



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, 29 de noviembre de 2024

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	4
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana	11
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona	17
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región	18
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	20
2.1.	Expectativas de TPM	20
2.2.	Expectativas de crecimiento económico	24
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	25
4.	RECUADROS/ANEXOS	28
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	28
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	33
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local	35
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	38
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos	39
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS	40
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	41
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional	41
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	42

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

Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros presentaron evidencia mixta, al igual que aquellas provenientes de encuestas sobre la inflación básica. Por su parte, las expectativas de encuestas sobre la inflación total disminuyeron de manera importante para fin de 2024 (en línea con la sorpresa de inflación de octubre), y presentaron variaciones menores a plazos más largos. De acuerdo con los *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) ajustados por primas, las expectativas de inflación subieron en el corto plazo, pero aún se ubican por debajo de lo señalado por las encuestas (Cuadro 1). En este contexto, el mercado OIS señala con mayor probabilidad un recorte de la tasa de política monetaria (TPM) de 50 puntos básicos (pb) en la reunión de diciembre, en línea con las encuestas, y una menor tasa para finales de 2025 (anterior: 8,00%, actual: 7,50%), la cual se ubica por encima de lo observado en las encuestas.

El aumento de algunas expectativas provenientes del mercado de deuda pública pudo obedecer a la estacionalidad de los TES en UVR de corto plazo y a la alta demanda de estos títulos por parte de entidades públicas, posiblemente relacionada con las operaciones de manejo de deuda del Gobierno. Al controlar por dicha estacionalidad, se observan reducciones en línea con las encuestas y con las expectativas que se derivan del mercado de *swaps*, en un contexto de tendencia a la baja de la inflación de octubre (obs: 5,41%; ant: 5,81%), la cual también sorprendió a la baja al mercado (esp: 5,71%). No obstante, para los demás plazos se observaron aumentos de las expectativas de inflación, los cuales según analistas del mercado pudieron estar asociados con factores como la persistencia de la inflación básica (en particular el componente de servicios), la depreciación del tipo de cambio, la incertidumbre sobre posibles fenómenos climáticos, los ajustes futuros del precio del ACPM, la fluctuación de los precios internacionales de las materias primas, el ajuste del salario mínimo que regirá en 2025, y la persistencia de factores de riesgo en el frente fiscal.

Lo anterior se dio en un contexto de valorizaciones de los títulos de deuda pública que pudieron estar asociadas con el pronunciamiento del Gobierno sobre su intención de llevar a cabo recortes por cerca de COP 33 billones (b) al presupuesto de 2024 y la decisión de Fitch Ratings de mantener la calificación soberana en BB+ con perspectiva *estable* para la deuda soberana. En este contexto, el CDS a cinco años corrigió parte de su comportamiento del mes pasado y presentó un mejor desempeño que el de los pares de la región. En todo caso, Fitch Ratings coincidió con varios analistas en que el país aún enfrenta riesgos fiscales elevados. Por otro lado, las valorizaciones del tramo corto también pudieron estar relacionadas con las expectativas de mayores recortes de la TPM. Todo lo anterior se dio en un contexto de comportamiento divergente de la renta fija a nivel internacional, y en el caso de los títulos del tramo largo, parte de las valorizaciones observadas respondieron a un comportamiento de corrección ante las desvalorizaciones evidenciadas previamente por cuenta del aumento en la incertidumbre fiscal.

Por último, se destaca que los inversionistas extranjeros continuaron vendiendo TES de forma importante, liderados por el grupo de agentes clasificados como no-indexados al índice *GBI-EM Global diversified*. Por su parte, los fondos de pensiones locales moderaron su posición compradora, mientras que los bancos comerciales fueron los principales demandantes de TES.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado											Expectativas de encuestas												
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		Total (otras encuestas)			Total (BanRep)				SAR (BanRep)				
	1 año	2 años	5 años	1 año	2 años	1 año	2 años	dic-25	2 años	dic-25	2 años	1 año	2 años	dic-24	1 año	dic-25	dic-24	1 año	dic-25	2 años	dic-24	1 año	dic-25	2 años
oct-24	5,24%	4,62%	5,22%	4,45%	2,87%	3,37%	4,83%	3,94%	3,20%	3,88%	4,80%	4,16%	5,47%	4,06%	3,83%	5,50%	4,06%	3,82%	3,45%	5,09%	3,73%	3,62%	3,16%	
nov-24	5,25%	4,63%	5,15%	4,45%	3,25%	3,62%	4,98%	4,00%	3,40%	4,00%	4,56%	3,93%	5,08%	3,92%	3,81%	5,10%	3,98%	3,86%	3,40%	5,19%	3,74%	3,62%	3,04%	
Variación (pb)	1	1	-7	0	38	26	15	6	19	11	-24	-22	-39	-14	-2	-40	-8	4	-5	10	1	0	-12	

Las expectativas de mercado se presentan como un promedio del mes. La expectativa de otras encuestas a diciembre de 2024 y 2025 corresponde a un promedio de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citi, y a un año corresponde a la EOF. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados.

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

La inflación implícita en el mercado de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI), calculada con tasas promedio, se mantuvo relativamente estable en el corto plazo y aumentó para plazos más largos. Con información hasta el 22 de noviembre, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó en promedio 1 punto básico (pb), 8 pb y 16 pb para los plazos de uno, cinco y diez años, respectivamente. Así, el 22 de noviembre, el BEI se situó en 5,50% a un año, 4,36% a cinco años y 5,82% a diez años (Gráfico 1). No obstante, al comparar las tasas del 22 de noviembre con las tasas observadas el 31 de octubre, también se observan leves variaciones en el corto plazo, y reducciones para los demás plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

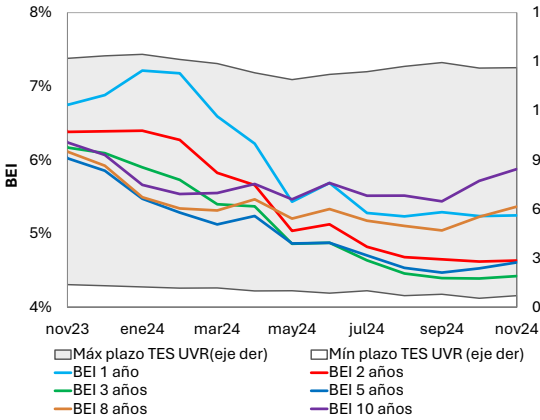
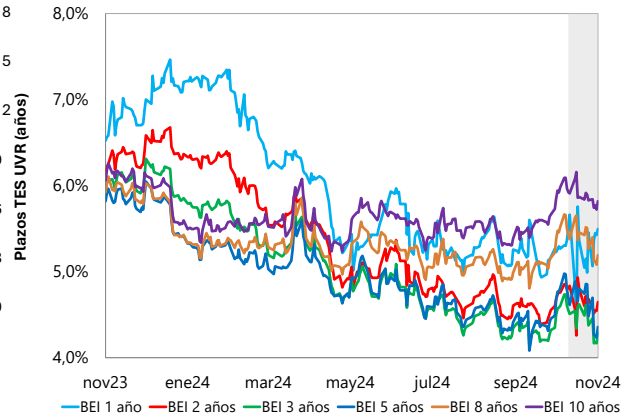


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



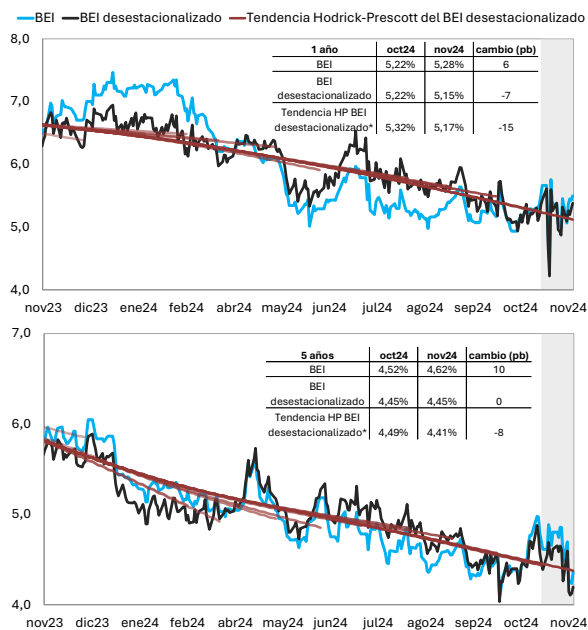
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)						Punto a punto (plazo en años)					
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
31oct24	8,58%	9,05%	9,47%	10,18%	10,97%	11,37%	3,09%	4,25%	4,92%	5,48%	5,54%	5,45%
22nov24	8,94%	8,95%	9,07%	9,51%	10,32%	10,84%	3,44%	4,30%	4,78%	5,15%	5,13%	5,03%
	Variaciones (pb)						Variaciones (pb)					
	35	-11	-40	-67	-65	-53	35	5	-14	-33	-41	-42
Var. BEI	0	-16	-26	-34	-24	-11						
BEI	5,50%	4,65%	4,29%	4,36%	5,19%	5,82%						
Promedios mensuales												
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
oct24	8,48%	8,79%	9,11%	9,72%	10,50%	10,92%	3,24%	4,18%	4,72%	5,19%	5,27%	5,21%
nov24*	8,70%	9,04%	9,36%	9,97%	10,72%	11,12%	3,45%	4,40%	4,94%	5,36%	5,35%	5,24%
	Variaciones (pb)						Variaciones (pb)					
	22	24	25	25	22	20	21	23	22	17	8	4
Var. BEI	1	1	3	8	14	16						
BEI	5,25%	4,63%	4,42%	4,61%	5,37%	5,88%						

*Información disponible al 22 de noviembre de 2024.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

*El dato de la tendencia del 31 de octubre se estimó con datos hasta esa fecha. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

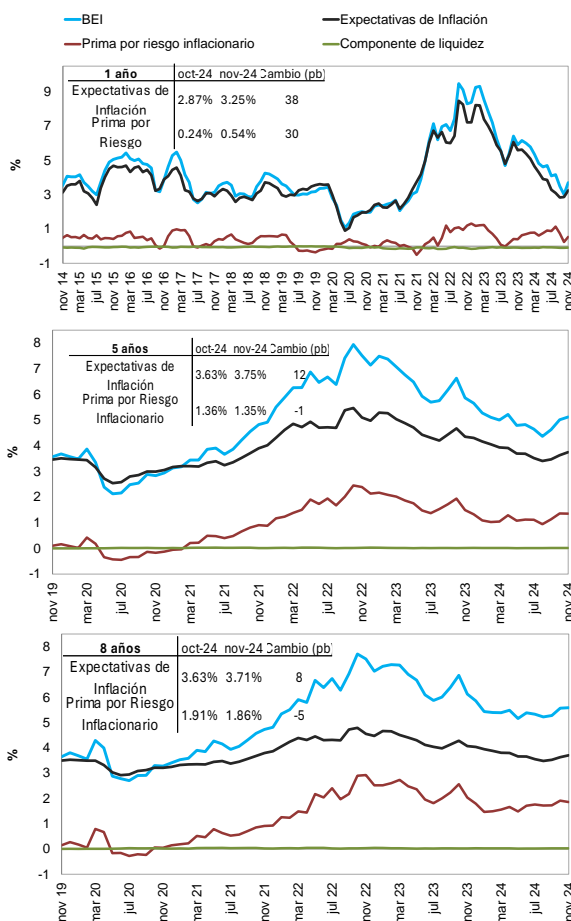
Al ajustar el BEI por estacionalidad, se evidencia una reducción de las expectativas de inflación de corto plazo, y relativa estabilidad a mediano plazo. La tendencia de los BEI ajustados estacionalmente también refleja una reducción en esta medida de expectativas de inflación. Con el fin de controlar por la estacionalidad de los TES denominados en UVR a inicio y fin de cada año (durante los primeros y últimos meses de cada año los TES UVR suelen presentar mayores valorizaciones producto de las inflaciones mensuales altas), el Gráfico 3 presenta los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Además, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo que permite observar el ajuste de la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado promedio se redujo a 5,15% para el plazo de un año (ant: 5,22%), y se mantuvo en 4,45% para el plazo de

cinco años. Por su parte, la tendencia promedio se redujo para los plazos de uno (obs: 5,17%; ant: 5,32%) y cinco años (obs: 4,41%; ant: 4,49%).

El componente de expectativas de inflación del BEI aumentó para todos los plazos. El aumento de esta medida pudo estar asociado a correcciones ante los menores niveles observados en el mes previo. Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI¹ para el periodo analizado, 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 TES UVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 3,25% (ant: 2,87%), 3,75% (ant: 3,63%) y 3,71% (ant: 3,63%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

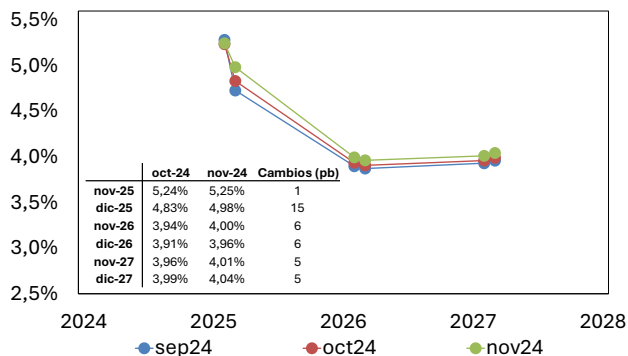
¹ Según Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano", las expectativas de inflación netas de 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.

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



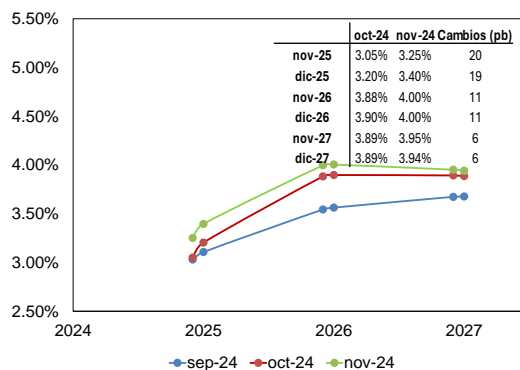
Fuentes: Precia. **Cálculos:** BanRep. La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 3,70% (ant: 3,01%), 5,12% (ant: 5,01%) y 5,58% (ant: 5,56%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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



Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes del BEI, el cual se estima con base en las tasas cero cupón de TES en pesos y UVR, calculadas por el BanRep. Se presenta esta misma gráfica usando la información de precia en el Anexo 6 (Gráfico A6.4).

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



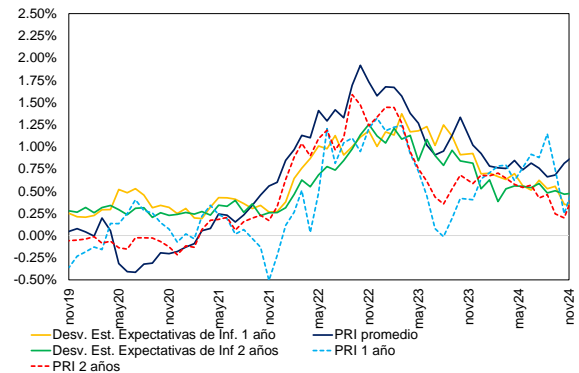
Fuentes: Precia. **Nota:** La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

De acuerdo con los FBEI ajustados por primas, las expectativas de inflación subieron a un año, y para periodos superiores a 2 años se ubican por encima del 3%. Para calcular las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como para el final de cada uno de los próximos tres años², y considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para los meses de noviembre y diciembre de 2025, 2026 y 2027 mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), las cuales se ubican en 5,25%, 4,98%, 4,00%, 3,96%, 4,01% y 4,04%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 3,25%, 3,40%, 4,00%, 4,00%, 3,95% y 3,94% para los mismos plazos. Estas últimas expectativas se encuentran por debajo del FBEI sin ajuste, toda vez que las primas por riesgo inflacionario son positivas.

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

Las primas por riesgo inflacionario (PRI) de corto plazo aumentaron, mientras que la desviación estándar de las expectativas de inflación a 1 y 2 años presentó leves cambios. Estas medidas siguen ubicándose por encima de su promedio histórico. Las PRI variaron +30 pb, +25 pb, -1 pb y -5 pb para los plazos de 1, 2, 5 y 8 años, y se ubicaron en 0,54%, 0,45%, 1,35% y 1,86%, en su orden. Los niveles de la PRI a largo plazo están en línea con la alta dispersión de las expectativas de inflación³ a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep, las cuales se ubicaron en 0,34% y 0,48%, respectivamente (ant: 0,35% y 0,47%, Gráfico 6).

Gráfico 6. PRI y desviación estándar de las expectativas de inflación

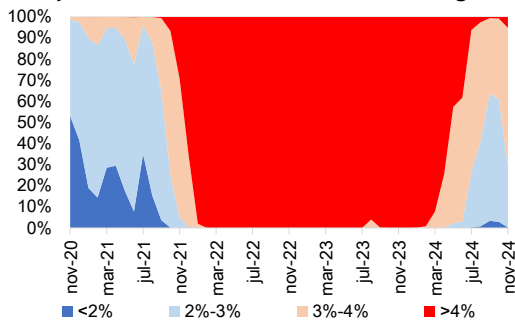


Fuente: BanRep.

El alto nivel de estos indicadores puede estar asociado con algunos factores destacados por analistas del mercado, como la persistencia de la inflación básica (en particular el componente de servicios), la depreciación del tipo de cambio, la incertidumbre ante el impacto de los fenómenos climáticos, los ajustes futuros del precio del ACPM, la fluctuación de los precios internacionales de las materias primas, el ajuste del salario mínimo que regirá en 2025, y la persistencia de factores de riesgo en el frente fiscal. Además, el aumento de la prima por riesgo inflacionario de corto plazo también pudo estar alienada con el aumento de esta prima en EE.UU. (Gráfico A4.5)⁴.

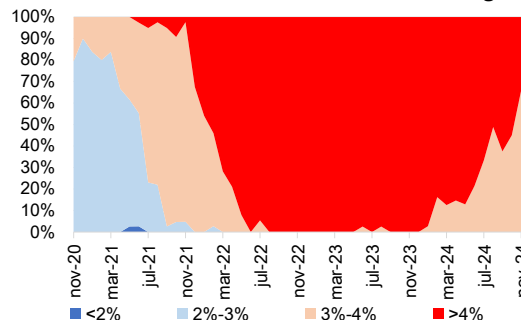
La probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación se ubique por encima del 4% aumentó según las expectativas del mercado para los plazos de uno y dos años. En el caso de las encuestas, esta misma medida tuvo una reducción a un año y aumentó para el plazo de dos años. Empleando la distribución del BEI ajustado por primas y ajustando una distribución a las respuestas de la EME, se estima que la probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año se encuentre por encima de 4% es de 5,17% (ant: 0,7%) y de 34,15% (ant: 55,0%), respectivamente (Gráfico 7.1 y 7.2). Para las expectativas a dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren por encima de 4% es de 49,62% (ant: 25,31%) y del 5,13% (ant: 2,63%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4).

