



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde la última reunión de la JDBR (26 de marzo), y con información hasta el 23 de abril, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 23 pb, 22 pb, 22 pb, 23 pb y 30 pb para los plazos a 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, el 23 de abril el BEI se ubicó en 1,71%, 2,37%, 2,85%, 3,45% y 4,07% para los plazos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, en su orden (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de valorizaciones de los TES en pesos, y desvalorizaciones de los TES en UVR (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de marzo contra las tasas promedio de lo corrido de abril, se observan variaciones del BEI de 2 pb, -5 pb, -8 pb, -9 pb y -5 pb para los tramos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente¹.

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

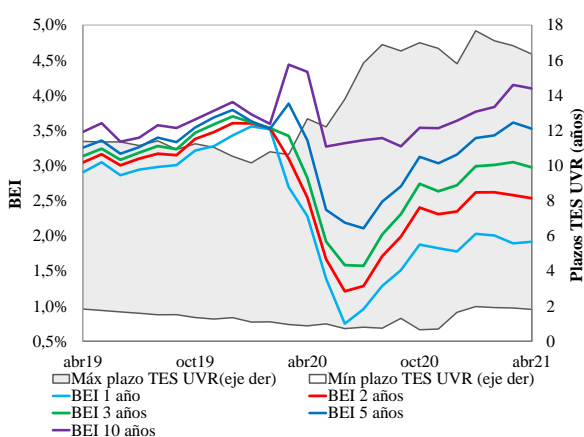
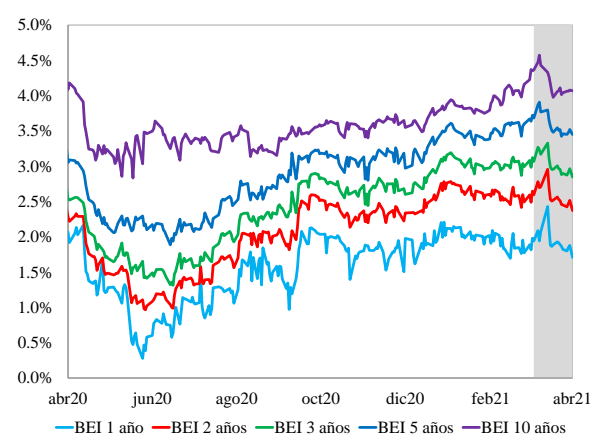


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

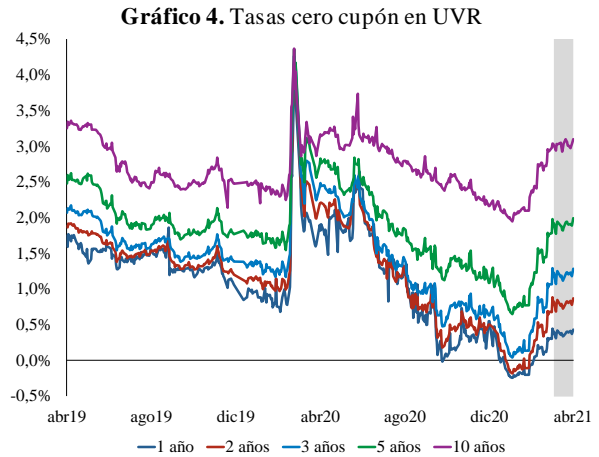
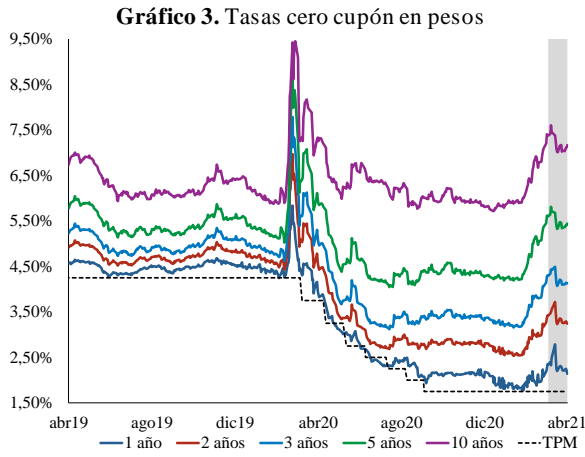
Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

| | Punto a punto (plazo en años) | | | | | | | | | |
|-----------------|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | TES pesos | | | | | TES UVR | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 5 | 10 | 1 | 2 | 3 | 5 | 10 |
| 26mar21 | 2,35% | 3,42% | 4,29% | 5,60% | 7,38% | 0,40% | 0,82% | 1,22% | 1,92% | 3,01% |
| 23abr21 | 2,14% | 3,24% | 4,13% | 5,44% | 7,17% | 0,43% | 0,87% | 1,28% | 1,99% | 3,10% |
| | Variaciones pb | | | | | | | | | |
| | -21 | -18 | -16 | -16 | -21 | 3 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| Var. BEI | -23 | -22 | -22 | -23 | -30 | | | | | |
| | Promedios mensuales | | | | | | | | | |
| mar21 | 2,13% | 3,15% | 3,99% | 5,25% | 6,97% | 0,24% | 0,57% | 0,94% | 1,63% | 2,83% |
| abr21* | 2,29% | 3,33% | 4,17% | 5,42% | 7,12% | 0,38% | 0,79% | 1,19% | 1,90% | 3,02% |
| | Variaciones pb | | | | | | | | | |
| | 16 | 17 | 18 | 18 | 14 | 14 | 22 | 25 | 26 | 20 |
| Var. BEI | 2 | -5 | -8 | -9 | -5 | | | | | |

*Información disponible al 23 de abril de 2021.

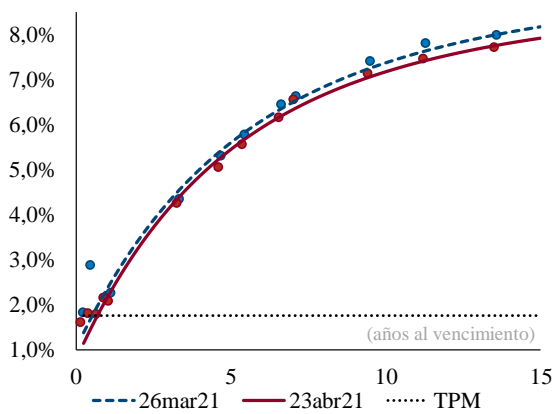
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

¹ En el Anexo 2 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los Swaps UVR (Swap BEI).



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

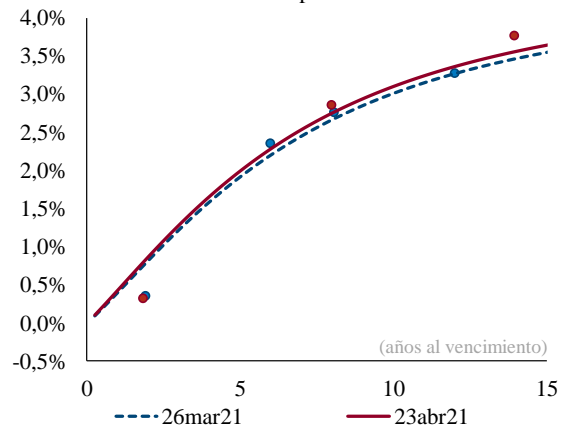
Gráfico 5. Curvas spot pesos Colombia



| Cambios en la curva por plazo | | | |
|-------------------------------|--------|--------|---------|
| 2 años | 3 años | 5 años | 10 años |
| -18 | -16 | -16 | -21 |

Cifras en puntos básicos

Gráfico 6. Curvas spot UVR Colombia



| Cambios en la curva por plazo | | | |
|-------------------------------|--------|--------|---------|
| 2 años | 3 años | 5 años | 10 años |
| 5 | 6 | 7 | 8 |

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años disminuyó 3 pb para la curva de rendimientos de TES denominada en pesos, mientras que aumentó 4 pb para la curva denominada en UVR (Gráficos 7 y 8).

Gráfico 7. Pendiente curva TES pesos (10-2 años) (p.b.)

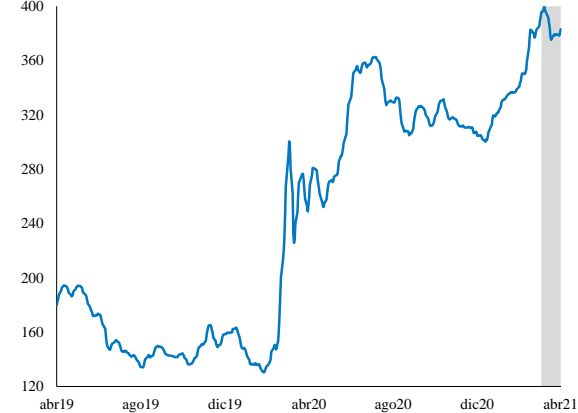
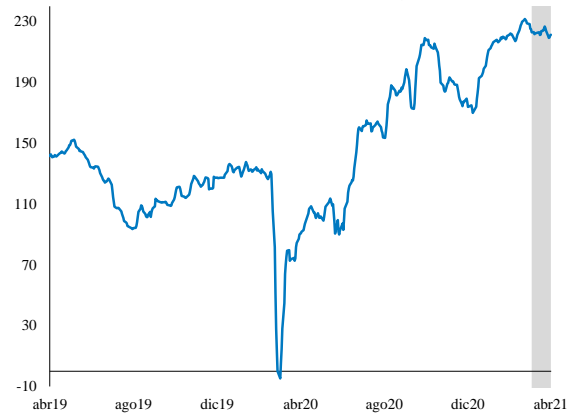
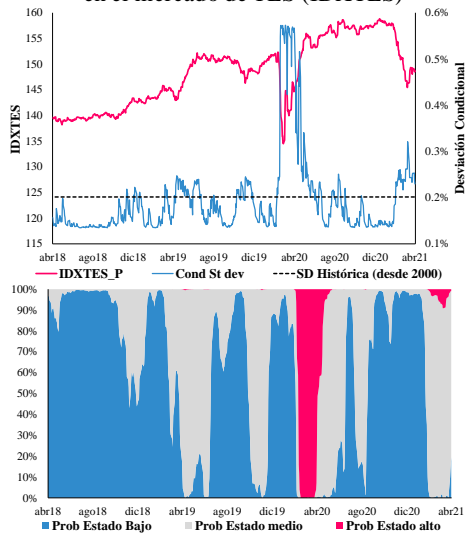


Gráfico 8. Pendiente curva TES UVR (10-2 años) (p.b.)



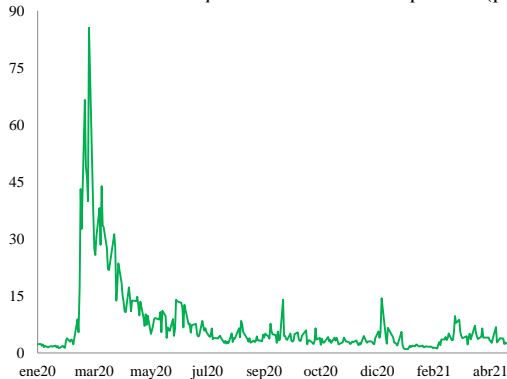
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep. Los datos corresponden al promedio móvil de cinco días.

Gráfico 9. Volatilidad condicional y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



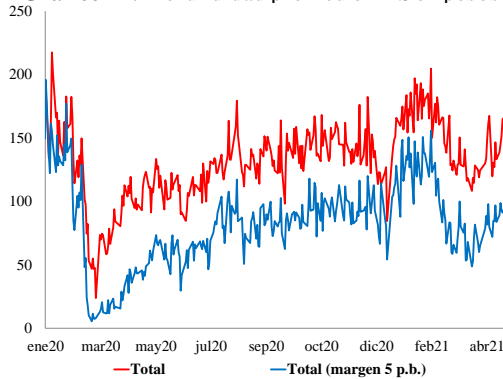
Fuente: Banco de la República, Cálculos: Banrep.

Gráfico 10. Bid-Ask spread de los TES en pesos* (p.b.)



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 12. Profundidad promedio TES en pesos*



Fuente y Cálculos: Banrep. * COP m. 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 p.b. 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.

En lo corrido del mes de abril la volatilidad en el mercado de TES disminuyó y se mantuvo en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 9). Respecto a la liquidez del mercado de TES, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio durante lo corrido de abril se ubicó por debajo de lo observado en marzo (Gráficos 10 y 11); al tiempo que la profundidad promedio de los TES en pesos y UVR aumentó frente al mes anterior (Gráficos 12 y 13)². Estos indicadores evidencian una mejora de la liquidez del mercado de TES frente a lo observado en marzo, aunque se mantienen en niveles inferiores a los observados antes del comienzo de la pandemia.

Gráfico 11. Bid-Ask spread de los TES en UVR* (p.b.)

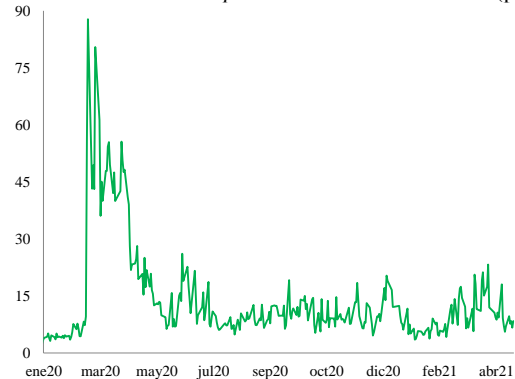
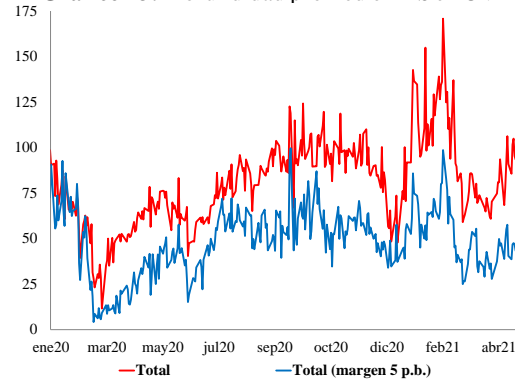


Gráfico 13. Profundidad promedio TES en UVR*



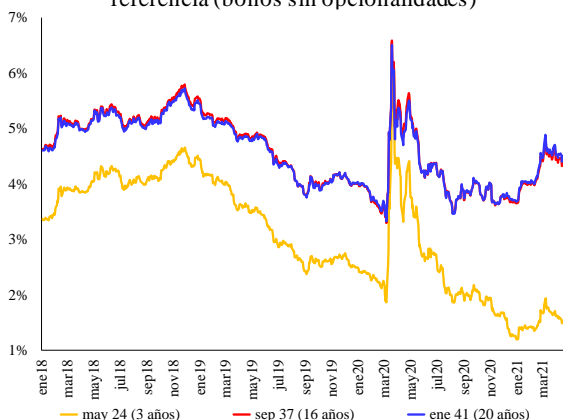
² Al 23 de abril el BAS promedio se ubicó en 3,4 pb y 9,1 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles de 5,1 pb y 13,6 pb observados durante marzo. Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES denominados en pesos y UVR aumentó en \$16,6 mm y \$16,8 mm, respectivamente.

Luego de las importantes desvalorizaciones de los *Treasuries* durante febrero y marzo (aproximadamente 70 pb en el tramo largo), lo que incidió en las desvalorizaciones de los demás títulos de deuda a nivel global, los *Treasuries* se valorizaron durante abril ante expectativas de continuidad del estímulo monetario y menores preocupaciones de sobrecalentamiento de la economía, y de que el estímulo no generaría presiones adicionales sobre la inflación³. En este contexto, desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos presentó valorizaciones. A nivel local, algunos analistas consideran que estas valorizaciones también pudieron estar asociadas en menor medida con: *i*) niveles atractivos de compra luego de las fuertes desvalorizaciones que presentaron los TES durante febrero y marzo, superiores a las de sus pares de la región; y *ii*) la propuesta del Gobierno de eliminar la retención en la fuente (actualmente en 5%) que se aplica a las ganancias de agentes extranjeros que invierten en TES. Como consecuencia de lo anterior, los agentes extranjeros realizaron compras netas totales de TES pesos por \$4.254 mm (\$2.775 mm en el mercado de contado y \$1.479 mm en el mercado a futuro). Así, estas compras mensuales representan en conjunto un máximo histórico y llevaron a los agentes extranjeros a presentar nuevamente una posición compradora neta en lo corrido de 2021 por \$1.267 mm (\$445 mm en el mercado de contado y \$822 mm en el mercado a futuro; Anexo 3).

El apetito de agentes extranjeros por deuda pública colombiana también se vio reflejado en la alta demanda de estos agentes en la subasta de bonos globales realizada por el Gobierno el 19 de abril (se colocaron USD 3 mm con un *bid-to-cover* de 3,4; Anexo 2).

