



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

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



Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales

Bogotá, D.C, 28 de abril de 2023

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS .	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas.....	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana	8
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	13
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región....	13
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	15
2.1.	Expectativas de TPM.....	15
2.2.	Expectativas de crecimiento económico.....	19
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO.....	21
4.	RECUADROS/ANEXOS	24
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	24
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	30
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local.....	32
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	37
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos	38
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS	38
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes.....	39
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	40
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países.....	41

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

El grueso de las medidas de mercado continúa en una senda de reducción de las expectativas de inflación para horizontes de un año en adelante. No obstante, estos valores son superiores a los evidenciados en marzo cuando se comparan las expectativas puntuales a fin de año, lo que sugiere un nivel de expectativas de inflación terminal más alto a 2024. En línea con esto, las encuestas reflejan un aumento de las expectativas de inflación de corto plazo, las cuales continúan por encima de la meta del Banco de la República para todos los horizontes analizados. Así, el mercado descontó una senda de política monetaria más contractiva a nivel local, que permanece inalterada hasta el último trimestre del año y a partir de ahí comienza a reducirse. Se mantienen las expectativas de desaceleración económica en el corto plazo.

El desempeño del mercado de deuda pública, del cual se extraen varias de las expectativas expuestas, se caracterizó por presentar desvalorizaciones para el plazo de un año y valorizaciones en los demás plazos (especialmente el tramo largo), en contraste con las desvalorizaciones a lo largo de la curva de rendimientos en economías desarrolladas y para los pares de la región. Esto último se explica en parte por correcciones en la fuerte reducción de las expectativas de política monetaria global evidenciada en marzo. Por su parte, la dinámica del mercado local estuvo soportada por un entorno de menor incertidumbre a nivel local y global, que se vió reflejado en una disminución de las primas por riesgo superior a la observada en la región, así como un aumento relevante en las compras de los fondos de pensiones locales y de algunos agentes extranjeros en el tramo largo de la curva. Finalmente, la liquidez y profundidad de este mercado no ha exhibido variaciones relevantes en el periodo de análisis, y se evidenció una reducción en la volatilidad.

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

Los BEI presentaron reducciones para todos los plazos. Con información hasta el 21 de abril, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó para los diferentes plazos, con la reducción de mayor magnitud para el plazo de un año (40 pb). De esta manera, el 21 de abril los BEI se ubicaron en 8,01% a un año, 6,73% a cinco años y 6,88% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior fue resultado de mayores desvalorizaciones de los títulos en UVR frente a los denominados en pesos del tramo corto, y mayores valorizaciones de los títulos en pesos frente a los denominados en UVR de los demás tramos. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de abril contra las tasas promedio de marzo, se observan reducciones del BEI entre 40 pb y 50 pb para los distintos plazos (Cuadro 1 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

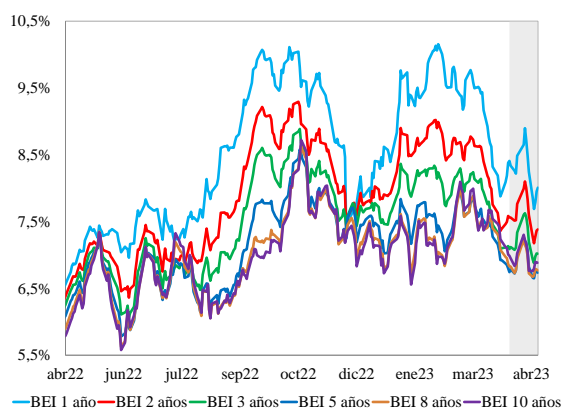
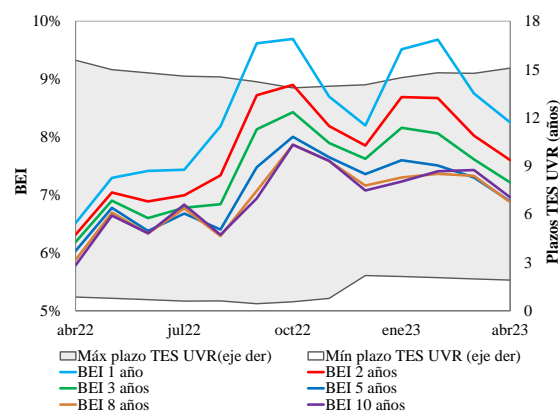


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



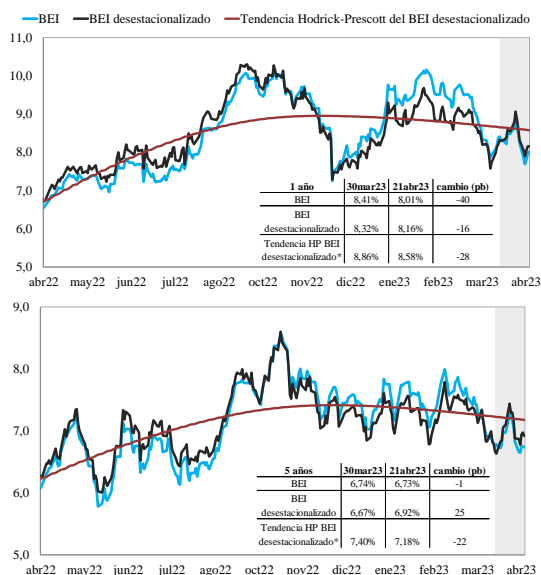
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

Punto a punto (plazo en años)												
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
30mar23	10,91%	11,07%	11,23%	11,51%	11,87%	12,06%	2,50%	3,51%	4,14%	4,77%	5,04%	5,07%
21abr23	11,04%	11,04%	11,08%	11,19%	11,41%	11,54%	3,03%	3,66%	4,06%	4,46%	4,64%	4,66%
Variaciones (pb)												
	13	-3	-15	-32	-46	-51	53	15	-8	-31	-40	-41
Var. BEI	-40	-18	-7	-1	-6	-10						
BEI	8,01%	7,38%	7,02%	6,73%	6,77%	6,88%						
Promedios mensuales												
mar23	11,17%	11,44%	11,67%	12,02%	12,37%	12,52%	2,42%	3,42%	4,05%	4,72%	5,04%	5,09%
abr23*	10,94%	11,00%	11,08%	11,24%	11,48%	11,62%	2,69%	3,40%	3,86%	4,35%	4,61%	4,66%
Variaciones (pb)												
	-23	-44	-59	-77	-89	-91	27	-1	-19	-36	-43	-43
Var. BEI	-50	-42	-40	-41	-46	-47						
BEI	8,25%	7,60%	7,21%	6,89%	6,87%	6,96%						

*Información disponible al 21 de abril de 2023.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

*El dato de la tendencia del 30 de marzo se estimó con datos hasta esa fecha.

En general, esta dinámica se corrobora al corregir por estacionalidad y al analizar la tendencia de los BEI. No obstante, esta reducción es de menor magnitud. Con el fin de controlar por la estacionalidad que tienen los TES denominados en UVR a inicios y fin de cada año, en el Gráfico 3 se presentan los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Adicionalmente, se muestra la tendencia de largo plazo¹ del BEI desestacionalizado, la cual ha tenido una buena capacidad de pronóstico de la inflación a un año. El BEI desestacionalizado disminuyó a 8,16% para el plazo de 1 año (ant: 8,32%), pero aumentó a 6,92% para el plazo de 5 años (ant: 6,67%). Por su parte, la tendencia disminuyó a 8,5% para el plazo de 1 año (ant: 8,86%), y a 7,18% para el plazo de 5 años (ant: 7,40%).

En línea con lo anterior, el componente de expectativas de inflación que se extrae del BEI también mostró reducciones junto con la prima por riesgo inflacionario. Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación sino incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI² para el

¹ Estimada de acuerdo con el filtro de Hodrick-Prescott.

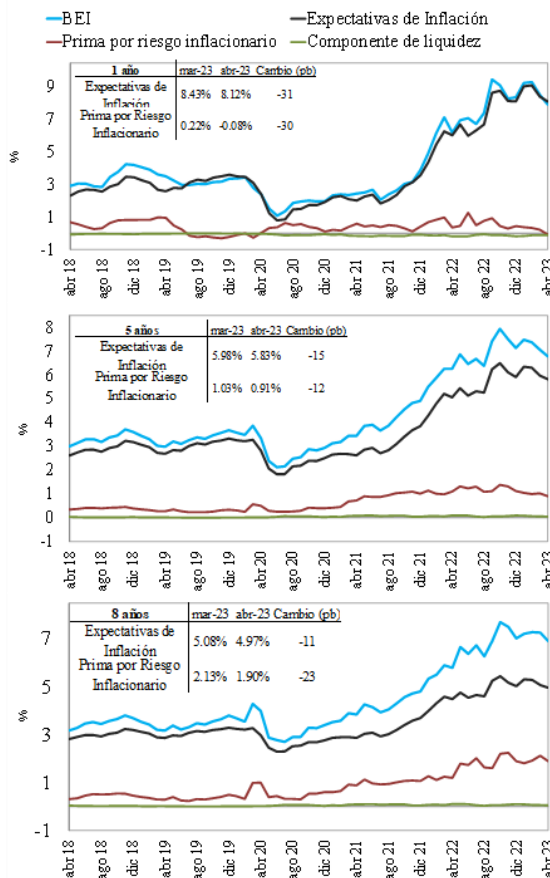
² Según Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano", las expectativas de inflación netas de primas se calculan como el diferencial de las tasas nominales y reales libres de riesgo extraídas de los mercados de deuda pública local a diferentes plazos. En este sentido, la denominada "prima por riesgo inflacionario" surge de restar la prima por término de la curva de TES en UVR a la prima a término de la curva de TES en pesos. Los diferenciales en estas primas a término pueden estar reflejando incertidumbre sobre la inflación a futuro, sin embargo, también pueden estar influenciados por fricciones particulares de cada mercado, como las preferencias de algunos agentes en invertir en cierto tipo de títulos. Finalmente, el componente de liquidez se calcula como el diferencial entre la prima por liquidez extraída de los TES en pesos y de los TES en UVR. Así, el BEI total calculado con esta metodología se puede descomponer entre las expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez; el BEI total puede diferir del BEI presentado en el Gráfico 1 para cada plazo dado que se estiman con modelos diferentes.

periodo estudiado, a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De acuerdo con esta metodología, se espera que la inflación promedio para el próximo año sea alrededor de 8,12% (ant: 8,43%), para los próximos 5 años de 5,83% (ant: 5,98%) y para los próximos 8 años de 4,97% (ant: 5,08%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio cayeron y se ubicaron en -0,08%, 0,91% y 1,90% para estos mismos plazos.

Por su parte, las medidas de FBEI sugieren aumentos en las expectativas de inflación para los próximos tres años, con valores que se mantienen por encima de la meta de inflación del Banrep.

Con el objetivo de extraer las expectativas de inflación a fin de cada uno de los próximos tres años³, considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para los años 2024, 2025 y 2026, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), con datos del 21 de abril, la cual corresponde a 7,03%, 6,37% y 6,22%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra la misma medida neta de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, la cual se ubicó en 6,84%, 5,60% y 4,76% para los mismos años.

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



Fuentes: Precia. **Cálculos:** Banrep. La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 7,94% (ant. 8,54%), 6,79% (ant. 7,07%) y 6,92% (ant. 7,27%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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

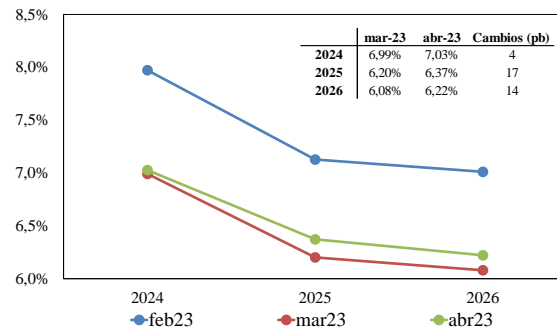
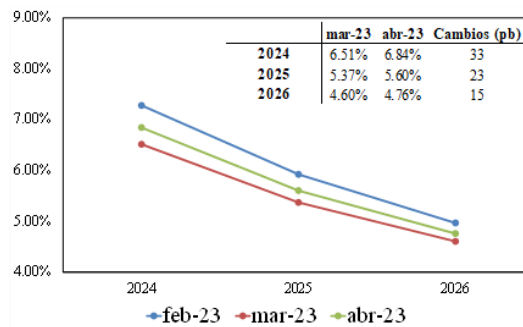


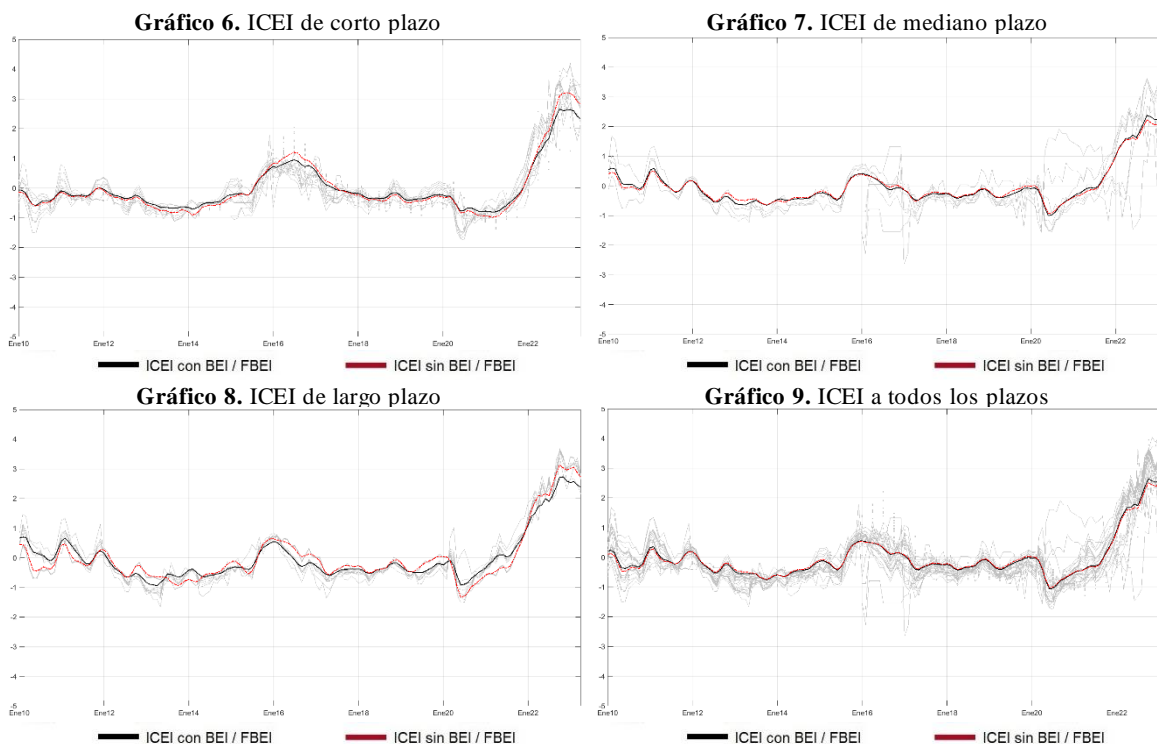
Gráfico 5B. FBEI a fin de año a partir neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



Fuentes: Precia, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. En el gráfico 5B, la estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información de cada mes proveniente de Precia. La información de febrero y marzo corresponde al dato observado en los días en que hubo reunión de la JDBR y para abril corresponde al dato observado el día 21.

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

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁴ (ICEI) continuó corrigiendo a la baja frente a los niveles históricamente altos (desde enero de 2010) observados durante los últimos meses (Gráficos 6 al 9).

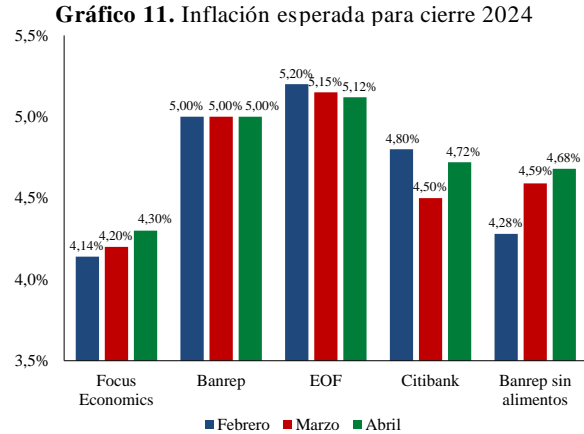
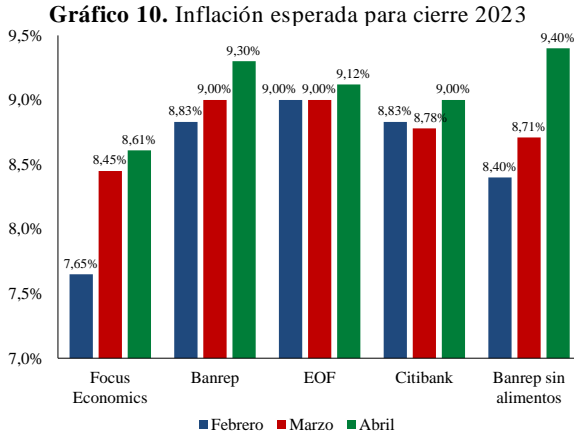


Fuentes: Banrep, Fedesarrollo, Focus Economics, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. La serie negra se estima con base en una muestra de expectativas de inflación que provienen de encuestas, de mercado (BEI/FBEI) y del BEI/FBEI sin primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa. La serie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

De acuerdo con los resultados de las encuestas, las expectativas de inflación total y sin alimentos aumentaron para 2023 y marginalmente para 2024. Los promedios de las encuestas de expectativas de inflación total aumentaron para diciembre de 2023 (obs: 9,01%; ant: 8,81%) y diciembre de 2024 (obs: 4,79%; ant: 4,71%; Gráficos 10 y 11)⁵. Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banco de la República (Banrep), los analistas incrementaron su perspectiva sobre la inflación sin alimentos para 2023 y 2024.

