



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS..	2
1.1.	Análisis del BEI y comportamiento de la deuda soberana	2
1.2.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	9
1.3.	Expectativas de inflación local a partir de encuestas	10
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	12
2.1.	Expectativas de TPM	12
2.2.	Expectativas de crecimiento económico	14
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	16
4.	RECUADROS/ANEXOS	18
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	18
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local.....	23
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local	25
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	29
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	30
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)	33
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	34
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	35
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	37

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

1.1. Análisis del BEI y comportamiento de la deuda soberana

Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR, 28 de junio), y con información hasta el 23 de julio, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 40 pb, 31 pb, 26 pb, 22 pb y 21 pb para los plazos a 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, el 23 de julio el BEI se ubicó en 1,96%, 2,58%, 3,02%, 3,57% y 4,05% para los plazos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, en su orden (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de valorizaciones de los TES en pesos y desvalorizaciones de los TES denominados en UVR (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de julio contra las tasas promedio de junio, se observan reducciones del BEI de 32 pb, 36 pb, 36 pb, 31 pb y 24 pb para los tramos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente¹.

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

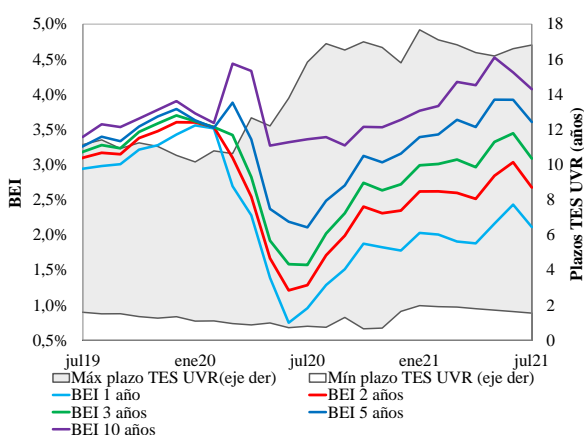
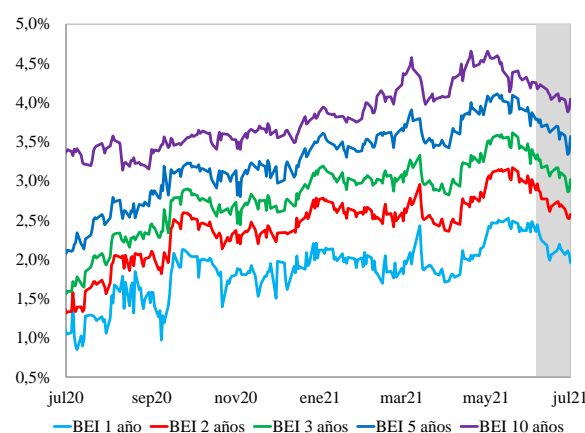


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

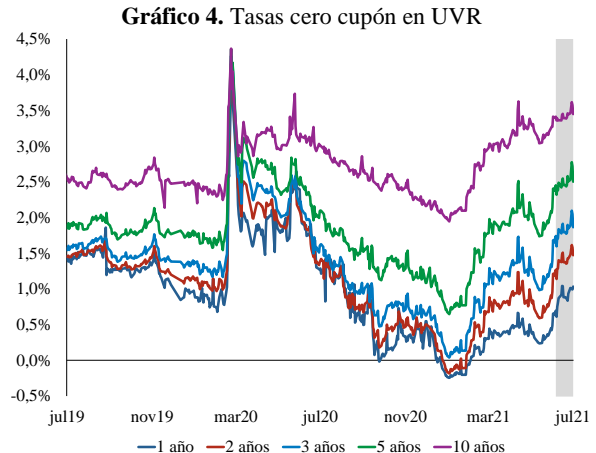
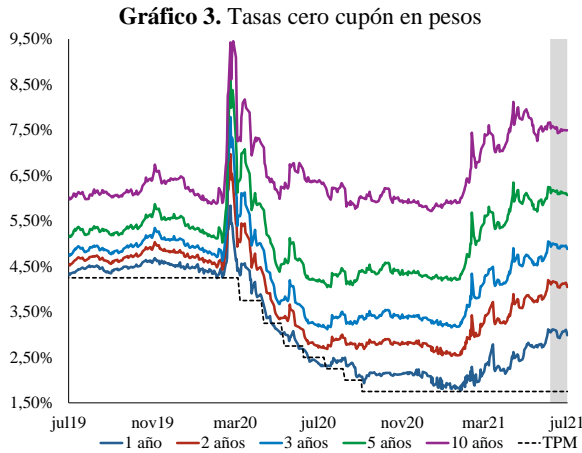
Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

Punto a punto (plazo en años)										
	TES pesos					TES UVR				
	1	2	3	5	10	1	2	3	5	10
28jun21	3,05%	4,15%	5,02%	6,24%	7,67%	0,70%	1,27%	1,74%	2,45%	3,41%
23jul21	2,99%	4,05%	4,88%	6,07%	7,49%	1,03%	1,47%	1,86%	2,50%	3,45%
Variaciones pb										
	-6	-11	-13	-17	-17	34	20	12	5	4
Var. BEI	-40	-31	-26	-22	-21					
Promedios mensuales										
jun21	2,85%	3,89%	4,73%	5,95%	7,53%	0,41%	0,85%	1,28%	2,03%	3,22%
jul21*	3,04%	4,11%	4,95%	6,13%	7,51%	0,93%	1,43%	1,86%	2,52%	3,44%
Variaciones pb										
	19	22	22	18	-2	52	58	58	49	22
Var. BEI	-32	-36	-36	-31	-24					

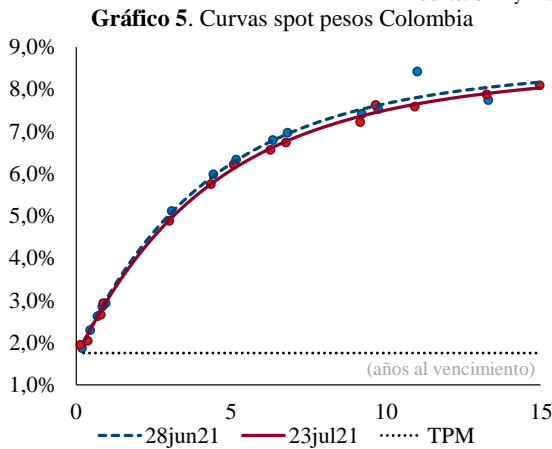
*Información disponible al 23 de julio de 2021.

Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

¹ El BEI promedio de julio se ubica en 2,11%, 2,67%, 3,09%, 3,61% y 4,07% para los plazos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. En el Anexo 2 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los Swaps UVR (swap BEI).

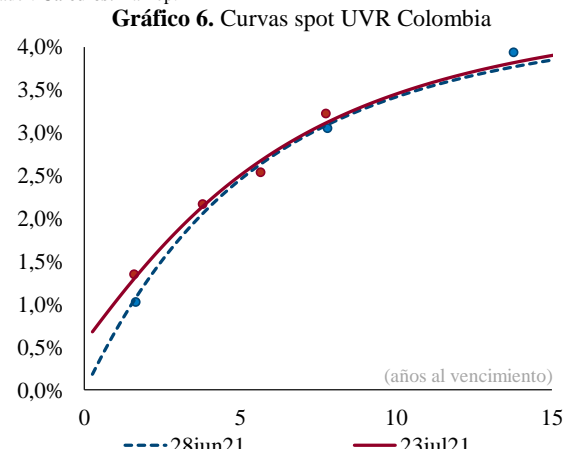


Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.



Cambios en la curva por plazo			
2 años	3 años	5 años	10 años
-11	-13	-17	-17

Cifras en puntos básicos

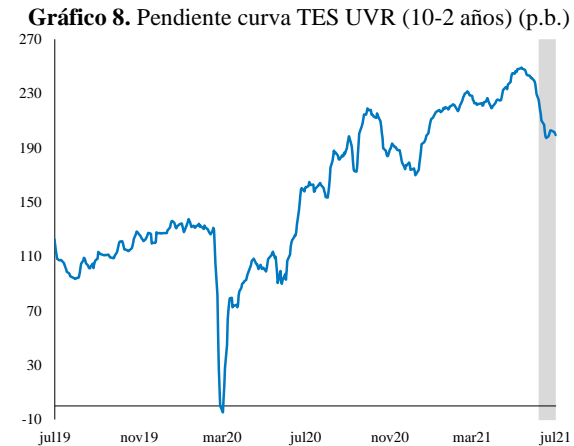


Cambios en la curva por plazo			
2 años	3 años	5 años	10 años
20	12	5	4

Cifras en puntos básicos

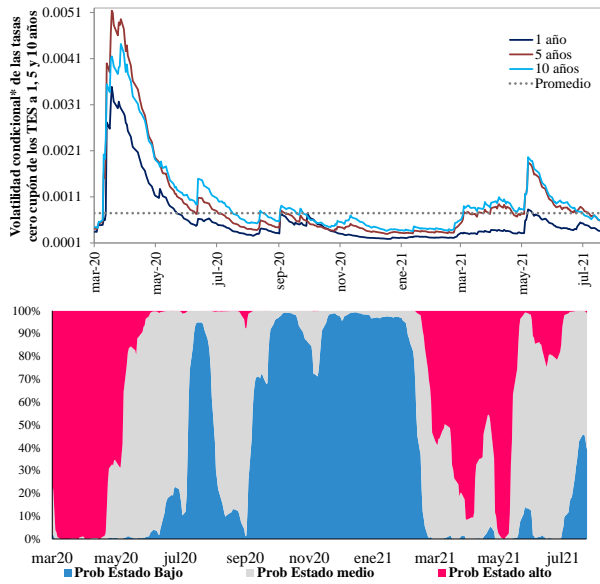
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años disminuyó 7 pb para la curva de rendimientos de TES denominada en pesos, y 17 pb para la curva denominada en UVR (Gráficos 7 y 8).



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

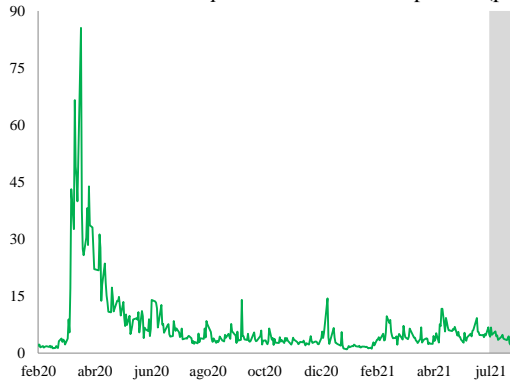
Gráfico 9. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



Fuente: Banrep, BVC. **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 IDXTES.

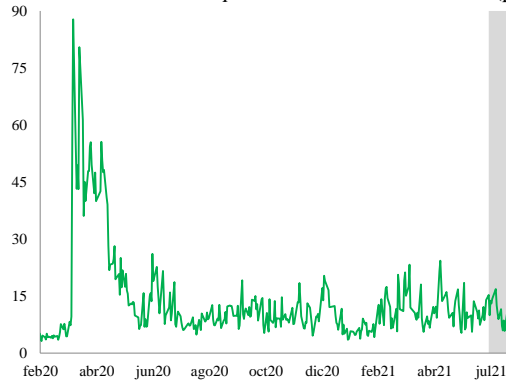
En lo corrido de julio la volatilidad en el mercado de TES cayó y se ubicó en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 9). Respecto a la liquidez del mercado de TES, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio durante lo corrido de julio estuvo por debajo de lo observado en junio (Gráficos 10 y 11); al tiempo que la profundidad promedio de los TES en pesos se mantuvo en niveles similares, mientras que la profundidad promedio de los TES en UVR aumentó frente a la observada el mes anterior (Gráficos 12 y 13)².

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



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

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



² Al 23 de julio el BAS promedio se ubicó en 3,9 pb y 10,1 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles promedio de 5,2 pb y 10,2 pb observados durante junio. Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES denominados en UVR aumentó \$8,6 mm de \$87,4 mm a \$95,9 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES en pesos se mantuvo cerca de \$130 mm.

Gráfico 12. Profundidad promedio TES en pesos*

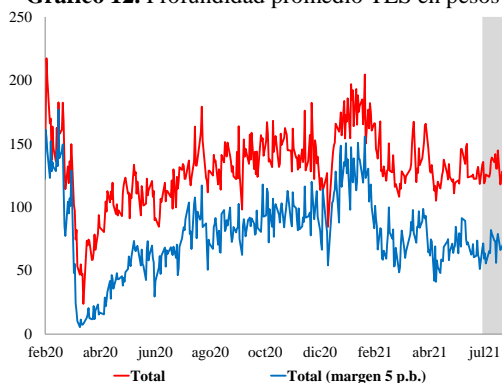
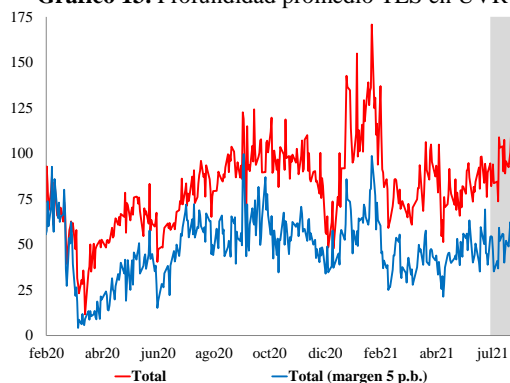


Gráfico 13. Profundidad promedio TES en UVR*



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

Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES denominados en pesos se aplanó ante las mayores valorizaciones de los títulos del tramo largo frente a las de los demás tramos. Las valorizaciones del tramo largo se dieron como consecuencia de: *i*) el apetito por parte de inversionistas extranjeros en este plazo (compras netas por \$1.362 mm³); *ii*) la reducción del ritmo de subasta de TES de largo plazo, y su reemplazo por referencias de menor plazo; y *iii*) el optimismo generado por las medidas anunciadas por China para apoyar la recuperación económica⁴. Este último factor también contribuyó a las valorizaciones del tramo medio de la curva. De acuerdo con varios analistas del mercado, la decisión de Fitch Ratings de retirar el grado de inversión al país (1 de julio) ya había sido descontada por el mercado, por lo que la noticia tuvo un impacto marginal el día posterior al anuncio de la calificadora.

Por otro lado, los títulos del tramo corto se valorizaron tras: *i*) la última decisión de política monetaria por parte de la JDBR, la cual fue percibida como *dovish* por el mercado⁵; y *ii*) la publicación del dato de inflación de junio (3,63%), por debajo de lo esperado por el mercado (3,71%). Este tramo también se vio favorecido por la demanda por parte de entidades públicas (\$627 mm⁶).

En neto (mercados de contado y a futuro), los inversionistas extranjeros demandaron TES en pesos por \$848 mm y TES en UVR por \$227 mm, para un total de \$1.075 mm⁷. Las valorizaciones a lo largo de la curva de TES en pesos estuvieron en línea con las valorizaciones observadas en la curva de Tesoros en EE.UU.

Por su parte, la curva de TES denominados en UVR se aplanó, ante desvalorizaciones importantes de los títulos del tramo corto y leves desvalorizaciones de los títulos de mayor plazo. Las desvalorizaciones observadas en los títulos del tramo corto estuvieron soportadas por la publicación del dato de inflación de junio por debajo de lo esperado, la activación de niveles de *stop-loss*, y la

³ Los inversionistas extranjeros demandaron TES en pesos de largo plazo en el mercado de contado por \$1.429 mm, mientras que redujeron su posición en el mercado a futuro en \$67 mm.