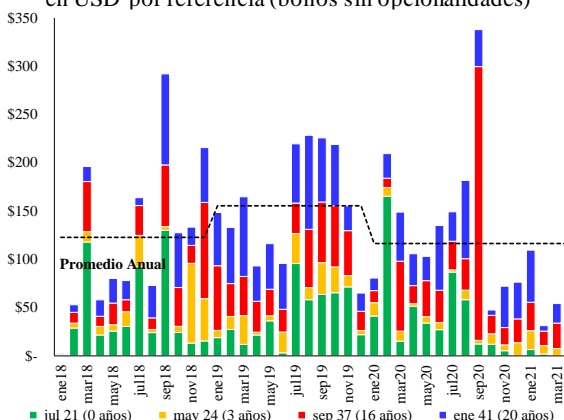
Por otro lado, los títulos denominados en UVR presentaron desvalorizaciones durante este periodo. De acuerdo con analistas del mercado, la publicación del dato de inflación de marzo (1,51%), superior a lo estimado por el mercado (1,45%), no tuvo incidencia en el mercado de TES.

Gráfico 14. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia (bonos sin opcionalidades)



Fuente: Bloomberg. No se presentan los rendimientos de los títulos con vencimiento en julio del 2021 para marzo del 2021 debido a la ausencia de registros de negociación y de estimaciones razonables de su valoración.

Gráfico 15. Montos negociados de deuda pública externa en USD por referencia (bonos sin opcionalidades)



Fuente: Bloomberg. USD m. El dato del último mes corresponde a una aproximación con información al 23 de abril del 2021.

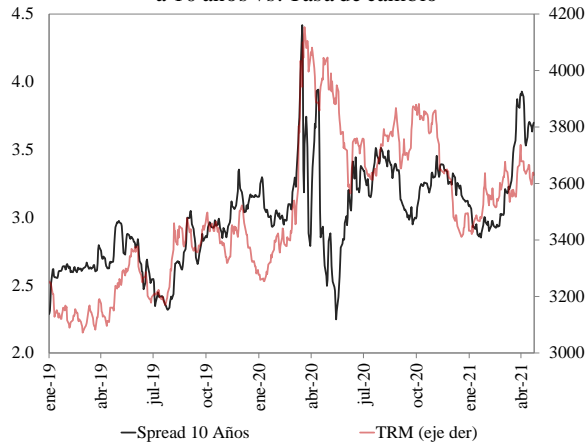
En los Gráficos 14 y 15 se muestra la evolución de los rendimientos y los montos negociados de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares que se transan en los mercados internacionales⁴. Desde el 26 de marzo, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 16 y 20 años presentaron variaciones de -11 pb, -4 pb y -5 pb, respectivamente, en un escenario donde persiste la baja liquidez. En línea con lo anterior, el margen entre la deuda pública local a 10 años denominada

³ Esto se dio debido a que, en las minutas de su reunión de marzo, la Reserva Federal detalló que, aunque los riesgos de inflación eran mayores, la Reserva Federal los veía balanceados, y que tomará un tiempo para alcanzar un progreso sustancial en el cumplimiento de sus metas de máximo empleo y estabilidad de precios. Además, Jerome Powell, el presidente de la Reserva Federal, reiteró que el programa de compras de activos continuará hasta que se produzcan avances sustanciales en el logro de sus metas y que no cree que se dé un progreso importante en sus objetivos de inflación y desempleo que amerite un aumento de los tipos de interés antes de finales de 2022.

⁴ Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada con alta liquidez.

en pesos frente a la deuda pública externa a 10 años denominada en dólares, disminuyó durante el periodo analizado (Gráfico 16).

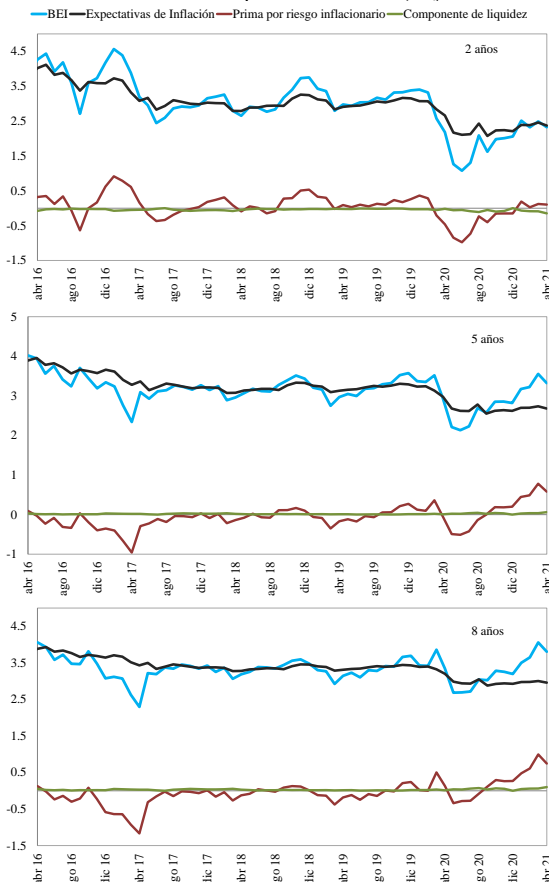
Gráfico 16. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

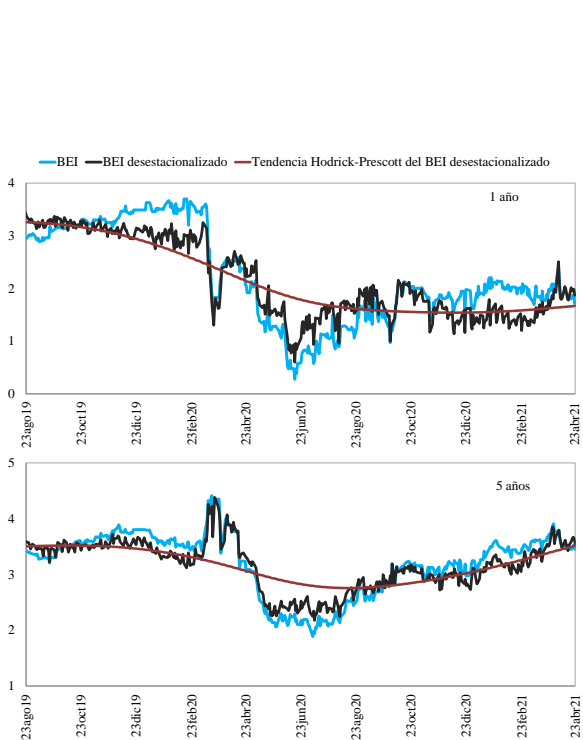
En el Gráfico 17, con información al 23 de abril y tomando el último dato de cada mes, se presenta la descomposición del BEI a 2, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. Se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,37% (ant: 2,40%), para los próximos 5 años sea 2,68% (ant: 2,65%) y para los próximos 8 años sea 2,96% (ant: 3,00%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio cayeron 2 pb, 20 pb y 25 pb y se ubicaron en 0,10%, 0,58% y 0,75% para los plazos a 2, 5 y 8 años, respectivamente. En el Gráfico 18 se compara el BEI desestacionalizado a 1 y 5 años con su tendencia estimada de acuerdo con el filtro de Hodrick-Prescott. El BEI desestacionalizado aumentó a 1,87% para el plazo de 1 año (ant: 1,64%) y se mantuvo relativamente estable en 3,55% a 5 años (ant: 3,58%), al tiempo que su tendencia presentó un repunte y refleja expectativas de inflación promedio para los próximos 1 y 5 años de 1,67% (ant: 1,43%) y 3,52% (ant: 3,29%), respectivamente.

Gráfico 17. Descomposición BEI a 2, 5 y 8 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

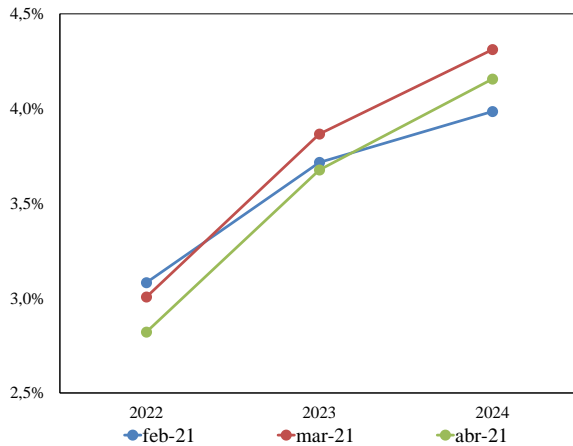
Gráfico 18. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

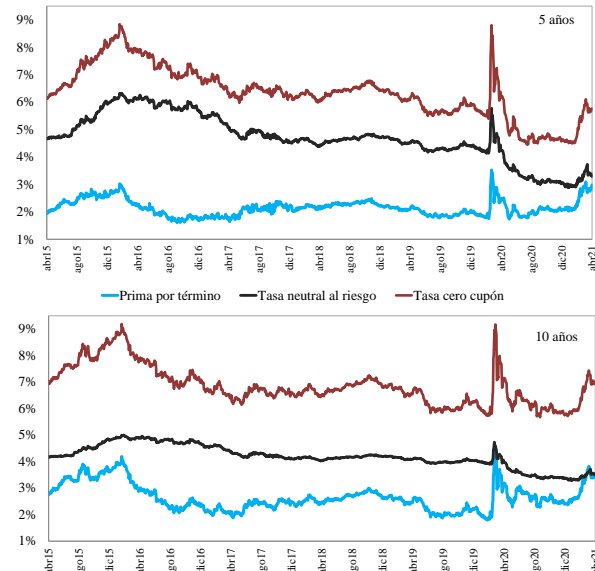
El Gráfico 19 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2022, 2023 y 2024, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 2,82%, 3,68% y 4,16%, respectivamente⁵. Por otro lado, respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término de los TES en pesos cayeron 6 pb y 13 pb para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente. En cuanto a las tasas neutras al riesgo, éstas bajaron 18 pb y 9 pb, y se ubicaron en 2,79% y 3,50% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 20).

Gráfico 19. Inflación esperada a fin de año (FBEI)



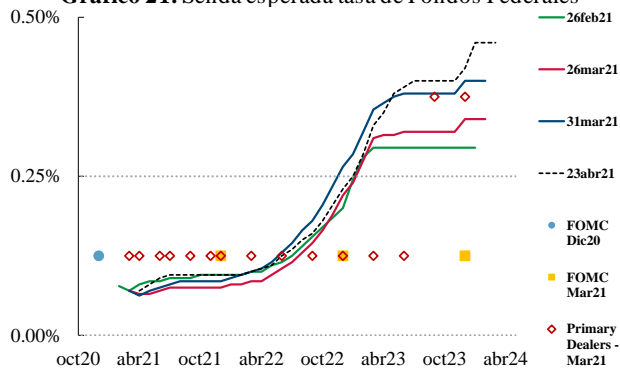
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Gráfico 20. Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Gráfico 21. Senda esperada tasa de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg y Fed. Las líneas punteadas representan el rango actual de los fondos federales: 0%-0,25%.

en un nivel entre 0% y 0,25%, tal que no presente cambios frente al nivel actual, continúa ubicándose alrededor del 90%, la probabilidad de posibles incrementos aumentó durante el periodo (Cuadro 2 y Anexo 5⁷).

Frente a lo observado el 26 de marzo y con estimaciones a partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el mercado continúa anticipando que no habrá cambios en el rango de los fondos federales hasta el 2023 cuando tendría lugar el primer incremento de este. La tasa esperada para diciembre de 2021 pasó de 0,075% el 26 de marzo a 0,095% el 23 de abril (Gráfico 21). Adicionalmente, según el CME⁶, si bien la probabilidad de que el rango de tasas de los Fondos Federales se ubique en diciembre del 2021

⁵ Frente a las estimaciones del mes anterior, la inflación esperada para 2022 pasó de 3,01% a 2,82%, para 2023 de 3,87% a 3,68% y para 2024 de 4,31% a 4,16%.

⁶ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

⁷ Específicamente, el Gráfico A5.1 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.

Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2021

| | 0%-0,25% | 0,25%-0,5% |
|---------|----------|------------|
| 26mar21 | 92% | 8% |
| 23abr21 | 88% | 12% |

Fuente: Chicago Mercantile Exchange. *Rango actual.

Según la encuesta de la Fed de Nueva York realizada a *Primary Dealers* en marzo⁸, la mediana refleja que los analistas encuestados no anticipan cambios en el rango actual de la tasa de los Fondos Federales en el mediano plazo (Cuadro 3). Sin embargo, se destaca que la tasa para 3T23 se ubicó en 0,38%, mientras que en la encuesta anterior el primer incremento (a 0,38%) se anticipaba en el 4T23. Esta es la primera vez que se presentan estimaciones para después de 2 años (estimaciones anuales entre 2024 y 2027).

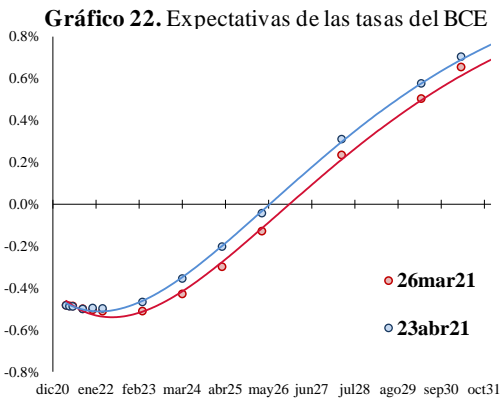
Cuadro 3. Pronósticos del Punto Medio del Rango de Fondos Federales de *Primary Dealers*

| | mar21 | abr21 | jun21 | jul21 | sep21 | nov21 | dic21 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Mediana | 0.13% | 0.13% | 0.13% | 0.13% | 0.13% | 0.13% | 0.13% |
| No. Respuestas | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 |

| | 1T22 | 2T22 | 3T22 | 4T22 | 1T23 | 2T23 | 3T23 | 4T23 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Mediana | 0.13% | 0.13% | 0.13% | 0.13% | 0.13% | 0.13% | 0.38% | 0.38% |
| No. Respuestas | 24 | 24 | 24 | 24 | 21 | 21 | 21 | 21 |

| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Mediana | 1.13% | 1.63% | 2.00% | 2.38% |
| No. Respuestas | 19 | 19 | 19 | 19 |

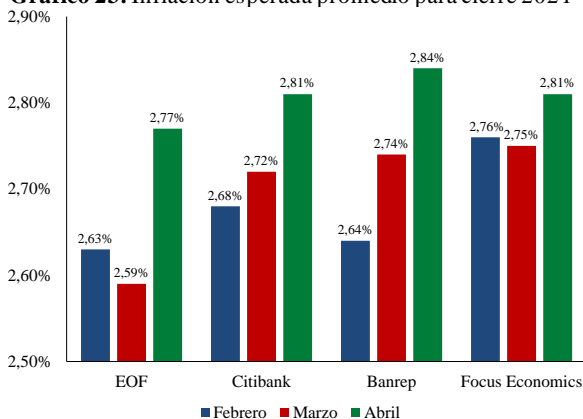
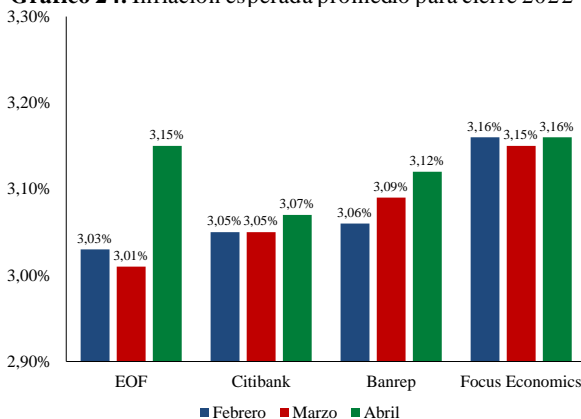
Fuente: Fed de NY.



En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, el mercado anticipa que la tasa retornará a terreno positivo en el 3T26 (ant.: 4T26), con base en los futuros del índice *Eonia* (Gráfico 22).

En Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de abril aumentó para 2021 (obs: 2,81%; ant: 2,7%) y 2022 (obs: 3,13%; ant: 3,08%; Gráficos 23 y 24). Por otro lado, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (Banrep) la inflación esperada a dos años (abril de 2023) se ubicó en 3,26%, por encima de la proyectada el mes anterior para marzo de 2023 (3,12%).

⁸ El 8 de marzo del 2021 culminó la recepción de información de los agentes del mercado por parte de la Fed.

Gráfico 23. Inflación esperada promedio para cierre 2021**Gráfico 24. Inflación esperada promedio para cierre 2022**

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 19 de abril con encuestas recolectadas entre el 6 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 27 de abril. La encuesta del Banrep se realizó entre el 6 y el 12 de marzo. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 20 de abril, con encuestas realizadas entre el 13 y el 18 del mismo mes.

En conclusión, las encuestas reflejan expectativas de inflación para 2021 y 2022 superiores a las observadas en marzo, en línea con los aumentos del componente tendencial del BEI desestacionalizado de corto y mediano plazo. Por otro lado, de acuerdo con los analistas y los modelos (para el mediano y largo plazo), el BEI del tramo corto subestima los niveles de inflación esperados por el mercado, mientras que los de mediano y largo plazo están influenciados por niveles altos de prima por riesgo inflacionario (aproximadamente 60 pb).

Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región

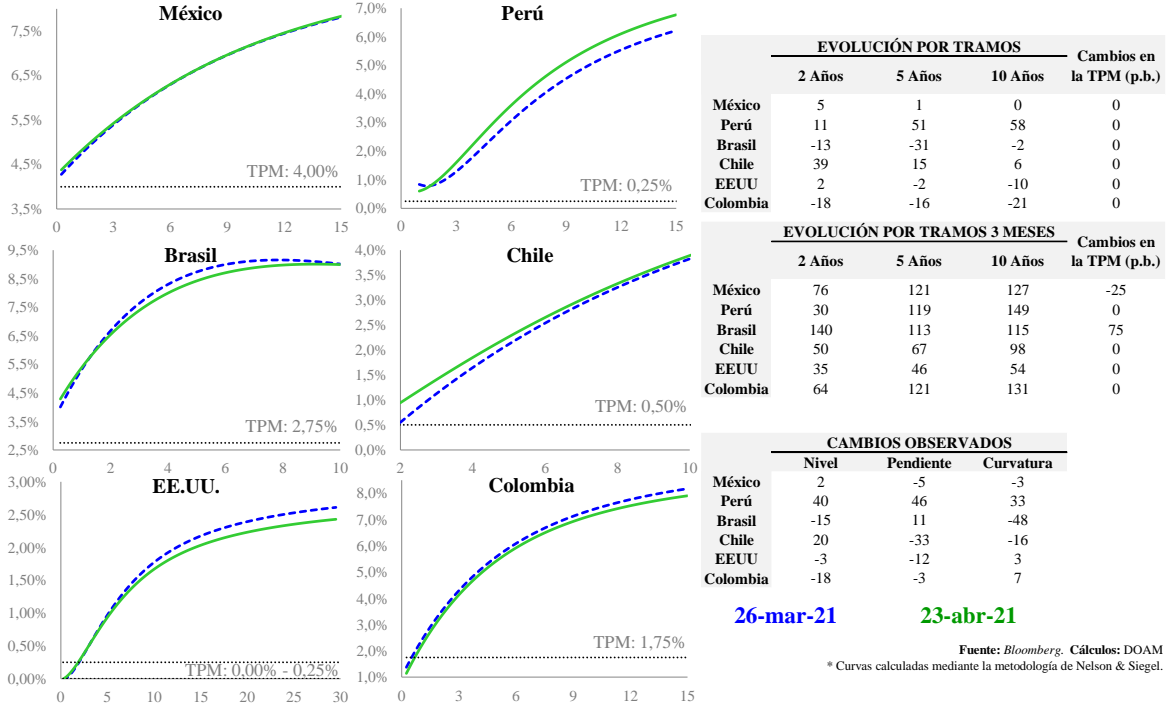
De manera análoga a lo observado en Colombia, durante la mayor parte del periodo analizado, las curvas de deuda pública de la región se vieron favorecidas por el buen desempeño de los *Treasuries*. No obstante, algunos factores idiosincráticos limitaron estas valorizaciones, por lo que solo las curvas de Colombia y Brasil presentaron disminuciones en las tasas. En el caso de Perú, la curva presentó desvalorizaciones importantes como consecuencia del resultado de la primera vuelta de las elecciones presidenciales, donde el candidato de izquierda, Pedro Castillo, logró pasar a segunda vuelta y ha aumentado sus probabilidades de ganar en la segunda vuelta que se llevará a cabo en junio⁹.

Por otro lado, la curva de Brasil también se vio favorecida por las oportunidades de compra que presenta al ser una de las curvas de peor desempeño durante 2021. No obstante, las valorizaciones del tramo largo aún continúan limitadas ante la incertidumbre política y fiscal en el país¹⁰. En México, la parte corta de la curva se vio afectada por la publicación del último dato quincenal de inflación (6,05%), por encima de lo esperado por el mercado (5,91%), mientras que la parte larga se vio afectada por la publicación del proyecto de reforma de la ley de hidrocarburos por parte del Gobierno. Por último, la parte corta de la curva de Chile se desvalorizó de manera importante ante las expectativas de que el Banco Central comience a aumentar su tasa de política este año, mientras que la parte larga se vio afectada negativamente por la aprobación por parte del Congreso de una tercera ronda de retiros de ahorros de los fondos de pensiones (Gráfico 25; Anexo 4).

⁹ De acuerdo con la Oficina Nacional de Procesos Electorales (ONPE), con el 100% de las actas procesadas al 16 de abril, Pedro Castillo obtuvo el 19,1% de los votos, seguido de Keiko Fujimori con 13,4%, Rafael López con 11,7% y Hernando de Soto (el candidato favorito del mercado) con 11,6%. Al 25 de abril, Pedro Castillo tiene una intención de voto de 41%, frente al 21% de Keiko Fujimori.

¹⁰ Además de la incertidumbre fiscal que ha venido afectando la curva durante los últimos meses, la autorización de la Corte Suprema al Congreso para investigar al Gobierno por posibles delitos cometidos durante la pandemia, también aumentó la incertidumbre política al interior del país.

Gráfico 25. Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



El Gráfico 26 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia disminuyó 3 pb hasta ubicarse en 392 pb. Por su parte, las pendientes de Chile (287 pb), EE.UU. (142 pb) y México (196 pb) disminuyeron 33 pb, 12 pb y 5 pb, respectivamente, mientras que las pendientes de Perú (487 pb) y Brasil (235 pb) aumentaron 43 pb y 11 pb, en su orden.

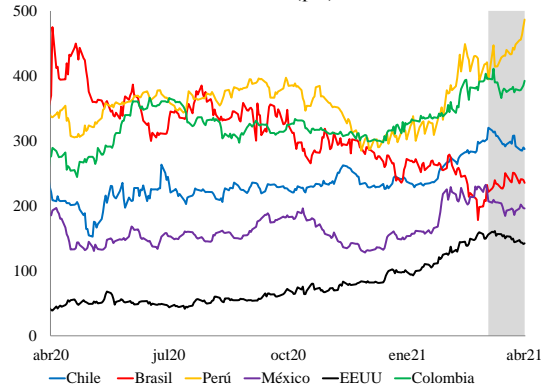
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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

Expectativas de TPM

Las encuestas indican que los agentes esperan que la JDBR mantenga inalterada la TPM durante su reunión de abril. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)¹¹ el 100% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada en abril. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg¹², los 14 analistas encuestados esperan que la TPM se mantenga inalterada. Por último, según las encuestas de analistas de mercados financieros de Anif y Citibank¹³, de las 33 entidades encuestadas el 97% no espera ni recomienda cambios en la TPM, al tiempo que el 3% restante no espera cambios, pero recomienda un recorte de 25 pb (Gráfico 27 y Anexo 1).

Gráfico 26. Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



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

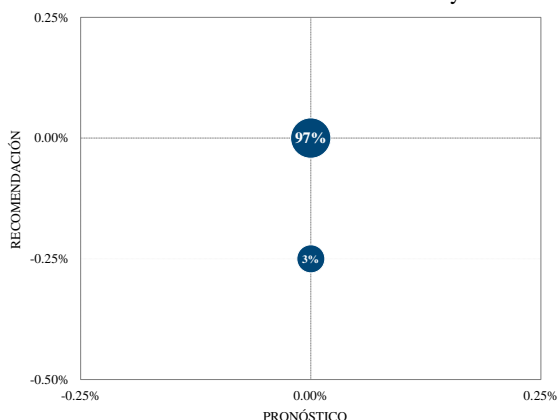
¹¹ Publicada el 19 de abril. Datos recolectados entre el 6 y el 14 de abril.

¹² Datos al 27 de abril.

¹³ Recibidas el 27 de abril.

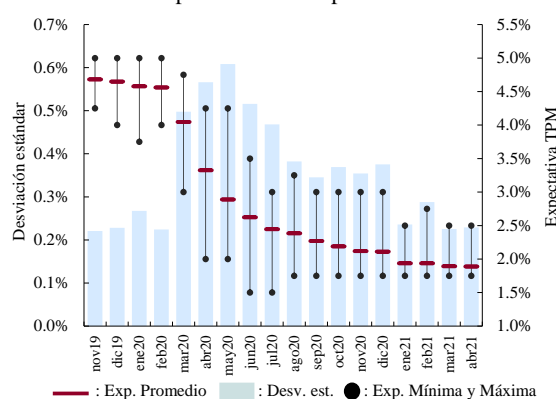
Por su parte, en el Gráfico 28 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2021 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre marzo y abril la tasa promedio esperada se mantuvo en 1,89%.

Gráfico 27. Encuestas sobre TPM de Anif y Citibank



Fuente: Anif y Citibank.

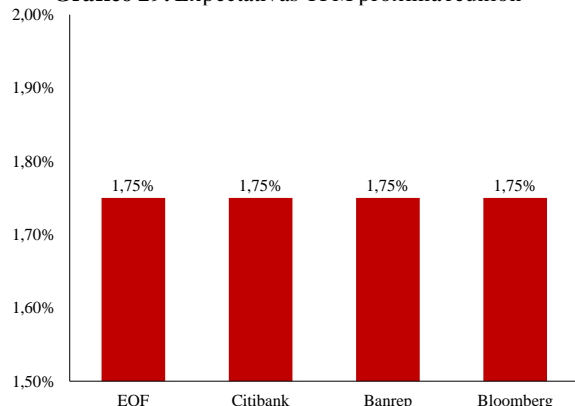
Gráfico 28. Expectativas TPM para diciembre de 2021



Fuente: Encuesta Citibank.

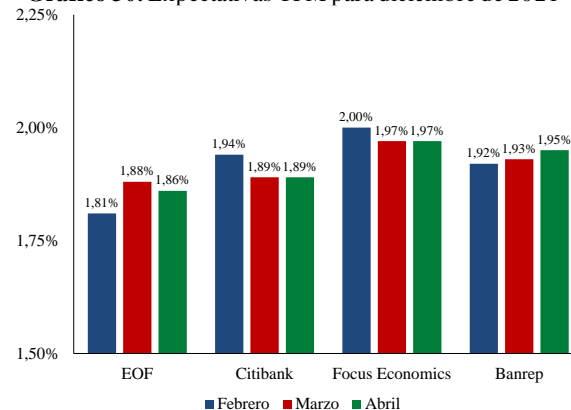
En los Gráficos 29 y 30 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y la de diciembre de 2021. En estas se observa que: *i*) los agentes esperan que no haya cambios de la TPM durante la reunión de abril; y *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2021 se mantuvo estable en 1,92%.

Gráfico 29. Expectativas TPM próxima reunión



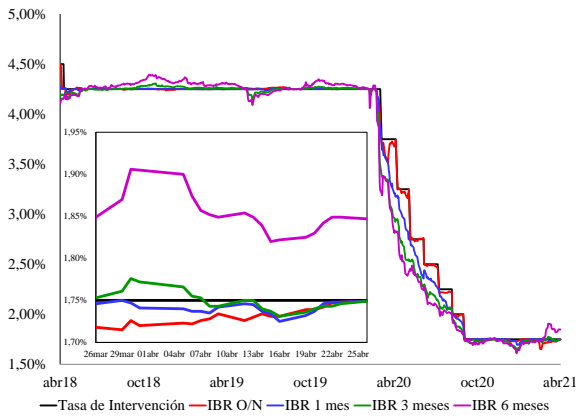
Fuente: EOF, Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 19 de abril con encuestas recolectadas entre el 6 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 27 de abril. La encuesta del Banrep se realizó entre el 6 y el 12 de abril. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 20 de abril, con encuestas realizadas entre el 13 y el 18 del mismo mes.

Gráfico 30. Expectativas TPM para diciembre de 2021



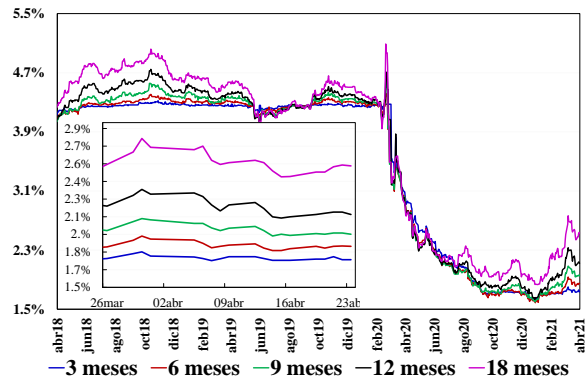
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 31 muestra la tasa de intervención del Banrep, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de marzo de 2021, donde se mantuvo la TPM en 1,75%, las tasas O/N y a 1 mes permanecieron estables, mientras que las tasas a 3 y 6 meses aumentaron 1 pb y 2 pb, respectivamente. Desde entonces, la tasa O/N ha aumentado 3 pb, la tasa a 1 mes no ha cambiado, mientras que las tasas a 3 y 6 meses han disminuido 2 pb. Así, el 23 de abril las tasas IBR O/N, a 1 y 3 meses se ubicaron en 1,75%, mientras que la tasa IBR a 6 meses se ubicó en 1,85%.

Gráfico 31. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

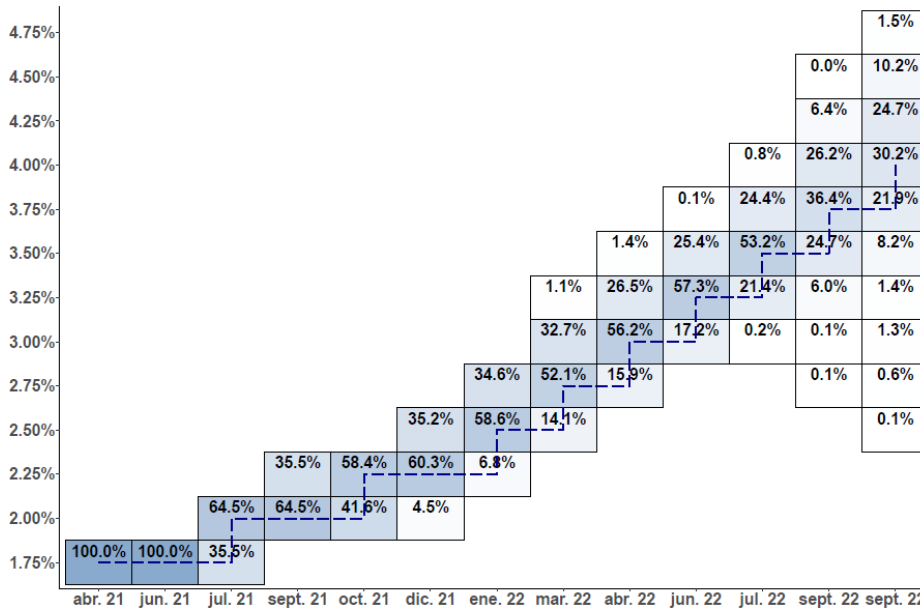
Gráfico 32. Tasas OIS



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

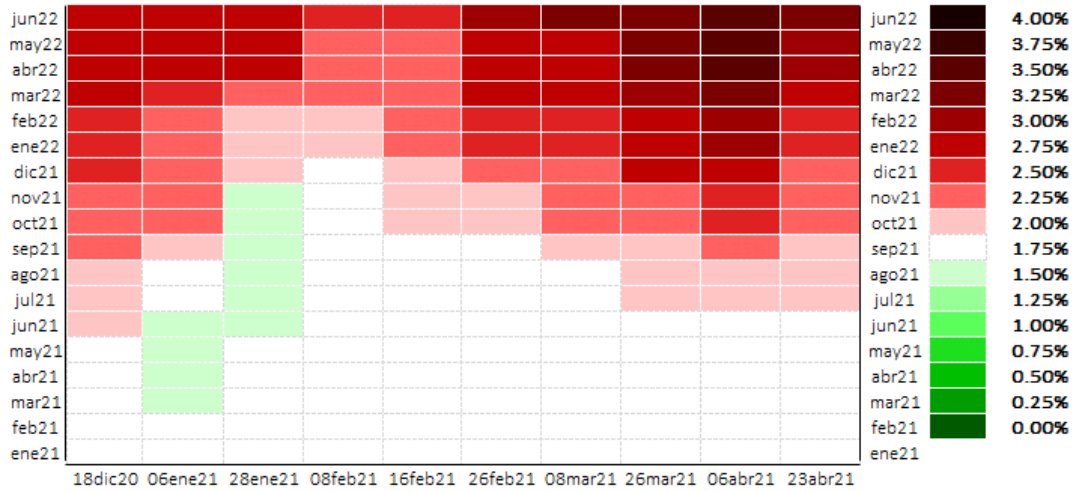
Respecto a las tasas del mercado OIS, el Gráfico 32 muestra las tasas a 3, 6, 9, 12 y 18 meses. Desde el día posterior a la reunión de la JDBR de marzo y hasta el 6 de abril, las tasas OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses subieron 1 pb, 3 pb, 6 pb, 8 pb y 16 pb. Según analistas del mercado, las tasas aumentaron debido a: *i*) expectativas de que en los países emergentes se dé un aumento anticipado de las tasas de política monetaria en línea con el aumento de la probabilidad de que la reserva federal suba sus tasas de interés; *ii*) la incertidumbre frente a la posibilidad de que Colombia pierda el grado de inversión, lo cual podría llevar al Banrep a subir tasas para impedir una salida de capitales; y *iii*) presiones inflacionarias que generarían un aumento de la TPM. Posteriormente, tras la reducción de las tasas de los *Treasuries*, el aumento en los niveles de contagio de Covid-19 y las nuevas medidas de confinamiento aplicadas en Colombia, las tasas bajaron 1 pb, 3 pb, 9 pb, 15 pb y 17 pb, y el 23 de abril se ubicaron en 1,73%, 1,85%, 1,95%, 2,12% y 2,53% para los plazos a 3, 6, 9, 12 y 18 meses, respectivamente.