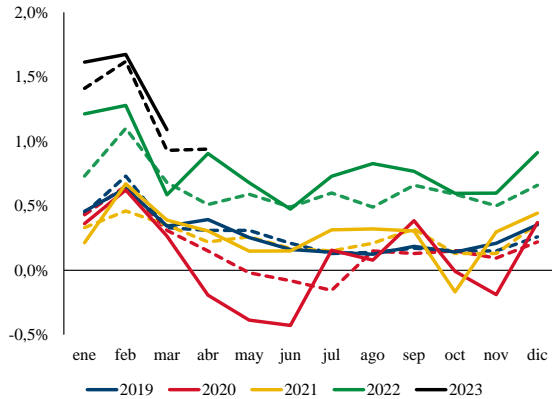
⁴ Para la descripción del cálculo de este indicador véase el *Recuadro 1. Indicador común de expectativas de inflación para Colombia*, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de enero de 2022.

⁵ Al excluir la encuesta de Focus Economics, las expectativas promedio para diciembre de 2023 y 2024 se ubican en 9,14% y 4,95%, respectivamente. Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banco de la República (Banrep), la inflación total esperada a doce meses disminuyó de 7,21% a 7,00%, a dos años también disminuyó de 4,01% a 4,00%, mientras que a cinco años aumentó de 3,05% a 3,15%.



Fuente: Focus Economics, Banrep, Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citibank. Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 18 de abril, con encuestas realizadas entre el 11 y el 16 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 10 y el 12 de abril. La EOF se publicó el 19 de abril con datos recolectados entre el 10 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de abril.

Gráfico 12. Inflación mensual sin alimentos (observada vs. esperada)



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

La expectativa de inflación mensual sin alimentos continúa en niveles históricamente elevados para el mes de análisis (desde 2007) y sigue sorprendiendo al alza. Para fin de este mes, los agentes encuestados por Citibank esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,94% m/m (Gráfico 12). Se observa que en lo corrido de 2023 las expectativas de los analistas se han ubicado por debajo de la inflación observada, al igual que en 2022.

El grueso de las medidas de mercado continúan en una senda de reducción de las expectativas de inflación total para horizontes de un año en adelante. No obstante, estos valores son superiores a los

evidenciados en marzo cuando se comparan las expectativas puntuales a fin de año. Durante este mes, las expectativas de inflación provenientes del mercado de deuda (BEI) disminuyeron. Esta dinámica persiste cuando se ajusta por el comportamiento estacional de los TES denominados en UVR⁶, y por primas implícitas en el mercado de TES, aunque exhiben una menor magnitud luego de estas correcciones. Por su parte, en línea con el aumento de los FBEI, las encuestas evidencian un aumento de las expectativas de inflación para finales de 2023 y 2024.

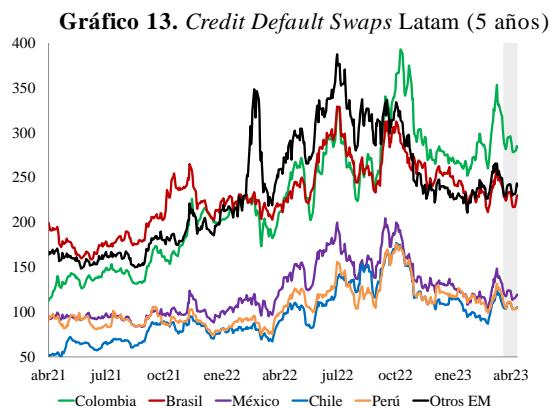
Las expectativas de inflación provenientes del mercado de deuda pública continúan ubicándose por encima de las encuestas. Ambas métricas se ubican por encima de la meta del Banco de la República. A 12 meses la encuesta del Banrep indica una expectativa de 7,00%, mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 8,12%. A 24 meses, la encuesta del Banrep indica una expectativa de 4,00%, mientras que FBEI neto de primas en un año a un año se ubica en 6,64%⁷.

⁶ Dado el comportamiento estacional de la inflación, los TES denominados en UVR tienden a ser más atractivos para los inversionistas durante los últimos meses del año, y los primeros meses del siguiente año, mientras que durante los demás meses presentan un menor atractivo. Los fondos de pensiones pudieron haber adoptado esta estrategia dado que realizaron ventas por COP 1 b de TES UVR con vencimiento en 2025 y 2027.

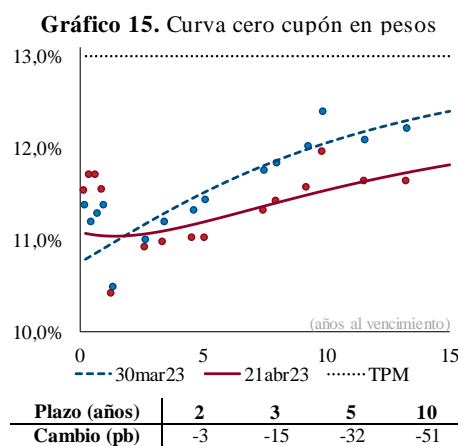
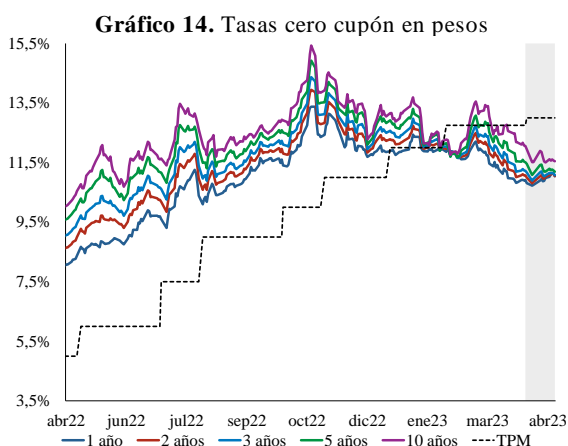
⁷ A diciembre de 2024, las encuestas indican una expectativa promedio de 5,00%, mientras que el FBEI a 2024 neto de primas se ubica en 6,84% para el mismo plazo.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES se aplanó ante valorizaciones de los tramos medio y largo, y desvalorizaciones de los títulos a un año. Este comportamiento se encuentra en línea con las expectativas de crecimiento por debajo del promedio de largo plazo. Los títulos de los tramos medio y largo continuaron presentando correcciones frente a las altas desvalorizaciones observadas previo a marzo. Estas valorizaciones estuvieron soportadas por la demanda por parte inversionistas extranjeros y fondos de pensiones, y de acuerdo con algunos analistas, también pudieron estar asociadas con la menor percepción de riesgo a nivel local⁸ ante la mejor percepción frente a la fortaleza de las instituciones locales, las cuales han tenido un rol importante en la revisión y debate de las reformas propuestas por el Gobierno (Gráfico 13). Por su parte, las desvalorizaciones de los títulos a 1 año se explican por la expectativa de una senda de política monetaria más contractiva tras la publicación del dato de inflación de marzo (13,34%), por encima de lo esperado por el mercado (13,28%, Gráficos 14 y 15).



En línea con el comportamiento favorable del tramo largo de la curva, los extranjeros realizaron compras en el mercado de contado de TES en pesos por un valor de COP 155 miles de millones (mm). Por su parte, los fondos de pensiones y cesantías fueron los principales compradores en este mercado (COP 6.024 mm). En los tramos corto y medio, los inversionistas extranjeros realizaron ventas por COP 313 mm y COP 147 mm, respectivamente, mientras que en el tramo largo compraron COP 615 mm⁹ (ver Anexo 3). Por su parte, los fondos de pensiones y cesantías realizaron ventas en los tramos corto por COP 2 mm y compras en los tramos medio y largo por COP 192 mm y COP 5.835 mm, respectivamente, lo que llevó a que este sector se mantenga con la mayor participación en este mercado (28,72%).

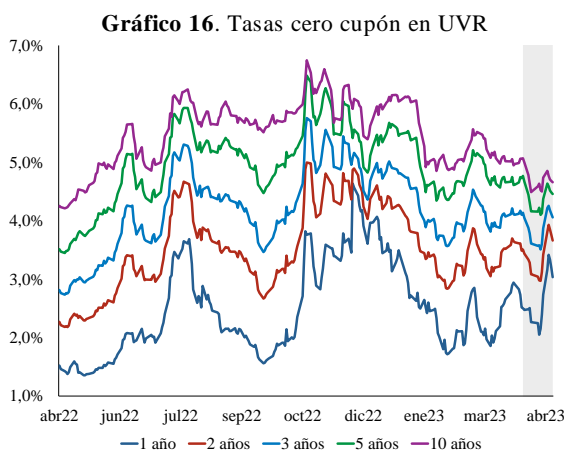


⁸ Durante este periodo, el CDS a cinco años disminuyó 13 pb en Colombia, 7 pb en Perú, 4 pb en México, 3 pb en Brasil y 1 pb en Chile. Por su parte, el índice CDX EM (que reúne una muestra de 18 economías emergentes) aumentó 7 pb.

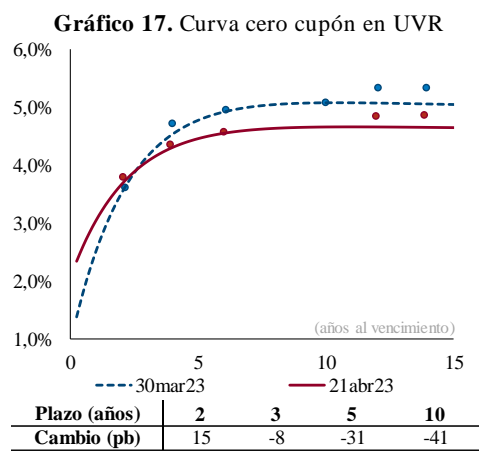
⁹En el mercado a futuro, los inversionistas extranjeros vendieron COP 10 mm en el tramo corto, COP 209 mm en el tramo medio y COP 1.146 mm en el tramo largo.

La curva de TES denominados en UVR se aplanó ante desvalorizaciones de los títulos del tramo corto y valorizaciones de los títulos de los demás tramos. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el desempeño de los TES denominados en pesos. En cuanto a los títulos del tramo corto, aunque presentaron valorizaciones iniciales como respuesta al dato de inflación de marzo, durante el periodo se desvalorizaron ante algunos factores como: *i*) el comportamiento estacional que suelen exhibir los títulos denominados en UVR de corto plazo; y *ii*) las ventas de títulos de este tramo por parte de los fondos de pensiones locales (Gráficos 16 y 17).

Los inversionistas extranjeros realizaron compras netas de TES en UVR en el mercado de contado por COP 147 mm, particularmente en el tramo largo (COP 87 mm), mientras que los principales compradores fueron los bancos comerciales (COP 925 mm). Durante este periodo, los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas de TES en UVR en el mercado de contado y a futuro por un valor de COP 321 mm (-COP 382 mm, COP 38 mm y COP 23 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente -ver Anexo 3)¹⁰.



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.



Durante el periodo analizado, los inversionistas extranjeros realizaron compras por COP 302 mm en el mercado de contado de TES, las cuales estuvieron concentradas en referencias de largo plazo. No obstante, en lo corrido de 2023 los inversionistas extranjeros han vendido COP 2,0 billones (b) en el mercado de contado de TES en pesos y UVR (Gráfico 18).

Por tipo de agente extranjero, se observa una recomposición de la base inversionista hacia agentes que toman posiciones más activas en el mercado. En particular, los fondos de pensiones internacionales han sido los principales vendedores durante 2023 (COP 2.211 mm), seguidos de los fondos soberanos y las autoridades monetarias, con ventas netas por COP 1.091 mm y COP 1.062 mm respectivamente¹¹. Por su parte, los fondos mutuos presentan compras por COP 1.737 mm, las compañías de seguros por COP 526 mm y los no clasificados por COP 363 mm¹² (Gráfico 19). Desde

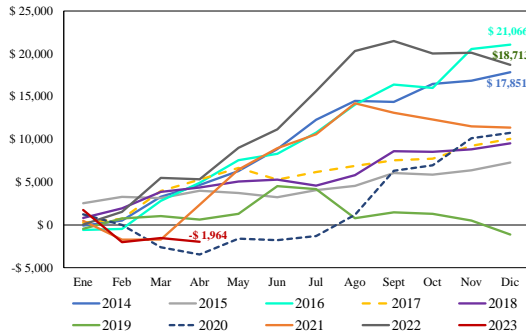
¹⁰Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros compraron COP 60 mm en el tramo medio y COP 87 mm en el tramo largo del mercado spot. En el mercado a futuro de TES UVR, la posición compradora de los extranjeros disminuyó en COP 469 mm (-COP 382 mm, -COP 22 mm y -COP 64 mm del tramo corto, medio y largo, en su orden).

¹¹ Con información al 21 de abril, los bancos extranjeros registran ventas por COP 159 mm, los endowment funds por COP 50 mm y los hedge funds por COP 104 mm.

¹²En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones (COP 2.178 mm). Las autoridades monetarias, los fondos soberanos, los endowment funds, los hedge funds, los no clasificados, las compañías de seguros y los fondos mutuos han presentado flujos netos en TES en pesos por -COP 520 mm, -COP 183 mm, -COP 87 mm, -COP 21 mm, COP 387 mm, COP 458 mm y COP 2.004 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR se concentran en los fondos soberanos (COP 908 mm). Las autoridades monetarias, fondos mutuos, bancos extranjeros, fondos de pensiones, no-clasificados, endowment funds y compañías de seguros presentaron flujos por -COP 541 mm, -COP 267 mm, -COP 167 mm, -COP 33 mm, -COP 23 mm, COP 37 mm y COP 68 mm, respectivamente.

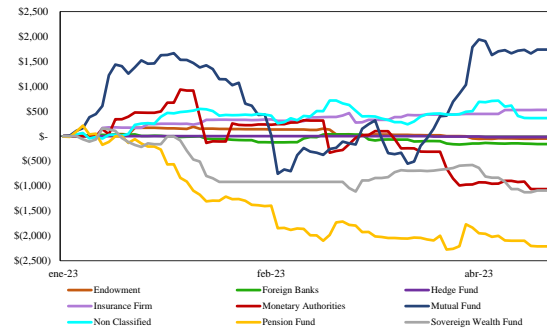
la última JDBR, las ventas se han concentrado en los fondos soberanos por valor de COP 498 mm¹³. Por el contrario, los fondos mutuos han realizado compras por COP 884 mm¹⁴.

Gráfico 18. Compras netas de los inversionistas extranjeros acumuladas por año (COP mm)



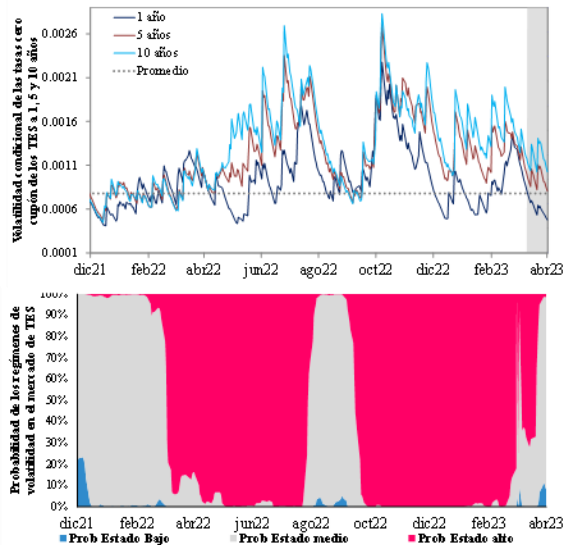
Fuente: Banrep.

Gráfico 19. Flujos diarios acumulados de inversionistas extranjeros por tipo de agente (COP mm)



Fuente: Banrep.

Gráfico 20. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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

Disminuyó la volatilidad en el mercado de TES en pesos, al tiempo que la liquidez se mantuvo en niveles similares a los observados en marzo.