Gráfico 7.1. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año del FBEL ajustado se encuentre en diferentes rangos



Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
oct-24	2.95%	58.29%	38.07%	0.70%
nov-24	0.33%	28.95%	65.56%	5.17%

Gráfico 7.2. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año de la EME se encuentre en diferentes rangos

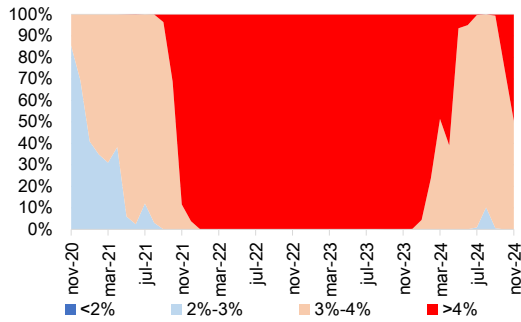


Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
oct-24	0.00%	0.00%	45.00%	55.00%
nov-24	0.00%	0.00%	65.85%	34.15%

³ Lo anterior, en línea con algunas medidas propuestas por Tao (2022), se podría interpretar como una alta discrepancia de las expectativas de los distintos agentes.

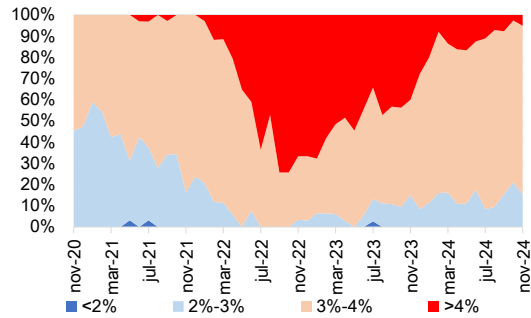
⁴ Christensen, J & Ruiz, C. (2024) muestran que las primas por riesgo inflacionario en Colombia están influenciadas por factores internacionales. Esto se explica por la mayor participación de inversionistas extranjeros en el mercado de TES en Pesos frente a su participación en el mercado de UVR.

Gráfico 7.3. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a dos años del FBEI ajustado se encuentre en diferentes rangos



Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
oct-24	0.00%	0.00%	74.69%	25.31%
nov-24	0.00%	0.00%	50.38%	49.62%

Gráfico 7.4. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a dos años de la EME se encuentre en diferentes rangos

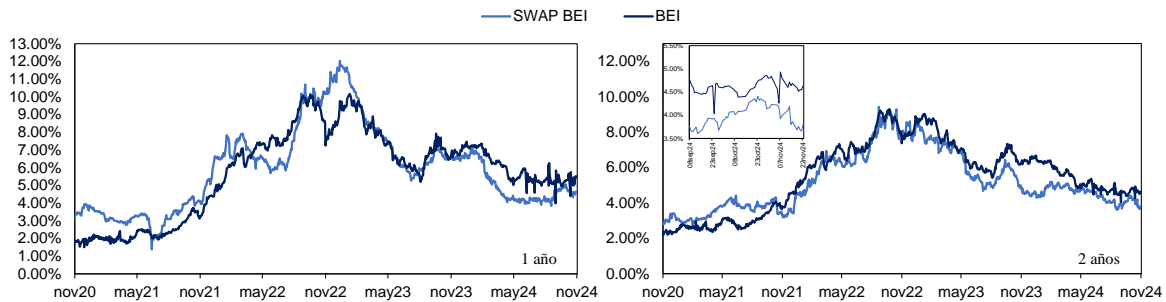


Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
oct-24	0.00%	21.05%	76.32%	2.63%
nov-24	0.00%	15.38%	79.49%	5.13%

Fuentes: BanRep. Nota: Para más detalle sobre la metodología ver el Anexo 10 del documento *Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales* de agosto de 2024

Las expectativas de inflación a uno y dos años de los contratos derivados cayeron. Estas métricas siguen ubicándose por debajo del BEI. En el Gráfico 8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁵), en comparación con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, con información hasta el 22 de noviembre, los *swaps* BEI promedio mensual a 1 y 2 años disminuyeron 24 pb y 22 pb, y se ubicaron en 4,56% y 3,93% (ant. 4,80% y 4,16%), respectivamente. La medida *forward* del primer año al segundo también cayó (obs. 3,31%, ant. 3,52%).

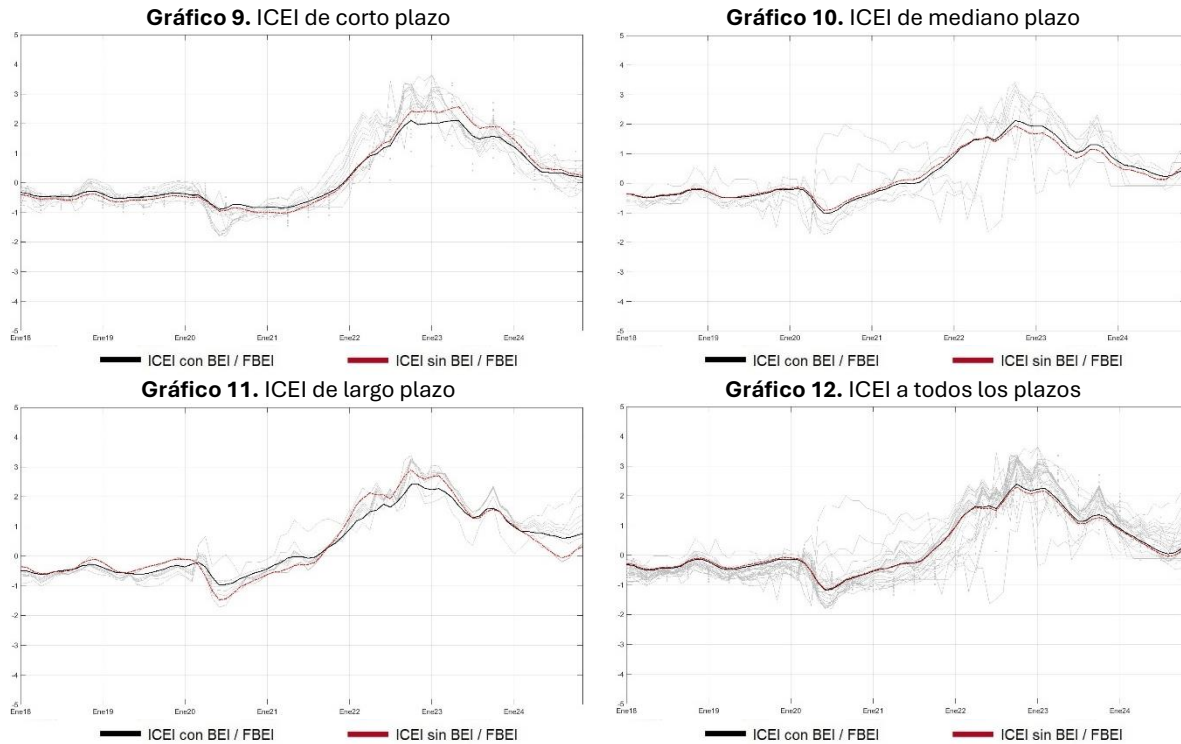
Gráfico 8. BEI y Swap BEI a 1 y 2 años



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

⁵ Se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los *swap* IBR UVR, para más detalle consultar el Recuadro 1. Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros, publicado en el Informe de Política Monetaria de diciembre de 2020. El mercado *swap* de IBR/UVR se caracteriza por concentrar sus operaciones en el mercado externo y a plazos relativamente cortos (menores a 2 años), además se distingue porque sus contrapartes están altamente concentradas en pocos bancos locales e internacionales.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁶ (ICEI) cayó a corto plazo, y continuó evidenciando un aumento a mediano y largo plazo (Gráficos 9 al 12).



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.

Las expectativas de inflación total disminuyeron en su mayoría, en línea con el dato de inflación de octubre, el cual se ubicó por debajo de las expectativas del mercado. Mientras que las de inflación básica presentaron un comportamiento mixto. El promedio⁷ de las encuestas de expectativas de inflación total se redujo para finales de 2024 (obs: 5,08%; ant: 5,48%), a 12 meses (obs: 3,95%; ant: 4,06%) y a 24 meses (obs: 3,40%; ant: 3,45%), mientras para finales de 2025 se mantuvo estable en 3,82%. Por otro lado, la última EME del BanRep mostró un comportamiento mixto de las expectativas sobre la inflación básica (sin alimentos, y sin alimentos ni regulados -SAR-) de corto plazo (Gráficos 13 al 16).

⁶ 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.

⁷ Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2024 se redujo de 5,51% a 5,19%, mientras que para 2025 se mantuvo en 3,82%.

Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2024

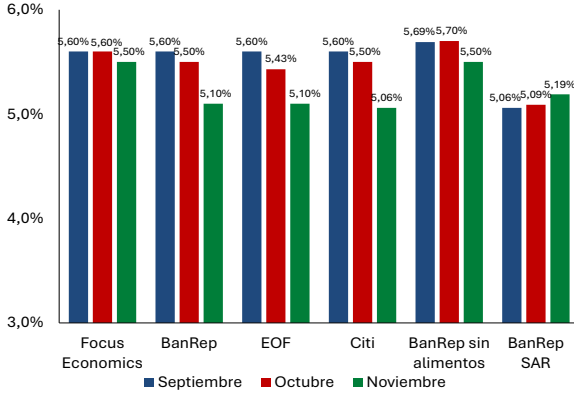


Gráfico 14. Inflación esperada para cierre 2025

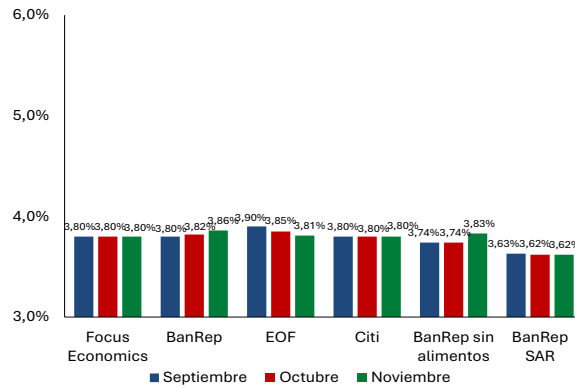


Gráfico 15. Inflación esperada a 12 meses

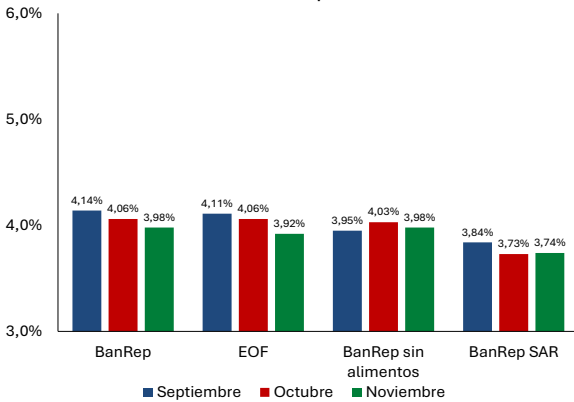
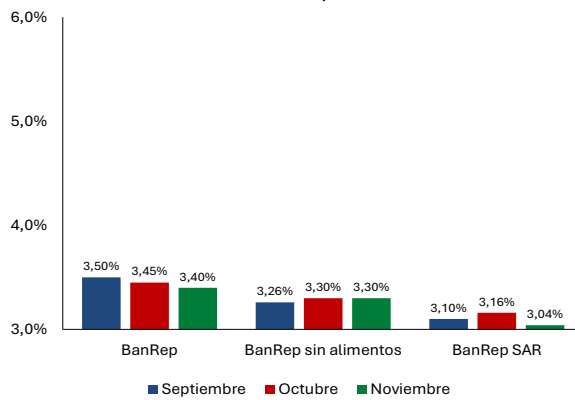
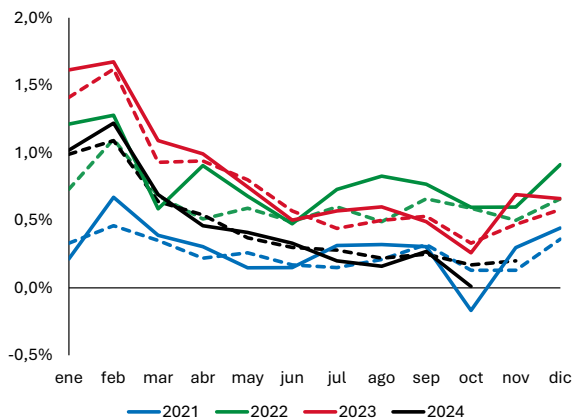


Gráfico 16. Inflación esperada a 24 meses



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 5 de noviembre, con encuestas recolectadas hasta el 4 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 12 y el 14 de noviembre. La EOF se publicó el 20 de noviembre con datos recolectados entre el 12 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 25 de noviembre.

Gráfico 17. Inflación mensual sin alimentos (observada vs. esperada)



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

En octubre, la inflación mensual sin alimentos se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado. Para noviembre, la expectativa se ubica por debajo de lo registrado en el mismo mes de los últimos tres años. La inflación sin alimentos se ubicó en 0,01% m/m en octubre, por debajo de lo esperado por los analistas encuestados por Citi (0,17%). Para noviembre, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,20% m/m, por debajo de los niveles de 0,30%, 0,60% y 0,69% registrados en noviembre de 2021, 2022 y 2023, respectivamente (Gráfico 17).

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros presentaron evidencia

mixta, al igual que aquellas provenientes de encuestas sobre la inflación básica. Por su parte, las expectativas de encuestas sobre la inflación total disminuyeron de manera importante para fin de 2024 (en línea con la sorpresa de inflación de octubre), pero presentaron variaciones menores a plazos más largos. El aumento de las expectativas provenientes del mercado de deuda pudo obedecer a la estacionalidad de los TES en UVR de corto plazo y a la alta demanda de estos títulos por parte de entidades públicas, posiblemente relacionada con las operaciones de manejo

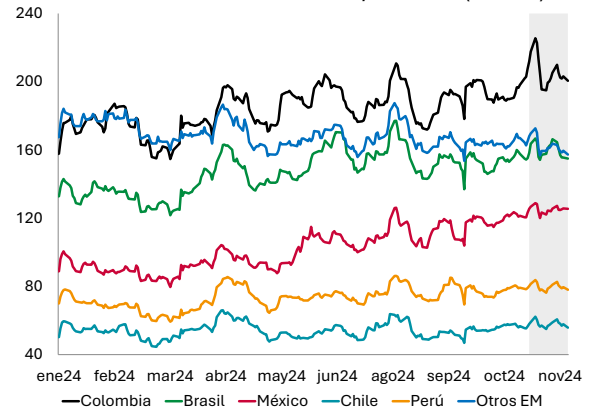
de deuda del Gobierno. Al controlar por dicha estacionalidad, se observan reducciones en línea con las encuestas y con las expectativas que se derivan del mercado de *swaps*, en un contexto de tendencia a la baja de la inflación de octubre (obs: 5,41%; ant: 5,81%), la cual también sorprendió a la baja al mercado (esp: 5,71%). No obstante, para los demás plazos se observaron aumentos de las expectativas de inflación, los cuales pudieron estar asociados con algunos factores destacados por analistas del mercado, como la persistencia de la inflación básica (en particular el componente de servicios), la depreciación del tipo de cambio, la incertidumbre sobre posibles fenómenos climáticos, ajustes futuros del precio del ACPM, la fluctuación de los precios internacionales de las materias primas, el ajuste del salario mínimo que regirá en 2025, y la persistencia de factores de riesgo en el frente fiscal.

De esta manera, la brecha entre las expectativas de inflación a doce meses de los encuestados y del mercado de deuda pública se redujo. Para plazos más largos, las expectativas provenientes del mercado aún se ubican por encima de las encuestas. Todas estas medidas se ubican por encima del 3%. A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 3,95% (ant: 4,06%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 3,25% (ant: 2,87%). A 24 meses, la encuesta del BanRep indica una expectativa de 3,40% (ant: 3,45%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 4,00% (ant: 3,88%)⁸.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se aplanó ante mayores valorizaciones de los títulos de largo plazo frente a los de los demás tramos. Estas valorizaciones pudieron estar asociadas con el pronunciamiento del Gobierno sobre su intención de llevar a cabo recortes por cerca de COP 33 billones (b) al presupuesto de 2024 y la decisión de Fitch Ratings de mantener la calificación soberana en BB+ con perspectiva estable para la deuda soberana. En este contexto, el CDS a cinco años del país corrigió parte de su comportamiento del mes pasado y presentó un mejor desempeño que el de los pares de la región⁹ (Gráfico 18). En todo caso, Fitch Ratings coincidió con varios analistas en que el país aún enfrenta riesgos fiscales elevados. Por otro lado, las valorizaciones del tramo corto también pudieron estar relacionadas con las expectativas de mayores recortes de la TPM (de acuerdo con el mercado de *swaps*), en línea con las sorpresas a la baja que se conocieron durante el mes en el frente inflacionario (Gráficos 19 y 20). Todo lo anterior se dio en un contexto de comportamiento divergente de la renta fija a nivel internacional, y en el caso de los títulos del tramo largo, parte de las valorizaciones observadas respondieron a un comportamiento de corrección ante las desvalorizaciones evidenciadas previamente por cuenta del aumento en la incertidumbre fiscal.