Gráfico 33. Tasa de política monetaria implícita – OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Gráfico 34. Evolución de expectativas TPM – OIS



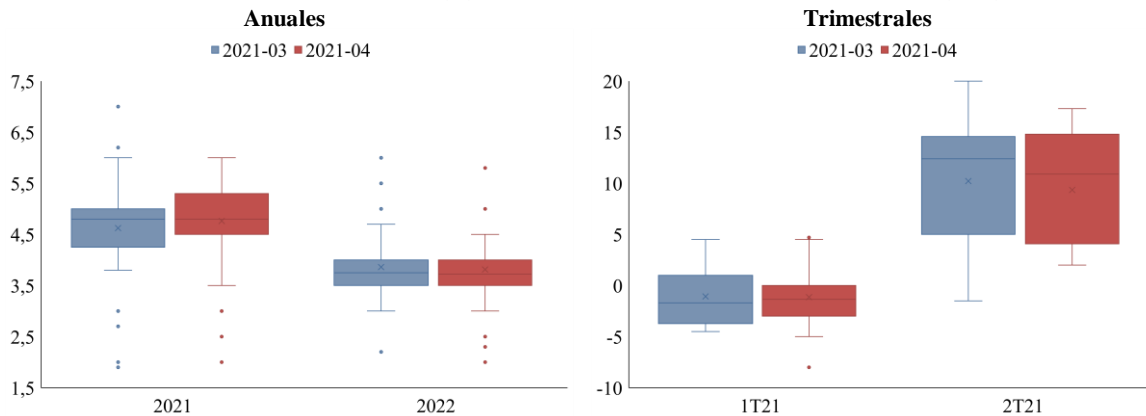
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

En el Gráfico 34 se observa que, después de la reunión de la JDBR de marzo, el mercado anticipaba aumentos de 25 pb de la TPM durante las reuniones de julio, octubre y diciembre de 2021, y marzo y abril de 2022. Posteriormente, expectativas de que en los países emergentes se dé un aumento anticipado de la TPM y la incertidumbre frente a la posible pérdida del grado de inversión en calificación de Colombia, promovieron que las expectativas de TPM se tornaran menos expansivas frente a lo observado el 26 de marzo, trasladando el segundo aumento de octubre a septiembre de 2021 y el tercer aumento de diciembre a octubre de 2021. Finalmente, en línea con la reducción de las tasas de los *Treasuries* en EE.UU. y los aumentos de los niveles de contagio de Covid-19, las tasas OIS cayeron y al 23 de abril se espera que la TPM permanezca inalterada hasta julio de 2021, en donde el escenario más probable es un aumento de 25 pb y luego se espera que aumente nuevamente en 25 pb durante las reuniones de octubre de 2021 y enero, marzo, abril y junio de 2022 (Gráficos 33, 34 y Anexo 6).

Expectativas de crecimiento económico

En el Gráfico 35 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros mantuvieron estables en 4,8% sus expectativas de crecimiento para el 2021, las aumentaron para el 1T21 de -1,7% a 1,35%, y las redujeron para el 2T21 de 12,4% a 10,9%, y para el 2022 de 3,75% a 3,73%.

Gráfico 35. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



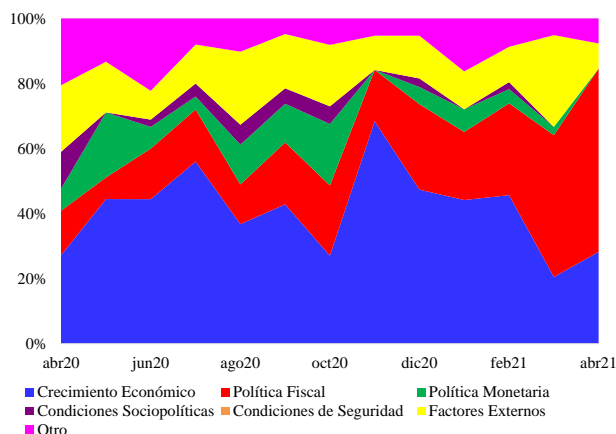
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: Banrep. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y la “x” la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

El 29 de marzo el Banco Mundial actualizó al alza su proyección de crecimiento de la economía colombiana para 2021 de 4,9% a 5%, mientras que la mantuvo estable en 4,3% para 2022. Posteriormente, el 6 de abril el Fondo Monetario Internacional (FMI) afirmó su expectativa de crecimiento de 5,1% para 2021 y 3,6% para 2022. El 13 de abril S&P revisó al alza su estimación de crecimiento para 2021 de 5,1% a 6%, y a la baja la de 2022 de 4,6% a 3,5%.

Información adicional extraída de la EOF

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una valorización cercana a 15 pb (ant: valorizaciones de 19 pb)¹⁴. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana a 5% (anterior: valorizaciones de 1%).

Gráfico 36. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión - EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 56% resaltó la política fiscal (ant: 44%), un 28% el crecimiento económico (ant: 21%), un 7% los factores externos (ant: 28%), y el 7% restante señaló otros factores (ant: 5%), mientras que en esta ocasión ningún encuestado mencionó la política monetaria (ant: 3%). Los agentes que respondieron otros factores mencionaron el Covid-19 y la reforma tributaria (Gráfico 36).

Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2021 disminuyeron en Perú, Brasil, Ecuador y Paraguay, se mantuvieron constantes en Rusia y Noruega, y aumentaron en el resto de los países analizados. Los datos de inflación de marzo se ubicaron por encima de lo esperado por el mercado en Perú, India y China, en línea con lo esperado en México, y por debajo en los demás países de la muestra. Las expectativas de inflación para diciembre de 2021 disminuyeron en Ecuador, Argentina, Sudáfrica, Costa Rica y Panamá, permanecieron estables en Chile, y aumentaron para el resto de los países. En cuanto a las expectativas de TPM para diciembre de 2021, estas disminuyeron en Argentina, Guatemala y Paraguay, aumentaron en México, Brasil, India, Sudáfrica y Costa Rica, y se mantuvieron estables en los demás países. En Colombia, la inflación observada en diciembre resultó superior a las expectativas del mercado, y de acuerdo con la última encuesta publicada, aumentaron las expectativas de inflación y de crecimiento, mientras que las expectativas de tasa de política monetaria se mantuvieron estables (Cuadro 4).

Las expectativas de crecimiento económico

¹⁴ Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa promedio esperada por los analistas.

Cuadro 4. Expectativas macroeconómicas

| | Inflación | | | | Tasa de Política Monetaria | | | Tasa de crecimiento del PIB | | | |
|-------------|----------------|--------|---------------------------|---------|----------------------------|---------------------------|---------|-----------------------------|---------|---------------------------|---------|
| | Datos Mar 2020 | | Esperada a Diciembre 2021 | | Vigente | Esperada a Diciembre 2021 | | Ultimos datos publicados* | | Esperada a Diciembre 2021 | |
| | Esp. | Obs. | Mar. 21 | Abr. 21 | | Mar. 21 | Abr. 21 | Esp. | Obs. | Mar. 21 | Abr. 21 |
| Colombia | 1,45% | 1,51% | 2,72% | 2,81% | 1,75% | 1,89% | 1,89% | -4,50% | -3,60% | 4,87% | 4,99% |
| Chile | 3,00% | 2,90% | 3,20% | 3,20% | 0,50% | 0,50% | 0,50% | -0,40% | 0,00% | 5,30% | 6,00% |
| México | 4,67% | 4,67% | 3,75% | 4,01% | 4,00% | 3,76% | 3,93% | -4,48% | -4,31% | 4,30% | 4,77% |
| Perú | 2,40% | 2,60% | 2,01% | 2,18% | 0,25% | 0,34% | 0,34% | -3,20% | -1,70% | 9,53% | 9,49% |
| Brasil | 6,20% | 6,10% | 4,60% | 4,92% | 2,75% | 4,50% | 5,25% | -1,60% | -1,14% | 3,23% | 3,04% |
| Ecuador | n.d. | -0,83% | 0,90% | 0,86% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | -7,25% | 3,50% | 3,34% |
| Argentina | 41,80% | 36,30% | 46,39% | 46,00% | 38,00% | 36,93% | 36,66% | -4,40% | -4,30% | 5,78% | 6,17% |
| EE.UU. | 2,50% | 1,20% | 2,45% | 2,60% | 0,25% | 0,25% | 0,25% | 4,10% | 4,30% | 5,70% | 6,25% |
| India | 5,40% | 5,52% | 4,54% | 4,55% | 4,00% | 3,97% | 4,05% | 0,60% | 0,41% | 9,99% | 10,61% |
| Sudáfrica | 3,30% | 3,20% | 4,07% | 4,05% | 3,50% | 3,55% | 3,60% | -4,60% | -4,10% | 3,50% | 3,65% |
| China | 0,30% | 0,40% | 1,64% | 1,67% | 2,20% | 2,21% | 2,21% | 6,20% | 6,50% | 8,44% | 8,48% |
| Rusia | 5,80% | 5,79% | 4,60% | 4,70% | 5,00% | 5,05% | 5,05% | -2,20% | -1,80% | 3,00% | 3,00% |
| Turquía | 16,20% | 16,19% | 14,00% | 14,30% | 19,00% | 15,20% | 15,20% | 6,90% | 5,87% | 4,70% | 5,00% |
| Noruega | 3,40% | 3,10% | 2,50% | 2,70% | 0,00% | 0,25% | 0,25% | 1,30% | 1,90% | 3,70% | 3,70% |
| Costa Rica | n.d. | 0,47% | 2,11% | 2,08% | 0,75% | 1,25% | 1,33% | n.d. | -3,70% | 3,12% | 3,20% |
| El Salvador | n.d. | -0,20% | 1,06% | 1,35% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | -2,30% | 4,04% | 4,31% |
| Guatemala | n.d. | 5,84% | 3,93% | 3,96% | 1,75% | 1,88% | 1,83% | n.d. | 3,00% | 3,44% | 3,63% |
| Honduras | n.d. | n.d. | 4,17% | 4,23% | 3,00% | 3,00% | n.d. | n.d. | 1,30% | 5,52% | 5,74% |
| Panamá | n.d. | -1,60% | 1,15% | 1,08% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | -10,90% | 8,65% | 9,19% |
| Paraguay | n.d. | 2,40% | 3,03% | 3,29% | 0,75% | 1,45% | 1,12% | n.d. | 1,00% | 4,11% | 3,91% |

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 27 de abril.

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

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

China: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de enero. 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 abril.

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 4T20 con respecto al 4T19, excepto China, cuya información corresponde al 1T21. Para EE.UU., el dato del trimestre es anualizado respecto al trimestre inmediatamente anterior. Para Noruega, el dato corresponde a la variación trimestral sin anualizar.

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

*** La tasa de crecimiento del PIB de honduras es extraída del banco central de honduras.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Entre febrero y marzo, con datos definitivos, el IDOAM disminuyó ante el repunte de la confianza comercial y de los consumidores, el menor margen entre las tasas activas y las de los TES para las carteras preferencial y de consumo, y el mayor crecimiento esperado según la EOF. Con datos preliminares para abril (EOF¹⁵, volatilidades¹⁶ y márgenes crediticios¹⁷) este indicador continuó disminuyendo ante la reducción de los márgenes entre las tasas activas y las de los TES para las carteras de consumo y tesorería, la mayor inflación esperada y el menor EMBI Colombia esperado según la EOF, junto con la menor volatilidad en los mercados accionario y de deuda pública (Gráfico 37 y Anexo 7).

En marzo, la confianza de los consumidores (obs: -11,4; esp: -12,4%; ant: -14,6%) presentó una mejora frente a febrero, por encima de lo esperado por el mercado, aunque continuó en terreno negativo. Este resultado se explica por unas expectativas más optimistas del consumidor (obs: 9,6%; ant: 6,2%) y una percepción más favorable de las condiciones económicas (obs: -42,8%; ant: -45,8%). Así mismo, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -12,20% a -11,47% (Gráficos 38 y 39). Por otro lado, la confianza de los industriales (obs: 6,8%; ant: 8,2%) presentó un leve deterioro durante marzo, aunque se mantuvo en terreno positivo, mientras que la confianza de los comerciantes (38,7%; ant: 34,2%) continuó aumentando hasta alcanzar un máximo histórico¹⁸. El resultado de la confianza industrial se explica por la reducción del índice de expectativas de

¹⁵ Recibida el 19 de abril.

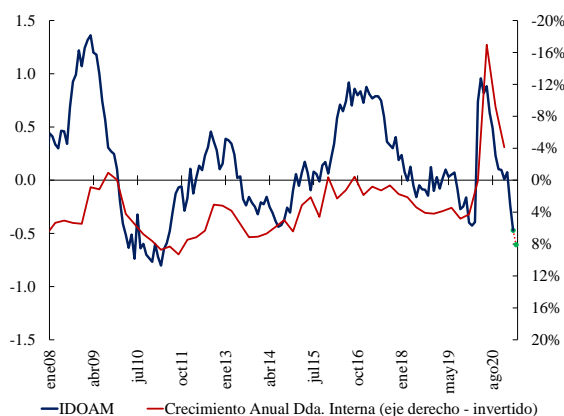
¹⁶ Datos al 23 de abril.

¹⁷ Datos al 16 de abril.

¹⁸ La serie de confianza comercial comienza en junio de 1980.

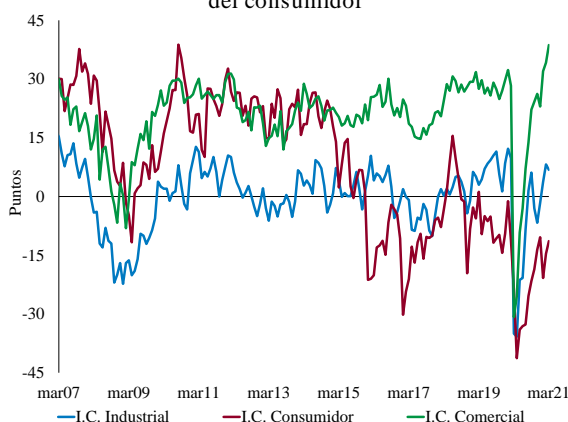
producción para el próximo trimestre. Por su parte, la mejora de la confianza comercial obedece a una reducción del nivel de existencias y en menor medida a una percepción más favorable de la situación económica actual de la empresa (Gráfico 38).

Gráfico 37. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



Fuentes: Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

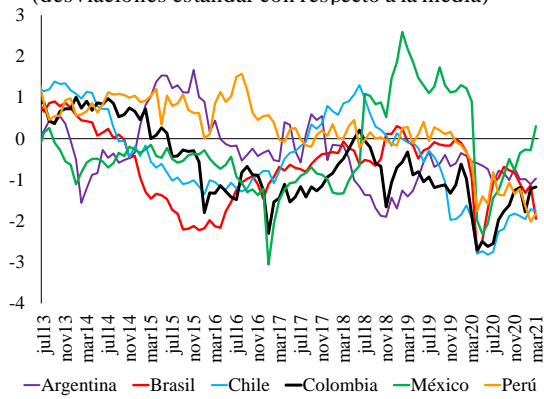
Gráfico 38. Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor



Fuente: Fedesarrollo.

Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor (obs: 1,2%; esp: -4,0%; ant: -6,4%) y producción manufacturera (obs: 0,6%; esp: -1,8%; ant: -1,6%) de febrero. Tanto las ventas al por menor como la producción manufacturera volvieron a presentar crecimiento positivo, luego de la contracción observada en enero, y se ubicaron por encima de lo esperado por el mercado.

Gráfico 39. Índices de confianza de Latinoamérica*
(desviaciones estándar con respecto a la media)



Fuentes: INEGI, BIE, FGV IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO. **Cálculos:** Banrep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.

El Gráfico 39 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media histórica en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre febrero y marzo desmejoraron los de Brasil y Chile, al tiempo que mejoraron los de los demás países. Salvo el caso de México, todos estos indicadores se ubican por debajo de su media histórica.

