



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

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



Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales

Bogotá, D.C, 26 de mayo de 2023

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITAL

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS..	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana.....	9
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	14
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región....	15
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	16
2.1.	Expectativas de TPM	16
2.2.	Expectativas de crecimiento económico	20
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	21
4.	RECUADROS/ANEXOS	25
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	25
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local.....	30
	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

El grueso de las medidas de mercado continúa evidenciando una reducción de las expectativas de inflación para todos los plazos. Por su parte, las encuestas reflejan para el corto plazo expectativas de inflación similares a las del mes pasado, y continúan presentando una alta dispersión. Todas estas expectativas continúan por encima de la meta del Banco de la República (Banrep, Cuadro 1). Por otro lado, el mercado descontó una senda de política monetaria más persistente en el corto plazo y un nivel terminal en 2023 más alto que el descontado el mes anterior. Finalmente, el aplanamiento de la curva en pesos estuvo en línea con las expectativas de desaceleración económica y de una potencial finalización del ciclo de aumentos de tasas de interés.

El desempeño del mercado de deuda pública, del cual se extraen varias de las expectativas expuestas, se caracterizó por presentar valorizaciones, en línea con el comportamiento de la mayoría de los títulos de deuda pública de la región ante el mayor apetito por activos de economías emergentes. A nivel local, la mayor magnitud de las valorizaciones de los TES frente a sus pares de la región, pudo estar asociada con : i) el resultado de inflación de abril, el cual soportó la expectativa de que la inflación habría alcanzado un techo en el 1T23; ii) correcciones frente a las altas desvalorizaciones observadas durante la última semana de abril tras la incertidumbre asociada a los anuncios del cambio de gabinete de Gobierno; y iii) la demanda por parte de inversionistas extranjeros, entidades públicas y fondos de pensiones. Finalmente, el mercado de TES evidenció una mejora en su liquidez y una menor volatilidad.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

Expectativas de mercado												Expectativas de encuestas				
abr-23 may-23	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		dic-23	12 meses	dic-24	24 meses
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-24	may-25	dic-24	may-25	1 año	2 años				
	7,95%	7,41%	8,26%	7,00%	7,90%	7,21%	7,12%	6,87%	6,98%	6,41%	8,02%	7,17%				
	7,32%	6,94%	7,54%	6,65%	7,52%	6,91%	6,79%	6,57%	6,85%	6,29%	7,70%	6,85%				
Variación (pb)	-64	-47	-72	-36	-39	-30	-33	-30	-14	-12	-32	-32	-2	-12	6	12

*La expectativa de encuestas corresponde a un promedio de las encuestas del Banco de la República, EOF y Citibank.

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

Los BEI presentaron reducciones para todos los plazos. Con información hasta el 18 de mayo, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó para los diferentes plazos, con la reducción de mayor magnitud para el plazo de un año (64 pb). De esta manera, el 18 de mayo los BEI se ubicaron en 7,32% a un año, 6,51% a cinco años y 6,54% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior fue resultado de desvalorizaciones de los títulos en UVR del tramo corto, y mayores valorizaciones de los títulos en pesos frente a los denominados en UVR de los tramos medio y largo. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de mayo contra las tasas promedio de abril, se observan reducciones del BEI entre 20 pb y 52 pb para los distintos plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

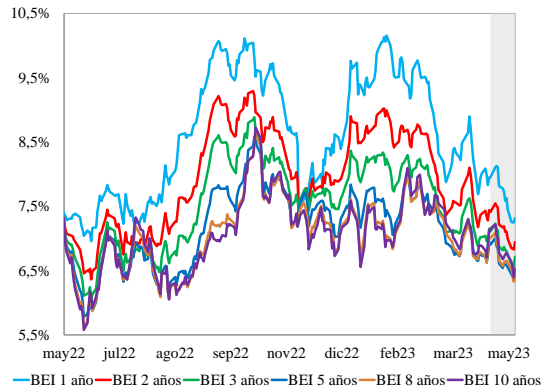
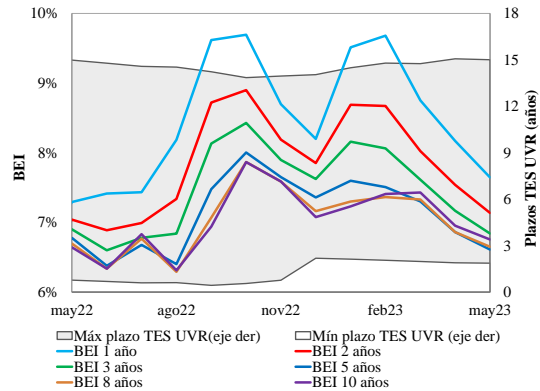


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



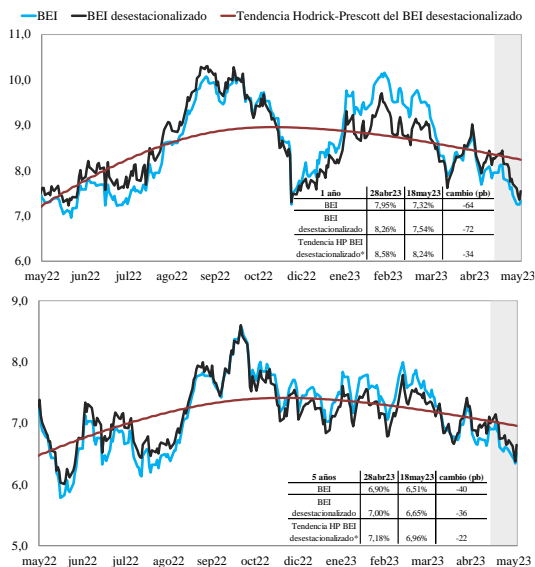
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.
Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)						TES UVR					
	TES pesos											
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
28abr23	11,25%	11,27%	11,32%	11,46%	11,73%	11,89%	3,30%	3,86%	4,21%	4,56%	4,72%	4,74%
18may23	10,84%	10,81%	10,82%	10,89%	11,05%	11,15%	3,52%	3,87%	4,10%	4,38%	4,56%	4,62%
	Variaciones (pb)											
	-42	-46	-50	-58	-68	-74	22	1	-10	-18	-16	-12
Var. BEI	-64	-47	-39	-40	-52	-62						
BEI	7,32%	6,94%	6,72%	6,51%	6,49%	6,54%						

	Promedios mensuales						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
abr23	10,99%	11,04%	11,10%	11,25%	11,48%	11,62%	2,82%	3,50%	3,93%	4,39%	4,62%	4,67%
may23*	10,95%	10,94%	10,97%	11,07%	11,28%	11,41%	3,30%	3,80%	4,13%	4,46%	4,63%	4,66%
	Variaciones (pb)											
	-4	-9	-13	-18	-21	-21	48	31	20	7	0	-1
Var. BEI	-52	-40	-33	-25	-21	-20						
BEI	7,65%	7,14%	6,84%	6,61%	6,65%	6,76%						

*Información disponible al 18 de mayo de 2023.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



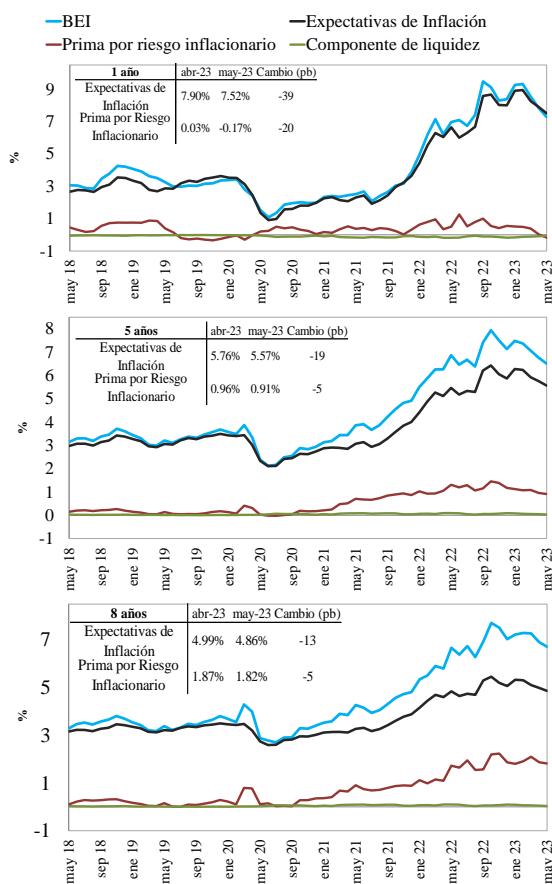
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

*El dato de la tendencia del 28 de abril se estimó con datos hasta esa fecha.

En general, esta dinámica se corrobora al corregir por estacionalidad y al analizar la tendencia de los BEI. Con el fin de controlar por la estacionalidad que tienen los TES denominados en UVR a inicios y fin de cada año, en el Gráfico 3 se presentan los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Adicionalmente, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (estimada de acuerdo con el filtro de Hodrick-Prescott), la cual ha tenido una buena capacidad de pronóstico de la inflación a un año. El BEI desestacionalizado disminuyó a 7,54% para el plazo de 1 año (ant: 8,26%), y a 6,65% para el plazo de 5 años (ant: 7,00%). Por su parte, la tendencia disminuyó a 8,24% para el plazo de 1 año (ant: 8,58%), y a 6,96% para el plazo de 5 años (ant: 7,18%).

En línea con lo anterior, el componente de expectativas de inflación que se extrae del BEI también mostró reducciones junto con la prima por riesgo inflacionario. Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI¹ para el periodo estudiado, a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De acuerdo con esta metodología, se espera que la inflación promedio para el próximo año sea alrededor de 7,52% (ant: 7,90%), para los próximos 5 años de 5,57% (ant: 5,76%) y para los próximos 8 años de 4,86% (ant: 4,99%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio cayeron y se ubicaron en -0,17%, 0,91% y 1,82% para estos mismos plazos.

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 7,29% (ant. 7,84%), 6,51% (ant. 6,76%) y 6,71% (ant. 6,91%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

Gráfico 5A. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)

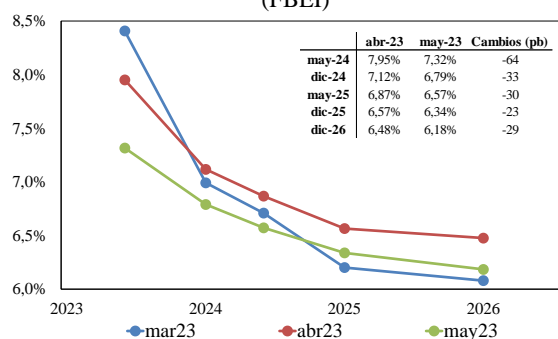
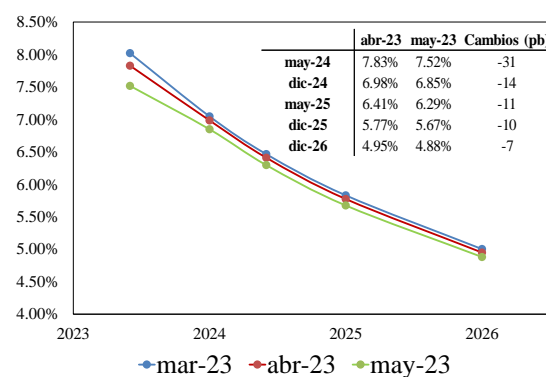


Gráfico 5B. FBEI a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



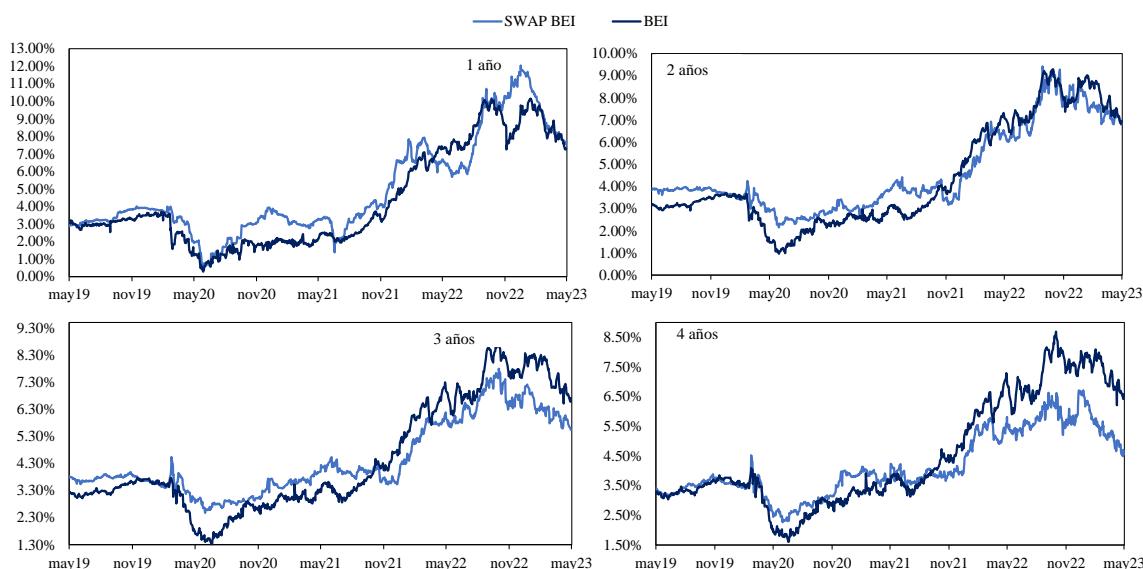
Fuentes: Precia, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. En el Gráfico 5B, la estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

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

Por su parte, las medidas de FBEI también sugieren reducciones en las expectativas de inflación para los próximos tres años, con valores que se mantienen por encima de la meta de inflación del Banrep. Con el objetivo de extraer las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como para finales de cada uno de los próximos tres años², considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para mayo y diciembre de 2024 y 2025, junto a esta medida para diciembre de 2026, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), con datos del 18 de mayo, la cual corresponde a 7,32%, 6,79%, 6,57%, 6,34% y 6,18%, 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 redujó y se ubicó en 7,52%, 6,85%, 6,29%, 5,67% y 4,88% para los mismos plazos.

Las expectativas de inflación implícitas en los contratos derivados también presentan reducciones. En el Gráfico 6 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *swaps* UVR (*swap* BEI³) y se contrastan con el BEI a 1, 2, 3 y 4 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 18 de mayo de 2023, los *swaps* BEI a 1, 2, 3 y 4 años cayeron 32 pb, 32 pb, 41 pb y 45 pb, y se ubicaron en 7,70%, 6,85%, 5,54% y 4,55%, respectivamente. La diferencia de las expectativas de inflación entre el mercado de deuda y el mercado de derivados se puede atribuir a primas por liquidez (las cuales podrían ser menores en los contratos negociados hasta 2 años -cerca del 59% y 42% de los contratos OIS IBR y swap IBR UVR se negocian con plazo hasta 2 años), diferencias en los participantes (en el mercado de derivados participa mayoritariamente inversionistas extranjeros) y costos de transacción⁴.

