



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, 19 de diciembre de 2023

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALS

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS..	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana.....	9
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	14
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región....	15
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	16
2.1.	Expectativas de TPM	16
2.2.	Expectativas de crecimiento económico	21
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	22
4.	RECUADROS/ANEXOS	25
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	25
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local.....	31
	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	38
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	39
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS.....	40
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	41
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	41
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	42

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

Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las expectativas de inflación implícitas en el mercado (ajustadas por primas) frenaron su tendencia decreciente y presentaron leves cambios. Por su parte, las expectativas provenientes de encuestas presentan estabilidad para fin de 2023 y aumentos para finales de 2024. En todo caso, estos indicadores aún sugieren expectativas de inflación por encima de la meta del Banco de la República en el horizonte de política. Los resultados de las encuestas son consistentes con la mención, por parte de los participantes del mercado, de varios riesgos al alza, dentro de los cuales se destaca el Fenómeno de El Niño, la entrada en vigor de los impuestos saludables, el ajuste de los precios de los peajes y de los combustibles, y el proceso de indexación dada la negociación del salario mínimo. Los anteriores factores, junto con el repunte de los precios sin alimentos en noviembre y el aumento de las expectativas de inflación sin alimentos para 2023, podrían haber incidido en un menor consenso sobre el cambio que pueda tener la TPM en diciembre. Sin embargo, el escenario más probable, según el mercado OIS, es una reducción de la tasa en 25 pb en la reunión de diciembre, aunque no se descarta que esta pueda permanecer inalterada.

El desempeño del mercado de deuda pública colombiana en pesos, del cual se extraen varias de las expectativas expuestas, se caracterizó por presentar valorizaciones en todos los tramos de la curva, en un contexto de mejora en la liquidez y reducciones en la volatilidad de los TES. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el comportamiento de la mayoría de los títulos de deuda pública a nivel global, el cual fue explicado por las expectativas de unas sendas de política monetaria menos contractivas a nivel internacional tras la última reunión de la Reserva Federal, y ante la publicación de cifras de inflación a la baja en la eurozona.

Estos movimientos se dieron en medio de una reversión en las entradas recientes de los inversionistas extranjeros y una persistencia en las compras de los fondos de pensiones locales, los cuales siguen siendo los compradores más importantes en el mercado en lo corrido del año.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado											Expectativas de encuestas				
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		dic-23	1 año	dic-24	2 años
nov-23	6,70%	6,29%	6,57%	5,75%	5,88%	5,48%	6,70%	5,88%	5,86%	5,01%	6,57%	4,70%	9,55%	5,60%	5,31%	3,90%
dic-23	6,79%	6,29%	6,46%	5,58%	5,86%	5,41%	6,79%	5,80%	5,86%	4,96%	6,48%	4,62%	9,50%	5,62%	5,62%	3,80%
Variación (pb)	9	0	-11	-16	-2	-7	9	-8	0	-5	-9	-9	-5	2	31	-10

*La expectativa de encuestas a diciembre de 2023 y 2024 corresponde a un promedio de las encuestas del Banco de la República (Banrep), EOF y Citibank, a un año corresponde a un promedio de las encuestas del Banrep y EOF, y a dos años corresponde únicamente a la encuesta del Banrep.

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

La inflación implícita en el mercado de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) presentó un comportamiento mixto a corto plazo, y se redujo para los demás plazos. Con información hasta el 14 de diciembre, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 9 pb para el plazo de un año, no presentó cambios a dos años, y disminuyó 14 pb y 19 pb para los plazos de cinco y diez años, respectivamente. De esta manera, el 14 de diciembre los BEI se ubicaron en 6,79% a un año, 6,29% a dos años, 5,76% a cinco años y 5,99% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior fue resultado de un aplanamiento de la curva en pesos (caracterizado por valorizaciones), y valorizaciones a lo largo de la curva en UVR. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de diciembre contra las tasas promedio de noviembre, se observa un comportamiento similar para todos los plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

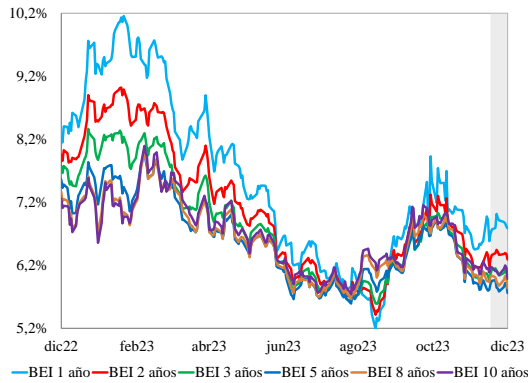
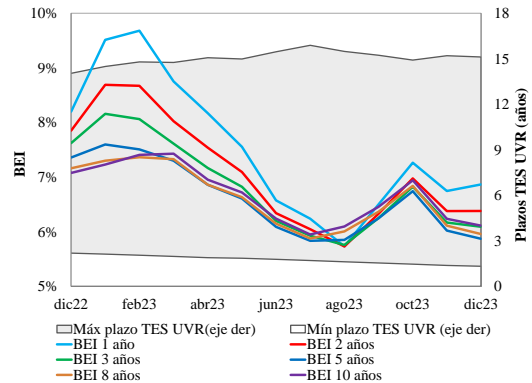


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



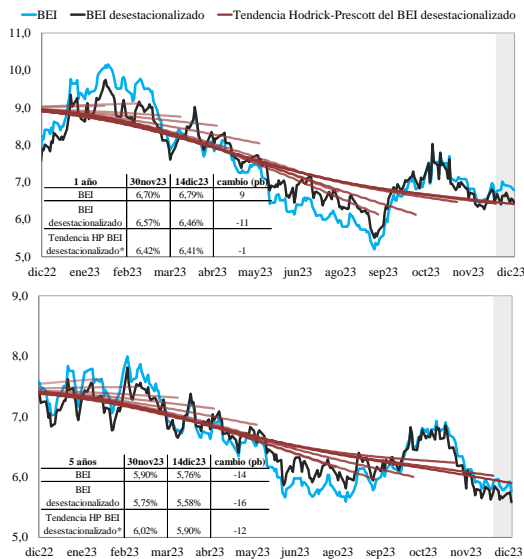
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.
Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

Punto a punto (plazo en años)												
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
30nov23	10,38%	10,28%	10,24%	10,31%	10,56%	10,74%	3,68%	3,98%	4,19%	4,41%	4,54%	4,57%
14dic23	10,24%	10,04%	9,95%	9,95%	10,17%	10,37%	3,45%	3,75%	3,95%	4,19%	4,34%	4,38%
	Variaciones (pb)											
	-14	-23	-30	-36	-39	-38	-23	-23	-23	-22	-20	-19
Var. BEI	9	0	-6	-14	-19	-19						
BEI	6,79%	6,29%	6,00%	5,76%	5,84%	5,99%						

Promedios mensuales												
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
nov23	10,61%	10,50%	10,46%	10,50%	10,70%	10,85%	3,86%	4,12%	4,29%	4,48%	4,58%	4,61%
dic23*	10,45%	10,28%	10,21%	10,25%	10,50%	10,71%	3,58%	3,90%	4,12%	4,38%	4,55%	4,60%
	Variaciones (pb)											
	-15	-22	-25	-25	-19	-14	-28	-22	-17	-10	-4	-1
Var. BEI	12	0	-8	-15	-15	-13						
BEI	6,87%	6,38%	6,09%	5,87%	5,96%	6,11%						

*Información disponible al 14 de diciembre de 2023.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

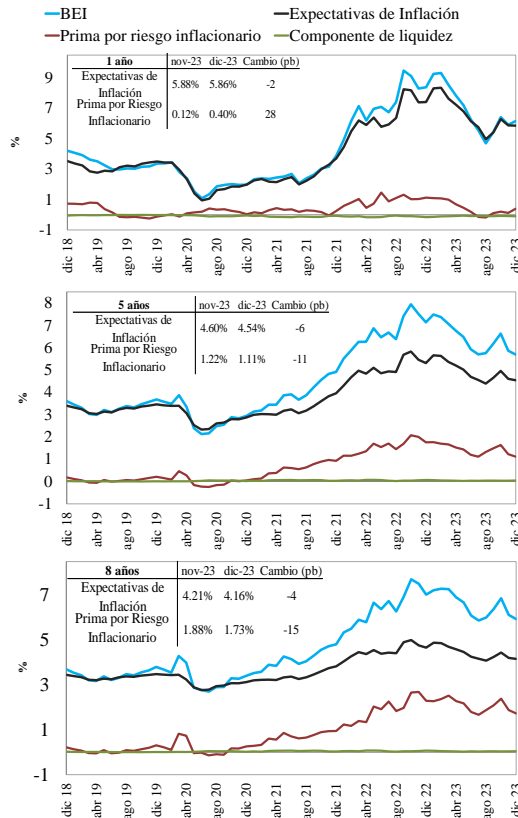
*El dato de la tendencia del 30 de noviembre se estimó con datos hasta esa fecha.

Al corregir por estacionalidad se observan reducciones del BEI para todos los plazos. Con el fin de controlar por la estacionalidad que tienen los TES denominados en UVR a inicios y fin de cada año, en el Gráfico 3 se presentan los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Adicionalmente, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo cual permite observar cómo se ha ido ajustando la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado se redujo a 6,46% para el plazo de 1 año (ant: 6,57%), y a 5,58% para el plazo de 5 años (ant: 5,75%). Por su parte, la tendencia se mantuvo estable para el plazo de 1 año (obs: 6,41%; ant: 6,42%), y disminuyó a 5,90% para el plazo de 5 años (ant: 6,02%). En ambos casos, la última tendencia estimada mantiene el comportamiento decreciente observado durante los meses previos.

observado durante los meses previos.

El componente de expectativas de inflación del BEI tuvo pequeñas reducciones para todos los plazos. Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI¹ para el periodo estudiado, a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De acuerdo con esta metodología, las expectativas de inflación cayeron levemente y para el próximo año se ubicó alrededor de 5,86% (ant: 5,88%), para los próximos 5 años se ubicó en 4,54% (ant: 4,60%) y para los próximos 8 años en 4,16% (ant: 4,21%).

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 precio, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 6,16% (ant: 5,91%), 5,69% (ant: 5,86%) y 5,93% (ant: 6,12%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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

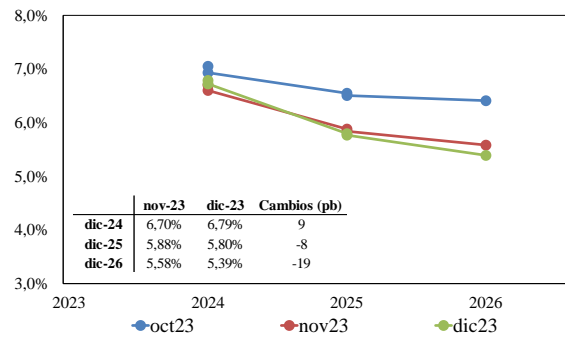
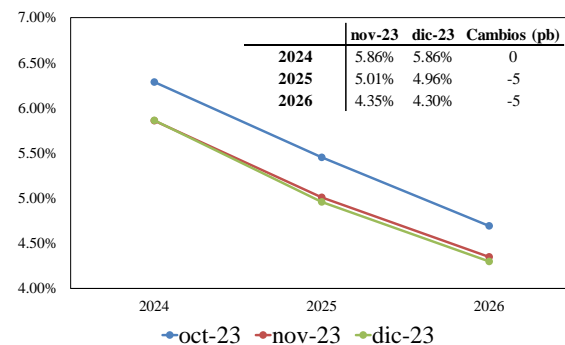


Gráfico 5B. FBEI a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



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

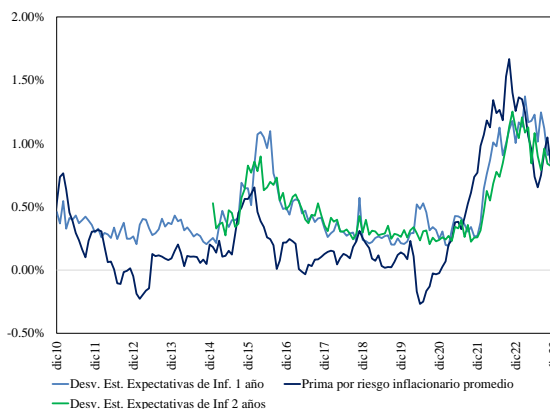
Por su parte, las medidas de FBEI ajustadas por primas reflejan estabilidad en las expectativas para el próximo año y leves disminuciones para 2025 y 2026. Aunque sus valores aún se mantienen por encima de la meta de inflación del Banrep. Con el objetivo de extraer las

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

expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como para finales de cada uno de los próximos tres años², considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para diciembre de 2024, 2025 y 2026, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), con datos del 14 de diciembre, la cual corresponde a 6,79%, 5,80% y 5,39%, 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 tuvo un ligero cambio y se ubicó en 5,86%, 4,96% y 4,30% para los mismos plazos.

Los movimientos promedios del BEI se explicaron principalmente por variaciones en las primas por riesgo inflacionario, las cuales cayeron para el mediano y largo plazo, y aumentaron para el corto plazo. La desviación estándar de la expectativa de inflación a 1 año y 2 años descendió. Estas medidas, que pueden asociarse a la discrepancia de los agentes sobre la evolución de la inflación, continúan en niveles históricamente altos. Las primas por riesgo inflacionario promedio cayeron para los plazos de 5 y 8 años en 11 pb y 15 pb, ubicándose en 1,11% y 1,73% para estos plazos. La prima por riesgo inflacionario aumentó para el plazo a un año en 28 pb y se ubicó en 0,40%. Los altos niveles de la prima por riesgo inflacionario a largo plazo están en línea con la alta dispersión de las expectativas de inflación³ a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banco de la República (Banrep), las cuales se ubicaron en 0,69% y 0,53%, respectivamente (ant: 0,92% y 0,81%, Gráfico 6).

Gráfico 6. Prima por riesgo inflacionario promedio y desviación estándar de las expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg.

El repunte de la inflación sin alimentos en noviembre, el aumento de estas expectativas y el comportamiento estacional de las tasas de los TES en UVR pudieron explicar el aumento de la prima por riesgo inflacionario para el corto plazo. Por su parte, el alto nivel de la prima por riesgo inflacionario puede estar asociado con algunos factores que generan riesgos inflacionarios.

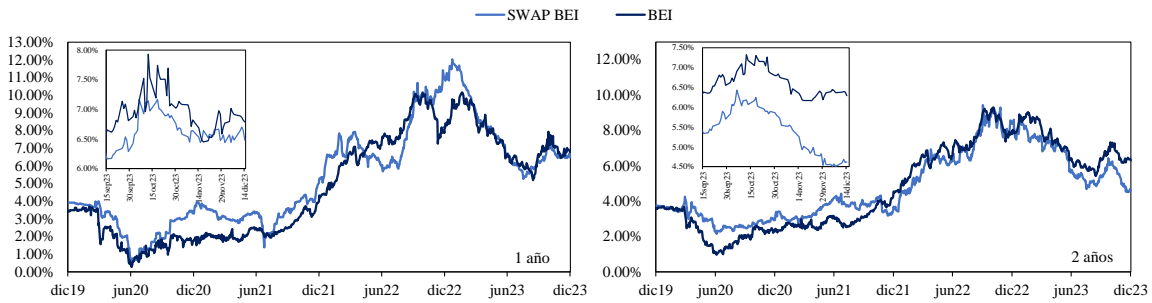
Las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los contratos derivados presentaron disminuciones. En el Gráfico 7 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁴) y se contrastan con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 14 de diciembre de 2023, los *swaps* BEI a 1 y 2 años disminuyeron 9 pb, y se ubicaron en 6,48% y 4,62%, respectivamente.

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

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

⁴ Se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los Swap IBR UVR, para más detalle consultar *el Recuadro 1. Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros*, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de diciembre de 2020. El mercado *Swap de IBR/UVR* se caracteriza por concentrar sus operaciones en el mercado externo y a plazos relativamente cortos (menores a 2 años), además se distingue por que sus contrapartes están altamente concentradas en pocos bancos locales e internacionales.

Gráfico 7. BEI y Swap BEI a 1 y 2 años



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁵ (ICEI) retomó la tendencia decreciente que se había moderado durante los meses anteriores (Gráficos 8 al 11).

Gráfico 8. ICEI de corto plazo

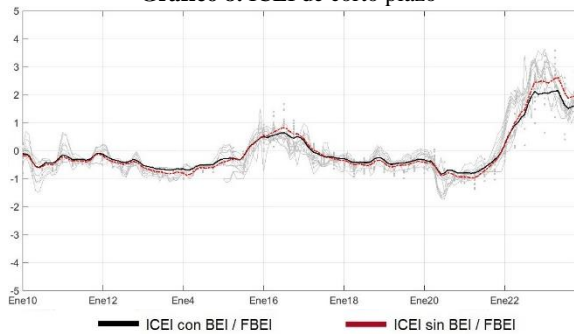


Gráfico 9. ICEI de mediano plazo

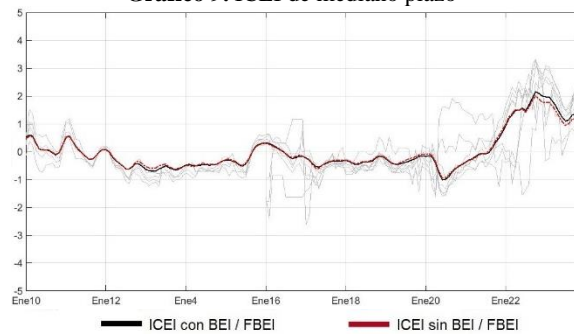


Gráfico 10. ICEI de largo plazo

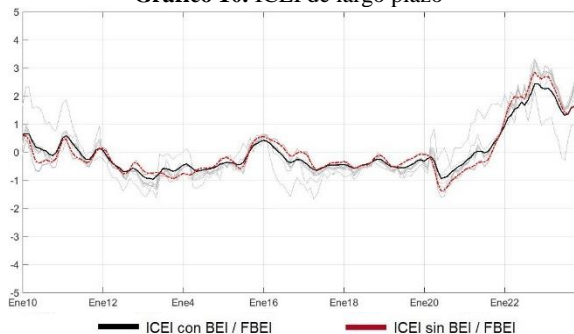
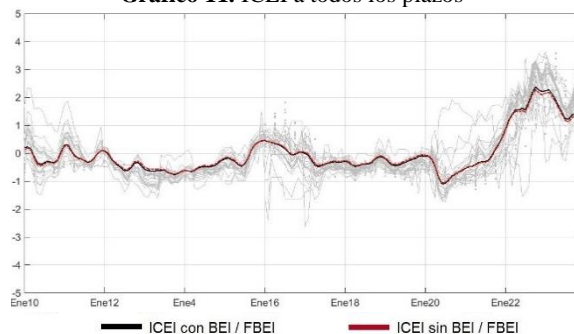


Gráfico 11. ICEI a todos los plazos



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

De acuerdo con los resultados de las encuestas, las expectativas de inflación total se mantuvieron estables para 2023, pero aumentaron para 2024. La expectativa de la inflación sin alimentos aumentó para 2023 y se mantuvo estable para 2024. El promedio de las encuestas de expectativas de inflación total se mantuvo estable para 2023 (obs: 9,48%; ant: 9,49%), y aumentó para 2024 (obs: 5,46%; ant: 5,18%; Gráficos 12 y 13)⁶. Asimismo, de acuerdo con la última EME del Banrep, los analistas aumentaron su perspectiva sobre la inflación sin alimentos para 2023 y se mantuvo relativamente estable para 2024.