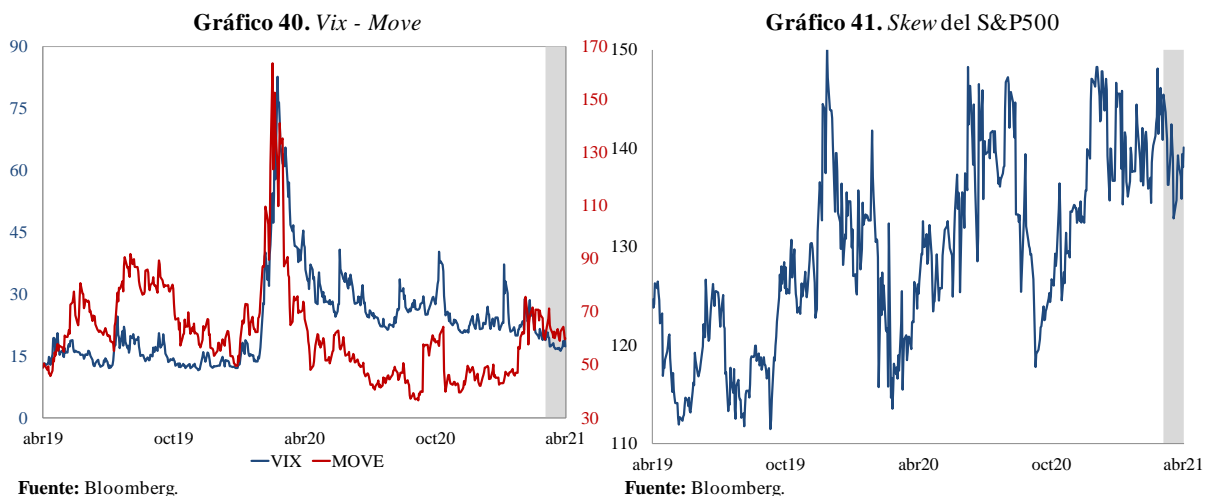
Por su parte, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*¹⁹, el *Vstox*²⁰ y el *Skew*²¹ se redujo durante la mayor parte del periodo analizado como consecuencia del optimismo económico a nivel global, ante los avances de los planes de vacunación y las buenas cifras de actividad económica en EE.UU. y Europa. No obstante, estos indicadores corrigieron al alza durante los últimos días de abril ante la propuesta del Gobierno Biden de aumentar el impuesto sobre las ganancias de las personas con mayores ingresos, y el incremento importante del ritmo de contagios de Covid-19 en varias economías emergentes.

¹⁹ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

²⁰ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²¹ 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.

En cuanto al *Move*²², este corrigió ligeramente a la baja ante el menor empinamiento de la curva de *Treasuries*, aunque se mantuvo en niveles elevados dada la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de las tasas de los *Treasuries*. Finalmente, los CDS a cinco años de los países de la región presentaron reducciones con excepción del de Perú, mientras que los EMBI presentaron un comportamiento mixto (Gráficos 40 y 41; Anexo 8).



²² El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

Cuadro A1.1. Encuesta de expectativas de Bloomberg sobre tasa de política monetaria para la próxima reunión de la JDBR

Actualizada el 27 de abril

| Empresa | Estimación | Fecha |
|-----------------------------------|------------|------------|
| 1 Banco Mizuho Do Brasil | 1,75% | 26/04/2021 |
| 2 Banco de Bogotá | 1,75% | 23/04/2021 |
| 3 Bancolombia | 1,75% | 26/04/2021 |
| 4 Barclays Capital | 1,75% | 23/04/2021 |
| 5 BNP Paribas | 1,75% | 23/04/2021 |
| 6 Capital Economics | 1,75% | 23/04/2021 |
| 7 Coopcentral | 1,75% | 23/04/2021 |
| 8 Itau Corpbanca | 1,75% | 23/04/2021 |
| 9 JP Morgan | 1,75% | 23/04/2021 |
| 10 Merrill Lynch | 1,75% | 23/04/2021 |
| 11 Pantheon Macroeconomics | 1,75% | 27/04/2021 |
| 12 Positiva Compañía de Seguros | 1,75% | 15/04/2021 |
| 13 UBS Securities | 1,75% | 23/04/2021 |
| 14 Universidad Jorge Tadeo Lozano | 1,75% | 15/04/2021 |

| Tasa | Obs. | Prob. |
|--------------------------------|------|--------------|
| 1,75% | 14 | 100% |
| Tasa esperada ponderada | | 1,75% |

Cuadro A1.2. Encuestas de expectativas de Anif y Citibank sobre la tasa de política monetaria para abril del 2021

| Participantes | TPM en la próxima reunión | ¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep? |
|---|---------------------------|---|
| Alianza | 1.75% | 1.75% |
| ANIF | 1.75% | 1.75% |
| Asobancaria | 1.75% | 1.75% |
| Axa Colpatria | 1.75% | 1.75% |
| Banco Agrario | 1.75% | 1.75% |
| Banco de Bogotá | 1.75% | 1.75% |
| Banco de Occidente | 1.75% | 1.75% |
| Banco Popular | 1.75% | 1.75% |
| BBVA | 1.75% | 1.75% |
| BNP Paribas | 1.75% | 1.75% |
| Camacol | 1.75% | 1.75% |
| Casa de Bolsa | 1.75% | 1.75% |
| Citi | 1.75% | 1.75% |
| Corficolombiana | 1.75% | 1.75% |
| Credicorp Capital | 1.75% | 1.75% |
| Davivienda | 1.75% | 1.75% |
| EConcept | 1.75% | 1.75% |
| Fedesarrollo | 1.75% | 1.75% |
| Fidubogotá | 1.75% | 1.75% |
| Fiduoccidente | 1.75% | 1.75% |
| Fiduprevisora | 1.75% | 1.75% |
| Grupo Bancolombia | 1.75% | 1.75% |
| Grupo Bolivar | 1.75% | 1.75% |
| Grupo de Macroeconomía Aplicada - Univers | 1.75% | 1.75% |
| Grupo de Política Económica - Pontificia Univ | 1.75% | 1.50% |
| Itaú | 1.75% | 1.75% |
| JP Morgan | 1.75% | 1.75% |
| Moody's Analytics | 1.75% | 1.75% |
| Positiva | 1.75% | 1.75% |
| Protección | 1.75% | 1.75% |
| Scotiabank Colpatria | 1.75% | 1.75% |
| Skandia | 1.75% | 1.75% |
| XP Securities | 1.75% | 1.75% |
| Promedio | 1.75% | 1.74% |
| Mediana | 1.75% | 1.75% |
| STDV | 0.00% | 0.04% |
| Máximo | 1.75% | 1.75% |
| Mínimo | 1.75% | 1.50% |

| RECOMENDACIÓN | | |
|---------------|-------------|-----------|
| Ajuste | Porcentaje | Número |
| 1.25% | 0% | 0 |
| 1.50% | 3% | 1 |
| 1.75% | 97% | 32 |
| 2.00% | 0% | 0 |
| 2.25% | 0% | 0 |
| Total | 100% | 33 |

| PRONÓSTICO | | |
|--------------|-------------|-----------|
| Ajuste | Porcentaje | Número |
| 1.25% | 0% | 0 |
| 1.50% | 0% | 0 |
| 1.75% | 100% | 33 |
| 2.00% | 0% | 0 |
| 2.25% | 0% | 0 |
| Total | 100% | 33 |

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

| Participantes | 2021 | 2022 |
|----------------------|--------------|--------------|
| Alianza | 3.13% | 3.34% |
| Asobancaria | 2.60% | 3.00% |
| Axa Colpatría | 2.60% | 3.20% |
| Banco Agrario | 2.74% | 2.89% |
| Banco de Bogotá | 2.84% | 3.01% |
| Banco de Occidente | 2.70% | 3.10% |
| Banco Popular | 2.85% | 3.10% |
| BBVA | 2.90% | 3.40% |
| BNP Paribas | 2.80% | 3.00% |
| Casa de Bolsa | 2.60% | 3.00% |
| Citi | 2.80% | 3.00% |
| Corficolombiana | 2.60% | 3.00% |
| Credicorp Capital | 2.50% | 3.30% |
| Fidubogotá | 2.91% | 3.01% |
| Fiduoccidente | 2.70% | 3.10% |
| Fiduprevisora | 3.00% | 3.20% |
| Grupo Bancolombia | 2.40% | 3.00% |
| Grupo Bolívar | 3.00% | 2.47% |
| Itaú | 2.80% | 3.00% |
| JP Morgan | 3.15% | 3.18% |
| Moody's Analytics | 2.80% | 3.10% |
| Positiva | 2.90% | 3.20% |
| Scotiabank Colpatría | 3.13% | 3.00% |
| Skandia | 3.10% | 3.20% |
| XP Securities | 2.80% | 3.00% |
| Promedio | 2.81% | 3.07% |
| Mediana | 2.80% | 3.01% |
| STDV | 0.20% | 0.18% |
| Máximo | 3.15% | 3.40% |
| Mínimo | 2.40% | 2.47% |

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

Encuestas realizadas entre el 13 y el 18 de abril

| Empresa | | Estimación 2021 | Estimación 2022 | |
|----------------|------------------------------|-----------------|-----------------|--------------|
| 1 | AGPV | 2,00% | 2,00% | |
| 2 | Banco Davivienda | 1,75% | - | |
| 3 | Bancolombia | 2,00% | 3,25% | |
| 4 | Barclays Capital | 2,00% | 3,50% | |
| 5 | BBVA Research | 1,75% | 2,75% | |
| 6 | CABI | 1,75% | 2,50% | |
| 7 | Capital Economics | 1,75% | 2,25% | |
| 8 | Citigroup Global Mkts | 1,75% | 3,25% | |
| 9 | Corficolombiana | 1,75% | - | |
| 10 | Credicorp Capital | 1,75% | 3,50% | |
| 11 | Credit Suisse | 2,25% | 3,00% | |
| 12 | Fedesarrollo | 1,75% | 3,00% | |
| 13 | Fitch Ratings | 2,00% | 3,00% | |
| 14 | Fitch Solutions | 1,75% | 2,25% | |
| 15 | Goldman Sachs | 1,75% | 3,25% | |
| 16 | HSBC | 2,00% | 3,00% | |
| 17 | Itaú Unibanco | 1,75% | 3,50% | |
| 18 | JPMorgan | 2,50% | 3,50% | |
| 19 | Moody's Analytics | 2,00% | 3,00% | |
| 20 | Oxford Economics | 1,75% | 2,75% | |
| 21 | Pezco Economics | 2,50% | 3,50% | |
| 22 | Positiva Compañía de Seguros | 2,00% | 4,00% | |
| 23 | S&P Global | 2,25% | 3,25% | |
| 24 | Scotiabank | 2,50% | 4,00% | |
| 25 | Torino Capital | 2,50% | 3,05% | |
| 26 | UBS | 1,75% | 2,50% | |
| Tasa | Obs. | Prob. | Obs. | Prob. |
| 1,75% | 13 | 50,0% | 0 | 0,0% |
| 2,00% | 7 | 26,9% | 1 | 4,8% |
| 2,25% | 2 | 7,7% | 2 | 9,5% |
| 2,50% | 4 | 15,4% | 2 | 9,5% |
| 2,75% | 0 | 0,0% | 2 | 9,5% |
| 3,00% | 0 | 0,0% | 5 | 23,8% |
| 3,25% | 0 | 0,0% | 4 | 19,0% |
| 3,50% | 0 | 0,0% | 5 | 23,8% |
| 4,00% | 0 | 0,0% | 2 | 9,5% |
| Media | | 1,97% | | 3,06% |
| Mediana | | 1,88% | | 3,03% |

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

Encuestas realizadas entre el 13 y el 18 de abril

| Empresa | | Estimación 2021 | Estimación 2022 | |
|---------|------------------------------|-----------------|-----------------|--|
| 1 | AGPV | 2,90% | 3,10% | |
| 2 | Banco Davivienda | 3,01% | - | |
| 3 | Bancolombia | 2,38% | 3,00% | |
| 4 | Barclays Capital | 2,50% | 3,30% | |
| 5 | BBVA Research | 2,93% | 3,36% | |
| 6 | Citigroup Global Mkts | 2,50% | 3,00% | |
| 7 | Corficolombiana | 2,58% | - | |
| 8 | Credicorp Capital | 2,50% | 3,35% | |
| 9 | Credit Agricole | 2,80% | 3,10% | |
| 10 | Credit Suisse | 2,93% | 3,16% | |
| 11 | EIU | 3,20% | 4,20% | |
| 12 | Fedesarrollo | 2,70% | 3,00% | |
| 13 | Fitch Solutions | 2,73% | 2,99% | |
| 14 | Goldman Sachs | 2,80% | 3,20% | |
| 15 | HSBC | 2,70% | 3,00% | |
| 16 | Itaú Unibanco | 2,80% | 3,00% | |
| 17 | JPMorgan | 3,20% | 3,20% | |
| 18 | Moody's Analytics | 2,94% | 3,65% | |
| 19 | Oxford Economics | 3,06% | 2,99% | |
| 20 | Pezco Economics | 2,60% | 3,00% | |
| 21 | Polinomics | 2,70% | 3,10% | |
| 22 | Positiva Compañía de Seguros | 2,90% | 3,00% | |
| 23 | S&P Global | 3,80% | 3,00% | |
| 24 | Scotiabank | 3,10% | 3,00% | |
| 25 | Torino Capital | 2,17% | 3,06% | |
| 26 | UBS | 2,69% | 3,00% | |

| Tasa | Obs. | Prob. | Obs. | Prob. |
|----------------|------|--------------|------|--------------|
| 2,00% - 2,25% | 1 | 4,17% | 0 | 0,00% |
| 2,25% - 2,50% | 1 | 4,17% | 0 | 0,00% |
| 2,50% - 2,75% | 10 | 41,67% | 0 | 0,00% |
| 2,75% - 3,00% | 8 | 33,33% | 2 | 9,09% |
| 3,00% - 3,25% | 5 | 20,83% | 17 | 77,27% |
| 3,25% - 3,50% | 0 | 0,00% | 3 | 13,64% |
| 3,50% - 3,75% | 0 | 0,00% | 1 | 4,55% |
| 3,75% - 4,00% | 1 | 4,17% | 0 | 0,00% |
| 4,00% - 4,25% | 0 | 0,00% | 1 | 4,55% |
| Media | | 2,81% | | 3,16% |
| Mediana | | 2,80% | | 3,03% |

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 31 de marzo, el Banco de la República emitió un comunicado donde indicaba que ese día había entregado al Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) TES de su portafolio monetario por \$3.506,2 mm (valor a precios de mercado), como parte del pago de las utilidades a distribuir del año 2020 (que ascendieron a \$6.628,6 mm), en atención a la solicitud realizada por dicha entidad. Lo anterior se realizó en concordancia con lo señalado en la Ley 2063 de 2020, que faculta al Banco de la República para realizar el pago de las utilidades de 2020 en efectivo o con títulos de deuda pública. Entre el 31 de marzo y el 5 de abril las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 3 pb, -4 pb, -1 pb y -4 pb para los títulos con vencimiento en 2022, 2024, 2026 y 2032, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -8 pb, -6 pb y 2 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años.

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de marzo, en la cual la tasa de referencia se mantuvo sin cambios en 1,75% tal como anticipaba el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 5 pb, 4 pb y 4 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR con vencimiento en 2023, 2033 y 2037 presentaron variaciones de 3 pb, 5 pb y -9 pb.

El Dane publicó el 5 de abril la variación del índice de precios al consumidor en marzo, el cual se ubicó en 0,51% mes a mes. Dicho resultado fue superior al dato de la encuesta del Banrep (0,41%) y a las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,43%), pero por debajo de la inflación registrada en el mismo mes del año 2020 (0,57%). La variación anual fue de 1,51% (esp: 1,45%). Entre el 5 y el 6 de abril las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -24 pb, -15 pb y -13 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 3 pb, -1 pb y -7 pb para estos mismos plazos. Según analistas del mercado, las valorizaciones registradas por los TES en pesos reflejaron las expectativas de un mayor crecimiento económico a nivel mundial y la posibilidad de que en Colombia se elimine el impuesto de retención en la fuente de 5% que pagan los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública local.

El 9 de abril el Banco de la República informó que en marzo del 2021 había realizado ventas definitivas de TES en el mercado por \$3.192,8 mm (valor a precios de mercado). Entre el 9 y el 12 de abril las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 10 pb, 14 pb y 15 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 6 pb, 7 pb y 6 pb para estos mismos plazos. Según analistas del mercado, estas desvalorizaciones se dieron por la falta de interés de clientes finales locales y del extranjero, quienes operaron de manera cautelosa a la espera de múltiples datos a nivel local²³ e internacional²⁴. Estas desvalorizaciones estuvieron acentuadas por el bajo dinamismo de la deuda pública en esa fecha²⁵.

El 15 de abril el MHCP radicó en el Congreso de la República el proyecto de Ley de Solidaridad Sostenible, el cual busca aumentar las transferencias para los hogares más vulnerables, generar empleo y fomentar el ingreso a la educación. El MHCP indicó que con la Ley se recaudarán \$23 billones (b) entre el año 2022 y el 2023, de los cuales \$7,3 b serán aportados por el cobro del IVA, \$17 b los aportarán las personas naturales y \$3,7 b las personas jurídicas (por el ordenamiento constitucional, los gobiernos regionales, los municipios, distritos y departamentos serán dueños de \$4,6 b). En particular, se destacaron las siguientes aclaraciones y propuestas:

²³ El 13 de abril se publicaban los datos de producción industrial y ventas minoristas.

²⁴ El 13 de abril se publicaban los datos en EE. UU. de inflación y ventas minoristas.

²⁵ El 12 de abril, el primer cierre en el SEN tuvo lugar a las 10:45 a.m., al tiempo que el monto negociado (\$356 mm) fue el más bajo registrado desde el 30 de diciembre de 2020.