La volatilidad promedio de las tasas en el mercado de TES en pesos descendió para los plazos de 1, 5 y 10 años. El mercado de TES se ubicó con mayor probabilidad en un estado de volatilidad medio, estado en el que no se encontraba desde finales de septiembre de 2022 (Gráfico 20). Por su parte, los indicadores de liquidez muestran unos niveles similares a los registrados en marzo para los TES en pesos y UVR¹⁵. Pese a que estos indicadores aún reflejan unos bajos niveles de liquidez, se encuentran en mejores niveles con respecto a los observados a comienzos de la pandemia del Covid-19. La afectación de los indicadores de liquidez y volatilidad es una dinámica común a los mercados desde 2020 (Anexo 2 - Gráficos 21 al 24).

¹³ Con información al 21 de abril, los no clasificados, autoridades monetarias, endowment funds, hedge funds, fondos de pensiones, bancos extranjeros y compañías de seguros han presentado flujos netos por -COP 78 mm, -COP 71 mm, -COP 49 mm, -COP 12 mm, -COP 1 mm, COP 9 mm y COP 86 mm respectivamente

¹⁴ En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos soberanos (COP 377 mm). Las autoridades monetarias, los no clasificados, endowment funds, fondos de pensiones, hedge funds, bancos extranjeros, compañías de seguros y fondos mutuos han presentado flujos netos en TES en pesos por -COP 187 mm, -COP 89 mm, -COP 65 mm, -COP 34 mm, -COP 12 mm, COP 5 mm, COP 87 y COP 827 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR se concentran en los fondos soberanos (COP 122 mm). Los bancos extranjeros, no clasificados, endowment funds, fondos de pensiones, fondos mutuos y autoridades monetarias presentaron flujos por -COP 5 mm, COP 11 mm, COP 16 mm, COP 33 mm, COP 56 mm y COP 116 mm, respectivamente.

¹⁵ Al 21 de abril los BAS promedio diario se ubicaron en 9,3 pb y 9,0 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles promedio de 9,9 pb y 8,1 pb observados durante marzo, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años pre-pandemia. Durante el último mes, la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 124,1 mm a COP 123,2 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR disminuyó de COP 100,9 mm a COP 98,6 mm. Durante los cinco años pre-pandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente.

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

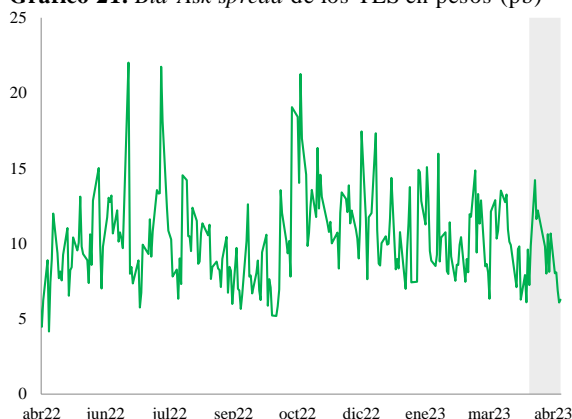
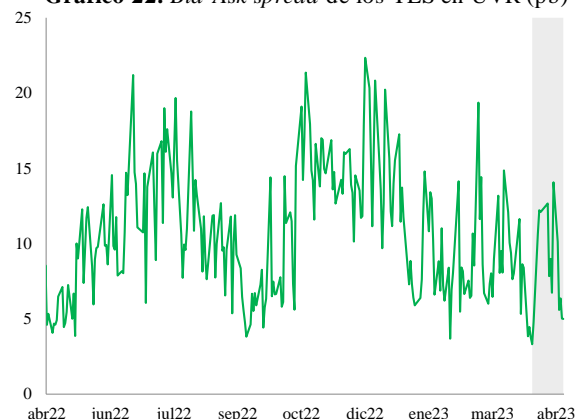


Gráfico 22. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



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

Gráfico 23. Profundidad promedio TES en pesos

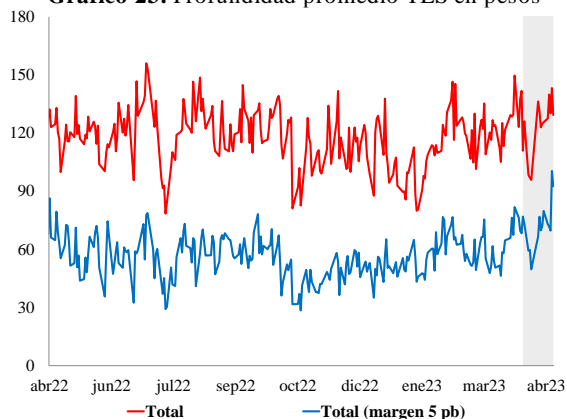
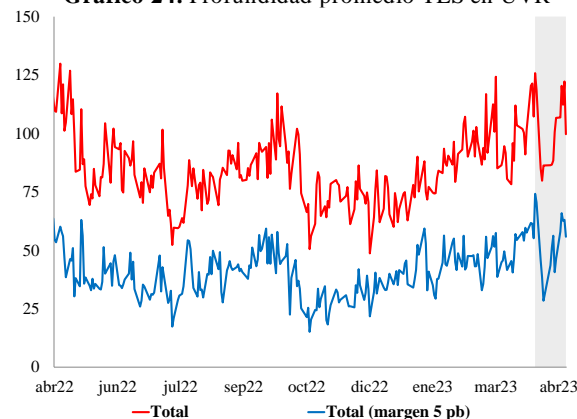


Gráfico 24. Profundidad promedio TES en UVR



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

Las pendientes de las curvas de TES en pesos y en UVR disminuyeron de manera importante, en línea con las expectativas de crecimiento por debajo del promedio histórico. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años disminuyó 49 pb, hasta 50 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y 56 pb, hasta 100 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 25 y 26).

Gráfico 25. Pendiente curva TES pesos (10-2 años, pb)

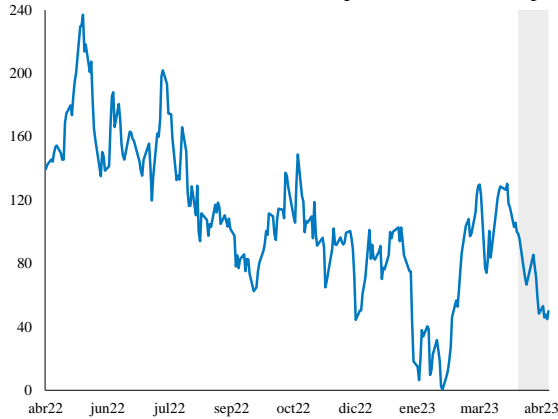


Gráfico 26. Pendiente curva TES UVR (10-2 años, pb)

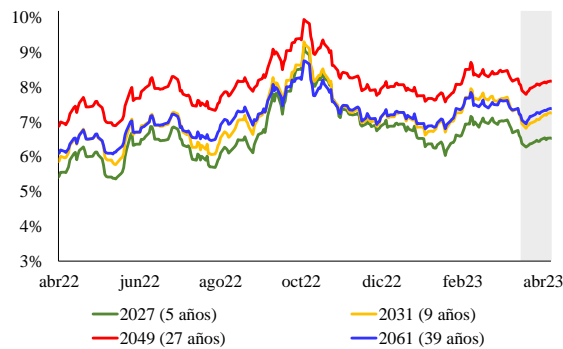


Fuentes: SEN y Master Trader, Cálculos: Banrep.

Las tasas de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares aumentaron.

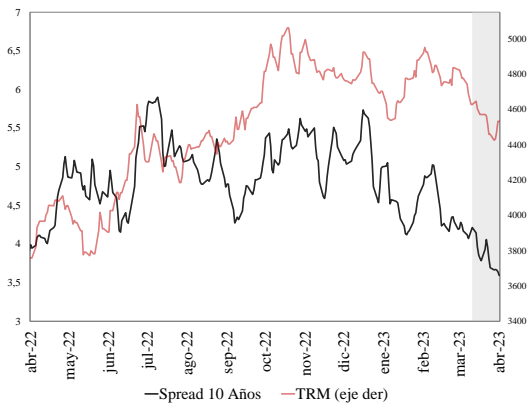
Desde el 30 de marzo, las tasas de los títulos con vencimientos a 5, 9, 27 y 39 años presentaron variaciones de -1 pb, 13 pb, 11 pb y 19 pb, respectivamente (Gráfico 27). El margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) disminuyó, puesto que la deuda local presentó valorizaciones, a diferencia de la denominada en moneda extranjera. Este comportamiento se encuentra en línea con los factores locales que impulsaron las compras de agentes en el tramo largo de la curva denominada en pesos (Gráfico 28).

Gráfico 27. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



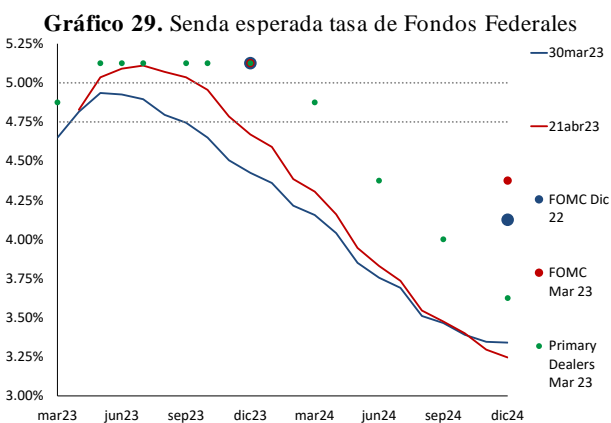
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 28. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

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



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

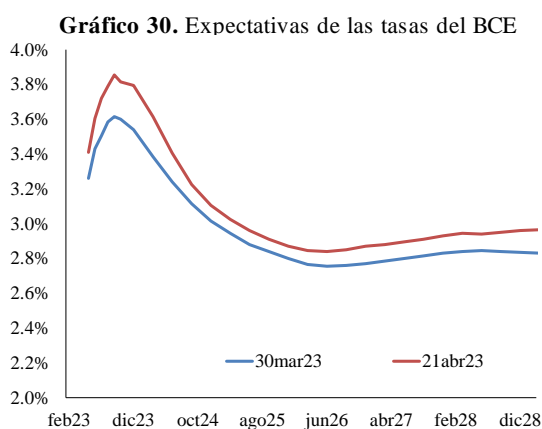
(mayo de 2023) proyectada el 30 de marzo. Por su parte, el mercado descuenta una tasa más baja a finales de 2024 (3,25%), frente a la anticipada en marzo (3,34%, Gráfico 29).

En esta misma línea, el CME¹⁶ muestra que el rango más probable de tasas de los fondos federales para finales de 2023 incrementó 25 pb. Según esta entidad, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre del 2023 es el rango entre 4,50% y 4,75% (probabilidad de 38%), el cual es seguido por el rango entre 4,75% y 5,00% (probabilidad de 25%, Cuadro 2).

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

	3,75%-4%	4%-4,25%	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%	4,75%-5%	5,25%-5,50%	5,50%-5,75%
30mar23	6%	21%	33%	27%	11%	2%	0%
21abr23	0%	5%	24%	38%	25%	7%	1%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange.



Fuente: Bloomberg.

En Europa se observa una mayor tasa terminal y el mercado descuenta una senda de política monetaria de mediano plazo más contractiva. Con base en los futuros de la tasa Euribor, frente a lo observado a finales del mes anterior, se evidencia que el mercado anticipa una tasa terminal más alta en el tercer trimestre de 2023. Asimismo, espera una senda de política monetaria de mediano plazo más contractiva (Gráfico 30, Anexo 5).

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

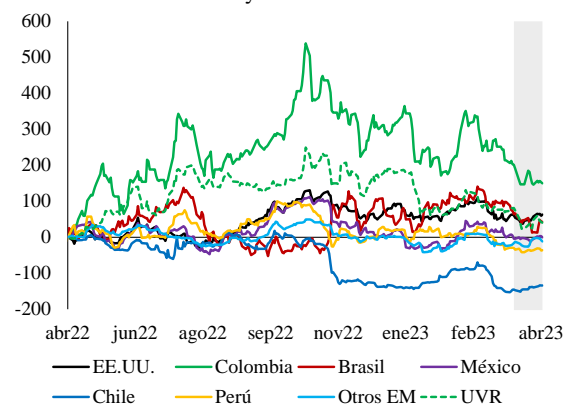
Los Tesoros de EE.UU. presentaron leves desvalorizaciones, evidenciando correcciones frente a las expectativas en marzo de una política monetaria menos contractiva. Durante los primeros

¹⁶ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

días de abril, los Tesoros se valorizaron ante las expectativas de una senda de política monetaria menos contractiva tras la publicación de cifras económicas más débiles de lo esperado¹⁷. No obstante, posteriormente se revirtieron estas expectativas y, por ende, los títulos de deuda pública se desvalorizaron tras la publicación del reporte de empleo de marzo¹⁸, la publicación de mayores expectativas de inflación (de acuerdo con la U. de Michigan), y los comentarios *hawkish* de varios funcionarios de la Reserva Federal a favor de continuar con una postura monetaria contractiva.

En línea con las recientes desvalorizaciones de la renta fija global, la mayoría de los títulos de deuda pública de la región presentaron desvalorizaciones. En el caso de los títulos chilenos, estas desvalorizaciones presentaron una mayor magnitud ante la postura *hawkish* del Banco Central, que reafirmó su compromiso de mantener las tasas elevadas hasta que la inflación converja e incrementó el pronóstico de la inflación de 2023. Por el contrario, la mayoría de los títulos brasileños presentaron valorizaciones tras la publicación de la inflación anual de marzo (4,65%), la cual se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado (4,71%) y fue la menor registrada desde 2021 (Gráficos 31 y 32; Anexo 4).

Gráfico 31. Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE.UU.

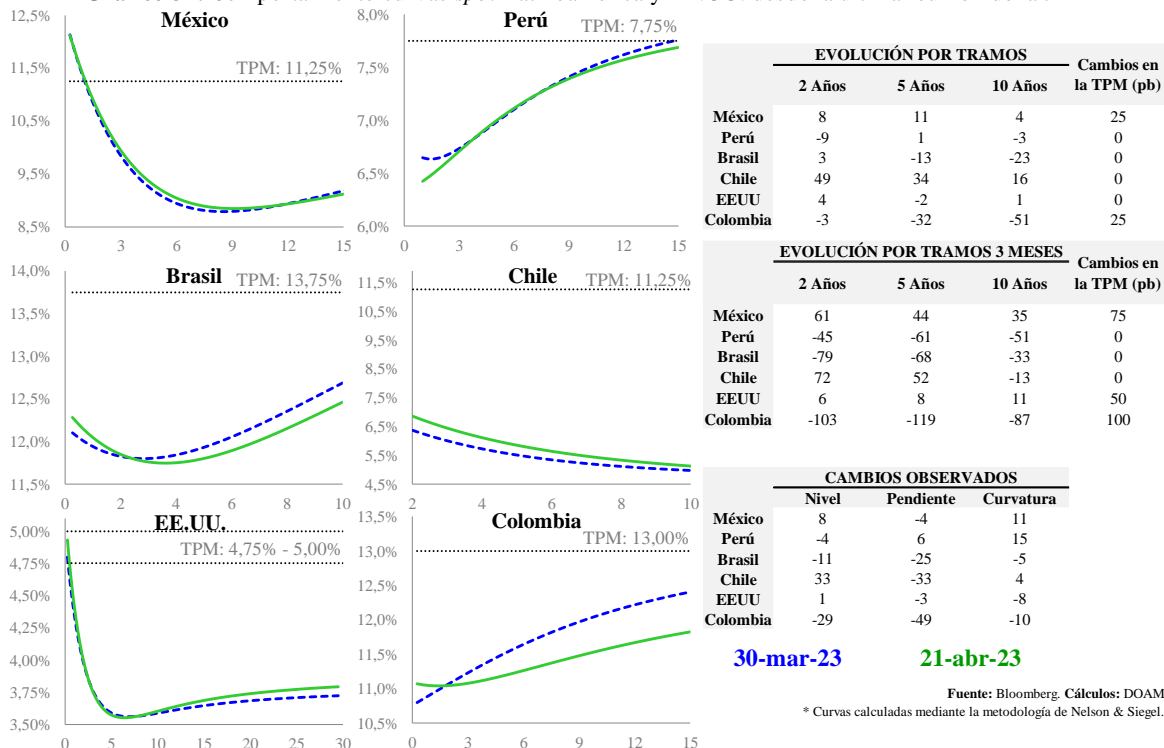


Fuentes: Bloomberg, SEN y MasterTrader, Cálculos: Banrep. Cambios (pb) desde el 21 de abril de 2022.