Gráfico 6. BEI y Swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años



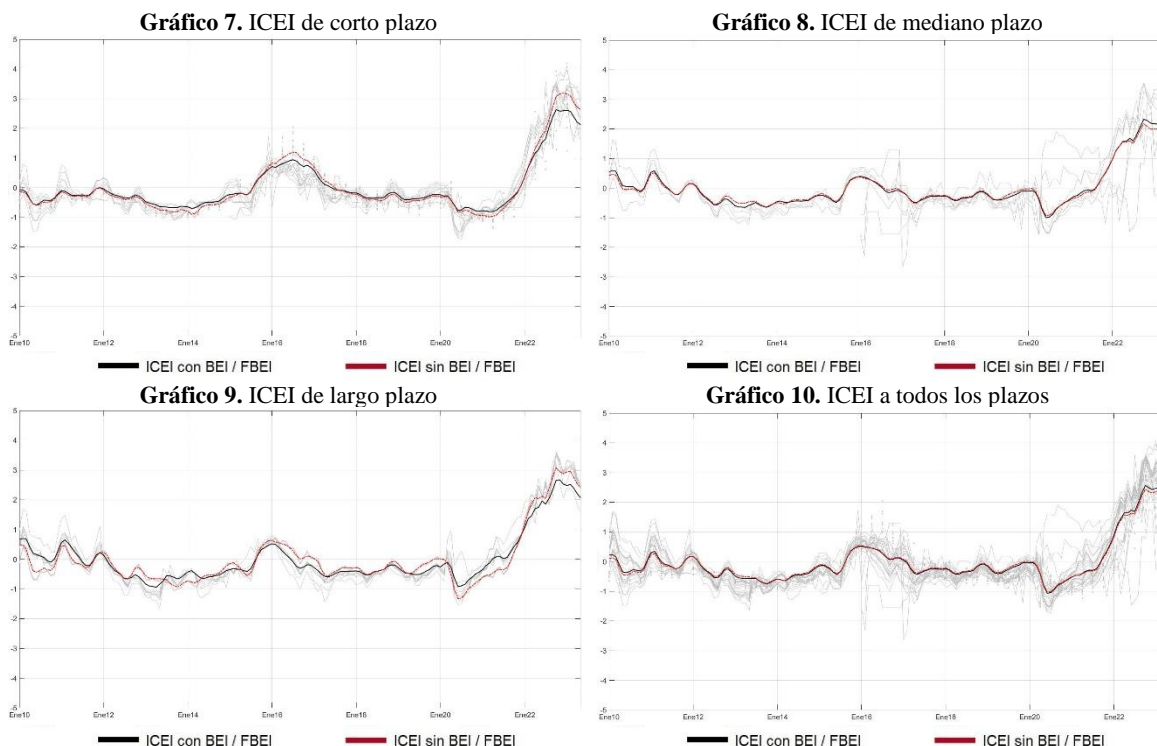
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

² No se estima la expectativa de inflación para fin de 2023 dado que el BEI para plazos inferiores a un año puede presentar distorsiones por liquidez.

³ Se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los Swap IBR UVR, para mas detalle consultar el recuadro *Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros*, publicado en el documento [Determinantes de la dinámicas de los mercados de capitales](#) de diciembre de 2020.

⁴ Ver: Gospodinov N y Wei B. *A note on extracting inflation expectations from market prices of tips and inflation derivatives* Federal Reserve Bank of Atlanta Research Department Note (2015); Hurd, M. *New Information from Inflation Swaps and Index-Linked Bonds*. Quarterly Bulletin, Spring 2006; Schulz, A, y Jelena S, 2011, Price discovery on traded inflation expectations: Does the financial crisis matter? BIS IFC Bulletin 34, 202– 234.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁵ (ICEI) continuó corrigiendo a la baja frente a los niveles históricamente altos (desde enero de 2010) observados durante los últimos meses (Gráficos 7 al 10).



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 para 2023 y 2024 se mantuvieron relativamente estables, mientras que aquellas sin alimentos presentaron reducciones. Los promedios de las encuestas de expectativas de inflación total aumentaron levemente para diciembre de 2023 (obs: 9,07%; ant: 9,01%) y diciembre de 2024 (obs: 4,89%; ant: 4,79%; Gráficos 11 y 12)⁶ y continúan exhibiendo una alta dispersión entre las distintas fuentes consultadas. Por otro lado, de acuerdo con la última Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banrep, los analistas redujeron su perspectiva sobre la inflación sin alimentos para 2023 y 2024. Por último, se destaca que los resultados de las encuestas continúan evidenciando una alta dispersión⁷, en línea con los altos niveles de las primas por riesgo inflacionario que se extraen de los BEI.

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 9,12% y 5,01%, respectivamente. Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banco de la República (Banrep), la inflación total esperada a doce meses disminuyó de 7,00% a 6,88%, mientras que a dos años aumentó de 4,00% a 4,12%, y a cinco años aumentó de 3,15% a 3,20%.

⁷ De acuerdo con la encuesta del Banco de la República, la desviación de las expectativas de inflación a doce meses comenzó a aumentar desde comienzos de 2022, al tiempo que la inflación comenzó a aumentar en Colombia. Mientras que el promedio histórico (desde 2003) de esta desviación se ubica en 46 pb, el dato más reciente se ubica en 118 pb.

Gráfico 11. Inflación esperada para cierre 2023

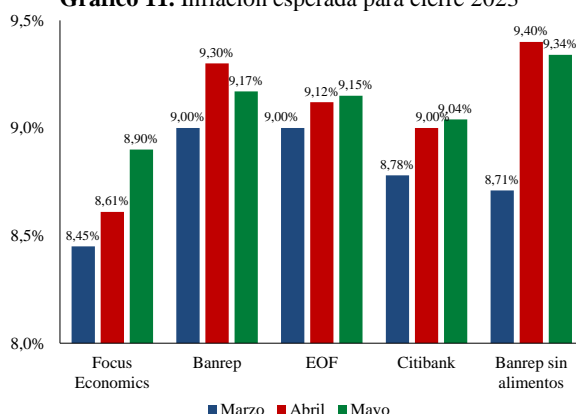
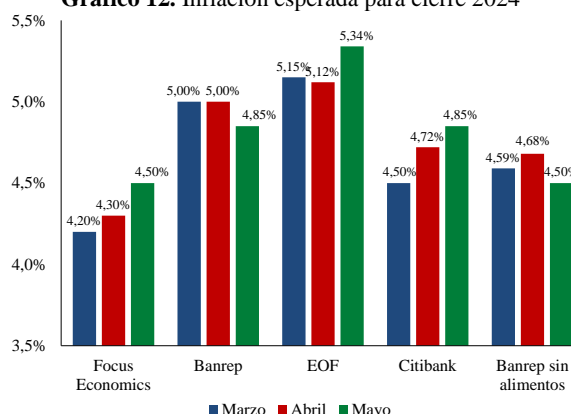
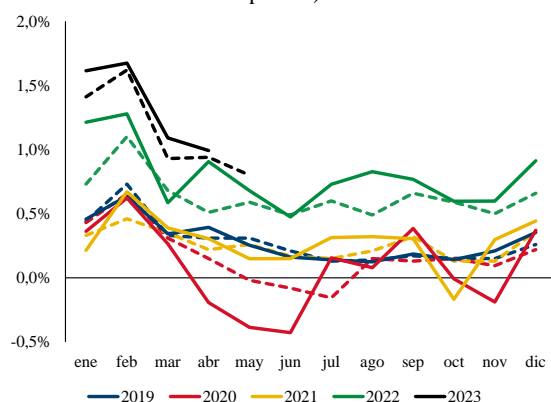


Gráfico 12. Inflación esperada para cierre 2024



Fuente: Focus Economics, Banrep, Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citibank. Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 16 de junio, con encuestas realizadas entre el 9 y el 14 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 8 y el 11 de mayo. La EOF se publicó el 23 de mayo con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 23 de mayo.

Gráfico 13. Inflación mensual sin alimentos (observada vs. esperada)



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

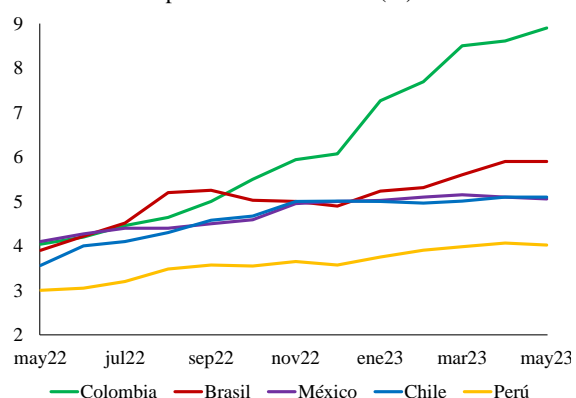
La expectativa de inflación mensual sin alimentos continúa en niveles históricamente elevados para el mes de análisis (desde 2007) y sigue sorprendiendo al alza. Para fin de este mes, los agentes encuestados por Citibank esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,80% m/m (Gráfico 13). Se observa que en lo corrido de 2023 las expectativas de los analistas se han ubicado por debajo de la inflación observada, al igual que en 2022.

El grueso de las medidas de mercado continúan evidenciando una reducción de las expectativas de inflación total para todos los plazos. Durante este mes, las expectativas de inflación provenientes del mercado de deuda

(BEI) y del mercado de derivados (Swap BEI) disminuyeron. Esta dinámica persiste cuando se ajusta por el comportamiento estacional de los TES denominados en UVR⁸, y por primas implícitas en el mercado de TES. Por su parte, las encuestas evidencian expectativas de inflación para finales de 2023 y 2024 similares a las registradas el mes pasado.

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

Gráfico 14. Expectativa de inflación (%) a fin de 2023



Fuente: Focus Economics.

expectativas de inflación de Colombia y los países de la región, como un factor que puede incidir en el comportamiento de los mercados locales (Gráfico 14).

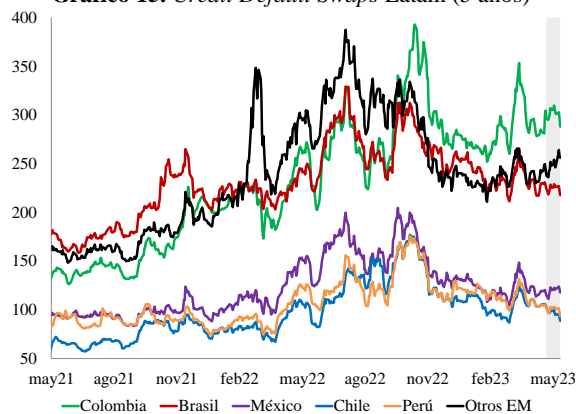
1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES se aplanó ante valorizaciones de los tramos medio y largo, superiores a las del tramo corto. Este comportamiento se encuentra en línea con expectativas de desaceleración económica y de una potencial finalización del ciclo de aumentos de tasas de interés. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el comportamiento de la mayoría de los títulos de deuda pública de la región ante el mayor apetito por activos de economías emergentes¹⁰ (Gráfico 15). Este mayor apetito pudo estar asociado con la menor incertidumbre frente al futuro del sector bancario en EE.UU, y recientemente ante las mayores expectativas de que el Gobierno Biden alcance un acuerdo con el Congreso para ampliar el techo de la deuda. A nivel local, la mayor magnitud de las valorizaciones de los TES frente a sus pares de la región, pudo estar asociada con: i) el resultado de inflación de abril (12,82%), por debajo de lo esperado por el mercado (12,95%) y del dato de mes previo (13,34%), lo cual soportó la expectativa de que la inflación habría alcanzado un techo en el 1T23; ii) la tendencia favorable que venía presentando el mercado desde comienzo de año, pese a las desvalorizaciones observadas durante la última semana de abril tras la incertidumbre asociada al cambio de gabinete del Gobierno; y iii) la demanda por parte inversionistas extranjeros, entidades públicas y fondos de pensiones (Gráficos 16 y 17).

En línea con el comportamiento favorable del tramo largo de la curva, los extranjeros realizaron compras en el mercado de contado de TES en pesos por un valor de COP 252 miles de millones (mm). Por su parte, las entidades públicas y los fondos de pensiones fueron los principales compradores en este mercado (COP 2.203 mm y COP 1.870 mm, respectivamente).

Las expectativas de inflación provenientes del mercado de deuda pública continúan ubicándose por encima de las encuestas. Ambas métricas se ubican por encima de la meta del Banco de la República. A 12 meses la encuesta del Banrep indica una expectativa de 6,88%, mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 7,52%. A 24 meses, la encuesta del Banrep indica una expectativa de 4,12%, mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 5,94%⁹. Por último, algunos analistas han mencionado la discrepancia entre la tendencia de las

Gráfico 15. Credit Default Swaps Latam (5 años)

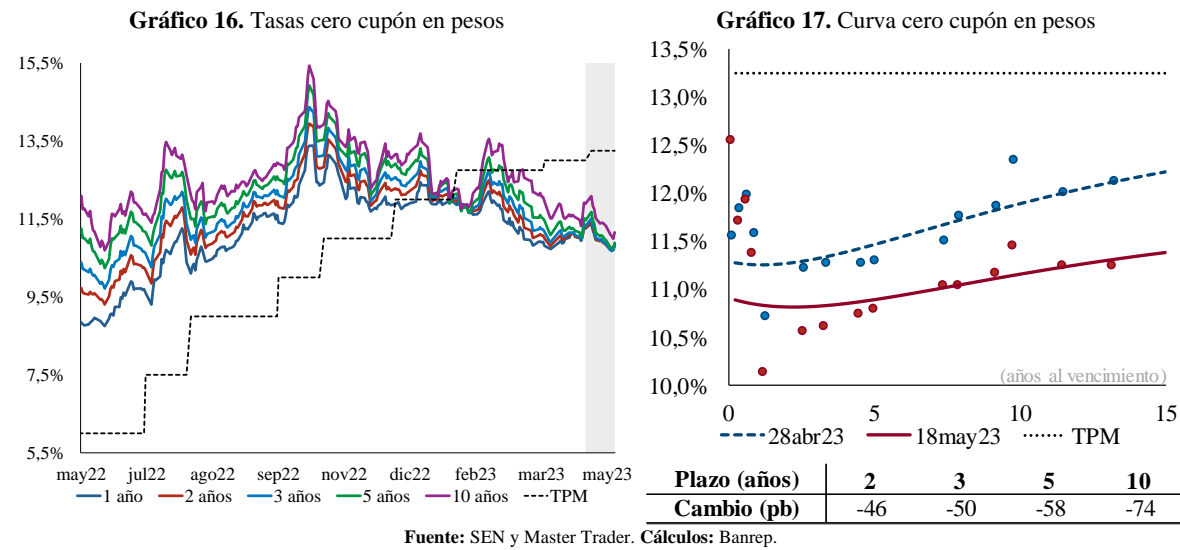


Fuente: Bloomberg.

⁹ A diciembre de 2024, las encuestas indican una expectativa promedio de 4,89%, mientras que el FBEI a 2024 neto de primas se ubica en 6,47% para el mismo plazo.

¹⁰ Durante este periodo, el CDS a cinco años disminuyó 14 pb en Chile, 8 pb en Colombia, 8 pb en Perú, y 7 pb en Brasil, mientras que en México aumentó 3 pb. Por su parte, el índice CDX EM (que reúne una muestra de 18 economías emergentes) aumentó 18 pb.

En los tramos corto y medio, los inversionistas extranjeros realizaron ventas por COP 214 mm y COP 3 mm, respectivamente, mientras que en el tramo largo compraron COP 469 mm¹¹ (ver Anexo 3). Por su parte, las entidades públicas realizaron compras en los tramos corto, medio y largo por COP 276 mm, COP 739 mm y COP 1.188 mm, respectivamente. Además, los fondos de pensiones realizaron compras por COP 99 mm en el tramo corto, ventas por COP 51 mm en el tramo medio y compras por COP 1.821 mm en el tramo largo, con las cuales se mantuvieron como los principales tenedores de TES (27% del total de TES circulando).

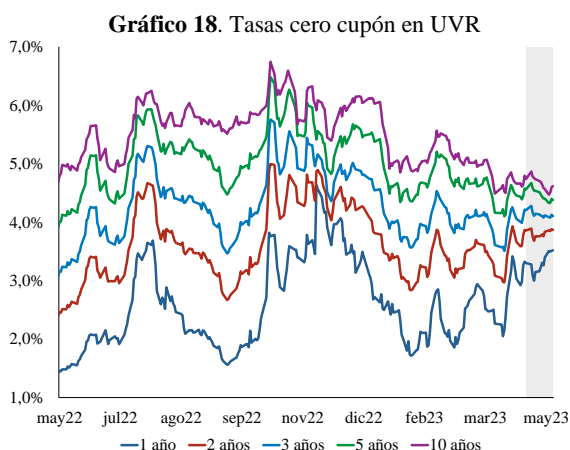


La curva de TES denominados en UVR se aplanó ante desvalorizaciones de los títulos del tramo corto y valorizaciones de los títulos de los demás tramos. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el desempeño de los TES denominados en pesos. En cuanto a los títulos del tramo corto, las desvalorizaciones estuvieron en línea con la publicación del dato de inflación de abril (Gráficos 18 y 19).