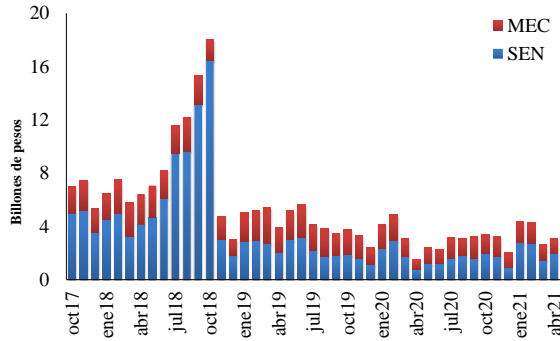
- El Consejo Superior de Política Fiscal (*Confis*) usará los siguientes criterios para establecer las metas fiscales:
 - i. “Para cada vigencia fiscal, se fijarán niveles mínimos que debe alcanzar el balance fiscal primario neto estructural.”
 - ii. “Estos valores mínimos fijados para el balance fiscal primario neto estructural aumentarán en la medida en que el pasivo neto no pensional se acerque al límite del pasivo neto no pensional.”
 - iii. “Los niveles mínimos que deberá tener el balance fiscal primario neto estructural buscarán que el pasivo neto no pensional oscile alrededor del ancla del pasivo neto no pensional.”
- En línea con lo anterior, se proponen 12 variables para el establecimiento de la regla: balance fiscal total, balance fiscal primario neto, transacciones de única vez, ingreso petrolero, ingreso estructural petrolero, ciclo petrolero, balance fiscal primario neto estructural, pasivo agregado no pensional, pasivo neto no pensional, límite del pasivo neto no pensional, margen prudencial y ancla del pasivo neto no pensional.
- Se puntualizó que “el balance fiscal primario neto estructural no podrá ser inferior a -1,8% del PIB en 2022, -0,7% del PIB en 2023 y -0,2% del PIB en 2024, independientemente del valor del pasivo neto no pensional que se observe”, y se estableció una cláusula de escape en momentos de crisis que permite la desviación de las metas fiscales trazadas por máximo tres años consecutivos.
- Se proponen cambios en las tasas de impuesto a la renta para las empresas: las empresas con renta mínima gravable menor a 13.700 UVT tendrán una tarifa de 24%, y la tarifa será 30% para las demás. Además, entre 2022 y 2023 se adicionarán 3 puntos porcentuales a estas tarifas, hasta alcanzar 27% y 33%, respectivamente.
- Se propone disminuir la retención en la fuente para tenedores extranjeros de TES de 5% a 0%.
- Las personas naturales que reciban desde \$2,4 millones mensuales deberán pagar impuesto de renta, dependiendo de la renta líquida gravable para cada caso.
- Aumento en el impuesto a dividendos de 10% a 15%.
- Sobretasa a la gasolina diferenciada por región.

Entre el 15 y el 16 de abril las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 pb, 2 pb y 3 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -2 pb, -1 pb y 0 pb para estos mismos plazos.

En cuanto al mercado de deuda pública externa, el 19 de abril el MHCP informó que Colombia había realizado *la más grande operación de financiamiento a través de bonos globales, consistente en la emisión de un nuevo bono a 11 años con vencimiento en 2032 por un monto de US\$2.000 millones y la emisión de una nueva referencia a 20 años con vencimiento en 2042 por un monto de US\$1.000 millones, con el objetivo de financiar las apropiaciones del Presupuesto General de la Nación de la vigencia 2021*. En particular, se especificó que el Bono Global 2032 se emitió a una tasa de rendimiento de 3,356%, tasa cupón de 3,250%, y a un diferencial sobre las tasas de los Tesoros de los Estados Unidos de 175 pb; al tiempo que el Bono Global 2042 se emitió a una tasa de interés de 4,235%, tasa cupón de 4,125%, y un diferencial sobre las tasas de los Tesoros de los Estados Unidos de 205 pb, convirtiéndose en el primer bono de referencia a 20 años emitido por Colombia en dólares. La operación atrajo órdenes de compra por un total de US\$10.200 millones, 3,4 veces el monto emitido.

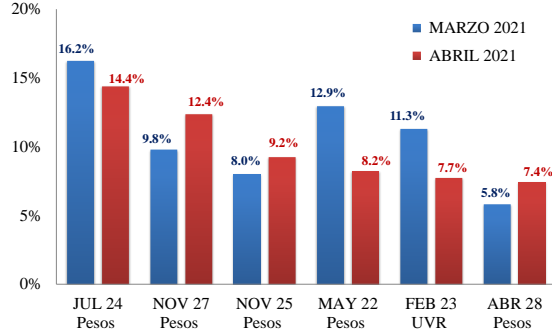
Se destaca que, de la reciente emisión de deuda externa de Colombia a 10 años, el *spread* frente a los *Treasuries* de 175 pb fue 9 pb mayor al de la emisión hecha en enero de 2021 para un plazo similar; al tiempo que el *spread* de la emisión a 20 años, de 205 pb, se ubicó 5 pb por debajo del *spread* de la emisión a 40 años que se llevó a cabo en enero de 2021.

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 22 de abril de 2021.

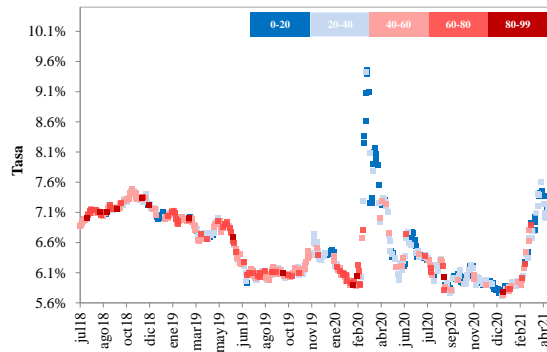
Gráfico A2.3. TES más transados



Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 22 de abril de 2021

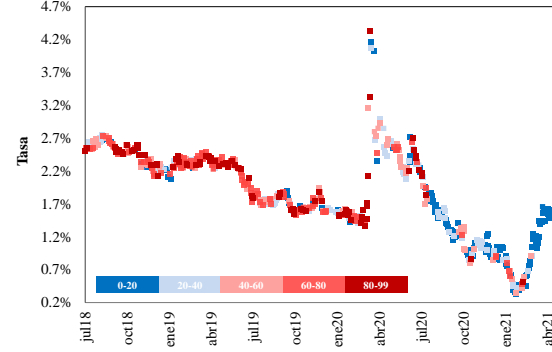
En lo corrido de abril, el monto promedio diario negociado ha sido \$3 billones²⁶, superior al observado el mes anterior (\$2,67 billones) y al registrado en abril de 2020 (\$1,48 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 16,24% a 14,38%, seguidos por los que vencen en noviembre de 2027 cuya participación pasó de 9,79% a 12,36% (Gráfico A2.2).

Gráfico A2.4. Tasa cero cupón pesos TFIT 2024 y volumen negociación por percentiles



Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep.

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

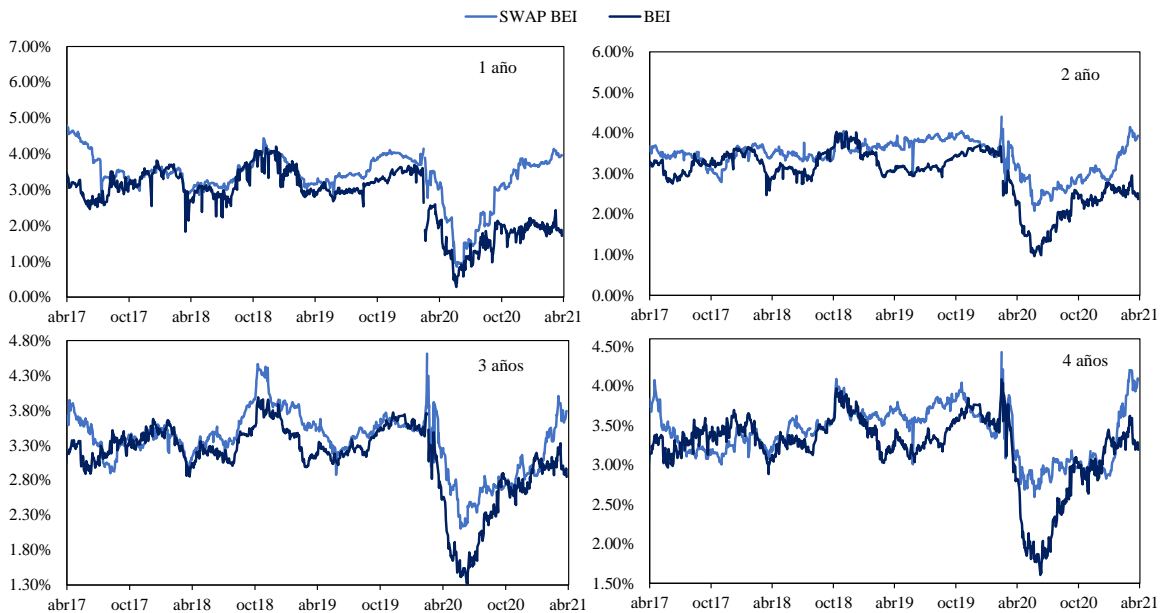


Fuentes: SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep.

En los Gráficos A2.4 y A2.5 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 3 años, UVR: 2 años). En abril los montos de negociación del título en pesos del 2024 se ubicaron en su mayoría entre los percentiles 20 y 40, mientras que los montos de negociación del título en UVR del 2023 se ubicaron en su mayoría entre los percentiles 0 y 20.

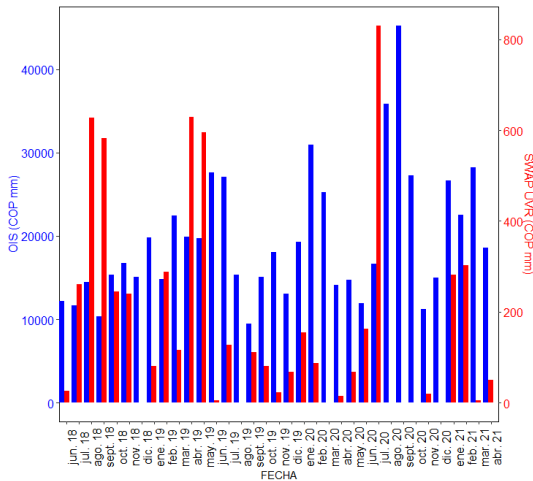
²⁶ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

Gráfico A2.6. BEI y Swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Gráfico A2.7. Operaciones pactadas de los contratos OIS y Swaps UVR



Fuente: SFC. Cálculos: Banrep. Las operaciones pactadas de abril de 2021 se obtienen como el monto promedio de operaciones pactadas a 19 de abril multiplicado por los días hábiles de abril de 2021.

En el Gráfico A2.6 se presenta las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los Swaps UVR (Swap BEI) y el BEI a 1, 2, 3 y 4 años. Desde la última reunión de la JDBR (26 de marzo de 2021), y con información hasta el 23 de abril de 2021, los Swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años presentaron variaciones de -3 pb, 2 pb, 6 pb y 3 pb, y se ubicaron en 3,96%, 3,93%, 3,79% y 4,09%, respectivamente. De esta manera, la diferencia entre los Swap BEI y los BEI aumentó²⁷. En el Gráfico A2.7 se presentan los montos de las operaciones pactadas de los contratos OIS y Swaps UVR realizados por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Se observa que los montos de los contratos OIS cayeron, mientras que los montos de los swap UVR subieron durante abril.

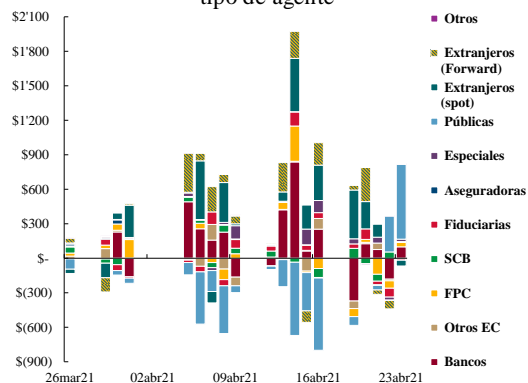
²⁷ BCE (2003), Gospodinov & Weizes (2015), Hurd (2006), y Schulz & Stapf (2014) indican que las expectativas de inflación que se extraen de los swaps de inflación pueden ser mayores a las expectativas de inflación que se extraen de los bonos indexados a la inflación. Esta diferencia puede estar asociada a una prima por liquidez, el riesgo de contraparte que pueden tener los swaps de inflación, barreras reglamentarias que impiden a los inversionistas utilizar instrumentos derivados y costos de transacción. Ver:

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

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

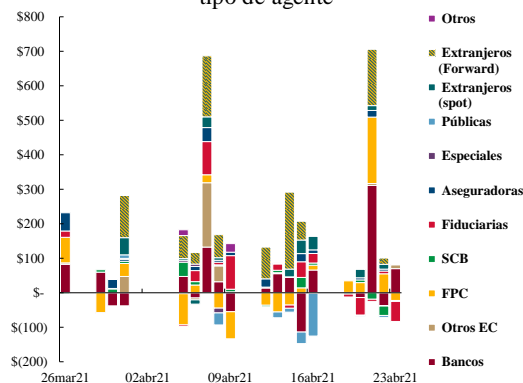
Entre el 26 de marzo y el 23 de abril, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los inversionistas del exterior (\$2.775 mm) y los bancos comerciales (\$2.286 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (\$2.320 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR fueron los bancos comerciales (\$521 mm) y las corporaciones financieras (\$292 mm), mientras que los principales oferentes netos fueron las entidades públicas (\$218 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

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

| | Corrido del 2021 | Corrido del 2021 | 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 | 4455 | (1'924) | 487 | 1'344 | 455 | 2'286 | 361 | (44) | 203 | 521 |
| Compañía de Financiamiento Comercial | 5 | - | - | 1 | - | 1 | - | - | - | - |
| Cooperativas | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Corporaciones Financieras | 677 | 519 | (113) | (59) | 142 | (30) | 263 | 24 | 6 | 292 |
| TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO | 5'138 | (1'404) | 374 | 1'286 | 597 | 2'256 | 624 | (21) | 209 | 812 |
| Fondos de Pensiones y Cesantías Propia | (31) | 82 | 9 | - | - | 9 | (15) | - | - | (15) |
| Terceros | 3'286 | (2'681) | 257 | (242) | 233 | 248 | (610) | 67 | 557 | 14 |
| Fondos de Pensiones - Prima Media | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Fondos de Pensiones y Cesantías | 3'255 | (2'599) | 265 | (242) | 233 | 256 | (625) | 67 | 557 | (2) |
| Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia | 503 | (78) | 131 | (66) | 21 | 86 | (4) | (10) | 15 | 0 |
| Terceros | 410 | (47) | (85) | (13) | 29 | (68) | 43 | 4 | 32 | 80 |
| Extranjeros FIC | (0) | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Sociedades Comisionistas de Bolsa | 913 | (125) | 46 | (79) | 51 | 18 | 39 | (6) | 47 | 80 |
| Sociedades Fiduciarias Propia | 65 | 53 | (2) | 2 | 4 | 4 | (3) | - | 3 | (0) |
| Terceros | 2'268 | 1'209 | (503) | 391 | 3'210 | 3'098 | (67) | (43) | 543 | 433 |
| Extranjeros*** FIC | 445 | 602 | (268) | 193 | 2'850 | 2'775 | (6) | 51 | 190 | 235 |
| Pasivos Pensionales | 161 | 116 | (191) | 108 | (9) | (92) | (60) | (6) | (6) | (71) |
| Total Sociedades Fiduciarias | 409 | 53 | (40) | (99) | 96 | (43) | 97 | (84) | 81 | 94 |
| Total Sociedades Fiduciarias | 2'333 | 1'263 | (505) | 393 | 3'214 | 3'102 | (69) | (43) | 545 | 433 |
| Compañías de Seguros y Capitalización Propia | 504 | 649 | 16 | 1 | 69 | 86 | (10) | - | 198 | 188 |
| Terceros | 12 | 7 | - | - | (1) | (1) | - | - | - | - |
| Pasivos Pensionales | 12 | 7 | - | - | (1) | (1) | - | - | - | - |
| Total Compañías de Seguros y Capitalización | 515 | 656 | 16 | 1 | 69 | 86 | (10) | - | 198 | 188 |
| Sociedades Administradoras de Inversión Propia | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Terceros | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| FIC | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Sociedades Administradoras de Inversión | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS | 7'017 | (805) | (177) | 73 | 3'566 | 3'461 | (666) | 18 | 1'347 | 699 |
| Total Entidades Financieras Especiales** | 1'281 | 81 | (14) | 30 | 464 | 480 | (0) | - | (0) | (0) |
| Total Entidades Públicas**** | (2'881) | 1'414 | 1'013 | (1'413) | (1'920) | (2'320) | - | - | (218) | (218) |
| Otros**** | 286 | (429) | 5 | 25 | 7 | 37 | 41 | 3 | 2 | 46 |
| Extranjeros | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| TOTAL MOVIMIENTO NETO | 10'840 | (1'144) | 1'200 | - | 2'714 | 3'914 | - | - | 1'340 | 1'340 |

Fuente: Banrep. Información actualizada al 23 de abril de 2021. *Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos y emisiones. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

En lo corrido del 2021 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES pesos y TES UVR en el mercado de contado por \$522 mm y \$637 mm, respectivamente (al tiempo que han registrado vencimientos por \$76 mm y \$35 mm, respectivamente). Desde el 26 de marzo, estos inversionistas compraron en neto TES en pesos por \$193 mm y \$2850 mm en los tramos medio y largo, respectivamente, y vendieron en neto \$268 mm en el tramo corto. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES UVR por \$6 mm en el tramo corto y compraron en neto \$51 mm y \$190 mm en los tramos medio y largo, respectivamente.