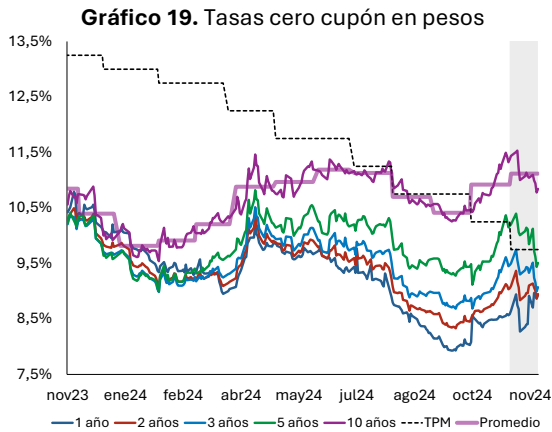
Gráfico 18. Credit Default Swaps Latam (5 años)



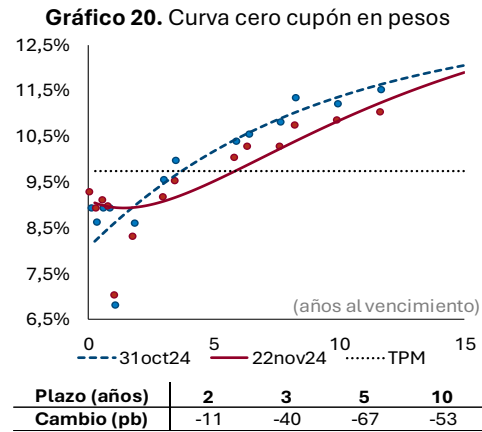
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

⁸ A diciembre de 2025, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,82% (ant: 3,82%), mientras que el FBEI a 2025 neto de primas se ubica en 3,40% (ant: 3,20%) para el mismo plazo.

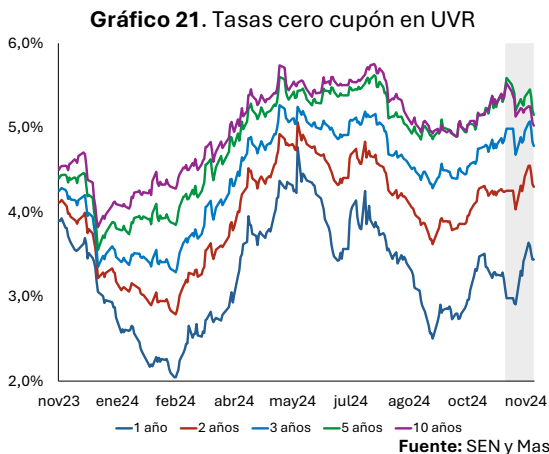
⁹ Durante este periodo, el CDS a cinco años de Colombia se redujo 9 pb, mientras que los de Brasil y Perú lo hicieron en 3 pb y 1 pb, respectivamente. Por su parte, los CDS de México y Chile no presentaron cambios, mientras que el CDS de una muestra de países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) se redujo 9 pb.



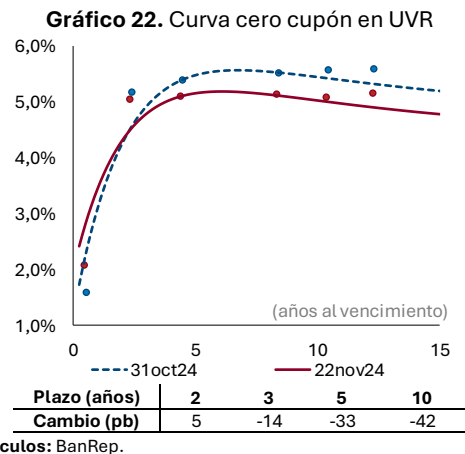
Fuente: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. **Notas:** i) si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos; ii) la línea detrás de la serie morada corresponde al promedio mensual de la tasa de diez años.



La curva de TES denominados en UVR también se aplanó, ante leves cambios en el tramo corto y valorizaciones en los tramos medio y largo. Estas valorizaciones estuvieron en línea con lo observado en el mercado de TES en pesos (Gráficos 21 y 22).



Fuente: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep.

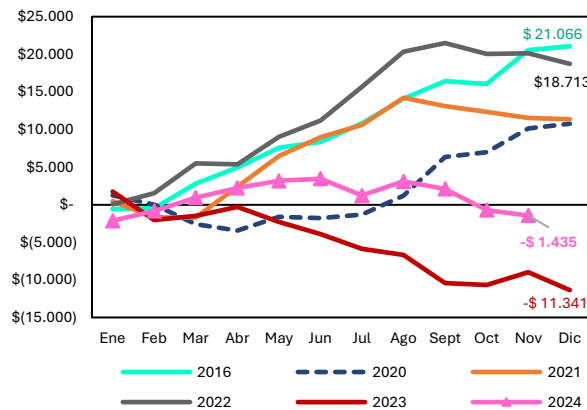


Desde la última reunión de la JDBR, los inversionistas extranjeros continuaron con la tendencia vendedora presentada en octubre, realizando ventas netas de TES denominados en UVR por COP 1,1 billones (b), concentradas principalmente en referencias del tramo medio de la curva (COP 744 mm)¹⁰. Por el contrario, en TES denominados en pesos, compraron en neto COP 134 miles de millones (mm) en el mercado de contado, concentrados en el tramo medio (COP 147 mm)¹¹. Así, acumulan ventas netas por COP 1,4 b en lo corrido de 2024 en el mercado de contado de TES (Gráfico 23), y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES (18,6% del total de TES en circulación, Gráfico 24).

¹⁰ En TES denominados en UVR del tramo largo y corto presentaron ventas netas por COP 333 mm y COP 6 mm, respectivamente.

¹¹ En TES denominados en pesos del tramo largo presentaron compras netas por COP 70 mm, mientras que en el tramo corto vendieron en neto COP 84 mm.

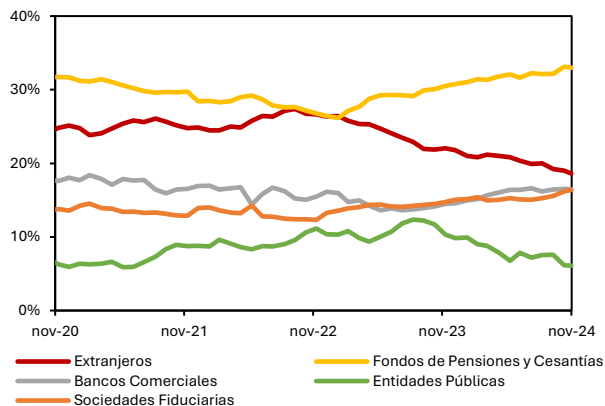
Gráfico 23. Flujos netos de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)



Fuente: BanRep.

Nota: Se incorpora los últimos 4 años y se agregan los flujos de 2016 por ser un periodo de referencia de un monto importante de compras.

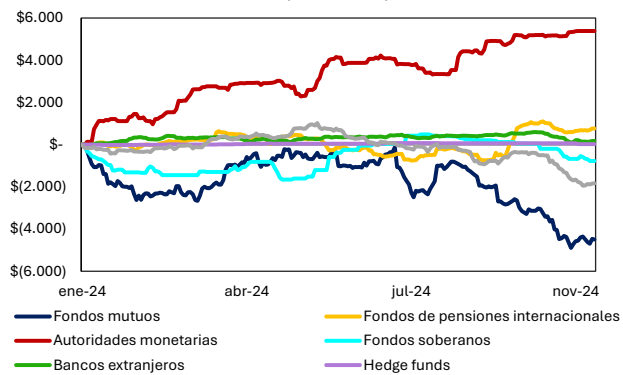
Gráfico 24. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencia del Fonpet (% del total)



Fuente: BanRep.

Nota: Excluye la transferencia de los TES en el portafolio del Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al Ministerio de Hacienda (entidades públicas) en abril de 2023, así como la posterior transferencia del 25% de ese portafolio del Ministerio de Hacienda a Fiduprevisora en diciembre de 2023. Para poder aproximar cuál sería la participación del portafolio dentro del total del mercado de TES excluyendo el efecto que se generó por la transferencia, se realiza un ejercicio en el que se asume que la misma no ocurre y estos saldos se mantienen en los fondos de pensiones locales y en las sociedades fiduciarias.

Gráfico 25. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros por tipo de agente en el mercado de contado de TES (COP mm)

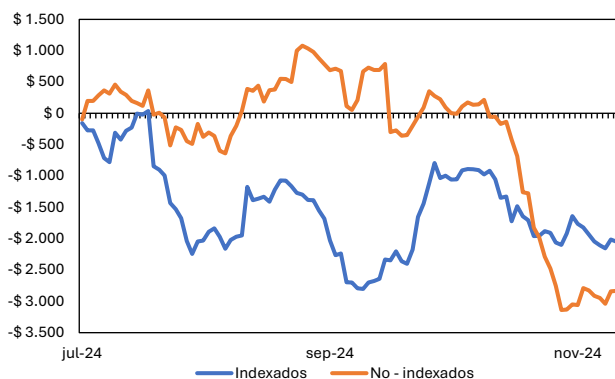


Fuente: BanRep.

Desde la última reunión de la JDBR, los fondos soberanos y los agentes no-clasificados encabezaron las ventas realizadas por los inversionistas extranjeros, mientras que las autoridades monetarias compensaron parcialmente esta tendencia. En el acumulado del año, continúa observándose una recomposición hacia estas últimas, toda vez que los fondos mutuos se posicionan como los principales vendedores (Gráfico 25). En lo corrido de noviembre, los agentes no-clasificados y los fondos soberanos realizaron ventas netas por COP 659 mm y COP 374 mm, respectivamente, mientras que las autoridades monetarias compraron en neto COP 251 mm. En el

acumulado del año, continúa observándose una recomposición hacia las autoridades monetarias, con compras de COP 5,4 b.

Gráfico 26. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros indexados y no indexados en el mercado de contado de TES (COP mm)

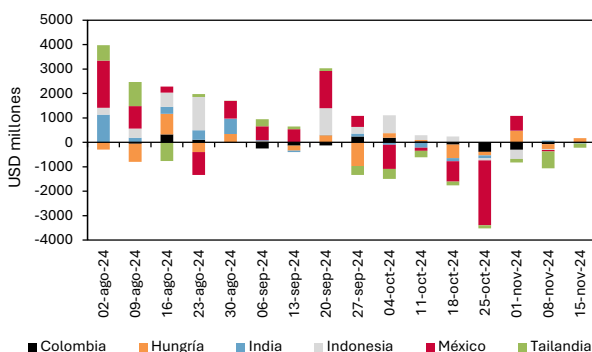


Fuente: BanRep.

factores de incertidumbre local, principalmente en el frente fiscal, y por acontecimientos a nivel internacional, como los resultados electorales en EE.UU. Además, en el contexto de la disminución de la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM por el aumento de la ponderación de India¹⁴, se espera que los flujos de los inversionistas indexados enfrenten una presión a la baja, ya que deben rebalancear sus portafolios para ajustarse al nuevo peso de Colombia¹⁵.

Los inversionistas extranjeros clasificados como no-indexados¹² al índice GBI-EM Global Diversified¹³ lideraron las ventas desde la última reunión de la JDBR, presentando salidas por montos significativos, que se acercan al percentil 3 de la distribución de sus flujos (Gráfico 26). Estos agentes realizaron ventas netas por COP 855 mm, mientras que los inversionistas indexados vendieron en neto COP 94 mm. Las salidas de los inversionistas no-indexados durante el período de análisis podrían estar relacionadas con un menor apetito por activos locales por cuenta de

Gráfico 27. Flujos netos semanales de inversionistas extranjeros en títulos de deuda de un grupo de países emergentes



Fuente: IIF y BanRep. La serie de Colombia se calcula con base en la información del Depósito Central de Valores (DCV) de los flujos diarios a valor de mercado de los inversionistas extranjeros en TES, convertidos a dólares con la tasa de cambio del día anterior a la fecha de negociación de cada flujo.

La tendencia vendedora de los inversionistas extranjeros en títulos de deuda¹⁶ ha sido un factor común en otros países emergentes (Gráfico 27). Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF), países como México, Tailandia e India han presentado salidas por USD 4,1 mm, USD 2,0 mm y USD 0,5 mm, respectivamente, desde octubre. Este comportamiento se encuentra en línea con las salidas de los inversionistas extranjeros en TES (USD 0,7 mm) durante el mismo período.

¹² La clasificación se basa en un documento de investigación en desarrollo, elaborado por Oscar Botero, Andrés Murcia y Mauricio Villamizar, en el cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

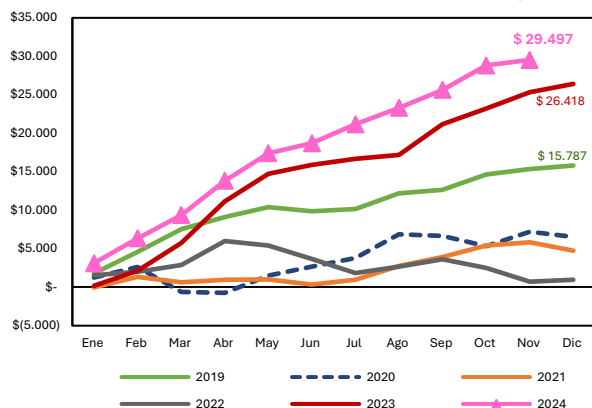
¹³ Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes. Este índice basa sus cotizaciones en el valor de mercado de los títulos incluidos en la canasta, por lo tanto, las ponderaciones de los emisores incluidos no son constantes a través del tiempo

¹⁴ Según JP Morgan, la inclusión de India en el índice GBI-EM se realizará con incrementos uniformes de 1% cada mes, desde junio de 2024 hasta llegar a un techo de 10% en marzo de 2025.

¹⁵ En noviembre, se proyecta que la ponderación de India suba de 5,00% a 6,00%, mientras que la de Colombia pasaría de 4,07% a 3,99%.

¹⁶ Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.

Gráfico 28. Flujos netos de los fondos de pensiones locales en el mercado de contado de TES acumulados por año

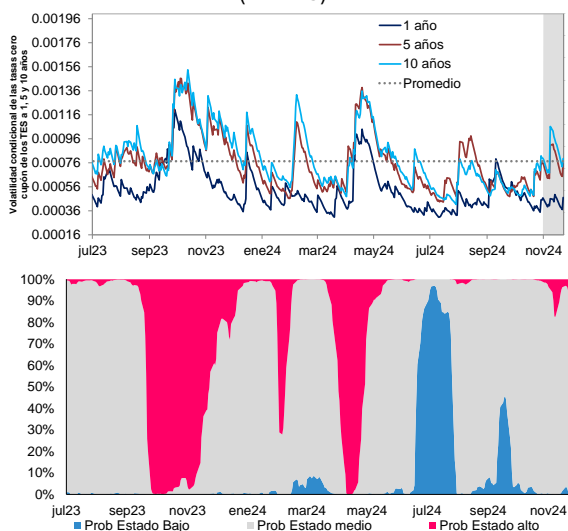


Fuente: BanRep.

Por su parte, los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora en noviembre, aunque por un monto moderado con respecto a meses previos. Así, dejaron de ser los mayores demandantes de TES en pesos durante el período (COP 293 mm) (Gráfico 28). En TES en UVR también presentaron un monto de compras moderado, por COP 281 mm. De esa manera, se mantienen como los principales tenedores de TES (33% del total de TES en circulación, ver Anexo 3).

Los bancos comerciales fueron los principales demandantes de TES denominados en pesos (COP 2,9 b), mientras que las entidades públicas continuaron siendo los principales vendedores (COP 1,3 b) desde la última reunión de la JDBR. Además, las entidades públicas realizaron compras importantes en referencias del tramo corto de la curva de TES en UVR (COP 1,3 b). Durante noviembre, los bancos comerciales realizaron compras netas por COP 721 mm, COP 1,6 b y COP 543 mm en los tramos corto, medio y largo de la curva de TES denominados en pesos, respectivamente. Por su parte, las entidades públicas realizaron ventas netas por COP 551 mm y COP 776 mm en los tramos medio y largo de esta curva, respectivamente, mientras que compraron en neto COP 77 mm en el tramo corto.

Gráfico 29. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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

La volatilidad promedio mensual del mercado de TES en pesos aumentó para todos los plazos y se ubicó con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 29), al tiempo que la liquidez presentó un deterioro frente a lo observado en octubre. Respecto a los indicadores de liquidez, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio de los TES en pesos y UVR se ubicó por encima del observado en octubre, mientras que la

profundidad promedio de estos títulos se ubicó por debajo de lo observado el mes anterior¹⁷ (Anexo 2 – Gráficos 30 al 33).

Gráfico 30. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)

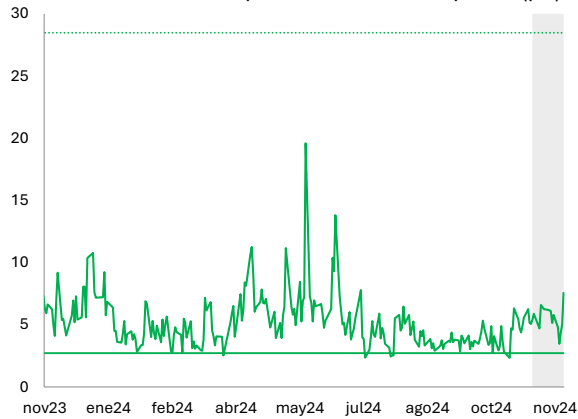
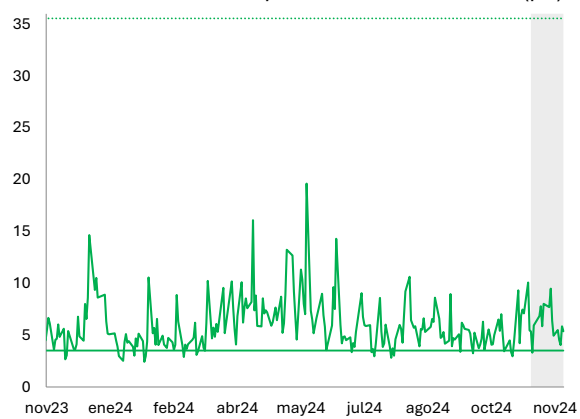


Gráfico 31. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



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. Las líneas punteadas corresponden al promedio durante los primeros días de la pandemia del Covid-19 (marzo de 2020). Las líneas rectas sólidas corresponden al promedio de los cinco años prepandemia.