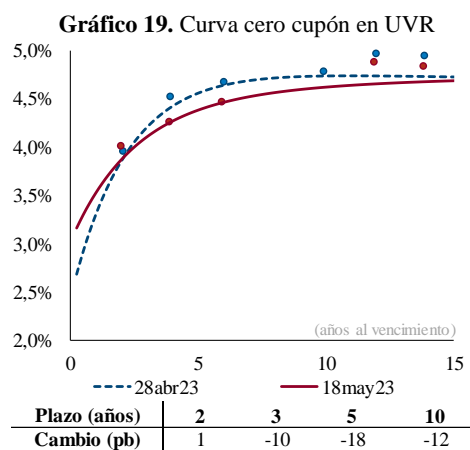
Los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas de TES en UVR en el mercado de contado por COP 208 mm, particularmente en el tramo largo (COP 171 mm), mientras que los principales compradores fueron los bancos comerciales (COP 1.049 mm). Durante este periodo, los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas de TES en UVR en el mercado de contado y a futuro por un valor de COP 187 mm (COP 1 mm, COP 35 mm y COP 150 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente -ver Anexo 3)¹².

¹¹En el mercado a futuro, los inversionistas extranjeros vendieron COP 218 mm en el tramo corto, COP 253 mm en el tramo medio y COP 125 mm en el tramo largo.

¹²Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros vendieron COP 1 mm en el tramo corto, COP 35 mm en el tramo medio y COP 171 mm en el tramo largo del mercado spot. En el mercado a futuro de TES UVR, la posición compradora de los extranjeros aumentó en COP 21 mm, concentrada en el tramo largo.



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.



Durante el periodo analizado, los inversionistas extranjeros realizaron compras por COP 44 mm en el mercado de contado de TES, las cuales estuvieron concentradas en referencias de largo plazo en pesos. Pese a esto, en lo corrido de 2023 los inversionistas extranjeros han vendido COP 328 mm en el mercado de contado de TES en pesos y UVR. Sin embargo, han revertido su tendencia de ventas desde abril, y 2020 vuelve a categorizarse como el año con las mayores ventas de estos agentes acumuladas a mayo (Gráfico 20).

Por tipo de agente extranjero, se observa una recomposición de la base inversionista hacia agentes que toman posiciones más activas en el mercado. En particular, los fondos de pensiones internacionales han sido los principales vendedores durante 2023 (COP 2.306 mm), seguidos de los fondos soberanos y las autoridades monetarias, con ventas netas por COP 1.076 mm y COP 442 mm respectivamente¹³. Por su parte, los fondos mutuos presentan compras por COP 2.509 mm, las compañías de seguros por COP 737 mm y los no clasificados por COP 412 mm¹⁴ (Gráfico 21). Desde la última JDBR, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales por valor de COP 373 mm¹⁵. Por el contrario, los fondos mutuos han realizado compras por COP 884 mm¹⁶.

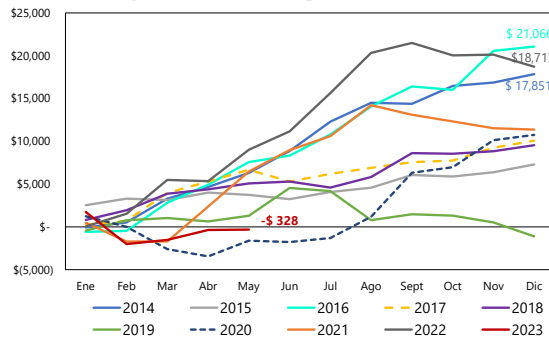
¹³Con información al 18 de mayo, los endowment funds registran ventas por COP 85 mm, los bancos extranjeros por COP 59 mm y los hedge funds por COP 21 mm.

¹⁴En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales (COP -2.304 mm). Los fondos soberanos, los endowment funds, los hedge funds, las organizaciones multilaterales, los bancos extranjeros, las autoridades monetarias, los no clasificados, las compañías de seguros y los fondos mutuos presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -297 mm, COP -157 mm, COP -21 mm, COP 4 mm, COP 111 mm, COP 432 mm, COP 438 mm, COP 669 mm y COP 2809 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR se concentraron en las autoridades monetarias (COP -873 mm). Los fondos soberanos, los fondos mutuos, los bancos extranjeros, los no clasificados, los fondos de pensiones internacionales, las compañías de seguros y los endowment funds presentaron flujos netos en TES UVR por COP -780 mm, COP -300 mm, COP -170 mm, COP -26 mm, COP -3 mm, COP 68 mm y COP 72 mm, respectivamente.

¹⁵Con información al 18 de mayo, los fondos soberanos, endowment funds, no clasificados, bancos extranjeros, compañías de seguros, autoridades monetarias y fondos mutuos han presentado flujos netos por COP -62 mm, COP -43 mm, COP -34 mm, COP 56 mm, COP 94 mm, COP 156 mm y COP 251 mm, respectivamente

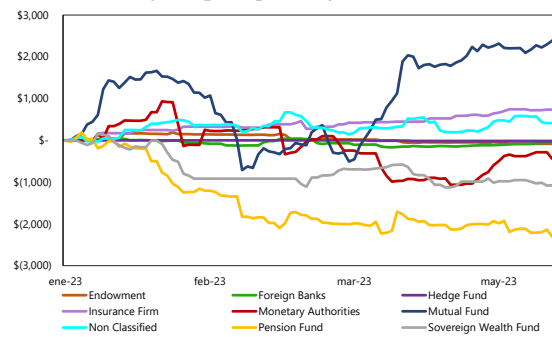
¹⁶En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales (COP -373 mm). Los fondos soberanos, los endowment funds, los no clasificados, los bancos extranjeros, las compañías de seguros, los fondos mutuos y las autoridades monetarias presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -88 mm, COP -43 mm, COP -34 mm, COP 56 mm, COP 94 mm, COP 276 mm, COP 366 mm y COP 252 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR se concentraron en las autoridades monetarias (COP -210 mm). Los fondos mutuos, los fondos de pensiones internacionales y los fondos soberanos presentaron flujos netos en TES UVR por COP -24 mm, COP 26 mm y COP -208 mm, respectivamente.

Gráfico 20. Compras netas de los inversionistas extranjeros acumuladas por año (COP mm)



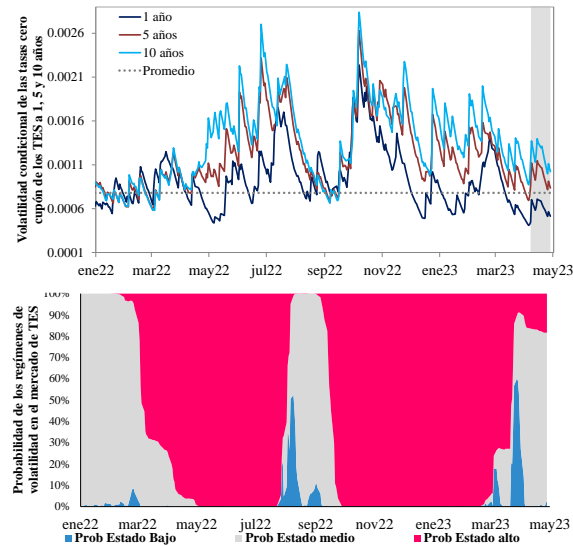
Fuente: Banrep.

Gráfico 21. Flujos diarios acumulados de inversionistas extranjeros por tipo de agente (COP mm)



Fuente: Banrep.

Gráfico 22. 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.

Disminuyó la volatilidad en el mercado de TES en pesos, al tiempo que la liquidez presentó una mejora. La volatilidad promedio

de las tasas en el mercado de TES en pesos descendió para los plazos de 1, 5 y 10 años, y el mercado se ubicó con mayor probabilidad en un estado de volatilidad medio (Gráfico 22). Por su parte, los indicadores de liquidez muestran una mejora frente a lo registrado en abril para los TES en pesos y UVR¹⁷. Pese a que estos indicadores aún sugieren niveles de liquidez inferiores a los registrados previo a la pandemia del Covid-19, estos se han venido recuperando durante los últimos meses. La afectación de los indicadores de liquidez y volatilidad es una dinámica común a los mercados desde 2020 (Anexo 2 - Gráficos 23 al 26).

¹⁷ Al 18 de mayo los BAS promedio diario se ubicaron en 8,2 pb y 6,6 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles promedio de 9,3 pb y 8,6 pb observados durante abril, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Durante el último mes, la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de COP 126,9 mm a COP 140,1 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR lo hizo de COP 101,0 mm a COP 104,1 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente.

Gráfico 23. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)

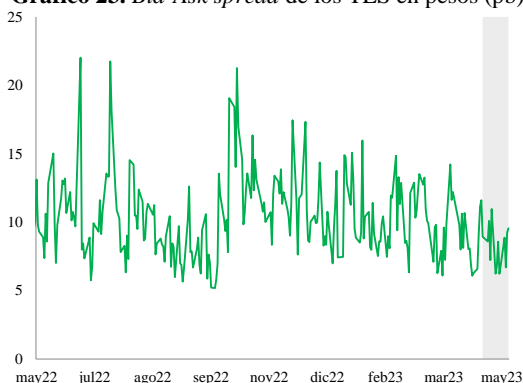
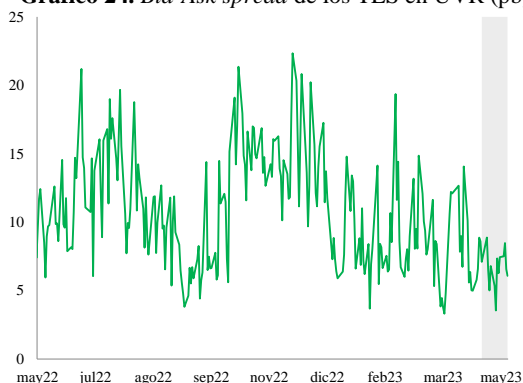


Gráfico 24. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



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 25. Profundidad promedio TES en pesos

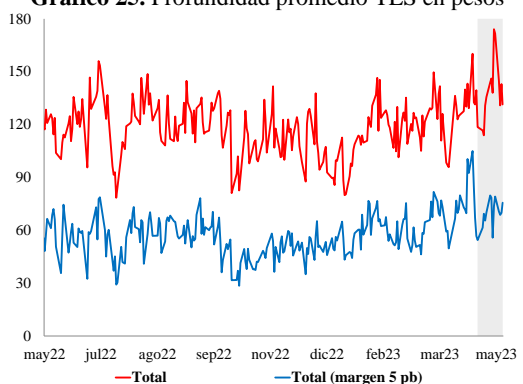
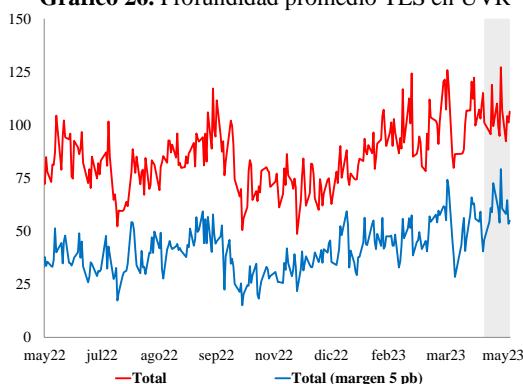


Gráfico 26. Profundidad promedio TES en UVR



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.

Las pendientes de las curvas de TES en pesos y en UVR disminuyeron de manera importante, en línea con las expectativas de desaceleración económica y de una potencial finalización del ciclo de aumentos de tasas de interés. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años disminuyó 28 pb, hasta 34 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y 13 pb, hasta 75 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 27 y 28).

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

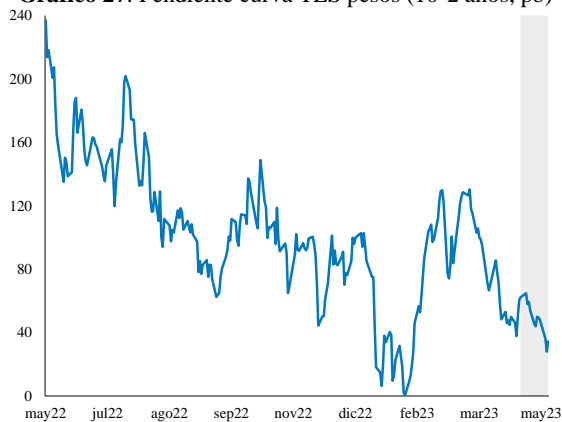


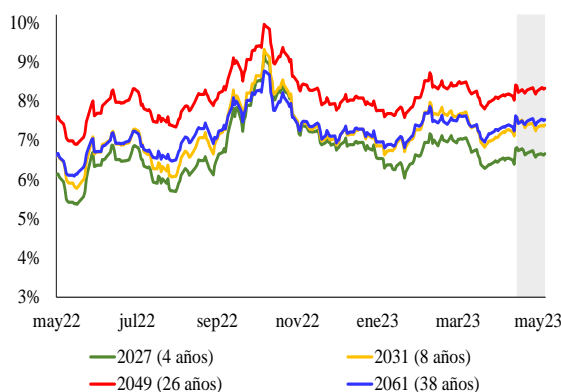
Gráfico 28. Pendiente curva TES UVR (10-2 años, pb)



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

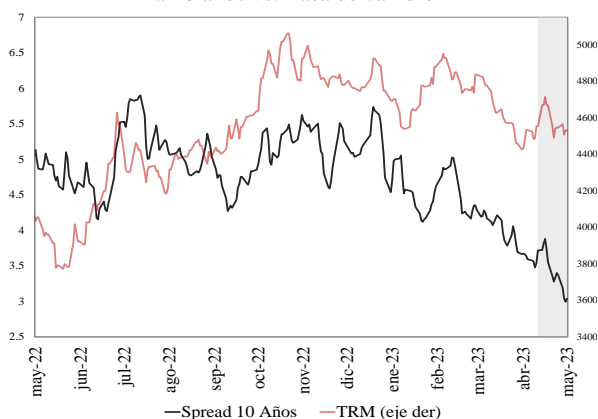
La curva de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se empinó y su diferencia con la tasa de los títulos locales ha presentado una corrección significativa. Desde el 28 de abril, las tasas de los títulos con vencimientos a 4, 8, 26 y 38 años presentaron variaciones de -8 pb, -7 pb, 11 pb y 9 pb, respectivamente (Gráfico 29). El margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) continuó disminuyendo de forma importante con respecto a los niveles históricamente altos alcanzados en 2022, debido a las mayores valorizaciones de la deuda local frente a la denominada en moneda extranjera. Este comportamiento se encuentra en línea con los factores locales que impulsaron las compras de agentes en el tramo largo de la curva denominada en pesos (Gráfico 30).

Gráfico 29. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

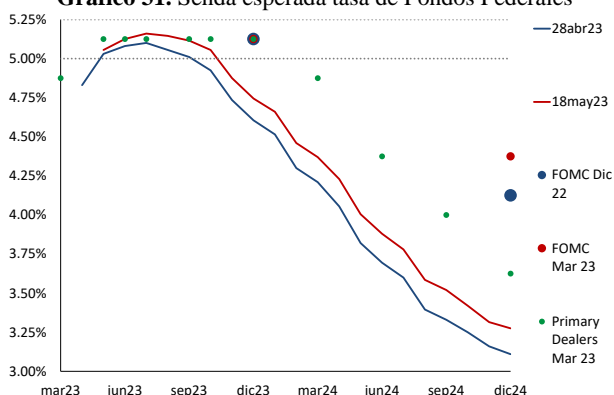
Gráfico 30. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

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

Gráfico 31. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

frente a la anticipada en abril (4,61%, Gráfico 31).