⁴ El 9 de julio el Banco Popular de China anunció un recorte de 50 pb del coeficiente de reservas exigidas a los bancos a partir del 15 de julio, lo que liberaría alrededor de un billón de yuanes para soportar la economía. También aseguró que continuará implementando una política monetaria prudente y mantendrá una liquidez razonable y suficiente. Ese día, los TES en pesos se valorizaron 6 pb, 10 pb y 13pb en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

⁵ De acuerdo con varios analistas, la posición de la JDBR fue considerada *dovish* porque: *i*) la votación fue unánime; y *ii*) el Gerente mencionó en la rueda de prensa que las condiciones de Colombia son distintas a las de los países que han aumentado sus tasas de interés.

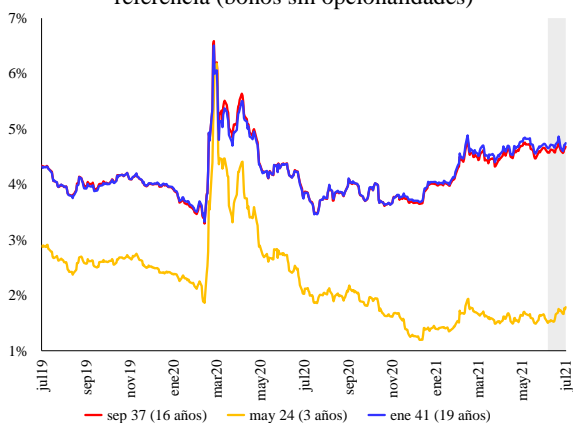
⁶ Estas operaciones se han dado de manera recurrente durante el año.

⁷ Tras el anuncio de Fitch de retirar el grado de inversión, la posición neta de los inversionistas extranjeros en TES pesos aumentó \$439 mm (salidas por \$53 mm en el mercado de contado y entradas por \$492 mm en el mercado a futuro) y disminuyó para los TES UVR en \$83 mm (salidas por \$38 mm en el mercado de contado y \$46 mm en el mercado a futuro).

estacionalidad característica de estos títulos⁸. Adicionalmente, este comportamiento también pudo estar soportado por la oferta de títulos de este plazo por parte de entidades públicas (\$210 mm), fondos de pensiones (\$255 mm) y FICs (\$233 mm), las cuales se dieron en un contexto de menor liquidez⁹.

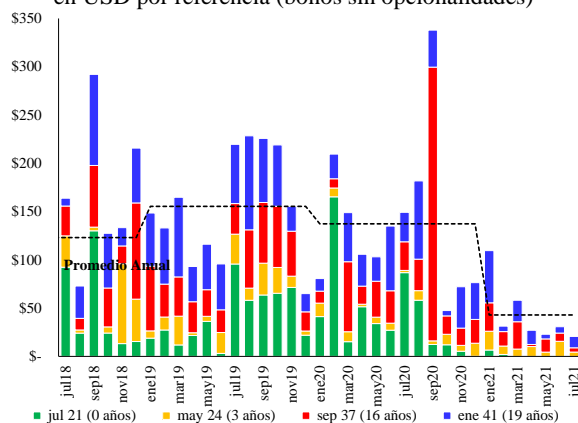
Por otro lado, al comparar el nivel del BEI de un año frente al dato promedio de las encuestas para el cierre de 2021, este continúa ubicándose en niveles inferiores, sin embargo, la diferencia aumentó (de 118 pb a 174 pb) debido a: *i*) la demanda de entidades públicas por TES en pesos; *ii*) activaciones de niveles de *stop-loss* de los TES en UVR y; *iii*) la oferta de TES en UVR por parte de entidades públicas e inversionistas institucionales, en un contexto de baja liquidez.

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



Fuente: Bloomberg.

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



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

En los Gráficos 14 y 15 se muestra la evolución de los rendimientos y los montos negociados de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares que se transan en los mercados internacionales¹⁰. Desde el 28 de junio, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 16 y 20 años presentaron aumentos de 28 pb, 11 pb y 9 pb, respectivamente, en un escenario de pérdida de grado de inversión en moneda extranjera y donde persiste la baja liquidez frente a lo observado en años anteriores. En línea con lo anterior, el margen entre la deuda pública local a 10 años denominada en pesos frente a la deuda pública externa a 10 años denominada en dólares disminuyó durante el periodo analizado, ante las valorizaciones de la deuda local y las desvalorizaciones de la deuda externa (Gráfico 16).

⁸ De acuerdo con el comportamiento estacional de la inflación, la demanda de TES en UVR tiende a aumentar durante los primeros y últimos meses del año, mientras que a mediados del año suele presentar una menor demanda.

⁹ El BAS promedio de julio del título en UVR que vence en 2023 subió 1 pb frente al BAS promedio de junio y se ubicó en 7,4 pb. Su promedio durante los últimos 6 meses ha sido de 6,7 pb.

¹⁰ Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada con alta liquidez.

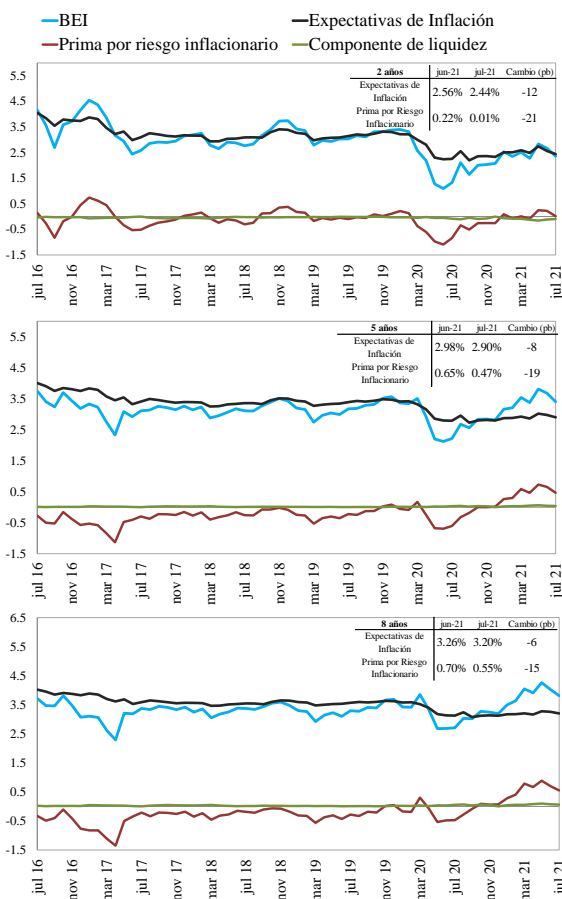
Gráfico 16. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

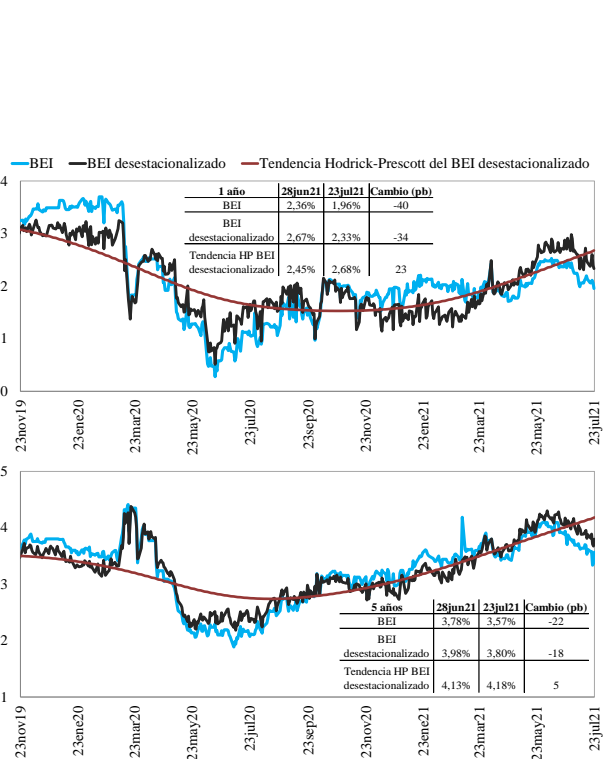
En el Gráfico 17, con información al 23 de julio y tomando el último dato de cada mes, se presenta la descomposición del BEI a 2, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. Se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,44% (ant: 2,56%), para los próximos 5 años sea 2,90% (ant: 2,98%) y para los próximos 8 años sea 3,20% (ant: 3,26%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio cayeron 21 pb, 19 pb y 15 pb, y se ubicaron en 0,01%, 0,47% y 0,55% para los plazos a 2, 5 y 8 años, respectivamente. En el Gráfico 18 se compara el BEI desestacionalizado a 1 y 5 años con su tendencia estimada de acuerdo con el filtro de Hodrick- Prescott. El BEI desestacionalizado disminuyó a 2,33% para el plazo de 1 año (ant: 2,67%), y a 3,80% para el plazo de 5 años (ant: 3,98%), al tiempo que su tendencia presenta un repunte y refleja expectativas de inflación promedio para los próximos 1 y 5 años de 2,68% (ant: 2,45%) y 4,18% (ant: 4,13%), respectivamente.

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



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Gráfico 18. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

El Gráfico 19A muestra la estimación de la inflación anual para los años 2022, 2023 y 2024, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 2,65%, 3,57% y 4,11%, respectivamente¹¹. El Gráfico 19B 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 disminuyó ligeramente y se ubicó en 2,52%, 2,85% y 3,15% para los mismos plazos¹². Por otro lado, respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término de los TES en pesos variaron 1 pb y -6 pb para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente. En cuanto a las tasas neutras al riesgo, estas subieron 3 pb y 2 pb, y se ubicaron en 3,53% y 3,85% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 20).

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

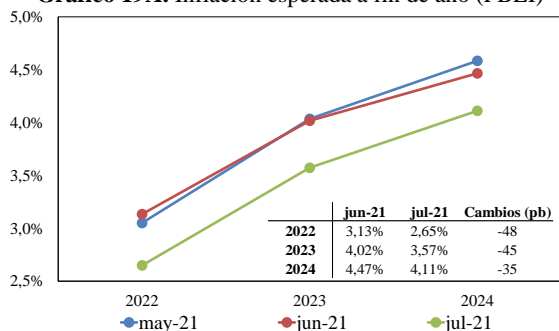
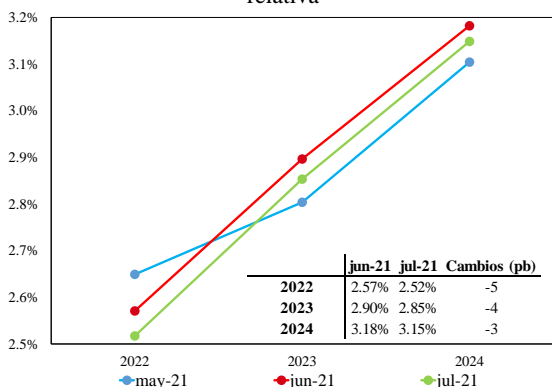
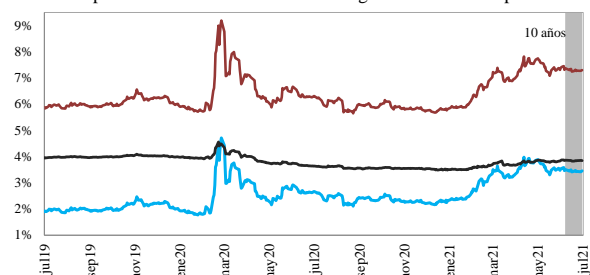
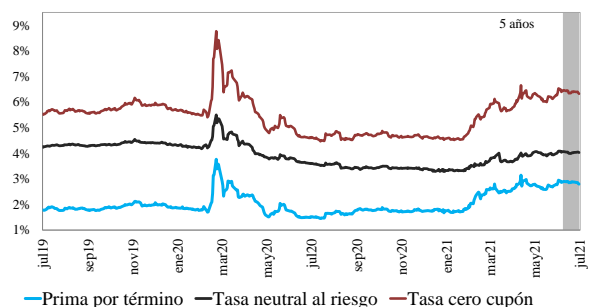


Gráfico 19B. Inflación esperada a fin de año a partir del FBEI neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

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

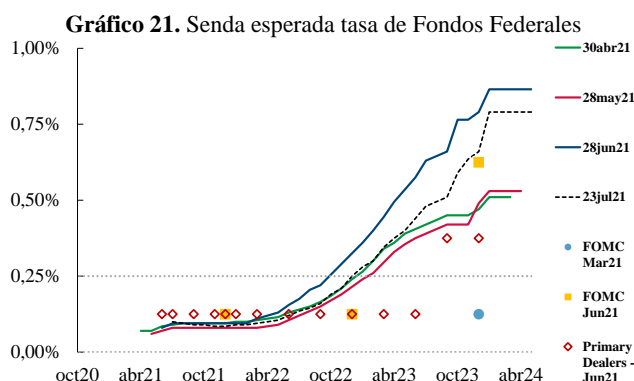


Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

¹¹ Frente a las estimaciones del mes anterior, la inflación esperada para 2022 pasó de 3,13% a 2,65%, para 2023 de 4,02% a 3,57% y para 2024 de 4,47% a 4,11%.

¹² Frente a las estimaciones del mes anterior, la inflación esperada para 2022 pasó de 2,57% a 2,52%, para 2023 de 2,9% a 2,85% y para 2024 de 3,18% a 3,15%.

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



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

no presente cambios frente al nivel actual, pasó de 100% a 96%, mientras que la probabilidad de posibles incrementos aumentó de 0% a 4% (Cuadro 2 y Anexo 5¹⁴).

A partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el mercado continúa anticipando que no habrá cambios en el rango de los fondos federales hasta finales del 2022, cuando tendría lugar el primer incremento. La tasa esperada para diciembre de 2021 pasó de 0,10% el 28 de junio a 0,09% el 23 de julio (Gráfico 21). Adicionalmente, según el CME¹³, si bien la probabilidad de que el rango de tasas de los Fondos Federales se ubique en diciembre del 2021 en un nivel entre 0% y 0,25%, tal que

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

	0%-0,25%	0,25%-0,5%
28jun21	100%	0%
23jul21	96%	4%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange. *Rango actual.

Según la encuesta de la Fed de Nueva York realizada a *Primary Dealers* en junio¹⁵, la mediana refleja que los analistas encuestados no anticipan cambios en el rango actual de la tasa de los Fondos Federales hasta el 3T23 (ant: 3T23; Cuadro 3). Frente a la encuesta anterior (abril), las tasas esperadas hasta el 4T23 se mantuvieron estables, mientras que la tasa esperada para 2024, 2025 y 2026 pasó de 1,13%, 1,75% y 2% a 1,25%, 2% y 2,13%, respectivamente. En cuanto al programa de compras de activos, frente a la encuesta de abril, los agentes encuestados continúan esperando que la Fed comience a recortar su programa de compra de activos durante el 1T22, y que finalice completamente durante el 1T23.

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

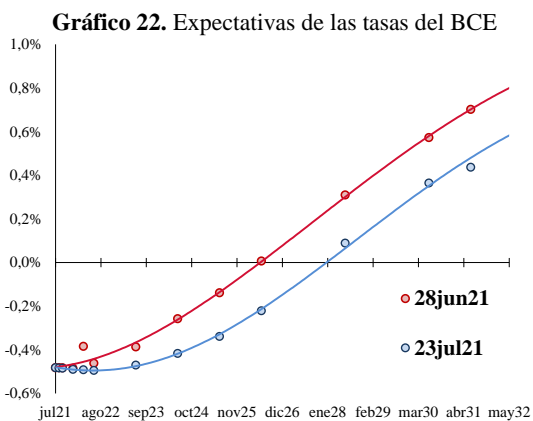
	jun21	jul21	sep21	nov21	dic21	ene22								
Mediana	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%								
No. Respuestas	24	24	24	24	24	24								
							1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23
Mediana							0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,38%	0,38%
No. Respuestas							24	24	24	24	21	21	21	21
							2024	2025	2026	2027				
Mediana							1,25%	2,00%	2,13%	2,38%				
No. Respuestas							19	19	19	19				

Fuente: Fed de NY.