Gráfico 32. Profundidad promedio TES en pesos

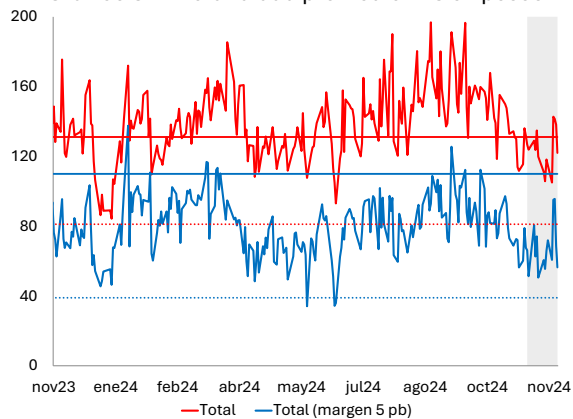
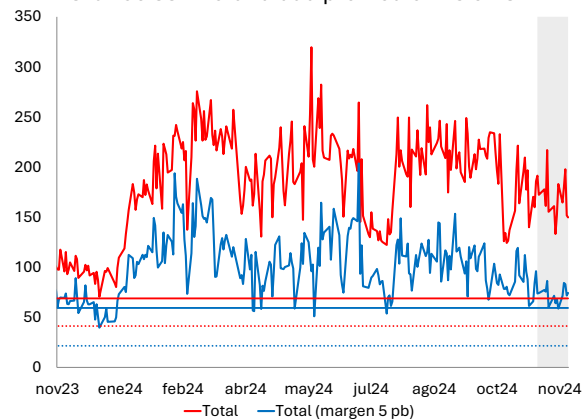


Gráfico 33. Profundidad promedio TES en UVR

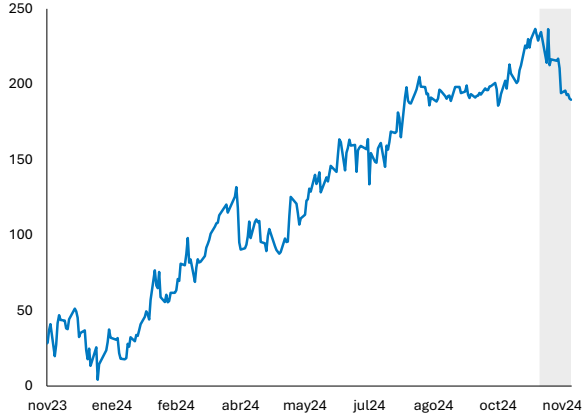


Fuente y Cálculos: BanRep. Las cifras están en miles de millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. 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 líneas punteadas corresponden al promedio durante los primeros días de la pandemia del COVID-19 (marzo de 2020). Las líneas rectas sólidas corresponden al promedio de los cinco años prepandemia.

La curva de los TES denominados en pesos y UVR se aplanaron. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años disminuyó 42 pb, alcanzando un nivel de 190 pb en la curva de TES pesos, y 48 pb, hasta un nivel de 73 pb, para la curva de TES UVR (Gráficos 34 y 35).

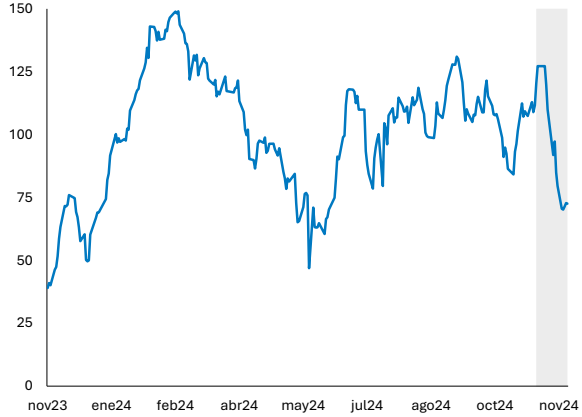
¹⁷ Al 22 de noviembre, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 5,6 pb para los TES en pesos y 6,3 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 4,4 pb y 5,5 pb observados durante octubre, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 136,8 mm a COP 123,6 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR lo hizo de COP 174,5 mm a COP 168,4 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 A2.4).

Gráfico 34. Pendiente curva TES pesos (10-2 años, pb)



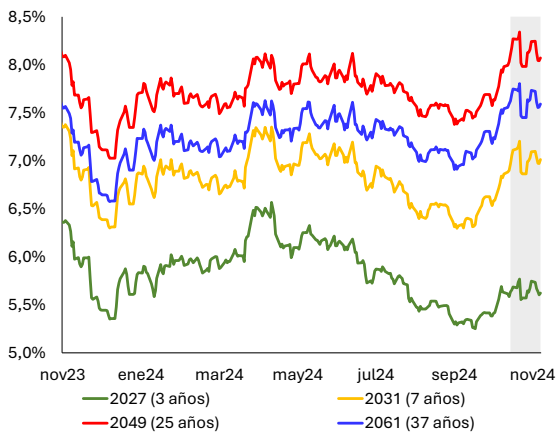
Fuentes: SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep.

Gráfico 35. Pendiente curva TES UVR (10-2 años, pb)



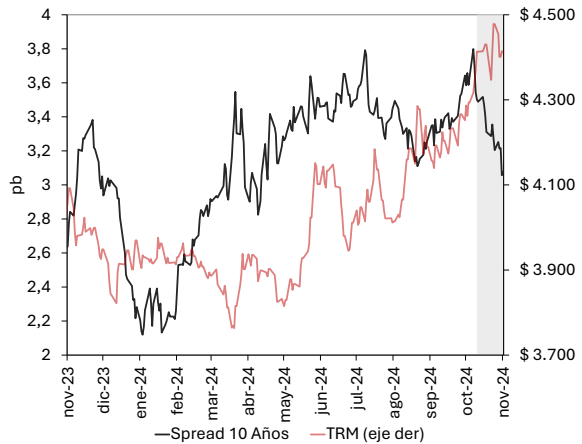
Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se valorizaron, y la diferencia de sus tasas con las de los títulos locales disminuyó. Desde el 31 de octubre, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 7, 25 y 37 años presentaron variaciones de -3 pb, -4 pb, -11 pb y -11 pb, respectivamente (Gráfico 36). En ese período, el margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) disminuyó 43 pb, debido a que los títulos locales presentaron mayores valorizaciones que los externos (Gráfico 37).

Gráfico 36. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

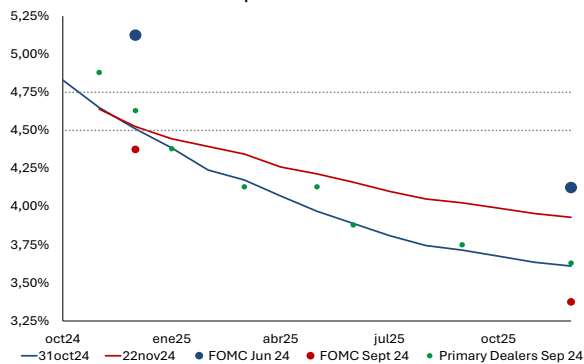
Gráfico 37. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

Gráfico 38. Senda esperada tasa de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg y Fed. Las líneas punteadas representan el rango actual de la tasa de los Fondos Federales.

Durante noviembre, las expectativas del mercado de futuros sobre la tasa de los Fondos Federales continuaron aumentando. El mercado anticipa que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) recortará la tasa en 25 pb (ant: 25 pb) en lo que resta de 2024, mientras que, a mediano plazo, se esperan menores recortes frente a lo que se descontaba el mes pasado. El ajuste de estas expectativas se dio por la publicación de datos de actividad económica y mercado laboral por encima de lo

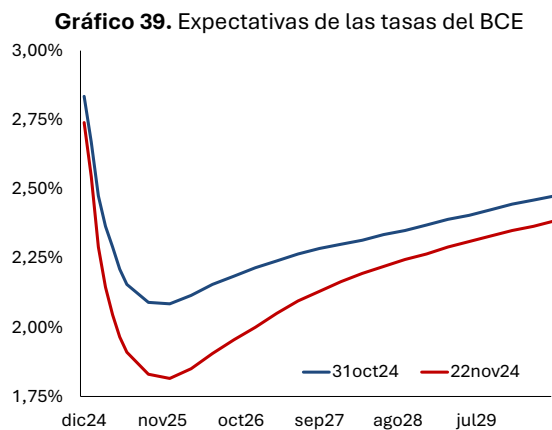
esperado por el mercado, así como por comentarios de miembros de la Fed que fueron calificados como *hawkish* (ver Sección 1.4.). Así, el mercado espera un recorte adicional por 25 pb (ant: 25 pb) en la reunión de diciembre del FOMC, para cerrar 2024 con un rango de la tasa de los Fondos Federales entre 4,25% y 4,50%. Además, para 2025 se descuentan recortes por 50 pb (ant: 100 pb). Estas proyecciones del mercado se encuentran en línea con las proyecciones del FOMC publicadas en septiembre para el cierre de 2024, y por encima de lo proyectado por este comité para cierre de 2025 (Gráfico 38).

En esta misma línea, el CME¹⁸ muestra que el mercado descuenta con mayor probabilidad escenarios de menores recortes de tasas, siendo el rango más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre de 2024 aquel consistente con recortes por 25 pb (ant: 25 pb) en la última reunión del año. Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de año se ubicó en el rango entre 4,25% y 4,50% (probabilidad del 53%) durante noviembre (Cuadro 3).

Cuadro 3. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2024

	4,00%-4,25%	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%	4,75%-5,00%
	(Rango actual)			
31oct24	0%	75%	24%	1%
22nov24	0%	53%	47%	0%

Fuente: CME.



Fuente: Bloomberg.

En Europa, y en contraste con lo observado en Estados Unidos, el mercado descuenta una senda de política monetaria de mediano plazo menos contractiva con recortes acumulados por 100 pb durante 2025 (ant:75 pb) (Gráfico 39, Anexo 5). Además, los futuros de la tasa Euribor anticipan un recorte adicional de 50 pb durante 2024 (ant: 25 pb). Lo anterior ha estado asociado con la divergencia de las perspectivas de crecimiento entre EE.UU. y Europa.

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

La curva de Tesoros de EE. UU. se aplanó ante mayores desvalorizaciones del tramo corto frente a las de los demás tramos. Las desvalorizaciones del tramo corto estuvieron en línea con unas expectativas de política monetaria menos expansiva ante la publicación de algunas cifras de actividad económica que sorprendieron al alza al mercado¹⁹, algunos comentarios del presidente de la Fed, Jerome Powell, los cuales fueron calificados como *hawkish* por el mercado²⁰, y los resultados

¹⁸ Chicago Mercantile Exchange.

¹⁹ Las ventas al por menor crecieron en septiembre (0,4% m/m) por encima de lo esperado por el mercado (0,3%), al tiempo que las órdenes de bienes durables se contrajeron (-0,8% m/m) menos de lo proyectado por los analistas (-1,0%). Además, el ISM de servicios (54,9) también se ubicó por encima de lo esperado (51,7) en el mismo mes.

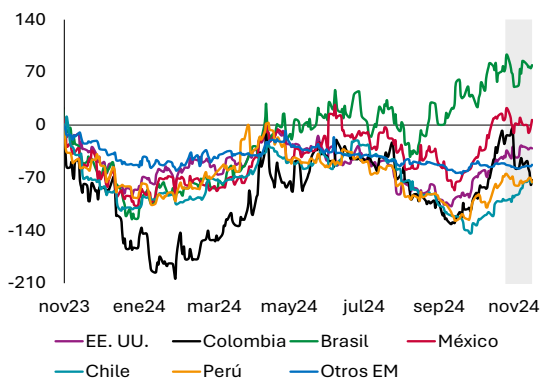
²⁰ El presidente de la Fed, Jerome Powell, dijo que la entidad no tiene afán por bajar las tasas de manera acelerada, ya que la fortaleza actual de la economía le permite realizarlo de manera paulatina. La caracterización que hizo de la economía fue positiva. Dijo que el mercado laboral permanece en condiciones sólidas y ha vuelto a niveles más normales, que son consistentes con el mandato de empleo de la Fed. También señaló que la tasa de desempleo es notablemente más alta que hace un año, pero se ha estabilizado en los últimos meses y sigue siendo históricamente baja, y dijo que el mercado laboral está en un buen lugar. Powell dijo que espera que la inflación continúe fluctuando cerca al rango actual y que baje al 2% con el tiempo, ya que el mercado laboral se ha enfriado lo necesario para dejar de ser una fuente de presiones inflacionarias significativas. Hizo hincapié en que el FOMC permanece comprometido a terminar con su

de las elecciones de noviembre, los cuales aumentaron la probabilidad de que las políticas del próximo gobierno de EE. UU. tengan carácter inflacionario. En línea con lo anterior, las desvalorizaciones de los demás tramos de la curva también pudieron estar asociadas con el aumento de la prima a término ante la victoria de Donald Trump en las elecciones, lo cual implicaría mayores riesgos inflacionarios y fiscales, y una mayor incertidumbre en el frente geopolítico y comercial.

En línea con lo observado en EE. UU, la mayoría de las curvas de deuda pública de la región presentó un aplanamiento. No obstante, las variaciones de las tasas presentaron un comportamiento divergente. Por un lado, las curvas de Brasil y Chile se aplanaron ante mayores desvalorizaciones del tramo corto frente a los demás tramos ante las mayores expectativas de política monetaria como consecuencia de la publicación de algunas cifras de actividad económica e inflación que sorprendieron al mercado al alza, y las minutas de la última reunión de política monetaria, las cuales evidenciaron un tono cauteloso por parte de los funcionarios de los Bancos Centrales de ambos países. Por su parte, la curva de México se empinó ante mayores valorizaciones del tramo corto frente a los demás tramos, en línea con las expectativas de mayores recortes de la TPM dada la sorpresa de la inflación núcleo y los comentarios *dovish* de la gobernadora del Banco de México. Por último, la curva de Perú se aplanó ante las valorizaciones observadas en los tramos medio y largo, las cuales pudieron estar asociadas con la decisión de Fitch Ratings de mantener la calificación crediticia soberana en BBB y aumentar la perspectiva de *negativa a estable*.

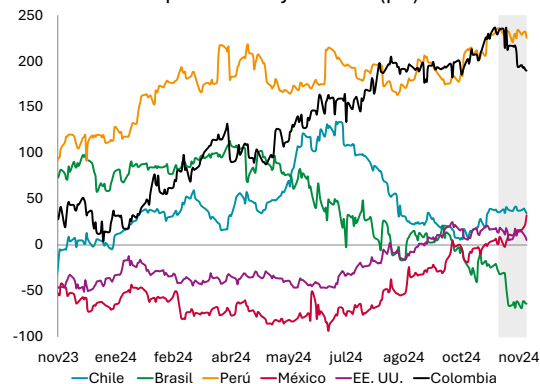
En este contexto, las pendientes 10 años-2 años disminuyeron 36 pb (hasta -64 pb) en Brasil, 12 pb en Perú (225 pb), 11 pb en Chile (35 pb) y 5 pb en EE. UU. (5 pb), mientras que en México (32 pb) aumentó 27 pb (Gráficos 40 a 42 y Anexo 4).

Gráfico 40. Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE. UU.



Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, **Cálculos:** BanRep. Cambios (pb) desde el 1 de noviembre de 2023.

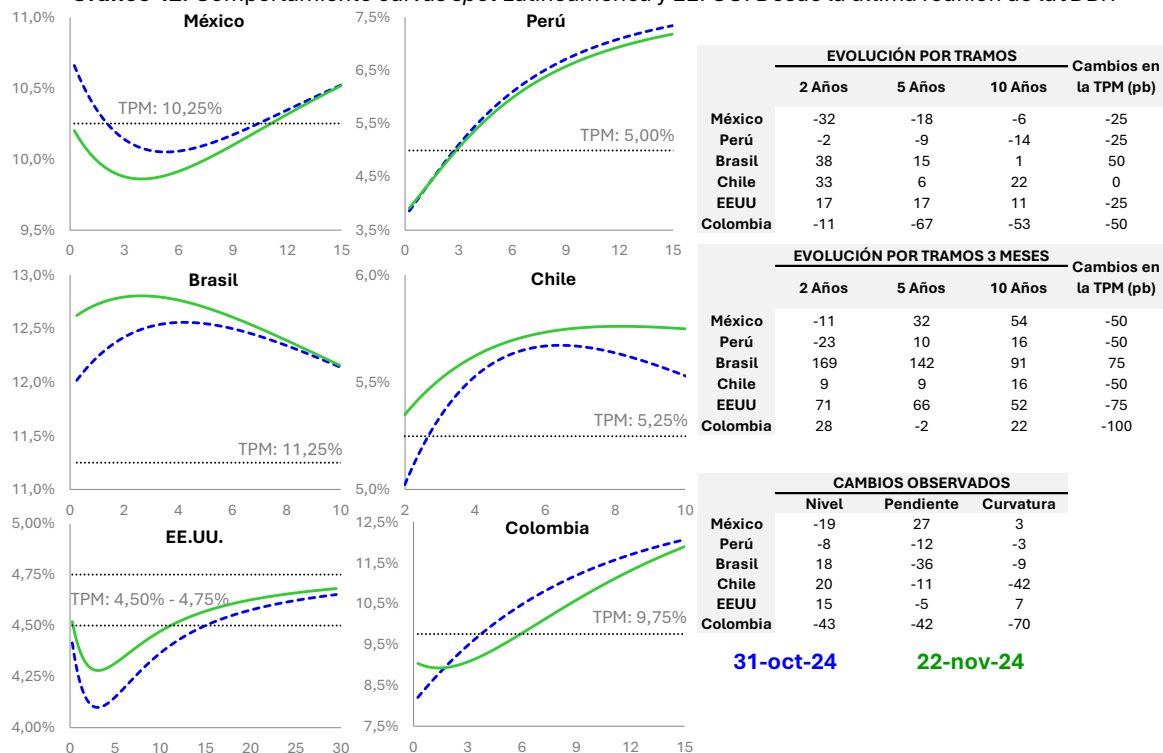
Gráfico 41. Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, **Cálculos:** BanRep.

trabajo de reducir la inflación a su objetivo del 2%. Powell reiteró que la Fed no reaccionará ante los posibles cambios generados por una segunda administración de Trump, hasta que haya mucha más certeza sobre el momento y los efectos de esos cambios. Destacó los posibles cambios en la política fiscal y la posibilidad de aranceles a las importaciones como algunas de las fuentes de incertidumbre que podrían afectar las decisiones del FOMC durante el próximo año. Finalmente dijo que la Fed está reevaluando si continúa siendo apropiado utilizar en su marco de política monetaria el objetivo de inflación promedio.

Gráfico 42. Comportamiento curvas spot Latinoamérica y EE. UU. Desde la última reunión de la JDBR



Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep. Nota: Curvas calculadas mediante la metodología de Nelson&Siegel. Si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos.

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 y del mercado de TES en pesos.