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

⁶ Al excluir la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2023 disminuyó de 9,55% a 9,50%, y para 2024 aumentó de 5,31% a 5,62%. Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banrep, la inflación total esperada a dos años disminuyó de 3,90% a 3,80%, y a cinco años se mantuvo estable en 3,00%.

Gráfico 12. Inflación esperada para cierre 2023

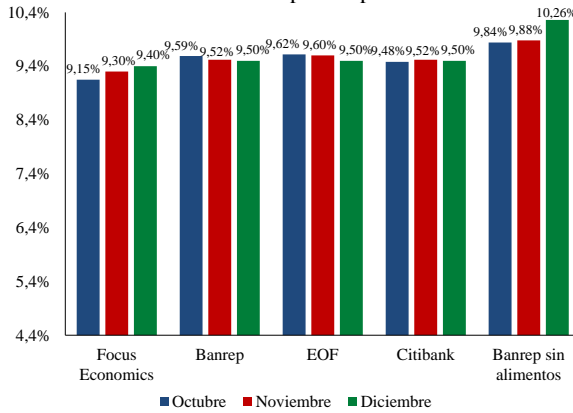
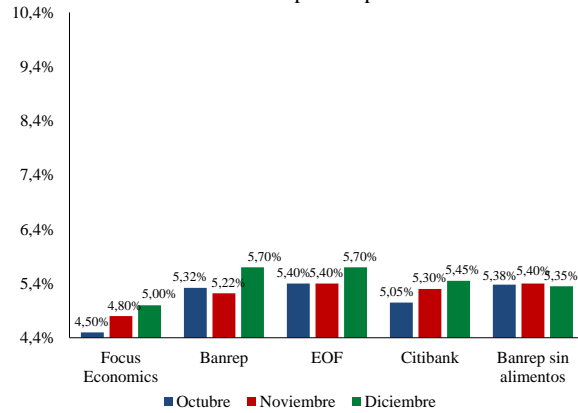
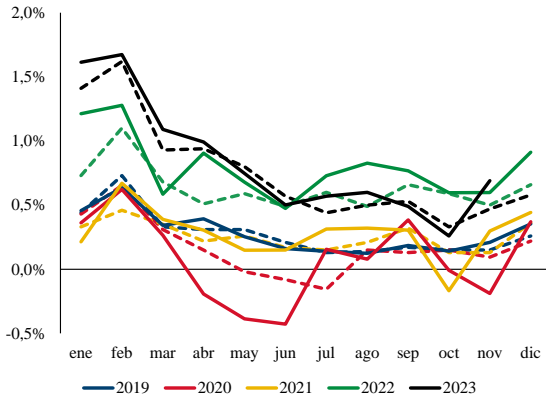


Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2024



Fuente: Focus Economics, Banrep, Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citibank. Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 5 de diciembre, con encuestas realizadas entre el 28 de noviembre y el 3 de diciembre. La encuesta del Banrep se realizó entre el 11 y el 13 de diciembre. La EOF se publicó el 19 de diciembre con datos recolectados entre el 11 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 14 de diciembre.

Gráfico 14. 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 (desde 2007). Para fin de este mes, los agentes encuestados por Citibank esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,58% m/m (Gráfico 14). Por otro lado, en noviembre la inflación mensual volvió a ubicarse por encima de la esperada por el grueso de los analistas.

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros frenaron su tendencia de reducciones y en el mes presentaron leves cambios, mientras que las provenientes de encuestas aumentaron para 2024. Si bien el BEI aumentó para el plazo de

un año, esta dinámica pudo estar explicada por el comportamiento estacional de los TES en UVR y su prima por riesgo inflacionario. Para los demás plazos, las reducciones del BEI pudieron estar asociadas con unas menores primas por riesgo inflacionario. De esta manera, al ajustar por primas y estacionalidad, los BEI presentaron leves cambios durante el periodo analizado, en línea con las expectativas que se extraen del mercado de swaps. En cuanto a las encuestas, el aumento registrado durante el mes pudo responder a riesgos al alza de la inflación, como también a la dinámica que ha tenido la inflación sin alimentos y sus expectativas.

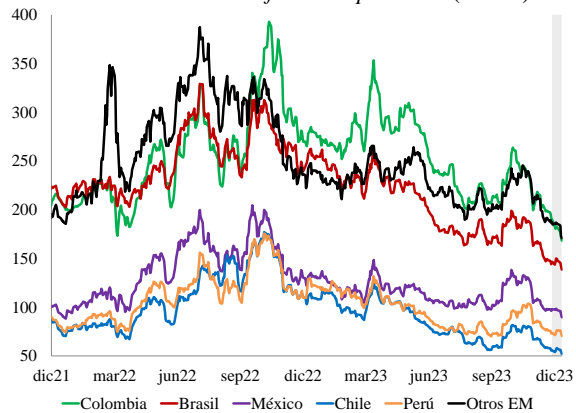
La brecha entre la expectativa de inflación proveniente del mercado de deuda pública y de las encuestas, se mantuvo estable y positiva. Ambas métricas se ubican por encima de la meta del Banrep. A 12 meses las encuestas muestran una expectativa de 5,62% (ant: 5,60%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 5,86% (ant: 5,88%). A 24 meses, la encuesta del Banrep indica una expectativa de 3,80% (ant: 3,90%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 4,96% (ant: 5,01%)⁷.

⁷ A diciembre de 2024, las encuestas indican una expectativa promedio de 5,31% (ant: 5,26%), mientras que el FBEI a 2024 neto de primas se ubica en 6,00% (ant: 6,32%) para el mismo plazo.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

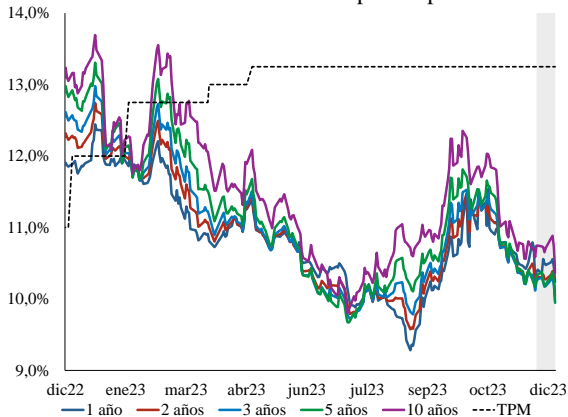
Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se aplanó ante las mayores valorizaciones de los títulos de largo plazo frente a los demás títulos. Las valorizaciones registradas a lo largo de la curva estuvieron en línea con el contexto internacional, caracterizado por unas sendas de política monetaria menos contractivas a nivel global, lo cual favoreció el mayor apetito por riesgo a nivel internacional⁸. Las menores expectativas de política monetaria global estuvieron asociadas con la publicación de las nuevas proyecciones por parte del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), y con la publicación de cifras de inflación que sorprendieron a la baja en la eurozona (Gráficos 15, 16 y 17).

Gráfico 15. Credit Default Swaps Latam (5 años)



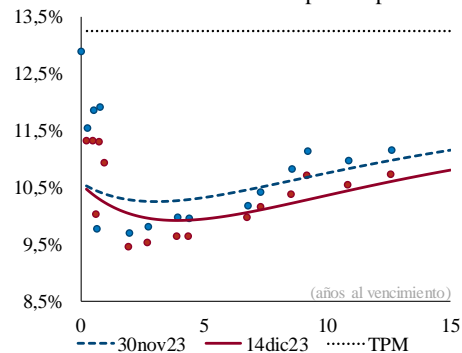
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 16. Tasas cero cupón en pesos



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep. Nota: Si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos.

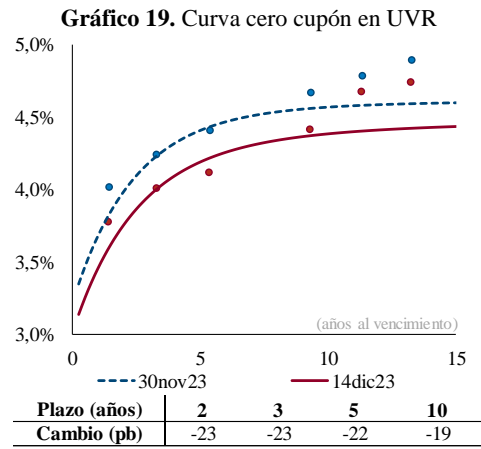
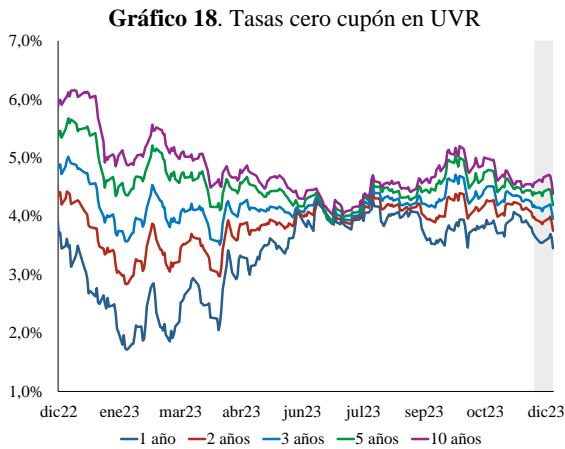
Gráfico 17. Curva cero cupón en pesos



Plazo (años)	2	3	5	10
Cambio (pb)	-23	-30	-36	-38

Los TES denominados en UVR presentaron valorizaciones de magnitud similar a lo largo de toda la curva. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el entorno internacional. A nivel local, estas también se explican por el comportamiento estacional que suelen exhibir estos títulos a finales e inicios de cada año (Gráficos 18 y 19).

⁸ Durante este periodo, el CDS a cinco años disminuyó 21 pb en Colombia, 8 pb en Brasil y México, 4 pb en Chile y 3 pb en Perú. Por su parte, el índice CDX EM (que reúne una muestra de 22 economías emergentes) se redujo 17 pb.



Los inversionistas extranjeros revirtieron su tendencia compradora del mes anterior y presentaron ventas netas por COP 711 miles de millones (mm)⁹, concentradas en el tramo medio de la curva (COP 781 mm)¹⁰. En cuanto a los TES en UVR, vendieron en neto COP 630 mm en el mercado de contado, concentrados en el tramo corto (COP 447 mm)¹¹. Así, acumulan ventas netas por COP 10,7 billones (b) en lo corrido de 2023 en el mercado de contado de TES (Gráfico 20), las cuales representan una reducción del 8,9% de su portafolio a diciembre de 2022. No obstante, se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES (22% del total de TES circulando – ver Gráfico 21). En el Anexo 3 se detallan algunos motivos que han guiado la tendencia de ventas de estos inversionistas en el acumulado del año.

Gráfico 20. Flujos netos de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)

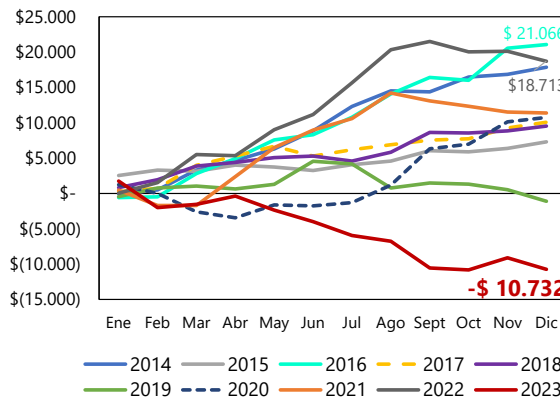
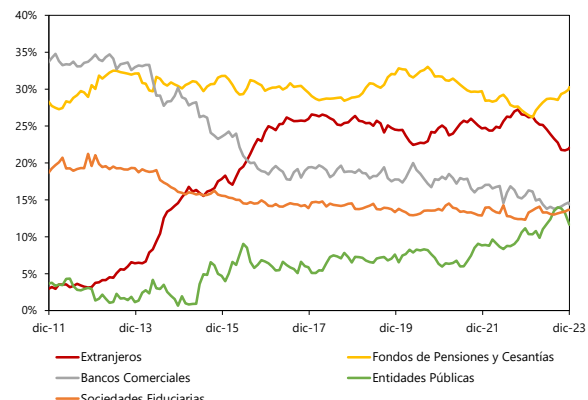


Gráfico 21. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencia del Fonpet



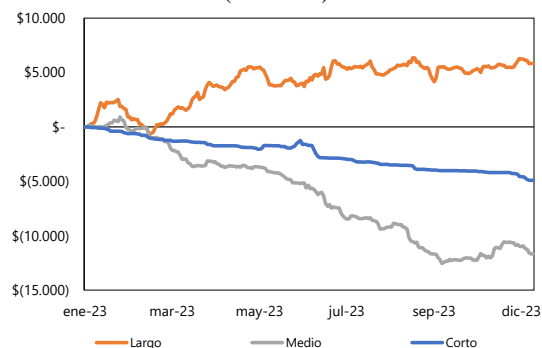
Nota: Excluye la transferencia del portafolio Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al Ministerio de Hacienda (entidades públicas) en abril de 2023. Para poder aproximar cuál sería la variación del portafolio excluyendo el efecto que se generó por la transferencia de los TES en el Fonpet, se realiza un ejercicio en el que se asume que la misma no ocurre y estos saldos se mantienen en los fondos de pensiones locales y en las sociedades fiduciarias

⁹ Con información definitiva de los flujos negociados y liquidados hasta el 11 de diciembre

¹⁰ Durante diciembre, realizaron ventas de estos títulos por COP 166 mm en el tramo corto, y compras por COP 237 mm en el tramo largo de la curva en pesos.

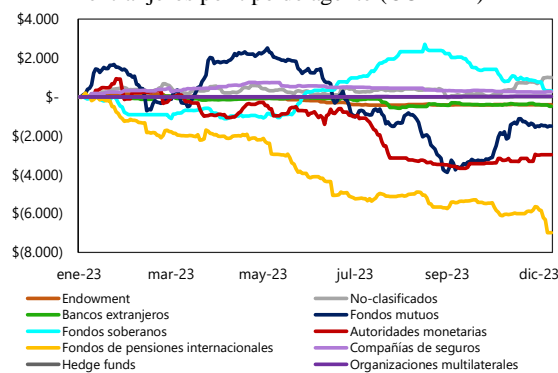
¹¹ En el tramo largo realizaron ventas por COP 183 mm.

Gráfico 22. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES por tramo (COP mm)



Fuente: Banrep.

Gráfico 23. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros por tipo de agente (COP mm)



Fuente: Banrep.

internacionales han realizado ventas por COP 6.983 mm, seguidos de las autoridades monetarias con ventas netas por COP 2.974 mm¹⁴ y los fondos mutuos por COP 1.500 mm. Por el contrario, los fondos soberanos registran compras por COP 313 mm¹⁵.

Los inversionistas extranjeros han aumentado la duración de su portafolio a lo largo del año, toda vez que en el tramo largo de la curva en pesos han acumulado compras netas por COP 5,8 b (Gráfico 22). Así, las ventas en TES de estos agentes se concentran en los tramos corto y medio, en los cuales han vendido COP 4,9 b y COP 11,7 b durante el año, en su orden, lo cual podría estar asociado con expectativas de los extranjeros sobre la senda de inflación en Colombia, de acuerdo con agentes del mercado.

Por tipo de agente extranjero, se observa que los fondos de pensiones internacionales acentuaron sus salidas durante diciembre y los fondos soberanos continuaron disminuyendo sus entradas acumuladas en el año (Gráfico 23). Por el contrario, las autoridades monetarias presentaron algo de entradas. Desde la última reunión de la JDBR, las autoridades monetarias han realizado compras por COP 342 mm¹², mientras que las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales y fondos soberanos por COP 1.156 mm y COP 532 mm¹³. En lo corrido del año, los fondos de pensiones

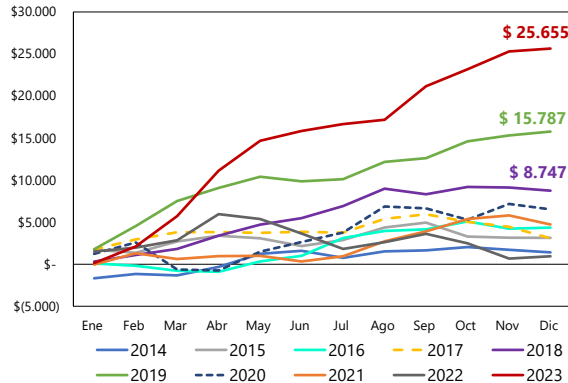
¹² Con información al 14 de diciembre, desde la última JDBR los bancos extranjeros, fondos mutuos, hedge funds, endowment, compañías de seguros, y no-clasificados, han presentado flujos netos por COP -151 mm, COP -94 mm, COP 4 mm, COP 5 mm, COP 13 mm y COP 228 mm, respectivamente.

¹³ En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales (COP -656 mm). Los fondos soberanos, los bancos extranjeros, las autoridades monetarias, las compañías de seguros, los hedge funds, los endowment funds y los fondos mutuos presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -85 mm, COP -20 mm, COP -14 mm, COP -1 mm, COP 4 mm, COP 13 mm, COP 62 mm y COP 185 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR se concentraron en los fondos soberanos (COP -197 mm). Los fondos mutuos, los no-clasificados, los endowment funds y las autoridades monetarias presentaron flujos netos en TES UVR por COP -80 mm, COP -10 mm, COP -7 mm y COP -4 mm, respectivamente.

¹⁴ Con información al 14 de diciembre, en lo corrido del año los bancos extranjeros presentan flujos por COP -487 mm, los endowment funds por COP -403 mm, los hedge funds por COP 16 mm, las organizaciones multilaterales por COP 26 mm, las compañías de seguros por COP 264 mm y los no-clasificados por COP 996 mm.