¹³ Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

¹⁴ Específicamente, el Gráfico A5.3 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.

¹⁵ El 7 de junio del 2021 culminó la recepción de información de los agentes del mercado por parte de la Fed.



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice Eonia, el mercado postergó la fecha en que espera que la tasa retorne a terreno positivo del 2T26 al 4T27. Esto posiblemente asociado al cambio del objetivo de política monetaria por parte del BCE (Anexo 5, Gráfico 22).

1.3. Expectativas de inflación local a partir de encuestas

En Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de julio aumentó para 2021 (obs: 3,70%; ant: 3,54%) y 2022 (obs: 3,27%; ant: 3,23%; Gráficos 23 y 24). Por otro lado, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (Banrep) la inflación esperada a dos años (julio de 2023) se ubicó en 3,14%, ligeramente superior a la proyectada el mes anterior para junio de 2023 (3,09%).

Gráfico 23. Inflación esperada promedio para cierre 2021

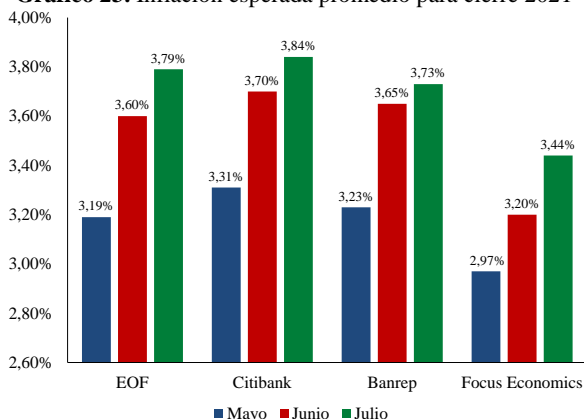
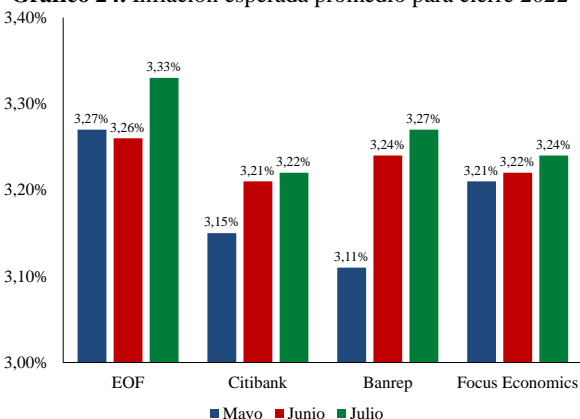


Gráfico 24. Inflación esperada promedio para cierre 2022



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 26 de julio con encuestas recolectadas entre el 13 y el 21 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 27 de julio. La encuesta del Banrep se realizó entre el 6 y el 12 de julio. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 13 de julio, con encuestas realizadas entre el 6 y el 11 del mismo mes.

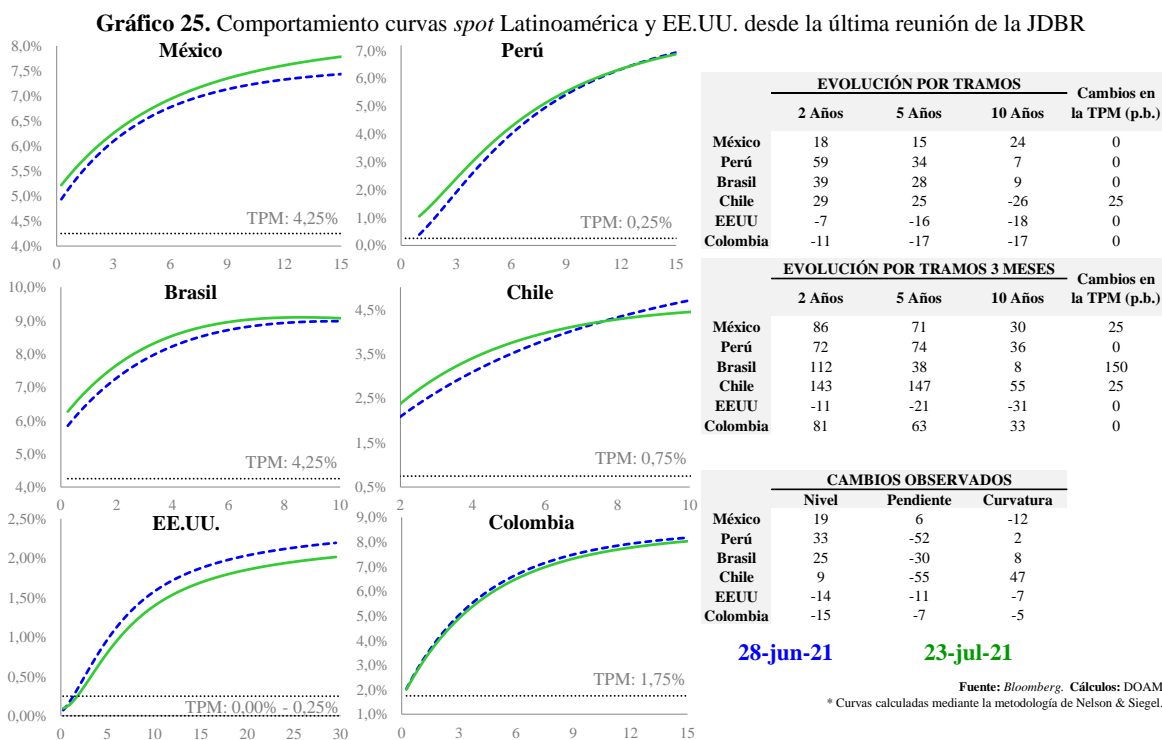
En conclusión, los BEI presentaron reducciones importantes para todos los plazos, en línea con la disminución de la prima de riesgo inflacionario. Adicionalmente, las caídas importantes del BEI de corto plazo estuvieron influenciadas por las operaciones de entidades públicas y agentes institucionales que no reflejan expectativas de inflación. No obstante, el promedio de las encuestas refleja expectativas de inflación superiores a las observadas en junio para 2021 (16 pb) y 2022 (4 pb), en línea con el aumento del componente tendencial del BEI a 1 año (23 pb).

Comportamiento de los mercados de deuda pública en EE.UU. y en la región

Desde la última reunión de la JDBR, la curva de EE.UU. se aplanó ante mayores valorizaciones de los títulos del tramo largo frente a los títulos de los demás plazos. Este comportamiento se explica principalmente por las señales de continuidad de una política monetaria expansiva ante: *i*) menores preocupaciones en torno a las presiones inflacionarias de carácter permanente en EE.UU.; y *ii*) la mayor percepción de riesgo asociada con el aumento de casos de Covid-19 dada la expansión de la variante delta, que podría impactar negativamente el proceso de recuperación económica global. Adicionalmente, las medidas adoptadas por el Gobierno chino en contra de varias empresas tecnológicas que cotizan en bolsa, y el aumento de las tensiones entre varios países occidentales y China, pudieron haber contribuido a la reducción de las tasas de los Tesoros.

Por su parte, los títulos de corto y mediano plazo de los países de la región presentaron desvalorizaciones como consecuencia de las recientes presiones inflacionarias, lo que podría llevar a los bancos centrales a adoptar una senda de política monetaria menos expansiva en el corto plazo. En cuanto a las tasas de largo plazo, su comportamiento pudo estar explicado por factores idiosincráticos hasta el 13 de julio. A partir de ese momento, la mayoría de estas tasas se han movido en línea con las reducciones de los Tesoros; sin embargo, las valorizaciones no alcanzaron a corregir las desvalorizaciones iniciales, a excepción del caso de Chile. En el caso de México, los títulos de largo plazo no presentaron esta misma tendencia, y sus desvalorizaciones al final del mes se explican por el aumento de casos por Covid-19, por preocupaciones fiscales asociadas con la situación financiera de Pemex¹⁶, por el resurgimiento de las tensiones comerciales con EE.UU. en torno a las reglas de componentes para el ensamble de automóviles que hacen parte del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), y por una mayor preferencia por títulos reales frente a los nominales.

En Brasil, los títulos se desvalorizaron durante las primeras semanas del mes como consecuencia de la incertidumbre política en torno al escándalo por posibles irregularidades en la adquisición de las vacunas por parte del Gobierno. Por su parte, los títulos de Perú se vieron afectados negativamente por la incertidumbre sobre los resultados de las elecciones presidenciales. En Chile, los títulos se desvalorizaron ante la incertidumbre sobre las posibles reformas constitucionales propuestas por varios miembros de la reciente electa Asamblea Constituyente. Posteriormente, estas desvalorizaciones corrigieron completamente ante el optimismo por las medidas adoptadas por China, y tras la derrota del candidato Daniel Jadue, considerado radical por el mercado, frente a un rival más moderado, durante las elecciones primarias del 18 de julio (Gráfico 25; Anexo 4).



¹⁶ El 22 de julio el Departamento de Estado de EE.UU. publicó un informe sobre el clima de inversión en México, en el que menciona varias fuentes de incertidumbre, dentro de las que se destaca la salud financiera de Pemex.

El Gráfico 26 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia disminuyó 7 pb hasta ubicarse en 345 pb. Por su parte, las pendientes de Chile (196 pb), Perú (484 pb), Brasil (144 pb) y EE.UU. (111 pb) disminuyeron 55 pb, 52 pb, 30 pb y 11 pb, respectivamente, mientras que la pendiente de México (124 pb) aumentó 6 pb.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

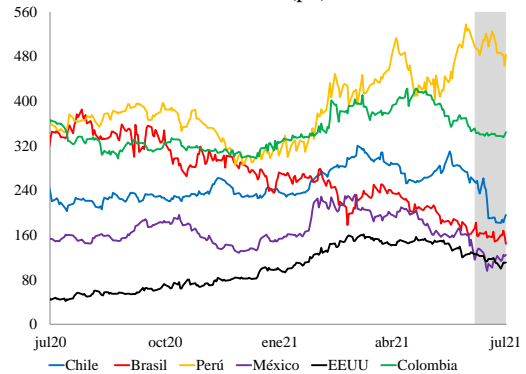
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas y de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*).

2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que los agentes esperan que la JDBR mantenga inalterada la TPM durante su reunión de julio. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)¹⁷ el 100% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada en julio. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg¹⁸, los 17 analistas encuestados esperan que la TPM se mantenga inalterada. Por último, según las encuestas de analistas de mercados financieros de Anif y Citibank¹⁹ sobre la TPM para esta reunión, de las 34 entidades encuestadas el 97% no espera ni recomienda cambios en la TPM, mientras que el 3% restante no espera cambios, pero recomienda un incremento de 25 pb (Gráfico 27 y Anexo 1).

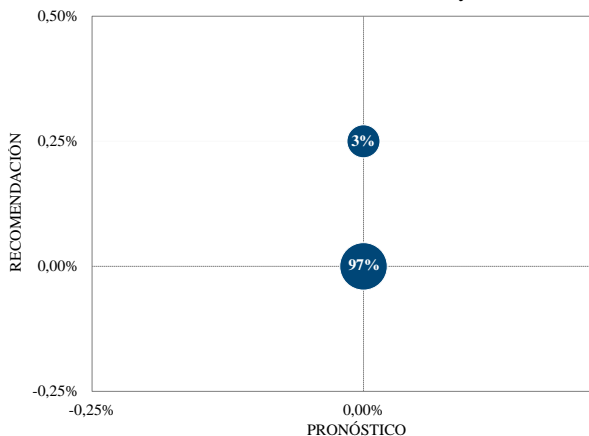
Por su parte, en el Gráfico 28 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2021 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre junio y julio la tasa promedio esperada aumentó de 2,09% a 2,15%.

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



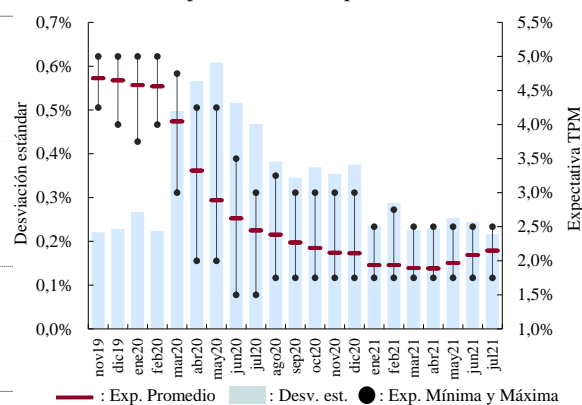
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 2 años. Se presenta el promedio móvil de cinco días.

Gráfico 27. Encuestas sobre TPM de Anif y Citibank



Fuente: Anif y Citibank.

Gráfico 28. Expectativas TPM para diciembre de 2021



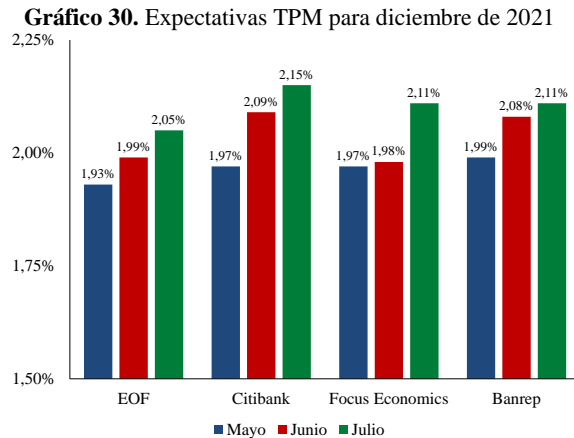
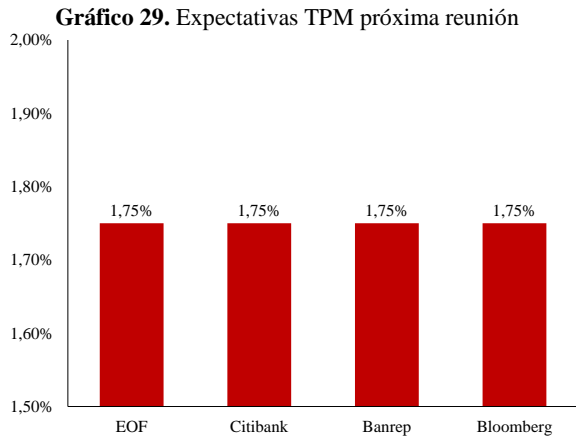
Fuente: Citibank.

¹⁷ Publicada el 26 de julio. Datos recolectados entre el 13 y el 21 de julio.

¹⁸ Datos al 26 de julio.

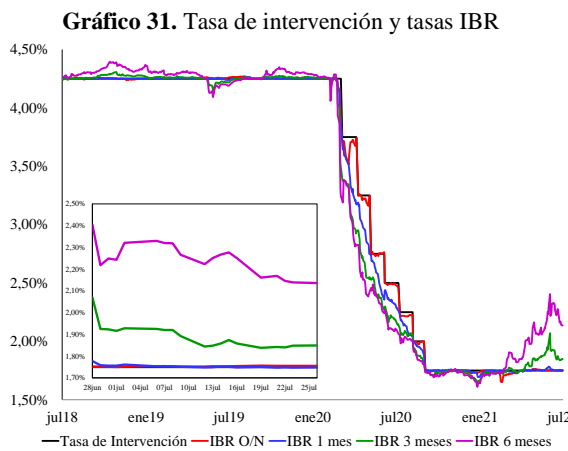
¹⁹ Recibidas el 26 y 27 de julio, respectivamente.