2.1. Expectativas de TPM

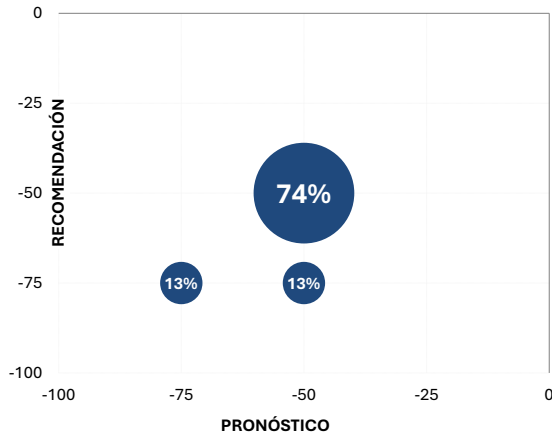
Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera un recorte de 50 pb en diciembre. Primero, según la EME²¹, la mediana señala una tasa esperada de 9,25% en diciembre (desviación estándar de 13 pb). Por otro lado, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citi²², de las 23 entidades encuestadas, el 74% espera y recomienda que la TPM disminuya 50 pb en diciembre; un 13% espera que disminuya 50 pb pero recomienda que disminuya 75 pb; y el 13% restante espera y recomienda que disminuya 75 pb. La desviación estándar de las expectativas disminuyó de 0,12% a 0,09% entre octubre y noviembre (Gráfico 43 y Anexo 1). En cuanto a la reunión de noviembre, la mayoría de los agentes encuestados por la EME esperan que la TPM se mantenga inalterada (desviación estándar de 8 pb), y en el caso de la Encuesta de Opinión Financiera²³ (EOF) 24 de los 26 agentes encuestados también esperan que la TPM se mantenga inalterada, mientras que dos agentes proyectan una reducción de 50 pb (Gráfico 44).

²¹ Datos recolectados entre el 12 y el 14 de noviembre.

²² Publicada el 25 de noviembre.

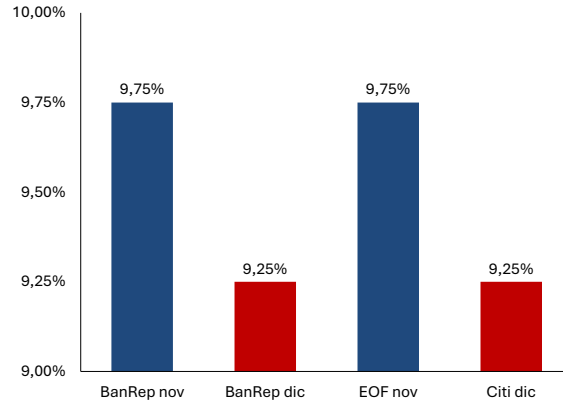
²³ Publicada el 20 de noviembre con información recolectada entre el 12 y el 15 del mismo mes.

Gráfico 43. Expectativa de cambio (pb) TPM para la reunión de diciembre



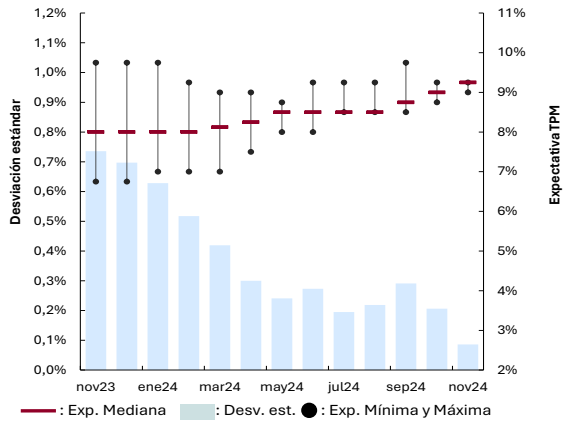
Fuente: ANIF y Citi.

Gráfico 44. Expectativas TPM próxima reunión*



Fuente: BanRep, EOF, Bloomberg y Citi. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 12 y el 14 de noviembre. La EOF se publicó el 20 de noviembre con datos recolectados entre el 12 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 25 de noviembre. *La EOF indaga por la reunión de noviembre (azul), la encuesta de Citi pregunta por la reunión de diciembre (rojo), mientras que la encuesta del BanRep averigua por las reuniones de noviembre y diciembre.

Gráfico 45. Expectativas TPM para diciembre de 2024



Fuente: Citi.

En general, las encuestas indican expectativas de política monetaria superiores a las registradas en octubre. Por un lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, entre octubre y noviembre la mediana de la tasa esperada para cierre de 2024 aumentó de 9,00% a 9,25%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas se mantuvo estable en 0,09% (Gráfico 45). Asimismo, el promedio de todas las encuestas aumentó para el cierre de 2024 de 8,88% a 9,19% (Gráfico 46), y para el cierre de 2025 de 6,00% a 6,19% (Gráfico 47).

Gráfico 46. Expectativas TPM para diciembre de 2024

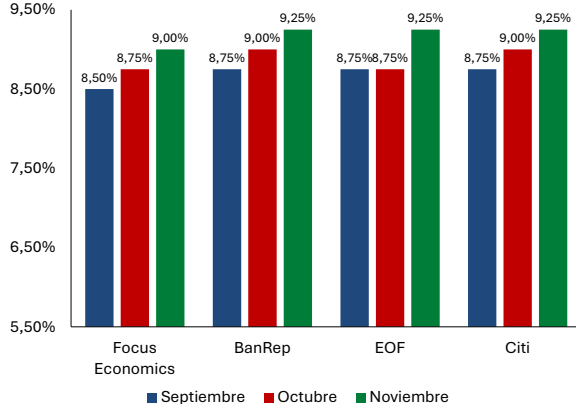
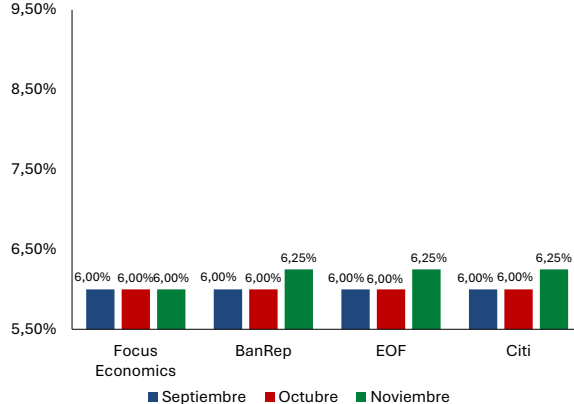


Gráfico 47. Expectativas TPM para diciembre de 2025



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 5 de noviembre, con encuestas recolectadas hasta el 4 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 12 y el 14 de noviembre. La EOF se publicó el 20 de noviembre con datos recolectados entre el 12 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 25 de noviembre.

Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses cayeron ante expectativas de que continúe los recortes de la TPM. Hasta el 22 de noviembre, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, variaron -14 pb, -8 pb, -27 pb, -15 pb, -20 pb y -29 pb, respectivamente (Gráficos 48 y 49).

Gráfico 48. Tasa de intervención y tasas IBR

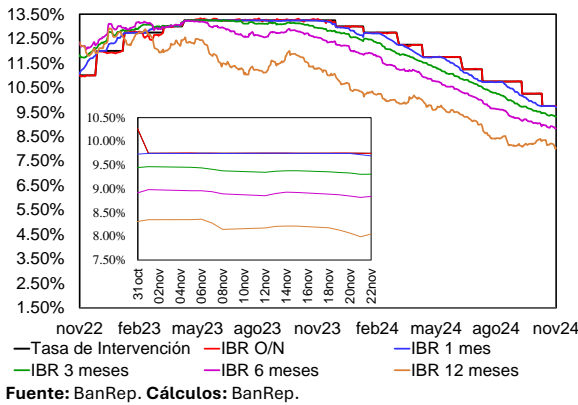
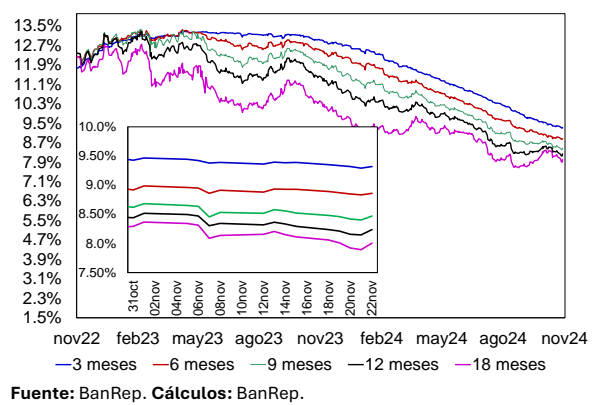


Gráfico 49. Tasas OIS



Las expectativas del mercado OIS descuentan mayores recortes de la TPM para 2025. Los mayores recortes se explicaron por la publicación del dato de inflación por debajo de lo esperado (obs: 5,41%; esp: 5,71%). Así, al 22 de noviembre, el mercado descuenta con mayor probabilidad una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de diciembre, y al cierre de 2025 la TPM se ubicaría en 7,50% (anterior: 8,00%; Gráficos 50 y 51).

Gráfico 50. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 29 de octubre de 2024)

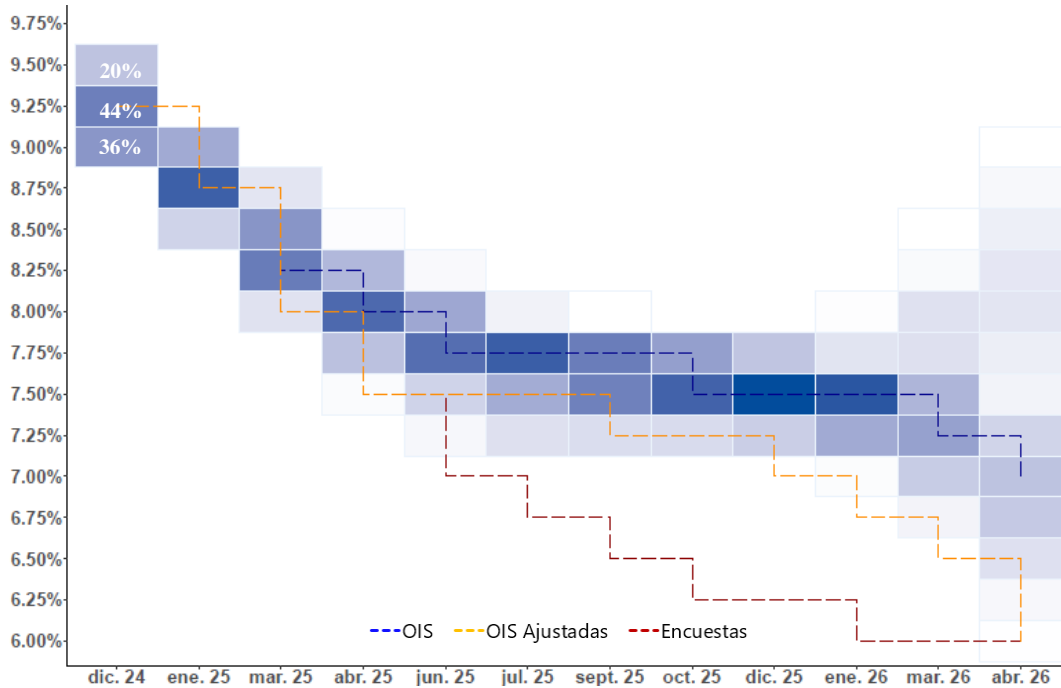


Gráfico 51. Evolución de expectativas TPM – OIS

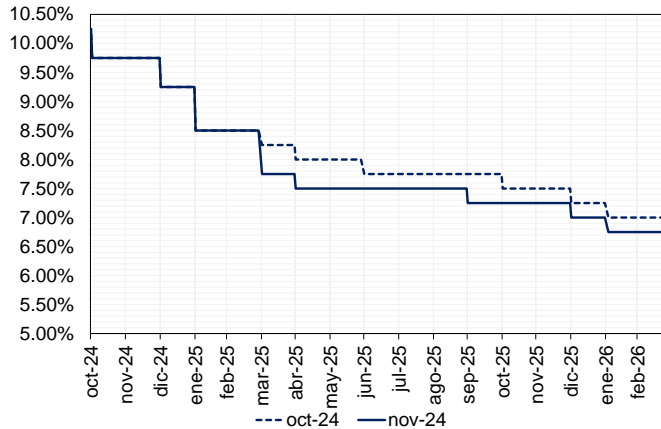
mar-26					7,25%	mar-26	9.75%
feb-26						feb-26	9.50%
ene-26			6,25%	6,25%		ene-26	9.25%
dic-25	7,25%	7,25%	6,50%	6,50%		dic-25	9.00%
nov-25						nov-25	8.75%
oct-25	7,50%	7,50%	6,75%	6,75%	7,50%	oct-25	8.50%
sep-25	7,75%	7,75%				sep-25	8.25%
ago-25						ago-25	8.00%
jul-25			7,00%	7,00%	8,00%	jul-25	7.75%
jun-25	8,25%	8,00%			7,75%	jun-25	7.50%
may-25						may-25	7.25%
abr-25	8,50%	8,25%	7,50%	7,50%	8,25%	abr-25	7.00%
mar-25	8,75%	8,50%	8,00%	8,00%	8,50%	mar-25	6.75%
feb-25						feb-25	6.50%
ene-25	9,00%	8,75%	8,50%	8,50%	8,75%	ene-25	6.25%
dic-24	9,25%	9,00%	9,00%	9,00%	9,25%	dic-24	6.00%
nov-24						nov-24	5.75%
oct-24	9,75%	9,50%	9,50%	9,50%	9,75%	oct-24	5.50%
	24jun24**	25jul24**	23ago24**	23sep24**	29oct24**	22nov24**	5.25%

Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep. Nota: Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Los resultados del modelo OIS para las fechas marcadas con ** permiten aumentos o reducciones de hasta 200 pb de la TPM. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo se estima el modelo con tasas hasta 18 meses, para valores superiores a estas maduraciones las tasas OIS presentan cupón.

Las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS descuentan con mayor probabilidad un recorte de 50 pb de la TPM en la reunión de diciembre (con probabilidad de 74%). Estas expectativas también descuentan mayores recortes de la TPM en 2025. El Gráfico 52 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de octubre y noviembre. Según esta medida, la expectativa para diciembre de 2024 se ubicó en 9,25% (ant: 9,25%), y para diciembre de 2025 se ubicó en 7,25% (ant: 7,00%).

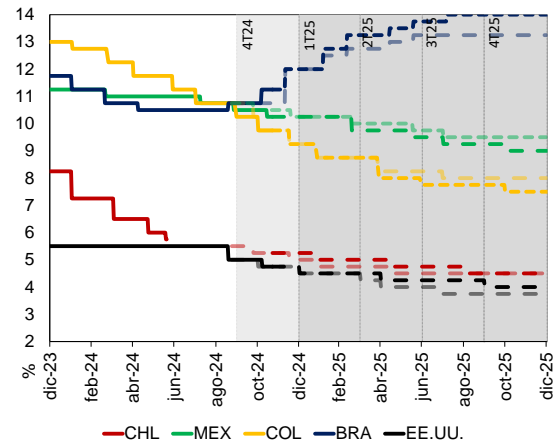
Las expectativas de TPM para 2025 para los pares de la región reflejaron factores idiosincráticos (Gráfico 53). En el caso de Brasil, se espera que el Banco Central realice mayores aumentos de la TPM ante: i) la publicación de datos de inflación local de octubre que se ubicaron por encima de las expectativas y de sus lecturas anteriores (obs. 4,76%, esp. 4,74%); y ii) las persistentes preocupaciones de los inversionistas en materia fiscal, puesto que no se han oficializado las medidas que buscan equilibrar el presupuesto; de esta manera, se espera que la TPM en 2025 se ubique en 14,00% (ant. 13,25%). En México se espera una menor TPM en 2025 (obs. 9,00%, ant. 9,50%), lo cual estuvo soportado por la publicación de la inflación subyacente de octubre inferior a la esperada (obs. 3,80%, esp. 3,85%) y una menor incertidumbre fiscal ante las declaraciones del secretario de Hacienda de ese país relacionadas con una propuesta del presupuesto de 2025 que incorpora una disminución del déficit fiscal. Por otra parte, la expectativa de TPM para final de 2025 en Chile se mantuvo inalterada (4,50%).

Gráfico 52. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 29 de octubre de 2024 y 22 de noviembre de 2024.

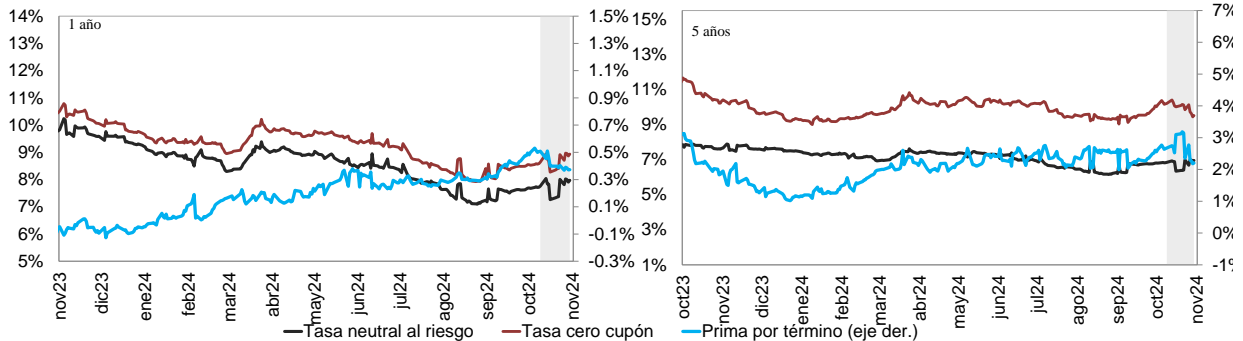
Gráfico 53. Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Citi. Cálculos BanRep. Nota: Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas en noviembre, mientras que los guiones claros representan las expectativas de octubre de 2024.

El aumento promedio mensual de las tasas de los TES en pesos puede explicarse principalmente por incrementos de las tasas neutras. El Gráfico 54 presenta estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo, evaluando qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutras al riesgo promedio mensual subieron 13 pb y 1 pb a 1 y 5 años respectivamente, situándose en 7,75% y 6,75%. Por su parte, desde la última reunión de la JDBR las primas a término variaron -2 pb y +25 pb a 1 y 5 años, respectivamente (Gráfico A4.4).

