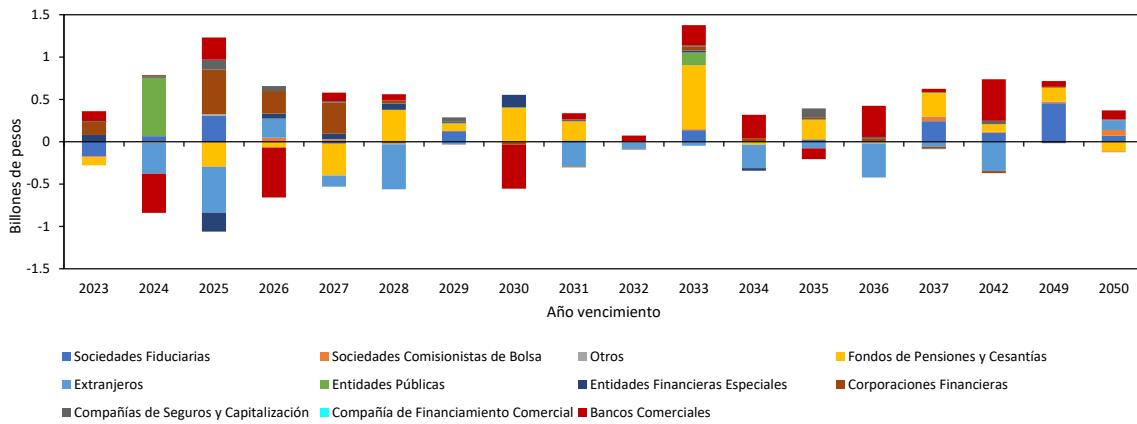
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)*
(valor nominal en miles de millones de pesos)

	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	5,694	903	719	976	1,950	3,645	60	859	(117)	801
Compañía de Financiamiento Comercial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(675)	320	(27)	(348)	(54)	(429)	242	203	(23)	422
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	5,019	1,223	692	629	1,895	3,216	301	1,061	(140)	1,222
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	(20)	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	2,355	(562)	(9)	(217)	3,209	2,983	(94)	(1,141)	590
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías		2,336	(562)	(9)	(217)	3,209	2,983	(94)	(1,141)	590
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	56	36	(130)	130	249	250	(182)	42	(13)
	Terceros	74	(49)	(2)	52	48	98	(37)	(3)	2
	Extranjeros	0	0	-	-	-	-	-	0	0
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa		130	(13)	(131)	182	297	348	(219)	39	(11)
Sociedades Fiduciarias	Propia	(100)	18	(34)	(38)	9	(63)	5	28	(21)
	Terceros	(489)	1,737	(332)	(787)	(2,029)	(3,148)	(215)	(102)	484
	Extranjeros***	(1,214)	(1,477)	(658)	(871)	(2,653)	(4,183)	-	(285)	(477)
	Extranjeros (TES verdes)****	71	-	-	-	(11)	(11)	-	-	-
	FIC	659	561	351	25	24	399	(38)	407	4
	Pasivos Pensionales	127	71	(39)	(34)	179	107	(14)	(56)	100
Total Sociedades Fiduciarias		(589)	1,754	(366)	(825)	(2,020)	(3,211)	(210)	(75)	463
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	95	724	(1)	47	41	88	-	89	453
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	542
	Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización		95	724	(1)	47	41	88	-	89	453
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión		-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	1,971	1,904	(507)	(813)	1,527	207	(523)	(1,088)	1,494	(117)
Total Entidades Financieras Especiales**		379	223	181	158	(15)	324	222	10	10
Total Entidades Públicas*****		1,523	(547)	1,131	-	172	1,302	-	-	10
Otros*****		55	55	4	27	2	33	-	17	12
	Extranjeros	0	-	-	-	0	0	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	8,947	2,859	1,500	-	3,582	5,082	(0)	-	1,385	1,385

Fuente: Banrep. Información actualizada al 19 de enero del 2023. *Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafín, Bancodelex, 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.