En los Gráficos 29 y 30 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y la de diciembre de 2021. En estas se observa que: *i*) los agentes esperan que no haya cambios de la TPM durante la reunión de julio; y *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2021 aumentó de 2,04% a 2,11%.

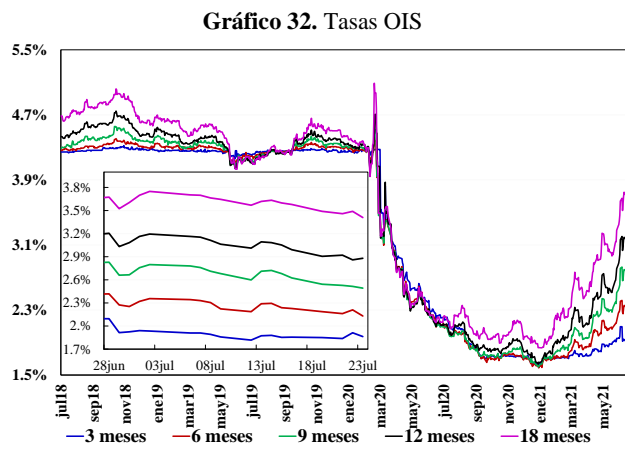


Fuente: EOF, Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 26 de julio con encuestas recolectadas entre el 13 y el 21 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 27 de julio. La encuesta del Banrep se realizó entre el 6 y el 12 de julio. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 13 de julio, con encuestas realizadas entre el 6 y el 11 del mismo mes.

En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 31 muestra la tasa de intervención del Banrep, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. Por su parte, el Gráfico 32 muestra las tasas OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de junio de 2021, donde se mantuvo la TPM en 1,75%, la tasa O/N se mantuvo inalterada, mientras que las tasas IBR a 1, 3 y 6 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses disminuyeron 2 pb, 15 pb, 19 pb, 17 pb, 17 pb y 15 pb, respectivamente, lo cual estuvo asociado a la percepción del mercado de que la postura de la JDBR fue *dovish*. Tras la publicación del dato de inflación de junio, las tasas IBR O/N y a 3 meses se mantuvieron estables, mientras que la tasa IBR a 1 mes disminuyó 1 pb, la tasa IBR a 6 meses aumentó 1 pb, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses disminuyeron 2 pb, 3 pb y 4 pb, en su orden. Desde entonces, las tasas han continuado disminuyendo ante expectativas de que la JDBR no modificará la TPM en su próxima reunión y el 23 de julio se ubicaron en 1,76%, 1,75%, 1,85%, 2,14%, 2,49%, 2,88% y 3,41% para las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, respectivamente.

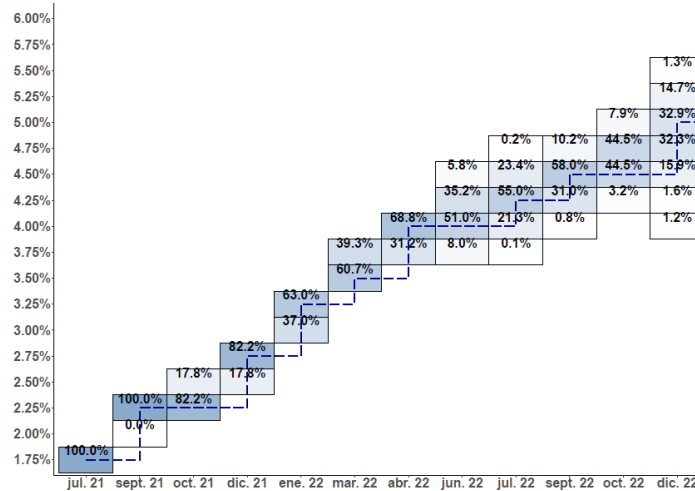


Fuente: Banrep. **Cálculos:** Banrep.



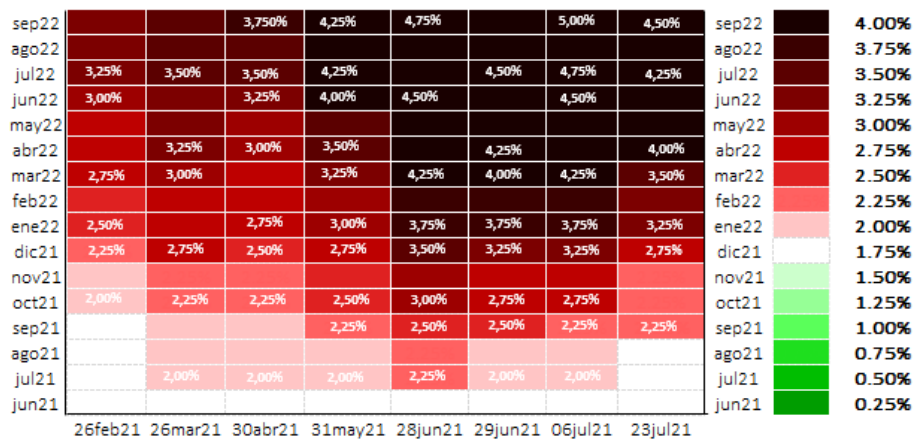
Fuente: Banrep. **Cálculos:** Banrep.

Gráfico 33. Tasa de política monetaria implícita – OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Gráfico 34. Evolución de expectativas TPM – OIS



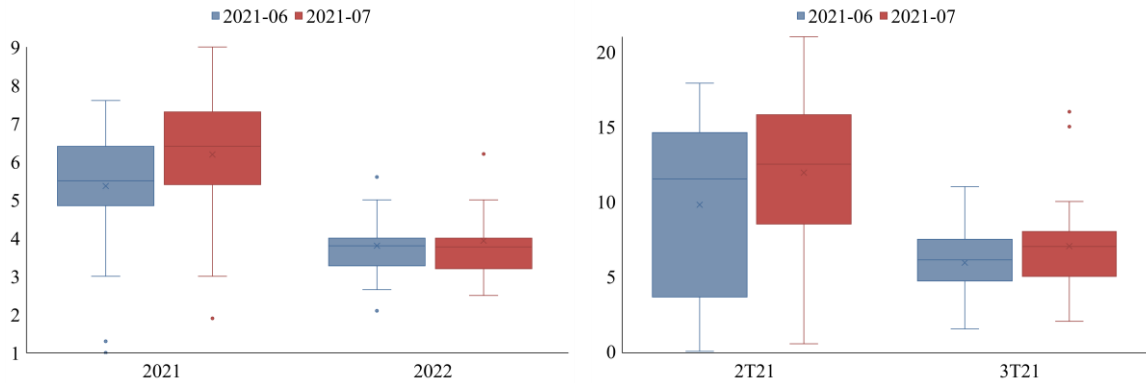
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep. Nota: Cada cifra de color blanco indica un cambio de tasa de política.

En el Gráfico 34 se observa que el día de la reunión de la JDBR de junio el mercado anticipaba un aumento de 50 pb de la TPM durante la reunión de julio de 2021 y luego aumentos de 25 pb en septiembre, 50 pb en octubre y 50 pb en diciembre de 2021 (cerrando 2021 en 3,5%). Luego, ante una percepción de una postura más *dovish* del Banco de la República y a que el dato de inflación se ubicó por debajo de las expectativas del mercado, la senda de política monetaria esperada se tornó más expansiva y el 23 de julio las tasas OIS descuentan aumentos de 50 pb en las reuniones de septiembre y diciembre de 2021 (cerrando 2021 en 2,75%), luego se espera que aumente 50 pb en enero, 25 pb en marzo, 50 pb en abril y 25 pb en julio de 2022 (Gráficos 33, 34 y Anexo 6).

2.2. Expectativas de crecimiento económico

En el Gráfico 35 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 2021 de 5,5% a 6,4%, para el 2T21 de 11,5% a 12,5%, y para el 3T21 de 6,1% a 7%. Para el 2022 los analistas mantuvieron sus proyecciones de crecimiento cercanas a 3,8%.

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



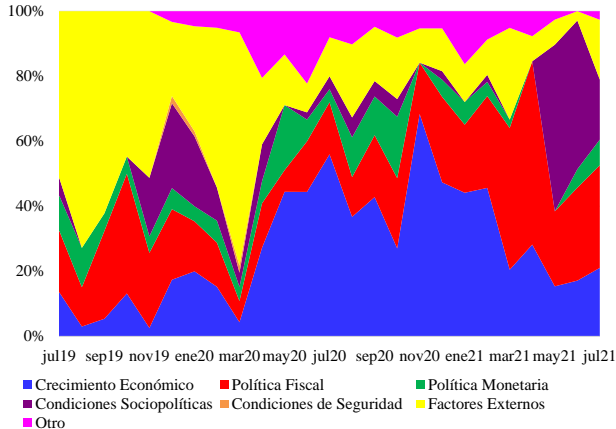
Fuente: Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. La línea del centro de la caja representa la mediana y la “x” la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos. Datos publicados el 25 de mayo con encuestas recolectadas entre el 11 y el 19 del mismo mes.

El 1 de julio, tras retirarle el grado de inversión a Colombia, Fitch Ratings aumentó su expectativa de crecimiento para 2021 de 4,9% a 6,3%, y para 2022 mantuvo su estimación en 3,8%. El 8 de julio, la Cepal también revisó al alza su proyección de crecimiento para 2021 de 5% a 5,4%, mientras que para 2022 la entidad espera un crecimiento de 3,8%.

Información adicional extraída de la EOF

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una valorización cercana a 25 pb (ant: valorización esperada de 37 pb)²⁰. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registrará una valorización cercana a 5% (anterior: valorización esperada de 5%).

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 32% resaltó la política fiscal (ant: 29%), un 21% el crecimiento económico (ant: 17%), un 18% las condiciones sociopolíticas (ant: 46%), otro 18% los factores externos (ant: 3%), un 8% la política monetaria (ant: 0%), mientras que el 3% restante señaló otros factores (ant: 0%). El analista que mencionó otros factores hace referencia a todos los posibles factores de respuesta (Gráfico 36).

Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

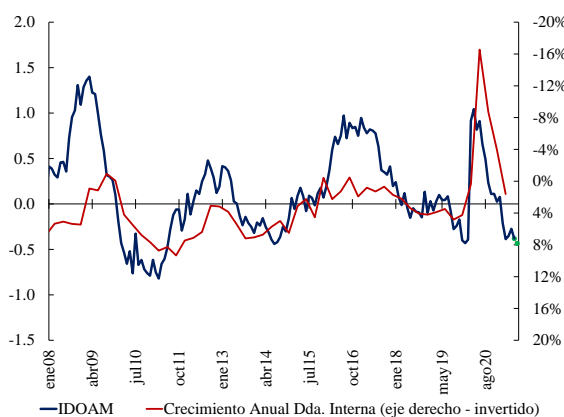
²⁰ Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa promedio esperada por los analistas.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Entre mayo y junio, con datos definitivos, el IDOAM cayó principalmente por el incremento de los índices de confianza industrial, del consumidor y comercial, y la caída de la volatilidad en el mercado accionario y de TES. Con datos preliminares para julio (EOF²¹, volatilidades²² y márgenes crediticios²³), este indicador continuó cayendo principalmente ante los menores márgenes entre las tasas activas y las de los TES, mejores expectativas de crecimiento económico y una menor volatilidad en el mercado de TES (Gráfico 37 y Anexo 7).

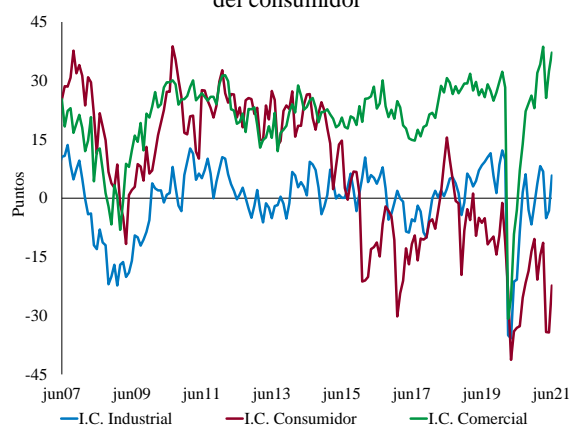
En junio, la confianza de los consumidores (obs: -22,3%; esp: -26,1%; ant: -34,3%) aumentó frente a lo observado el mes anterior, por encima de lo esperado por el mercado, aunque continúa en terreno negativo. Este resultado se explica por una percepción menos desfavorable de las condiciones económicas (obs: -48,8%; ant: -61,7%) y unas expectativas menos pesimistas del consumidor (obs: -4,6%; ant: -16%). Por otro lado, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -32,47% a -23,61 % (Gráfico 37 y 38). Así mismo, la confianza de los industriales (obs: 5,8%; ant: -3,2%) y comerciantes (obs: 37,2%; ant: 32,5%) presentó una mejora durante junio, ubicándose en niveles positivos y cercanos a los observados al comienzo del año. La mejora de la confianza industrial se explica principalmente por el incremento de las expectativas de producción para el próximo trimestre. Por su parte, el resultado de la confianza comercial obedece principalmente a la percepción de una mejor situación económica actual de la empresa, y en menor medida a las expectativas de una mejoría de la situación económica para el próximo semestre (Gráfico 38).

Gráfico 37. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



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

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



Fuente: Fedesarrollo.

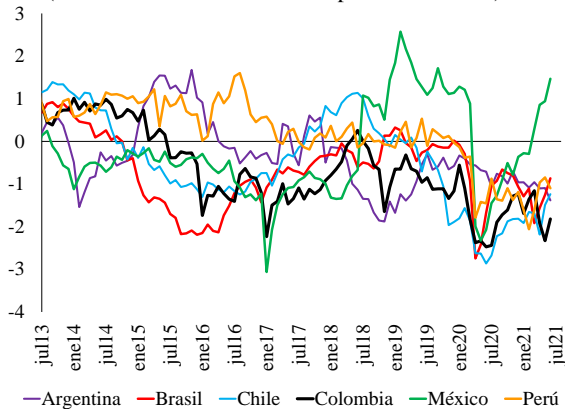
Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor (obs: 22,8%; esp: 26,7%; ant: 75%) y producción manufacturera (obs: 8,6%; esp: 21,6%; ant: 63,7%) de mayo. Tanto las ventas al por menor como la producción manufacturera crecieron por debajo de lo esperado por el mercado, especialmente esta última al presentar una desaceleración mucho mayor a la anticipada por los analistas.

²¹ Recibida el 26 de julio.

²² Datos al 23 de julio.

²³ Datos al 16 de julio.

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



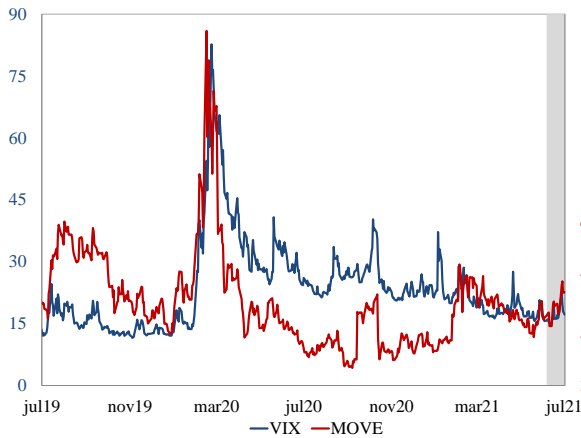
Fuente: INEGI, BIE, FGV IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO.
Cálculos: Banrep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.