En esta misma línea, el CME¹⁸ muestra que el rango más probable de tasas de los fondos federales para finales de 2023 se mantuvo estable. Según esta entidad, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre del 2023 es el rango entre 4,50% y 4,75%

El mercado descuenta que la tasa de los fondos federales ya alcanzó su nivel terminal. No obstante, anticipa una senda de política monetaria más persistente, con reducciones durante el segundo semestre del año. Pese a esto, todavía se estima un escenario de tasas inferior al de las proyecciones del FOMC para diciembre de 2023 (diferencia de 38 pb). De acuerdo con los contratos de futuros sobre las tasas de los Fondos Federales, el mercado espera que ya se haya alcanzado la tasa terminal. No obstante, descuenta una tasa más alta a finales de 2023 (4,75%),

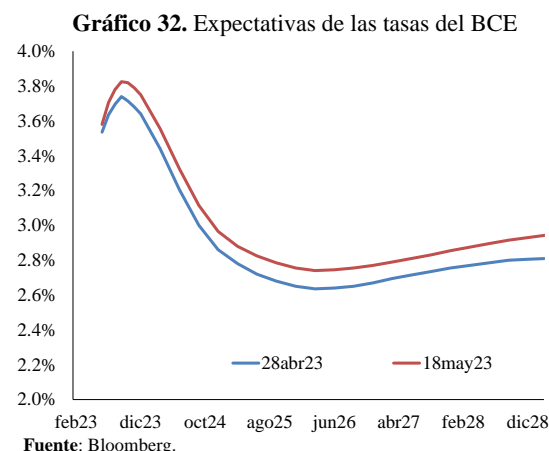
¹⁸ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

(probabilidad de 40%), el cual es seguido por el rango entre 4,75% y 5,00% (probabilidad de 32%, 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%	5,00%-5,25%	5,25%-5,50%
28abr23	1%	9%	30%	37%	19%	4%	0%
18may23	0%	1%	16%	40%	32%	10%	1%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange.



En Europa se observa una expectativa de 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 32, Anexo 5).

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

Los Tesoros de EE.UU. presentaron desvalorizaciones. Las desvalorizaciones del corto plazo estuvieron asociadas con las expectativas de una senda de política monetaria más contractiva tras el reporte de empleo de abril, el cual evidenció que el mercado laboral estadounidense continúa siendo resiliente, y ante los comentarios *hawkish* de varios funcionarios de la Reserva Federal a favor de continuar con una postura monetaria contractiva. Por su parte, los títulos de largo plazo se desvalorizaron ante la menor demanda por activos refugio, consecuencia del mayor optimismo frente al futuro del sector bancario en EE.UU., y recientemente ante las mayores expectativas de que el Gobierno Biden alcance un acuerdo con el Congreso para ampliar el techo de la deuda.

En línea con el comportamiento de los TES, la mayoría de los títulos de deuda pública de la región presentaron valorizaciones. Estas valorizaciones estuvieron acordes con el comportamiento mayoritariamente favorable de los CDS y los EMBI de la región (Gráficos 33 y 34; Anexo 4).

Gráfico 33. Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE.UU.

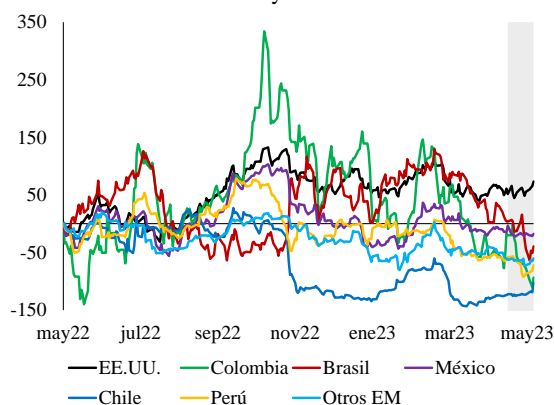
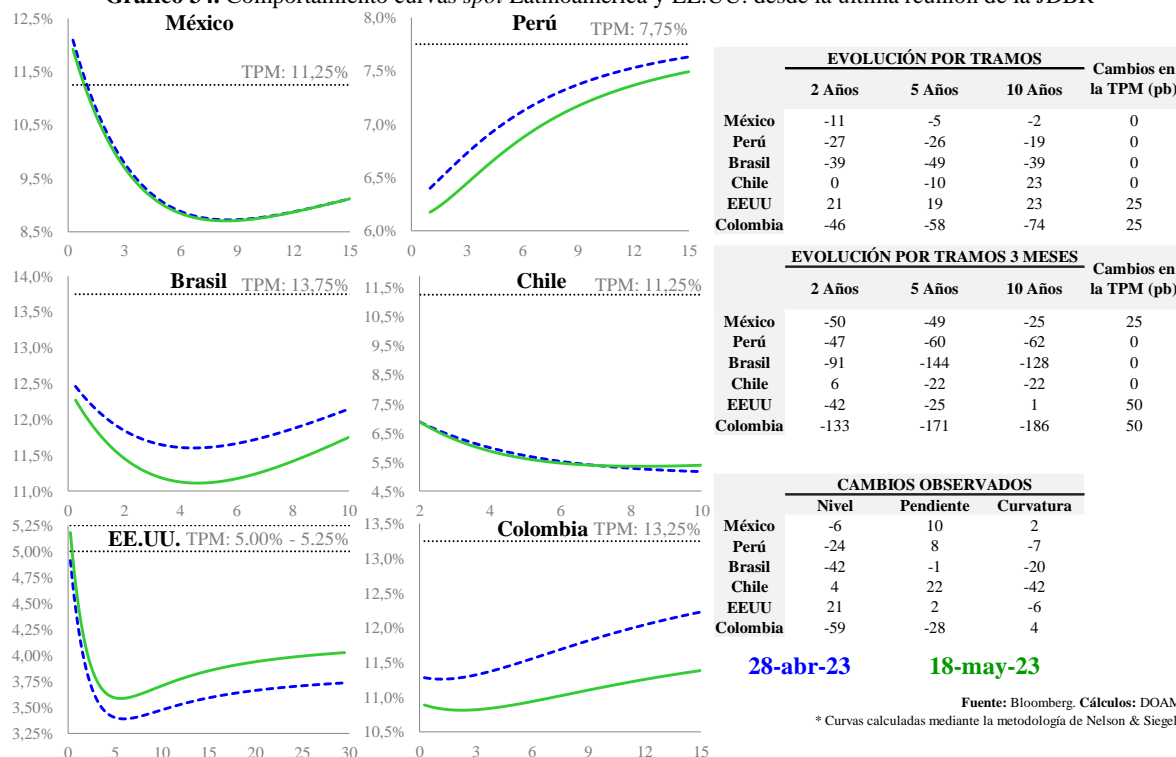
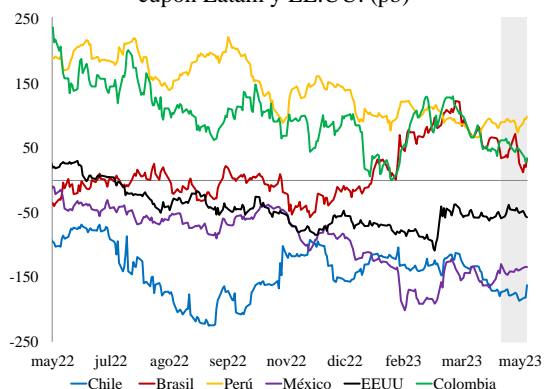


Gráfico 34. Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



La mayoría de las pendientes de las curvas de la región aumentó. El Gráfico 35 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia disminuyó 28 pb hasta ubicarse en 34 pb. Por su parte, las pendientes de Chile (-162 pb), México (-134 pb), Perú (99 pb) y EE.UU. aumentaron 22 pb, 10 pb, 8 pb y 2 pb, respectivamente, mientras que la de Brasil (34 pb) disminuyó 1 pb.

Gráfico 35. Pendiente 10 años - 2 años curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

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

2.1. Expectativas de TPM

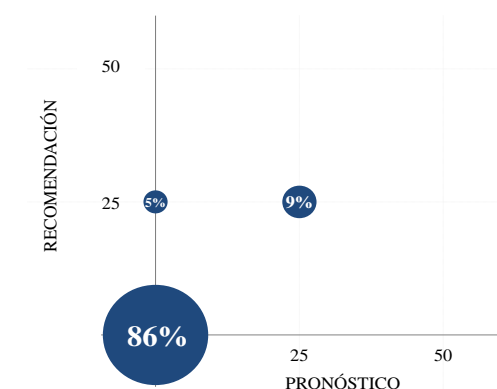
Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera que la JDBR mantenga inalterada la TPM en junio. Primero, según la EME del Banrep, la mediana señala una tasa esperada de 13,25% en junio¹⁹ (desviación estándar de 15 pb). Por su parte, según la encuesta de analistas de mercados

¹⁹ Datos recolectados entre el 8 y el 11 de mayo.

financieros de Citibank²⁰, de las 22 entidades encuestadas el 86% espera y recomienda que la TPM permanezca inalterada en junio, el 9% espera y recomienda un incremento de 25 pb y el 5% restante espera que no se incremente la TPM, pero recomienda un aumento de 25 pb. La desviación estándar de las expectativas disminuyó de 0,12% en abril a 0,07% en mayo (Gráfico 36 y Anexo 1). Por otro lado, en cuanto a la reunión de mayo, la mediana de la EME señala una expectativa de que no haya cambios de la TPM (desviación estándar de 9 pb), mientras que según la Encuesta de Opinión Financiera²¹ (EOF), el 100% de los encuestados espera que la TPM se mantenga inalterada.

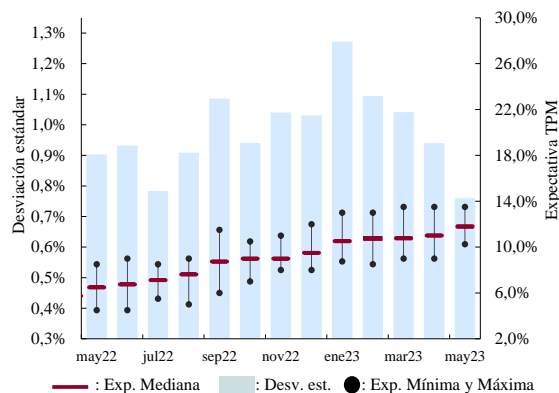
Por su parte, en el Gráfico 37 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2023 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre abril y mayo la tasa mediana esperada aumentó a 11,75%.

Gráfico 36. Expectativa de cambio (pb) TPM



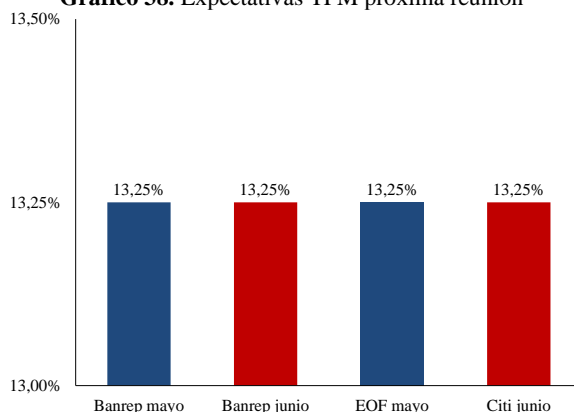
Fuente: ANIF y Citibank.

Gráfico 37. Expectativas TPM para diciembre de 2023



Fuente: Citibank.

Gráfico 38. Expectativas TPM próxima reunión



Fuente: Banrep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del Banrep se realizó entre el 8 y el 11 de mayo. La EOF se publicó el 23 de mayo con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 23 de mayo. *La EOF averigua por la reunión de mayo (azul), la encuesta de Citi indaga por la de junio (rojo), mientras que la encuesta del Banrep pregunta por ambas reuniones.

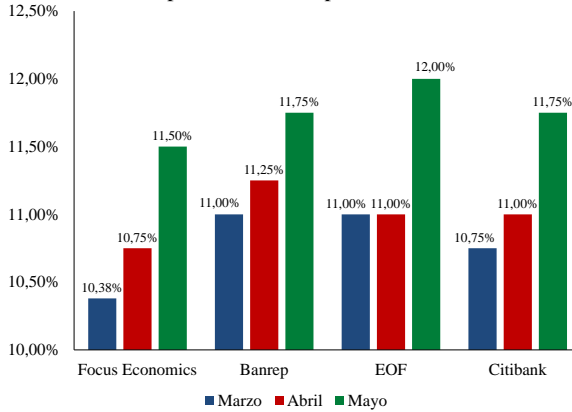
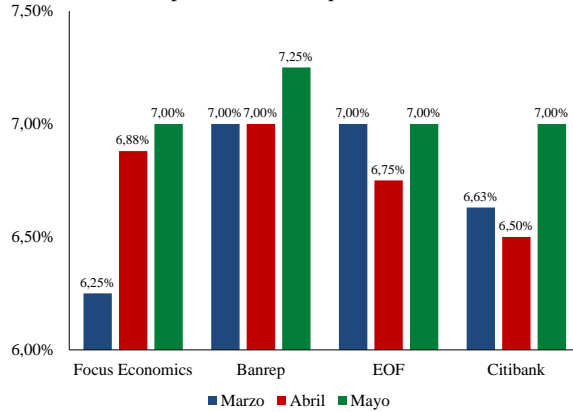
Las encuestas evidencian expectativas de una senda de política monetaria más persistente.

En los Gráficos 38, 39 y 40 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 mayo y junio; ii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2023 aumentó de 11,08% a 11,83%; y iii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 aumentó de 6,78% a 7,06%²².

²⁰ Recibida el 23 de mayo.

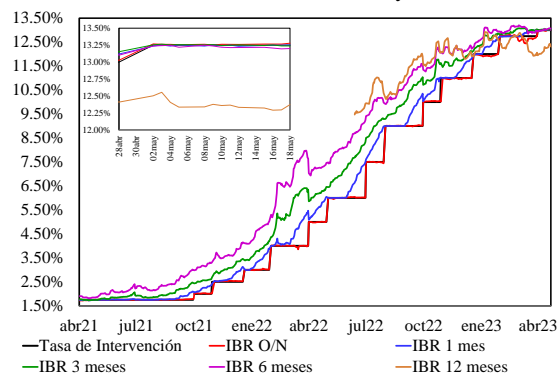
²¹ Publicada el 23 de mayo con información recolectada entre el 8 y el 12 del mismo mes.

²² Excluyendo la encuesta de Focus Economics, el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 disminuyó de 6,88% a 6,75%.

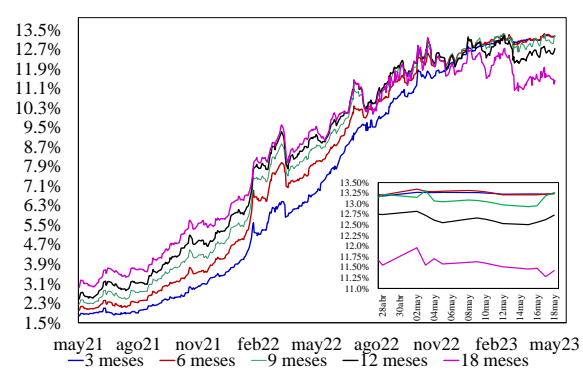
Gráfico 39. Expectativas TPM para diciembre de 2023**Gráfico 40. Expectativas TPM para diciembre de 2024**

Fuente: Focus Economics, Banrep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 16 de junio, con encuestas realizadas entre el 9 y el 14 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 8 y el 11 de mayo. La EOF se publicó el 23 de mayo con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 23 de mayo.

Desde la última reunión de la JDBR, ante el aumento de la TPM por parte de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 1 y 9 meses subieron en promedio 8 pb, mientras que las tasas de 12 y 18 meses cayeron 6 pb. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 18 de mayo las tasas IBR a 1, 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses variaron 14 pb, 9 pb, 10 pb, -4 pb, 4 pb, -1 pb y -13 pb, respectivamente (Gráficos 41 y 42).