Por otra parte, con información al 22 de abril, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$5.862 mm y ventas por \$2.011 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$4.612 mm y de ventas por \$2.240 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$1.479 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *Offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$3.863 mm el 26 de marzo a \$5.342 mm el 22 de abril del 2021.

Gráfico A3.3. Compras y ventas pactadas de TES en pesos *offshore* a través de NDF

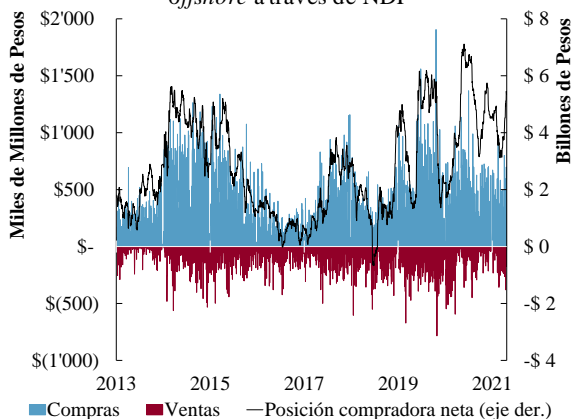


Gráfico A3.4. Saldo de compras netas *offshore* de TES en pesos en NDF por título

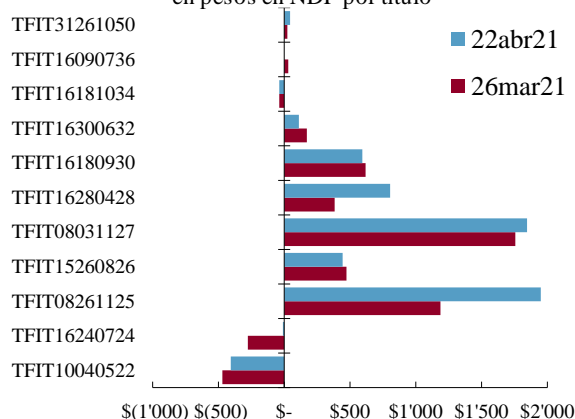
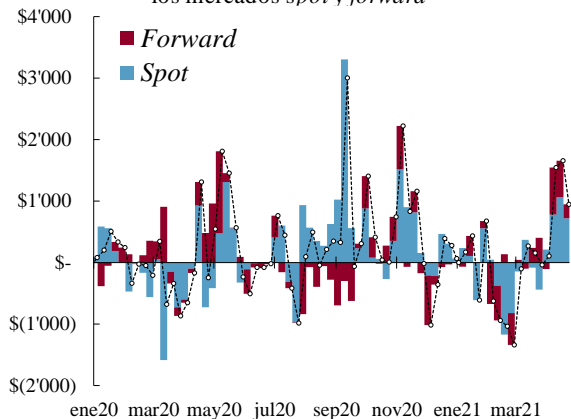
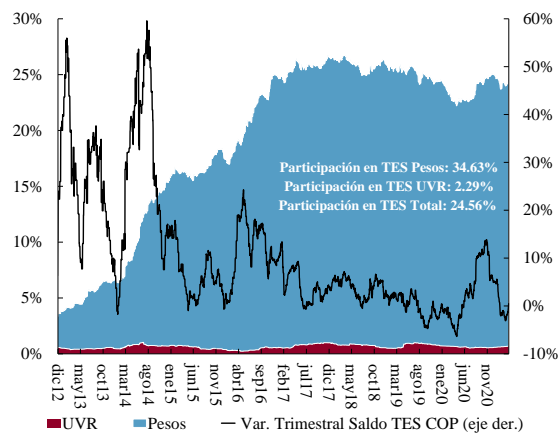


Gráfico A3.5. Compras netas de TES en pesos *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



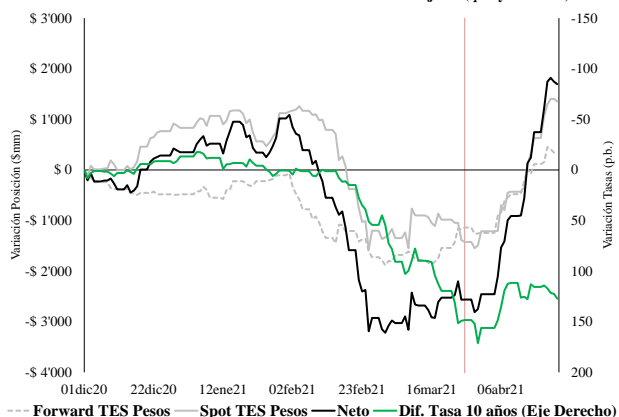
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

Gráfico A3.6. Saldo de TES *offshore* sobre saldo total



Fuente: Banrep.

Gráfico A3.7. Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición netas del *offshore* (spot y forward)
Evolución Tasas 10 años vs Posiciones Netas extranjeros (spot y Forward)



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

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los TES que vencen en 2022, 2024, 2025, 2027, 2028 y 2050, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2026, 2030, 2032 y 2036, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2034 (Gráfico A3.4). En síntesis, los inversionistas extranjeros compraron en neto TES en pesos en el mercado de contado y a futuro \$2.775 mm y \$1.479 mm, respectivamente, de manera que la posición neta agregada en TES pesos aumentó \$4.254 mm (Gráfico A3.7).

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5, A3.6 y en el Cuadro A3.2. El

Gráfico A3.5 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward* (en el caso de las ventas en el mercado *spot*, estas incorporan vencimientos). El Gráfico A3.6 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro A3.2 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*.

Cuadro A3.2. Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

| | 2020 | | | Corrido de 2021 | | | feb-21 | | | mar-21 | | | Corrido de abr-21 | | |
|---------------------|-----------|------------|-----------|-----------------|----------|----------|------------|------------|------------|----------|----------|----------|-------------------|------------|----------|
| | Spot | Forward | Total | Spot | Forward | Total | Spot | Forward | Total | Spot | Forward | Total | Spot | Forward | Total |
| Sistema Financiero* | \$ 4239 | \$ (2'293) | \$ 1'946 | \$ 5'138 | \$ (822) | \$ 4'316 | \$ (1'043) | \$ 1'620 | \$ 577 | \$ 2'546 | \$ (480) | \$ 2'066 | \$ 2'094 | \$ (1'585) | \$ 509 |
| Offshore | \$ 11'280 | \$ 2'293 | \$ 13'573 | \$ 445 | \$ 822 | \$ 1'267 | \$ (2'322) | \$ (1'620) | \$ (3'942) | \$ (87) | \$ 480 | \$ 393 | \$ 2'564 | \$ 1'585 | \$ 4'149 |

Cifras en COP mm. Información actualizada al 22 y 23 de abril del 2021 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. * Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

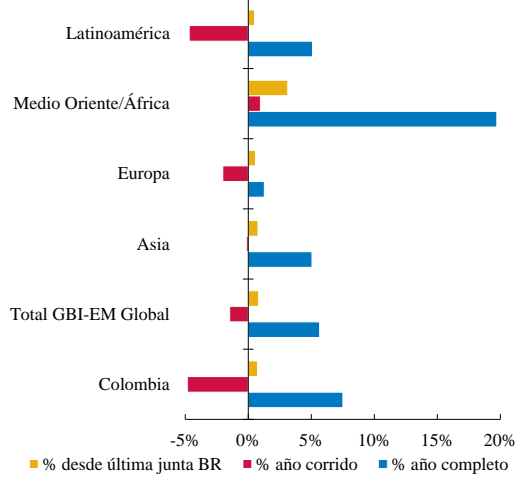
En el Gráfico A4.1 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes²⁸ (incluyendo Colombia) desde el 26 de marzo, en lo corrido de 2021 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR estos indicadores aumentaron, en mayor medida el de Medio Oriente/África (3,1%). Los índices *Total GBI-EM Global* y el de Colombia presentaron variaciones de 0,83% y 0,74%, respectivamente.

Adicionalmente, el IIF²⁹ estimó flujos de inversión de portafolio de economías emergentes en marzo por US\$10,1 mm, conformado por entradas de US\$6,2 mm en renta fija y US\$3,9 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$2,8 mm (Gráfico A4.2).

²⁸ El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

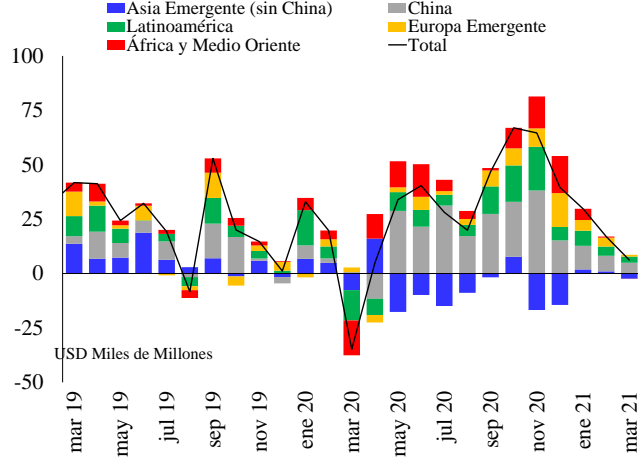
²⁹ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

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



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

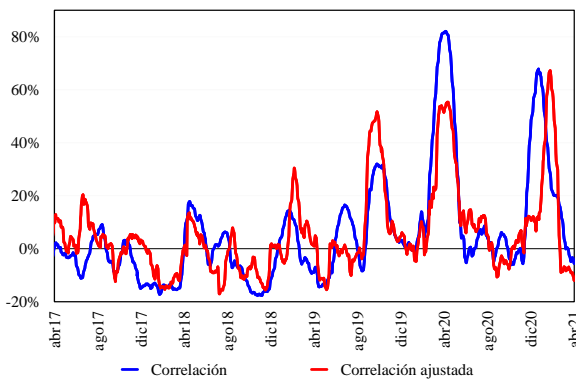
Gráfico A4.2: Flujos de portafolio hacia renta fija economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

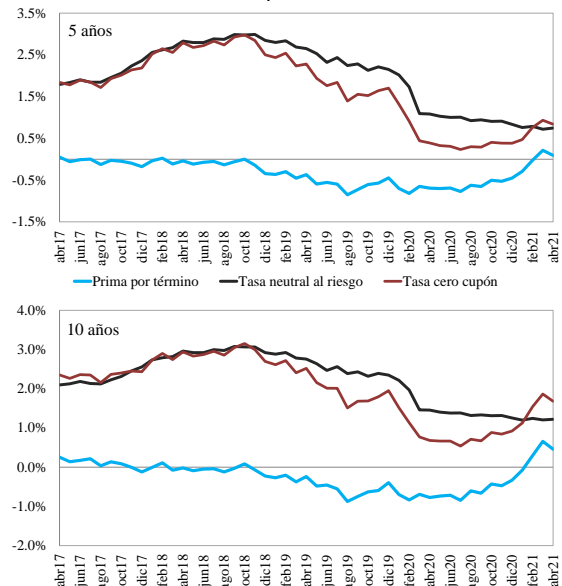
En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) cayó y se ubicó en niveles cercanos a -5,52%. Así mismo, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) bajó y se ubicó en -11,98%. Lo anterior indica que las curvas de la región se han movido por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 23 de abril, entre marzo y abril las primas por vencimiento de los *Treasuries* cayeron 12 pb y 20 pb para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,09% y 0,46%, respectivamente. Por otro lado, las tasas neutras al riesgo subieron y se ubicaron en 0,75% y 1,22% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico A4.4).

Gráfico A4.3. Correlación pendientes región



Fuente: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banrep.

Gráfico A4.4. Prima por vencimiento *Treasuries*



Fuente y Cálculos: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Países Desarrollados

Los bancos centrales de Australia, Nueva Zelanda, Israel y Canadá decidieron mantener su tasa de política monetaria inalterada en 0,1%, 0,25%, 0,1% y 0,25%, respectivamente. Adicionalmente, el Banco de Reserva de Australia (BRA) señaló que mantendrá los parámetros de la Facilidad de Financiamiento a Término (*Term Funding Facility*, en inglés) para los bancos comerciales y del programa de compras de bonos gubernamentales³⁰. Por su parte, el Banco de Reserva de Nueva Zelanda mantuvo sin cambios su programa de fondeo para estimular el crédito (*Funding for Lending Programme -FLP-*), en el que provee liquidez a los bancos de manera proporcional al crédito que éstos otorgan a empresas y hogares, y su programa de compra de activos a gran escala (*Large Scale Asset Purchase -LSAP-*), el cual tiene un monto máximo de NZD 100 mm hasta junio de 2022. Por último, el Banco de Canadá anunció que reducirá, a partir del 26 de abril, el ritmo semanal de compras de bonos soberanos de CAD 4 mm a CAD 3 mm.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito en 0%, 0,25% y -0,50%, respectivamente. Frente al programa de compras de emergencia frente a la pandemia (*Pandemic Emergency Purchase Programme -PEPP-*), el BCE continuará con el programa por un monto total de €1.850 mm al menos hasta finales de marzo de 2022 o hasta que se considere que la crisis del Coronavirus haya terminado. El BCE espera que, durante el actual trimestre, estas compras continúen a un ritmo significativamente más elevado que en los primeros meses del año. Además, el BCE continuará reinvertiendo, al menos hasta el final de 2023, el principal de los activos adquiridos bajo este programa que vayan venciendo durante este periodo. En cuanto al programa de compras de activos (*Asset Purchase Programme -APP-*), éstas continuarán a un ritmo mensual de €20 mm por el tiempo que sea necesario con el fin de reforzar la postura monetaria acomodaticia, y terminarán poco antes de que el BCE comience a aumentar sus tasas de interés. Además, el BCE continuará reinvertiendo el principal de los activos adquiridos bajo este programa que vayan venciendo, durante un periodo prolongado luego que las tasas comiencen a aumentar.

El 23 de abril el BCE, junto con otros bancos centrales, emitieron un comunicado informando su decisión de suspender las operaciones de inyección de liquidez a 84 días en dólares estadounidenses a partir del 1 de julio de 2021, ante las mejoras sostenidas en las condiciones de financiación en dólares estadounidenses y la baja demanda en las operaciones recientes de suministro de liquidez en esa divisa. Esta decisión se adoptó conjuntamente por el Banco Central de Inglaterra, el Banco Central de Japón, el BCE y el Banco Nacional de Suiza, previa consulta a la Reserva Federal de los EE.UU. A partir del 1 de julio de 2021 estos bancos centrales continuarán realizando operaciones semanales con vencimiento a 7 días, pero se aclaró que están listos para reajustar la provisión de liquidez en dólares estadounidenses, incluyendo el reinicio de la operación de 84 días, según lo justifiquen las condiciones del mercado.

Por su parte, el Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) decidió mantener en -0,1% la tasa de interés de referencia aplicable a los balances que mantienen en el Banco Central las instituciones financieras. Así mismo, la entidad indicó que continuará comprando la cantidad de bonos del Gobierno Japonés (*Japanese Government Bonds -JGB-*) necesaria para que los rendimientos de estos activos a 10 años se mantengan alrededor de 0%. De igual forma, el BoJ seguirá comprando ETFs (*Exchange-Traded Funds*) y J-REITs (*Japan Real Estate Investment Trusts*) según lo considere necesario y sin superar un crecimiento anual máximo de sus tenencias de ¥12 billones y

³⁰ En noviembre del 2020 se anunció un programa inicial de compra de bonos gubernamentales en el mercado secundario por AUD 100 mil millones. Posteriormente, en febrero del 2021 se anunció que el BRA compraría \$ 100 mil millones adicionales una vez terminara las compras del primer programa (lo cual tuvo lugar durante el mes de abril del 2021). En ese momento se indicó que las compras de los AUD 100 mil millones adicionales se realizarían a un ritmo de aproximadamente AUD 5 mil millones por semana.

¥180 mm, respectivamente. En cuanto a sus compras de papeles comerciales y bonos corporativos, la entidad continuará con las compras adicionales de estos activos hasta septiembre de 2021, de tal forma que estas tenencias totales hasta ese momento asciendan a un nivel menor o igual a ¥20 billones. Por último, el BoJ ajustó sus perspectivas económicas de crecimiento e inflación para 2021 y 2022 de tal forma que, con relación al crecimiento de la economía, elevó sus pronósticos de 3,9% a 4,0% y de 1,8% a 2,4% para estos años, respectivamente; al tiempo que sus pronósticos de inflación pasaron de 0,5% a 0,1% y de 0,7% a 0,8% para 2021 y 2022, en su orden. Para 2023, el BoJ anticipa un crecimiento anual de la economía de 1,3% e inflación de 1,0%.