El Gráfico 39 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media histórica en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre mayo y junio mejoró el indicador para Colombia, México, Brasil y Chile, mientras que desmejoró para Argentina y Perú. Además, salvo el caso de México, todos estos indicadores se ubican por debajo de su respectiva media histórica.

Por su parte, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*²⁴, el *Vstox*²⁵ y el *Skew*²⁶ aumentó como consecuencia de: *i*) el rápido aumento de casos de Covid-19 asociados a la expansión de la variante delta y la incertidumbre frente al impacto que tendría sobre el proceso de recuperación económica global; *ii*) las medidas adoptadas por el Gobierno chino en contra de varias empresas del sector tecnológico que cotizan en bolsa; y *iii*) el aumento de las tensiones entre varios países occidentales y China en torno a las prácticas comerciales anticompetitivas, la violación a los derechos humanos en Xinjiang, la autonomía de Hong Kong, el origen del Covid-19, los avances en el Mar Meridional y las actividades cibernéticas maliciosas.

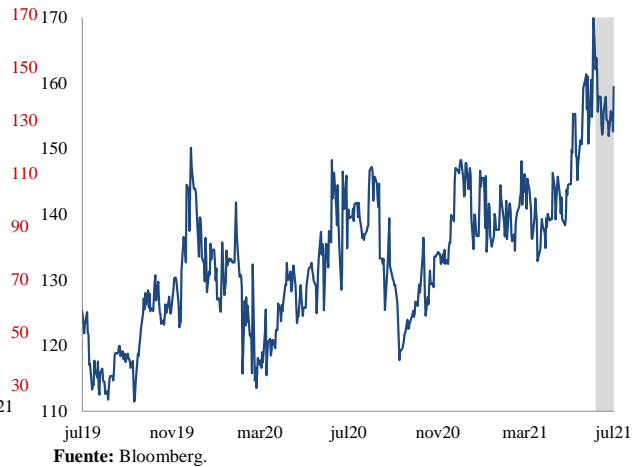
En cuanto al *Move*²⁷, este aumentó ante la rápida reducción de las tasas de los Tesoros como consecuencia de las señales de continuidad de una política monetaria expansiva. En este contexto, los CDS a cinco años y los índices EMBI presentaron aumentos en los países de la región (Gráficos 40 y 41; Anexo 8).

Gráfico 40. Vix - Move



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 41. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

²⁴ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

²⁵ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²⁶ 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.

²⁷ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 26 de julio

Empresa	Estimación	Fecha
1 Banco Agrario de Colombia	1,75%	16/07/2021
2 Banco Mizuho Do Brasil	1,75%	25/07/2021
3 Banco de Bogotá	1,75%	25/07/2021
4 Barclays Capital	1,75%	23/07/2021
5 BNP Paribas	1,75%	23/07/2021
6 Capital Economics	1,75%	20/07/2021
7 Casa de Bolsa	1,75%	15/07/2021
8 Fiduciaria de Occidente	1,75%	23/07/2021
9 Itaú Corpbanca	1,75%	23/07/2021
10 JP Morgan	1,75%	15/07/2021
11 Merrill Lynch/México	1,75%	25/07/2021
12 Pacifico Research	1,75%	25/07/2021
13 Pantheon Macroeconomics	1,75%	25/07/2021
14 Positiva Compañía de Seguros	1,75%	15/07/2021
15 Torino Capital	1,75%	25/07/2021
16 UBS Securities	1,75%	23/07/2021
17 Universidad Jorge Tadeo Lozano	1,75%	25/07/2021
Tasa	Obs.	Prob.
1,75%	17	100%
Tasa esperada ponderada	1,75%	

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza	1,75%	1,75%
ANIF	1,75%	1,75%
Asobancaria	1,75%	1,75%
Axa Colpatría	1,75%	1,75%
Banco Agrario	1,75%	1,75%
Banco de Bogotá	1,75%	1,75%
Banco de Occidente	1,75%	1,75%
Banco Popular	1,75%	1,75%
Bancolombia	1,75%	1,75%
BBVA	1,75%	1,75%
BNP Paribas	1,75%	1,75%
BTG Pactual	1,75%	1,75%
Camacol	1,75%	1,75%
Casa de Bolsa	1,75%	1,75%
Citi	1,75%	1,75%
Corficolombiana	1,75%	1,75%
Credicorp Capital	1,75%	1,75%
Davivienda	1,75%	1,75%
EConcept	1,75%	1,75%
Fedesarrollo	1,75%	1,75%
Fidubogotá	1,75%	1,75%
Fiduprevisora	1,75%	1,75%
Grupo Bancolombia	1,75%	1,75%
Grupo Bolívar	1,75%	1,75%
Itaú	1,75%	1,75%
JP Morgan	1,75%	2,00%
Macroeconomía Aplicada - UdeA	1,75%	1,75%
Moody's Analytics	1,75%	1,75%
Política Económica - Javeriana	1,75%	1,75%
Positiva	1,75%	1,75%
Protección	1,75%	1,75%
Scotiabank Colpatría	1,75%	1,75%
Skandia	1,75%	1,75%
XP Investments	1,75%	1,75%
Promedio	1,75%	1,76%
Mediana	1,75%	1,75%
STDV	0,00%	0,04%
Máximo	1,75%	2,00%
Mínimo	1,75%	1,75%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
1,25%	0%	0
1,50%	0%	0
1,75%	97%	33
2,00%	3%	1
2,25%	0%	0
Total	100%	34

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
1,25%	0%	0
1,50%	0%	0
1,75%	100%	34
2,00%	0%	0
2,25%	0%	0
Total	100%	34

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

Participantes	2021	2022
Alianza	4,02%	3,78%
Asobancaria	3,72%	3,19%
Axa Colpatría	3,60%	3,30%
Banco Agrario	4,00%	3,10%
Banco de Bogotá	3,79%	3,00%
Banco de Occidente	3,81%	3,47%
Banco Popular	3,68%	3,57%
BBVA	3,70%	3,30%
BNP Paribas	4,00%	3,50%
BTG Pactual	3,90%	3,20%
Casa de Bolsa	3,83%	3,05%
Citi	3,70%	3,20%
Corficolombiana	3,83%	3,05%
Credicorp Capital	3,50%	3,30%
Fidubogotá	3,88%	3,36%
Fiduprevisora	3,74%	3,26%
Grupo Bancolombia	3,60%	3,30%
Grupo Bolívar	4,25%	2,87%
Itaú	3,70%	2,80%
JP Morgan	4,25%	3,18%
Moody's Analytics	3,80%	3,30%
Positiva	3,80%	3,20%
Scotiabank Colpatría	3,93%	3,00%
Skandia	4,14%	2,93%
XP Investments	3,80%	3,40%
Promedio	3,83%	3,22%
Mediana	3,80%	3,20%
STDV	0,19%	0,23%
Máximo	4,25%	3,78%
Mínimo	3,50%	2,80%

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

Encuestas realizadas entre el 6 y el 11 de junio

Empresa		Estimación 2021	Estimación 2022	
1	AGPV	2,00%	3,00%	
2	Banco Davivienda	2,00%	-	
3	Bancolombia	2,50%	3,50%	
4	Barclays Capital	2,25%	4,00%	
5	BBVA Research	1,75%	2,75%	
6	CABI	1,75%	2,50%	
7	Capital Economics	2,25%	3,50%	
8	Citigroup Global Mkts	1,75%	3,25%	
9	Corficolombiana	2,25%	-	
10	Credicorp Capital	1,75%	3,50%	
11	Credit Suisse	2,25%	3,25%	
12	Fedesarrollo	2,00%	2,75%	
13	Fitch Solutions	2,00%	2,75%	
14	Goldman Sachs	1,75%	3,25%	
15	HSBC	2,00%	3,00%	
16	Itaú Unibanco	2,00%	3,50%	
17	JPMorgan	2,50%	3,50%	
18	Moody's Analytics	2,00%	3,50%	
19	Oxford Economics	2,75%	3,75%	
20	Pezco Economics	2,50%	3,50%	
21	Positiva Compañía de Seguros	2,25%	4,00%	
22	S&P Global	2,25%	3,25%	
23	Scotiabank	2,50%	4,00%	
24	UBS	1,75%	2,50%	
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,75%	6	25,0%	0	0,0%
2,00%	7	29,2%	0	0,0%
2,25%	6	25,0%	0	0,0%
2,50%	4	16,7%	2	9,1%
2,75%	1	4,2%	3	13,6%
3,00%	0	0,0%	2	9,1%
3,25%	0	0,0%	4	18,2%
3,50%	0	0,0%	7	31,8%
3,75%	0	0,0%	1	4,5%
4,00%	0	0,0%	3	13,6%
Media	2,11%		3,30%	
Mediana	2,00%		3,38%	

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

Encuestas realizadas entre el 6 y el 11 de julio

Empresa		Estimación 2021	Estimación 2022	
1	AGPV	3,20%	3,00%	
2	Banco Davivienda	4,05%	-	
3	Bancolombia	3,50%	3,00%	
4	Barclays Capital	3,07%	3,30%	
5	BBVA Research	3,40%	3,14%	
6	CABI	3,25%	4,50%	
7	Citigroup Global Mkts	3,40%	3,00%	
8	Corficolombiana	3,80%	-	
9	Credicorp Capital	3,52%	3,31%	
10	Credit Agricole	3,50%	3,10%	
11	Credit Suisse	3,53%	3,52%	
12	EIU	3,50%	4,30%	
13	Fedesarrollo	3,70%	3,10%	
14	Fitch Solutions	3,31%	3,14%	
15	Goldman Sachs	3,65%	3,20%	
16	HSBC	2,70%	3,00%	
17	Itaú Unibanco	3,70%	2,80%	
18	JPMorgan	3,90%	3,20%	
19	Moody's Analytics	3,70%	3,52%	
20	Oxford Economics	4,20%	3,34%	
21	Pezco Economics	2,80%	3,00%	
22	Polinomics	3,00%	3,10%	
23	Positiva Compañía de Seguros	3,80%	3,20%	
24	S&P Global	4,00%	3,20%	
25	Scotiabank	3,50%	3,00%	
26	Torino Capital	2,49%	3,06%	
27	UBS	2,69%	3,00%	

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,25% - 2,50%	1	3,70%	0	0,00%
2,50% - 2,75%	2	7,41%	0	0,00%
2,75% - 3,00%	1	3,70%	1	4,00%
3,00% - 3,25%	3	11,11%	17	68,00%
3,25% - 3,50%	4	14,81%	3	12,00%
3,50% - 3,75%	10	37,04%	2	8,00%
3,75% - 4,00%	3	11,11%	0	0,00%
4,00% - 4,25%	3	11,11%	0	0,00%
4,25% - 4,50%	0	0,00%	1	4,00%
4,50% - 4,75%	0	0,00%	1	4,00%
Media		3,44%		3,24%
Mediana		3,50%		3,14%

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de junio, en la cual la tasa de referencia se mantuvo sin cambios en 1,75% tal como anticipaba el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -5 pb, -1 pb y 1 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 9 pb, 8 pb y 1 pb para estos mismos plazos.

El 1 de julio, Fitch Ratings cambió la calificación de la deuda a largo plazo en moneda local y extranjera de Colombia de BBB- a BB+, además, modificó la perspectiva de negativa a estable. Según la calificadora, este recorte se debió al deterioro de las finanzas públicas intensificado por la pandemia, al incremento en los déficits fiscales entre 2020 y 2022, y a la menor confianza en la capacidad del gobierno para colocar de manera creíble la deuda en una senda descendente. Entre el 1 y el 2 de julio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 7 pb, 7 pb y 5 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 12 pb, 11 pb y 0 pb para estos mismos plazos.

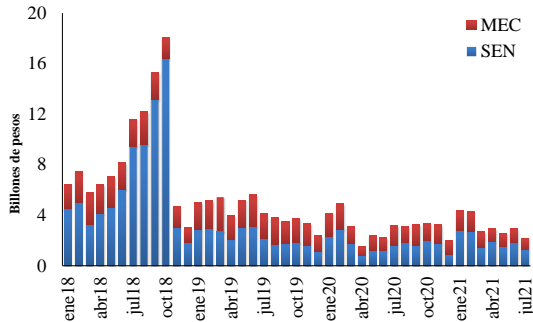
El Dane publicó el 3 de julio la variación del índice de precios al consumidor de junio, la cual se ubicó en -0,05% mes a mes. Dicho resultado fue inferior al dato de la encuesta del Banrep (0,19%), a las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,03%), y mayor a la inflación registrada en el mismo mes del año 2020 (-0,38%). La variación anual fue de 3,63% (esp: 3,71%). Entre el 2 y el 6 de julio las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -3 pb, -4 pb y -5 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR con vencimientos en 2023, 2025 y 2037 tuvieron variaciones de 20 pb, 3 pb y 9 pb, respectivamente.

El 13 de julio el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) presentó la propuesta del Proyecto de Inversión Social en el cual se plantea la extensión de programas sociales, austeridad en el gasto, lucha contra la evasión y el fortalecimiento de la formalización. En particular, se busca recaudar \$15,2 billones, de los cuales el 60% vendría de sectores empresariales, entre el 15% y el 20% por un aumento en la austeridad del Gobierno y otro 12% por una reducción en la evasión fiscal. Se confirmó que el ancla de la deuda pública de la nueva regla fiscal será del 55% del PIB. Así, entre el 13 y el 14 de julio para los plazos a 2, 5 y 10 años, los TES en pesos presentaron variaciones de 2 pb, 1 pb y 3 pb, respectivamente, mientras que los TES UVR tuvieron variaciones de 1 pb, 2 pb y 2 pb.

Posteriormente, el 20 de julio, el MHCP radicó ante el Congreso el Proyecto de Inversión Social. En este se definió que las fuentes permanentes de recaudo se obtendrían de la austeridad en el gasto (\$1,9 billones), fortalecimiento de la lucha contra la evasión (\$2,7 billones), aumento de la tasa de renta corporativa al 35% (\$6,7 billones) y una reducción del descuento del ICA al impuesto de renta del 100% al 50% (\$3,9 billones). Se eliminó la retención en la fuente de 5% para los pagadores de valores de renta fija pública o privada, derivados financieros o con subyacente en valores de renta fija. Además del ancla del 55% del PIB para la deuda pública, se estableció un techo del 71% del PIB. El Confis mantuvo inalterada la meta del déficit fiscal para el cierre de 2021 en 8,6%, además de redefinir los ingresos corrientes a \$151,7 billones, los recursos de capital a \$133,8 billones y fondos especiales a \$36,7 billones. Luego, entre el 19 y el 21 de julio para los plazos a 2, 5 y 10 años, los TES en pesos presentaron variaciones de 2 pb, 2 pb y 1 pb, respectivamente, mientras que los TES UVR para los vencimientos a 2023, 2029 y 2037 tuvieron variaciones de -1 pb, -1 pb y 2 pb.