Gráfico 41. Tasa de intervención y tasas IBR

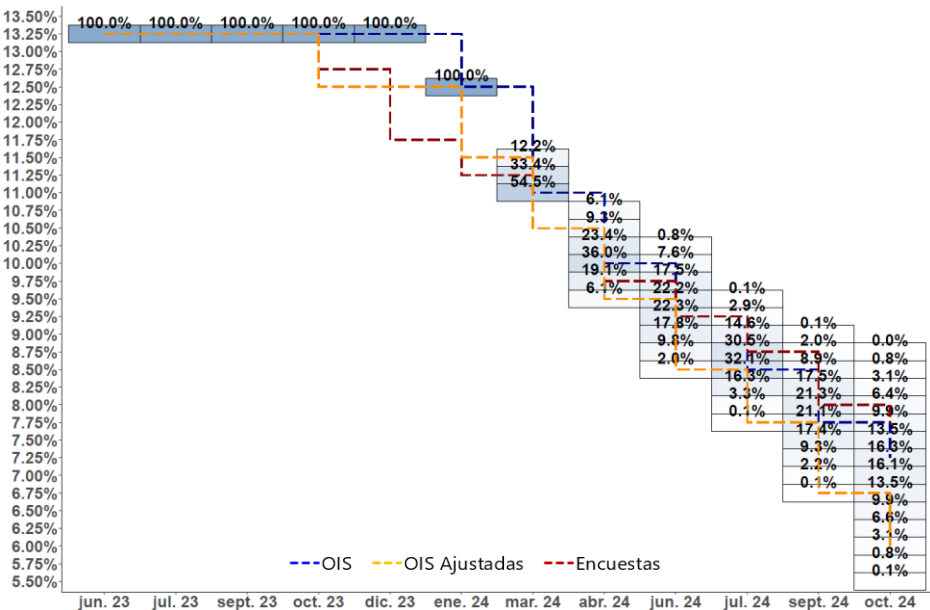
Fuente: Banrep. **Cálculos:** Banrep.

Gráfico 42. Tasas OIS

Fuente: Banrep. **Cálculos:** Banrep.

Las tasas del mercado OIS no descuentan más aumentos de la TPM y se espera que la tasa permanezca en niveles altos durante más meses. Aunque, en 2024 se anticipan mayores reducciones de la TPM. Las expectativas del mercado no descuentan cambios de la TPM para las reuniones de mayo y junio. Después del aumento de 25 pb de la tasa de intervención (por encima de lo descontado por el mercado), el mercado OIS se ajustó y empezó a descontar una senda de TPM más alta para 2023 y persistente pasando de una tasa esperada para diciembre de 2023 de 12,00% a 12,50%. Luego, tras la publicación de la cifra de inflación la cual se ubicó por debajo de lo esperado, las tasas OIS empezaron a descontar reducciones mas acentuadas de la TPM durante 2024, de tal forma que a septiembre de 2024 se espera una tasa de 7,75% (ant: 9,00%, Gráficos 43, 44 y Anexo 6).

Gráfico 43. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 18 de mayo de 2023)



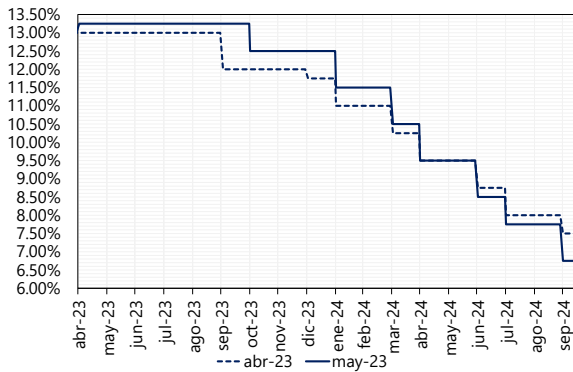
Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** Banrep. **Nota:** La línea punteada roja es la mediana de las expectativas de TPM a diferentes plazos tomada de la encuesta mensual de expectativas del Banrep de febrero de 2023. La línea punteada naranja es la senda más probable de las tasas OIS ajustadas por prima a término del 21 de abril de 2023. Las probabilidades reflejan la senda de TPM esperada por el mercado OIS sin ajuste por prima a término (la línea azul).

Gráfico 44. Evolución de expectativas TPM – OIS

oct-24						7,25%	oct-24	13.75%
sep-24				8,00%	9,00%	7,75%	sep-24	13.50%
ago-24							ago-24	13.25%
jul-24	10,25%	10,00%	8,50%	8,50%	9,50%	8,50%	jul-24	13.00%
jun-24		10,75%	9,25%	9,00%	10,00%	9,25%	jun-24	12.75%
may-24							may-24	12.50%
abr-24	11,00%	11,25%	9,00%	9,75%	10,75%	10,00%	abr-24	12.25%
mar-24	11,25%	11,50%	10,00%	10,25%	11,25%	11,00%	mar-24	12.00%
feb-24							feb-24	11.75%
ene-24	11,75%	12,00%	10,25%	10,75%	11,75%	11,50%	ene-24	11.50%
dic-23	12,00%		11,50%	11,50%	12,00%	12,50%	dic-23	11.25%
nov-23							nov-23	11.00%
oct-23	12,75%	12,25%	12,75%	11,75%			oct-23	10.75%
sep-23		12,50%		12,00%			sep-23	10.50%
ago-23							ago-23	10.25%
jul-23							jul-23	10.00%
jun-23					13,50%		jun-23	9.75%
may-23							may-23	9.50%
27ene23** 24feb23** 30mar23** 5abr23** 28abr23** 18may23**								9.25%

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

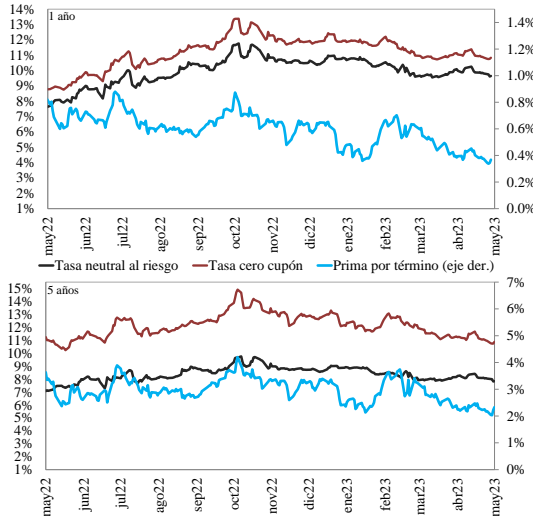
Gráfico 45. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 28 de abril y 18 de mayo

De acuerdo con las expectativas de TPM ajustadas por la prima a término del mercado OIS no se esperan más aumentos de la tasa de intervención y la tasa permanecerá por mas tiempo en 13,25%. También, se anticipan mayores reducciones de la TPM para 2024. En el Gráfico 46 se presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los días 28 de abril y 18 de mayo de 2023. Según esta medida las expectativas para diciembre de 2023 y a septiembre de 2024 se ubicaron en 12,50% (ant: 11,75%) y 6,75% (ant: 7,50%), respectivamente.

Gráfico 46. Tasa neutrales al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años



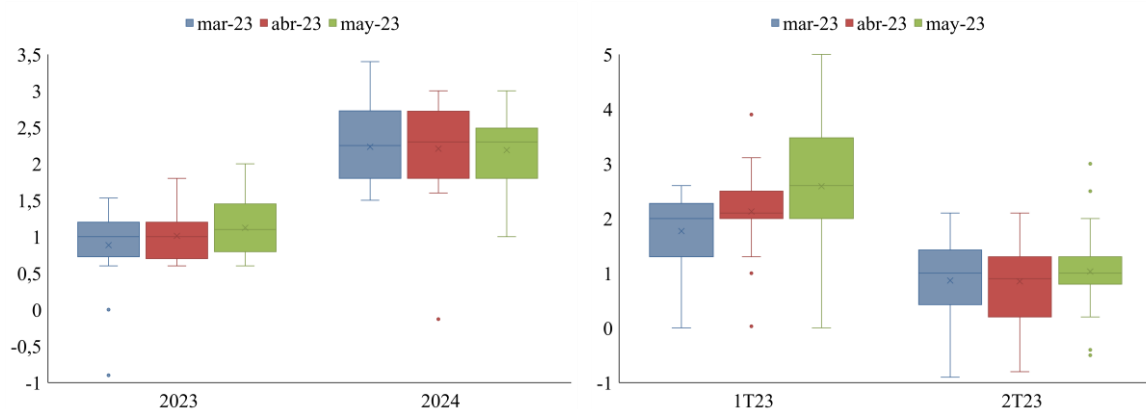
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Las reducciones de las tasas de los TES en pesos se explican por mayores reducciones de las tasas neutrales al riesgo, lo cual muestra expectativas de una política monetaria menos restrictiva para el siguiente año. En el Gráfico 25 se presentan la prima a término y la tasa neutral al riesgo con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las primas a término cayeron 7 pb para los plazos de un año (0,37%) y cinco años (2,33%). Por su parte, las tasas neutrales al riesgo se redujeron 52 pb y 50 pb, y se ubicaron en 9,65% y 7,84% para los plazos a 1 y 5 años, respectivamente (Gráfico 46).

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento de la economía colombiana se mantuvieron relativamente estables para 2023 y 2024. De acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para 2023 de 1,0% a 1,1%, para el 1T23 de 2,1% a 2,6%, y para el 2T23 de 0,9% a 1,0%, mientras que para 2024 la mantuvieron en 2,3% (Gráfico 47). Asimismo, de acuerdo con la encuesta de Citi, la expectativa de crecimiento para 2023 aumentó de 1,0% a 1,15%, mientras que para 2024 se redujo de 2,4% a 2,15%.

Gráfico 47. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)
Anuales **Trimestrales**



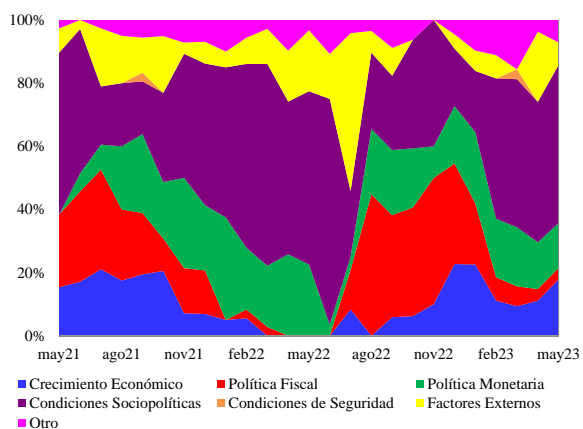
Fuente: Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. La línea del centro de la caja representa la mediana y la “x” la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

El 15 de mayo, el DANE dio a conocer que la economía colombiana creció 3,0% durante el 1T23.

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 permanezcan relativamente estables²³ (desviaciones estándar de 42 pb y 46 pb). A fin de año, los analistas esperan que estos mismos títulos se valoricen 75 pb y 40 pb, respectivamente (desviaciones estándar de 70 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se valore 4%, mientras que a 12 meses esperan una valorización cercana al 6% (desviaciones estándar de 10% y 18%).

Gráfico 48. 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 continuaron ocupando el primer lugar. En concreto, un 50% resaltó las condiciones sociopolíticas (ant: 44%, var: 6 pp), un 18% el crecimiento económico (ant: 11%; var: 7 pp), un 14% la política monetaria (ant: 15%, var: -1 pp), un 7% los factores externos (ant: 22%; var: -15 pp), otro 7% otros factores (ant: 4%; var: 3 pp), mientras que el 4% restante señaló la política fiscal (ant: 4%; var: 0 pp). Los agentes que mencionaron otros factores señalaron puntualmente la agenda de reformas (Gráfico 48). Por otra parte, en el Anexo 9 se

presentan las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

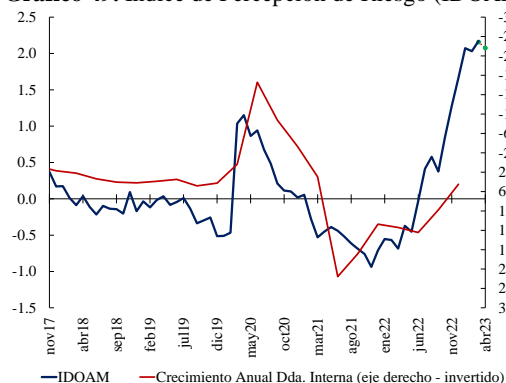
Con datos preliminares abril, el IDOAM sugiere una ligera mejora de las condiciones financieras. Este indicador disminuyó por una menor volatilidad del mercado accionario y de TES, y la reducción de las expectativas de inflación. El nivel alto del indicador se explica por los altos

²³ 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.

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 frente a la meta del Banco, el menor crecimiento esperado y la alta volatilidad del mercado de TES (Gráfico 49).

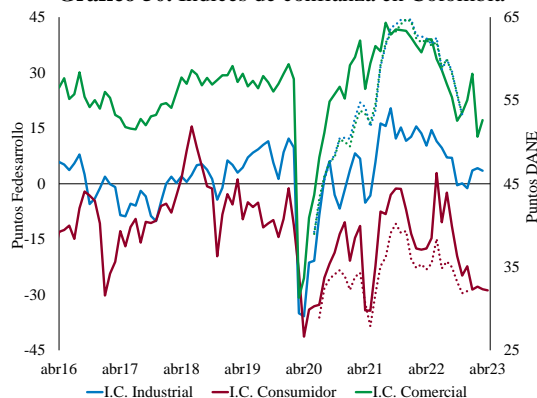
El indicador de confianza del consumidor continuó deteriorándose en abril y alcanzó un nivel mínimo no observado desde mayo de 2021. El resultado de la confianza del consumidor (obs: -28,8%; ant: -28,5%) se explica por unas expectativas más pesimistas del consumidor (obs: -18,3%; ant: -16,1%), las cuales fueron parcialmente contrarrestadas por una percepción menos desfavorable de las condiciones económicas (obs: -44,7%; ant: -47,1%, Gráfico 50). Por el contrario, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -24,39% a -16,81% (Gráfico 51).

Gráfico 49. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



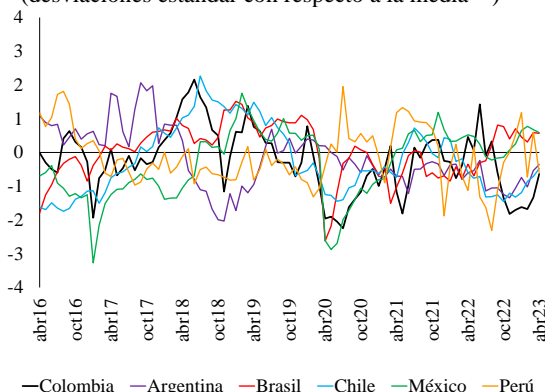
Fuentes: Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC, **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible. **Nota:** Se usa la volatilidad implícita promedio de los TES a 1, 5 y 10 años extraída de un modelo GARCH(1,1)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

Gráfico 50. Índices de confianza en Colombia



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

Gráfico 51. Índices de confianza de Latinoamérica*
(desviaciones estándar con respecto a la media**)



Fuentes: INEGI²⁴, FGV²⁵, UDD, Banrep, Fedesarrollo, APOYO. **Cálculos:** Banrep. *Series desestacionalizadas. Información mensual. ** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

El indicador de confianza desestacionalizado disminuyó en Perú, México y Brasil, y aumentó para los demás países. Colombia continúa presentando el menor nivel dentro de los países de la muestra, a pesar de haber registrado el mayor aumento durante abril. El Gráfico 51 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 marzo y abril de 2023 el indicador aumentó para Colombia, Chile y Argentina, y disminuyó en Perú, México y Brasil. Los indicadores de México y Brasil se encuentran por encima de su media histórica, a diferencia de los demás países²⁶.

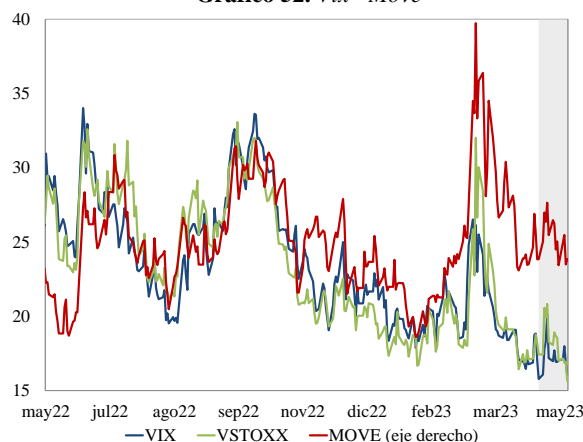
²⁴ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas.