¹⁵ En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales (COP -6.923 mm). Las autoridades monetarias, los fondos mutuos, los endowment funds, los bancos extranjeros, los fondos soberanos, los hedge funds, las organizaciones multilaterales, las compañías de seguros y los no clasificados presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -1.602 mm, COP -656 mm, COP -385 mm, COP -307 mm, COP -218 mm, COP 16 mm, COP 26 mm, COP 202 mm y COP 1.063 mm. Las ventas en TES UVR se concentraron en las autoridades monetarias (COP -1372 mm). Los fondos mutuos, los bancos extranjeros, los no clasificados, los fondos de pensiones internacionales, los endowment funds, las compañías de seguros y los fondos soberanos presentaron flujos netos en TES UVR por COP -844 mm, COP -180 mm, COP -68 mm, COP -60 mm, COP -19 mm, COP 62 mm y COP 531 mm.

Gráfico 24. Flujos netos de los fondos de pensiones locales en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)

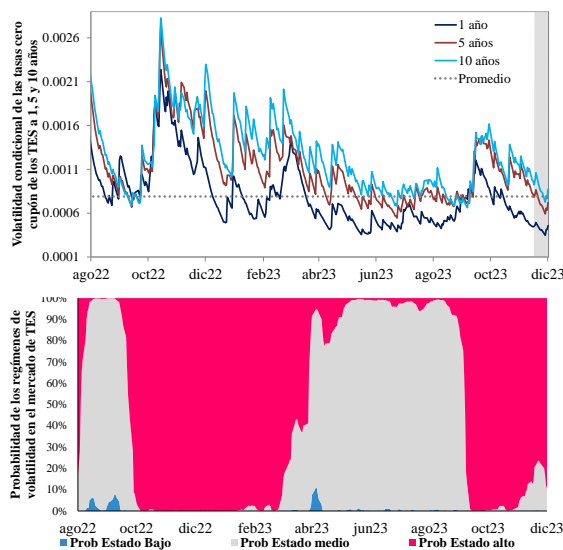


Fuente: Banrep.

En su orden. Así, se mantuvieron como los principales tenedores de TES (30% del total de TES circulando, ver Anexo 3). En lo corrido de 2023, estos agentes han adquirido COP 25,7 b en TES pesos y UVR en el mercado de contado.

Las entidades públicas fueron los mayores vendedores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR por COP 2.390 mm, principalmente en el tramo largo de la curva (COP 1.411 mm).

Gráfico 25. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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

Los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora en diciembre. Desde la última reunión de la JDBR, fueron los mayores compradores de TES en UVR por COP 237 mm, principalmente en el tramo largo de la curva (COP 601 mm). Las compras acumuladas por estos agentes en el año continúan siendo las más grandes desde 2014 (Gráfico 24). Desde la última reunión de la JDBR, los fondos de pensiones locales realizaron ventas netas por COP 46 mm y COP 172 mm en los tramos corto y medio de la curva en pesos, respectivamente. Mientras que en TES en UVR realizaron ventas netas por COP 175 mm y COP 189 mm en los tramos corto y

La volatilidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó para todos los plazos, pero se mantienen con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad alto, al tiempo que la liquidez presentó una mejora frente al mes anterior. La volatilidad promedio de las tasas en el mercado de TES en pesos descendió para todos los plazos, y permanece en un estado de volatilidad alto, aunque con una menor probabilidad frente a lo observado el mes anterior (Gráfico 25). Por su parte, los indicadores de liquidez muestran una mejora para los TES en pesos y UVR, frente a lo registrado en octubre¹⁶. Pese a que estos indicadores aún sugieren niveles de liquidez inferiores a los registrados previo a la pandemia del Covid-19, estos se encuentran por encima de los registrados durante los primeros días de la pandemia. La afectación de los indicadores de liquidez y volatilidad es una dinámica común a los mercados desde 2020 (Anexo 2 - Gráficos 26 al 29).

¹⁶ Al 14 de diciembre los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 6,0 pb para los TES en pesos y 4,4 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 6,7 pb y 6,5 pb observados durante noviembre, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos se redujo levemente de COP 134,3 mm a COP 132,7 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR lo hizo de COP 101,8 mm a COP 100,7 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).

Gráfico 26. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)

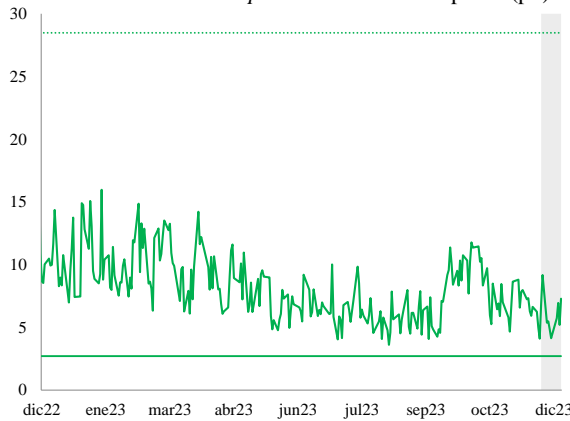
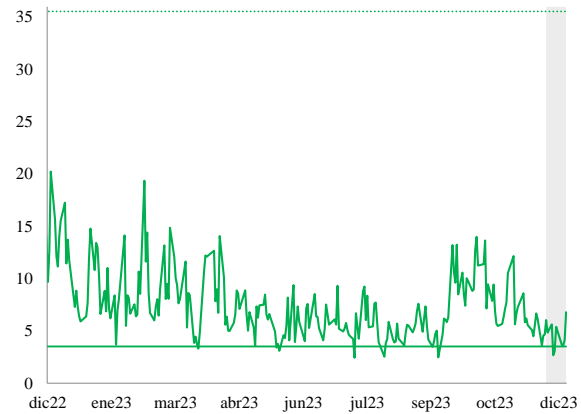


Gráfico 27. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



Fuente y Cálculos: Banrep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A los títulos sin posturas se le asigna el máximo *bid-ask* del día para los títulos que presentaron posturas. Las líneas punteadas corresponden al promedio durante los primeros días de la pandemia del Covid-19 (marzo de 2020). Las líneas rectas sólidas corresponden al promedio de los cinco años prepandemia.

Gráfico 28. Profundidad promedio TES en pesos

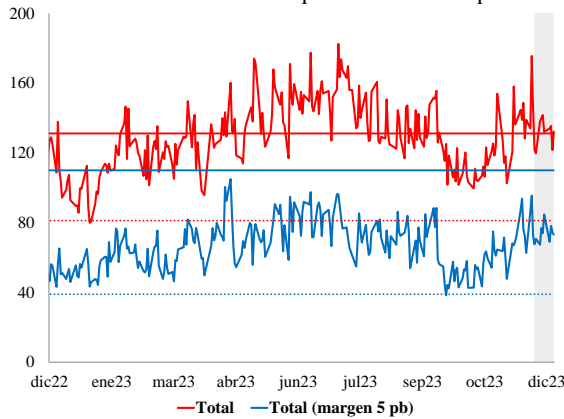
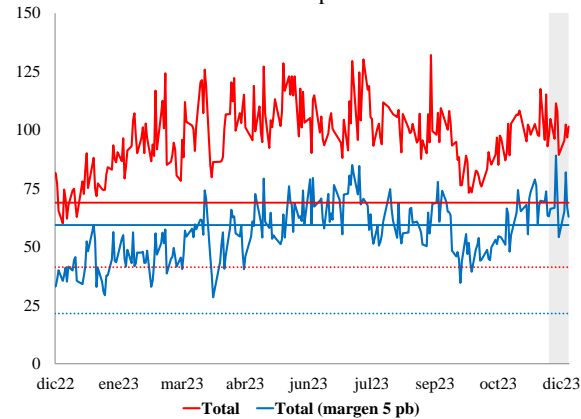


Gráfico 29. Profundidad promedio TES en UVR



Fuente y Cálculos: Banrep. Las cifras están en miles de millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total del mercado y las mejores posturas (en tasa) dentro de un rango de +/- 5 pb. Total: promedio de todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. Los títulos sin posturas tienen una profundidad de 0. Las líneas punteadas corresponden al promedio durante los primeros días de la pandemia del COVID-19 (marzo de 2020). Las líneas rectas sólidas corresponden al promedio de los cinco años prepandemia.

La curva de los TES en pesos se aplanó, mientras que la de los TES denominados en UVR se empinó. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años disminuyó 14 pb, hasta 32 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y aumentó 5 pb, hasta 63 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 30 y 31).

Gráfico 30. Pendiente curva TES pesos (10-2 años, pb)

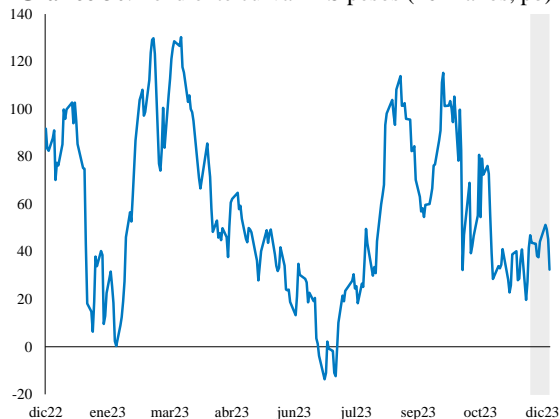
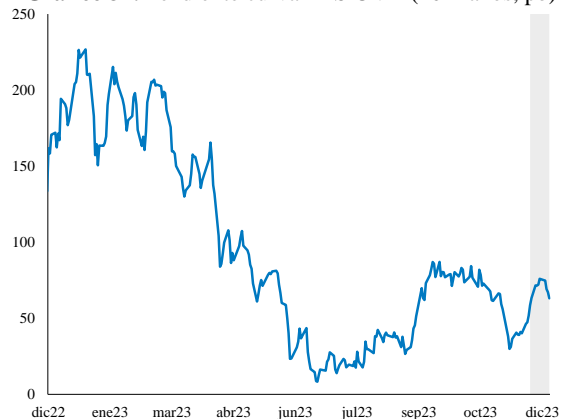


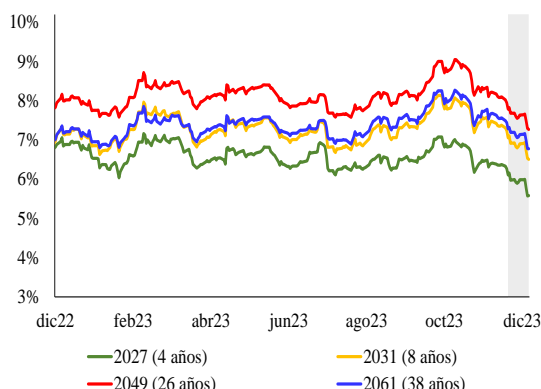
Gráfico 31. Pendiente curva TES UVR (10-2 años, pb)



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

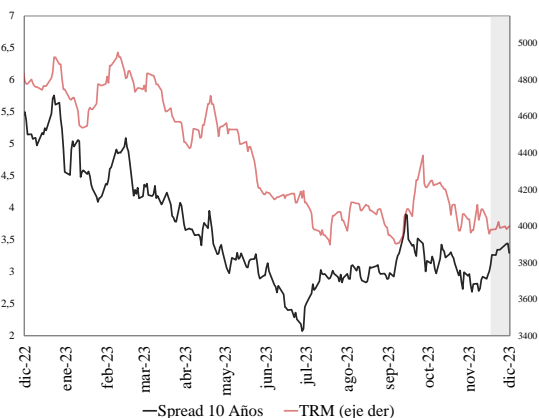
Las tasas de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares disminuyeron y su diferencia con la tasa de los títulos locales aumentó durante el período. Desde el 30 de noviembre, las tasas de los títulos con vencimientos a 4, 8, 26 y 38 años presentaron variaciones de -57 pb, -60 pb, -56 pb y -55 pb, respectivamente (Gráfico 32). El margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) aumentó 19 pb durante el período, debido a las menores valorizaciones de la deuda local frente a la denominada en moneda extranjera del tramo largo (Gráfico 33).

Gráfico 32. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

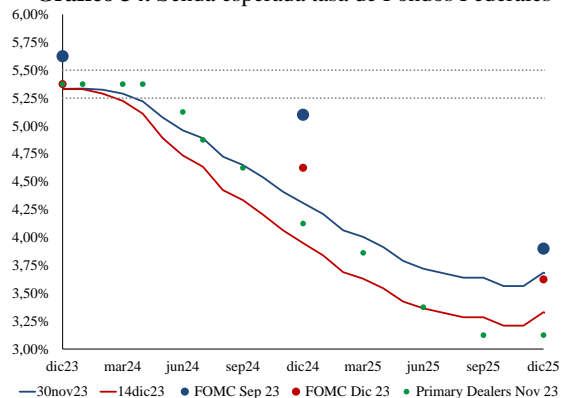
Gráfico 33. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

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

Gráfico 34. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

Las expectativas del mercado de futuros sobre la tasa de los Fondos Federales disminuyeron con respecto a noviembre. El mercado adelantó del segundo al primer trimestre de 2024 sus expectativas de un primer recorte de tasas. Además, descuentan 3 recortes de tasas en el año. Lo anterior contrasta con las proyecciones del FOMC de septiembre, en donde estimaban 2 recortes de 25 pb cada uno durante 2024 (Gráfico 34).

En esta misma línea, el CME¹⁷ muestra que el rango más probable de tasas de los fondos federales disminuyó para

diciembre de 2024. Según esta entidad, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre de 2024 es el rango entre 3,75% y 4,00% (probabilidad del 37%), el cual es seguido por el rango entre 3,50% y 3,75% (probabilidad de 28%, Cuadro 2).

Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2024

	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00%	4,00%-4,25%	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%	4,75%-5,00%	5,00%-5,25%
30nov23	0%	4%	17%	29%	28%	16%	5%	1%
14dic23	4%	28%	37%	22%	7%	1%	0%	0%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

Tras su reunión del 13 de diciembre, el FOMC mantuvo el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales en 5,25% - 5,5%. Por otro lado, la Reserva Federal actualizó sus proyecciones económicas.

¹⁷ Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.

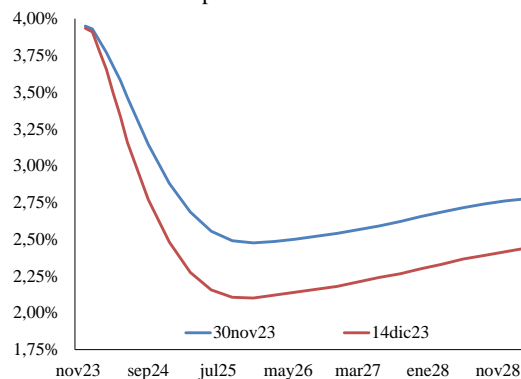
En estas se evidencia una mejora de las perspectivas de la actividad económica y un descenso de las de inflación, frente a sus estimaciones de septiembre (Cuadro 3).

Cuadro 3. Mediana de las proyecciones del FOMC (diciembre de 2023)

		Tasa de crecimiento económico	Tasa de desempleo	Inflación PCE	Inflación PCE núcleo	Tasa de los Fondos Federales
2023	sep-23	2,1%	3,8%	3,3%	3,7%	5,6%
	dic-23	2,6% ▲	3,8% ▬	2,8% ▼	3,2% ▼	5,4% ▼
2024	sep-23	1,5%	4,1%	2,5%	2,6%	5,1%
	dic-23	1,4% ▼	4,1% ▬	2,4% ▼	2,4% ▼	4,6% ▼
2025	sep-23	1,8%	4,1%	2,2%	2,3%	3,9%
	dic-23	1,8% ▬	4,1% ▬	2,1% ▼	2,2% ▼	3,6% ▼
Largo Plazo	sep-23	1,8%	4,0%	2,0%	-	2,5%
	dic-23	1,8% ▬	4,1% ▲	2,0% ▬	-	2,5% ▬

Fuente: FOMC. Las proyecciones de las tasas de crecimiento económico y de inflación se presentan como variaciones anuales. Las proyecciones de la tasa de desempleo se presentan para el promedio del último trimestre de cada año, mientras que las de la tasa de los Fondos Federales se presentan para fin de cada año.

Gráfico 35. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

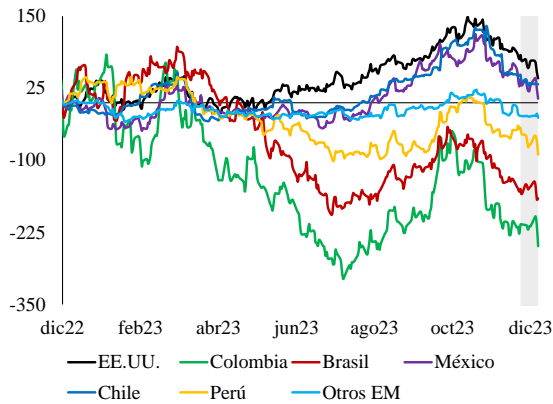
En Europa el mercado de futuros de la tasa Euribor descuenta una senda de política monetaria de mediano plazo menos contractiva que la descontada a finales de noviembre. Además, el mercado espera un primer recorte de las tasas del BCE durante el primer trimestre de 2024. (Gráfico 35, Anexo 5).

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

La curva de Tesoros de EE. UU. continuó aplanándose ante valorizaciones de los títulos de largo plazo, superiores a las de los títulos de los demás tramos. Las valorizaciones de largo plazo continuaron estando asociadas con una reducción de la prima a término (Gráfico A4.4), la cual pudo estar explicada por: *i*) correcciones frente al aumento importante que presentó esta prima durante octubre; y *ii*) la publicación de cifras económicas que comienzan a evidenciar menores datos de inflación y una desaceleración de la actividad económica, lo cual soporta expectativas de una senda de política monetaria menos contractiva en EE. UU. Estas expectativas también se vieron favorecidas por la publicación del *dot plot* del FOMC, tras su reunión de diciembre, en el cual se evidenció que la mediana de sus miembros espera tres recortes (de 25 pb cada uno) de la tasa objetivo de los Fondos Federales durante 2024, al tiempo que redujeron sus proyecciones de inflación para los próximos años.

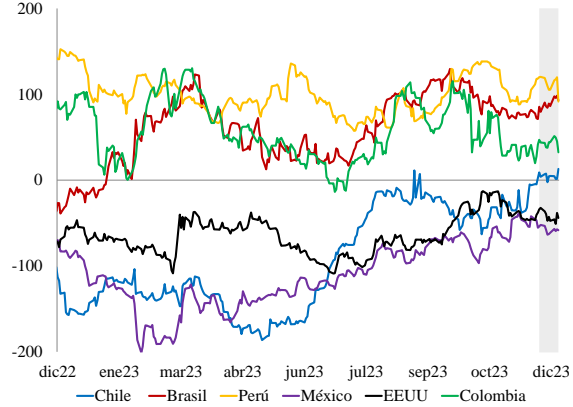
La mayoría de los títulos de deuda pública de la región se valorizó en todos sus tramos y las pendientes de sus curvas presentaron un comportamiento mixto. Este comportamiento estuvo acorde con el desempeño de la mayoría de los títulos de deuda pública a nivel global, y con la menor aversión al riesgo internacional. En cuanto a las pendientes, estas disminuyeron 26 pb en Perú (hasta un nivel de 92 pb) y 13 pb en EE. UU. (-44 pb), se mantuvieron relativamente estables en Chile (5 pb) y México (-58 pb), y aumentó 9 pb en Brasil (94 pb) (Gráficos 36 a 38 y Anexo 4).