Gráfico 54. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años

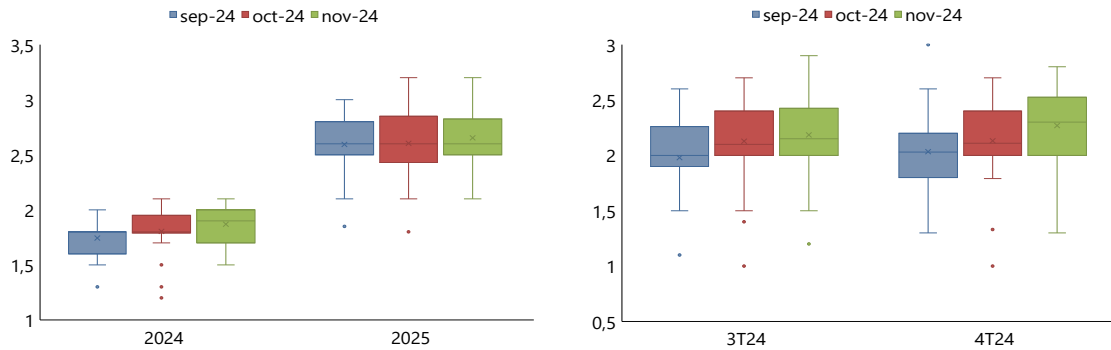


Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

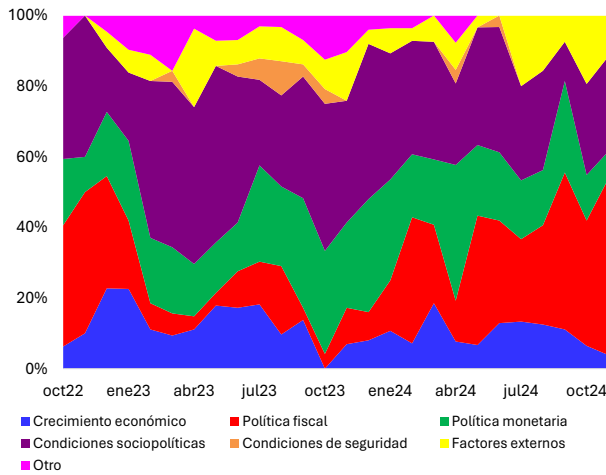
Las expectativas de crecimiento se mantuvieron relativamente estables. De acuerdo con la EOF, los analistas mejoraron su perspectiva de crecimiento para 2024 de 1,80% a 1,90%, y para el 4T24 de 2,11% a 2,30%, mientras que para 2025 la mantuvieron en 2,60%. Con respecto al 3T24, el DANE dio a conocer que la economía colombiana creció 2,0%, por debajo del 2,15% esperado por los analistas que respondieron esta encuesta (Gráfico 55). Por su parte, los agentes encuestados por Citi mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2024 y 2025 en 1,8% y 2,6%, respectivamente.

Gráfico 55. 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.

Gráfico 56. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

En cuanto a la toma de decisiones de inversión, la política fiscal sigue siendo el factor más relevante, seguido por las condiciones sociopolíticas. Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: *¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?*, el 50% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 36%), el 27% las condiciones sociopolíticas (ant: 26%), el 12% los factores externos (ant: 19%), el 8% la política monetaria (ant: 13%), mientras que el 4% restante señaló el crecimiento económico (ant: 7%; Gráfico 56). Por otra parte, el Anexo 9 presenta las expectativas macroeconómicas del mercado

para otros países.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

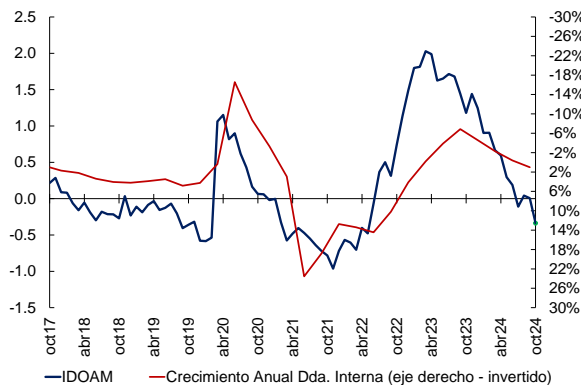
Con datos definitivos de octubre de 2024, el IDOAM disminuyó frente al mes anterior, pero continúa ubicándose cerca de su promedio histórico. La caída de este indicador se explica por aumentos del *spread* de las tasas de la cartera de consumo y tesorería frente a las tasas de los TES²⁴ (Gráfico 57).

Los indicadores de confianza del consumidor repuntaron en octubre, mientras que los de confianza empresarial presentaron un comportamiento mixto. El indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, pasó de haberse ubicado en septiembre en el nivel más bajo del año a registrar en octubre un nivel no observado desde agosto de 2022 (obs: -3,7%; ant: -16,0%). Lo anterior se dio como consecuencia de la mejora tanto de la percepción de las

²⁴ Por otro lado, los analistas encuestados por la EOF prevén valorizaciones de los TES y el MSCI COLCAP en el corto plazo. Frente a los TES que vencen en 2028 y 2032, los analistas esperan que durante los próximos tres meses estos se valoricen cerca de 63 pb y 44 pb, respectivamente (desviaciones estándar de 42 y 44 pb), mientras que a fin de año proyectan valorizaciones de 38 pb y 27 pb, en su orden (desviaciones estándar de 27 pb y 32 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se valore cerca de 1%, mientras que a 12 meses esperan una valorización superior a 4% (desviaciones estándar de 4% y 6%, respectivamente).

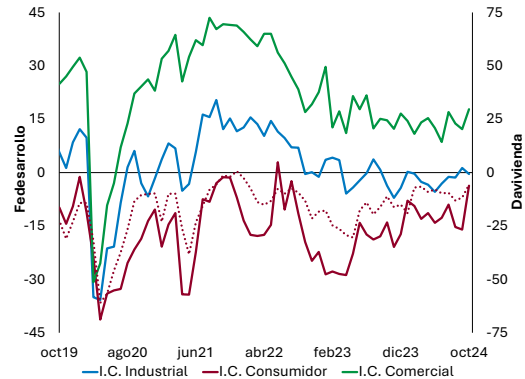
condiciones económicas como de las expectativas a doce meses (Gráfico 58). Asimismo, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -19,4% a -8,5% (Gráfico 59), al tiempo que el indicador de confianza del consumidor estimado por Davivienda alcanzó un nivel no observado desde enero de 2022 (obs: -5,7%; ant: -11,7%). Por otro lado, el indicador de confianza industrial disminuyó (obs: -0,4%; ant: 1,3%), mientras que el de comercial aumentó en octubre (obs: 17,8%; ant: 12,2%). El desempeño del primero estuvo explicado por un deterioro de las expectativas de producción para el próximo trimestre y un mayor nivel de existencias, los cuales se vieron parcialmente contrarrestados por una mejora del volumen actual de pedidos. Por su parte, la mejora de la confianza comercial se explicó por unas mejores expectativas de producción para el próximo semestre, un menor nivel de existencias, y una mejor percepción de la situación económica.

Gráfico 57. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



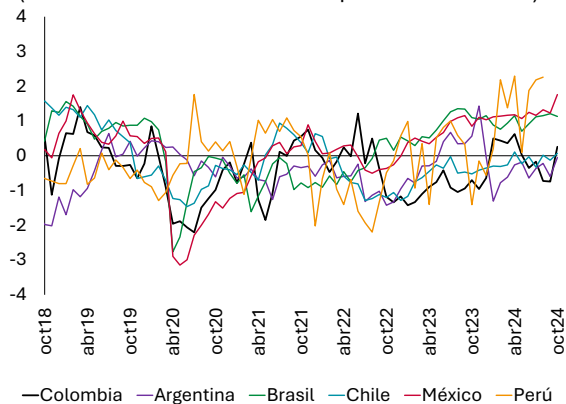
Fuentes: BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Nota:** La volatilidad se calcula con un modelo GARCH(1,1).

Gráfico 58. Índices de confianza en Colombia



Fuente: Fedesarrollo, DANE. En el eje derecho se grafica el indicador de confianza estimado por Davivienda (línea punteada).

Gráfico 59. Índices de confianza de Latinoamérica* (desviaciones estándar con respecto a la media)**



Fuentes: INEGI²⁵, FGV²⁶, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.

Cálculos: BanRep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.

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

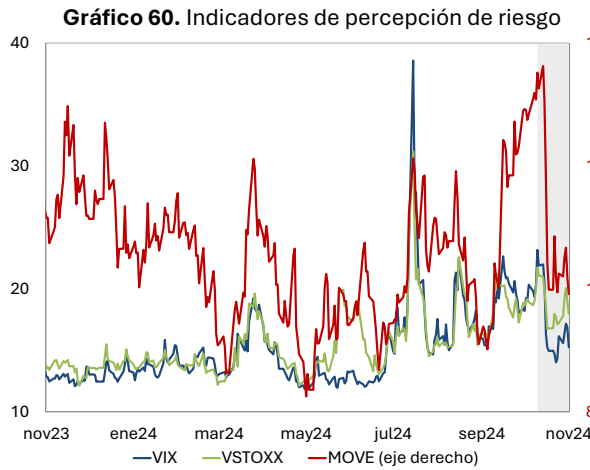
*** No se incluye el dato de Perú para septiembre por indisponibilidad del indicador.

El indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia presentó el mayor incremento entre los países de la muestra y volvió a ubicarse por encima de su media. El Gráfico 59 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Brasil fue el único país para el que este indicador disminuyó en octubre. Además, el indicador de Argentina es el único que se encuentra por debajo de su media histórica.

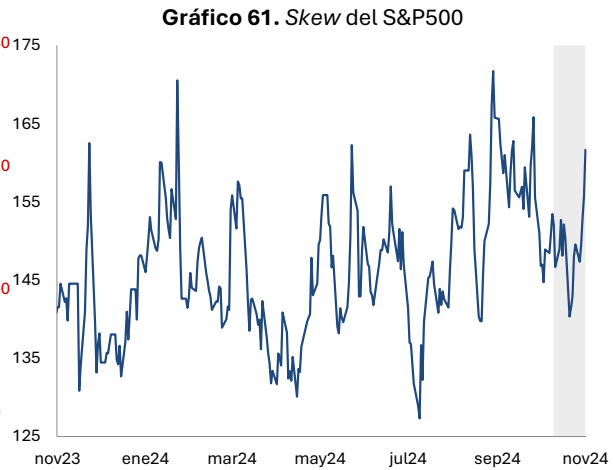
²⁵ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

²⁶ Instituto Brasileiro de Economía.

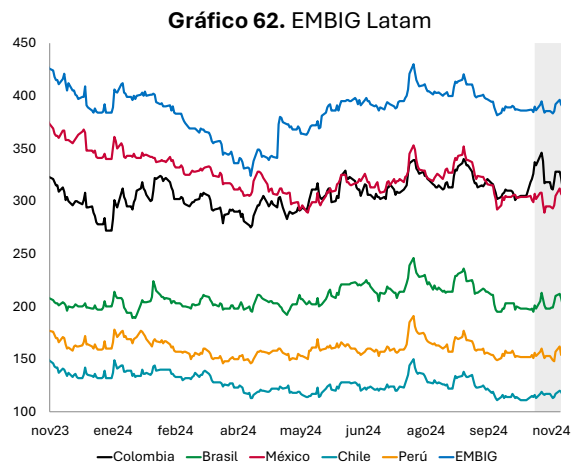
La volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. (Vix²⁷) y Europa (Vstox²⁸), y sobre Tesoros (Move²⁹), corrigió a la baja de manera importante durante noviembre. Lo anterior pudo estar asociado con el optimismo del mercado ante la victoria de Donald Trump y de su partido en las elecciones presidenciales y legislativas que se llevaron a cabo durante la primera semana de noviembre. Por su parte, el Skew³⁰ aumentó ante la mayor probabilidad de potenciales desvalorizaciones del S&P500, luego de una valorización cercana al 5% durante este mes.



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.



Fuente: J.P. Morgan y Banco Central de Chile.

Finalmente, el EMBIG corrigió de manera importante a la baja en Colombia y presentó menores variaciones en los demás países de la región. Así, el índice EMBIG³¹ se redujo 21 pb en Colombia, 6 pb en Brasil, 4 pb en México y 1 pb en Perú, mientras que en Chile aumentó 1 pb (Gráfico 62).

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

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

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

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

³¹ A diferencia del EMBI+, que incorpora solamente títulos soberanos, el EMBIG también incorpora títulos cuasi soberanos (por ejemplo, los bonos emitidos por Pemex). *Information has been obtained from sources believed to be reliable, but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.*

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros
Cuadro A1.1. Encuesta de expectativas de ANIF y Citi sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de diciembre de 2024

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	9,25%	9,25%
Alianza	9,00%	9,00%
Anif	9,25%	9,00%
Asobancaria	9,25%	9,25%
Axa Colpatría	9,00%	9,00%
Banco de Bogotá	9,25%	9,25%
Banco Santander	9,25%	9,25%
Bancoldex	9,25%	9,25%
BBVA	9,25%	9,25%
BTG Pactual	9,25%	9,25%
Casa de Bolsa	9,25%	9,25%
Citi	9,25%	9,25%
Corficolombiana	9,25%	9,25%
Credicorp Capital	9,25%	9,25%
Fiduoccidente	9,25%	9,00%
Grupo Bancolombia	9,25%	9,00%
Grupo Bolívar	9,25%	9,25%
Itaú	9,25%	9,25%
Moody's Analytics	9,25%	9,25%
Positiva	9,00%	9,00%
Scotiabank Colpatría	9,25%	9,25%
Skandia	9,25%	9,25%
XP Investments	9,25%	9,25%
Promedio	9,22%	9,18%
Mediana	9,25%	9,25%
Desv. Estándar	0,09%	0,11%
Máximo	9,25%	9,25%
Mínimo	9,00%	9,00%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
9,00%	13%	3
9,25%	87%	20
Total	100%	23

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9,00%	26%	6
9,25%	74%	17
Total	100%	23

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

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	9,25%	6,50%
Alianza	9,00%	6,00%
Anif	9,25%	6,75%
Asobancaria	9,25%	5,75%
Axa Colpatria	9,00%	6,00%
Banco de Bogotá	9,25%	6,00%
Banco Santander	9,25%	7,00%
Bancoldex	9,25%	6,25%
BBVA	9,25%	6,50%
BTG Pactual	9,25%	6,50%
Casa de Bolsa	9,25%	7,00%
Citi	9,25%	5,75%
Corficolombiana	9,25%	7,00%
Credicorp Capital	9,25%	6,50%
Fiduoccidente	9,25%	6,25%
Grupo Bancolombia	9,25%	6,00%
Grupo Bolivar	9,25%	6,00%
Itaú	9,25%	6,50%
Moody's Analytics	9,25%	6,00%
Positiva	9,00%	6,00%
Scotiabank Colpatria	9,25%	6,75%
Skandia	9,25%	6,00%
XP Investments	9,25%	6,50%
Promedio	9,22%	6,33%
Mediana	9,25%	6,25%
Desv. Estándar	0,09%	0,39%
Máximo	9,25%	7,00%
Mínimo	9,00%	5,75%
No. Respuestas	23	23

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

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	5,03%	3,84%
Alianza	5,20%	3,80%
Anif	5,00%	3,80%
Asobancaria	5,10%	3,30%
Axa Colpatria	5,00%	3,80%
Banco de Bogotá	5,12%	3,62%
Banco Santander	5,00%	4,23%
Bancoldex	4,99%	3,89%
BBVA	5,10%	3,60%
BTG Pactual	4,96%	3,80%
Casa de Bolsa	4,99%	4,00%
Citi	5,20%	3,70%
Corficolombiana	5,00%	4,00%
Credicorp Capital	5,09%	4,00%
Fiduoccidente	5,19%	3,92%
Grupo Bancolombia	5,30%	4,00%
Grupo Bolivar	5,06%	3,66%
Itaú	5,10%	3,70%
Moody's Analytics	5,00%	3,70%
Positiva	5,04%	3,60%
Scotiabank Colpatria	5,03%	3,81%
Skandia	5,16%	3,69%
XP Investments	5,10%	3,70%
Promedio	5,08%	3,79%
Mediana	5,06%	3,80%
Desv. Estándar	0,09%	0,19%
Máximo	5,30%	4,23%
Mínimo	4,96%	3,30%
No. Respuestas	23	23

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 4 de noviembre

Empresa	2025	2026
1 Acciones y Valores	6,50%	5,50%
2 AGPV	6,00%	-
3 Alianza Valores y Fiduciaria	6,00%	-
4 Allianz	7,00%	-
5 Asobancaria	5,75%	-
6 Banco Agrario de Colombia	5,50%	4,50%
7 Banco Davivienda	5,75%	-
8 Banco de Bogotá	5,75%	5,75%
9 Bancolombia	6,00%	6,00%
10 BancTrust & Co.	6,75%	-
11 Barclays Capital	6,00%	-
12 BBVA Research	6,00%	6,00%
13 BTG Pactual	6,50%	5,50%
14 CABI	7,00%	-
15 Capital Economics	6,00%	5,25%
16 Citigroup Global Mkts	5,50%	5,50%
17 Corficolombiana	6,00%	-
18 Credicorp Capital	6,00%	-
19 Deutsche Bank	6,50%	-
20 Ecoanalítica	6,50%	4,50%
21 Econosignal	5,00%	-
22 EIU	7,00%	4,50%
23 Fedesarrollo	6,50%	5,50%
24 Fitch Solutions	5,50%	5,50%
25 Goldman Sachs	5,50%	5,25%
26 HSBC	5,25%	5,25%
27 Itaú Unibanco	6,00%	6,00%
28 JPMorgan	6,50%	-
29 Oxford Economics	6,00%	6,00%
30 Pantheon Macroeconomics	6,50%	5,00%
31 Pezco Economics	6,00%	4,50%
32 Rabobank	6,25%	5,75%
33 S&P Global Ratings	7,50%	7,00%
34 Scotiabank Colpatría	5,50%	5,50%
35 Sectorial	5,75%	3,75%
36 UBS	5,75%	5,50%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,75%	0	0,0%	1	4,3%
4,50%	0	0,0%	4	17,4%
5,00%	1	2,8%	1	4,3%
5,25%	1	2,8%	3	13,0%
5,50%	5	13,9%	7	30,4%
5,75%	5	13,9%	2	8,7%
6,00%	11	30,6%	4	17,4%
6,25%	1	2,8%	0	0,0%
6,50%	7	19,4%	0	0,0%
6,75%	1	2,8%	0	0,0%
7,00%	3	8,3%	1	4,3%
7,50%	1	2,8%	0	0,0%
Media	6,10%		5,37%	
Mediana	6,00%		5,50%	

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 Citi

Encuestas recolectadas hasta el 4 de noviembre

Empresa	2025	2026
1 Acciones y Valores	3,70%	3,60%
2 AGPV	4,50%	-
3 Alianza Valores y Fiduciaria	4,00%	-
4 Allianz	3,50%	-
5 ANIF	3,50%	-
6 Asobancaria	3,70%	-
7 Banco Agrario de Colombia	4,00%	3,40%
8 Banco Davivienda	3,60%	-
9 Banco de Bogotá	3,60%	3,20%
10 Bancolombia	4,30%	3,90%
11 BancTrust & Co.	3,80%	-
12 Barclays Capital	3,70%	-
13 BBVA Research	3,80%	3,40%
14 BTG Pactual	4,00%	3,00%
15 CABI	4,50%	-
16 Capital Economics	4,00%	3,70%
17 Citigroup Global Mkts	3,70%	-
18 Corficolombiana	3,80%	-
19 Credicorp Capital	3,70%	-
20 Deutsche Bank	4,60%	-
21 E2 Economía	4,10%	3,00%
22 Ecoanalítica	3,50%	3,10%
23 Econosignal	3,90%	3,50%
24 EIU	3,70%	3,00%
25 EmergingMarketWatch	3,80%	-
26 Fedesarrollo	3,90%	3,40%
27 Fitch Solutions	3,80%	3,20%
28 Goldman Sachs	3,80%	3,00%
29 HSBC	3,50%	3,00%
30 Itaú Unibanco	3,60%	3,00%
31 Kiel Institute	3,70%	3,70%
32 Moody's Analytics	4,00%	-
33 Oxford Economics	4,00%	3,10%
34 Pezco Economics	4,30%	3,80%
35 Positiva Compañía de Segurc	3,60%	3,00%
36 Rabobank	3,80%	3,50%
37 Scotiabank Colpatría	4,00%	3,50%
38 Sectorial	4,30%	3,10%
39 UBS	3,90%	3,70%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	12	50,0%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	3	12,5%
3,50% - 3,75%	15	38,5%	7	29,2%
3,75% - 4,00%	10	25,6%	2	8,3%
4,00% - 4,25%	8	20,5%	0	0,0%
4,25% - 4,50%	3	7,7%	0	0,0%
4,50% - 4,75%	3	7,7%	0	0,0%
Media		3,88%		3,33%
Mediana		3,80%		3,30%

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 31 de octubre de 2024, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió, por mayoría, reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos (pb), situándola en 9,75%. Según algunos analistas, el mercado ya había anticipado este recorte, por lo que la decisión no generó mayor sorpresa. Asimismo, el discurso pronunciado en la rueda de prensa fue percibido como cauteloso, debido a las preocupaciones expresadas por la JDBR sobre la situación fiscal y la depreciación del peso colombiano, influyendo en las expectativas de futuros recortes. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 4 pb, 3 pb y 6 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 1 pb, 11 pb y 8 pb para dichos vencimientos.