²⁵ Instituto Brasileiro de economia.

²⁶ La serie para Colombia se puede descomponer en 3 componentes: tendencia, estacionalidad y un componente irregular. Usando la metodología Census-X12 aditiva se encuentra que durante los meses de abril el componente estacional tiende a ser negativo, así, al restar este componente a la serie original (la cual presentó un comportamiento estable) se obtiene un aumento de la serie ajustada estacionalmente.

La percepción de riesgo disminuyó a nivel internacional. El *Vix*²⁷, el *Vstoxx*²⁸ y el *Move*²⁹ presentaron reducciones durante este mes, las cuales pudieron estar asociadas con el mayor apetito por activos riesgosos ante la menor incertidumbre frente al futuro del sector bancario en EE.UU, y recientemente ante las mayores expectativas de que el Gobierno Biden alcance un acuerdo con el Congreso para ampliar el techo de la deuda. Se destaca que el *Vix* y el *Vstoxx* continuaron ubicándose en niveles mínimos no observados desde diciembre de 2021, mientras que el *Move* se mantiene en niveles altos, lo cual refleja la incertidumbre frente al futuro de la política monetaria. (Gráfico 52). Por el contrario, el *Skew*³⁰ continuó aumentando durante el periodo de análisis, lo cual estuvo asociado con la demanda de coberturas ante una mayor probabilidad de un evento de cola en el *S&P 500* (Gráfico 53).

Gráfico 52. Vix - Move



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 53. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

Finalmente, el EMBI³¹ presentó un comportamiento mixto en las economías emergentes. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) disminuyó 21 pb (18 pb) en Colombia, 14 pb (14 pb) en Brasil, y 10 pb (corresponde al EMBIG) en Chile, y aumentó 8 pb (10 pb) en México y 5 pb (2 pb) en Perú (Gráficos 54 y 55).

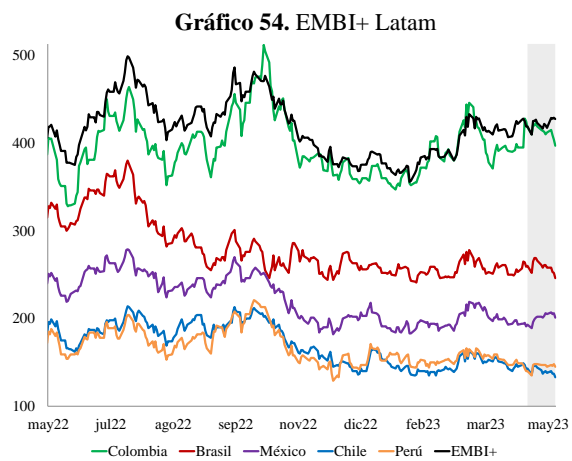
²⁷ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

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

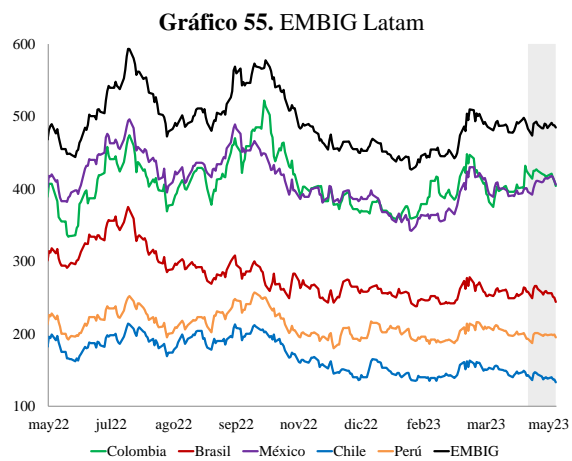
²⁹ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

³⁰ El *Skew* es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

³¹ Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be COP ied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. COP yright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	13,25%	13,25%
Alianza	13,25%	13,25%
Asobancaria	13,25%	13,25%
Axa Colpatría	13,25%	13,25%
Banco Agrario	13,50%	13,50%
Banco de Bogotá	13,25%	13,25%
Banco de Occidente	13,25%	13,25%
BBVA	13,25%	13,25%
BTG Pactual	13,25%	13,25%
Casa de Bolsa	13,25%	13,25%
Citi	13,25%	13,25%
Corficolombiana	13,25%	13,25%
Fidubogotá	13,25%	13,25%
Fiduoccidente	13,25%	13,25%
Grupo Bancolombia	13,25%	13,50%
Grupo Bolívar	13,50%	13,50%
Itaú	13,25%	13,25%
JP Morgan	13,25%	13,25%
Positiva	13,25%	13,25%
Scotiabank Colpatría	13,25%	13,25%
Skandia	13,25%	13,25%
XP Investments	13,25%	13,25%
Promedio	13,27%	13,28%
Mediana	13,25%	13,25%
Desv. Estándar	0,07%	0,09%
Máximo	13,50%	13,50%
Mínimo	13,25%	13,25%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
13,25%	91%	20
13,50%	9%	2
Total	100%	22

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
13,25%	86%	19
13,50%	14%	3
Total	100%	22

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

Participantes	dic-23	dic-24
Acciones y Valores	12,50%	6,00%
Alianza	11,00%	5,00%
Asobancaria	11,25%	6,50%
Axa Colpatría	11,50%	7,00%
Banco Agrario	13,50%	10,00%
Banco de Bogotá	11,25%	7,50%
Banco de Occidente	11,50%	6,25%
BBVA	12,50%	7,00%
BTG Pactual	12,00%	6,00%
Casa de Bolsa	11,50%	6,00%
Citi	10,75%	5,50%
Corficolombiana	11,50%	6,00%
Fidubogotá	12,25%	9,00%
Fiduoccidente	11,50%	6,25%
Grupo Bancolombia	12,50%	8,70%
Grupo Bolívar	12,00%	
Itaú	13,25%	7,00%
JP Morgan	11,75%	7,25%
Positiva	11,75%	7,50%
Scotiabank Colpatría	12,25%	5,75%
Skandia	10,25%	7,00%
XP Investments	12,00%	7,25%
Promedio	11,83%	6,88%
Mediana	11,75%	7,00%
Desv. Estándar	0,76%	1,21%
Máximo	13,50%	10,00%
Mínimo	10,25%	5,00%
No. Respuestas	22	21

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

Participantes	dic-23	dic-24
Acciones y Valores	9,00%	4,90%
Alianza	8,70%	3,80%
Asobancaria	8,90%	5,10%
Axa Colpatría	8,20%	4,10%
Banco Agrario	9,80%	6,40%
Banco de Bogotá	8,88%	4,49%
Banco de Occidente	9,07%	4,85%
BBVA	9,10%	5,10%
BTG Pactual	8,30%	4,00%
Casa de Bolsa	9,80%	5,60%
Citi	7,80%	3,70%
Corficolombiana	9,80%	5,60%
Fidubogotá	9,73%	5,97%
Fiduoccidente	9,07%	4,85%
Grupo Bancolombia	9,00%	4,80%
Grupo Bolívar	10,25%	5,52%
Itaú	9,50%	4,60%
JP Morgan	8,60%	4,70%
Positiva	8,90%	4,50%
Scotiabank Colpatría	8,84%	4,43%
Skandia	9,31%	7,00%
XP Investments	9,30%	5,00%
Promedio	9,08%	4,96%
Mediana	9,04%	4,85%
Desv. Estándar	0,59%	0,82%
Máximo	10,25%	7,00%
Mínimo	7,80%	3,70%
No. Respuestas	22	22

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 9 y el 14 de mayo

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,75%	0	0,0%	1	3,1%
5,00%	0	0,0%	3	9,4%
5,75%	0	0,0%	2	6,3%
6,00%	0	0,0%	7	21,9%
6,50%	0	0,0%	2	6,3%
7,00%	0	0,0%	7	21,9%
7,25%	0	0,0%	1	3,1%
7,50%	0	0,0%	4	12,5%
8,50%	1	2,9%	0	0,0%
9,00%	3	8,6%	4	12,5%
10,00%	2	5,7%	1	3,1%
10,25%	2	5,7%	0	0,0%
10,50%	2	5,7%	0	0,0%
11,00%	5	14,3%	0	0,0%
11,25%	2	5,7%	0	0,0%
11,50%	3	8,6%	0	0,0%
11,75%	2	5,7%	0	0,0%
12,00%	3	8,6%	0	0,0%
12,25%	3	8,6%	0	0,0%
12,50%	2	5,7%	0	0,0%
13,25%	2	5,7%	0	0,0%
13,50%	3	8,6%	0	0,0%
Media	11,35%		6,83%	
Mediana	11,50%		7,00%	

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

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

Encuestas realizadas entre el 9 y el 14 de mayo

Empresa	Estimación 2023	Estimación 2024
1 Acciones y Valores	8,99%	4,18%
2 AGPV	8,00%	5,00%
3 Alianza Valores y Fiduciaria	8,70%	3,81%
4 Asobancaria	8,90%	5,20%
5 Banco Agrario de Colombia	9,80%	6,40%
6 Banco Davivienda	10,35%	5,81%
7 Banco de Bogotá	8,89%	4,24%
8 Bancolombia	9,00%	4,80%
9 BancTrust & Co.	7,23%	4,70%
10 Barclays Capital	8,10%	4,00%
11 BBVA Research	9,00%	5,00%
12 Capital Economics	10,44%	4,53%
13 Citigroup Global Mkts	7,40%	3,70%
14 Corficolombiana	9,80%	5,00%
15 Credicorp Capital	8,35%	4,00%
16 Credit Suisse	7,70%	4,60%
17 Ecoanalítica	9,42%	4,13%
18 Econosignal	9,00%	3,91%
19 EIU	7,70%	4,20%
20 EmergingMarketWatch	7,80%	4,00%
21 Fedesarrollo	8,50%	5,00%
22 Fitch Solutions	8,61%	4,13%
23 Goldman Sachs	9,34%	4,60%
24 HSBC	9,19%	5,00%
25 Itaú Unibanco	9,30%	4,20%
26 JPMorgan	8,60%	4,70%
27 Moody's Analytics	10,20%	4,99%
28 Oxford Economics	9,40%	4,10%
29 Pezco Economics	7,39%	6,74%
30 Positiva Compañía de Seguros	8,90%	4,50%
31 S&P Global Ratings	11,00%	4,28%
32 Scotiabank Colpatría	8,84%	4,43%
33 Torino Capital	6,75%	-
34 UBS	8,96%	4,24%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,50% - 3,75%	0	0,0%	1	3,0%
3,75% - 4,00%	0	0,0%	2	6,1%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	11	33,3%
4,25% - 4,50%	0	0,0%	2	6,1%
4,50% - 4,75%	0	0,0%	6	18,2%
4,75% - 5,00%	0	0,0%	2	6,1%
5,00% - 5,25%	0	0,0%	6	18,2%
5,75% - 6,00%	0	0,0%	1	3,0%
6,25% - 6,50%	0	0,0%	1	3,0%
6,50% - 6,75%	1	2,9%	1	3,0%
7,00% - 7,25%	1	2,9%	0	0,0%
7,25% - 7,50%	2	5,9%	0	0,0%
7,50% - 7,75%	2	5,9%	0	0,0%
7,75% - 8,00%	1	2,9%	0	0,0%
8,00% - 8,25%	2	5,9%	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%	7	20,6%	0	0,0%
9,00% - 9,25%	3	8,8%	0	0,0%
9,25% - 9,50%	4	11,8%	0	0,0%
9,75% - 10,00%	2	5,9%	0	0,0%
10,00% - 10,25%	1	2,9%	0	0,0%
10,25% - 10,50%	2	5,9%	0	0,0%
11,00% - 11,25%	1	2,9%	0	0,0%
Media	8,81%		4,61%	
Mediana	8,90%		4,50%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 26 de abril se dio una recomposición del gabinete de Gobierno. Según analistas de mercado, este hecho significó un aumento en la percepción de riesgo hacia los activos locales. En las jornadas entre el 26 de abril y el 2 de mayo, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 33 pb, 44 pb y 58 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 12 pb, 23 pb y 23 pb para dichos vencimientos.

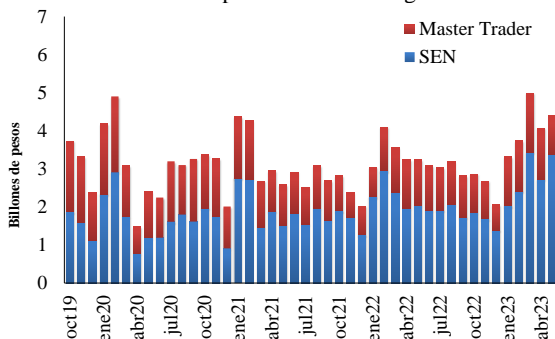
El 5 de mayo, el DANE reportó que la inflación anual de abril fue inferior a la esperada por el mercado (12,82% a/a vs 12,95% esp) y se ubicó por debajo de la lectura anterior (13,34%). El IPC registró una variación m/m de 0,78% (ant: 1,05% m/m, esp: 0,90% m/m). Las reacciones de los analistas fueron positivas, por lo que no prevén futuros ajustes en la tasa de intervención del Banco de la República. Al finalizar la sesión de negociación las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -10 pb, -8 pb y -8 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 8 pb, 0 pb y -2 pb para dichos vencimientos.

El 4 de mayo el ruido político, según varios operadores, se moderó debido a que el nuevo ministro de Hacienda señaló que: cumplirá la regla fiscal, mantendrá la responsabilidad económica, la independencia del Banco Central, y continuará con el aumento de los precios de la gasolina, contribuyendo al proceso de reducción del déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles. Entre el 5 y el 17 de mayo las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -45 pb, -64 pb y -76 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 12 pb, -14 pb y -14 pb para dichos vencimientos.

En lo transcurrido de mayo, se han realizado cinco subastas de TES por un monto total de COP 1,7 b y un Bid to Cover promedio de 2,6 veces el monto inicial. El 2, 10 y 16 de mayo se subastaron TCO con vencimiento al 5 de marzo del 2024, destacándose la sesión del 10 de mayo por su Bid to Cover de 5,2 veces. También se subastaron TES COP con vencimiento en 2033, 2042 y 2050. Finalmente, el 3 de mayo se emitieron TES UVR con vencimiento al 2029, 2037 y 2049.

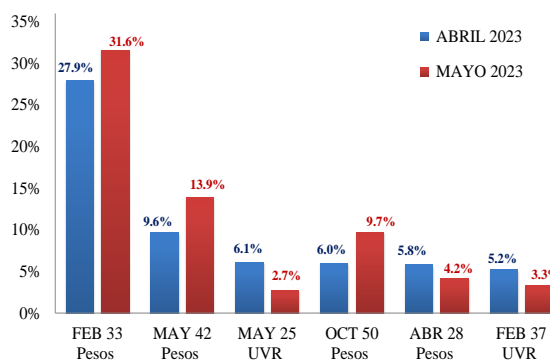
Durante el periodo, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,39 billones, superior al observado el mes anterior (\$4,06 billones), pero superior al registrado en mayo de 2022 (\$3,23 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en febrero de 2033, cuya participación pasó de 27,9% al 31,6%, seguidos por los que vencen en mayo de 2042 cuya participación aumentó de 9,6% a 13,9% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 18 de mayo 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 18 de mayo de 2023.