El 14 de abril, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, en comentarios al Club Económico de Washington, señaló que el momento en que reducirán las compras de activos llegará cuando hayan registrado progresos sustanciales adicionales hacia sus objetivos de empleo e inflación, y que esto tendría lugar probablemente mucho antes del momento en que consideren aumentar las tasas de interés.

En su reunión del 28 de abril, la Reserva Federal de Estados Unidos decidió mantener el rango objetivo de la tasa de los fondos federales entre 0% y 0,25%, tal como era esperado por el mercado. Además, mantuvo la tasa de interés sobre los saldos de reservas requeridos y en exceso en 0,1%, al tiempo que anunció que mantendrá las compras de *Treasuries* y valores respaldados por hipotecas de agencias (MBS, por sus siglas en inglés) en al menos USD 80 mm y USD 40 mm por mes, respectivamente. La entidad señaló que estas compras se mantendrán hasta que se haya alcanzado un progreso sustancial adicional hacia los objetivos de máximo empleo y estabilidad de precios.

En el comunicado que acompañó su decisión, el FOMC³¹ indicó que "En medio de los avances en la vacunación y el fuerte apoyo político, los indicadores de actividad económica y empleo se han fortalecido", pero aclaró que "los sectores más afectados por la pandemia siguen siendo débiles" pese a los avances observados. Además, el comité reconoció que "la inflación ha aumentado, reflejando en gran medida factores transitorios".

Países Emergentes

El Banco Central de Ucrania decidió aumentar su tasa de política monetaria en 100 pb a 7,5%, mientras que el de Rusia la aumentó 50 pb a 5%. Por su parte, el Banco Popular de China decidió mantener la *1-Year Loan Prime Rate* y la *5-Year Loan Prime Rate* en 3,85% y 4,65%, respectivamente; y el Banco Central de la India mantuvo sin cambios las tasas de las operaciones repo y repo reverso en 4% y 3,35%, respectivamente. Por su parte, los bancos centrales de Uruguay (4,5%), Chile (0,5%), Polonia (0,1%), Perú (0,25%), Corea del Sur (0,5%), Turquía (19%), Indonesia (3,5%), Costa Rica (0,75%) y Paraguay (0,75%) decidieron mantener sus tasas de política monetaria inalteradas.

En el Gráfico A5.2 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales³² desde el año 2005. Se puede observar que en marzo aumentó para Brasil, al tiempo que disminuyeron para los demás países. Además, con los últimos datos disponibles, en lo corrido de abril³³ este indicador no ha presentado variaciones para los países analizados y en todos los casos se ubica por debajo de su media histórica.

³¹ Por sus siglas en inglés, *Federal Open Market Committee*.

³² Deflactadas con medidas de inflación básica.

³³ Información al 22 de abril con datos de inflación núcleo de marzo.

Gráfico A5.1. Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2021

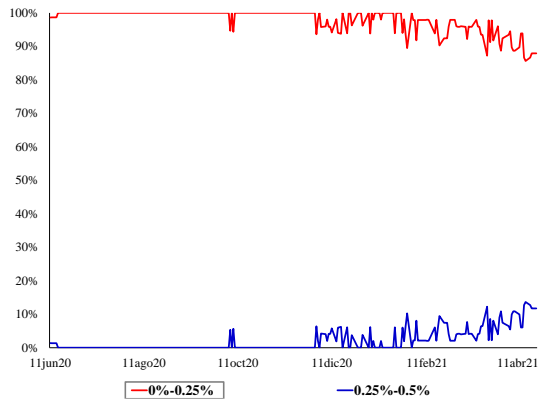
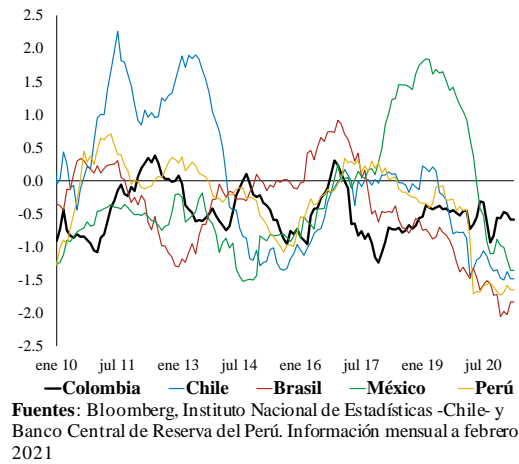
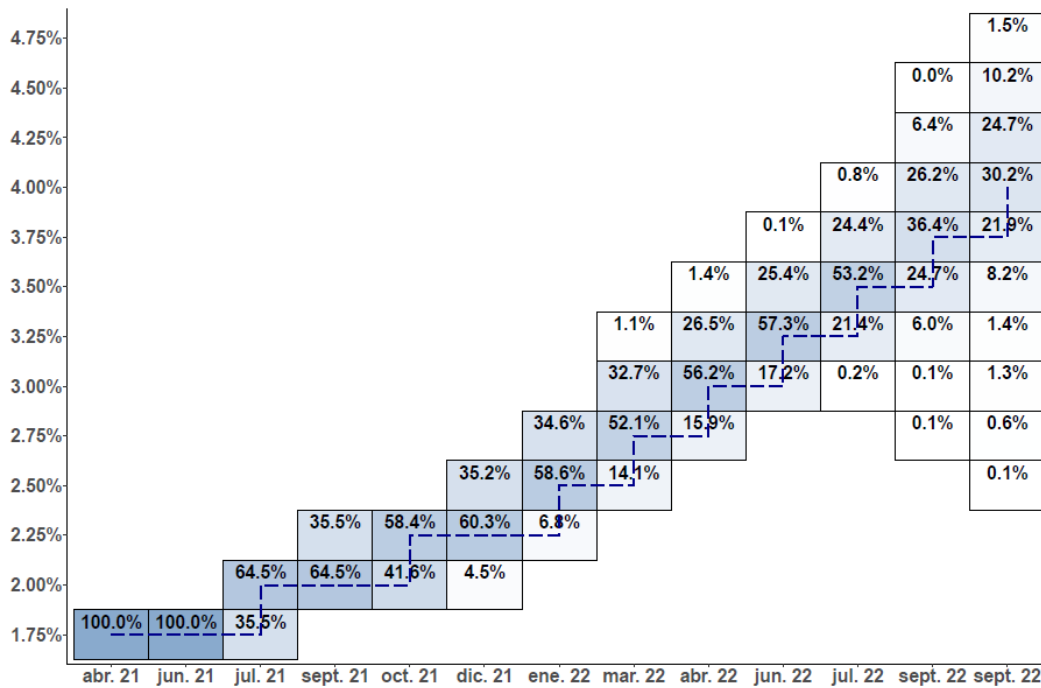


Gráfico A5.2. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)

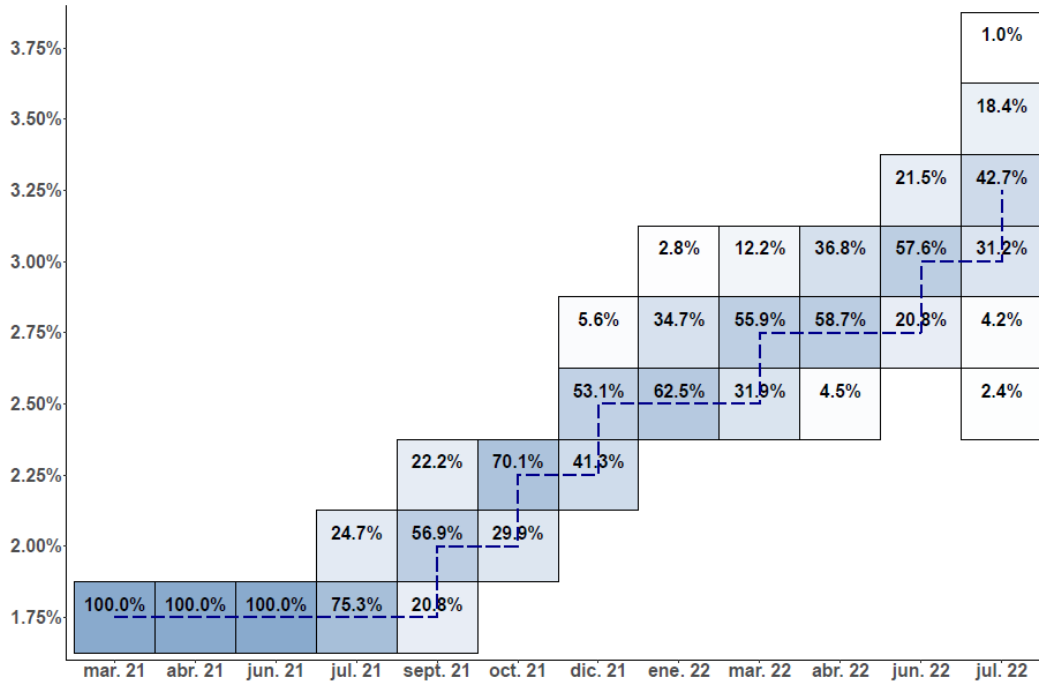


Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)

Cuadro A6.1. Mes actual

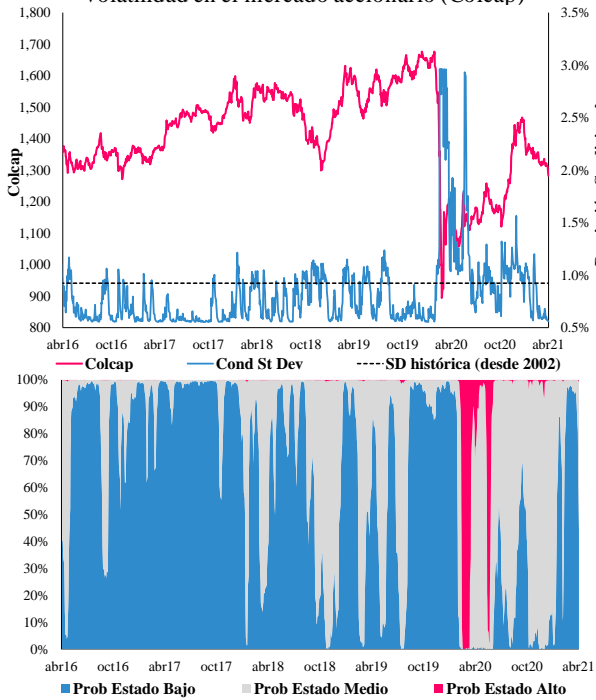


Cuadro A6.2. 19 de marzo de 2021



Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

De acuerdo con la EOF, el 45% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia permanezca estable (ant: 32,5%) durante los próximos tres meses, el 40% espera que aumente (42,5%), mientras que el 15% restante espera que disminuya (ant: 25%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 40% espera que aumente (ant: 27,5%), un 25% que permanezca sin cambios (ant: 30%) y un 17,5% que disminuya (ant: 25%)³⁴.

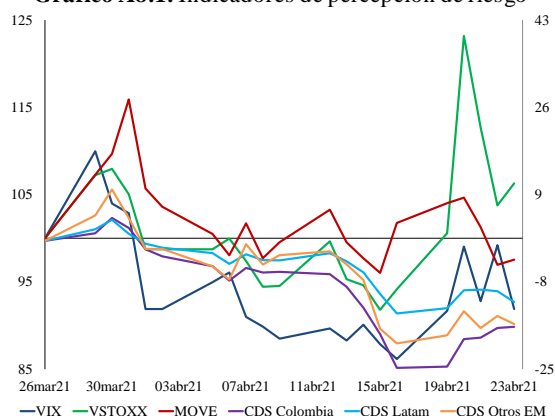
Con información al 16 de abril, los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente al mes anterior de -131 pb, 16 pb y -30 pb para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del margen para la cartera de tesorería reflejó la mayor caída de las tasas activas frente a la de los TES (activas -146 pb versus TES -12 pb), mientras que el de la cartera preferencial

³⁴ Al 17,5% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 17,5%).

reflejó el mayor aumento de las tasas activas frente a las de los TES (activas 36 pb versus TES 18 pb), al tiempo que el comportamiento del *spread* de la cartera de consumo se explicó por la caída en las tasas activas y el aumento en las de los TES (activas -11 pb versus TES 18 pb).

Entre el 26 de marzo y el 26 de abril de 2021 el COLCAP se desvalorizó 2,1%. Las acciones que tuvieron el peor desempeño durante el periodo fueron Almacenes Éxito (-13,7%), Nutresa (-6,8%) y Grupo Sura (-6,2%). En lo corrido de abril, la volatilidad promedio del mercado accionario cayó y el 21 de abril el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.1).

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



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

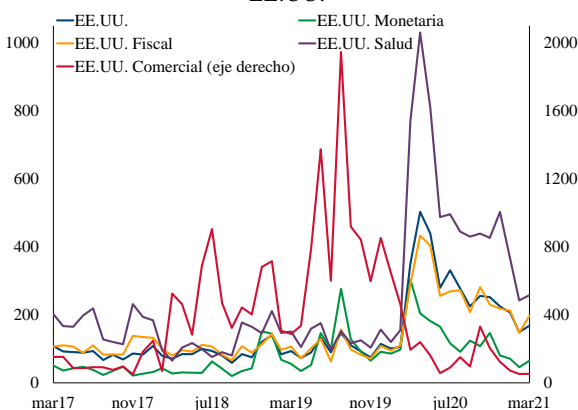
Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

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

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) en EE.UU. aumentó al pasar de 149 en febrero a 168 en marzo. Así mismo, los indicadores de política fiscal (obs: 197; ant: 147), monetaria (obs: 65; ant: 46) y sanitaria (obs: 258; ant: 243)

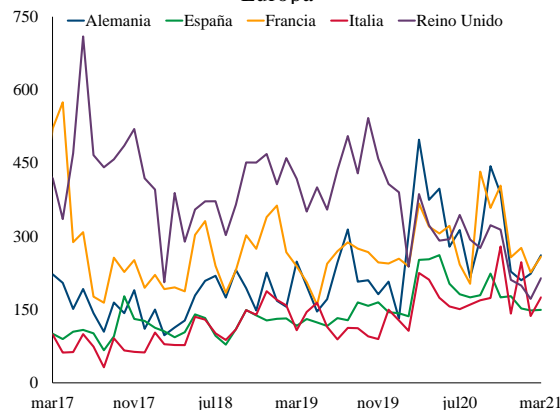
presentaron incrementos, mientras que el indicador de política comercial (obs: 52; ant: 52) se mantuvo estable. En Europa, estos indicadores también presentaron aumentos en Reino Unido (obs: 214; ant: 172), Alemania (obs: 261; ant: 223), Italia (obs: 175; ant: 137) y Francia (obs: 258; ant: 226), mientras que en España (obs: 149; ant: 148) se mantuvo estable (Gráficos A8.2 y A8.3).

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



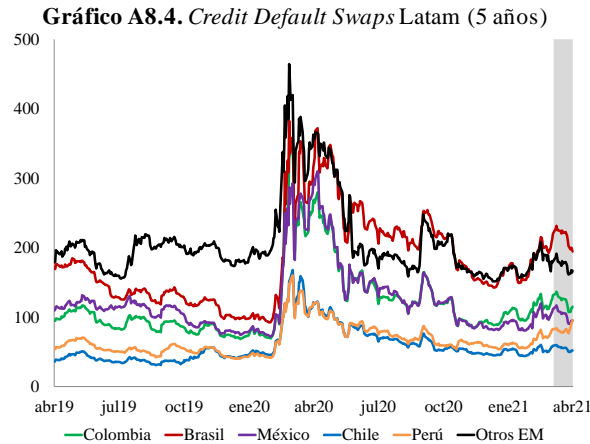
Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016); Ghirelli, Perez & Urtasun (2019).

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

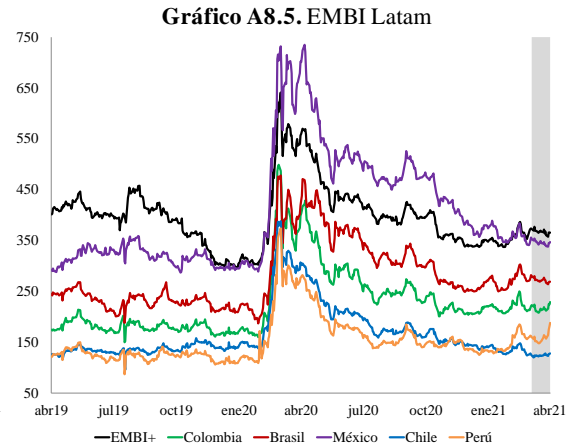
³⁶ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStox 50*.

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

Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años disminuyeron en la mayoría de los países de la región, mientras que los índices EMBI³⁸ presentaron un comportamiento mixto. El CDS a 5 años disminuyó 28 pb en Brasil, 17 pb en Colombia y México, y 7 pb en Chile, mientras que aumentó 13 pb en Perú. Por su parte, el EMBI aumentó 28 pb en Perú, 6 pb en Colombia y 4 pb en Chile, mientras que disminuyó 11 pb en Brasil y 6 pb en México (Gráficos A8.4 y A8.5).



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

³⁸ 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.