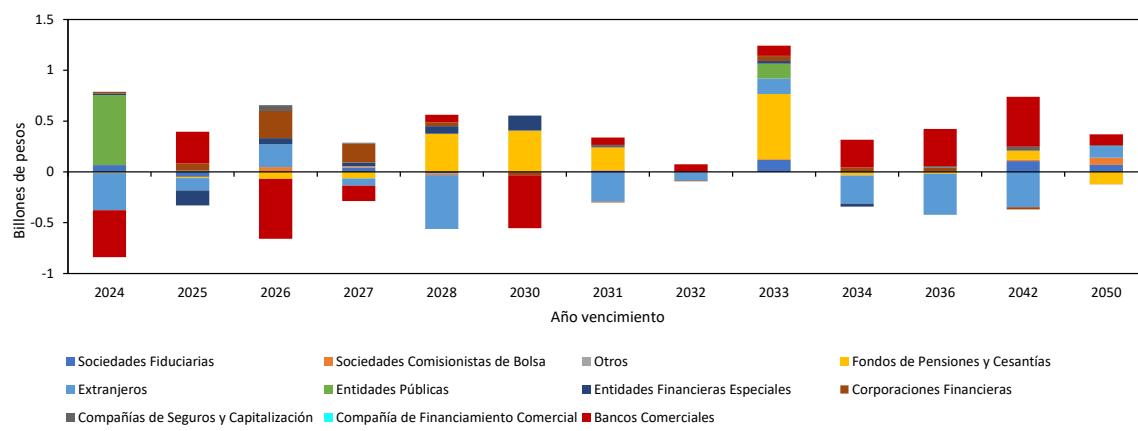
En los gráficos A3.3, A.3.4. y A3.5, se observan las compras por tipo de agente y año de vencimiento desde la última JDBR.

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



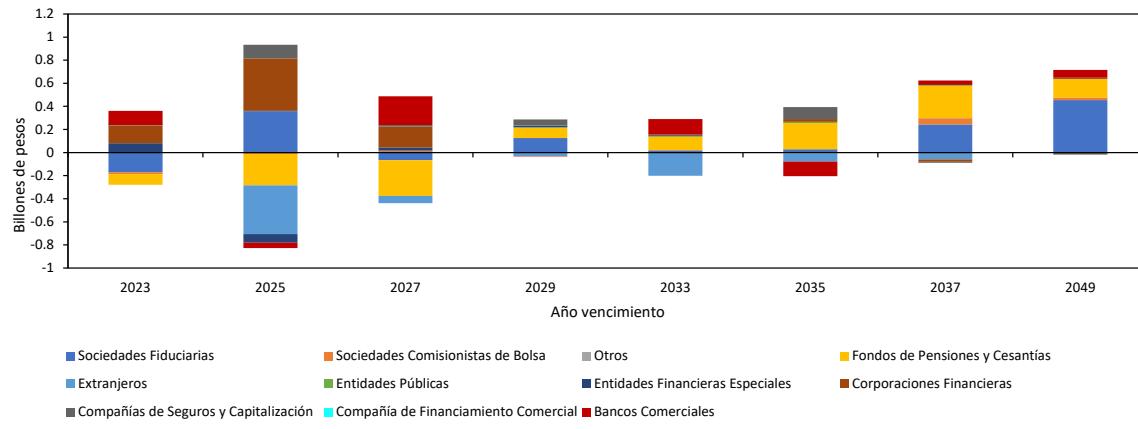
Fuente: Banrep. COP mm.

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



Fuente: Banrep. COP mm.

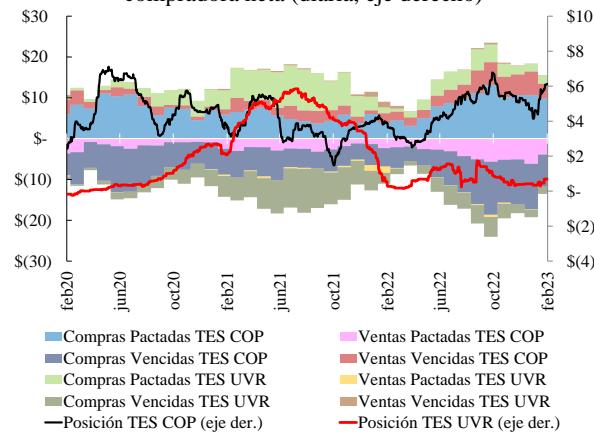
Gráfico A3.5. Compras netas de TES UVR en el mercado spot por año de vencimiento desde la última JDBR



Fuente: Banrep. COP mm.