¹⁷ Dentro de estas cifras se destacan: *i*) la creación de nuevas vacantes, que cayeron en febrero al nivel más bajo desde mayo de 2021; *ii*) el reporte de empleo de ADP, con un crecimiento de las nóminas menor al esperado, lo que podría ser una señal de desaceleración del mercado laboral; y *iii*) cifras de inflación e índice de precios al productor, que mostraron una desaceleración en el ritmo de aumento de los precios.

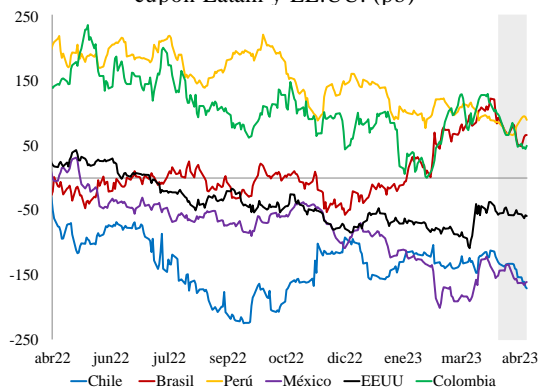
¹⁸ De acuerdo con este reporte, durante marzo se crearon 236 mil nóminas no agrícolas (esp: 230 mil; ant: 326 mil), al tiempo que la tasa de desempleo disminuyó a 3,5% (esp: 3,6%; ant: 3,6%).

Gráfico 32. Comportamiento curvas spot Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



La mayoría de las pendientes de las curvas de la región se redujo. El Gráfico 33 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 49 pb hasta ubicarse en 50 pb. Asimismo, las pendientes de Chile (-171 pb) y Brasil (67 pb) se redujeron 33 pb y 25 pb, respectivamente, mientras que las de México (-161 pb), EE.UU. (-59 pb) y Perú (90 pb) se mantuvieron relativamente estables.

Gráfico 33. Pendiente 10 años - 2 años curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



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

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

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

2.1. Expectativas de TPM

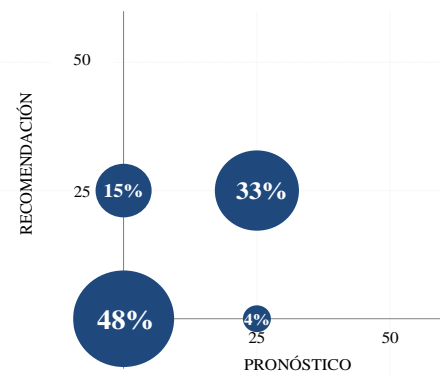
Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera que la JDBR mantenga inalterada la TPM en abril. Primero, según la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banrep, la mediana señala una tasa esperada de 13% en abril¹⁹ (desviación estándar de 15 pb). Por su parte, según la

¹⁹ Datos recolectados entre el 10 y el 12 de abril.

Encuesta de Opinión Financiera²⁰ (EOF), el 63% de los encuestados espera que la TPM se mantenga inalterada, mientras que el 37% restante proyecta un aumento de 25 pb. Por otro lado, según la encuesta de Bloomberg²¹, de las 26 entidades participantes, 14 esperan que la TPM se mantenga estable, mientras que los 12 restantes estiman un aumento de 25 pb. Por último, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank²², de las 27 entidades encuestadas el 48% espera y recomienda que la TPM permanezca inalterada en abril, el 33% espera y recomienda un incremento de 25 pb, el 15% espera que no se incremente la TPM, pero recomienda un aumento de 25 pb, y el 4% restante espera un incremento de 25 pb, pero recomienda que la TPM permanezca inalterada. La desviación estándar de las expectativas aumentó de 0,11% en marzo a 0,12% en abril (Gráfico 34 y Anexo 1).

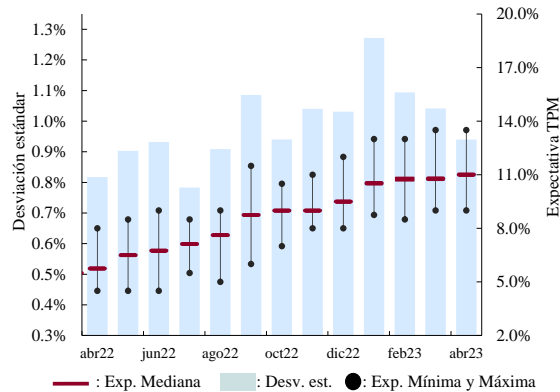
Por su parte, en el Gráfico 35 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2023 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre marzo y abril la tasa mediana esperada aumentó a 11,00%.

Gráfico 34. Expectativa de cambio (pb) TPM



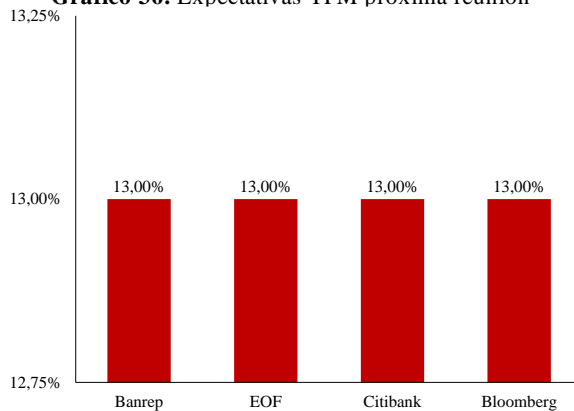
Fuente: ANIF y Citibank.

Gráfico 35. Expectativas TPM para diciembre de 2023



Fuente: Citibank.

Gráfico 36. Expectativas TPM próxima reunión



Fuente: Banrep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del Banrep se realizó entre el 10 y el 12 de abril. La EOF se publicó el 19 de abril con datos recolectados entre el 10 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de abril. Los datos de Bloomberg se recolectaron hasta el 24 de abril.

La tasa de política monetaria esperada en las encuestas aumentó para finales de 2023 y se mantuvo relativamente estable para 2024. En los Gráficos 36, 37 y 38 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y para las de diciembre de 2023 y 2024. En estas se observa que: *i*) los agentes esperan que la TPM se mantenga inalterada en abril; *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2023 aumentó de 10,92% a 11,08%; y *iii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 aumentó de 6,72% a 6,78%²³.

²⁰ Publicada el 19 de abril con información recolectada entre el 10 y el 14 del mismo mes.

²¹ Datos recolectados hasta el 24 de abril.

²² Recibida el 24 de abril

²³ Excluyendo la encuesta de Focus Economics, el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 disminuyó de 6,88% a 6,75%.

Gráfico 37. Expectativas TPM para diciembre de 2023

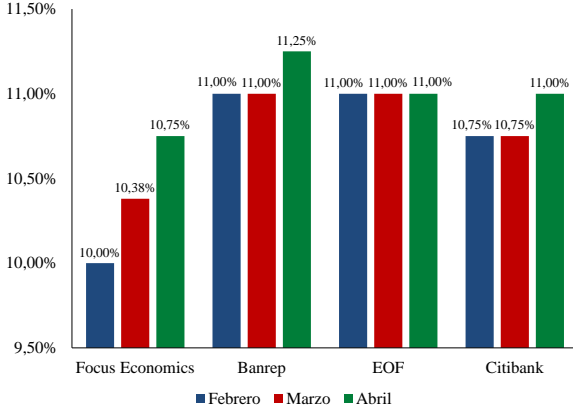
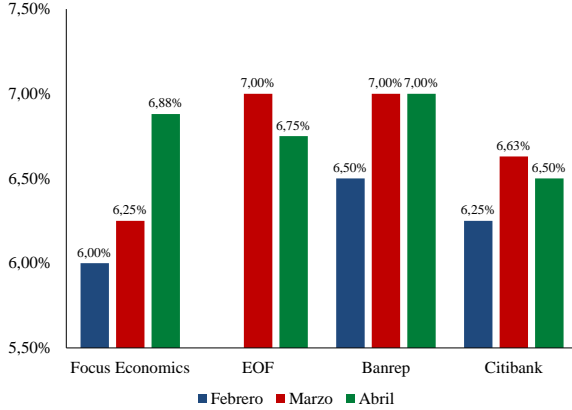


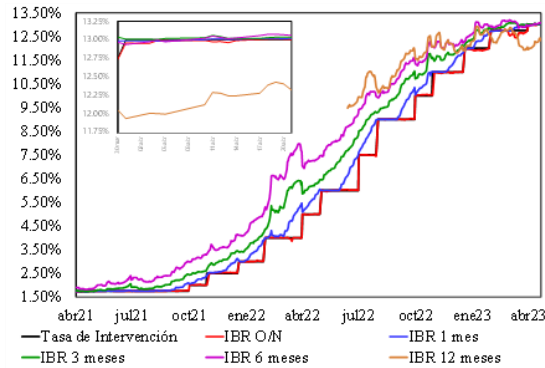
Gráfico 38. Expectativas TPM para diciembre de 2024



Fuente: Focus Economics, Banrep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 18 de abril, con encuestas realizadas entre el 11 y el 16 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 10 y el 12 de abril. La EOF se publicó el 19 de abril con datos recolectados entre el 10 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de abril.

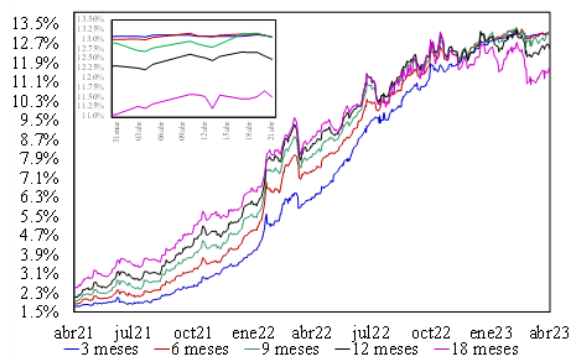
Desde la última reunión de la JDBR las tasas IBR y OIS entre 1 y 18 meses subieron en promedio 19 pb. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 21 de abril las tasas IBR a 1, 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses subieron 3 pb, 3 pb, 12 pb, 38 pb, 14 pb, 16 pb y 45 pb, respectivamente (Gráficos 39 y 40).

Gráfico 39. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

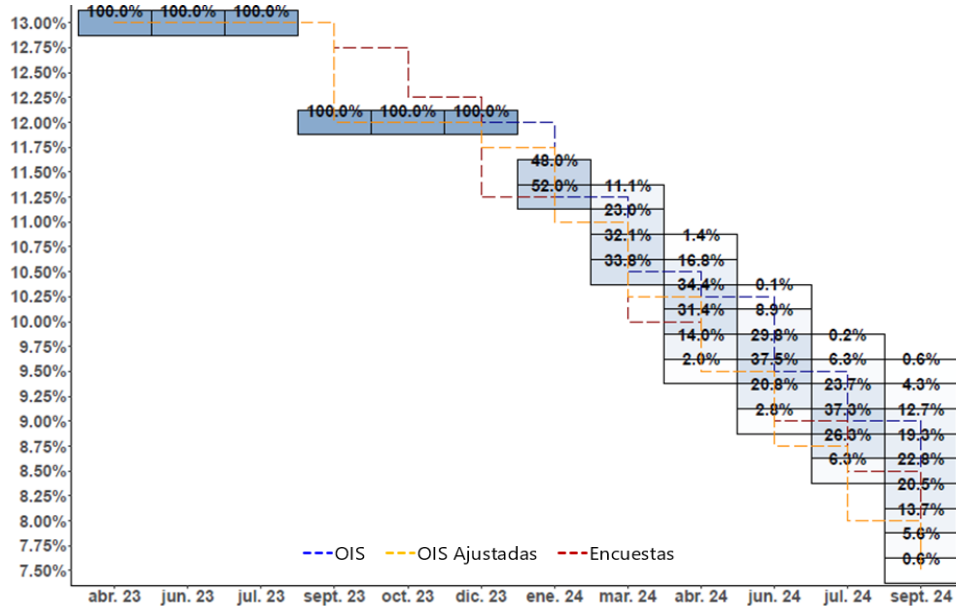
Gráfico 40. Tasas OIS



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

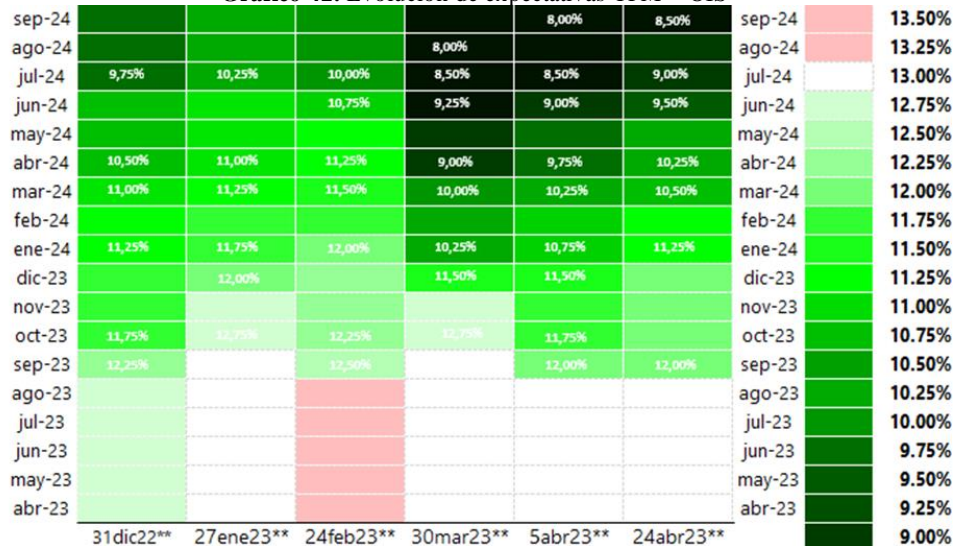
Al 21 de abril de 2023, el mercado OIS refleja una senda esperada de TPM más contractiva que la observada el 30 de marzo, pasando de una tasa esperada para diciembre de 2023 de 11,50% a 12,00%. Las expectativas del mercado no descuentan cambios de la TPM para la reunión de abril, en línea con la mayoría de las encuestas. Por otro lado, después de que se conoció el dato de inflación de marzo, las expectativas para cierre de 2023 y a 12 meses se tornaron más restrictivas y se ubicaron en 12,00% (ant: 11,50%) y 10,25% (ant: 9,00%), respectivamente (Gráfico 41, 42 y Anexo 6).

Gráfico 41. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 24 de marzo de 2023)



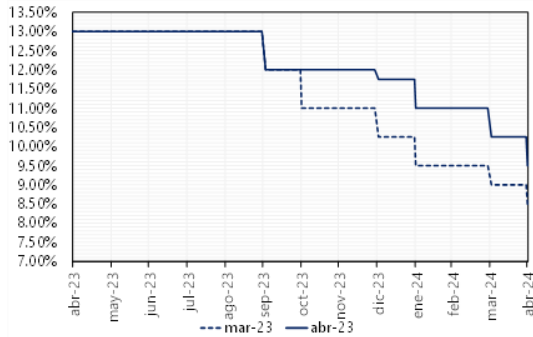
Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** Banrep. **Nota:** La línea punteada roja es la mediana de las expectativas de TPM a diferentes plazos tomada de la encuesta mensual de expectativas del Banrep de febrero de 2023. La línea punteada naranja es la senda más probable de las tasas OIS ajustadas por prima a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

Gráfico 42. Evolución de expectativas TPM – OIS



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

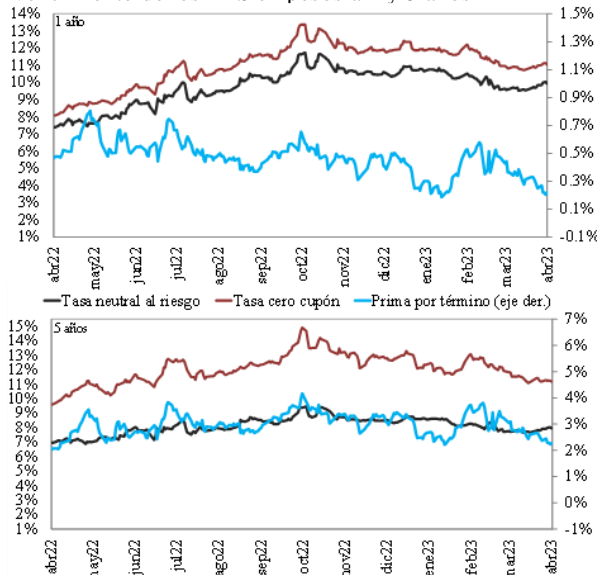
Gráfico 43. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 30 de marzo y 21 de abril

Las expectativas de TPM ajustadas por la prima a término del mercado OIS descuentan una TPM mayor para diciembre de 2023 y a 12 meses. En el Gráfico 43 se presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los días 30 de marzo y 21 de abril de 2023. Según esta medida las expectativas para diciembre de 2023 y a 12 meses se tornaron más restrictivas y se ubicaron en 11,75% (ant: 10,25%) y 9,50% (ant: 8,50%).