Gráfico 36. Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE. UU.



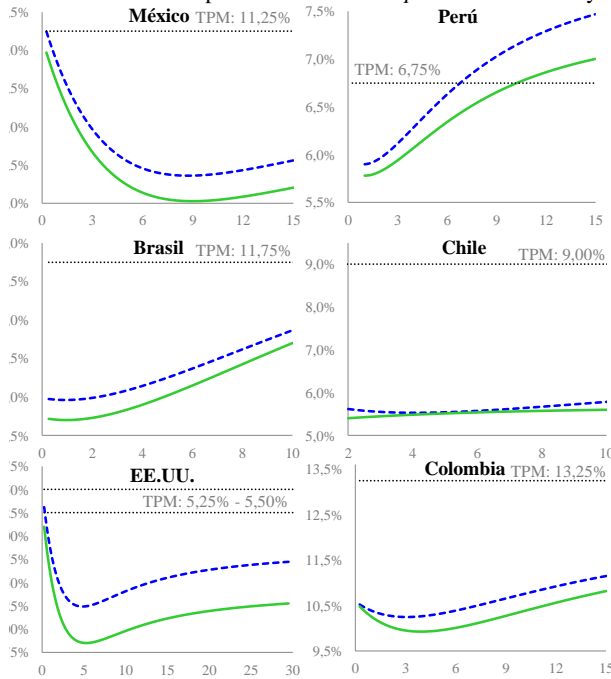
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: Banrep. Cambios (pb) desde el 1 de diciembre de 2022.

Gráfico 37. Pendiente 10 años - 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

Gráfico 38. Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE. UU. desde la última reunión de la JDBR



Nota: Si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos.

	EVOLUCIÓN POR TRAMOS			Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-29	-31	-34	0
Perú	-14	-25	-40	-25
Brasil	-26	-23	-17	-50
Chile	-21	-2	-18	0
EEUU	-30	-38	-43	0
Colombia	-23	-36	-38	0

	EVOLUCIÓN POR TRAMOS 3 MESES			Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-60	-62	-58	0
Perú	-22	0	-2	-75
Brasil	-43	-34	-59	-150
Chile	-54	-23	-17	-50
EEUU	-55	-42	-25	0
Colombia	-21	-59	-43	0

	CAMBIOS OBSERVADOS		
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	-31	-5	0
Perú	-26	-26	3
Brasil	-22	9	-4
Chile	-14	3	35
EEUU	-37	-13	-5
Colombia	-32	-14	-12

30-nov-23

14-dic-23

Fuente: Bloomberg. Cálculos: DOAM
* Curvas calculadas mediante la metodología de Nelson & Siegel.

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

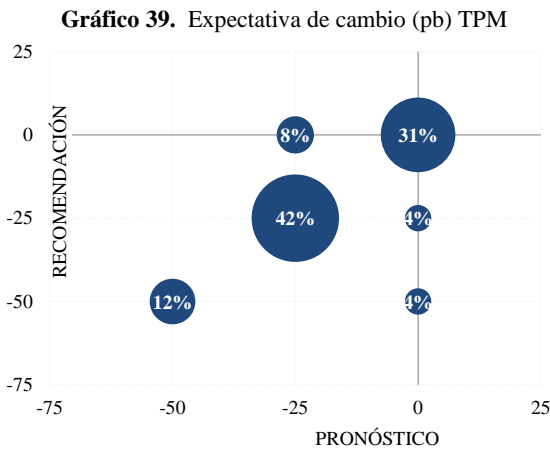
Las encuestas indican que la mayoría de los agentes se encuentran divididos entre un recorte de 25 pb o que la TPM se mantenga inalterada en diciembre. Primero, según la EME¹⁸, la mediana señala una tasa esperada de 13,25% en diciembre (desviación estándar de 17 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera¹⁹ (EOF), el 48% de los encuestados descuenta una reducción de

¹⁸ Datos recolectados entre el 11 y el 13 de diciembre.

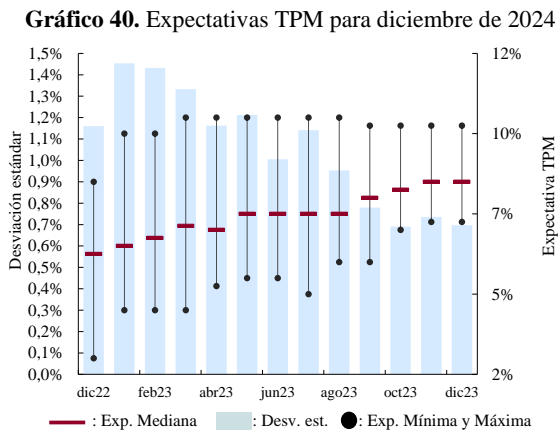
¹⁹ Publicada el 19 de diciembre con información recolectada entre el 11 y el 15 del mismo mes.

25 pb, el 44% espera que la TPM se mantenga inalterada, mientras que el 8% restante proyecta una disminución de 50 pb. Por su parte, de las 15 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg²⁰, 9 esperan un recorte de 25 pb, mientras que las 6 entidades restantes proyectan que la TPM se mantenga estable en diciembre. Por último, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank²¹, de las 26 entidades encuestadas el 42% espera y recomienda que la TPM disminuya 25 pb en diciembre; un 31% espera y recomienda que permanezca inalterada; un 12% espera y recomienda que disminuya 50 pb; un 8% espera que disminuya 25 pb, pero recomienda que no presente cambios; un 4% espera que permanezca inalterada, pero recomienda que disminuya 25 pb; y el 4% restante espera que permanezca inalterada, pero recomienda que disminuya 50 pb. La desviación estándar de las expectativas disminuyó de 0,22% en noviembre a 0,17% en diciembre (Gráfico 39 y Anexo 1).

Por su parte, en el Gráfico 40 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2024 de acuerdo con la encuesta de Citibank, en la cual se observa que entre noviembre y diciembre la tasa mediana esperada se mantuvo estable en 8,00%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 0,74% a 0,70%.



Fuente: Citibank.

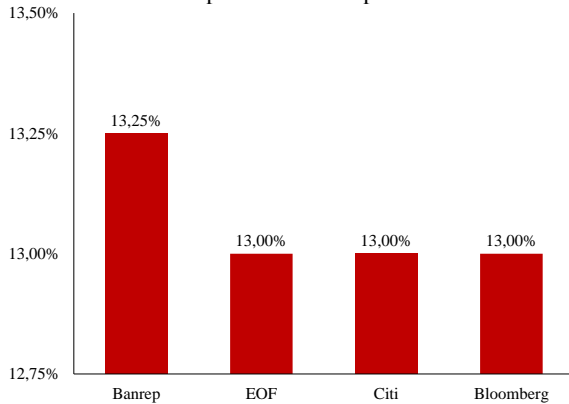


Fuente: Citibank.

²⁰ Datos recolectados al 15 de diciembre.

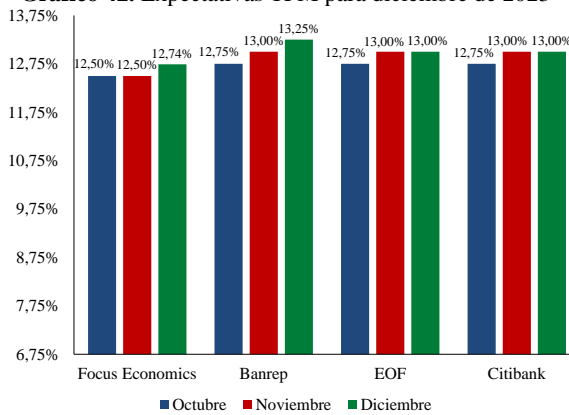
²¹ Publicada el 14 de diciembre.

Gráfico 41. Expectativas TPM próxima reunión



Fuente: Banrep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del Banrep se realizó entre el 11 y el 13 de diciembre. La EOF se publicó el 19 de diciembre con datos recolectados entre el 11 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 14 de diciembre. Los datos de Bloomberg se tomaron con información hasta el 15 de diciembre.

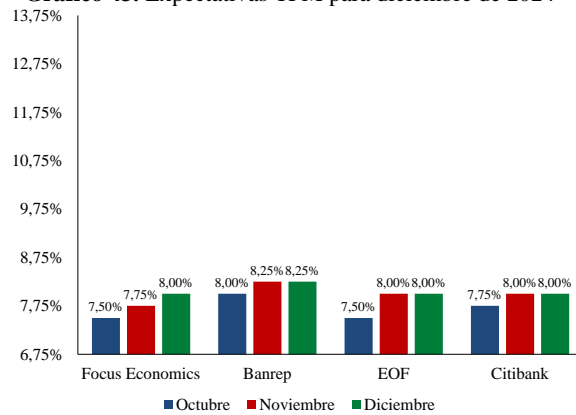
Gráfico 42. Expectativas TPM para diciembre de 2023



Fuente: Focus Economics, Banrep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 5 de diciembre, con encuestas realizadas entre el 28 de noviembre y el 3 de diciembre. La encuesta del Banrep se realizó entre el 11 y el 13 de diciembre. La EOF se publicó el 19 de diciembre con datos recolectados entre el 11 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 14 de diciembre.

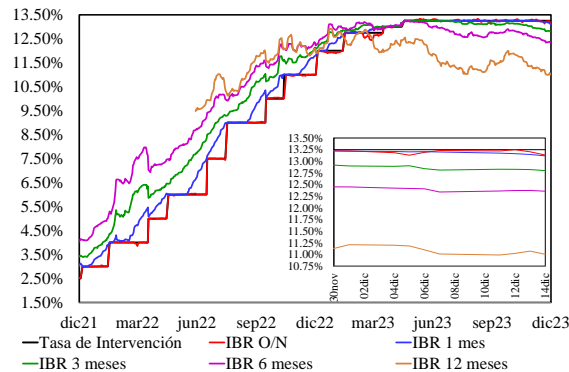
Las encuestas evidencian expectativas de política monetaria levemente superiores a las observadas el mes previo para finales de 2023 y 2024. En los Gráficos 41, 42 y 43 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y para las de diciembre de 2023 y 2024. En estas se observa que: *i)* los agentes se encuentran divididos entre quienes esperan un recorte de 25 pb en diciembre, y quienes estiman que la TPM se mantendrá inalterada; *ii)* el promedio de las encuestas para el cierre de 2023 aumentó de 12,88% a 13,00%; y *iii)* el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 aumentó de 8,00% a 8,06%.

Gráfico 43. Expectativas TPM para diciembre de 2024



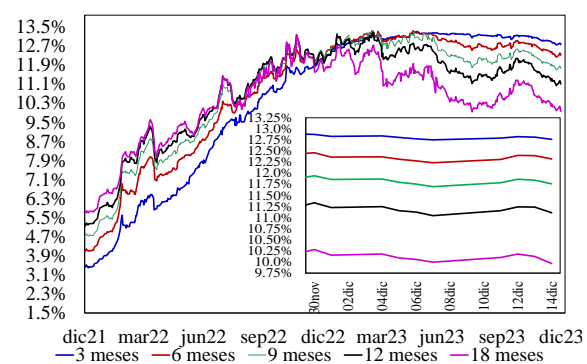
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses cayeron ante expectativas del inicio de recortes de la TPM en la reunión de diciembre de 2023. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 14 de diciembre las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses cayeron 12 pb, 9 pb, 13 pb, 18 pb, 22 pb y 31 pb, respectivamente (Gráficos 44 y 45).

Gráfico 44. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. **Cálculos:** Banrep.

Gráfico 45. Tasas OIS

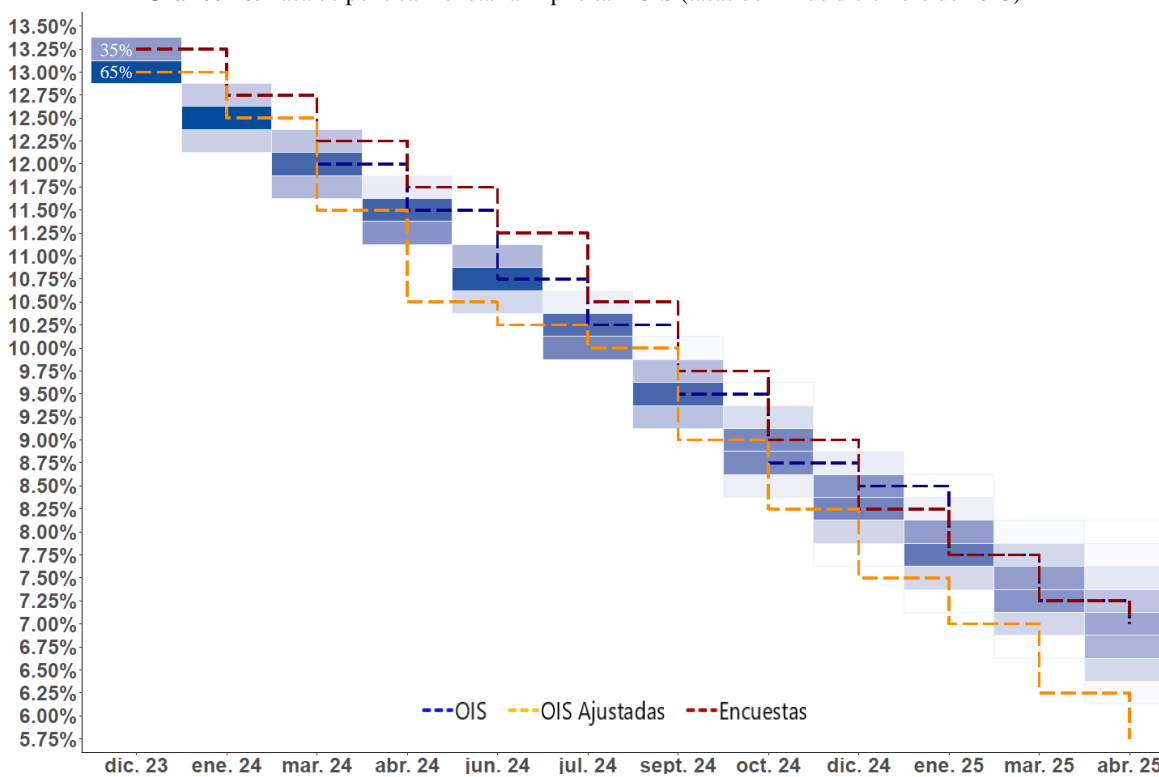


Fuente: Banrep. **Cálculos:** Banrep.

Las tasas del mercado OIS descuentan con mayor probabilidad una reducción de la TPM de 25 pb en la reunión de diciembre de 2023. Las tasas del mercado OIS presentaron un comportamiento

mixto durante lo corrido del mes, pero en promedio cerraron a la baja. Los movimientos al alza ocurrieron después de conocerse el dato de inflación, que, aunque la variación anual de los precios presentó una reducción, la inflación sin alimentos presentó un incremento que sorprendió al mercado. Según algunos agentes del mercado, la dinámica de la inflación sin alimentos puede dar señales a la estabilidad de la TPM. Tras finalizar la reunión de la FED y conocerse la actualización de sus proyecciones, las tasas recuperaron su tendencia a la baja. Así, el 14 de noviembre el mercado descuenta con una probabilidad del 65%²² una reducción de la TPM de 25 pb en la reunión de diciembre, cerrando 2023 con una tasa de 13,00% (anterior: 13,00%). Para 2024 se esperan reducciones de alrededor de 450 pb, de tal forma que en diciembre de 2024 la TPM se ubicaría en 8,50% (anterior: 8,75%). Por otra parte, la senda de TPM esperada por los analistas se ubica 25 pb por encima de las expectativas del mercado OIS, la menor diferencia entre estas expectativas está en línea con correcciones en la incertidumbre de la TPM²³, la cual se ubicaba en niveles altos en los meses anteriores (Gráfico 46 y 47).

Gráfico 46. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 14 de diciembre de 2023)

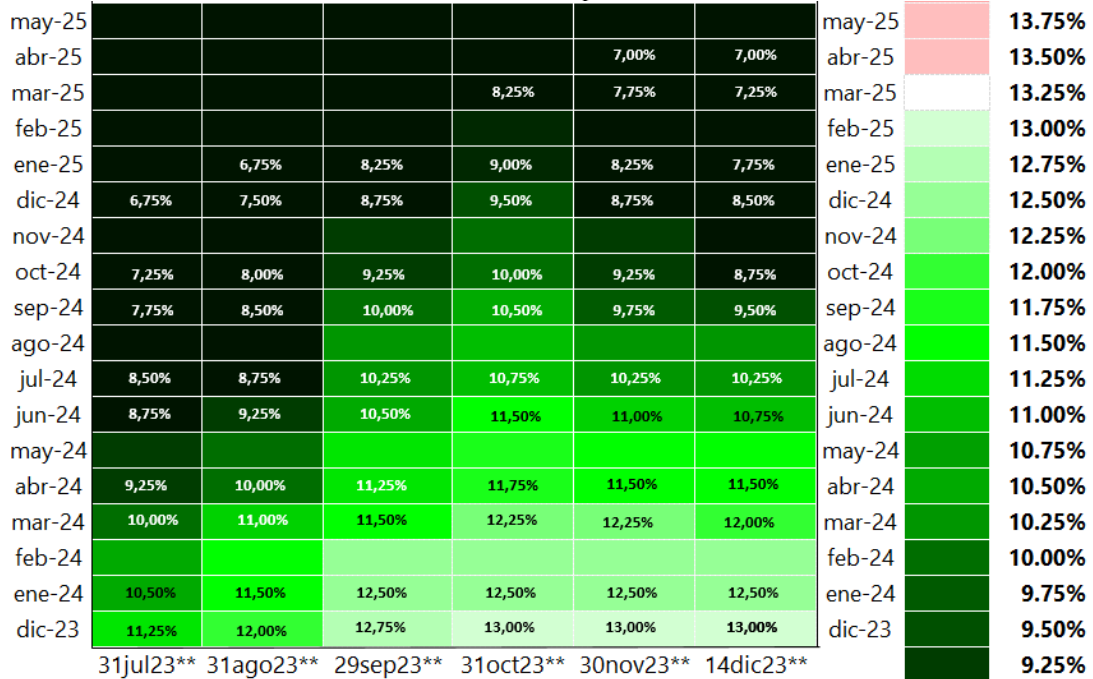


Nota: En diciembre de 2023 las tasas OIS ajustadas asignan una probabilidad de 65% a una reducción de 25 pb en diciembre y de 35% a estabilidad de tasas.