Por otra parte, con información al 21 de febrero, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por \$11596 mm y \$5364 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$9883 mm y \$5186 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos Non Delivery Forward (NDF) aumentó \$1535 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por \$2790 mm y \$0 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$2462 mm y \$20 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF aumentó \$348 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 \$4590 mm el 27 de enero a \$6125 mm el 21 de febrero del 2023; al tiempo que para TES UVR pasó de \$343 mm a \$689 mm entre ambas fechas.

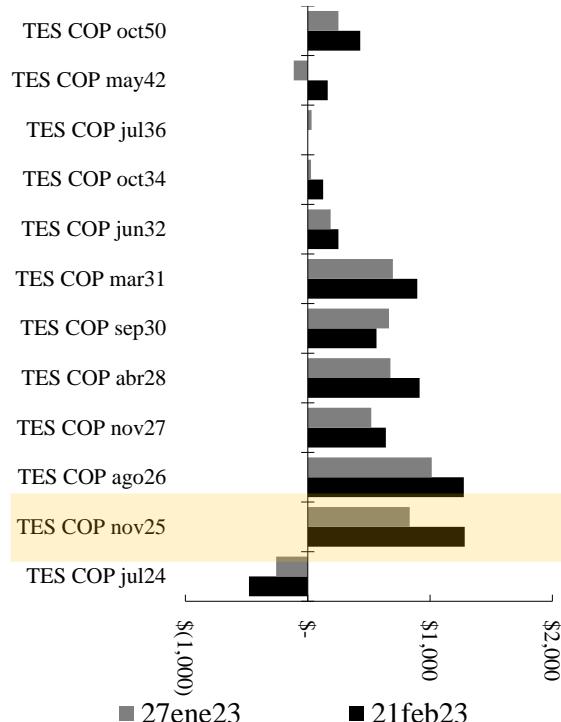
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



*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.

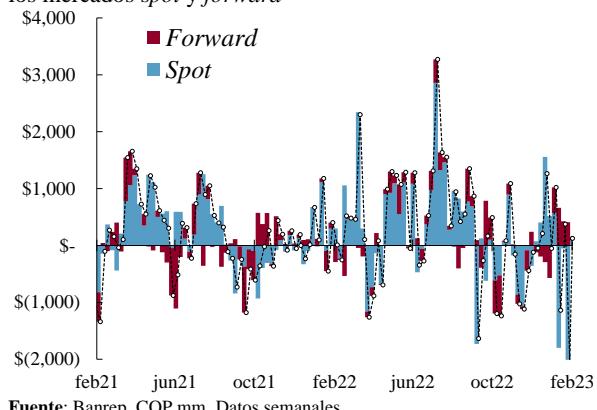
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



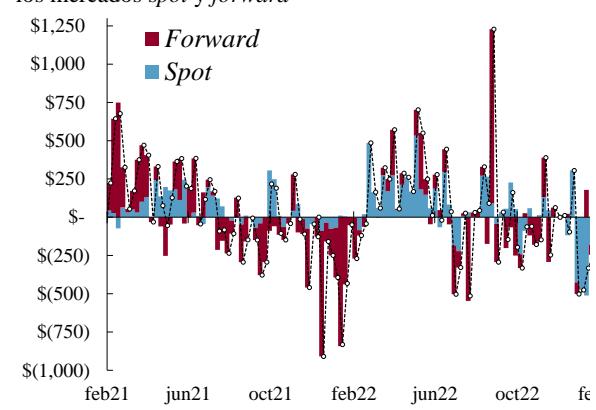
Fuente: Banrep. COP mm.

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



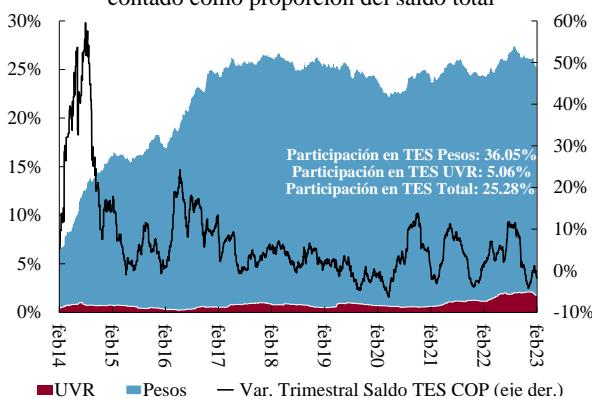
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



Fuente: Banrep.