Gráfico 44. Tasa neutral al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años



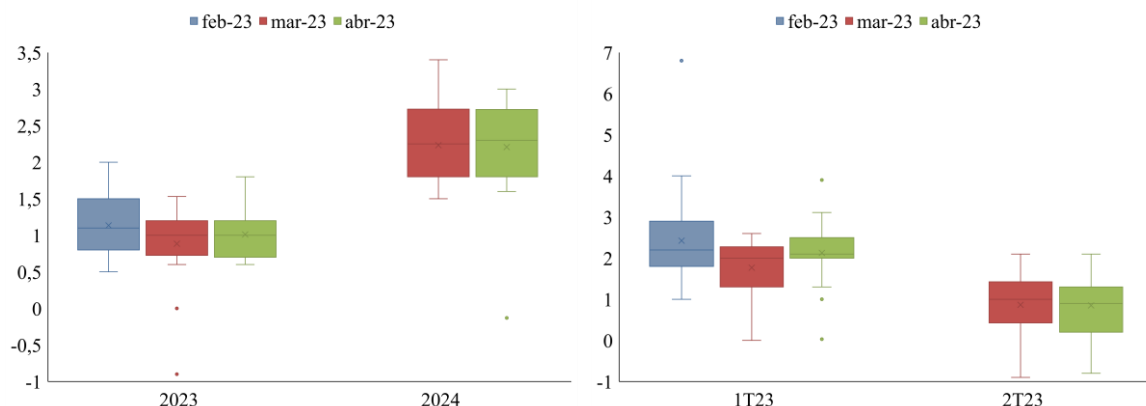
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

La desvalorización de los TES en pesos a 1 año se puede explicar por un aumento de la tasa neutral al riesgo, la cual muestra expectativas de una política monetaria más restrictiva. Con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por factores distintos a la tasa neutral al riesgo, en el Gráfico 25 se presenta la evolución de la prima a término. Desde la última reunión de la JDBR, las primas a término cayeron 12 pb y 42 pb para los plazos de un año (0,22%) y cinco años (2,27%), en su orden. Por su parte, las tasas neutras al riesgo subieron 23 pb y 14 pb, y se ubicaron en 9,94% y 7,96% para los plazos a 1 y 5 años, respectivamente (Gráfico 44).

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento de la economía colombiana se mantuvieron estables para 2023 y 2024. De acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros mantuvieron sus expectativas de crecimiento para 2023 en 1,0%, mientras que para 2024 y el 1T23 aumentaron de 2,25% a 2,30%, y de 2,0% a 2,1%, respectivamente. Para el 2T23 estas disminuyeron de 1,0% a 0,9% (Gráfico 45). Asimismo, de acuerdo con la encuesta de Citi, la expectativa de crecimiento para 2023 se mantuvo en 1,0%, y en 2,4% para 2024.

Gráfico 45. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)
Anuales **Trimestrales**

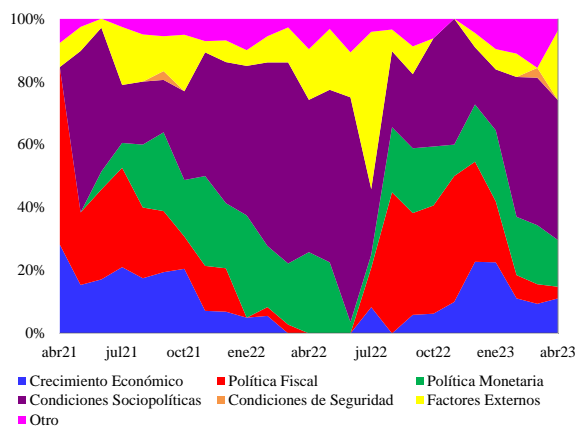


Fuente: Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. La línea del centro de la caja representa la mediana y la “x” la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

Información adicional extraída de la EOF

Los analistas esperan valorizaciones de los TES y el MSCI COLCAP a fin de año. Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses las tasas de los TES que vencen en 2028 y 2032 disminuyan 4 pb y 13 pb, respectivamente²⁴ (desviaciones estándar de 69 pb y 53 pb). A fin de año, los analistas esperan que estos mismos títulos se valoricen 94 pb y 97 pb, respectivamente (desviaciones estándar de 104 pb y 87 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se mantenga estable, mientras que a 12 meses esperan una valorización cercana al 6% (desviaciones estándar de 5% y 12%).

Gráfico 46. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta ¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión? Las condiciones sociopolíticas continuaron ocupando el primer lugar. En concreto, un 44% resaltó las condiciones sociopolíticas (ant: 47%, var: -3%), un 22% los factores externos (ant: 0%; var: 22%), un 15% la política monetaria (ant: 19%, var: -4%), un 11% el crecimiento económico (ant: 9%; var: 2%), un 4% la política fiscal (ant: 6%; var: -2%), mientras que el 4% restante señaló otros factores (ant: 16%; var: -12%). El agente que mencionó otros factores señaló puntualmente la agenda de reformas (Gráfico 46). Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas

macroeconómicas del mercado para otros países.

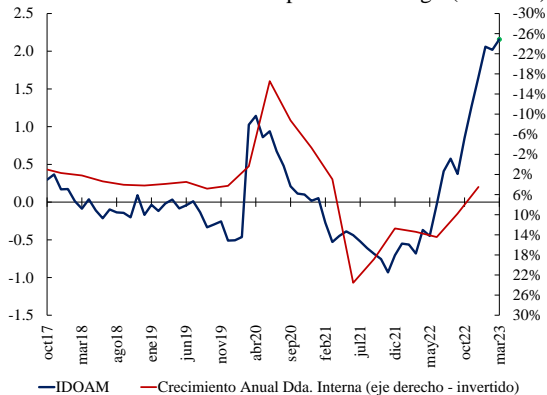
²⁴ Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa mediana esperada por los analistas.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos a marzo, el IDOAM sugiere un deterioro de las condiciones financieras. Este indicador aumentó por la mayor volatilidad del mercado accionario y de TES, el aumento de la incertidumbre de las expectativas de inflación y la caída de la confianza del consumidor. El nivel alto del indicador se explica por los altos valores de los spreads de las tasas de la cartera preferencial, consumo y tesorería frente a las tasas de los TES, como también a los altos niveles de las expectativas de inflación, el menor crecimiento esperado y la alta volatilidad del mercado de TES (Gráfico 47).

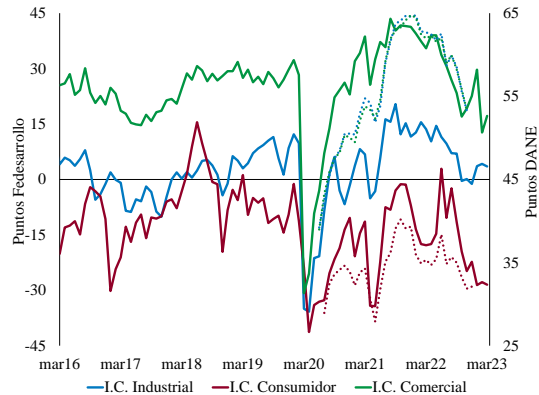
Los índices de confianza industrial y del consumidor presentaron una leve reducción en marzo, al tiempo que la confianza comercial presentó una leve mejora. El resultado de la confianza del consumidor (obs: -28,5%; ant: -27,8%) se explica por una percepción más desfavorable de las condiciones económicas (obs: -47,1%; ant: -43,1%), lo cual fue parcialmente contrarrestado por unas expectativas menos pesimistas del consumidor (obs: -16,1%; ant: -17,7%, Gráfico 48). Por el contrario, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -28,14% a -24,39% (Gráfico 49). Por su parte, el resultado de la confianza industrial (obs: 3,5%; ant: 4,2%) se explica por un menor volumen actual de pedidos y un aumento del nivel de inventarios, lo cual fue parcialmente compensado por una mejora de las expectativas de producción para el próximo trimestre. Por el contrario, el resultado de la confianza comercial (obs: 17,2%; ant: 12,7%) se explica por unas mejores expectativas de la situación económica para el próximo semestre y un menor nivel de existencias, lo cual fue parcialmente contrarrestado por una percepción menos favorable de la situación económica actual de la empresa.

Gráfico 47. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



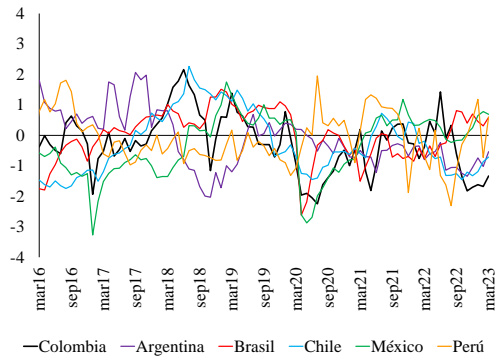
Fuentes: Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible. **Nota:** Se usa la volatilidad implícita promedio de los TES a 1, 5 y 10 años extraída de un modelo GARCH(1,1)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

Gráfico 48. Índices de confianza en Colombia



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

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



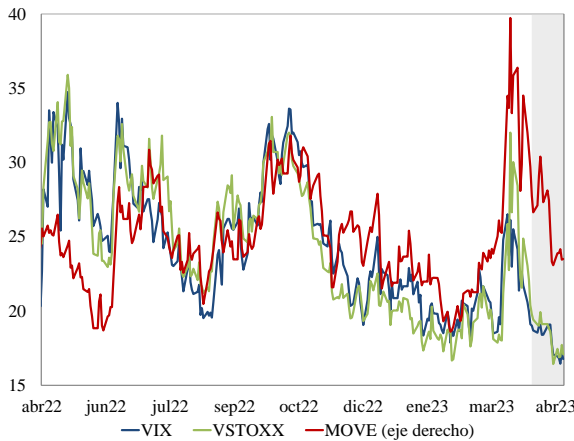
—Colombia —Argentina —Brasil —Chile —México —Perú
Fuentes: INEGI²⁵, FGV²⁶, UDD, Banrep, Fedesarrollo, APOYO.
Cálculos: Banrep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.
 ** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

El indicador de confianza desestacionalizado disminuyó en México, y aumentó para los demás países. Colombia continúa presentando el menor nivel dentro de los países de la muestra, a pesar de haber presentado una mejora marginal. El Gráfico 49 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre febrero y marzo de 2023 el indicador aumentó para Perú, Argentina, Colombia, Brasil y Chile, y disminuyó en México. Los indicadores de Perú, México y Brasil se encuentran por encima de su media

histórica, a diferencia de los demás países.

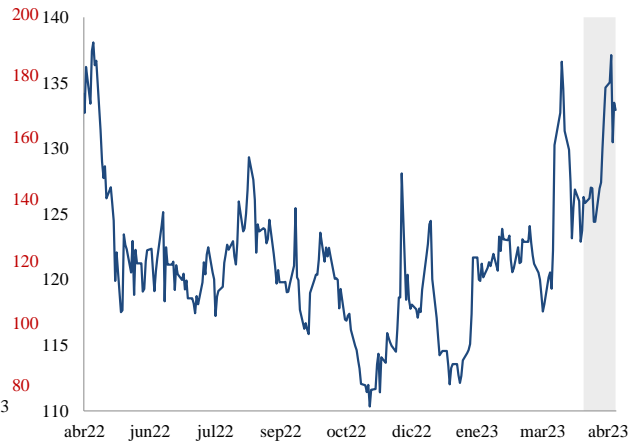
La percepción de riesgo disminuyó a nivel internacional. El *Vix*²⁷, el *Vstoxx*²⁸ y el *Move*²⁹ corrigieron de manera importante durante este mes luego de los fuertes aumentos evidenciados durante marzo tras la turbulencia del sistema bancario generada por la quiebra de Silicon Valley Bank y Signature Bank en EE.UU, así como por la reorganización de Credit Suisse en Europa. Se destaca que el *Vix* y el *Vstoxx* alcanzaron niveles mínimos no observados desde diciembre de 2021, mientras que el *Move* se mantiene en niveles altos, lo cual refleja la incertidumbre frente al futuro de la política monetaria y el techo de la deuda en EE.UU. (Gráficos 50 y 51).

Gráfico 50. Vix - Move



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 51. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

Finalmente, el EMBI³⁰ aumentó en la mayoría de las economías emergentes. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) aumentó 9 pb (10 pb) en Colombia, y 1 pb (0 pb) en Brasil, y disminuyó 11 pb (6 pb) en México, 9 pb (10 pb) en Perú y 6 pb (corresponde al EMBIG) en Chile (Gráficos 52 y 53).

²⁵ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

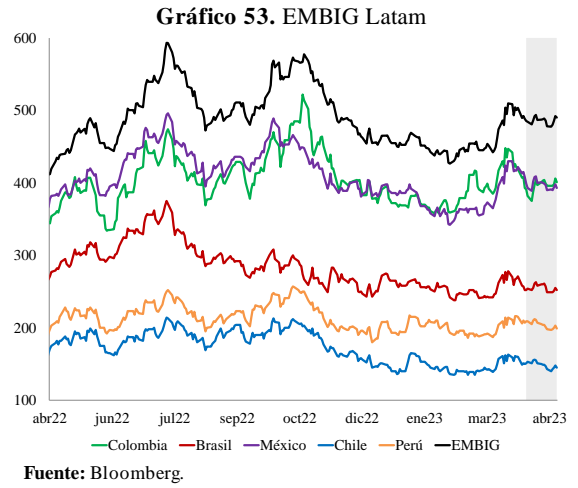
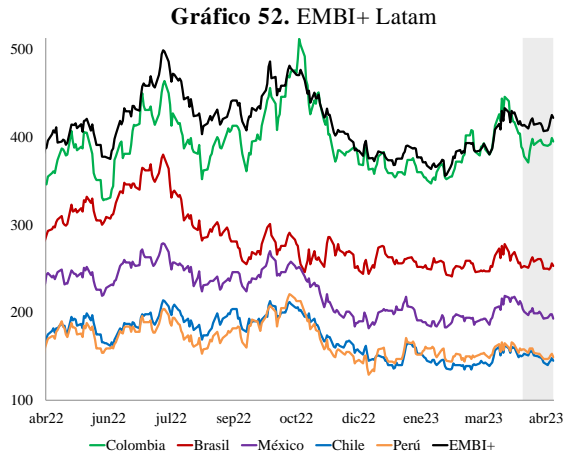
²⁶ Instituto Brasileiro de economía

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

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

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

³⁰ *Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be COP ied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. COP yright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.*



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 reunión de la JDBR de abril de 2023

Actualizada el 24 de abril		
Empresa	Estimación	Fecha
1 Acciones y Valores	13,25%	21/04/2023
2 BNP Paribas	13,25%	24/04/2023
3 Banco Agrario de Colombia	13,25%	19/04/2023
4 Banco Davivienda	13,25%	24/04/2023
5 Banco Mizuho do Brasil	13,25%	23/04/2023
6 Banco de Bogotá	13,25%	23/04/2023
7 Bancolombia	13,25%	23/04/2023
8 Banctrust & Co	13,00%	17/04/2023
9 Barclays Capital	13,25%	23/04/2023
10 Bloomberg Economics	13,25%	19/04/2023
11 BofA Securities	13,00%	23/04/2023
12 BTG Pactual	13,00%	14/04/2023
13 Casa de Bolsa	13,00%	17/04/2023
14 Coopcentral	13,00%	14/04/2023
15 Corficolombiana	13,00%	14/04/2023
16 Fiduciaria de Occidente	13,25%	18/04/2023
17 Goldman Sachs	13,00%	21/04/2023
18 Itaú Corpbanca	13,00%	19/04/2023
19 JP Morgan Securities	13,00%	21/04/2023
20 Mapfre Seguros Generales	13,25%	14/04/2023
21 Pacifico Research	13,00%	18/04/2023
22 Pantheon Macroeconomics	13,00%	21/04/2023
23 Positiva Compañía de Seguros	13,00%	17/04/2023
24 Société Générale	13,00%	21/04/2023
25 TD Securities	13,25%	21/04/2023
26 UBS Securities	13,00%	23/04/2023
Tasa	Obs.	Prob.
13,00%	14	54%
13,25%	12	46%
Tasa esperada ponderada	13,12%	

Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de Citibank sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de diciembre del 2023

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	13.00%	13.25%
Alianza	13.00%	13.00%
Asobancaria	13.00%	13.25%
Axa Colpatria	13.00%	13.00%
Banco Agrario	13.25%	13.25%
Banco de Bogotá	13.25%	13.25%
Banco de Occidente	13.25%	13.25%
Banco Popular	13.00%	13.00%
Banco Santander	13.00%	13.00%
BBVA	13.25%	13.25%
BTG Pactual	13.00%	13.25%
Casa de Bolsa	13.00%	13.00%
Citi	13.00%	13.00%
Corficolombiana	13.00%	13.00%
Credicorp Capital	13.00%	13.00%
Fidubogotá	13.00%	13.00%
Fiduoccidente	13.25%	13.00%
Grupo Bancolombia	13.25%	13.25%
Grupo Bolivar	13.25%	13.25%
Itaú	13.00%	13.00%
JP Morgan	13.00%	13.25%
Moody's Analytics	13.00%	13.00%
Positiva	13.00%	13.00%
Scotiabank Colpatria	13.00%	13.00%
Skandia	13.25%	13.25%
TD Securities	13.25%	13.25%
XP Investments	13.25%	13.25%
Promedio	13.09%	13.12%
Mediana	13.00%	13.00%
Desv. Estándar	0.12%	0.13%
Máximo	13.25%	13.25%
Mínimo	13.00%	13.00%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
13.00%	63%	17
13.25%	37%	10
Total	100%	0