²² Según los contratos Forward Rate Agreement sobre la TPM que se negocian en el exterior, el escenario más probable es que la TPM se mantenga inalterada.

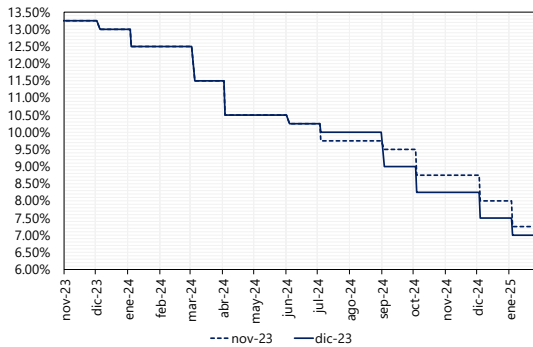
²³ Medida por la desviación estándar de las cotizaciones de la IBR, la desviación estándar de las expectativas de TPM y la volatilidad implícita de las tasas OIS (Anexo 6).

Gráfico 47. Evolución de expectativas TPM – OIS



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

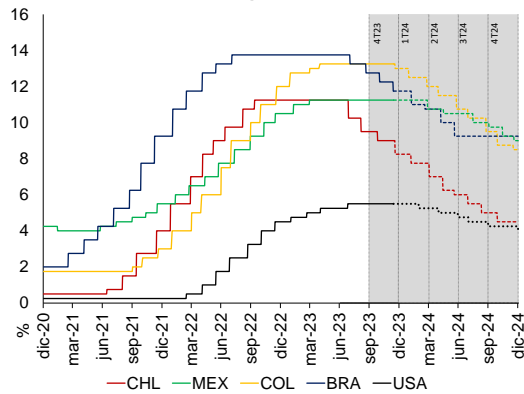
Gráfico 48. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 30 de noviembre y 14 de diciembre

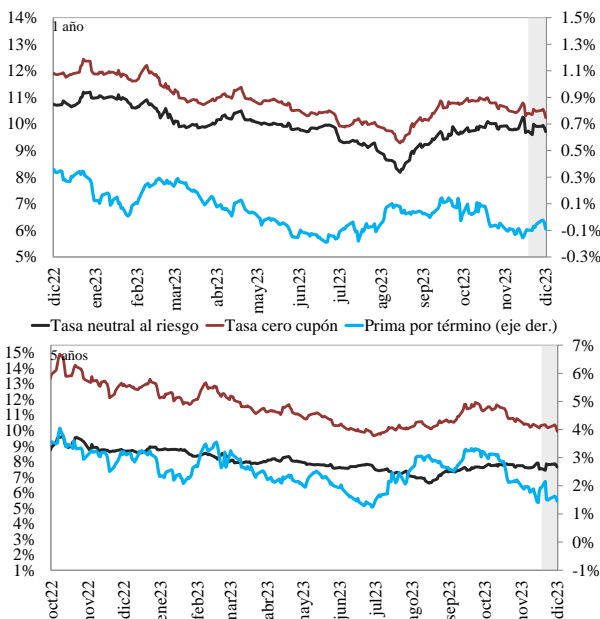
La expectativa de TPM ajustada por la prima a término del mercado OIS continúa descontando una primera reducción en diciembre de 25 pb. Para 2024 estas expectativas descuentan una menor tasa a la esperada en el mes de noviembre. En el Gráfico 48 se presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los días 30 de noviembre y 14 de diciembre de 2023. Según esta medida las expectativas para diciembre de 2023 y a diciembre de 2024 se ubicaron en 13,00% (ant: 13,00%) y 7,50% (ant: 8,00%), respectivamente.

Gráfico 49. Expectativas de TPM en los países de la región.



Fuente: Bloomberg. Cálculos propios.

Gráfico 50. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

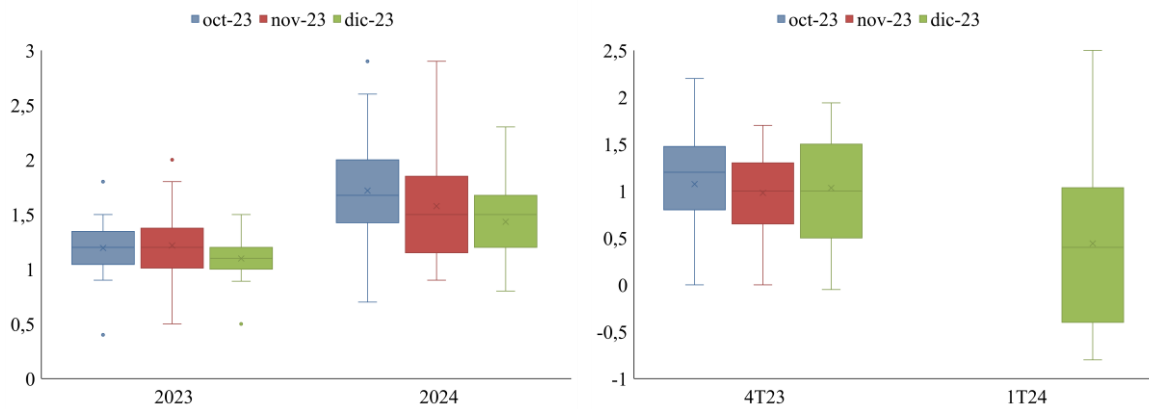
Los mercados OIS continúan vislumbrando reducciones de la TPM para los países de la región en el 2024 (Gráfico 49). En la última reunión del año, el Banco Central de Brasil recortó su TPM en 50 pb (11,75%) y el Banco de México la mantuvo inalterada (11,25%). Se espera que en la última reunión del año el Banco Central de Chile baje su tasa de intervención en 75 pb (9,00%). Además, se anticipa que la política de reducción de TPM en los países de la región se mantenga durante 2024.

La disminución de las tasas de los TES en pesos se puede explicar por reducciones en las tasas neutras al riesgo, en línea con el ajuste de las expectativas de TPM a un año, y una menor prima a término. En el Gráfico 50 se presentan estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutras al riesgo promedio cayeron 6 pb y 25 pb a 1 y 5 años respectivamente, y se ubicaron en 9,71% y 7,65%, en su orden. Por su parte, la prima a término a un año (-0,09%) subió 2 pb y a 5 años (2,46%) cayó 47 pb en línea con los CDS.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento de la economía colombiana disminuyeron para 2023 y se mantuvieron estables para 2024. De acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para 2023 de 1,2% a 1,1%, y las mantuvieron para el 2024 y el 4T23 en 1,5% y 1,0%, respectivamente. Para el 1T23 los analistas proyectan un crecimiento de 0,4% (Gráfico 51). Por otro lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la expectativa de crecimiento disminuyó para 2023 de 1,10% a 1,06%, y para 2024 de 1,50% a 1,38%.

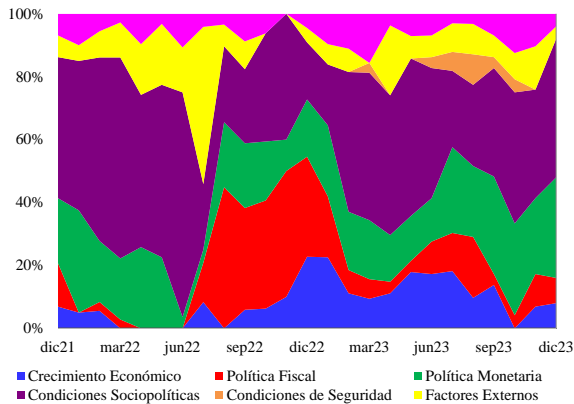
Gráfico 51. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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

Los analistas esperan valorizaciones de los TES y el MSCI COLCAP durante los próximos tres meses. Los analistas esperan que los TES que vencen en 2028 y 2032 se valoricen 68 pb y 58 pb, respectivamente²⁴ (desviaciones estándar de 50 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se valorice casi 2%, mientras que a 12 meses esperan una valorización superior al 4% (desviaciones estándar de 8% y 12, respectivamente%).

Gráfico 52. 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. El 44% de los encuestados señaló las condiciones sociopolíticas (ant: 35%, var: 9 pp) como el factor más relevante, el 32% resaltó la política monetaria (ant: 24%; var: 8 pp), el 8% el crecimiento económico (ant: 7%, var: 1 pp), otro 8% la política fiscal (ant: 10%; var: -2 pp), el 4% los factores externos (ant: 14%; var: -10 pp), mientras que el 4% restante señaló otros factores (ant: 10%; var: -6 pp, Gráfico 52). Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas macroeconómicas del mercado

para otros países.

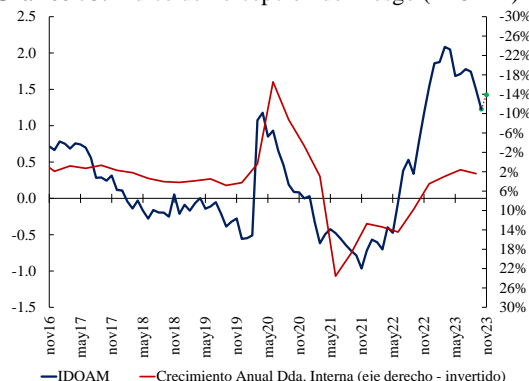
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos preliminares de noviembre, el IDOAM sugiere un deterioro de las condiciones financieras. La caída de este indicador se da ante el aumento los spreads de las tasas de la cartera preferencial, consumo y tesorería frente a las tasas de los TES, los cuales fueron levemente compensados por las reducciones en la volatilidad del mercado accionario y de TES. El alto nivel del indicador se mantiene ante el mayor valor de los spreads de las tasas mencionadas arriba, como también a los altos niveles de las expectativas de inflación frente a la meta del Banco (Gráfico 53).

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.

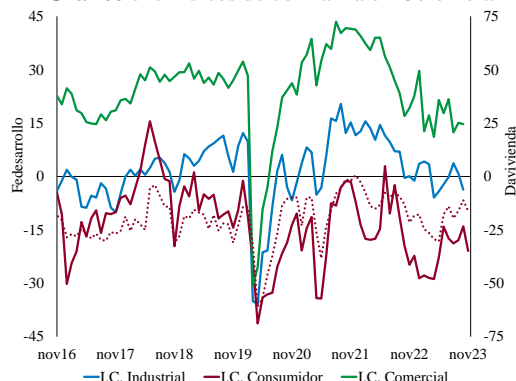
Los indicadores de confianza del consumidor presentaron un deterioro en noviembre. El indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, disminuyó en noviembre (obs: -20,9%; ant: -14,0%), como consecuencia de unas expectativas más pesimistas, las cuales fueron parcialmente compensadas por una percepción menos desfavorable de las condiciones económicas (Gráfico 54). Asimismo, la serie desestacionalizada disminuyó al pasar de -20,1% a -24,8% (Gráfico 55). Además, la confianza del consumidor estimada por Davivienda también presentó una reducción durante el mes pasado (obs: -16,2%; ant: -11,1%).

Gráfico 53. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



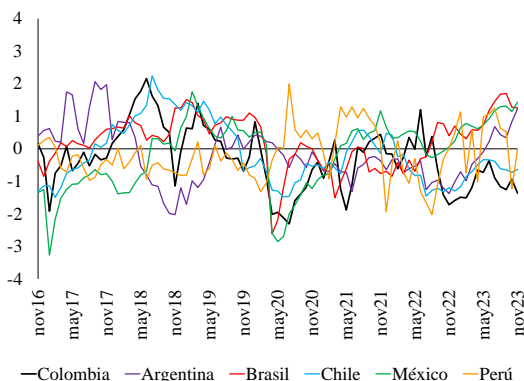
Fuentes: Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC, **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible. **Nota:** Se usa la volatilidad implícita promedio de los TES a 1, 5 y 10 años extraída de un modelo GARCH(1,1)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

Gráfico 54. Índices de confianza en Colombia



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

Gráfico 55. Índices de confianza de Latinoamérica* (desviaciones estándar con respecto a la media)**



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

El indicador de confianza desestacionalizado aumentó para Perú, Argentina y México, y disminuyó para los demás países de la muestra entre octubre y noviembre. Colombia fue el país que registró el mayor descenso y continúa siendo el país con el nivel más bajo en este indicador. El Gráfico 55 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Los indicadores de Colombia, Chile y Perú se encuentran por debajo de su media histórica, a diferencia de los demás países.

La volatilidad implícita en las opciones de índices bursátiles (Vix y Vstox) continuó disminuyendo, mientras que la implícita en las opciones sobre Tesoros (Move) aumentó. El Vix^{27} y el $Vstox^{28}$ continuaron disminuyendo durante el periodo de análisis hasta alcanzar niveles no observados desde inicios de 2020. Si bien este comportamiento pudo estar asociado con el buen desempeño del mercado accionario en EE. UU. y Europa durante los últimos meses, varios analistas

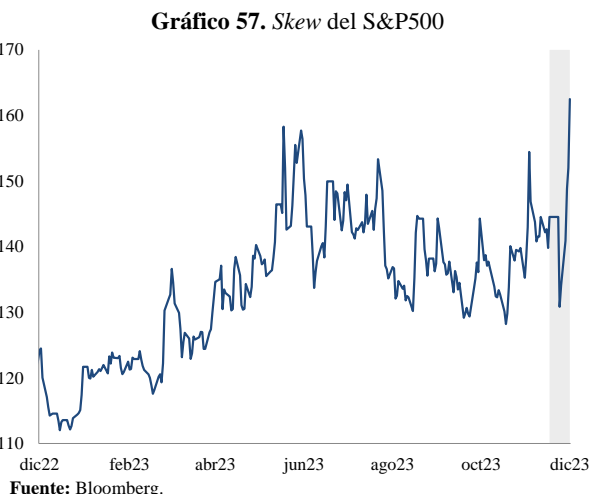
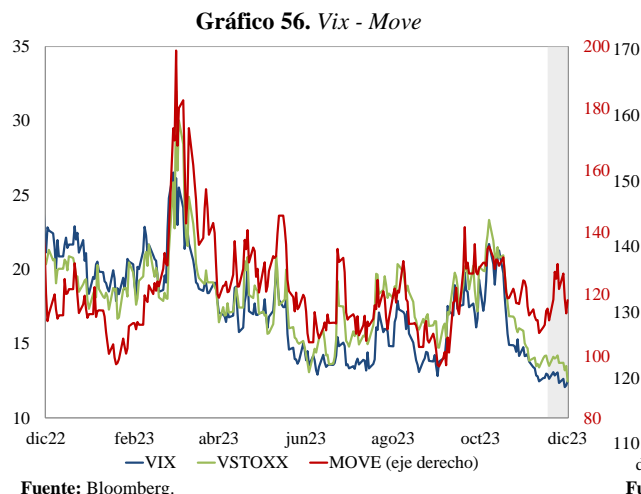
²⁵ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

²⁶ Instituto Brasileiro de economía

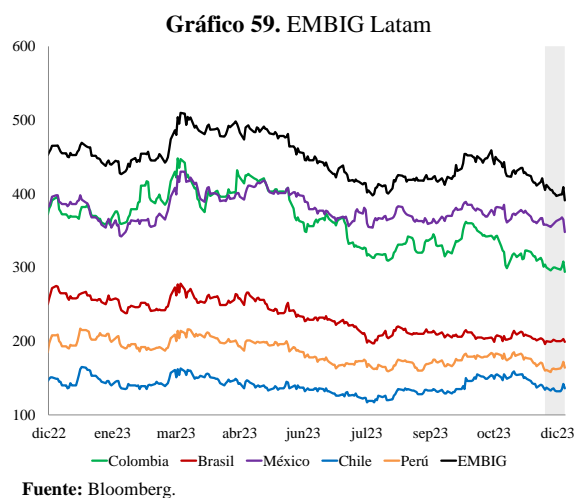
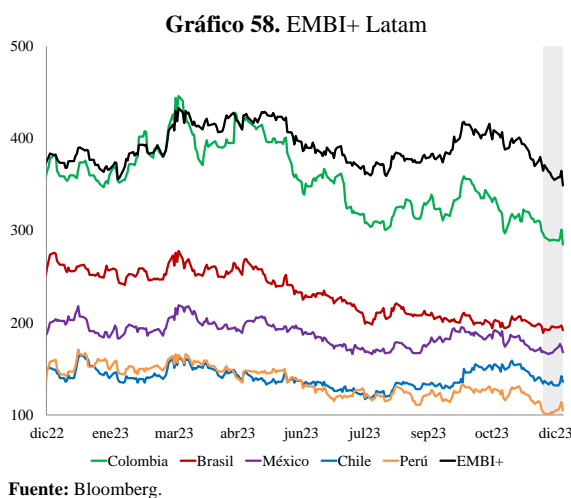
²⁷ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice $S\&P\ 500$.

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

coinciden en la posible conjunción de una serie de factores técnicos²⁹ que podrían estar presionando los niveles de estos indicadores a la baja. Por el contrario, el *Move*³⁰ aumentó y se mantuvo en niveles elevados ante la continua incertidumbre frente al ritmo de recortes por parte de la Reserva Federal a partir del próximo año (Gráfico 56). Por su parte, el *Skew*³¹ corrigió al alza de manera importante, ante el desempeño sobresaliente del S&P 500 durante lo corrido de diciembre (Gráfico 57).



Finalmente, el EMBI³² presentó leves variaciones en Latinoamérica, excepto en Colombia y México donde se redujo, en línea con lo observado a nivel global. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) disminuyó 12 pb (10 pb) en Colombia y 1 pb (10 pb) en México, mientras que aumentó 3 pb (3 pb) en Brasil, 2 pb (corresponde al EMBIG) en Chile y 2 pb (4 pb) en Perú (Gráficos 58 y 59).



²⁹ Dentro de estos se destacan: i) la sobreoferta de derivados sobre acciones (por ejemplo, como parte de las estrategias *covered-call*, las cuales han venido ganando popularidad durante los últimos años) presionan a la baja sus precios y por ende su volatilidad implícita; y ii) la baja correlación entre las acciones que hacen parte de estos índices bursátiles, lo que implica que los movimientos de algunas acciones sean compensados por movimientos en sentido contrario de otras, disminuyendo la volatilidad agregada de los índices.