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

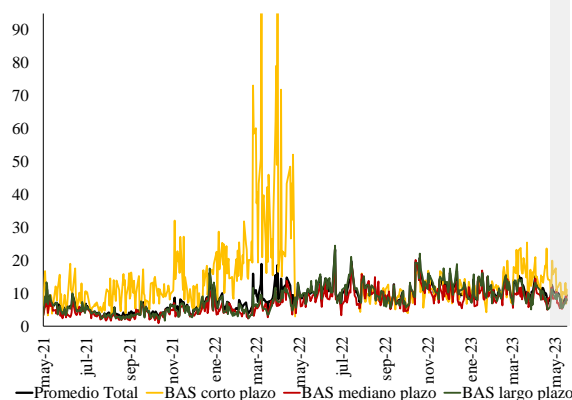
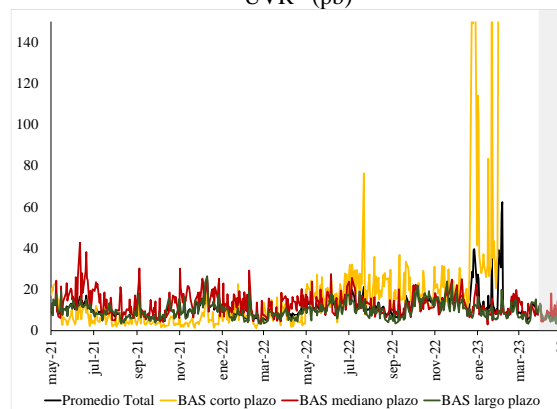


Gráfico A2.5. Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR* (pb)



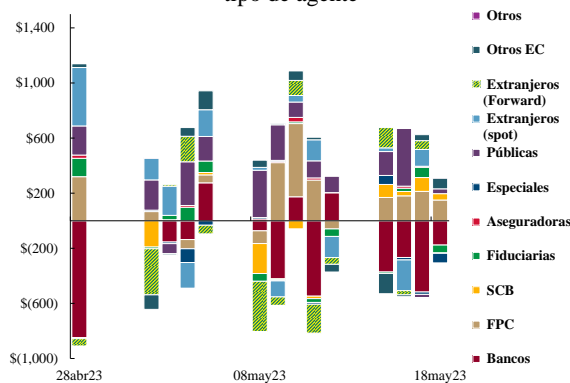
Fuente y Cálculos: Banrep. *El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

Con información al 18 de abril de 2023, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 11,1 pb (ant. 15,4 pb), 7,4 pb (ant. 9,1 pb) y 7,8 pb (ant. 9,3 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 8,5 pb, 10,5 pb (ant. 8,8 pb) y 6,1 pb (ant. 9,0 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

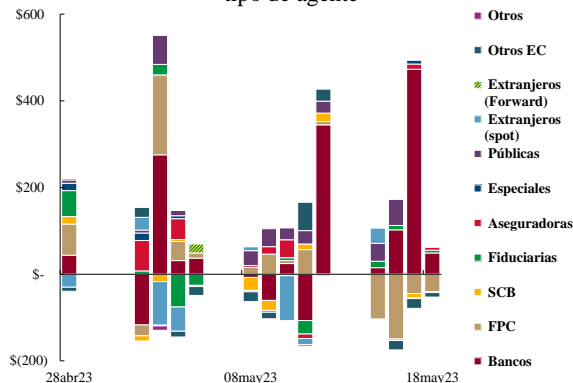
Posterior a la última reunión de la JDBR y con información hasta el 18 de mayo de 2023, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron entidades públicas (COP 2.203 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (COP 1.870 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (COP 1.049 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los inversionistas extranjeros (COP 208 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 compras netas de TES en pesos por COP 911 mm³² y ventas netas por COP 2.624 mm³³ de TES en UVR. Desde el 28 de abril en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas vendieron en neto COP 432 mm y COP 257 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, y compraron en neto COP 344 mm en el tramo largo de TES en pesos. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES en UVR por COP 1 mm, COP 35 mm y COP 150 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. (Cuadro A3.1).

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

	Corrido del 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	(1.421)	(4.919)	44	(492)	(1.561)	(2.009)	287	163	611	1.061
Compañía de Financiamiento Comercial	-	(3)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	336	(251)	(5)	87	58	139	(31)	9	10	(12)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	(1.085)	(5.173)	39	(405)	(1.503)	(1.870)	255	172	622	1.049
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(22)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	6.786	(3.674)	99	(51)	1.821	1.870	(195)	53	152	11
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	6.764	(3.674)	99	(51)	1.821	1.870	(195)	53	152	11
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	(283)	42	(5)	(183)	24	(163)	7	(101)	48	(46)
Terceros	278	(54)	(6)	(52)	22	(36)	(21)	2	(2)	(21)
Extranjeros	0	(0)	-	-	0	0	-	-	0	0
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(5)	(12)	(11)	(234)	46	(199)	(14)	(99)	45	(67)
Sociedades Fiduciarias Propia	(15)	(28)	(3)	(19)	(20)	(42)	19	7	(5)	21
Terceros	(8.774)	(5.456)	(269)	35	625	392	(66)	(181)	(53)	(300)
Extranjeros***	1.562	(2.011)	(214)	(3)	462	244	(1)	(35)	(171)	(208)
Extranjeros (TES verdes)****	122	-	-	-	8	8	-	-	-	-
FIC	1.071	(760)	(85)	59	(1)	(27)	(59)	(65)	(2)	(126)
Pasivos Pensionales	(11.803)	(5.172)	-	(2)	4	2	2	-	-	2
Total Sociedades Fiduciarias	(8.789)	(5.484)	(272)	16	606	350	(47)	(175)	(58)	(280)
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	481	1.018	21	6	76	102	(41)	10	221	190
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	481	1.018	21	6	76	102	(41)	10	221	190
Sociedades Administradoras de Inversión Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	(1.548)	(8.152)	(163)	(263)	2.549	2.123	(297)	(210)	360	(146)
Total Entidades Financieras Especiales**	598	(429)	(179)	(16)	18	(177)	-	17	15	33
Total Entidades Públicas****	20.510	7.430	276	739	1.188	2.203	41	31	277	349
Otros*****	220	(380)	(7)	11	4	8	-	(10)	(3)	(14)
Extranjeros	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	18.694	(6.704)	(33)	65	2.256	2.288	-	-	1.271	1.271

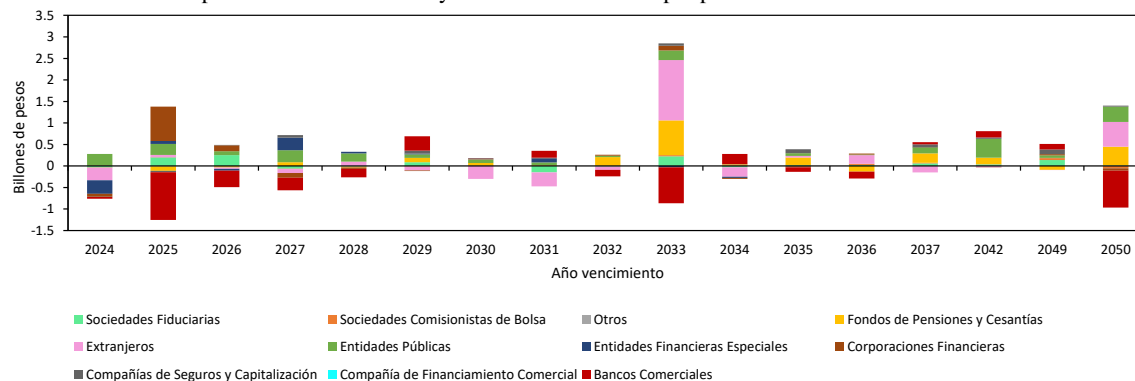
Fuente: Banrep. Información actualizada al 18 de mayo de 2023. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 21 de abril de 2023. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

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

³² Las compras en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 1.684 mm y las ventas en el mercado a futuro de COP 773 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado compras durante el 2023 del TES verde por valor de COP 122 mm.

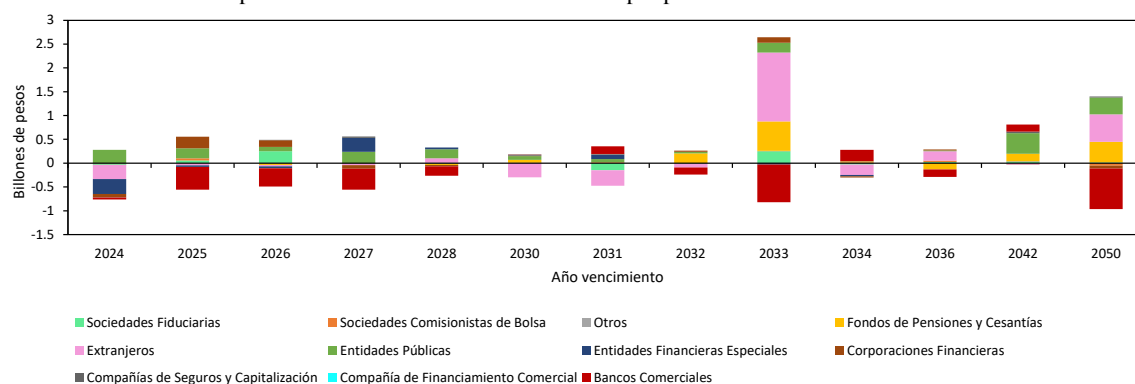
³³ Las ventas netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 2.011 mm y las ventas en el mercado a futuro de COP 613 mm.

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



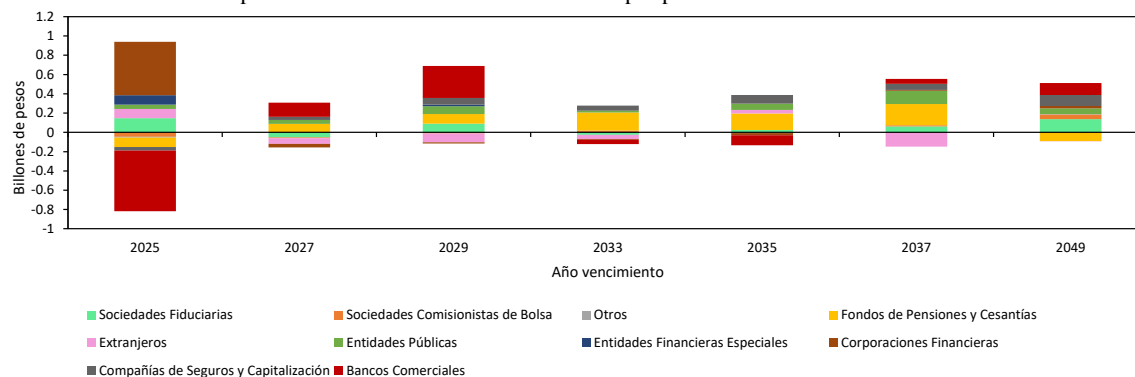
Fuente: Banrep. COP mm.

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

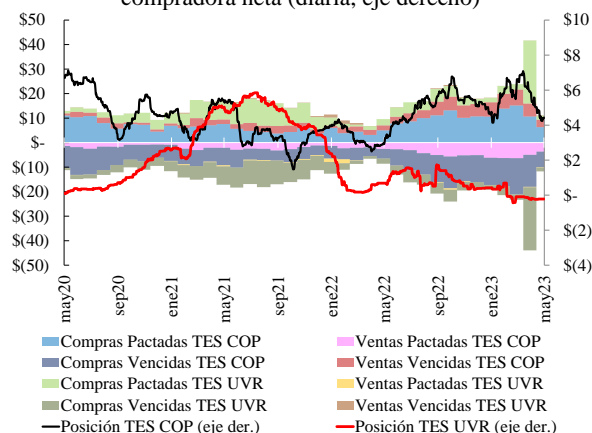


Fuente: Banrep. COP mm.

Por otra parte, con información al 17 de mayo, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por \$6.331 mm y \$3.677 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$6.287 mm y \$3.036 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos Non Delivery Forward (NDF) disminuyó \$597 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por \$1.635 mm y \$120 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$1.635 mm y \$141 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF aumentó \$21 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 \$5.021 mm el 28 de abril a \$4.425 mm el 17 de mayo del 2023; al tiempo que para TES UVR pasó de -\$239 mm a -\$218 mm entre ambas fechas.

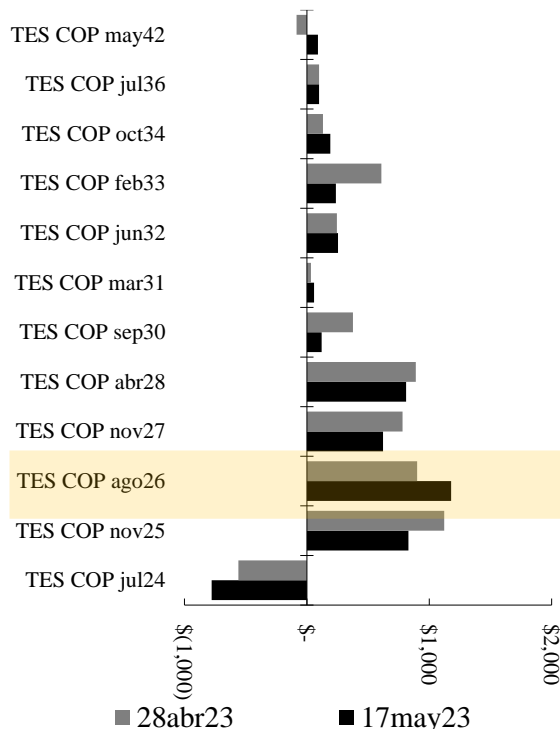
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



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

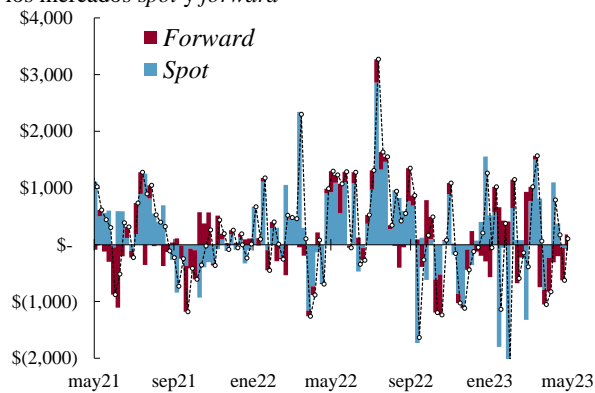
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



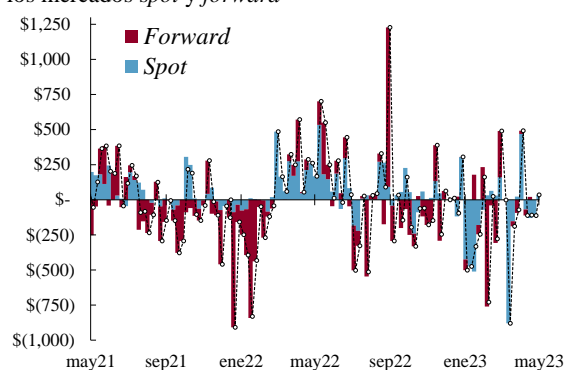
Fuente: Banrep. COP mm.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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

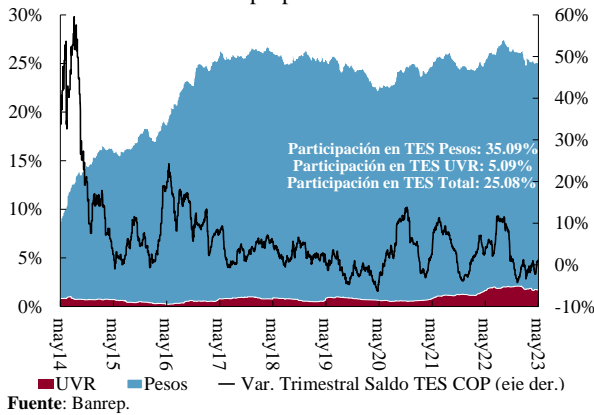
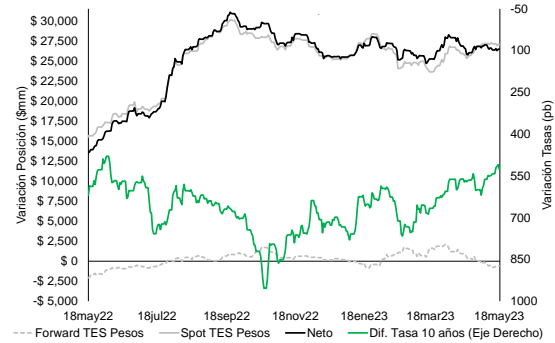


Gráfico A3.11. Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición neta del offshore (spot y forward)



Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2026, 2031, 2032, 2034, 2042 y 2050, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2024, 2025, 2027, 2028, 2030 y 2033, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2036 (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 \$345 mm, y la posición neta en TES UVR disminuyó \$187 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)	\$ 252	-\$ 208	\$ 44
Posición compradora neta a futuro (B)	-\$ 597	\$ 21	-\$ 576
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 6,331	\$ 1,635	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 3,677	\$ 120	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 6,287	\$ 1,635	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 3,036	\$ 141	
Posición compradora neta agregada (A+B)	-\$ 345	-\$ 187	-\$ 532

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			mar-23			abr-23			Corrido de may-23		
		Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES	Sistema Financiero*	\$ (2,403)	\$ (1,426)	\$ (3,829)	\$ (1,085)	\$ 627	\$ (459)	\$ 466	\$ (568)	\$ (102)	\$ (3,213)	\$ 2,061	\$ (1,151)	\$ (1,870)	\$ 597	\$ (1,273)
Pesos	Offshore	\$ 14,974	\$ 1,426	\$ 16,400	\$ 1,684	\$ (627)	\$ 1,057	\$ 1,112	\$ 568	\$ 1,680	\$ 892	\$ (2,061)	\$ (1,170)	\$ 252	\$ (597)	\$ (345)
TES	Sistema Financiero*	\$ (328)	\$ 2,919	\$ 2,592	\$ (5,173)	\$ 613	\$ (4,560)	\$ 1,261	\$ 18	\$ 1,279	\$ 526	\$ 149	\$ 675	\$ 1,049	\$ (21)	\$ 1,028
UVR	Offshore	\$ 3,739	\$ (2,919)	\$ 820	\$ (2,011)	\$ (613)	\$ (2,624)	\$ (631)	\$ (18)	\$ (650)	\$ 269	\$ (149)	\$ 121	\$ (208)	\$ 21	\$ (187)

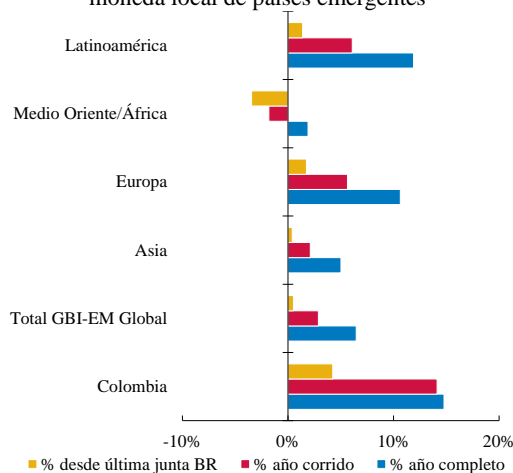
Cifras en COP mm. Información actualizada al 17 de mayo del 2023 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

En el Gráfico A4.1 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes (incluyendo Colombia) desde el 28 de abril, en lo corrido de 2023 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador disminuyó para Medio Oriente/África (-3,4%). Por el contrario subió para Europa (1,7%), Latinoamérica (1,4%) y Asia (0,4%). El índice Total GBI-EM Global y el de Colombia presentaron disminuciones de 0,52% y 4,23%, respectivamente.

Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio de economías emergentes por USD 9,8 mm, conformadas por entradas netas de USD 7,7 mm de renta fija y USD 2,1 mm de renta variable.

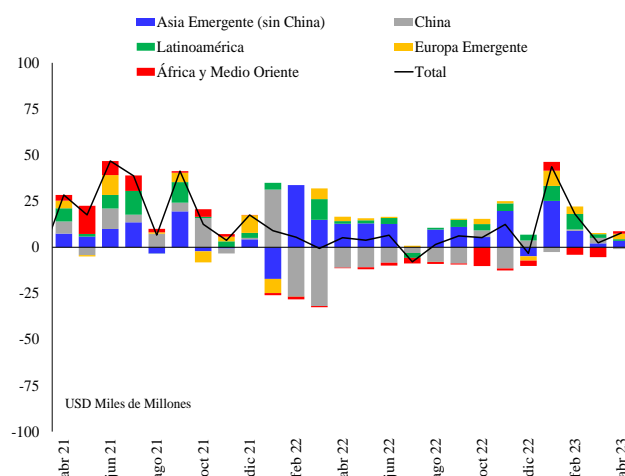
Gráfico A4.1. Variaciones de los índices de deuda en moneda local de países emergentes*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

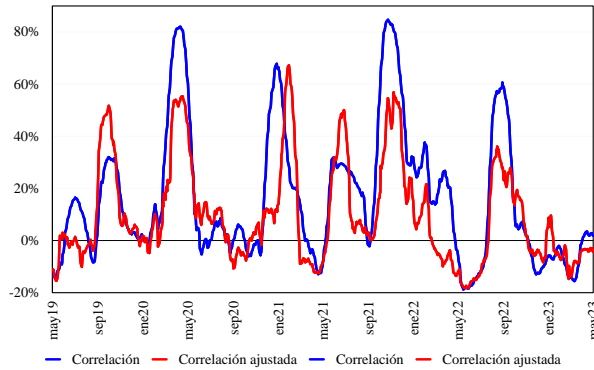
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

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 1,86%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) cayó y se ubicó en -4,34%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en mayor parte por factores idiosincráticos.

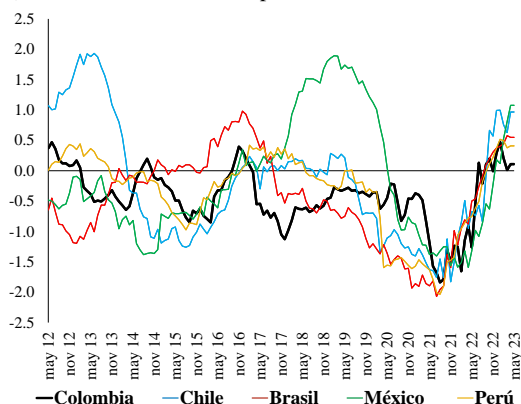
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<i>Países desarrollados</i>				
1may23	Banco de la Reserva de Australia	25	0	3,85%
3may23	Reserva Federal	25	25	5,00% - 5,25%
4may23	Banco de Noruega	25	25	3,25%
4may23	Banco Central Europeo	25	25	3,75% / 4,00% / 3,25% *
11may23	Banco de Inglaterra	25	25	4,50%
<i>Países emergentes</i>				
1may23	Banco Central de la República Dominicana	0	-	8,50%
3may23	Banco Central de Malasia	25	0	3,00%
3may23	Banco Nacional Checo	0	0	7,00%
3may23	Banco Central de Brasil	0	0	13,75%
10may23	Banco Nacional de Georgia	-50	-	10,50%
10may23	Banco Nacional de Rumania	0	0	7,00%
10may23	Banco Nacional de Polonia	0	0	6,75%
11may23	Banco Nacional de Serbia	0	25	6,00%
11may23	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	7,75%
12may23	Banco Central de Chile	0	0	11,25%
16may23	Banco Central del Uruguay	0	-25	11,25%
17may23	Banco de Zambia	25	-	9,50%
18may23	Banco Central de Filipinas	0	0	6,25%
18may23	Banco Central de Egipto	0	0	18,25%
18may23	Banco de México	0	0	11,25%

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

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

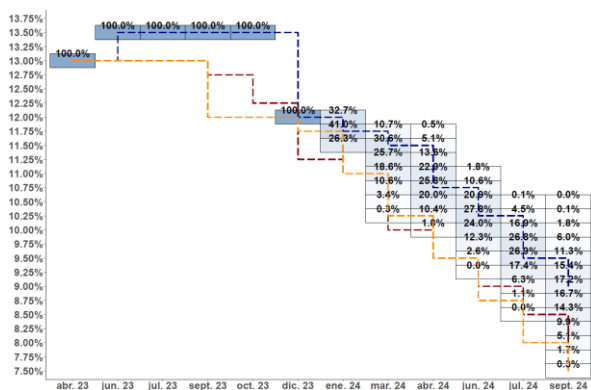


Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales desde el 2005. Se puede observar que en abril este indicador disminuyó para Brasil. Sin embargo, aumentó para Chile, México, Colombia y Perú. Adicionalmente, con los últimos datos disponibles, en lo corrido de mayo este indicador no ha presentado cambios y se encuentra por encima de su media histórica para el conjunto de países.

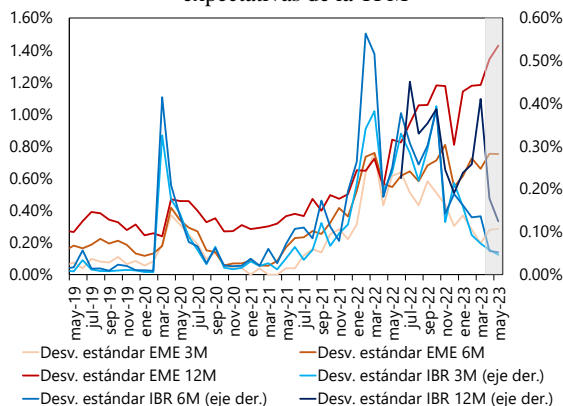
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS

Cuadro A6.1. 28 de abril de 2023



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

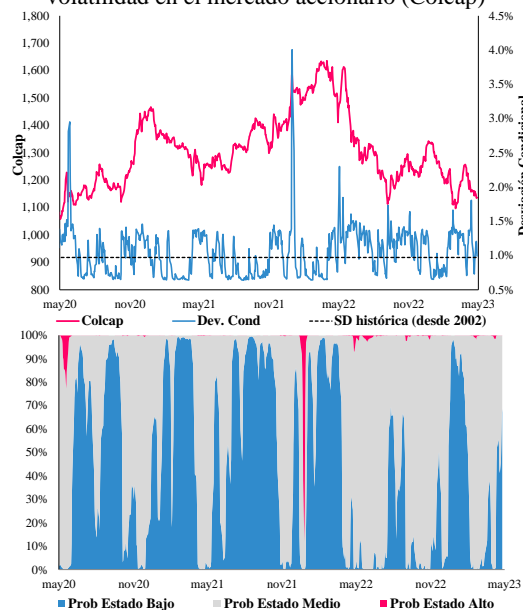
Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



Fuente y Cálculos: Banrep.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1).

De acuerdo con la EOF, el 39% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia se mantenga estable (ant: 19%) durante los próximos tres meses, el 36% que disminuya (52%), mientras que el 25% restante espera que se mantenga estable (ant: 30%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 52% espera que aumente (ant: 48%), un 19% que permanezca sin cambios (ant: 19%) y un 4% que disminuya (ant: 7%)³⁴.

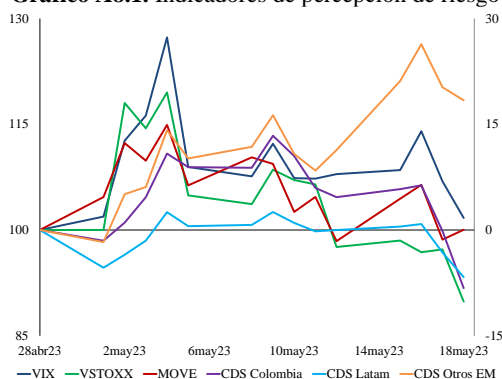
Entre el 28 de abril y el 18 de mayo de 2023 el MSCI COLCAP se desvalorizó 5,2%. Las acciones que tuvieron el peor desempeño durante el periodo fueron PF-Aval (-11,2%), Davivienda (-10,0%) y Bancolombia (-9,4%). En lo corrido de mayo de 2023, la volatilidad promedio del mercado accionario cayó y el 18 de mayo el MSCI COLCAP se

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

El Gráfico A8.1. ilustra, desde la última reunión de la JDBR, la evolución de la percepción de riesgo internacional en economías desarrolladas, medida a través del *Vix*³⁵, el *Vstoxx*³⁶ y el *Move*³⁷, así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes.

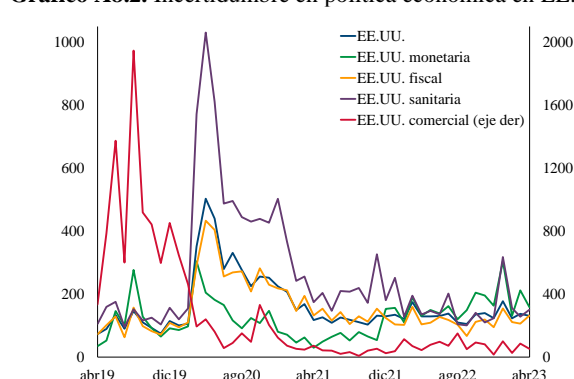
El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) disminuyó levemente en EE.UU. al pasar de 137 en marzo a 131 en abril. Por su parte, los indicadores de política monetaria (obs: 158; ant: 212) y comercial (obs: 53; ant: 86) disminuyeron, mientras que los indicadores de política fiscal (obs: 132; ant: 106) y sanitaria (obs: 150; ant: 128) aumentaron.

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



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

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

³⁴ Al 26% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 26%).

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

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

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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Abr. 2023		Esperada a Diciembre 2023		Vigente	Esperada a Diciembre 2023		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2023	
	Esp.	Obs.	Abr. 23	May. 23		Abr. 23	May. 23	Esp.	Obs.	Abr. 23	May. 23
Colombia	12.95%	12.82%	9.00%	9.04%	13.25%	11.00%	11.75%	3.40%	3.00%	1.00%	1.15%
Chile	10.00%	9.90%	5.10%	5.00%	11.25%	8.50%	8.50%	-0.90%	-0.63%	-0.50%	-0.50%
México	6.22%	6.25%	5.10%	5.06%	11.25%	11.25%	11.25%	3.80%	3.87%	1.41%	1.62%
Perú	7.80%	7.97%	4.07%	4.02%	7.75%	6.50%	6.50%	-0.30%	1.70%	1.95%	1.92%
Brasil	4.12%	4.18%	6.04%	5.80%	13.75%	12.50%	12.50%	2.20%	1.91%	0.96%	1.20%
Ecuador	n.d.	2.44%	2.20%	2.10%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.33%	2.23%	2.22%
Argentina	107.10%	108.80%	110.00%	120.66%	97.00%	80.00%	91.00%	1.70%	1.90%	-2.20%	-2.63%
EE.UU.	5.00%	4.90%	4.00%	4.16%	5% - 5.25%	5.15%	5.10%	1.10%	1.10%	0.80%	1.10%
India	4.76%	4.70%	5.30%	5.26%	6.50%	6.25%	6.25%	4.70%	4.36%	6.00%	5.99%
Sudáfrica	7.00%	n.d.	5.60%	5.90%	7.00%	7.20%	7.90%	2.20%	0.90%	1.00%	0.40%
China	0.30%	0.10%	2.00%	2.30%	2.00%	1.96%	2.02%	4.00%	4.50%	5.20%	5.30%
Rusia	2.40%	2.31%	5.80%	5.80%	7.50%	7.50%	7.75%	-2.10%	-1.90%	-2.50%	-1.30%
Turquía	44.10%	43.68%	45.00%	45.95%	8.50%	17.40%	23.60%	2.90%	3.50%	2.70%	2.60%
Noruega	6.10%	6.40%	4.50%	4.80%	3.25%	3.00%	3.65%	0.10%	0.20%	0.90%	1.05%
Costa Rica	n.d.	2.44%	4.04%	3.65%	7.50%	7.25%	6.00%	n.d.	4.00%	2.70%	2.77%
El Salvador	n.d.	5.40%	4.82%	4.88%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.30%	1.80%	1.92%
Guatemala	n.d.	8.32%	5.02%	5.02%	5.00%	4.75%	4.75%	n.d.	3.50%	3.20%	3.20%
Honduras	n.d.	7.40%	6.34%	7.19%	3.00%	3.08%	3.25%	n.d.	3.20%	3.05%	3.16%
Panamá	n.d.	1.00%	2.50%	2.30%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.22%	4.29%	4.80%
Paraguay	n.d.	5.30%	4.69%	4.72%	8.50%	6.95%	7.10%	n.d.	7.90%	4.24%	4.18%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 23 de mayo.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 19 de mayo.

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

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

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

México, Perú, Ecuador, Argentina, India, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá & Paraguay: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de mayo.

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 4T22, excepto en Colombia, Chile, México, EE.UU, China, Rusia, Noruega y Costa Rica, cuya información corresponde al 1T23.

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