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
13.00%	52%	14
13.25%	48%	13
Total	100%	23

Cuadro A1.3. Encuesta de expectativas de Citibank sobre tasa de política monetaria

Participantes	dic-23	dic-24
Acciones y Valores	10.75%	5.50%
Alianza	10.00%	5.00%
Asobancaria	10.50%	6.50%
Axa Colpatría	11.50%	7.00%
Banco Agrario	13.50%	10.00%
Banco de Bogotá	11.25%	7.50%
Banco de Occidente	11.00%	6.50%
Banco Popular	11.75%	6.50%
Banco Santander	11.00%	6.00%
BBVA	12.50%	7.00%
BTG Pactual	11.75%	5.75%
Casa de Bolsa	11.00%	6.00%
Citi	10.00%	4.75%
Corficolombiana	11.00%	6.00%
Credicorp Capital	9.00%	7.00%
Fidubogotá	11.50%	9.00%
Fiduoccidente	10.75%	6.50%
Grupo Bancolombia	11.50%	7.50%
Grupo Bolívar	10.00%	6.00%
Itaú	12.00%	6.50%
JP Morgan	10.25%	7.50%
Moody's Analytics	11.50%	7.00%
Positiva	10.00%	5.00%
Scotiabank Colpatría	12.00%	5.50%
Skandia	10.25%	7.25%
TD Securities	10.25%	5.75%
XP Investments	11.00%	7.25%
Promedio	11.02%	6.58%
Mediana	11.00%	6.50%
Desv. Estándar	0.94%	1.16%
Máximo	13.50%	10.00%
Mínimo	9.00%	4.75%
No. Respuestas	27	27

Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Citibank sobre inflación

Participantes	dic-23	dic-24
Acciones y Valores	9.12%	4.19%
Alianza	8.70%	3.80%
Asobancaria	8.88%	5.12%
Axa Colpatría	8.20%	4.10%
Banco Agrario	9.80%	6.40%
Banco de Bogotá	8.89%	4.24%
Banco de Occidente	8.89%	4.85%
Banco Popular	9.98%	3.94%
Banco Santander	8.40%	4.70%
BBVA	9.00%	5.00%
BTG Pactual	8.26%	4.00%
Casa de Bolsa	9.80%	5.50%
Citi	7.40%	3.70%
Corficolombiana	9.80%	5.50%
Credicorp Capital	8.35%	4.00%
Fidubogotá	9.80%	5.97%
Fiduoccidente	8.89%	4.85%
Grupo Bancolombia	9.00%	4.80%
Grupo Bolívar	10.35%	5.81%
Itaú	9.30%	4.20%
JP Morgan	8.00%	4.72%
Moody's Analytics	9.00%	4.50%
Positiva	8.90%	4.50%
Scotiabank Colpatría	9.45%	4.96%
Skandia	10.50%	7.00%
TD Securities	9.00%	4.70%
XP Investments	8.80%	5.00%
Promedio	9.05%	4.82%
Mediana	9.00%	4.72%
Desv. Estándar	0.72%	0.81%
Máximo	10.50%	7.00%
Mínimo	7.40%	3.70%
No. Respuestas	27	27

Cuadro A1.5. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre tasa de política monetaria

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

Encuestas realizadas entre el 11 y el 16 de abril

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,00%	0	0,0%	1	3,1%
4,75%	0	0,0%	1	3,1%
5,00%	0	0,0%	2	6,3%
5,50%	0	0,0%	1	3,1%
5,75%	0	0,0%	1	3,1%
6,00%	0	0,0%	5	15,6%
6,50%	0	0,0%	4	12,5%
6,75%	0	0,0%	1	3,1%
7,00%	0	0,0%	6	18,8%
7,25%	0	0,0%	1	3,1%
7,50%	0	0,0%	3	9,4%
7,75%	0	0,0%	1	3,1%
8,50%	1	2,7%	0	0,0%
9,00%	4	10,8%	3	9,4%
9,25%	0	0,0%	1	3,1%
9,50%	2	5,4%	0	0,0%
10,00%	5	13,5%	1	3,1%
10,25%	2	5,4%	0	0,0%
10,50%	4	10,8%	0	0,0%
10,75%	2	5,4%	0	0,0%
11,00%	2	5,4%	0	0,0%
11,50%	3	8,1%	0	0,0%
12,00%	4	10,8%	0	0,0%
12,25%	1	2,7%	0	0,0%
12,50%	2	5,4%	0	0,0%
13,00%	1	2,7%	0	0,0%
13,25%	1	2,7%	0	0,0%
13,50%	3	8,1%	0	0,0%
Media		10,97%		6,83%
Mediana		10,75%		6,88%

Cuadro A1.6. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre inflación

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

Encuestas realizadas entre el 11 y el 16 de abril

Empresa	Estimación 2023	Estimación 2024
1 Acciones y Valores	6,97%	3,84%
2 AGPV	8,00%	4,00%
3 Alianza Valores y Fiduciaria	8,70%	3,81%
4 Asobancaria	8,90%	5,20%
5 Banco Agrario de Colombia	9,83%	6,36%
6 Banco Davivienda	10,04%	5,38%
7 Banco de Bogotá	8,54%	4,24%
8 Bancolombia	9,00%	4,80%
9 BancTrust & Co.	7,23%	4,70%
10 Barclays Capital	8,10%	4,00%
11 BBVA Research	9,00%	5,00%
12 CABI	6,00%	-
13 Capital Economics	10,01%	4,36%
14 Citigroup Global Mkts	7,40%	3,70%
15 Corficolombiana	9,80%	5,00%
16 Credicorp Capital	8,35%	4,00%
17 Credit Suisse	7,70%	4,60%
18 Ecoanalítica	9,42%	4,13%
19 Econosignal	8,50%	3,96%
20 EIU	7,70%	4,20%
21 EmergingMarketWatch	7,80%	4,00%
22 Fedesarrollo	8,50%	5,00%
23 Fitch Solutions	8,61%	4,05%
24 Goldman Sachs	9,18%	4,30%
25 HSBC	9,19%	5,00%
26 Itaú Unibanco	9,30%	4,20%
27 JPMorgan	7,70%	4,70%
28 Moody's Analytics	9,63%	4,70%
29 Oxford Economics	9,70%	4,16%
30 Pezco Economics	7,39%	6,74%
31 Positiva Compañía de Seguros	8,90%	4,50%
32 S&P Global Ratings	11,00%	4,28%
33 Scotiabank Colpatría	9,23%	4,92%
34 Torino Capital	6,75%	-
35 UBS	8,39%	4,25%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,50% - 3,75%	0	0,0%	1	3,0%
3,75% - 4,00%	0	0,0%	3	9,1%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	10	30,3%
4,25% - 4,50%	0	0,0%	4	12,1%
4,50% - 4,75%	0	0,0%	5	15,2%
4,75% - 5,00%	0	0,0%	2	6,1%
5,00% - 5,25%	0	0,0%	5	15,2%
5,25% - 5,50%	0	0,0%	1	3,0%
6,00% - 6,25%	1	2,9%	0	0,0%
6,25% - 6,50%	0	0,0%	1	3,0%
6,50% - 6,75%	1	2,9%	1	3,0%
6,75% - 7,00%	1	2,9%	0	0,0%
7,00% - 7,25%	1	2,9%	0	0,0%
7,25% - 7,50%	2	5,7%	0	0,0%
7,50% - 7,75%	3	8,6%	0	0,0%
7,75% - 8,00%	1	2,9%	0	0,0%
8,00% - 8,25%	2	5,7%	0	0,0%
8,25% - 8,50%	2	5,7%	0	0,0%
8,50% - 8,75%	5	14,3%	0	0,0%
8,75% - 9,00%	3	8,6%	0	0,0%
9,00% - 9,25%	4	11,4%	0	0,0%
9,25% - 9,50%	2	5,7%	0	0,0%
9,50% - 9,75%	2	5,7%	0	0,0%
9,75% - 10,00%	2	5,7%	0	0,0%
10,00% - 10,25%	2	5,7%	0	0,0%
11,00% - 11,25%	1	2,9%	0	0,0%
Media	8,58%		4,55%	
Mediana	8,61%		4,30%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

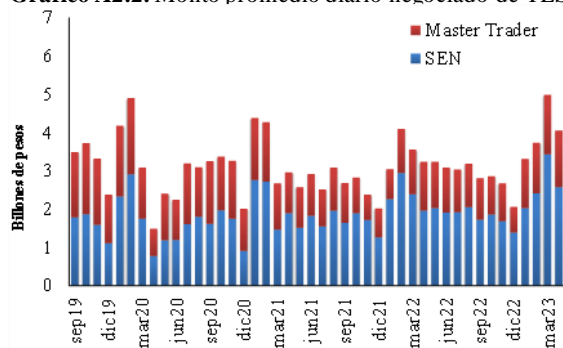
El 5 de abril, el DANE reportó que la inflación anual de marzo fue superior a la esperada por el mercado (13,34% a/a vs 13,28% esp) y se ubicó por encima de la lectura anterior (13,28%). El IPC registró una variación m/m de 1,05% (ant: 1,66% m/m, esp: 0,99% m/m). Agentes consultados indicaron que el mercado está considerando que el Banco de la República podría verse obligado a continuar subiendo tasas para contener las presiones inflacionarias. Al finalizar la sesión de negociación las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 4 pb, 5 pb y 0 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -20 pb, -15 pb y -15 pb para dichos vencimientos.

El 31 de marzo, la agencia calificadora de riesgo S&P Global Ratings advirtió que podría haber una nueva rebaja de calificación soberana en Colombia. El informe destacó que la incertidumbre política, en conjunto con las presiones inflacionarias, la subida de tasas de interés y la desaceleración proyectada para 2023 hasta alrededor del 1 % del PIB, acrecentaría la probabilidad de bajas de calificación. En esa misma línea, el 4 de abril, el Banco Mundial redujo su pronóstico de crecimiento del PIB de Colombia para 2023 de 1,3% a 1,1%, para 2024 lo mantuvo en 2,8% y lanzó su primera estimación para 2025 en 2,8%. El FMI hizo lo mismo el 11 de abril, al rebajar de 1,1% a 1% la proyección de crecimiento del PIB de Colombia para 2023. Entre el 4 y el 11 de abril, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 28 pb, 35 pb y 34 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -30 pb, -9 pb y -1 pb para dichos vencimientos.

En lo transcurrido del mes de abril, se han realizado cinco subastas de TES por un monto total de COP 1,9 b y un Bid to Cover promedio de 2,6 veces el monto inicial. El 4, 11 y 18 de abril se subastaron TCO con vencimiento al 5 de marzo del 2024. Se destaca la baja demanda de la sesión del 5 de marzo, con un Bid to Cover de 0,9 veces, el menor desde 2021. Dado el comportamiento de las ofertas, el Ministerio de Hacienda decidió aprobar únicamente el 60% del cupo anunciado y el 65% del monto total demandado.

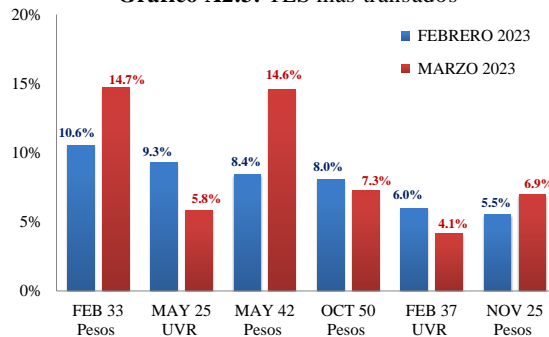
Agentes encuestados señalaron que los factores a nivel local que preocupan y han llevado a los inversionistas a operar con cautela durante abril son: la convergencia de la inflación, la posibilidad de que el Banco de la República deba continuar subiendo las tasas, la evolución de las discusiones en torno a las reformas que se vienen tramitando en el Congreso, y las recientes revisiones a la baja del crecimiento del PIB.

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 20 de abril de 2023.

Gráfico A2.3. TES más transados



Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 20 de abril de 2023.

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

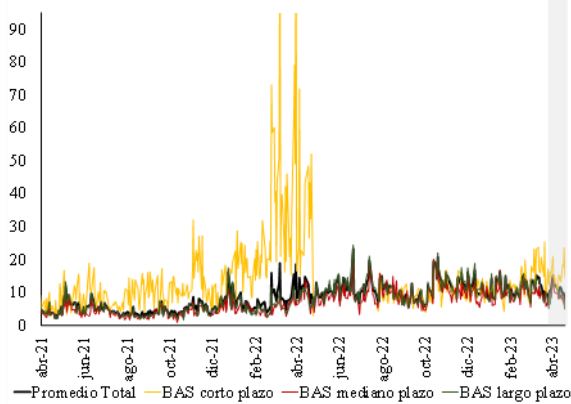
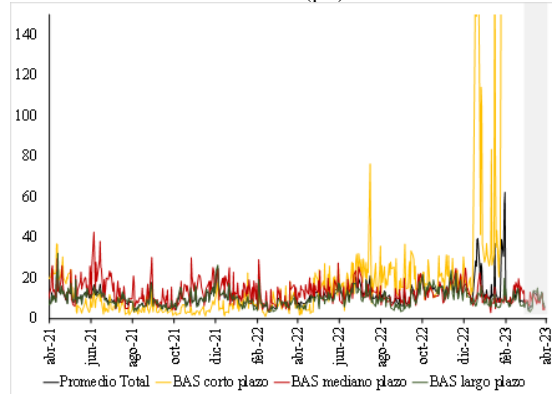


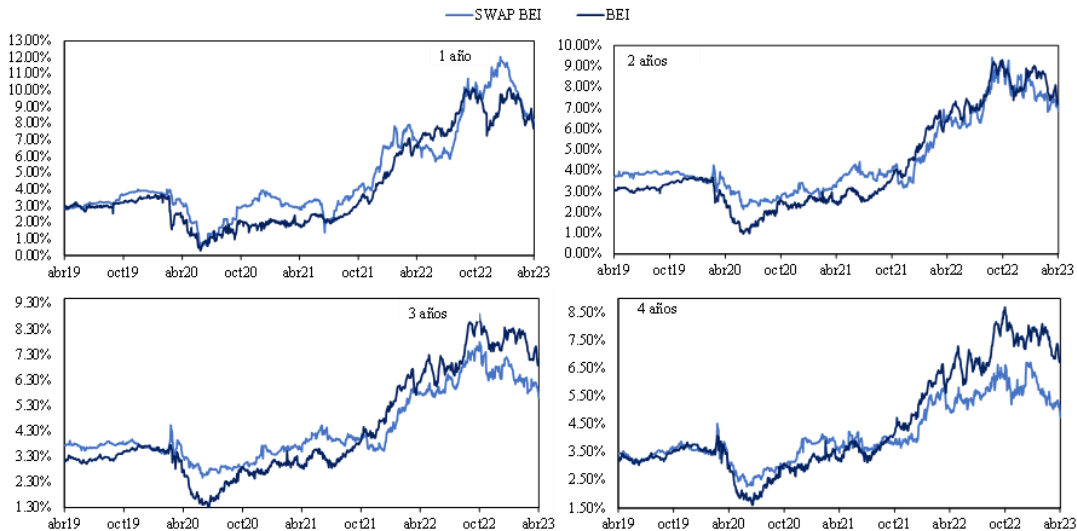
Gráfico A2.5. Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR* (pb)



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

Con información al 21 de abril de 2023, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 15,8 pb (ant. 16,3 pb), 8,9 pb (ant. 9,0 pb) y 9,4 pb (ant. 10,2 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 9,0 pb (ant. 11,8 pb) y 10,12 pb (ant. 7,91 pb), para los plazos de mediano y largo plazo, en su orden.

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



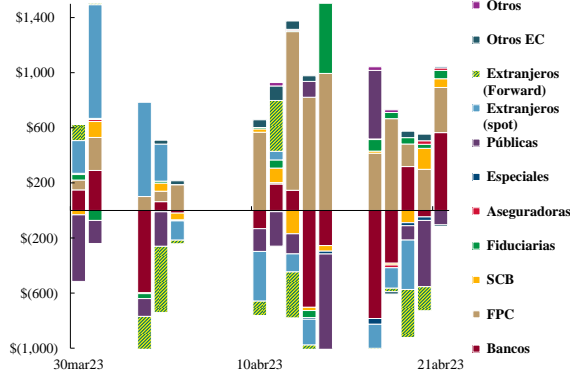
Fuentes: Bloomberg. **Cálculos:** Banrep.