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del offshore aumentó para los títulos que vencen en 2025, 2026, 2027, 2028, 2031, 2032, 2034, 2042, 2050, 2023, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2024, 2030, 2036, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en (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 \$2658 mm, y la posición neta en TES UVR disminuyó \$414 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)	-\$ 4,194	-\$ 762	-\$ 4,956
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 1,535	\$ 348	\$ 1,883
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 11,596	\$ 2,790	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 5,364	\$ 0	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 9,883	\$ 2,462	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 5,186	\$ 20	
Posición compradora neta agregada (A+B)	-\$ 2,658	-\$ 414	-\$ 3,073

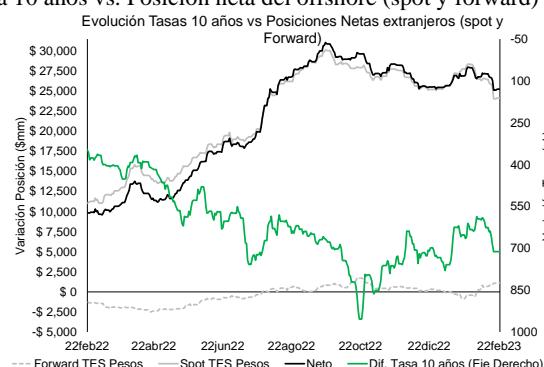
Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.8, A3.9, A3.10, A3.11 y en el Cuadro A3.2. Los Gráficos A3.8 y A3.9 presentan las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward* (en el caso de las ventas en el mercado *forward*, estas incorporan 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, a partir del 1 de diciembre del 2020, la evolución de las compras netas en TES en pesos de los inversionistas del exterior, tanto en el mercado de contado como a futuro, y las variaciones de la tasa de interés de los TES a 10 años. Finalmente, el Cuadro A3.8 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			dic-22			ene-23			Corrido de feb-23			
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	
TES																
Pesos	Sistema Financiero*	\$ (2,403)	\$ (1,426)	\$ (3,829)	\$ 4,581	\$ (890)	\$ 3,690	\$ (438)	\$ 344	\$ (94)	\$ 2,003	\$ 817	\$ 2,821	\$ 2,577	\$ (1,745)	\$ 832
	Offshore	\$ 14,974	\$ 1,426	\$ 16,400	\$ (1,231)	\$ 890	\$ (340)	\$ (1,511)	\$ (344)	\$ (1,855)	\$ 2,524	\$ (817)	\$ 1,706	\$ (3,754)	\$ 1,745	\$ (2,009)
TES	Sistema Financiero*	\$ (328)	\$ 2,919	\$ 2,592	\$ 934	\$ (294)	\$ 640	\$ 880	\$ (33)	\$ 847	\$ (108)	\$ 52	\$ (56)	\$ 1,042	\$ (345)	\$ 696
UVR	Offshore	\$ 3,739	\$ (2,919)	\$ 820	\$ (1,477)	\$ 294	\$ (1,184)	\$ 99	\$ 33	\$ 132	\$ (780)	\$ (52)	\$ (832)	\$ (697)	\$ 345	\$ (352)

Cifras en COP mm. Información actualizada al 18 de noviembre del 2022 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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



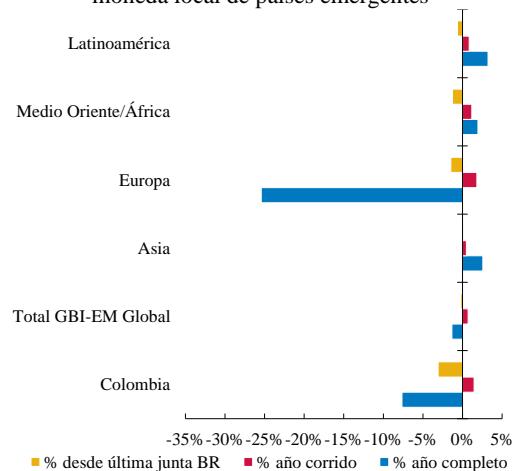
Fuente: Banrep. Datos diarios con base 100 el 1 de diciembre del 2020.

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 27 de enero, en lo corrido de 2023 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador aumentó para Asia (0,1%) y disminuyó para Europa (-1,5%), Medio Oriente/Africa (-1,3%) y Latinoamérica (-0,6%). El índice Total GBI-EM Global y el de Colombia presentaron variaciones de -0,22% y -3,09%, respectivamente.

Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio de economías emergentes por USD 65,7 mm, conformadas por entradas netas de USD 42,2 mm de renta fija y USD 23,5 mm de renta variable.

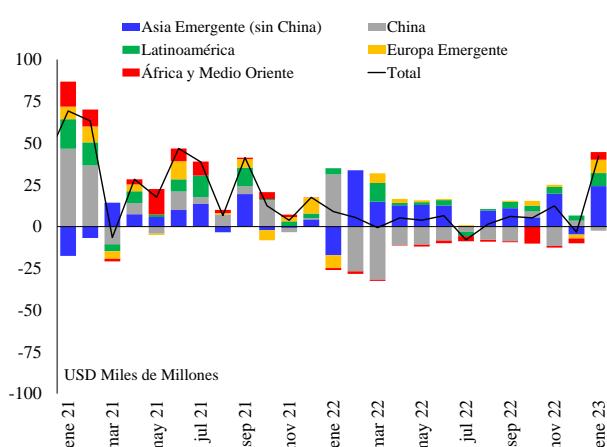
Gráfico A4.1. Variaciones de los índices de deuda en moneda local de países emergentes*



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM.

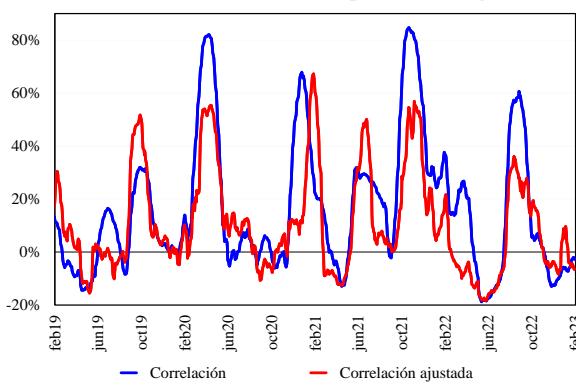
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

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 -2,74%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) cayó y se ubicó en -6,5%. 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

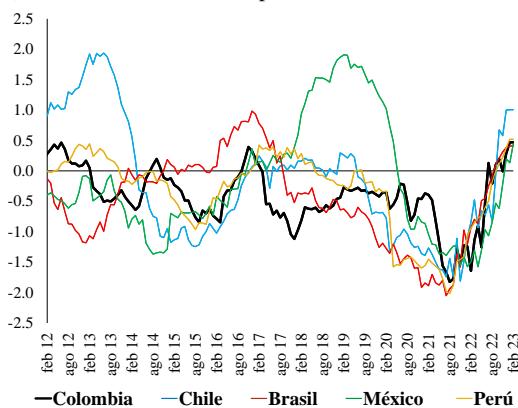
Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<i>Países desarrollados</i>				
1feb23	Reserva Federal	25	25	4,50% - 4,75%
2feb23	Banco de Inglaterra	50	50	4,00%
2feb23	Banco Central Europeo	50	50	3% / 3,25% / 2,50% *
6feb23	Banco de la Reserva de Australia	25	25	3,35%
8feb23	Banco Central de Islandia	50	-	6,50%
9feb23	Banco de Suecia	50	50	3,00%
<i>Países emergentes</i>				
30ene23	Banco de Ghana	100	200	28,00%
30ene23	Banco Central de Kenia	0	25	8,75%
31ene23	Banco Nacional de Bulgaria	40	-	1,82%
31ene23	Banco Central de la República Dominicana	0	-	8,50%
1feb23	Banco Nacional de Georgia	0	-	11,00%
1feb23	Banco Central de Túnez	0	-	8,00%
1feb23	Banco Central de Brasil	0	0	13,75%
2feb23	Banco Nacional Checo	0	0	7,00%
2feb23	Banco Central de Egipto	0	100	16,25%
6feb23	Banco de Uganda	0	-	10,00%
7feb23	Banco de la Reserva de la India	25	25	6,50%
8feb23	Banco Nacional de Polonia	0	0	6,75%
9feb23	Banco Nacional de Serbia	25	25	5,50%
9feb23	Banco Nacional de Rumanía	0	0	7,00%
9feb23	Banco de México	50	25	11,00%
9feb23	Banco Central de Reserva del Perú	0	25	7,75%
10feb23	Banco de Rusia	0	0	7,50%
15feb23	Banco de Namibia	25	-	7,00%
15feb23	Banco de Zambia	25	25	9,25%
15feb23	Banco Central del Uruguay	0	-	11,50%
16feb23	Banco Central de Filipinas	50	50	6,00%
16feb23	Banco de Indonesia	0	0	5,75%

*Corresponde a los tipos de interés de las operaciones principales de refinanciación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósitos.