El 8 de noviembre, se conoció que el Gobierno está considerando un recorte presupuestal de COP 33 billones para este año, cifra que incluye el aplazamiento de COP 20 billones anunciado en junio. De confirmarse, el decreto se emitiría a finales de noviembre. Sin embargo, algunos analistas del mercado señalaron que persiste la incertidumbre fiscal, ya que el ajuste planteado por el Gobierno podría no ser suficiente para generar confianza en este frente. Durante el mismo día, el DANE informó que la inflación anual para octubre de 2024 se ubicó en 5,41%, por debajo tanto de las expectativas del mercado (5,71%) como de la lectura del mes anterior (5,81%). El IPC registró una variación mensual de -0,13% (esp: 0,16%; ant: 0,24%). Tras estos resultados, analistas señalaron que es probable que la JDBR mantenga un enfoque cauteloso en su próxima reunión de política monetaria. Al finalizar la sesión de negociación de ese día, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -23 pb, -5 pb y -19 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -10 pb, -20 pb y -20 pb para dichos vencimientos.

El 14 de noviembre, agentes del mercado destacaron un informe de JPMorgan que advertía sobre la "posición precaria" de los activos locales ante crecientes riesgos fiscales y un entorno global adverso. La entidad redujo su recomendación sobre el peso colombiano de neutral a *underweight*, mantuvo los TES en *marketweight* e indicó una posible rebaja en la calificación crediticia. Este informe, que pudo tener incidencia sobre los rendimientos de los TES, refleja preocupaciones por la debilidad del peso, menores precios del petróleo, fortaleza del dólar y mayor déficit fiscal. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 0 pb, -3 pb y -6 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 8 pb, -3 pb y -4 pb para dichos vencimientos.

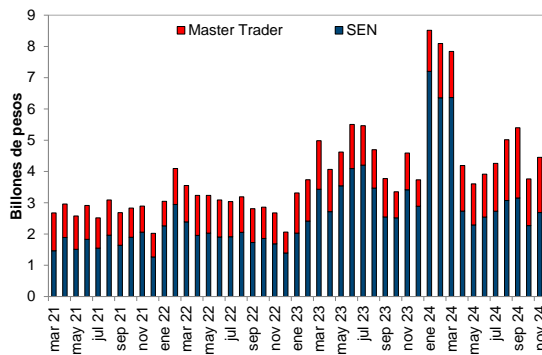
El 18 de noviembre, el DANE reportó que el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) para septiembre de 2024 creció 1,2% anual, por debajo de las expectativas del mercado (1,5%) y de la cifra registrada en agosto (1,6%). Asimismo, el PIB del tercer trimestre de 2024 aumentó 2,0% anual (esp: 2,3%; ant: 2,1%). Analistas señalaron que los datos reflejan una moderación en la recuperación económica, evidenciada por un menor aporte del gasto público, lo que refleja la fragilidad del proceso de recuperación durante el año. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -7 pb, -41 pb y -10 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 0 pb, 2 pb y 0 pb para dichos vencimientos.

El 20 de noviembre, Fitch Ratings reafirmó la calificación crediticia de Colombia en BB+ con perspectiva estable, destacando la estabilidad macroeconómica y financiera del país, el rol independiente del Banco de la República, meta de inflación definida y una moneda de libre flotación. No obstante, advirtió sobre significativos desafíos fiscales, incluyendo el riesgo de incumplir la regla

fiscal en 2025. Durante el mismo día, la Comisión Primera de la Cámara de Representantes aprobó la reforma al Sistema General de Participaciones, quedando pendiente un debate más para convertirse en ley. Analistas señalaron que, pese a los ajustes realizados para mitigar los costos a largo plazo, esta reforma sigue generando incertidumbre fiscal. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -14 pb, -18 pb y -16 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -13 pb, -16 pb y -11 pb para dichos vencimientos.

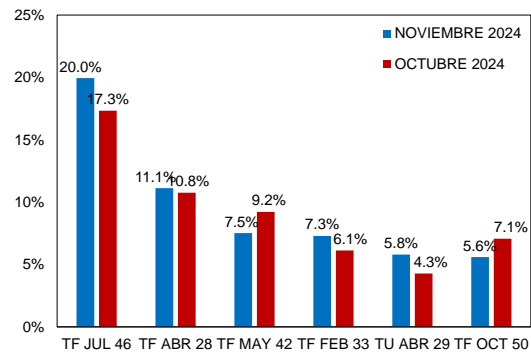
En lo corrido de noviembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,5 billones, mayor al observado el mes anterior (\$3,8 billones) y menor al registrado en noviembre de 2023 (\$4,6 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2046, cuya participación pasó de 17,3% a 20,0%, seguidos por los que vencen en abril de 2028 cuya participación pasó de 10,8% a 11,1% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



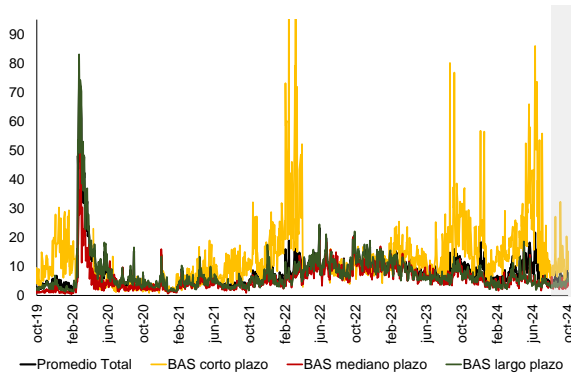
Fuente y Cálculos: DCV – BanRep.

Gráfico A2.3. TES más transados



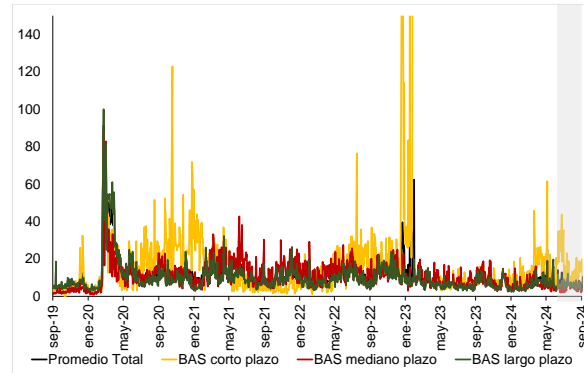
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

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



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

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

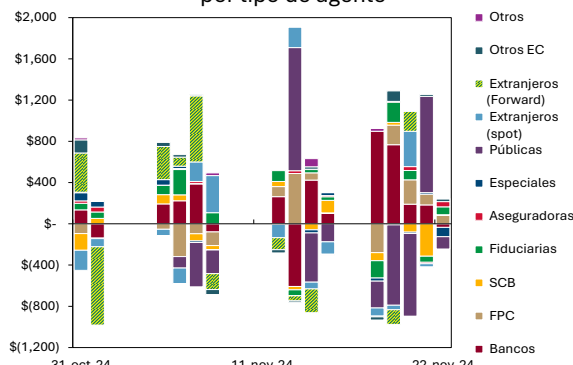


Con información al 21 de noviembre de 2024, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 14,1 pb (ant: 10,2 pb), 4,6 pb (ant: 3,8 pb) y 5,3 pb (ant: 4,7 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 22,6 pb (ant: 22,5 pb), 5,4 pb (ant: 4,6 pb) y 7,5 pb (ant: 6,3 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

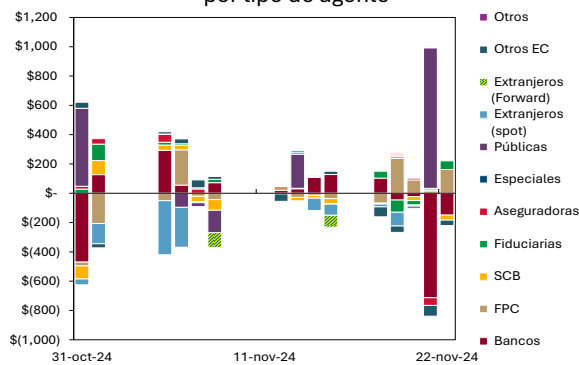
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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.

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

	Corrido del 2024	Corrido del 2024	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	12,294	2,913	720	1,643	543	2,906	(1,150)	649	38	(463)
Compañía de Financiamiento Comercial	735	(0)	80	97	-	177	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(694)	(161)	44	25	1	69	(159)	84	(44)	(119)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	12,335	2,752	844	1,765	543	3,152	(1,309)	733	(7)	(583)
Fondos de Pensiones y Cesantías	69	-	(2)	4	30	32	-	-	-	-
Propia	32,598	(3,169)	50	(1,865)	2,076	261	-	303	(22)	281
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	32,667	(3,169)	48	(1,862)	2,106	293	-	303	(22)	281
Sociedades Comisionistas de Bolsa	515	460	153	(61)	(169)	(78)	0	(161)	21	(139)
Propia	(71)	242	(91)	(85)	(175)	(351)	-	(23)	0	(23)
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros	(0)	(0)	-	0	0	0	-	0	0	0
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	443	702	62	(146)	(344)	(429)	0	(184)	21	(163)
Sociedades Fiduciarias	16	(2)	(3)	(4)	5	(3)	(2)	(4)	-	(6)
Propia	(7,257)	7,144	139	571	257	966	(21)	(709)	(165)	(895)
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros***	(338)	(1,237)	(84)	147	135	198	(6)	(744)	(339)	(1,089)
Extranjeros (TES verdes)****	(6)	-	-	-	(65)	(65)	-	-	-	-
FIC	(69)	89	209	231	27	466	-	42	-	42
Pasivos Pensionales	287	(264)	(99)	119	4	25	4	(3)	3	4
Administración FONPET	(779)	14	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	(7,241)	7,142	136	567	261	964	(23)	(712)	(165)	(900)
Compañías de Seguros y Capitalización	2,382	3,010	28	(4)	199	223	-	(32)	147	115
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	2,382	3,010	28	(4)	199	223	-	(32)	147	115
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	28,251	7,685	273	(1,445)	2,222	1,050	(23)	(626)	(18)	(667)
Total Entidades Financieras Especiales**	2,485	281	(83)	180	(47)	51	-	13	15	28
Total Entidades Públicas****	(31,344)	(2,204)	77	(551)	(776)	(1,251)	1,179	(122)	392	1,448
Administración FONPET	720	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****	1,232	277	6	53	86	144	-	2	10	12
Extranjeros	3	143	-	-	-	-	-	-	6	6
TOTAL MOVIMIENTO NETO	12,959	8,791	1,117	1	2,028	3,146	(153)	-	392	239

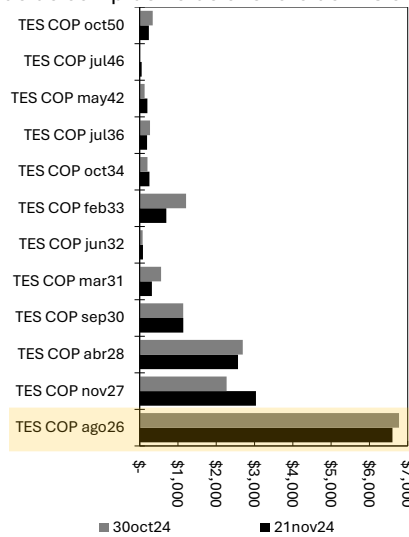
Fuente: BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 14 de diciembre de 2023. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Posterior a la última reunión de la JDBR, la posición compradora neta de TES en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2027, 2030, 2032, 2034, 2042 y 2046, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2026, 2028, 2031, 2033, 2036 y 2050, y se

mantuvo estable para los títulos que vencen en 2027 (Gráfico A3.3). Además, la posición neta en TES denominados en pesos disminuyó COP 74 mm, y la posición neta en TES denominados en UVR disminuyó COP 1257 mm.

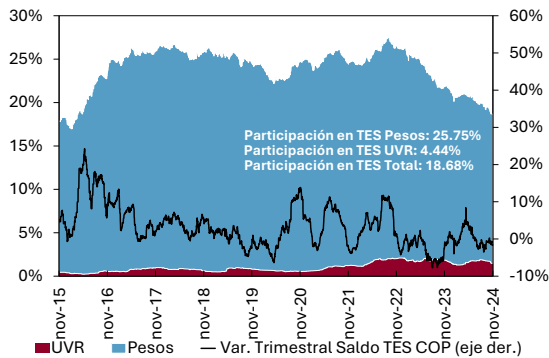
En el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES denominados en pesos en el mercado a futuro por COP 16.794 mm y COP 2.611 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 17.976 mm y COP 3.585 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES denominados en pesos a través de contratos NDF disminuyó COP 208 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES denominados en UVR en este mercado por COP 1.919 mm y COP 313 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 2.171 mm y COP 391 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES denominados en UVR a través de contratos NDF disminuyó COP 174 mm (Gráfico A3.5). Así, el saldo de compras netas en NDF de TES denominados en pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de COP 15.234 mm a COP 15.407 mm; al tiempo que para TES denominados en UVR pasó de COP 405 mm a COP 231 mm.

Gráfico A3.3. Saldo de compras netas *offshore* de TES en NDF por referencia



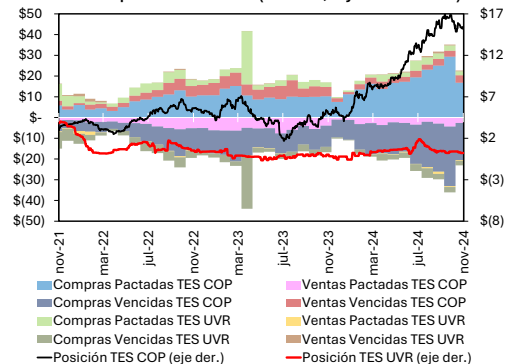
Fuente: BanRep. COP mm.

Gráfico A3.4. Saldo de TES del *offshore* en el mercado de contado como proporción del saldo total



Fuente: BanRep

Gráfico A3.5. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)

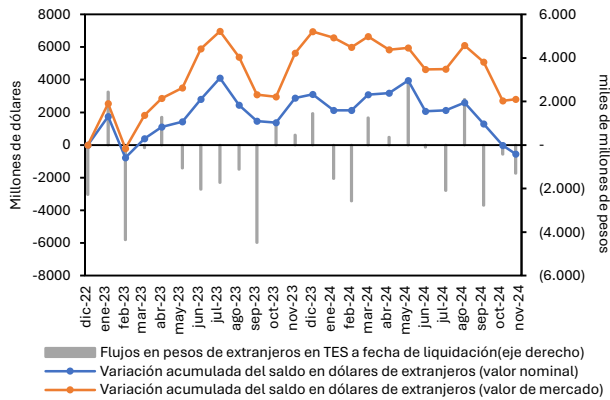


*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

En los gráficos A3.6, A3.7 y A3.8 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en los mercados de deuda de la región.

Gráfico A3.6. Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



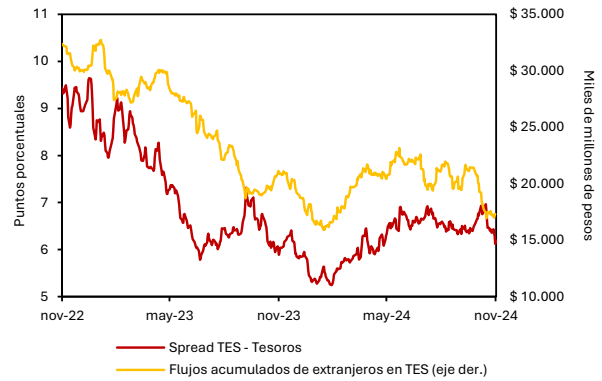
Fuente: BanRep.

Nota: i) * Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).

ii) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte.

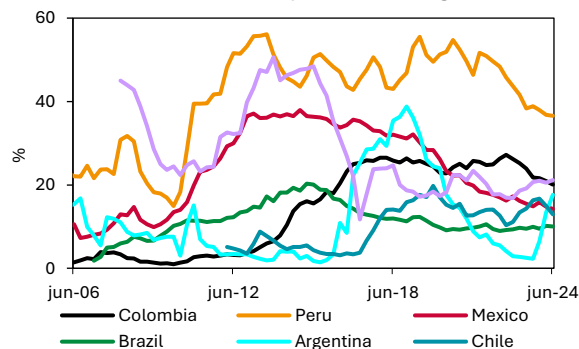
iii) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.