En el Gráfico A2.6 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *swaps* UVR (*swap* BEI) y el BEI a 1, 2, 3 y 4 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 21 de abril de 2023, los *swaps* BEI a 1, 2, 3 y 4 años cayeron 44 pb, 54 pb, 52 pb y 41 pb, y se ubicaron en 8,08%, 6,85%, 5,62% y 4,75%, respectivamente.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

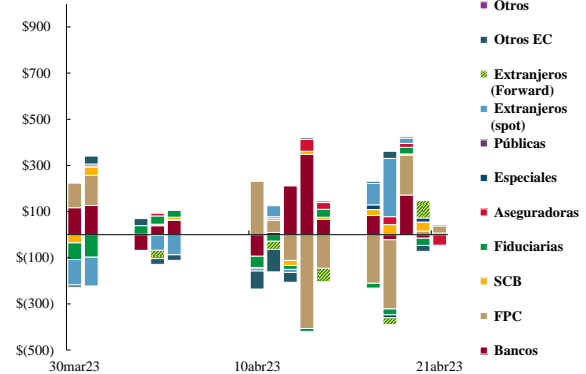
Posterior a la última reunión de la JDBR y con información hasta el 21 de abril de 2023, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los fondos de pensiones (COP 6.024 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (COP 2.568 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (COP 925 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los fondos de pensiones (COP 530 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

En lo corrido de 2023, los inversionistas extranjeros han realizado ventas netas de TES en pesos por COP 106 mm³¹ y ventas netas por COP 2.405 mm³² de TES en UVR. Desde el 30 de marzo en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas vendieron en neto COP 322 mm, COP 356 mm y COP 530 mm en los tramos corto, medio y largo de TES en pesos, respectivamente. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES en UVR por COP 382 mm en el tramo corto, y compraron COP 38 mm y COP 23 mm en los tramos medio y largo respectivamente. (Cuadro A3.1).

³¹ Las ventas en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 130 mm y las compras en el mercado a futuro de COP 24 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado compras durante el 2023 del TES verde por valor de COP 93 mm.

³² Las ventas netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 1.835 mm y de COP 570 mm en el mercado a futuro.

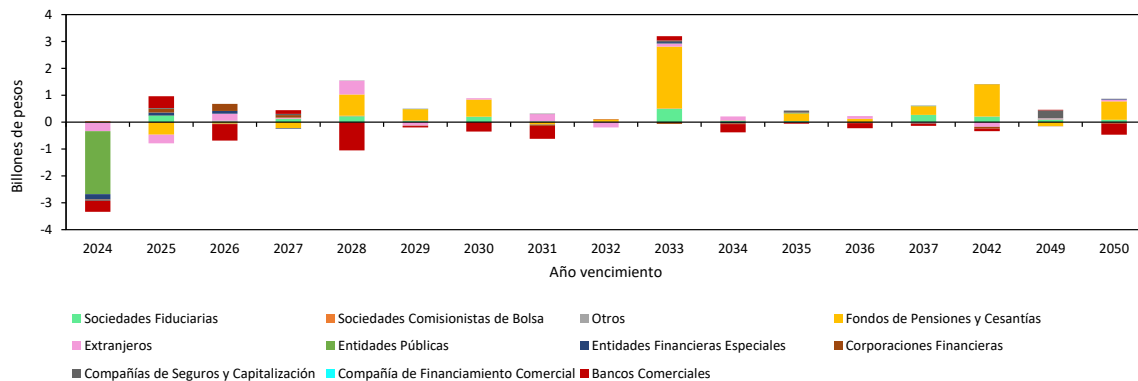
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)*
(valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2023	Corrido del 2023	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	2,655	(6,069)	285	(428)	(1,202)	(1,346)	-	1,347	(422)	925
Compañía de Financiamiento Comercial	-	(3)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(5)	(78)	(10)	269	58	317	-	(143)	(23)	(166)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	2,650	(6,150)	275	(159)	(1,144)	(1,029)	-	1,204	(445)	760
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(22)	(0)	(3)	-	-	(3)	-	(0)	-	(0)
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	11,922	(1,054)	0	192	5,835	6,026	-	(1,141)	612	(530)
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	11,900	(1,054)	(2)	192	5,835	6,024	-	(1,141)	612	(530)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	(220)	80	123	(112)	73	84	-	161	(13)	148
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	296	(19)	(4)	27	37	60	-	15	(27)	(12)
Extranjeros	0	(0)	-	-	-	0	-	-	(34)	(34)
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	76	61	120	(85)	110	145	-	176	(40)	136
Sociedades Fiduciarias Propia	27	(33)	(10)	40	16	46	-	3	7	9
Sociedades Fiduciarias Terceros	3,043	(111)	(502)	(131)	1,903	1,270	-	(264)	292	29
Extranjeros***	(223)	(1,835)	(313)	(147)	597	137	-	60	87	147
Extranjeros (TES verdes)****	93	-	-	-	18	18	-	-	-	-
FIC	1,115	(574)	(106)	17	34	(55)	-	(262)	(2)	(263)
Pasivos Pensionales	1,355	(358)	1	70	987	1,058	-	4	(11)	(7)
Total Sociedades Fiduciarias	3,070	(145)	(512)	(91)	1,919	1,316	-	(261)	299	38
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	318	787	(87)	80	55	48	-	(5)	116	111
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	318	787	(87)	80	55	48	-	(5)	116	111
Sociedades Administradoras de Inversión Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sociedades Administradoras de Inversión Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	15,365	(350)	(482)	95	7,918	7,531	-	(1,232)	987	(245)
Total Entidades Financieras Especiales**	789	(502)	(140)	25	(6)	(121)	-	28	-	28
Total Entidades Públicas****	(3,950)	(782)	(2,585)	-	17	(2,568)	-	-	8	8
Otros*****	205	(372)	39	40	-	79	-	-	2	2
Extranjeros	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	15,058	(8,156)	(2,893)	-	6,785	3,892	-	-	552	552

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

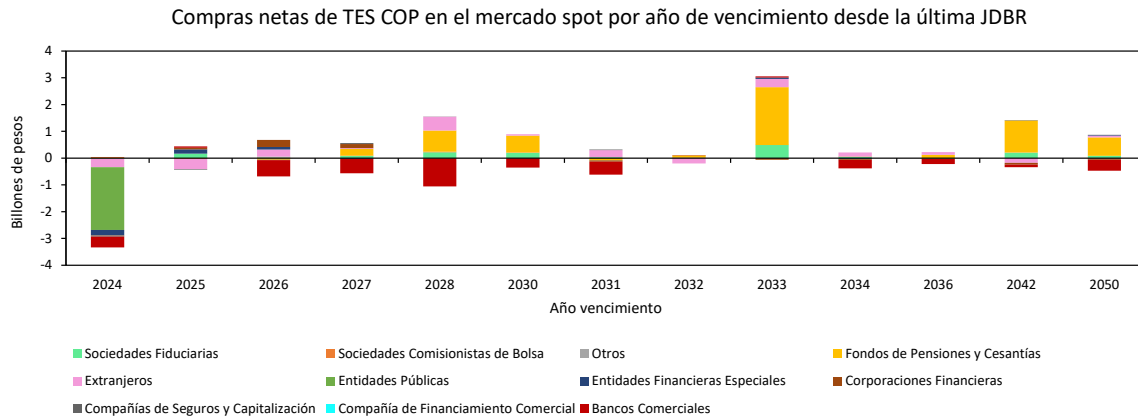
En los gráficos A3.3., A.3.4. y A3.5., se observan las compras por tipo de agente y año de vencimiento de TES en el mercado de contado desde la última JDBR.

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



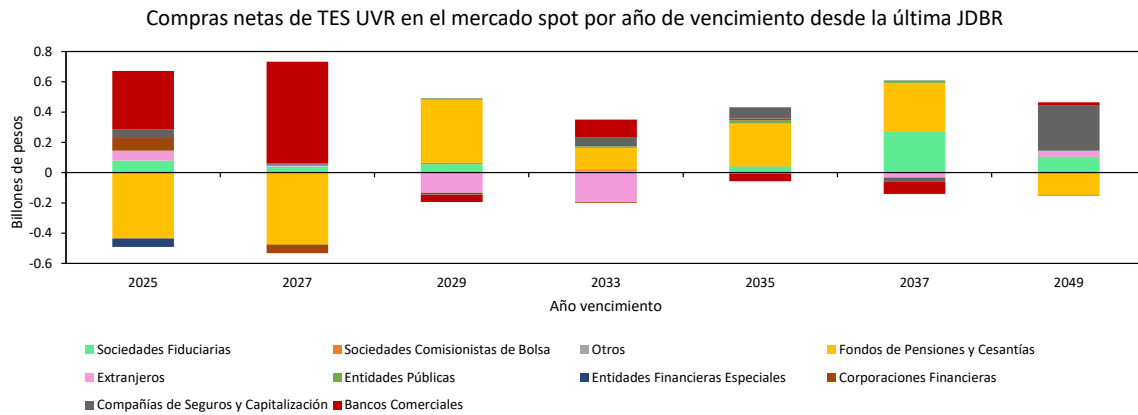
Fuente: Banrep. COP mm.

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



Fuente: Banrep. COP mm.

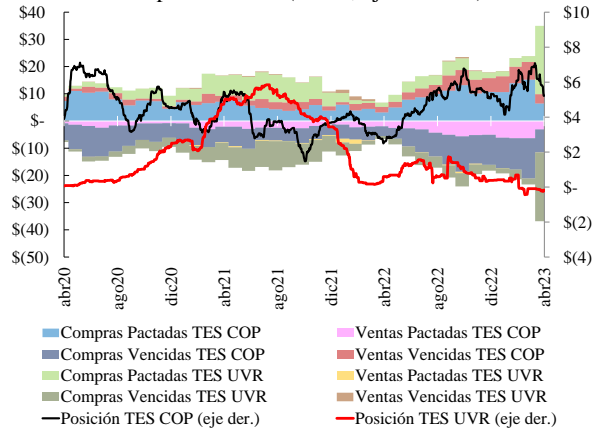
Gráfico A3.5. Compras netas de TES UVR en el mercado spot por año de vencimiento desde la última JDBR



Fuente: Banrep. COP mm.

Por otra parte, con información al 20 de abril, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por COP 7.778 mm y COP 3.389 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 9.946 mm y COP 3.811 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos Non Delivery Forward (NDF) disminuyó COP 1.746 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por COP 25.249 mm y COP 88 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 25.248 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF disminuyó COP 86 mm (Gráfico A3.6). Así, el saldo de compras netas NDF de TES pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de COP 6.968 mm el 30 de marzo a COP 5.222 mm el 20 de abril del 2023; al tiempo que para TES UVR pasó de -COP 90 mm a -COP 175 mm entre ambas fechas.

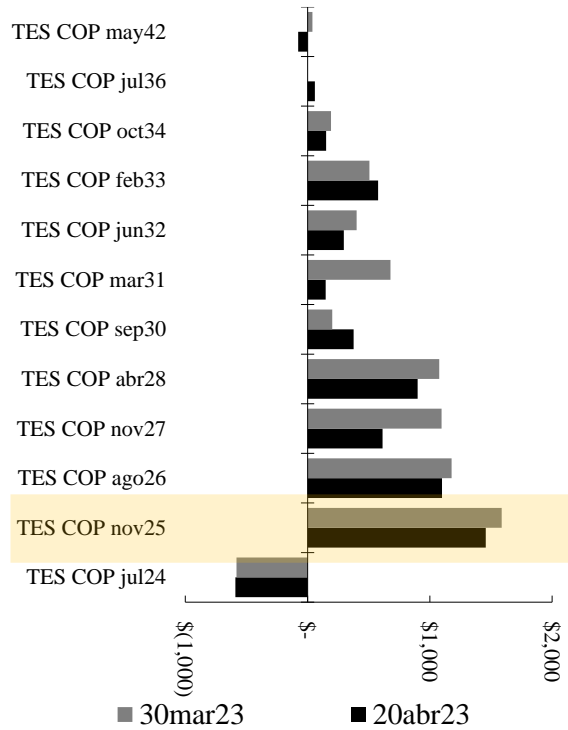
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



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

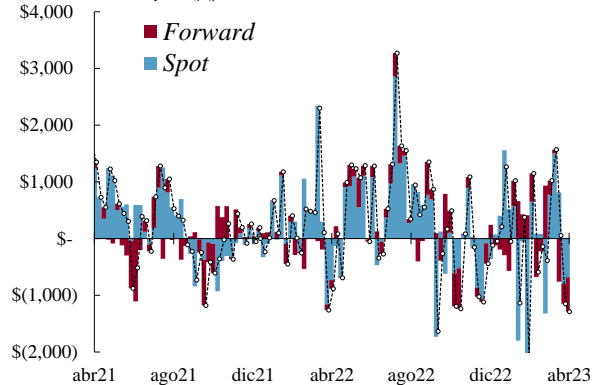
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



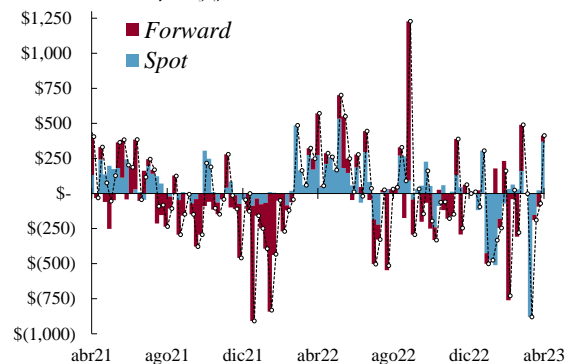
Fuente: Banrep. COP mm.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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

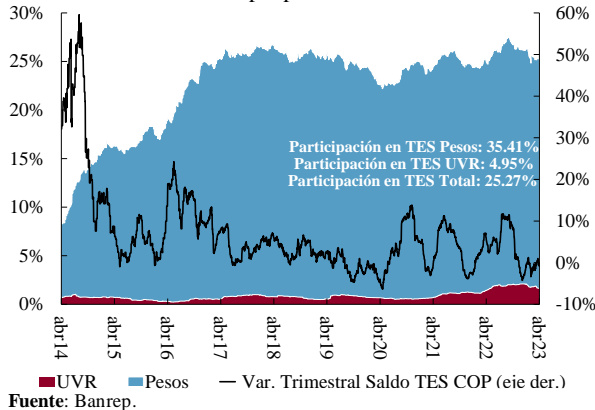
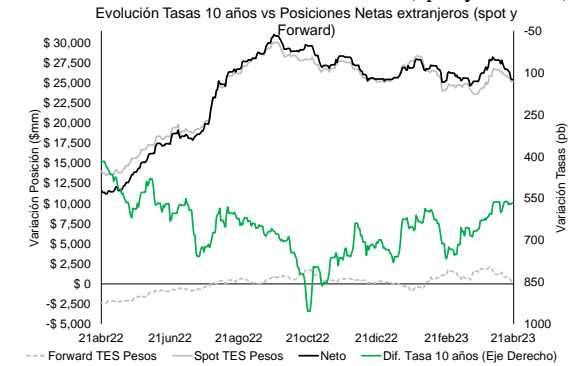


Gráfico A3.11. Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición neta del offshore (spot y forward)



Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del offshore aumentó para los títulos que vencen en 2030, 2033 y 2036 y disminuyó para aquellos con vencimiento en 2024, 2025, 2026, 2027, 2028, 2031, 2032, 2034, 2042 y 2050 (Gráfico A3.7). Por último, en el Cuadro A3.2 se presenta en agregado la evolución de la posición compradora neta de los inversionistas del exterior en TES, tanto en el mercado de contado como a futuro. Se observa que, desde la última reunión de la JDBR, la posición neta en TES pesos disminuyó COP 1.746 mm, y la posición neta en TES UVR disminuyó COP 86 mm.

Cuadro A3.2. Cambio en posición compradora neta de los inversionistas del exterior en los mercados de contado y a futuro

	TES pesos	TES UVR	Total
Compras netas en el mercado de contado (A)	\$ 272	\$ 110	\$ 382
Posición compradora neta a futuro (B)	-\$ 1,739	-\$ 107	-\$ 1,845
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 8,352	\$ 25,276	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 3,566	\$ 108	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 10,462	\$ 25,274	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 3,937	\$ 0	
Posición compradora neta agregada (A+B)	-\$ 1,467	\$ 4	-\$ 1,463

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.8, A3.9, A3.10, A3.11 y en el Cuadro A3.2. Los Gráficos A3.8 y A3.9 presentan las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward* (en el caso de las ventas en el mercado *forward*, estas incorporan vencimientos). El Gráfico A3.10 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en el mercado de contado como porcentaje del *stock* total de TES en circulación. El Gráfico A3.11 presenta, a partir del 1 de diciembre del 2020, la evolución de las compras netas en TES en pesos de los inversionistas del exterior, tanto en el mercado de contado como a futuro, y las variaciones de la tasa de interés de los TES a 10 años. Finalmente, el Cuadro A3.8 muestra las compras netas de TES en los mercados *spot* y *forward*.