³⁰ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

³¹ El *Skew* es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del S&P 500, de forma tal que un incremento del *Skew* -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

³² Information has been obtained from sources believed to be reliable, but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 15 de diciembre		
Empresa	Estimación	Fecha
1 Acciones y Valores	13,25%	15/12/2023
2 Alianza Valores	13,00%	8/12/2023
3 Barclays Capital	13,00%	14/12/2023
4 Bloomberg Economics	13,00%	14/12/2023
5 BofA Securities	13,25%	10/12/2023
6 Capital Economics	13,00%	14/12/2023
7 Davivienda	13,25%	14/12/2023
8 Itaú Colombia	13,25%	14/12/2023
9 JP Morgan Securities	13,00%	14/12/2023
10 Mapfre Seguros Generales de Colombia	13,00%	14/12/2023
11 Pacífico Research	13,25%	14/12/2023
12 Positiva Compañía de Seguros	13,00%	10/12/2023
13 Santander US Capital Markets	13,00%	13/12/2023
14 UBS Securities	13,00%	14/12/2023
15 Universidad Jorge Tadeo Lozano	13,25%	9/12/2023
Tasa	Obs.	Prob.
13,00%	9	60%
13,25%	6	40%
Tasa esperada ponderada	13,10%	

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	13,25%	13,25%
Alianza	13,00%	13,00%
Asobancaria	13,00%	13,00%
Axa Colpatria	12,75%	12,75%
Banco Agrario	13,25%	13,25%
Banco de Bogotá	13,25%	12,75%
Banco de Occidente	13,00%	13,00%
Banco Popular	13,00%	13,00%
Banco Santander	13,00%	13,25%
BBVA	12,75%	12,75%
BTG Pactual	13,25%	13,25%
Casa de Bolsa	13,25%	13,25%
Citi	12,75%	12,75%
Colfondos	13,00%	13,00%
Corficolombiana	13,25%	13,00%
Fidubogotá	13,00%	13,00%
Fiduciaria Popular	13,25%	13,25%
Fiduoccidente	13,00%	13,00%
Grupo Bancolombia	13,00%	13,00%
Grupo Bolívar	13,25%	13,25%
Itaú	13,25%	13,25%
Moody's Analytics	13,00%	13,00%
Positiva	13,00%	13,25%
Scotiabank Colpatria	13,00%	13,00%
Skandia	13,00%	13,00%
XP Investments	13,25%	13,25%
Promedio	13,07%	13,06%
Mediana	13,00%	13,00%
Desv. Estándar	0,17%	0,18%
Máximo	13,25%	13,25%
Mínimo	12,75%	12,75%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
12,75%	12%	3
13,00%	50%	13
13,25%	38%	10
Total	100%	26

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
12,75%	12%	3
13,00%	50%	13
13,25%	38%	10
Total	100%	26

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

Participantes	dic-23	dic-24
Acciones y Valores	13,25%	8,50%
Alianza	13,00%	7,50%
Asobancaria	13,00%	8,50%
Axa Colpatría	12,75%	7,50%
Banco Agrario	13,25%	9,75%
Banco de Bogotá	13,25%	9,00%
Banco de Occidente	13,00%	8,25%
Banco Popular	13,00%	7,75%
Banco Santander	13,00%	7,50%
BBVA	12,75%	7,00%
BTG Pactual	13,25%	8,00%
Casa de Bolsa	13,25%	8,00%
Citi	12,75%	8,25%
Colfondos	13,00%	8,75%
Corficolombiana	13,25%	8,00%
Fidubogotá	13,00%	8,25%
Fiduciaria Popular	13,25%	7,75%
Fiduoccidente	13,00%	8,25%
Grupo Bancolombia	13,00%	9,25%
Grupo Bolívar	13,25%	6,75%
Itaú	13,25%	8,00%
Moody's Analytics	13,00%	8,00%
Positiva	13,00%	8,25%
Scotiabank Colpatría	13,00%	7,00%
Skandia	13,00%	9,00%
XP Investments	13,25%	8,00%
Promedio	13,07%	8,11%
Mediana	13,00%	8,00%
Desv. Estándar	0,17%	0,70%
Máximo	13,25%	9,75%
Mínimo	12,75%	6,75%
No. Respuestas	26	26

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

Participantes	dic-23	dic-24
Acciones y Valores	9,29%	6,21%
Alianza	9,40%	6,00%
Asobancaria	9,45%	5,30%
Axa Colpatría	9,43%	4,40%
Banco Agrario	9,50%	6,30%
Banco de Bogotá	9,33%	5,99%
Banco de Occidente	9,50%	6,10%
Banco Popular	9,53%	5,34%
Banco Santander	9,38%	5,00%
BBVA	9,70%	5,40%
BTG Pactual	9,49%	4,85%
Casa de Bolsa	9,63%	5,66%
Citi	9,32%	4,40%
Colfondos	9,65%	6,00%
Corficolombiana	9,60%	5,70%
Fidubogotá	9,53%	5,08%
Fiduciaria Popular	9,61%	5,83%
Fiduoccidente	9,50%	6,10%
Grupo Bancolombia	9,40%	5,90%
Grupo Bolívar	9,35%	4,39%
Itaú	9,50%	5,00%
Moody's Analytics	9,80%	5,50%
Positiva	9,59%	5,40%
Scotiabank Colpatría	9,30%	4,62%
Skandia	9,35%	5,66%
XP Investments	9,40%	5,00%
Promedio	9,48%	5,43%
Mediana	9,50%	5,45%
Desv. Estándar	0,13%	0,59%
Máximo	9,80%	6,30%
Mínimo	9,29%	4,39%
No. Respuestas	26	26

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 28 de noviembre y el 3 de diciembre

Empresa	Estimación 2024	Estimación 2025
1 Acciones y Valores	8,50%	6,00%
2 AGPV	7,00%	6,00%
3 Alianza Valores y Fiduciaria	7,50%	5,00%
4 Asobancaria	8,50%	-
5 Banco Agrario de Colombia	9,75%	5,75%
6 Banco de Bogotá	9,00%	6,00%
7 Bancolombia	9,25%	6,50%
8 BancTrust & Co.	7,00%	-
9 Barclays Capital	7,75%	7,00%
10 BBVA Research	7,00%	5,50%
11 CABI	7,00%	-
12 Capital Economics	8,00%	6,75%
13 Citigroup Global Mkts	8,25%	5,50%
14 Corficolombiana	8,00%	6,00%
15 Credicorp Capital	8,00%	-
16 Ecoanalítica	7,25%	4,50%
17 Econosignal	6,00%	-
18 EIU	8,75%	4,75%
19 Fedesarrollo	6,50%	5,50%
20 Fitch Solutions	9,50%	5,25%
21 Goldman Sachs	9,50%	5,75%
22 HSBC	9,00%	-
23 Itaú Unibanco	8,00%	5,00%
24 JPMorgan	9,00%	-
25 Oxford Economics	9,75%	7,75%
26 Pantheon Macroeconomics	7,00%	5,00%
27 Positiva Compañía de Seguros	7,50%	4,00%
28 S&P Global Ratings	10,00%	7,00%
29 Scotiabank Colpatria	7,00%	5,50%
30 Sectorial	8,50%	5,50%
31 Société Générale	8,75%	-
32 Torino Capital	7,00%	-
33 UBS	8,00%	5,50%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,00%	0	0,0%	1	4,2%
4,50%	0	0,0%	1	4,2%
4,75%	0	0,0%	1	4,2%
5,00%	0	0,0%	3	12,5%
5,25%	0	0,0%	1	4,2%
5,50%	0	0,0%	6	25,0%
5,75%	0	0,0%	2	8,3%
6,00%	1	3,0%	4	16,7%
6,50%	1	3,0%	1	4,2%
6,75%	0	0,0%	1	4,2%
7,00%	7	21,2%	2	8,3%
7,25%	1	3,0%	0	0,0%
7,50%	2	6,1%	0	0,0%
7,75%	1	3,0%	1	4,2%
8,00%	5	15,2%	0	0,0%
8,25%	1	3,0%	0	0,0%
8,50%	3	9,1%	0	0,0%
8,75%	2	6,1%	0	0,0%
9,00%	3	9,1%	0	0,0%
9,25%	1	3,0%	0	0,0%
9,50%	2	6,1%	0	0,0%
9,75%	2	6,1%	0	0,0%
10,00%	1	3,0%	0	0,0%
Media	8,11%		5,71%	
Mediana	8,00%		5,50%	

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 28 de noviembre y el 3 de diciembre

Empresa	Estimación 2024	Estimación 2025
1 Acciones y Valores	4,50%	2,80%
2 AGPV	4,50%	4,20%
3 Alianza Valores y Fiduciaria	6,00%	3,80%
4 Asobancaria	5,30%	-
5 Banco Agrario de Colombia	6,30%	3,90%
6 Banco Davivienda	4,20%	-
7 Banco de Bogotá	6,00%	3,60%
8 Bancolombia	5,90%	4,40%
9 BancTrust & Co.	4,50%	-
10 Barclays Capital	4,50%	3,70%
11 BBVA Research	5,40%	3,80%
12 CABI	5,20%	-
13 Capital Economics	4,60%	4,50%
14 Citigroup Global Mkts	4,10%	-
15 Corficolombiana	5,70%	3,80%
16 Credicorp Capital	5,50%	-
17 Ecoanalítica	4,90%	3,60%
18 Econosignal	4,40%	3,50%
19 EIU	4,30%	3,00%
20 EmergingMarketWatch	5,20%	-
21 Fitch Solutions	5,00%	3,20%
22 Goldman Sachs	6,00%	3,50%
23 HSBC	5,00%	3,60%
24 Itaú Unibanco	5,00%	3,00%
25 Kiel Institute	4,40%	3,70%
26 Moody's Analytics	5,30%	3,70%
27 Oxford Economics	5,80%	3,40%
28 Pezco Economics	6,30%	5,60%
29 Positiva Compañía de Seguros	4,90%	3,40%
30 S&P Global Ratings	4,70%	3,00%
31 Scotiabank Colpatría	4,40%	3,00%
32 Sectorial	6,20%	4,00%
33 Torino Capital	3,80%	-
34 UBS	5,40%	3,80%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,75% - 3,00%	0	0,0%	1	3,8%
3,00% - 3,25%	0	0,0%	5	19,2%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	2	7,7%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	8	30,8%
3,75% - 4,00%	1	2,9%	5	19,2%
4,00% - 4,25%	2	5,9%	2	7,7%
4,25% - 4,50%	4	11,8%	1	3,8%
4,50% - 4,75%	6	17,6%	1	3,8%
4,75% - 5,00%	2	5,9%	0	0,0%
5,00% - 5,25%	5	14,7%	0	0,0%
5,25% - 5,50%	4	11,8%	0	0,0%
5,50% - 5,75%	2	5,9%	1	3,8%
5,75% - 6,00%	2	5,9%	0	0,0%
6,00% - 6,25%	4	11,8%	0	0,0%
6,25% - 6,50%	2	5,9%	0	0,0%
Media	5,09%		3,67%	
Mediana	5,00%		3,65%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 7 de diciembre, el DANE reportó que la inflación anual de noviembre se encontró levemente por debajo de las expectativas del mercado (10,15% a/a vs 10,17% esp) y debajo de la lectura anterior (10,48%). El IPC registró una variación m/m de 0,48% (ant: 0,25% m/m, esp: 0,46% m/m). Según analistas del mercado, estos resultados pueden apoyar tanto el inicio del ciclo de recortes, como que el Banco de la República mantenga inalterada la tasa de política monetaria en su reunión de diciembre, dado que la inflación sin alimentos sorprendió al alza.

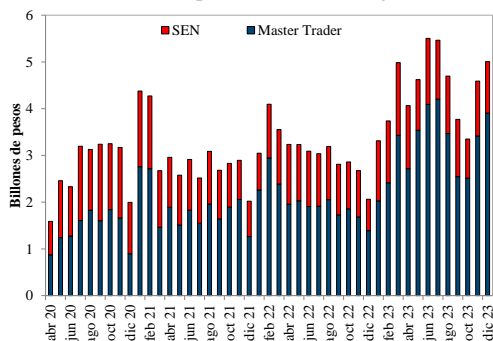
Además, ese día la calificadora de riesgo Fitch ratings reafirmó la calificación de Colombia como BB+ con perspectiva estable, argumentando la estabilidad macroeconómica y financiera del país, así como la independencia del Banco de la República. No obstante, recaló los retos fiscales que persisten en Colombia y han impedido la reducción de la relación entre deuda y PIB hacia el ancla establecida en la regla fiscal. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 7 pb, 12 pb y 14 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 5 pb, 4 pb y 4 pb para dichos vencimientos.

El 12 de diciembre, fue aprobada la reforma a la salud en la plenaria de la Cámara de Representantes. Según analistas, este evento no provocó una reacción importante del mercado, puesto que están atentos al debate en el Senado y la posterior revisión por parte de la Corte Constitucional. Ese mismo día fueron presentadas las propuestas sectoriales para el incremento del salario mínimo. Las centrales obreras propusieron un aumento del 18% mientras que el sector empresarial no reveló ninguna propuesta.

Analistas consultados, afirmaron que el anterior evento no tuvo un efecto significativo en el mercado, puesto que esta semana se encontraban atentos a las decisiones de política de los bancos centrales, y esperaban que el consenso final sea un aumento del salario mínimo de alrededor del 11%. La ministra de trabajo afirmó que un aumento desmedido no sería adecuado para la inflación y el crecimiento en el próximo año, dando un parte de tranquilidad. En lo corrido de diciembre las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -23 pb, -36 pb y 38 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -23 pb, -22 pb y -19 pb para dichos vencimientos.

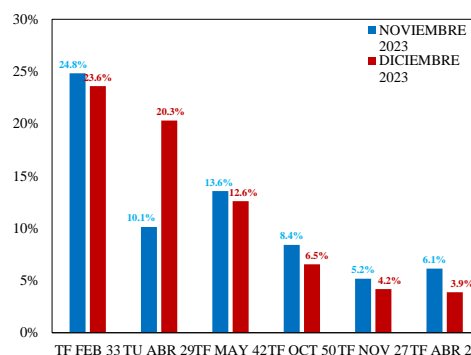
En lo corrido de diciembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$5,00 billones, superior al observado el mes anterior (\$4,58 billones), y mayor al registrado en diciembre de 2022 (\$2,06 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en febrero de 2033, cuya participación pasó de 24,8% al 23,6%, seguidos por los que vencen en abril de 2029 cuya participación aumentó de 10,1% a 20,3% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 14 de diciembre 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 14 de diciembre de 2023.

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

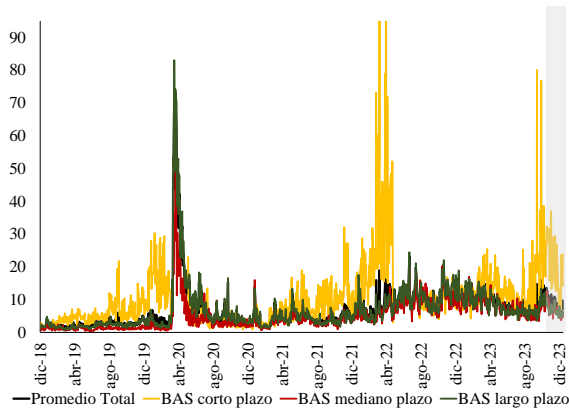
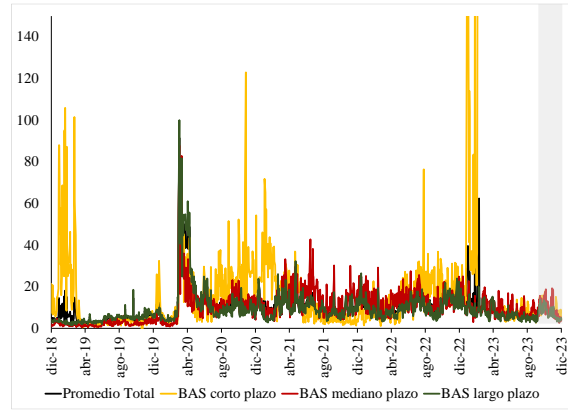


Gráfico A2.5. Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR* (pb)



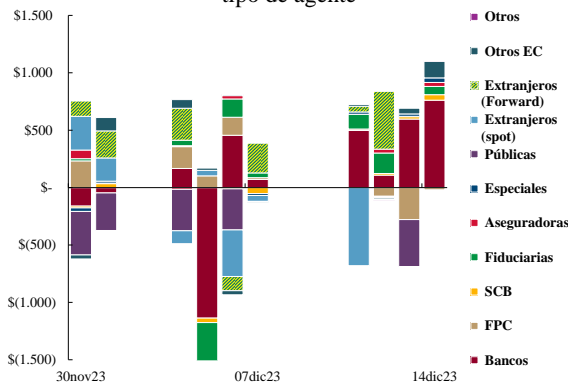
Fuente y Cálculos: Banrep. * El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

Con información al 14 de diciembre de 2023, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 15,1 pb (ant: 19,7 pb), 4,8 pb (ant: 6,8 pb) y 5,8 pb (ant: 6,7 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 6,40 pb (ant: 8,34 pb), 4,57 pb (ant: 9,13 pb) y 4,49 pb (ant: 5,99 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

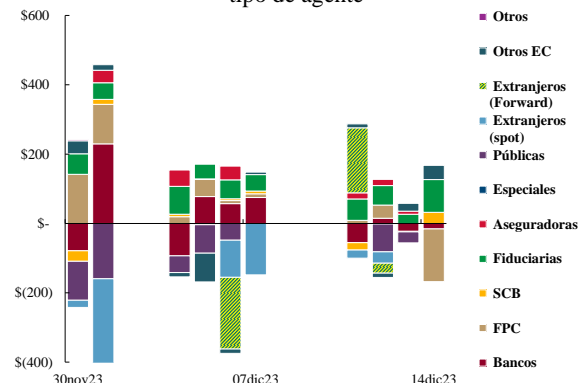
Posterior a la última reunión de la JDBR y con información hasta el 14 de diciembre de 2023, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (COP 1.314 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (COP 2.390 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron los Fondos de Pensiones y Cesantías (COP 237 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los inversionistas extranjeros (COP 630 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 8.264 mm³³ y ventas netas por COP 2.560 mm³⁴ de TES en UVR. Desde el 30 de noviembre en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas compraron en neto COP 495 mm en el tramo corto, y vendieron COP 256 mm y COP 57 mm en los tramos medio y largo de TES en pesos, respectivamente. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES en UVR por COP 450 mm, COP 18 mm y COP 210 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente (Cuadro A3.1).