Gráfico A3.7. Margen entre la deuda local a 10 años y los Tesoros vs flujos netos acumulados de extranjeros en TES



Fuente: BanRep.

Gráfico A3.8. Participación de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública en moneda local para una muestra de países de la región

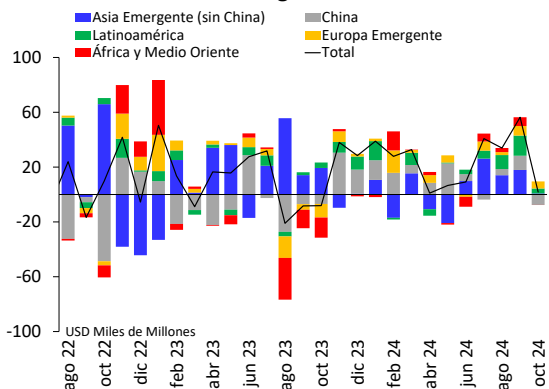


Fuente: IIF y FMI. **Nota:** Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. Esta información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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

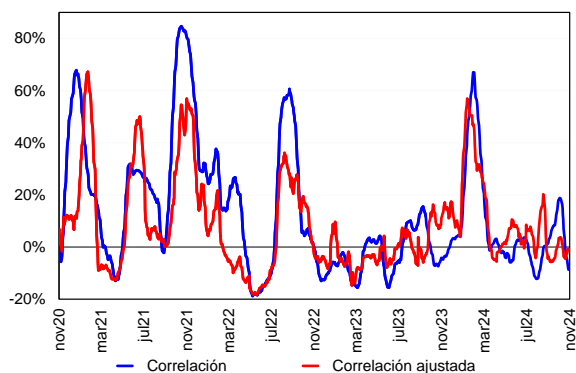
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

Gráfico A4.1. Flujos de portafolio hacia economías emergentes



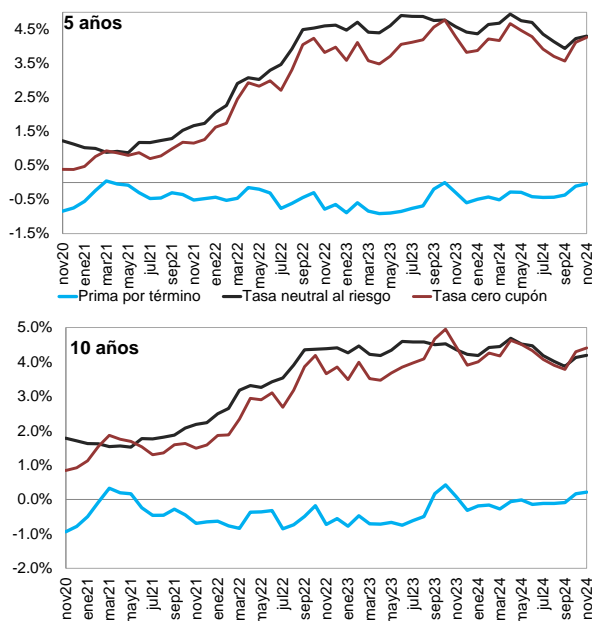
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Gráfico A4.2. Correlación pendientes región



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

Gráfico A4.3. Prima por vencimiento Tesoros

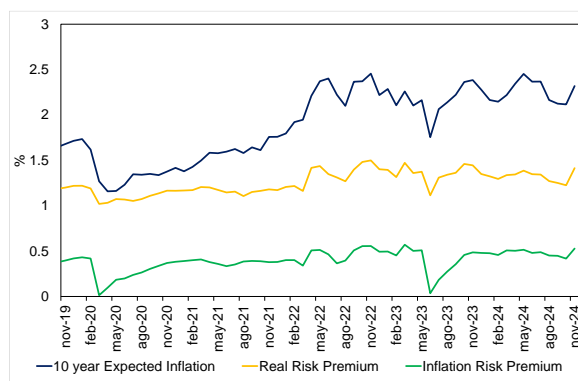


Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) cayó y se ubicó en -8,7%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también disminuyó y se ubicó en -0,72%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 22 de noviembre, desde finales de octubre las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,04% y 0,21%, respectivamente. Las tasas neutras al riesgo subieron 7 pb y 7 pb, y se ubicaron en 4,30% y 4,19% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). Por

otra parte, los mercados en EE. UU descuentan aumentos de la prima por riesgo inflacionaria (0,53%, ant. 0,42%), la prima por riesgo real (1,41%, ant. 1,23%) y las expectativas de inflación de largo plazo (2,31%, ant. 2,12%).

Gráfico A4.5. Expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionaria y real a 10 años en EE.UU.



Fuente: Fed.

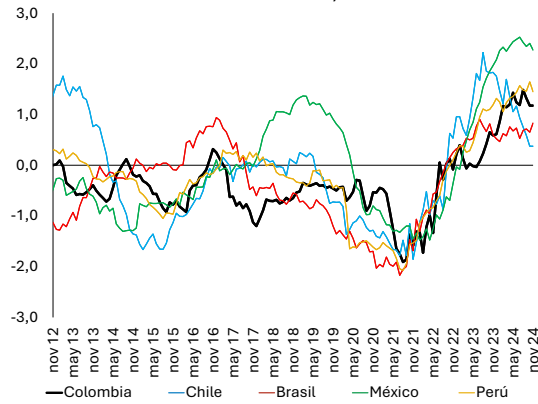
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
Países desarrollados				
5nov24	Banco de la Reserva de Australia	0	0	4,35%
7nov24	Banco de Suecia	-50	-50	2,75%
7nov24	Banco de Noruega	0	0	4,50%
7nov24	Banco de Inglaterra	-25	-25	4,75%
7nov24	Reserva Federal	-25	-25	4,50% - 4,75%
20nov24	Banco Central de Islandia	-50	-	8,50%
Países emergentes/frontera				
1nov24	Banco Nacional de Bulgaria	-21	-	3,22%
4nov24	Banco Estatal de Pakistán	-250	-200	15,00%
6nov24	Banco Central de Malasia	0	0	3,00%
6nov24	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
6nov24	Banco Central de Brasil	50	50	11,25%
7nov24	Banco de Botsuana	0	-	1,90%
7nov24	Banco Nacional de Serbia	0	-25	5,75%
7nov24	Banco Nacional Checo	-25	-25	4,00%
7nov24	Banco Central de Reserva del Perú	-25	-25	5,00%
8nov24	Banco Nacional de Rumania	0	0	6,50%
13nov24	Banco de Zambia	50	-	14,00%
14nov24	Banco de México	-25	-25	10,25%
14nov24	Banco Central del Uruguay	0	0	8,50%
19nov24	Banco Nacional de Hungría	0	0	6,50%
19nov24	Banco Nacional de Angola	0	-	19,50%
19nov24	Banco Central del Paraguay	0	0	6,00%
20nov24	Banco Popular de China	0	0	3,10% / 3,60%*
20nov24	Banco de Indonesia	0	0	6,00%
21nov24	Banco Central de la República de Turquía	0	0	50,00%
21nov24	Banco de la Reserva de Sudáfrica	-25	-25	7,75%
21nov24	Banco Central de Egipto	0	0	27,25%
22nov24	Banco Central de Esuatini	-25	-	7,00%

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

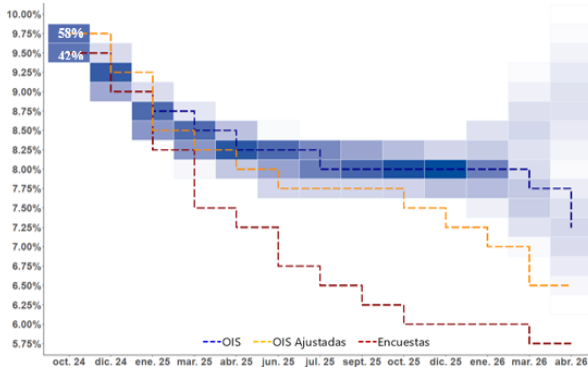
Gráfico A5.4. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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

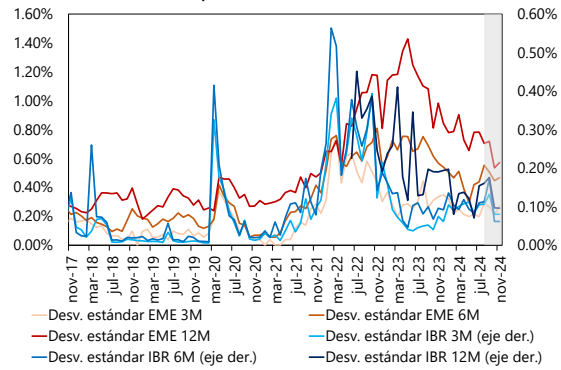
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación

Cuadro A6.1. 29 de octubre de 2024



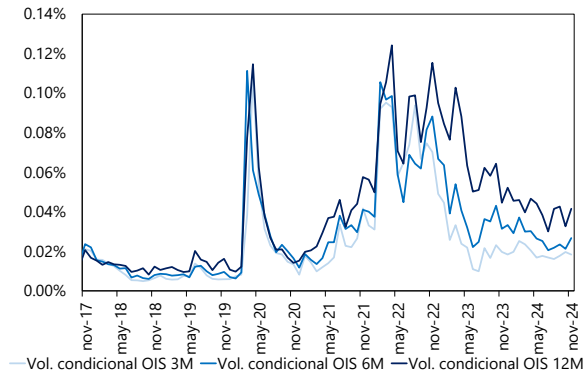
Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

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



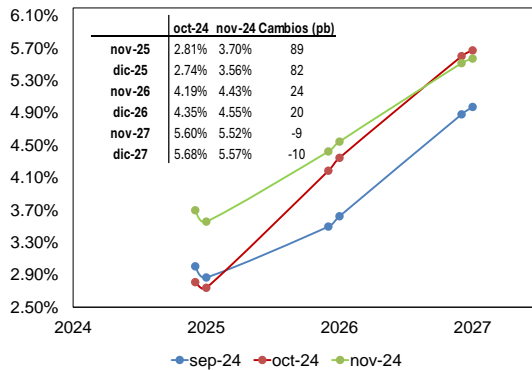
Fuente y Cálculos: BanRep.

A6.3. Volatilidad condicional de las tasas OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

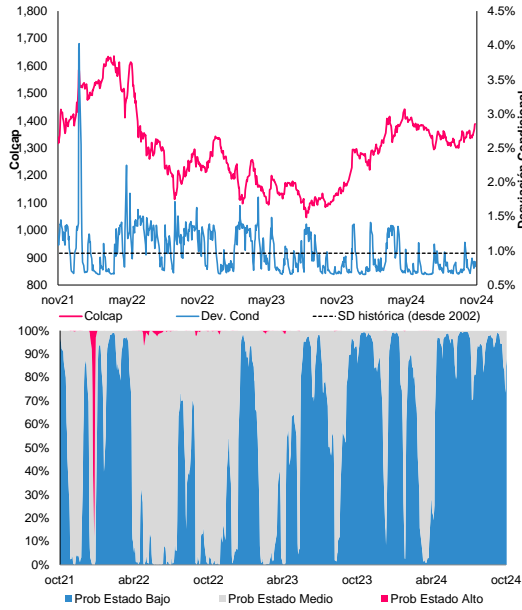
Gráfico A6.4. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



Fuente y Cálculos: Precia.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

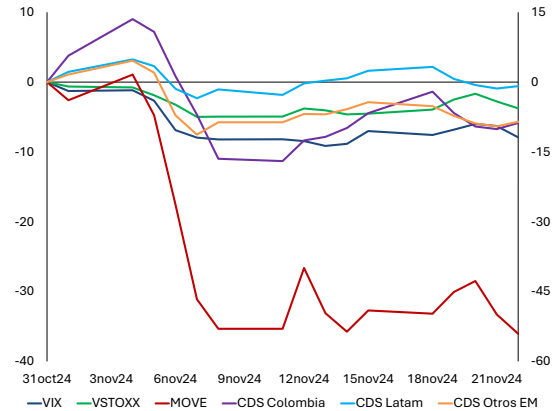
Tabla A7.1. Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	nov-24	oct-24	nov-24	oct-24
Aumentará	52,0%	45,2%	28,0%	20,0%
Sin cambios	24,0%	32,3%	32,0%	26,7%
Disminuirá	24,0%	22,6%	8,0%	23,3%
No aplica			32,0%	30,0%

Fuente: EOF, Cálculos: BanRep. Los porcentajes más altos se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul.

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



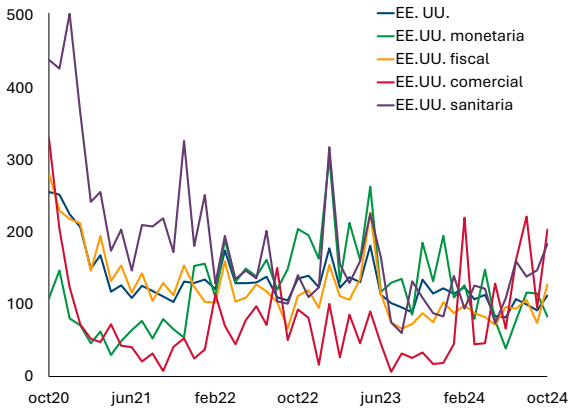
Fuente: Bloomberg. Los indicadores Vix, Vstox y Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

Tabla A8.1. Indicadores de incertidumbre en política económica

	EE. UU.					Europa					
	EE. UU.	PoL. monetaria	PoL. fiscal	PoL. sanitaria	PoL. comercial	Europa	Alemania	Italia	Reino Unido	Francia	España
sep-24	92	115	74	147	95	344	695	111	304	436	77
oct-24	112	83	128	184	204	370	813	100	345	322	144
Var.	20	-32	54	36	108	26	118	-10	42	-114	67

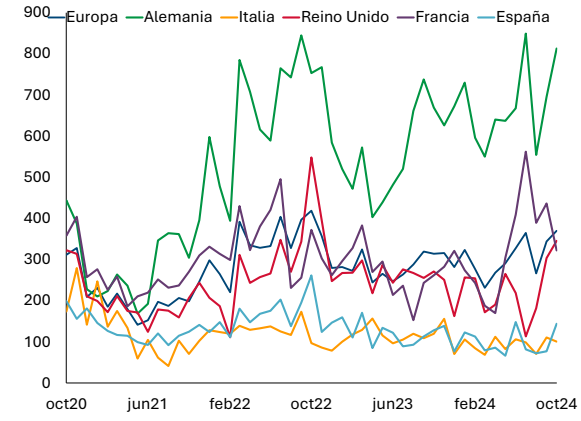
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación			Tasa de política monetaria		Tasa de crecimiento del PIB						
	Datos Octubre 2024			Esperada a Diciembre 2024		Vigente	Esperada a Diciembre 2024		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2024	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Oct. 24	Nov. 24		Oct. 24	Nov. 24	Esp.	Obs.	Oct. 24	Nov. 24
Colombia	5,71%	5,41%	2,41%	5,50%	5,06%	9,75%	9,00%	9,25%	2,30%	2,00%	1,80%	1,80%
Chile	4,31%	4,70%	1,70%	4,50%	4,40%	5,25%	5,00%	5,00%	2,20%	2,25%	2,40%	2,20%
México	4,74%	4,76%	1,76%	4,50%	4,50%	10,25%	10,06%	10,03%	1,50%	1,65%	1,60%	1,50%
Perú	2,13%	2,01%	0,01%	2,50%	2,40%	5,00%	4,84%	4,86%	3,70%	3,80%	2,70%	2,80%
Brasil	4,74%	4,76%	1,76%	4,55%	4,63%	11,25%	11,75%	11,75%	2,70%	3,33%	3,08%	3,17%
Ecuador	n.d.	1,36%	-0,64%	2,40%	2,40%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2,17%	0,60%	0,40%
Argentina	193,60%	193,00%	n.d.	131,40%	127,00%	35,00%	40,64%	39,43%	-1,40%	-1,70%	-3,60%	-3,60%
EE.UU.	2,60%	2,60%	0,60%	2,90%	2,90%	4,5% - 4,75%	4,50%	4,50%	2,80%	2,80%	2,60%	2,70%
India	5,90%	6,21%	2,21%	4,70%	4,60%	6,50%	6,10%	6,16%	6,80%	6,65%	6,90%	6,90%
Sudáfrica	3,00%	2,80%	-1,70%	4,60%	4,60%	7,75%	7,75%	7,75%	0,30%	0,30%	1,00%	1,00%
China	0,40%	0,30%	-2,70%	1,10%	1,00%	1,50%	1,47%	1,47%	4,50%	4,60%	4,80%	4,80%
Rusia	8,60%	8,54%	4,54%	8,00%	8,10%	21,00%	20,00%	20,00%	3,00%	3,10%	3,50%	3,50%
Turquía	48,30%	48,58%	43,58%	59,00%	58,70%	50,00%	48,50%	48,50%	3,20%	2,49%	3,00%	3,00%
Noruega	2,40%	2,60%	2,80%	3,30%	3,20%	4,50%	4,35%	4,45%	0,30%	0,50%	0,70%	0,65%
Costa Rica	n.d.	-0,79%	-3,79%	1,70%	1,50%	4,00%	4,14%	3,95%	n.d.	3,70%	3,90%	3,90%
El Salvador	n.d.	-0,10%	-3,40%	1,80%	1,70%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,10%	2,50%	2,60%
Guatemala	n.d.	1,16%	-2,84%	3,70%	3,50%	4,75%	4,35%	4,45%	n.d.	3,70%	3,40%	3,40%
Honduras	n.d.	4,10%	-0,90%	4,70%	4,70%	5,75%	3,83%	3,83%	n.d.	3,90%	3,50%	3,30%
Panamá	n.d.	-0,29%	-2,29%	1,60%	1,30%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,50%	2,60%	2,60%
Paraguay	n.d.	3,60%	-0,40%	3,90%	3,90%	6,00%	5,60%	5,70%	n.d.	8,70%	3,90%	3,90%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citi el 25 de noviembre.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 25 de noviembre.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 12 de noviembre.

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

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 2T24, excepto en Colombia, Chile, México, Perú, EE. UU, China, Rusia, Noruega y Costa Rica, cuya información corresponde al 3T24.

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