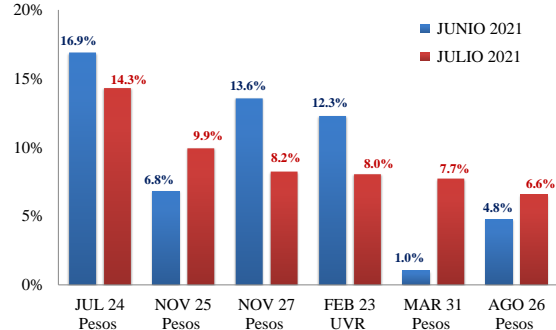
En lo corrido de julio, el monto promedio diario negociado ha sido \$2,1 billones²⁸, inferior al observado el mes anterior (\$2,9 billones) y al registrado en julio de 2020 (\$3,1 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 16,9% al 14,3%, seguidos por los que vencen en noviembre de 2025 cuya participación pasó de 6,8% al 9,9% (Gráfico A2.2).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



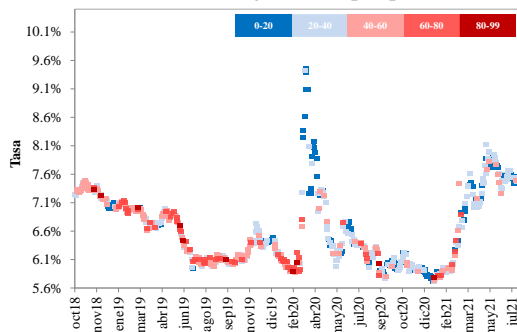
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep. Datos al 23 de julio de 2021.

Gráfico A2.3. TES más transados



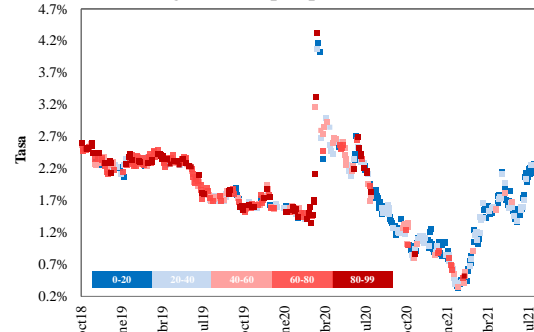
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 23 de julio del 2021.

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



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

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



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

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

Gráfico A2.6. Bid-Ask spread por plazo de los TES en pesos* (p.b.)

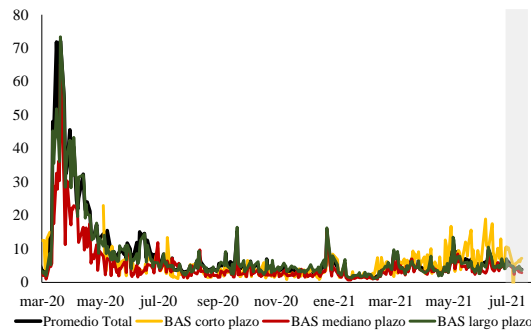
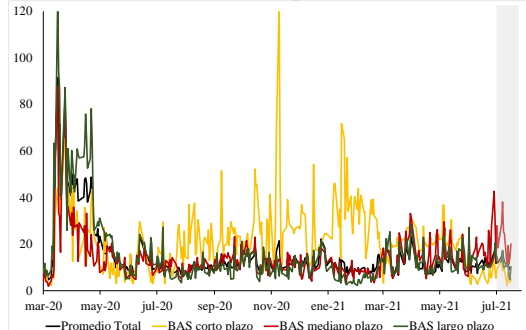


Gráfico A2.7. Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR* (p.b.)

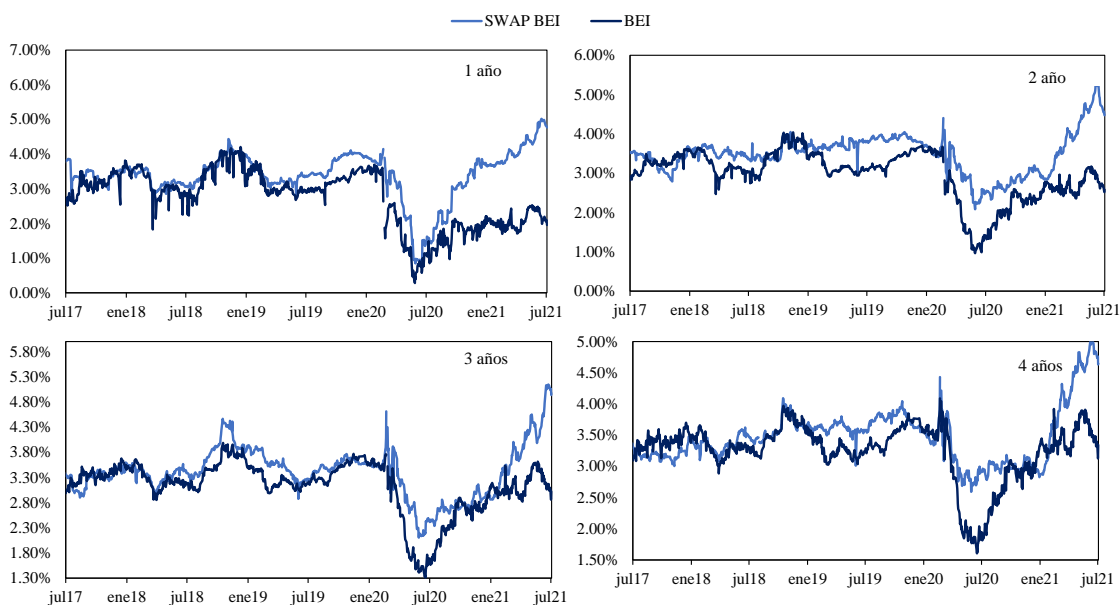


Fuente y Cálculos: Banrep. *El bid-ask spread se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A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

²⁸ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de Master Trader (incluye registros).

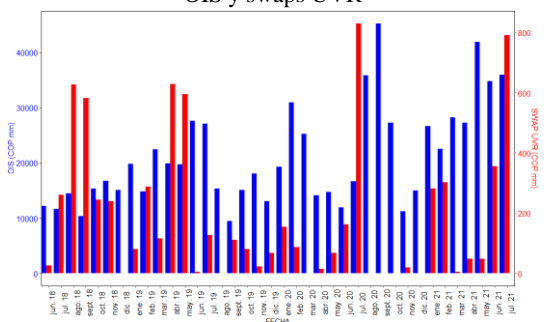
Con información al 23 de julio, los *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio de los TES en pesos cayeron para todos los plazos y se ubicaron en 5,62 pb (ant. 9,3 pb), 3,58 pb (ant. 4,3 pb) y 3,98 pb (ant. 5,2 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de corto y mediano plazo aumentaron y el BAS de largo plazo cayó para los TES en UVR. Así se ubicaron en 7,4 pb (ant. 6,3 pb), 20,7 pb (ant. 19,3 pb) y 9,6 pb (ant. 12,1 pb), para los plazos de corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Gráfico A2.8. BEI y Swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Gráfico A2.9. Operaciones pactadas de los contratos OIS y swaps UVR



Fuente: SFC. Cálculos: Banrep. Las operaciones pactadas de julio de 2021 se obtienen como el monto promedio de operaciones pactadas al 16 de julio multiplicado por los días hábiles de junio de 2021.

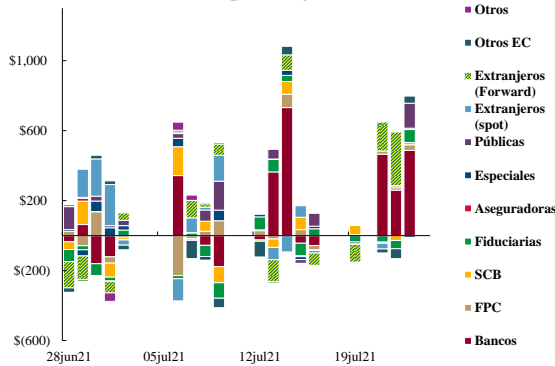
aumentaron.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

Entre el 28 de junio y el 23 de julio, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (\$2.065 mm) y las entidades públicas (\$583 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las sociedades fiduciarias (\$238 mm) y las corporaciones financieras (\$231 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR fueron los bancos comerciales (\$1.121 mm) y los Fondos de Pensiones

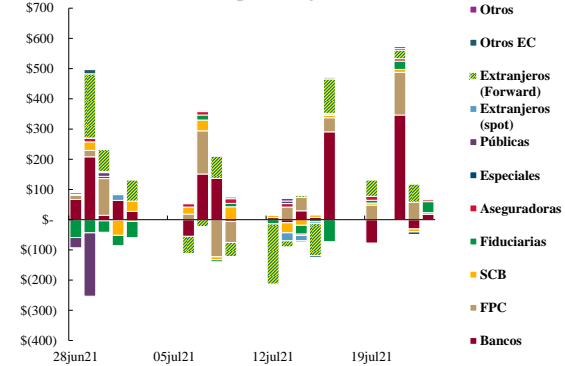
y Cesantías (\$488 mm), al tiempo que los principales vendedores fueron las Sociedades Fiduciarias (\$256 mm) y entidades públicas (\$198 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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 del 2021 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES pesos y TES UVR en el mercado de contado por \$7.137 mm y \$1.964 mm, respectivamente (al tiempo que han registrado vencimientos por \$76 mm y \$35 mm, respectivamente). Desde el 28 de junio, estos inversionistas vendieron en neto TES en pesos por \$299 mm y \$574 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, y compraron en neto \$1.429 mm en el tramo largo. Por su parte, en este mismo periodo compraron en neto TES UVR por \$23 mm en el tramo corto, al tiempo que vendieron \$37 mm en el tramo largo.

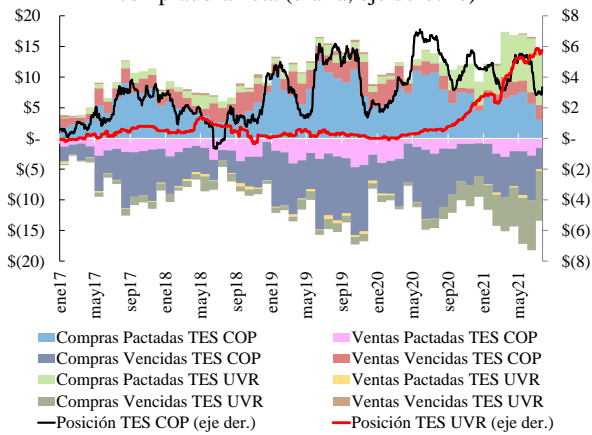
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)* (valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2021	Corrido del 2021	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	5,678	(39)	980	1,118	(33)	2,065	624	84	413	1,121
Compañía de Financiamiento Comercial	26	-	5	12	-	17	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	249	640	5	(78)	(158)	(231)	10	-	2	12
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	5,954	601	990	1,051	(191)	1,850	634	84	415	1,133
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(17)	97	6	(15)	10	1	-	-	-	-
Terceros	2,322	(1,555)	(8)	(151)	230	70	(255)	0	743	488
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	2,305	(1,458)	(3)	(166)	240	70	(255)	0	743	488
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	650	150	12	28	294	334	102	(25)	(4)	73
Terceros	673	14	11	(58)	11	(36)	(15)	3	16	4
Extranjeros FIC	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	1,323	164	23	(30)	305	298	88	(23)	11	76
Sociedades Fiduciarias										
Propia	65	85	4	8	5	16	(0)	-	0	(0)
Terceros	8,169	3,074	(355)	(934)	1,694	404	(264)	(60)	113	(212)
Extranjeros***	7,173	1,964	(299)	(574)	1,429	556	23	0	(37)	(13)
FIC	(1,089)	(52)	(4)	(104)	11	(97)	(233)	(3)	(20)	(256)
Pasivos Pensionales	954	336	(19)	(220)	1	(238)	23	(20)	55	58
Total Sociedades Fiduciarias	8,234	3,159	(352)	(926)	1,699	420	(264)	(60)	113	(212)
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	616	1,064	(4)	(9)	41	29	8	-	84	92
Terceros	9	11	-	(6)	1	(6)	-	1	-	1
Pasivos Pensionales	9	11	-	(6)	1	(6)	-	1	-	1
Total Compañías de Seguros y Capitalización	624	1,075	(4)	(15)	42	23	8	1	84	93
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	12,486	2,940	(335)	(1,137)	2,285	812	(424)	(81)	952	446
Total Entidades Financieras Especiales**	1,957	83	(79)	76	209	206	-	-	-	-
Total Entidades Públicas****	737	475	627	-	(44)	583	(210)	-	12	(198)
Otros****	406	(250)	(2)	10	23	31	-	(3)	29	26
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	21,539	3,849	1,200	-	2,283	3,483	0	-	1,407	1,407

Fuente: Banrep. Información actualizada al 22 de junio del 2021. *Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos y emisiones. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, 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.

Por otra parte, con información al 22 de julio, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por \$3172 mm y \$1599 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$3674 mm y \$2393 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos Non Delivery Forward (NDF) aumentó \$292 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por \$8457 mm y \$290 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$8216 mm y \$290 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF aumentó \$241 mm (Gráfico A3.3). 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 \$3034 mm el 28 de junio a \$3326 mm el 22 de julio del 2021; al tiempo que para TES UVR pasó de \$5520 mm a \$5759 mm entre ambas fechas.

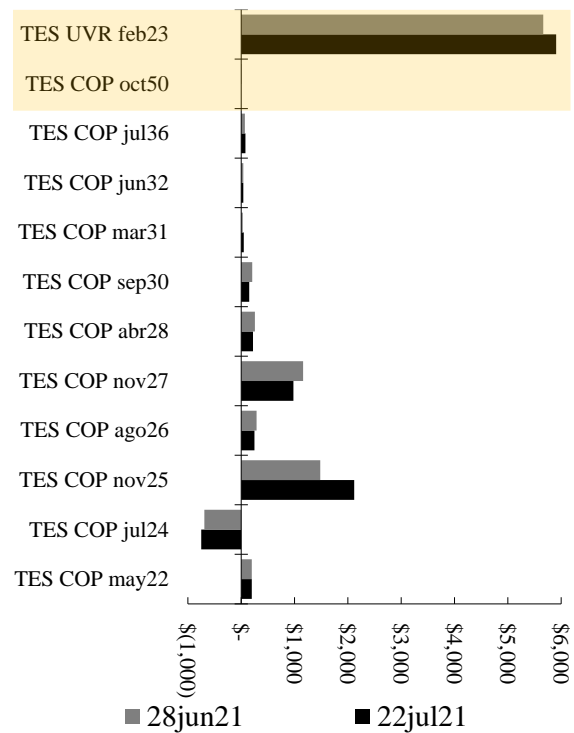
Gráfico A3.3. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del offshore a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



*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.

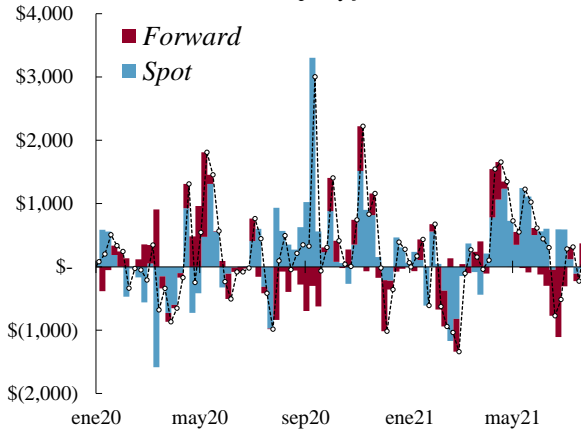
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

Gráfico A3.4. Saldo de compras netas offshore de TES en NDF por referencia



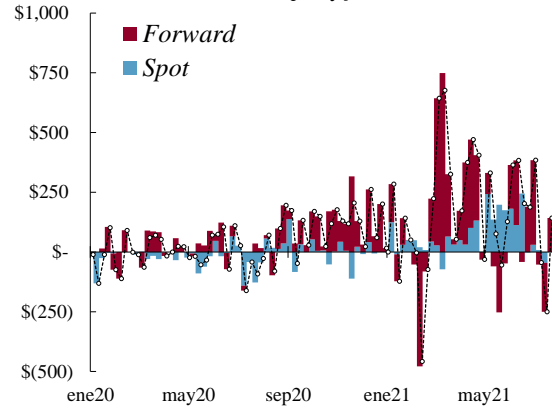
Fuente: Banrep. COP mm.