En cuanto a los programas de compras de activos, la Reserva Federal anunció, como medio para retornar el nivel de inflación a su meta de 2%, que continuará reduciendo sus tenencias de bonos del tesoro, deuda corporativa y valores respaldados por hipotecas de agencias como parte de sus planes anunciados en mayo para reducir la hoja de balance. En el caso del Banco de Suecia, el Directorio Ejecutivo decidió que, a partir de abril, venderá bonos soberanos con el fin de reducir las tenencias de activos a un ritmo más rápido. En particular, el Banco venderá bonos nominales y reales por un valor mensual de SEK 3 mm y SEK 500 m, respectivamente.

Por último, en una sesión extraordinaria, el Banco Central Europeo recortó a SOFR menos 20 pb la tasa a la cual se remuneran los depósitos gubernamentales. La medida tiene como objetivo proporcionar incentivos para una reducción gradual y ordenada de dichos depósitos, con el fin de minimizar el riesgo de efectos adversos en el funcionamiento del mercado y garantizar la transmisión fluida de la política monetaria. Esta medida será efectiva a partir de 11 de mayo de 2023.

Gráfico A5.1. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)

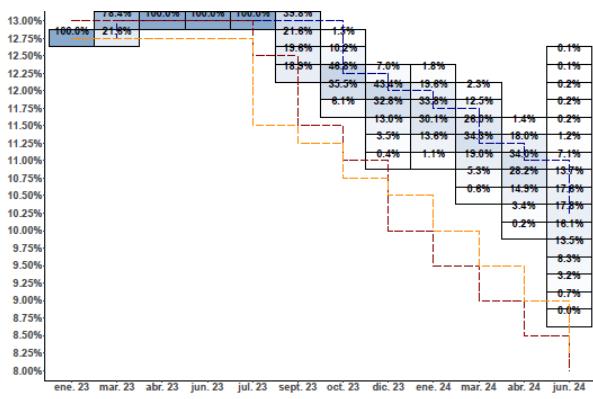


Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

En el Gráfico A5.1 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales desde el 2005. Se puede observar que en enero este indicador disminuyó para México y se mantuvo estable en Chile. Sin embargo, aumentó para Colombia, Perú y Brasil. Adicionalmente, con los últimos datos disponibles, en lo corrido de febrero este indicador no ha presentado cambios y se encuentra por encima de su media histórica para el conjunto de países.

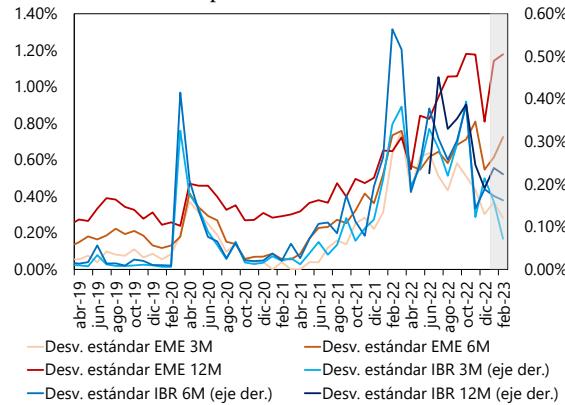
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS