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

		2022			Corrido de 2023			feb-23			mar-23			Corrido de abr-23		
		Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES Pesos	Sistema Financiero*	\$ (2,403)	\$ (1,426)	\$ (3,829)	\$ 2,650	\$ (170)	\$ 2,480	\$ 1,528	\$ (2,134)	\$ (607)	\$ 466	\$ (568)	\$ (102)	\$ (1,347)	\$ 1,861	\$ 514
	Offshore	\$ 14,974	\$ 1,426	\$ 16,400	\$ (130)	\$ 170	\$ 41	\$ (3,095)	\$ 2,134	\$ (961)	\$ 1,112	\$ 568	\$ 1,680	\$ (670)	\$ (1,861)	\$ (2,531)
TES UVR	Sistema Financiero*	\$ (328)	\$ 2,919	\$ 2,592	\$ (6,150)	\$ 570	\$ (5,580)	\$ (7,901)	\$ 415	\$ (7,486)	\$ 1,261	\$ 18	\$ 1,279	\$ 598	\$ 86	\$ 683
	Offshore	\$ 3,739	\$ (2,919)	\$ 820	\$ (1,835)	\$ (570)	\$ (2,405)	\$ (662)	\$ (415)	\$ (1,076)	\$ (631)	\$ (18)	\$ (650)	\$ 239	\$ (86)	\$ 153

Cifras en COP mm. Información actualizada al 21 de abril del 2023 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

En el Gráfico A4.1 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes (incluyendo Colombia) desde el 30 de marzo, en lo corrido de 2023 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador disminuyó para Latinoamérica (-0,7%) y Asia (-0,5%). Por el contrario subió para Medio Oriente/África (0,7%) y Europa (0,5%). El índice Total GBI-EM Global y el de Colombia presentaron disminuciones de -0,31% y -2,24%, respectivamente.

Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio de economías emergentes por USD 9,4 mm, conformadas por entradas netas de USD 2,6 mm de renta fija y USD 6,8 mm de renta variable.

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

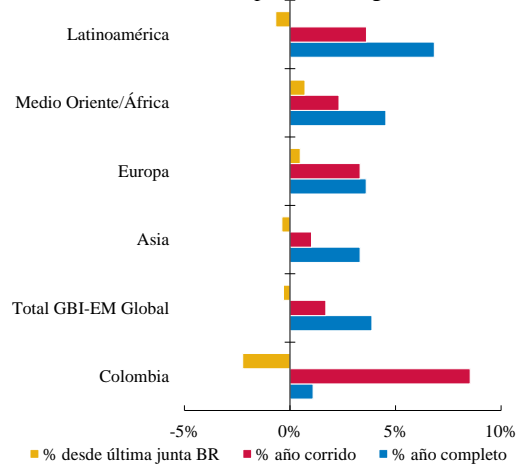
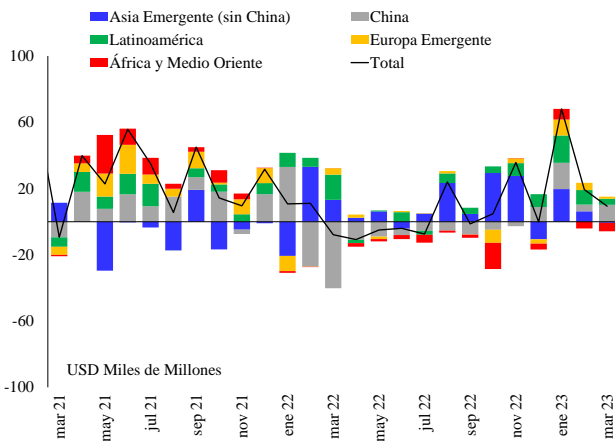


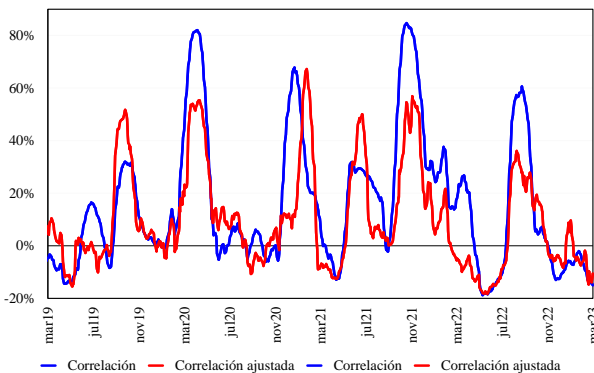
Gráfico A4.2. Flujos de portafolio hacia economías emergentes



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

Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Gráfico A4.3. Correlación pendientes región



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

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) aumentó y se ubicó en 1,25%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también subió y se ubicó en -3,66%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en mayor parte por factores idiosincráticos.

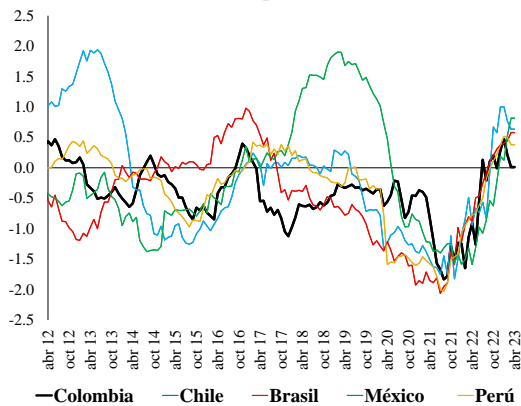
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<i>Países desarrollados</i>				
3abr23	Banco de la Reserva de Australia	0	0	3,60%
4abr23	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	50	25	5,25%
12abr23	Banco de Canadá	0	0	4,50%
<i>Países emergentes</i>				
31mar23	Banco Central de Trinidad y Tobago	0	-	3,50%
31mar23	Banco Nacional de Bulgaria	30	-	2,47%
31mar23	Banco Central de la República Dominicana	0	-	8,50%
3abr23	Banco de Israel	25	25	4,50%
4abr23	Banco Estatal de Pakistán	100	200	21,00%
4abr23	Banco Central de Sri Lanka	0	0	15,50%
4abr23	Banco Nacional de Rumania	0	0	7,00%
4abr23	Banco Central de Chile	0	0	11,25%
4abr23	Banco Central de Lesoto	25	-	7,50%
5abr23	Banco Nacional de Polonia	0	0	6,75%
5abr23	Banco de la Reserva de la India	0	25	6,50%
6abr23	Banco Nacional de Serbia	25	25	6,00%
6abr23	Banco de Uganda	0	-	10,00%
7abr23	Banco Nacional de Kazajistán	0	-	16,75%
10abr23	Banco de Corea	0	0	3,50%
13abr23	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	7,75%
18abr23	Banco de Indonesia	0	0	5,75%
19abr23	Banco de Namibia	25	-	7,25%
19abr23	Banco Central del Uruguay	-25	0	11,25%
19abr23	Banco Popular de China	0	0	3,65% / 4,30% *
21abr23	Banco Central del Paraguay	0	-	8,50%

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

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

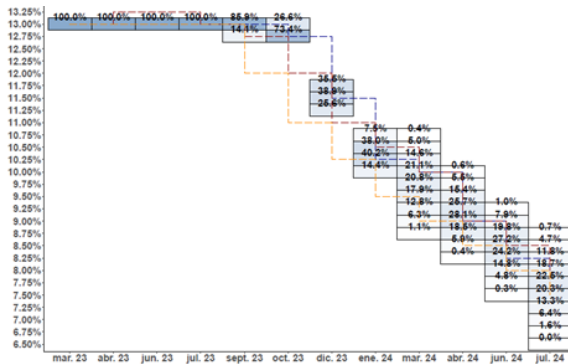


Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

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

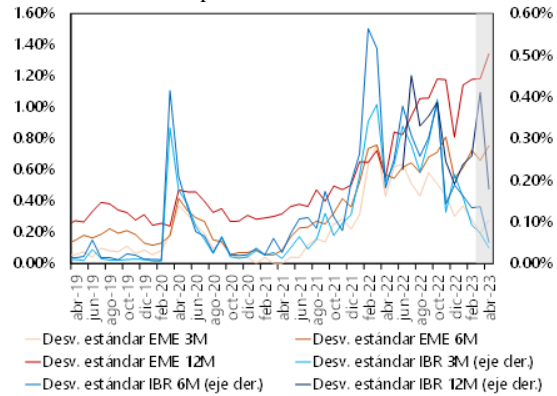
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS

Cuadro A6.1. 30 de marzo de 2023



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

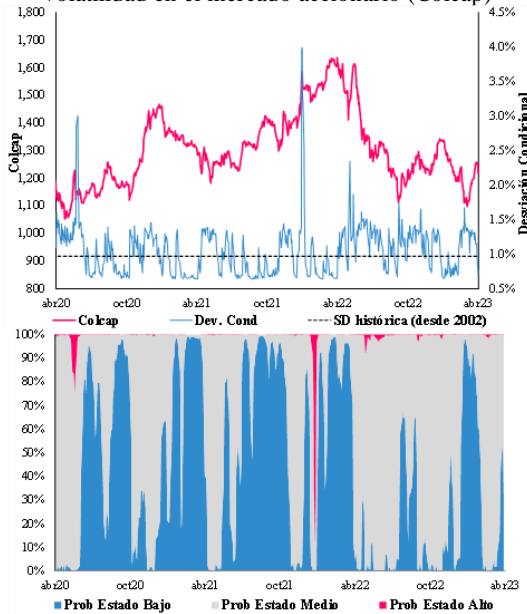
Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



Fuente y Cálculos: Banrep.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

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

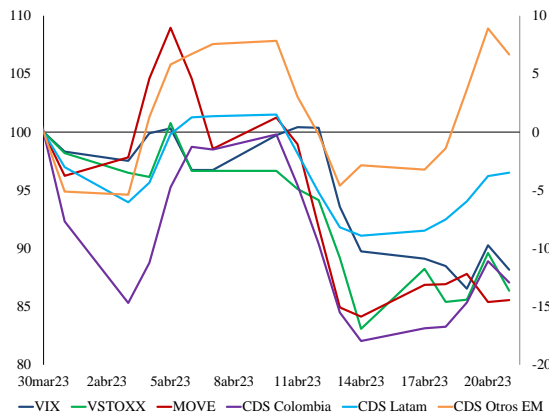
De acuerdo con la EOF, el 52% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia disminuya (ant: 16%) durante los próximos tres meses, el 30% que aumente (59%), mientras que el 19% restante espera que se mantenga estable (ant: 25%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 48% espera que aumente (ant: 53%), un 19% que permanezca sin cambios (ant: 22%) y un 7% que disminuya (ant: 6%)³³.

Entre el 30 de marzo y el 21 de abril de 2023 el MSCI COLCAP se valorizó 6,1%. Las acciones que tuvieron el mejor desempeño durante el periodo fueron Nutresa (17,1%), Bancolombia (14,7%) y Corficolombiana (12,3%). En lo corrido de abril de 2023, la volatilidad promedio del mercado accionario cayó y el 21 de abril el MSCI COLCAP se

³³ Al 26% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 19%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgos

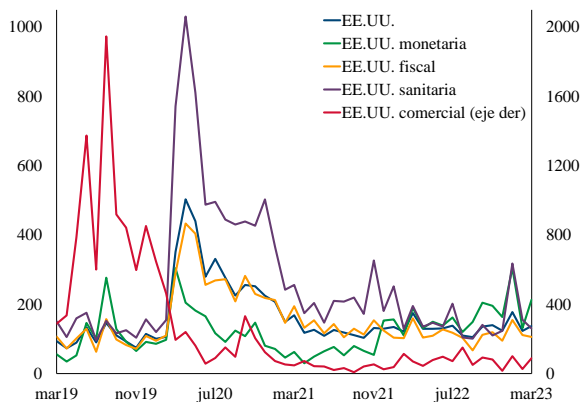


Fuente: Bloomberg. Los CDS se muestran en el eje derecho como cambios en pb.

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*³⁴, el *Vstox*³⁵ y el *Move*³⁶, así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes.

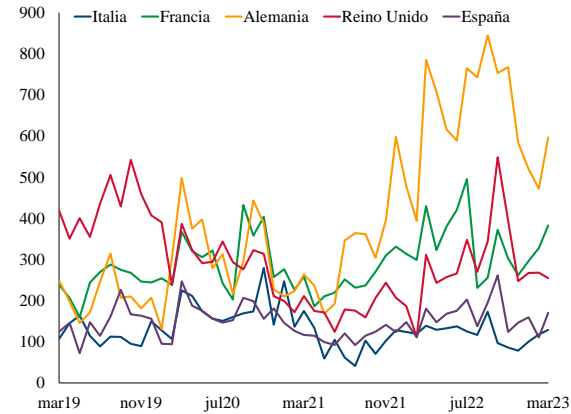
El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) aumentó en EE.UU. al pasar de 123 en febrero a 137 en marzo. Asimismo, los indicadores de política monetaria (obs: 213; ant: 131) y comercial (obs: 89; ant: 27) aumentaron, mientras que los indicadores de política sanitaria (obs: 130; ant: 156) y fiscal (obs: 106; ant: 111) presentaron reducciones. Por su parte, en Europa estos indicadores aumentaron en Alemania (obs: 597; ant: 472), España (obs: 171; ant: 111), Francia (obs: 383; ant: 328) e Italia (obs: 129; ant: 118), mientras que en el Reino Unido (obs: 255; ant: 268) disminuyó (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).

³⁴ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

³⁵ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStox 50*.

³⁶ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Mar 2023		Esperada a Diciembre 2023		Vigente	Esperada a Diciembre 2023		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2023	
	Esp.	Obs.	Mar. 23	Abr. 23		Mar. 23	Abr. 23	Esp.	Obs.	Mar. 23	Abr. 23
Colombia	13.28%	13.34%	8.78%	9.00%	13.00%	10,75%	11,00%	3.80%	2.90%	1,00%	1,00%
Chile	11.10%	11.10%	5.20%	5.10%	11.25%	8.00%	8.50%	-1.60%	-2.28%	-0.80%	-0.50%
México	6.89%	6.85%	5.15%	5.10%	11.25%	11.00%	11.25%	3.30%	3.57%	1.15%	1.41%
Perú	8.00%	8.40%	3.98%	4.07%	7.75%	6.50%	6.50%	1.50%	1.70%	2.00%	1.95%
Brasil	4.71%	4.65%	5.95%	6.04%	13.75%	12.75%	12.50%	2.20%	1.91%	0.88%	0.96%
Ecuador	n.d.	2.85%	2.21%	2.20%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.30%	2.09%	2.23%
Argentina	103.20%	104.30%	100.00%	110.00%	81.00%	75.00%	80.00%	1.70%	1.90%	-0.30%	-2.20%
EE.UU.	5.10%	5.00%	4.00%	4.20%	4.75% - 5%	5.15%	5.10%	2.00%	2.60%	0.80%	1.15%
India	5.70%	5.66%	5.10%	5.30%	6.50%	6.25%	6.25%	4.70%	4.36%	6.00%	6.00%
Sudáfrica	6.90%	7.10%	5.60%	5.75%	7.00%	7.20%	7.75%	2.20%	0.90%	1.00%	0.60%
China	1.00%	0.70%	2.40%	2.00%	2.00%	1.96%	1.96%	4.00%	4.50%	5.00%	5.20%
Rusia	3.40%	3.51%	5.80%	5.80%	7.50%	7.50%	7.55%	-3.50%	-2.70%	-2.50%	-1.70%
Turquía	51.25%	50.51%	45.00%	46.00%	8.50%	17.40%	25.20%	2.90%	3.50%	2.70%	2.60%
Noruega	6.10%	6.50%	4.50%	4.50%	3.00%	3.00%	3.50%	0.80%	0.80%	0.90%	1.00%
Costa Rica	n.d.	4.42%	4.11%	4.04%	7.50%	7.50%	7.25%	n.d.	3.60%	2.60%	2.70%
El Salvador	n.d.	6.10%	4.88%	4.82%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.30%	1.75%	1.80%
Guatemala	n.d.	8.71%	4.95%	5.02%	4.75%	4.13%	4.75%	n.d.	3.50%	3.10%	3.20%
Honduras	n.d.	9.10%	6.31%	6.34%	3.00%	3.08%	3.08%	n.d.	3.20%	2.96%	3.05%
Panamá	n.d.	1.30%	2.40%	2.50%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	10.80%	4.22%	4.29%
Paraguay	n.d.	6.40%	5.00%	4.69%	8.50%	6.94%	6.95%	n.d.	1.70%	4.22%	4.24%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 24 de abril.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 21 de abril.

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

China: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de abril. 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 4T22, excepto en China, cuya información corresponde al 1T23.

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