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



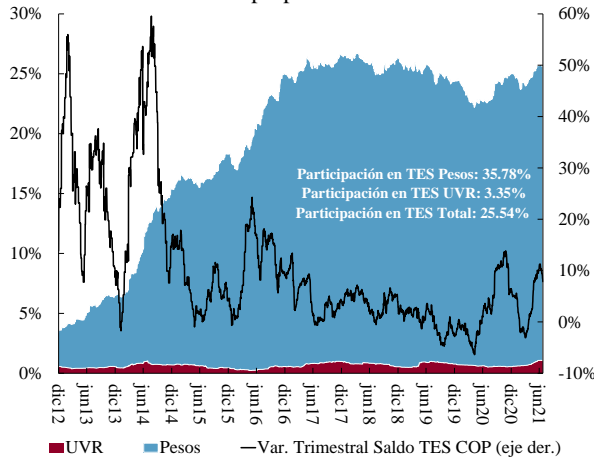
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

Gráfico A3.6. Compras netas de TES UVR *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



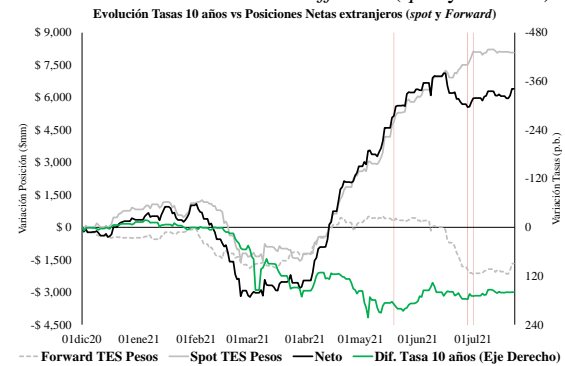
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

Gráfico A3.7. Saldo de TES del *offshore* en el mercado de contado como proporción del saldo total



Fuente: Banrep.

Gráfico A3.8. Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición neta del *offshore* (*spot* y *forward*)



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

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2023, 2025, 2031 y 2036, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2024, 2026, 2027, 2028, 2030 y 2050, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2022 y 2032, (Gráfico A3.4). 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 y TES UVR aumentó \$848 mm y \$227 mm, respectivamente.

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)	\$ 556	-\$ 13	\$ 543
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 292	\$ 241	\$ 532
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 3,172	\$ 8,457	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 1,599	\$ 290	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 3,674	\$ 8,216	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 2,393	\$ 290	
Posición compradora neta agregada (A+B)	\$ 848	\$ 227	\$ 1,075

Cifras en COP mm. Información actualizada al 21 y 22 de julio del 2021 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente.

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5, A3.6, A3.7, A3.8 y en el Cuadro A3.2. Los Gráficos A3.5 y A3.6 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 *spot*, estas incorporan vencimientos). El Gráfico A3.7 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 Cuadro A3.8 presenta, a partir del 1 de diciembre del 2020, la evolución de las compras netas en TES 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

	2020			Corrido de 2021			may-21			jun-21			Corrido de jul-21		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 4,239	\$ (2,293)	\$ 1,946	\$ 5,954	\$ 1,195	\$ 7,149	\$ 1,149	\$ (209)	\$ 939	\$ (2,135)	\$ 2,538	\$ 402	\$ 1,936	\$ (427)	\$ 1,509
Offshore	\$ 11,280	\$ 2,293	\$ 13,573	\$ 7,173	\$ (1,195)	\$ 5,978	\$ 3,353	\$ 209	\$ 3,562	\$ 1,951	\$ (2,538)	\$ (587)	\$ 182	\$ 427	\$ 609
Sistema Financiero*	\$ 3,356	\$ (2,731)	\$ 625	\$ 601	\$ (3,018)	\$ (2,417)	\$ (33)	\$ 272	\$ 240	\$ 1,118	\$ (886)	\$ 233	\$ 896	\$ 46	\$ 942
Offshore	\$ (525)	\$ 2,731	\$ 2,206	\$ 1,964	\$ 3,018	\$ 4,982	\$ 751	\$ (272)	\$ 479	\$ 549	\$ 886	\$ 1,434	\$ (19)	\$ (46)	\$ (64)

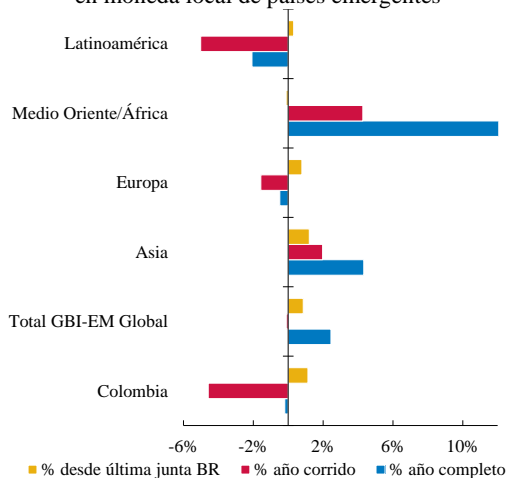
Cifras en COP mm. Información actualizada al 21 y 22 de julio del 2021 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

En el Gráfico A4.1 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes²⁹ (incluyendo Colombia) desde el 25 de junio, en lo corrido de 2021 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador para Medio Oriente/África disminuyó (-0,1%), mientras que el de las demás regiones aumentó. Los índices *Total GBI-EM Global* y el de Colombia presentaron variaciones de -0,86% y 1,13%, respectivamente.

Adicionalmente, el IIF³⁰ estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en junio por US\$28,1 mm, conformado por entradas de US\$18,9 mm en renta fija y US\$9,2 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$5,2 mm (Gráfico A4.2).

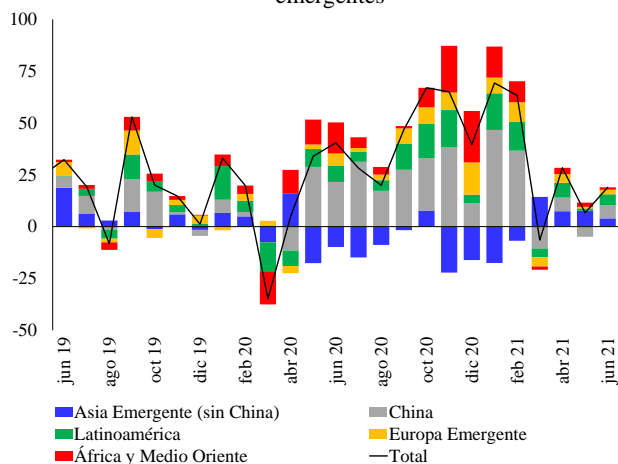
Gráfico A4.1. Variaciones de los índices de deuda en moneda local de países emergentes*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

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

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



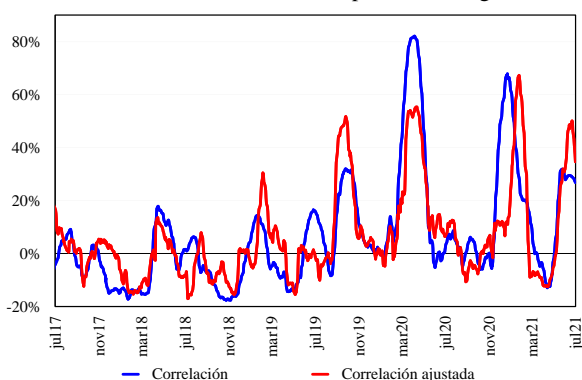
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

²⁹ El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

³⁰ Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

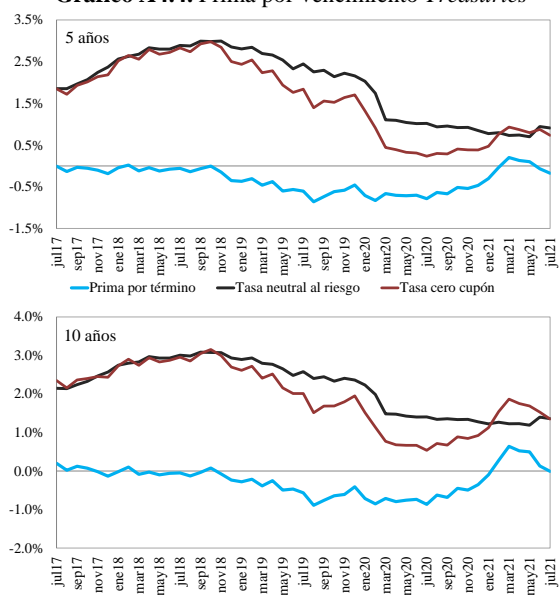
En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) cayó y se ubicó en 26,81%. Por otro lado, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) aumentó y se ubicó en 34,61%. Lo anterior indica que las curvas de la región se han movido por factores regionales. Por su parte, con información al 23 de julio, entre junio y julio las primas por vencimiento de los *Treasuries* cayeron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,17% y -0,01%, respectivamente. De igual manera, las tasas neutras al riesgo descendieron y se ubicaron en 0,91% y 1,36% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico A4.4).

Gráfico A4.3. Correlación pendientes región



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

Gráfico A4.4. Prima por vencimiento *Treasuries*



Fuente y Cálculos: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Países desarrollados

Desde la última reunión de la JDBR, los bancos centrales de Suecia, Australia, Israel, Japón, Nueva Zelanda y Canadá decidieron mantener su tasa de política monetaria en 0%, 0,1%, 0,1%, -0,1%, 0,25% y 0,25%, respectivamente. Adicionalmente, el Banco de Canadá anunció la reducción del ritmo semanal de compra de activos de CAD 3 mm a CAD 2 mm.

El Banco de Suecia señaló que durante el 4T21 continuará comprando activos dentro de su programa actual por SEK 700 mm. Adicionalmente, el Banco proyecta mantener su tasa de política inalterada por lo menos hasta el 3T24, lo cual fue interpretado como *dovish* por el mercado. Por último, el Banco anunció que decidió extender por tercera vez la fecha de vencimiento de la línea swap de liquidez temporal en dólares con la Reserva Federal, del 30 de septiembre al 31 de diciembre de 2021.

El Banco de Reserva de Australia también decidió mantener la tasa objetivo del bono soberano a tres años en 0,1%. Asimismo, el Banco anunció que reducirá el ritmo semanal de compras de bonos como consecuencia de la recuperación económica mejor a la esperada. Luego que culmine en septiembre el programa actual de compras por AUD 5 mm semanales, el Banco comenzará a comprar AUD 4 mm a la semana al menos hasta mediados de noviembre.

El Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) también decidió mantener la tasa objetivo de los bonos soberanos a diez años en 0%. Asimismo, continuará comprando ETFs (Exchange-Traded Funds) y J-REITs (Japan Real Estate Investment Trusts), según lo considere necesario y sin superar

un crecimiento anual máximo de sus tenencias de JPY 12 b y JPY 180 mm, respectivamente. Por otro lado, el BoJ continuará comprando, hasta marzo de 2022, papeles comerciales y bonos corporativos con un límite superior de sus tenencias de JPY 20 b. Por último, el BoJ publicó un esquema preliminar para el programa contra el cambio climático anunciado en junio. Bajo este programa el BoJ proveerá a los bancos fondos libres de interés con el fin de que hagan préstamos o inversiones asociados al cambio climático, y eximirá una mayor cantidad de sus reservas de tasas de interés negativas. Además, el BoJ anunció que comprará bonos verdes denominados en moneda extranjera, haciendo uso de sus reservas internacionales.

El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda sorprendió al mercado al señalar que suspenderá el Programa de Compra de Activos a Gran Escala (LSAP, por sus siglas en inglés) a partir del 23 de julio de 2021. Finalmente, el Banco anunció que mantendrá las condiciones existentes del Programa de Financiamiento para Préstamos (FLP, por sus siglas en inglés).

El Banco Central Europeo (BCE) anunció que culminó la revisión de su estrategia de política monetaria, que comenzó en enero de 2020. De acuerdo con el BCE, la mejor forma de mantener la estabilidad de precios es teniendo un objetivo simétrico de inflación de 2% a mediano plazo. De esta manera, las desviaciones positivas o negativas respecto a este objetivo son igualmente indeseadas. Adicionalmente, el BCE confirmó que el conjunto de tipos de interés sigue siendo el principal instrumento de política monetaria. Otros instrumentos, como el *forward guidance*, las compras de activos y las operaciones de financiación a plazo más largo, continuarán siendo parte integral del conjunto de instrumentos del BCE, y se utilizarán según sea necesario. Frente a la medición de la inflación, el BCE considera que el Índice Armonizado de Precios de Consumo (HICP, por sus siglas en inglés) continúa siendo la medida apropiada para evaluar la estabilidad de precios. Sin embargo, el BCE reconoce que la inclusión en el HICP de los costos relacionados con la vivienda propia representaría de mejor manera la inflación relevante para los hogares. Mientras este componente no haga parte del HICP, el BCE tendrá en cuenta medidas de inflación que incorporen estimaciones iniciales del costo asociado con la vivienda propia, con el fin de complementar su conjunto de medidas de inflación. Por último, el BCE presentó un plan de acción con el fin de incluir consideraciones de cambio climático en su estrategia de política monetaria. Dentro de las iniciativas propuestas, los analistas de mercado destacaron la intención del BCE de ajustar su marco de compras de bonos corporativos con el fin de tener en cuenta criterios ambientales. Finalmente, el Banco indicó que no aumentará la tasa de política monetaria hasta que la inflación se ubique sosteniblemente dentro del rango de 2% a 3%. Bajo el escenario central de Banco, esta condición no se cumpliría antes de 2024.

Posteriormente, el BCE decidió mantener el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito en 0%, 0,25% y -0,50%, respectivamente, en línea con lo proyectado por los analistas. Frente al programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), estas compras continuarán a un ritmo mensual de EUR 20 mm por el tiempo que sea necesario con el fin de reforzar la postura monetaria acomodaticia, y terminarán poco antes de que el BCE comience a aumentar sus tasas de interés. Además, el Banco continuará reinvertiendo el principal de los activos adquiridos bajo este programa y que vayan venciendo, durante un periodo extenso luego que las tasas comiencen a aumentar. Por otro lado, el Banco anunció que continuará con el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) por un monto total de EUR 1.850 mm al menos hasta finales de marzo de 2022 o hasta que se considere que la crisis del coronavirus haya terminado. Adicionalmente, el BCE espera que durante el próximo trimestre estas compras continúen a un ritmo significativamente superior al observado en los primeros meses de este año. Además, el BCE continuará reinvertiendo, al menos hasta finales de 2023, el principal de los activos adquiridos bajo este programa y que vayan venciendo durante este periodo. Finalmente, el BCE continuará proporcionando amplia liquidez a través de sus operaciones de financiación. En particular, la tercera

serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) continúa siendo una fuente atractiva de fondeo para los bancos, apoyando el crédito bancario a las empresas y hogares.