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

	Corrido del 2023	Corrido del 2023	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	3.130	(3.631)	(1.504)	1.310	1.509	1.314	322	60	(194)	189
Compañía de Financiamiento Comercial	-	(3)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	830	519	(24)	88	270	334	105	13	(103)	15
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	3.960	(3.116)	(1.528)	1.398	1.778	1.649	427	73	(297)	203
Fondos de Pensiones y Cesantías	144	(0)	-	(21)	(15)	(36)	-	-	-	-
Propia	21.566	(6.115)	(46)	(151)	569	372	(175)	(189)	601	237
Terceros	(7.666)	(2.762)	-	-	-	-	-	-	-	-
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	21.710	(6.115)	(46)	(172)	554	337	(175)	(189)	601	237
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(440)	54	(38)	(42)	70	(10)	21	52	(63)	11
Propia	337	40	(69)	1	85	17	18	6	(20)	4
Terceros	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(103)	94	(107)	(41)	155	7	39	59	(83)	15
Sociedades Fiduciarias	46	42	6	(10)	18	14	30	(0)	(7)	23
Propia	(17.076)	(2.920)	(1.037)	(658)	362	(1.333)	(376)	54	240	(82)
Terceros	(8.915)	(1.948)	(166)	(781)	236	(712)	(447)	-	(183)	(630)
Extranjeros***	131	-	-	-	1	1	-	-	-	-
Extranjeros (TES verdes)****	1.164	(744)	(686)	38	83	(565)	4	11	-	14
FIC	(10.866)	(4.667)	(4)	-	(14)	(17)	(4)	4	(1)	(1)
Pasivos Pensionales	(14.087)	(5.094)	-	-	-	-	-	-	-	-
Administración FONPET	(17.030)	(2.878)	(1.031)	(668)	380	(1.319)	(345)	54	232	(59)
Total Sociedades Fiduciarias	1.099	2.436	50	-	85	135	54	9	102	164
Compañías de Seguros y Capitalización	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	1.099	2.436	50	-	85	135	54	9	102	164
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	5.676	(6.465)	(1.134)	(880)	1.174	(840)	(427)	(68)	852	357
Total Entidades Financieras Especiales**	(217)	(588)	(189)	24	(53)	(218)	-	-	-	-
Total Entidades Públicas****	20.826	9.717	(598)	(381)	(1.411)	(2.390)	-	(5)	(557)	(563)
Administración FONPET	22.846	8.178	-	(25)	(969)	(994)	-	-	(347)	(347)
Otros*****	179	(299)	(36)	(1)	6	(31)	-	-	2	2
Extranjeros	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	30.424	(750)	(3.485)	160	1.495	(1.830)	0	-	(0)	0

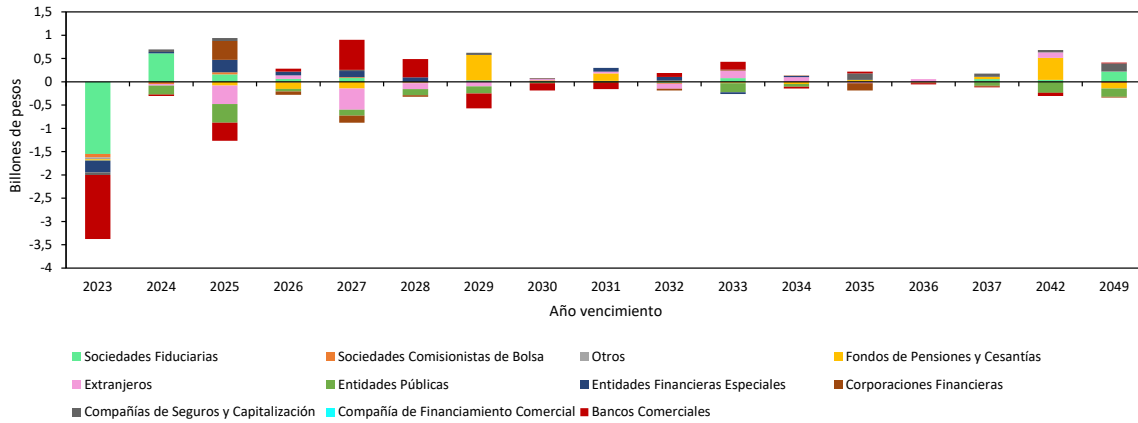
Fuente: Banrep. Información actualizada al 14 de diciembre de 2023. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 14 de diciembre de 2023. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales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

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

³³ Las ventas en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 8.784 mm, mientras que en el mercado a futuro han realizado compras por COP 519 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado compras durante el 2023 del TES verde por valor de COP 131 mm.

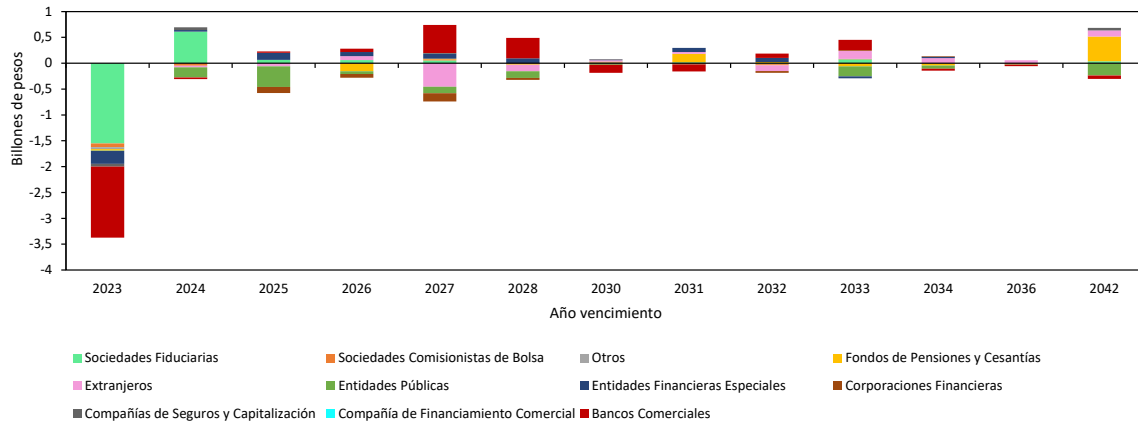
³⁴ Las ventas netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 1.948 mm y en el mercado a futuro de COP 612 mm.

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



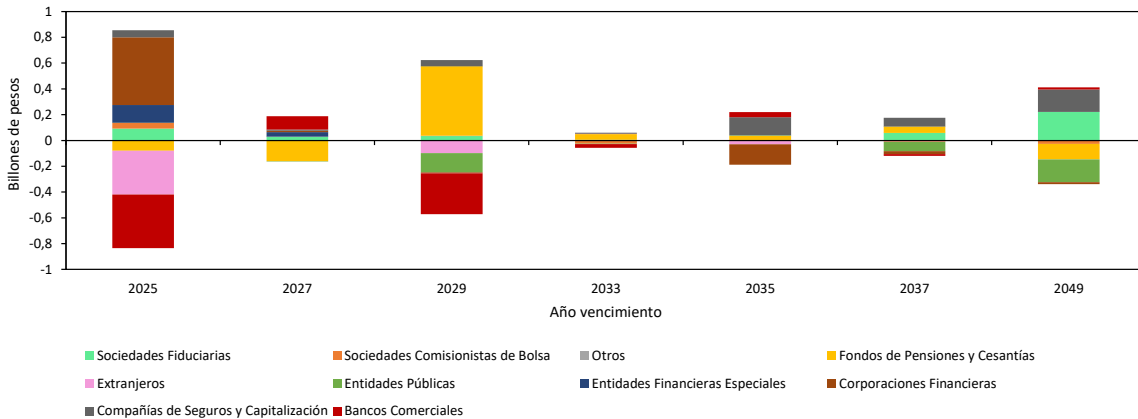
Fuente: Banrep.

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



Fuente: Banrep.

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

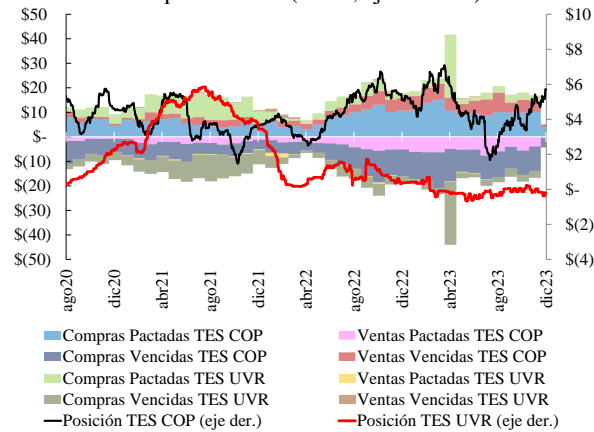


Fuente: Banrep.

Por otra parte, con información al 13 de diciembre, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por COP 3.996 mm y COP 298 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 3.869 mm y COP 1.064 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó COP 893 mm; adicionalmente, estos

inversionistas compraron TES UVR en este mercado por COP 187 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por COP 236 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF disminuyó COP 48 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 4.691 mm el 29 de noviembre a COP 5.717 mm el 13 de diciembre del 2023; al tiempo que para TES UVR pasó de COP -169 mm a COP -217 mm entre ambas fechas.

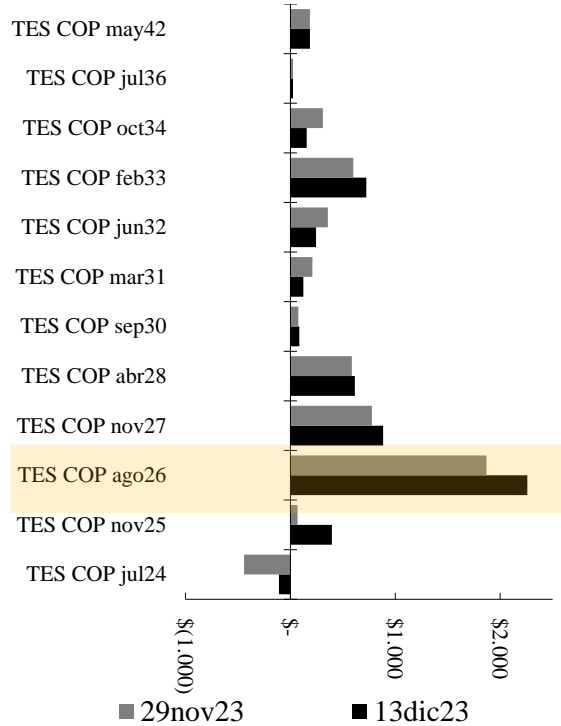
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



*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.

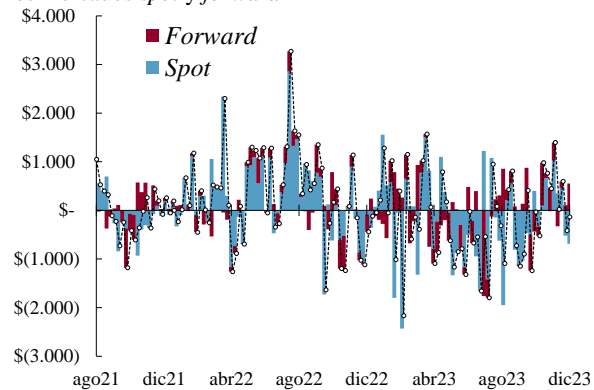
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



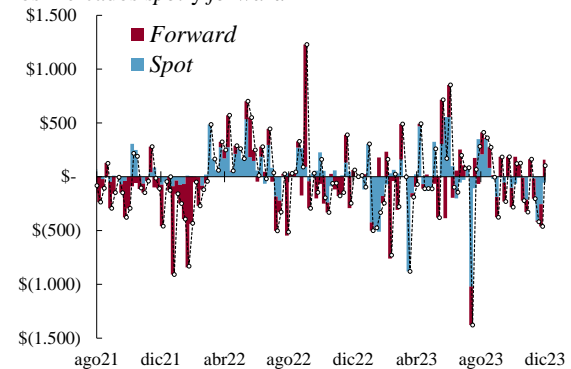
Fuente: Banrep. COP mm.

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

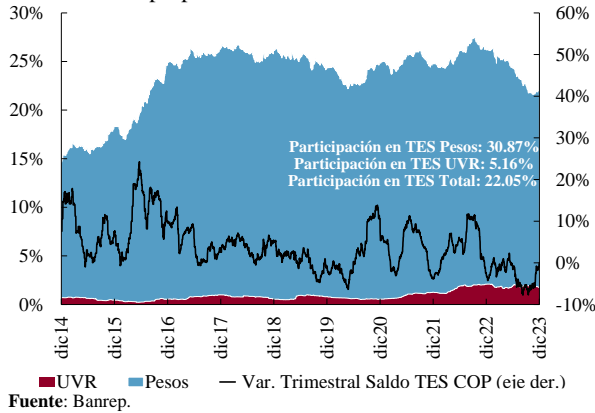
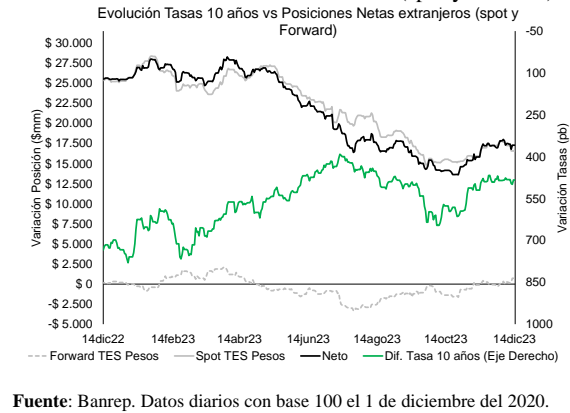


Gráfico A3.11. Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición neta del offshore (spot y forward)



Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2024, 2025, 2026, 2027, 2028, 2030 y 2033, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2031, 2032, 2034 y 2050, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2036 y 2042, (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 aumentó COP 182 mm, y la posición neta en TES UVR disminuyó COP 678 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)	-\$ 711	-\$ 630	-\$ 1.341
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 893	-\$ 48	\$ 845
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 3.996	\$ 187	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 298	\$ 0	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 3.869	\$ 236	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 1.064	\$ 0	
Posición compradora neta agregada (A+B)	\$ 182	-\$ 678	-\$ 496

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 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 A3.3 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

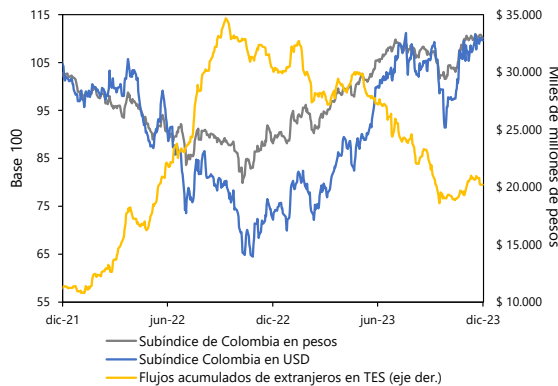
		2022			Corrido de 2023			oct-23			nov-23			Corrido de dic-23		
		Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES	Sistema Financiero*	\$ (2.403)	\$ (1.426)	\$ (3.829)	\$ 703	\$ 87	\$ 790	\$ 1.127	\$ 496	\$ 1.622	\$ 291	\$ (515)	\$ (224)	\$ -	\$ (893)	\$ (893)
Pesos	Offshore	\$ 14.974	\$ 1.426	\$ 16.400	\$ (8.099)	\$ (87)	\$ (8.186)	\$ (98)	\$ (496)	\$ (593)	\$ 1.727	\$ 515	\$ 2.243	\$ -	\$ 893	\$ 893
TES	Sistema Financiero*	\$ (328)	\$ 2.919	\$ 2.592	\$ (3.370)	\$ 366	\$ (3.004)	\$ 265	\$ (328)	\$ (63)	\$ 543	\$ 364	\$ 907	\$ -	\$ 48	\$ 48
UVR	Offshore	\$ 3.739	\$ (2.919)	\$ 820	\$ (1.229)	\$ (366)	\$ (1.595)	\$ (171)	\$ 328	\$ 158	\$ (246)	\$ (364)	\$ (611)	\$ -	\$ (48)	\$ (48)

Cifras en COP mm. Información actualizada al 14 de diciembre 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*.

De acuerdo con algunos agentes extranjeros, estos mantienen una perspectiva favorable respecto a Colombia y sus flujos al mercado de contado de deuda pública podrían estar asociados con sus

políticas de inversión. En particular, han resaltado que han vendido en lo corrido del año debido a: *i*) tomas de utilidad, dadas las valorizaciones acumuladas por los títulos colombianos a lo largo del año (Gráfico A3.12); *ii*) la apreciación del peso frente al dólar en lo corrido del año, que incrementa el valor de los activos colombianos y lleva a inversionistas con una estrategia de exposición estable a vender títulos (Gráfico A3.13); y *iii*) la reducción en el *spread* de los TES frente a los Tesoros debido a la postura *hawkish* de la Fed (Gráfico A3.14). A pesar de esto último, el nivel del *spread* de Colombia sigue siendo alto comparado con el de los pares de la región, mitigando las posibles salidas de inversionistas extranjeros. Además, la tendencia de ventas por parte de inversionistas extranjeros es un fenómeno común a los mercados de deuda pública de países emergentes, debido a lo cual su participación ha disminuido en la mayoría de ellos (Gráfico A3.15).

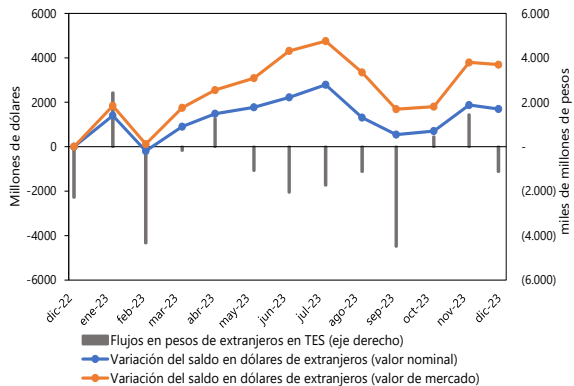
Gráfico A3.12. Flujos netos acumulados de extranjeros en TES vs subíndice de Colombia en el GBI-EM*



Fuente: Banrep y JPMorgan

Nota: *i*) * Corresponden a los índices en pesos y en dólares descubiertos de las referencias de TES incluidas en el índice GBI-EM. En ese sentido, dan cuenta del comportamiento de los títulos colombianos en pesos y expresados en dólares. *ii*) Este gráfico muestra que desde 2022 en los episodios donde los títulos colombianos aumentan de valor, los inversionistas extranjeros realizan ventas. Lo contrario sucede cuando se observan desvalorizaciones de los títulos.

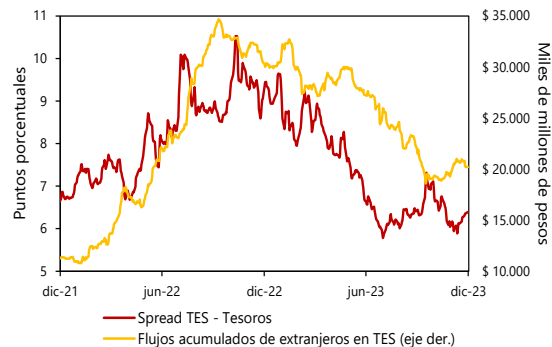
Gráfico A3.13. Variación del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



Fuente: Banrep.