Cuadro A6.1. 27 de enero de 2023



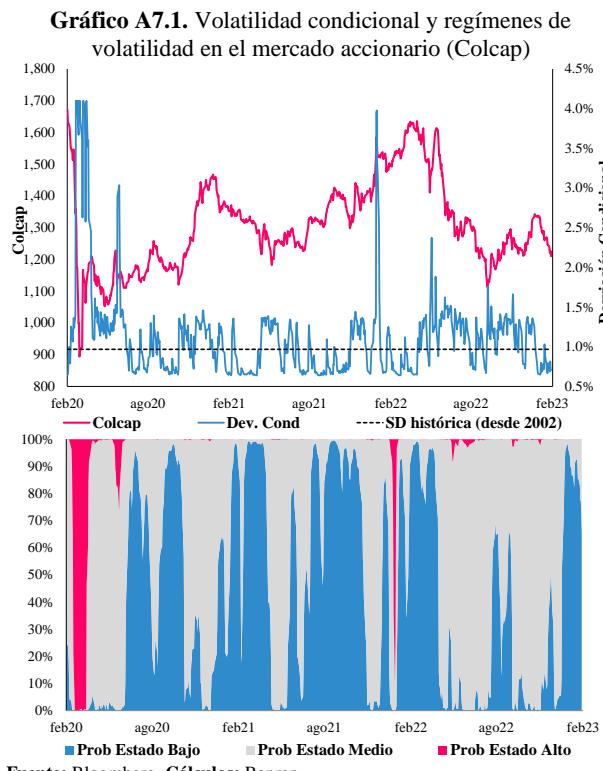
Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

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



Fuente y Cálculos: Banrep.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

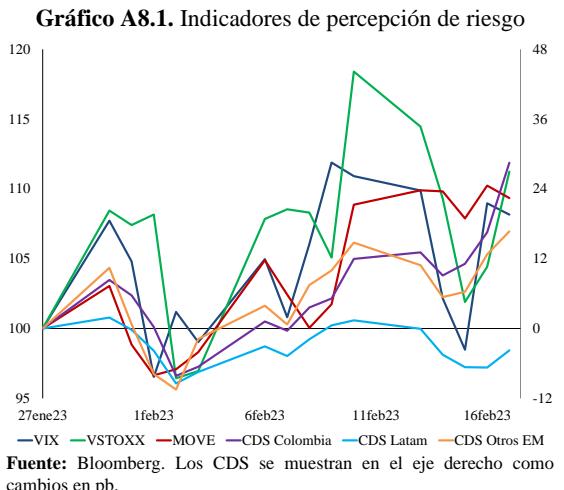


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

De acuerdo con la EOF, el 48% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia aumente (ant: 28%) durante los próximos tres meses, el 37% que se mantenga estable (31%), mientras que el 15% restante espera que disminuya (ant: 41%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 41% espera que aumente (ant: 41%), un 30% que permanezca sin cambios (ant: 25%) y un 7% que disminuya (ant: 9%)³⁰.

Entre el 27 de enero y el 17 de febrero de 2023 el MSCI COLCAP se desvalorizó 5,9%. Las acciones que tuvieron el peor desempeño durante el periodo fueron Corficolombiana (21,1%), Celsia (18,2%) y PF-Cementos Argos (17,2%). En lo corrido de febrero de 2023, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó y el 17 de febrero el MSCI COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.1).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional



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

en Europa estos indicadores aumentaron en Francia (obs: 296; ant: 262), Italia (obs: 100; ant: 79), España (obs: 160; ant: 147) y Reino Unido (obs: 257; ant: 247), mientras que disminuyó en Alemania (obs: 544; ant: 580, Gráficos A8.2 y A8.3).

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 Vix³¹, el Vstoxx³² y el Move³³, así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) aumentó en EE.UU. al pasar de 123 en diciembre a 180 en enero. Asimismo, los indicadores de política sanitaria (obs: 332; ant: 124), monetaria (obs: 310; ant: 163), comercial (obs: 105; ant: 16) y fiscal (obs: 157; ant: 95) aumentaron. Por su parte,

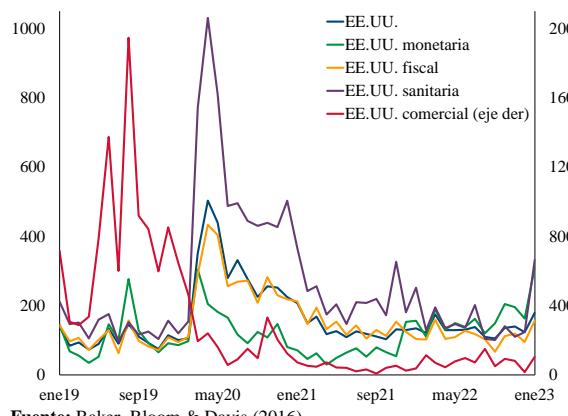
³⁰ Al 22% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 25%).