La Reserva Federal mantuvo el rango objetivo de la tasa de los fondos federales entre 0% y 0,25%, en línea con lo esperado. Así mismo, la Reserva Federal mantuvo la tasa de interés pagada sobre los saldos de reservas en 0,15%, también en línea con lo esperado. En cuanto al programa de compra de activos, el ritmo mensual de compras de Tesoros y títulos respaldados por hipotecas de agencias (*agency mortgage-backed securities*) se mantuvo en USD 80 mm y USD 40 mm, respectivamente.

Por último, la Reserva Federal anunció la creación de dos facilidades repo intradía permanentes, una dirigida al mercado doméstico (SRF, por sus siglas en inglés) y otra dirigida a autoridades monetarias extranjeras e internacionales (FIMA, por sus siglas en inglés), con el fin de apoyar la implementación efectiva de la política monetaria y el buen funcionamiento del mercado. Bajo la facilidad SRF: *i*) el monto límite agregado será de USD 500 mm; *ii*) la tasa mínima de subasta será 0,25%; *iii*) los colaterales aceptados serán Tesoros, títulos de deuda de agencias, así como títulos respaldados por hipotecas de agencias; y *iv*) las contrapartes elegibles serán, además de los *primary dealers*, aquellas instituciones con tenencias de colaterales por un valor superior a USD 5 mm o activos totales superiores a USD 30 mm. Por otro lado, bajo la facilidad FIMA: *i*) se ofrecerá un monto límite de USD 60 mm por contraparte; *ii*) la tasa será de 0,25%; y *iii*) las contrapartes elegibles serán aquellas instituciones oficiales extranjeras con tenencias de Tesoros en cuentas de custodia de la Reserva Federal de Nueva York.

Países emergentes

Los bancos centrales de Chile, Rusia y Ucrania decidieron aumentar sus tasas de política monetaria en 25 pb, 100 pb y 50 pb a 0,75%, 6,5% y 8%, respectivamente.

Adicionalmente, los bancos centrales de Uruguay (4,5%), Polonia (0,1%), Perú (0,25%), Turquía (19%), Paraguay (0,75%) Corea del Sur (0,5%), Costa Rica (0,75%), Indonesia (3,5%), Serbia (1%), Malasia (1,75%) y Sudáfrica (3,5%) decidieron mantener su tasa de política monetaria inalterada.

Por su parte, el Banco Popular de China decidió mantener la 1-Year Loan Prime Rate y la 5-Year Loan Prime Rate en 3,85% y 4,65%, respectivamente, en línea con lo esperado por el mercado. Asimismo, el 9 de julio el Banco Popular de China anunció que reduciría el coeficiente de reservas requeridas en 0,5 pp a partir del 15 de julio, reduciendo el promedio ponderado del coeficiente de reservas requeridas a un 8,9%. Esta medida no será aplicable para instituciones financieras que ya tienen un coeficiente de reservas requeridas del 5%.

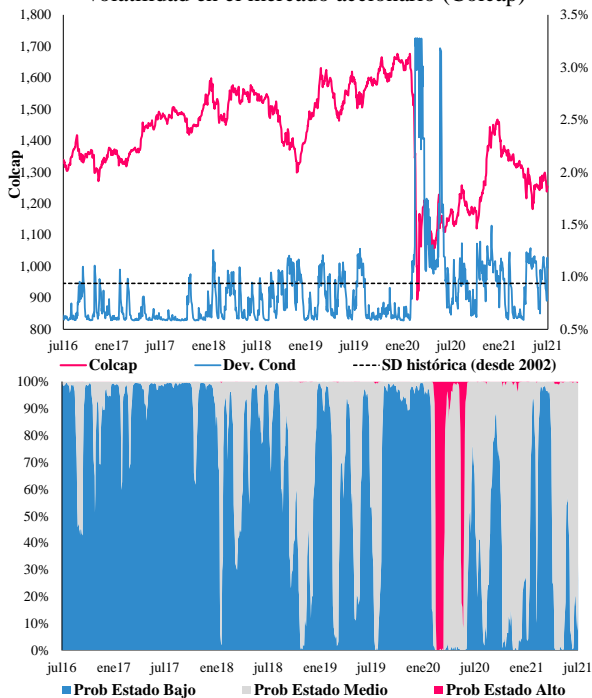
En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales³¹ desde el año 2005. Se puede observar que en junio estos indicadores aumentaron para Brasil y México, mientras que se redujeron para el resto de los países. Del mismo modo, con los últimos datos disponibles, en lo corrido de julio³² este indicador aumentó para Chile y no ha presentado variaciones para los demás países analizados. En todos los casos se ubica por debajo de su media histórica.

³¹ Deflactadas con medidas de inflación básica.

³² Información al 23 de julio con datos de inflación núcleo de junio.

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 46% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia se mantenga estable (ant: 36%) durante los próximos tres meses, el 44% espera que aumente (50%), mientras que el 10% restante espera que disminuya (ant: 14%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 44% espera que permanezca sin cambios (ant: 31%), un 31% que aumente (ant: 39%) y un 8% que disminuya (ant: 14%)³³.

Con información al 16 de julio, los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente al mes anterior de -4 pb, -40 pb y 56 pb para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del margen para la cartera de tesorería reflejó el mayor descenso de las tasas activas frente a la de los TES (activas 12 pb versus TES 8 pb), la cartera preferencial mostró una caída

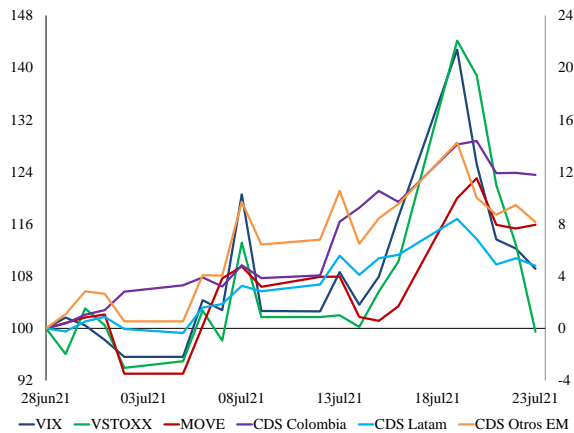
de las tasas activas y un aumento de la de los TES, mientras que el aumento de consumo fue mayor a la de los TES (Preferencial: activas -28 pb versus TES 14 pb; Consumo: activas 74 pb versus TES 14 pb).

Entre el 28 de junio y el 26 de julio de 2021 el MSCI COLCAP se desvalorizó 1,1%. Las acciones que tuvieron el peor desempeño durante el periodo fueron PF-Grupo Argos (7,8%), Grupo Sura (6,4%) y Grupo Nutresa (6,1%). En lo corrido de julio, la volatilidad promedio del mercado accionario subió y el 23 de julio el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1).

³³ Al 18% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 17%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



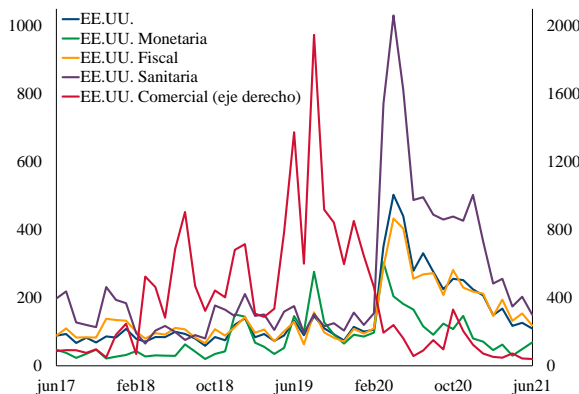
Fuente: Bloomberg. Los CDS se muestran en el eje derecho como cambios en pb.

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

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) disminuyó en EE.UU. al pasar de 127 en mayo a 110 en junio. Así mismo, los indicadores de política sanitaria (obs: 150; ant: 203) y fiscal (obs: 118; ant: 154) presentaron reducciones, mientras que el indicador de política monetaria (obs: 69; ant: 49) aumentó y el indicador de

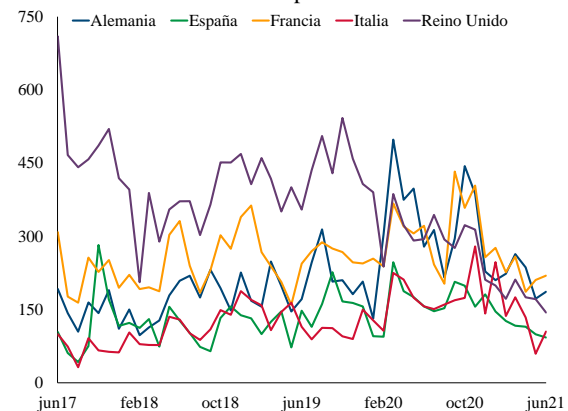
política comercial (obs: 40; ant: 43) se mantuvo estable. En Europa, estos indicadores presentaron aumentos en Italia (obs: 105; ant: 60), Alemania (obs: 186; ant: 172) y Francia (obs: 220; ant: 211), mientras que disminuyeron en Reino Unido (obs: 144; ant: 171) y España (obs: 93; ant: 99, Gráficos A8.2 y A8.3).

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI³⁷ aumentaron en la mayoría de los países de la región. El CDS a 5 años aumentó 14 pb en Brasil, 12 pb en Colombia, 5 pb en Chile y 1 pb en México, mientras que disminuyó 1 pb en Perú. Por su parte, el EMBI aumentó 29 pb en Colombia, 25 pb en Brasil, 16 pb en México, 14 pb en Chile y 7 pb en Perú (Gráficos A8.4 y A8.5).

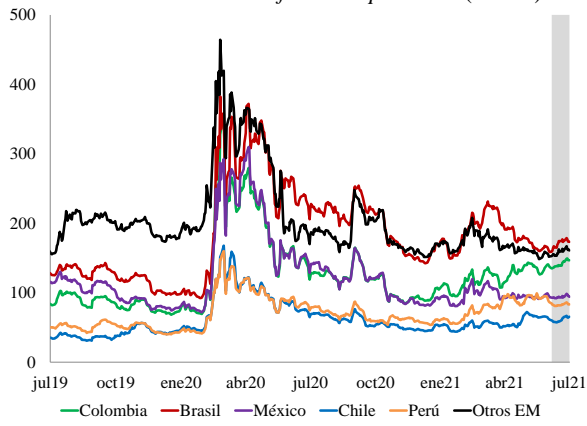
³⁴ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

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

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

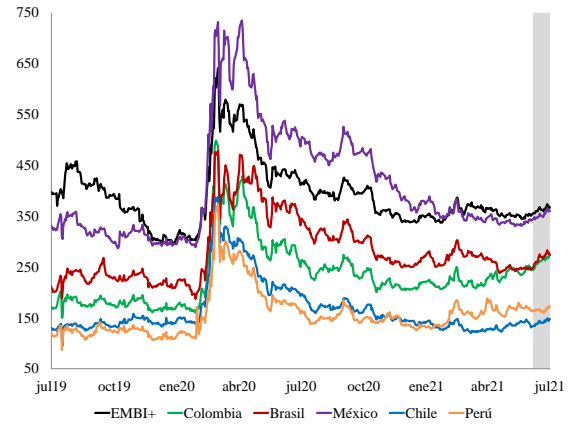
³⁷ *Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.*

Gráfico A8.4. Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico A8.5. EMBI Latam



Fuente: Bloomberg.

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2021 disminuyeron en India, permanecieron constantes en Perú, EE.UU, Sudáfrica, Rusia, Turquía y Noruega, y aumentaron en los demás países analizados. Los datos de inflación en junio se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado en Chile, Brasil, Argentina, India y China, en línea con lo esperado por los analistas en Noruega, y por encima en los demás países de la muestra. Las expectativas de inflación para diciembre de 2021 disminuyeron para Argentina, Guatemala y Paraguay, permanecieron iguales para Rusia y Noruega, y aumentaron para el resto de los países de la muestra. En cuanto a las expectativas de TPM para diciembre de 2021, estas disminuyeron para Argentina e India, aumentaron para Chile, México, Perú y Brasil, y permanecieron iguales para los demás países. En Colombia, la inflación observada en junio resultó inferior a las expectativas del mercado, y de acuerdo con la última encuesta publicada, aumentaron las proyecciones de crecimiento, inflación y tasa de política monetaria para diciembre de 2021 (Cuadro A9.1).

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria				Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Jun 2021		Esperada a Diciembre 2021		Vigente	Esperada a Diciembre 2021		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2021		
	Esp.	Obs.	Jun. 21	Jul. 21		Jun. 21	Jul. 21	Esp.	Obs.	Jun. 21	Jul. 21	
Colombia	3,71%	3,63%	3,70%	3,84%	1,75%	2,09%	2,15%	-0,40%	1,10%	6,08%	6,72%	
Chile	4,05%	3,80%	3,50%	3,70%	0,75%	0,75%	1,00%	0,50%	0,30%	7,00%	8,00%	
México	5,87%	5,88%	4,73%	5,20%	4,25%	4,09%	4,77%	-3,50%	-3,62%	5,26%	5,70%	
Perú	2,35%	3,25%	2,42%	2,60%	0,25%	0,30%	0,36%	4,00%	3,80%	9,60%	9,60%	
Brasil	8,41%	8,35%	5,90%	6,56%	4,25%	6,50%	7,00%	0,50%	0,95%	5,00%	5,29%	
Ecuador	n.d.	-0,69%	0,83%	0,90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-5,57%	3,23%	3,40%	
Argentina	50,45%	50,20%	48,45%	48,40%	38,00%	35,81%	35,02%	2,40%	2,50%	6,05%	6,30%	
EE.UU.	4,90%	5,40%	3,70%	3,80%	0% - 0,25%	0,25%	0,25%	6,40%	6,40%	6,60%	6,60%	
India	6,59%	6,26%	4,83%	5,10%	4,00%	4,05%	4,03%	0,95%	1,64%	10,15%	9,50%	
Sudáfrica	4,80%	4,90%	4,20%	4,30%	3,50%	3,65%	3,65%	-3,00%	-3,20%	4,50%	4,50%	
China	1,20%	1,10%	1,59%	5,10%	2,20%	2,21%	2,21%	18,50%	7,90%	8,61%	8,70%	
Rusia	6,40%	6,50%	5,60%	5,60%	6,50%	6,10%	6,10%	-0,70%	-0,70%	3,50%	3,50%	
Turquía	16,80%	17,53%	16,00%	16,05%	19,00%	15,75%	15,75%	6,30%	7,01%	5,50%	5,50%	
Noruega	2,90%	2,90%	2,80%	2,80%	0,00%	0,45%	0,45%	-0,70%	-1,00%	3,50%	3,50%	
Costa Rica	n.d.	1,91%	2,04%	2,10%	0,75%	0,93%	0,93%	n.d.	-1,60%	3,15%	3,30%	
El Salvador	n.d.	2,59%	1,46%	1,50%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,00%	4,61%	4,80%	
Guatemala	n.d.	3,91%	3,97%	3,90%	1,75%	1,80%	1,80%	n.d.	4,80%	3,82%	3,90%	
Honduras	n.d.	4,70%	4,27%	4,30%	3,00%	n.d.	n.d.	n.d.	1,30%	5,24%	5,60%	
Panamá	n.d.	1,60%	1,50%	1,70%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-8,50%	10,61%	10,70%	
Paraguay	n.d.	4,50%	3,26%	3,20%	0,75%	1,18%	1,08%	n.d.	5,00%	3,75%	3,90%	

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

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 26 de julio.

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

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

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 1T21 con respecto al 1T20, excepto para China, cuya información corresponde al 2T21. Para EE.UU, el dato del trimestre es anualizado respecto al trimestre inmediatamente anterior. Para Noruega, el dato corresponde a la variación trimestral sin anualizar.

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