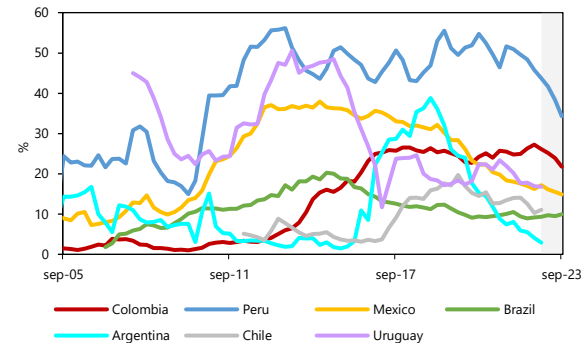
Nota: *i*) *Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio). *ii*) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte. *iii*) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.

Gráfico A3.14. Margen entre la deuda local a 10 años y los Tesoros vs flujos netos acumulados de extranjeros en TES



Fuente: Banrep.

Gráfico A3.15. Participación de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública en moneda local para una muestra de países de la región



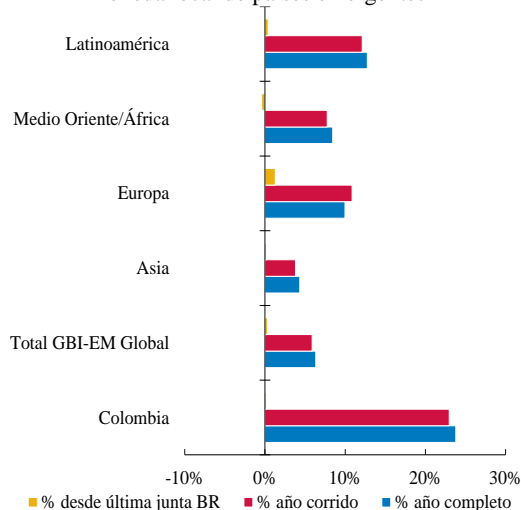
Fuente: IIF y FMI. **Nota:** Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el outstanding de deuda pública emitida en moneda local. Esta información presenta un rezago en su disponibilidad. La información para Argentina, Chile y Uruguay está disponible hasta marzo de 2023, mientras que para Colombia, México, Perú y Brasil se encuentra para septiembre de 2023.

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 noviembre, en lo corrido de 2023 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador aumentó para Europa (1,3%), Latinoamérica (0,4%) y Asia (0,2%) y disminuyó para Medio Oriente/África (-0,4%), El índice Total GBI-EM Global y el de Colombia presentaron aumentos de 0,30% y 0,18%, respectivamente.

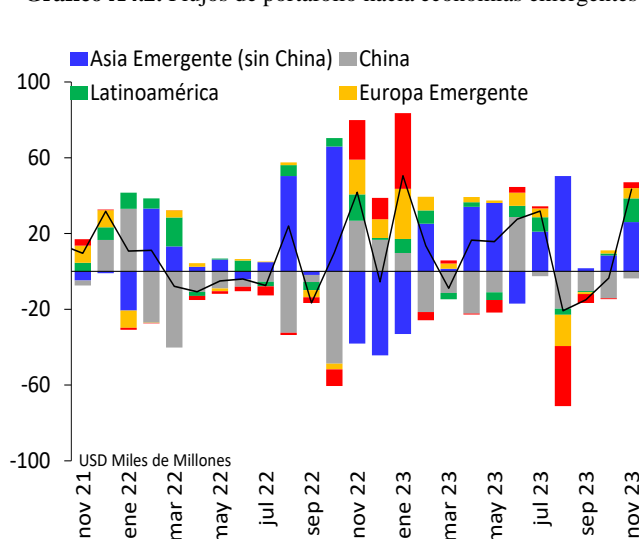
Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio de economías emergentes por USD 9,2 mm, conformadas por entradas netas de USD 7,6 mm de renta fija y entradas de USD 1,7 mm de renta variable.

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



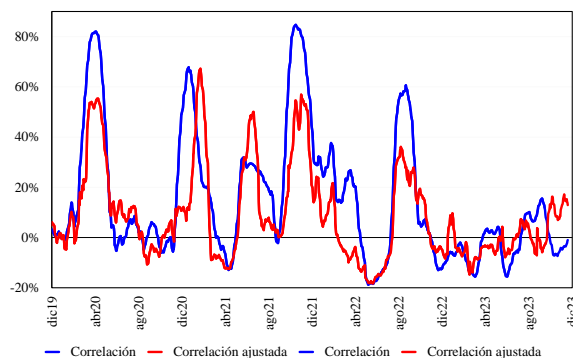
Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

Gráfico A4.2. Flujos de portafolio hacia economías emergentes



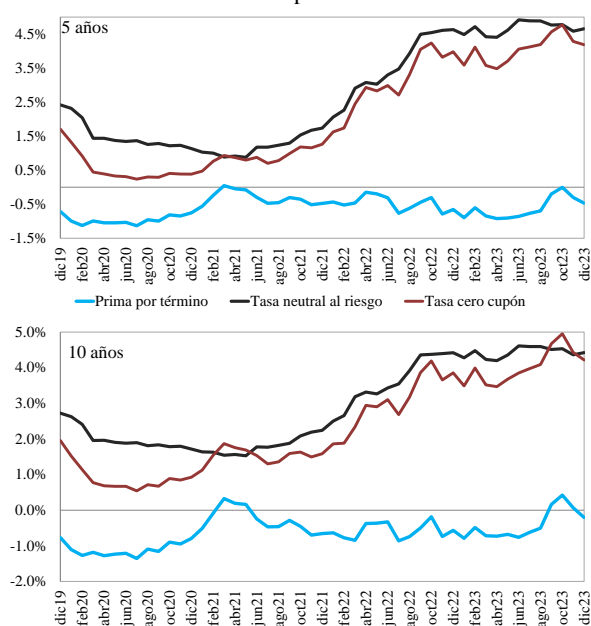
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Gráfico A4.3. Correlación pendientes región



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

Gráfico A4.4. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) aumentó y se ubicó en -1,0%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también subió y se ubicó en 12,93%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en mayor parte por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 12 de diciembre de 2023, desde finales de noviembre las primas por vencimiento de los Tesoros disminuyeron 17 pb y 27 pb para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,47% y -0,21%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo subieron 7,5 pb y 6,2 pb, y se ubicaron en 4,66% y 4,42% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4).

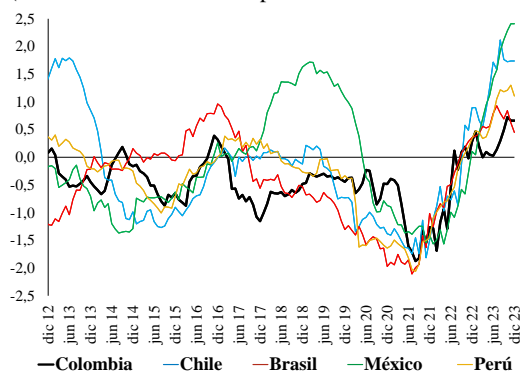
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<i>Países desarrollados</i>				
4dic23	Banco de la Reserva de Australia	0	0	4,35%
6dic23	Banco de Canadá	0	0	5,00%
13dic23	Reserva Federal	0	0	5,25% - 5,50%
14dic23	Banco Nacional Suizo	0	0	1,75%
14dic23	Banco de Noruega	25	0	4,50%
14dic23	Banco de Inglaterra	0	0	5,25%
14dic23	Banco Central Europeo	0	0	4,5% / 4,75% / 4,0%*
<i>Países emergentes</i>				
4dic23	Banco de la Reserva de Zimbabue	0	-	130,00%
5dic23	Banco Central de Kenia	200	0	12,50%
6dic23	Banco de Namibia	0	-	7,75%
6dic23	Banco de Uganda	0	-	9,50%
6dic23	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
7dic23	Banco de Botsuana	-25	-	2,40%
7dic23	Banco Nacional de Serbia	0	0	6,50%
7dic23	Banco de la Reserva de la India	0	0	6,50%
12dic23	Banco Estatal de Pakistán	0	0	22,00%
13dic23	Banco Central de Brasil	-50	-50	11,75%
14dic23	Banco Central de Filipinas	0	0	6,50%
14dic23	Banco Central de la República de China (Taiwan)	0	0	1,88%
14dic23	Banco Nacional de Ucrania	-100	-100	15,00%
14dic23	Banco de México	0	0	11,25%
14dic23	Banco Central de Reserva del Perú	-25	-25	6,75%

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

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

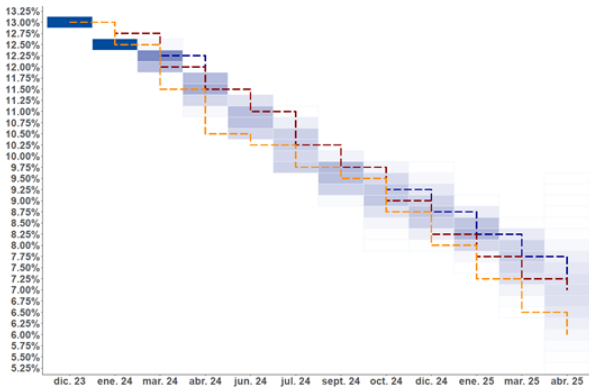


Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

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 Colombia presenta el segundo nivel más bajo de este indicador dentro de la muestra, por encima de Brasil. Ese último, es el país para el que más aumentó el indicador en noviembre. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de diciembre este indicador disminuyó para Perú y Brasil. Además, se encuentra por encima de su media histórica para el conjunto de países.

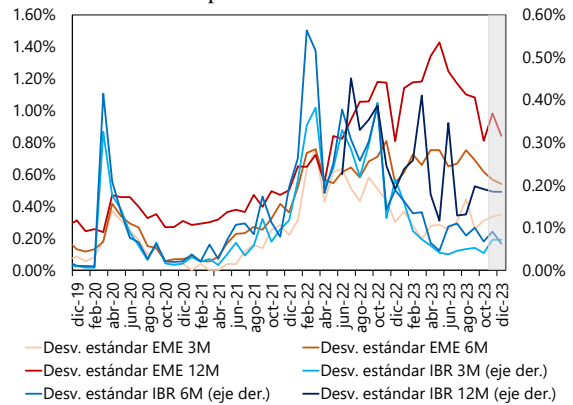
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS

Cuadro A6.1. 30 de noviembre de 2023



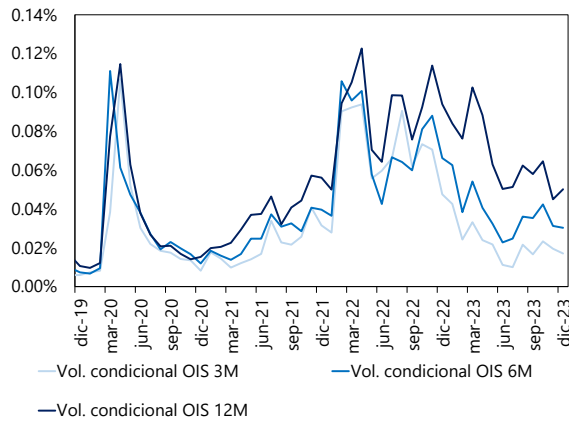
Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

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



Fuente y Cálculos: Banrep.

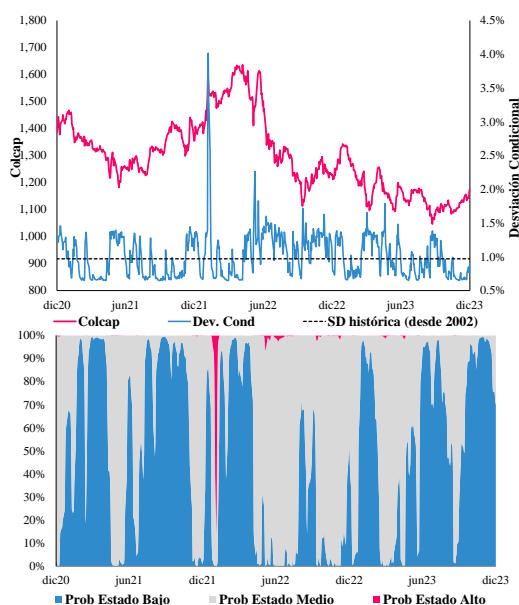
Gráfico A6.2. Volatilidad condicional de las tasas OIS



Fuente y Cálculos: Banrep.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



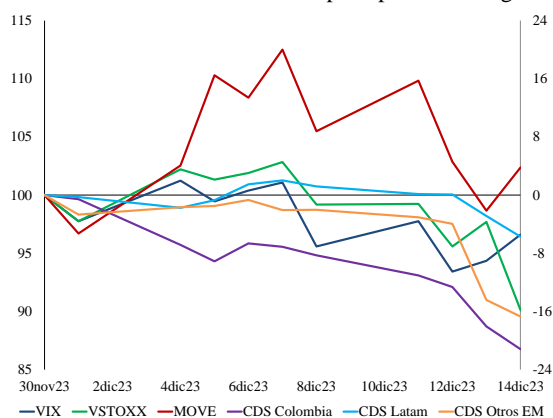
Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

De acuerdo con la EOF, el 44% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia disminuya (ant: 21%) durante los próximos tres meses, el 39% que se mantenga estable (ant: 46%), mientras que el 17% restante espera que aumente (ant: 32%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 43% espera que aumente (ant: 36%), un 17% que permanezca sin cambios (ant: 29%) y un 9% que disminuya (ant: 7%)³⁵.

En lo corrido de diciembre de 2023, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó y el 14 de diciembre el MSCI COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.1).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



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*³⁶, el *Vstox*³⁷ y el *Move*³⁸, así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) disminuyó en EE. UU. al pasar de 134 en octubre a 113 en noviembre. Asimismo, los indicadores de política monetaria (obs: 128; ant: 184), sanitaria (obs: 90; ant: 110), comercial (obs: 19; ant: 33) y fiscal (obs: 77; ant: 88) disminuyeron. Por su parte, en

Europa estos indicadores disminuyeron en Alemania (obs: 599; ant: 686) y Reino Unido (obs: 238; ant: 271), mientras que en Italia (obs: 156; ant: 120), Francia (obs: 282; ant: 262) y España (obs: 139; ant: 128) aumentaron (Gráficos A8.2 y A8.3).

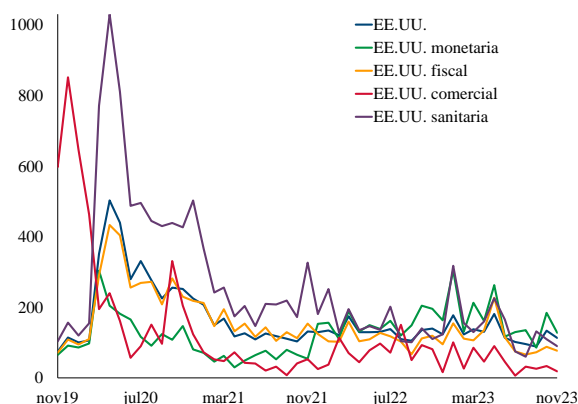
³⁵ Al 30% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 29%).

³⁶ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

³⁷ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStox* 50.

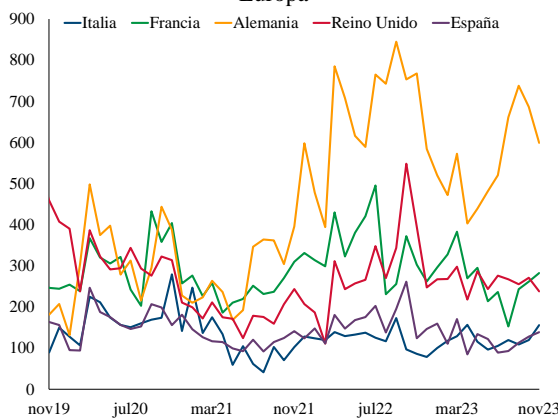
³⁸ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Nov 2023		Esperada a Diciembre 2024		Vigente	Esperada a Diciembre 2024		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2024	
	Esp.	Obs.	Nov. 23	Dic. 23		Nov. 23	Dic. 23	Esp.	Obs.	Nov. 23	Dic. 23
Colombia	10,17%	10,15%	5,30%	5,45%	13,25%	8,00%	8,00%	0,50%	-0,30%	1,50%	1,38%
Chile	4,20%	4,80%	3,00%	3,00%	9,00%	5,00%	5,00%	0,20%	0,59%	1,70%	1,70%
México	4,39%	4,32%	3,90%	3,90%	11,25%	8,94%	9,14%	3,20%	3,31%	1,90%	2,10%
Perú	3,92%	3,64%	3,00%	3,00%	6,75%	4,70%	4,74%	-1,00%	-1,00%	2,40%	2,30%
Brasil	4,70%	4,68%	3,91%	3,93%	11,75%	9,25%	9,25%	1,80%	1,96%	1,50%	1,51%
Ecuador	n.d.	1,53%	2,00%	1,90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	Revisar	1,60%	1,60%
Argentina	156,30%	160,90%	154,50%	181,20%	133,00%	86,70%	88,30%	-0,70%	-0,80%	-1,30%	-1,40%
EE.UU.	3,10%	3,10%	2,70%	2,70%	5,25% - 5,5%	4,45%	4,45%	5,20%	5,20%	1,20%	1,20%
India	5,78%	5,55%	4,70%	4,70%	6,50%	5,83%	5,77%	6,82%	7,64%	6,30%	6,20%
Sudáfrica	5,40%	5,50%	4,90%	5,00%	8,25%	7,40%	7,40%	-0,10%	-0,70%	1,30%	1,20%
China	-0,20%	-0,50%	1,80%	1,60%	1,80%	3,35%	3,35%	4,50%	4,90%	4,50%	4,50%
Rusia	7,53%	7,48%	5,70%	6,20%	16,00%	10,70%	10,70%	5,50%	5,50%	1,35%	1,40%
Turquía	62,60%	61,98%	53,10%	54,75%	40,00%	37,50%	37,50%	5,25%	5,93%	2,95%	2,75%
Noruega	4,90%	4,80%	3,10%	3,10%	4,50%	3,70%	3,70%	0,20%	0,10%	0,90%	0,70%
Costa Rica	n.d.	-1,64%	2,80%	2,60%	6,25%	4,52%	4,52%	n.d.	5,90%	3,20%	3,40%
El Salvador	n.d.	2,10%	2,20%	2,10%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,10%	1,90%	1,90%
Guatemala	n.d.	4,30%	3,55%	4,10%	5,00%	4,00%	3,44%	n.d.	3,80%	3,20%	3,20%
Honduras	n.d.	5,00%	4,60%	4,60%	3,00%	3,63%	3,60%	n.d.	3,00%	3,00%	3,00%
Panamá	n.d.	n.d.	2,00%	1,90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	8,20%	4,40%	4,20%
Paraguay	n.d.	3,20%	3,70%	3,60%	7,25%	5,55%	5,65%	n.d.	8,40%	3,80%	3,70%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 14 de diciembre.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 8 de diciembre.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 11 de diciembre.

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

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 3T23, excepto en Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay, cuya información corresponde al 2T23.

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