³¹ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

³² El Vstoxx es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

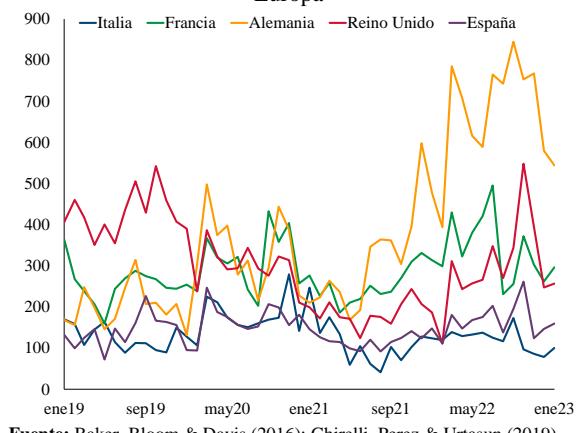
³³ El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de política monetaria		Tasa de crecimiento del PIB				
	Datos Dic. 2022		Esperada a Diciembre 2023		Vigente	Esperada a Diciembre 2023		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2023	
	Esp.	Obs.	Dic. 22	Ene. 23		Dic. 22	Ene. 23	Esp.	Obs.	Dic. 22	Ene. 23
Colombia	13,32%	13,25%	8,60%	8,83%	12,75%	10,50%	10,75%	6,60%	7,80%	1,10%	1,00%
Chile	12,10%	12,30%	5,00%	5,30%	11,25%	7,00%	7,50%	0,20%	0,26%	-1,50%	-1,50%
México	7,91%	7,91%	5,02%	5,10%	11,00%	10,25%	10,25%	4,10%	4,28%	1,10%	1,10%
Perú	8,97%	8,66%	3,75%	3,90%	7,75%	6,00%	6,25%	1,50%	1,70%	2,20%	2,23%
Brasil	5,81%	5,77%	5,39%	5,79%	13,75%	12,50%	12,75%	3,70%	3,58%	0,77%	0,76%
Ecuador	n.d.	3,12%	2,43%	2,47%	n.d.	n.d.	n.d.	3,19%	2,04%	2,09%	
Argentina	98,60%	98,80%	98,60%	96,94%	75,00%	75,00%	75,00%	5,80%	5,90%	0,47%	0,02%
EE.UU.	6,20%	6,40%	3,70%	3,80%	4,5% - 4,75%	4,75%	4,75%	2,90%	3,20%	0,50%	0,60%
India	6,00%	6,52%	5,12%	5,10%	6,50%	6,25%	6,25%	6,20%	6,34%	6,00%	6,00%
Sudáfrica	6,90%	6,90%	5,60%	5,60%	7,00%	7,30%	7,20%	2,80%	4,10%	1,25%	1,10%
China	2,10%	2,10%	2,40%	2,30%	2,00%	1,97%	1,95%	3,30%	3,90%	4,57%	4,80%
Rusia	11,63%	11,77%	5,85%	5,90%	7,50%	7,10%	7,10%	-4,10%	-3,70%	-2,95%	-3,00%
Turquía	53,80%	57,68%	44,00%	44,00%	9,00%	20,00%	20,00%	4,40%	3,85%	2,80%	2,80%
Noruega	6,50%	7,00%	4,50%	4,50%	2,75%	3,00%	3,00%	0,40%	0,60%	0,80%	0,80%
Costa Rica	n.d.	7,65%	4,80%	4,45%	9,00%	7,50%	7,25%	n.d.	2,80%	2,70%	2,63%
El Salvador	n.d.	7,00%	4,48%	4,49%	n.d.	n.d.	n.d.	2,20%	1,70%	1,70%	
Guate mala	n.d.	9,69%	4,98%	4,98%	4,25%	3,00%	3,50%	n.d.	3,80%	3,05%	3,00%
Honduras	n.d.	8,90%	5,99%	5,91%	3,00%	4,13%	3,69%	n.d.	2,60%	2,96%	2,97%
Panamá	n.d.	2,70%	2,30%	2,09%	n.d.	n.d.	n.d.	9,50%	4,15%	4,22%	
Paraguay	n.d.	7,80%	4,74%	4,94%	8,50%	6,69%	6,94%	n.d.	2,80%	4,15%	4,20%

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

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 10 de febrero.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 10 de febrero.

China: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de febrero. 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 febrero.

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 3T22, excepto en Colombia, México, Perú, EE.UU., China, Noruega y Costa Rica, cuya información corresponde al 4T22.

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