



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, 30 de junio de 2022

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS .	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas.....	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana	7
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	11
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región....	12
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	13
2.1.	Expectativas de TPM.....	13
2.2.	Expectativas de crecimiento económico.....	17
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO.....	18
4.	RECUADROS/ANEXOS	22
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.....	22
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	27
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local.....	30
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	34
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos	35
	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).....	37
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes.....	38
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	39
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países.....	39

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

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

Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR, 27 de mayo), y con información hasta el 23 de junio, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES denominados en pesos y UVR aumentaron 39 pb, 40 pb, 44 pb, 55 pb, 69 pb y 76 pb para los plazos a 1, 2, 3, 5, 8 y 10 años, respectivamente. De esta manera, el 23 de junio los BEI se ubicaron en 7,77%, 7,36%, 7,14%, 6,98%, 6,97% y 6,97% para estos plazos (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de desvalorizaciones de los TES en pesos, superiores a las de la mayoría 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 junio contra las tasas promedio de mayo, se observan variaciones de los BEI de 5 pb, -25 pb, -41 pb, -52 pb, -47 pb y -41 pb para los mismos plazos¹.

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

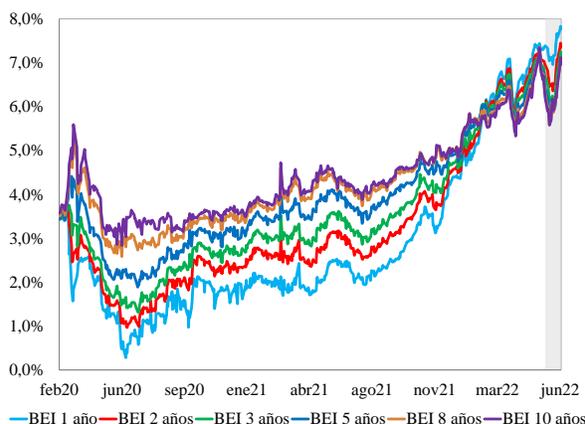
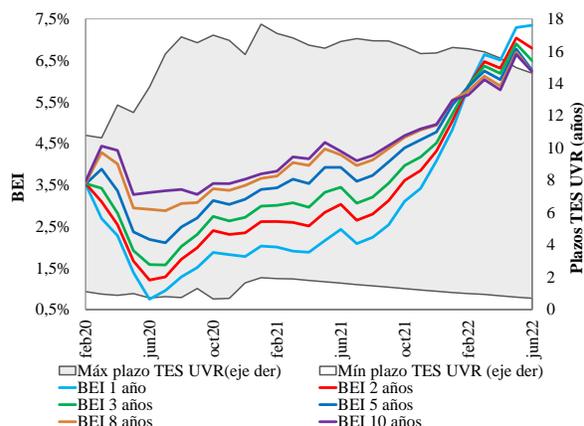


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

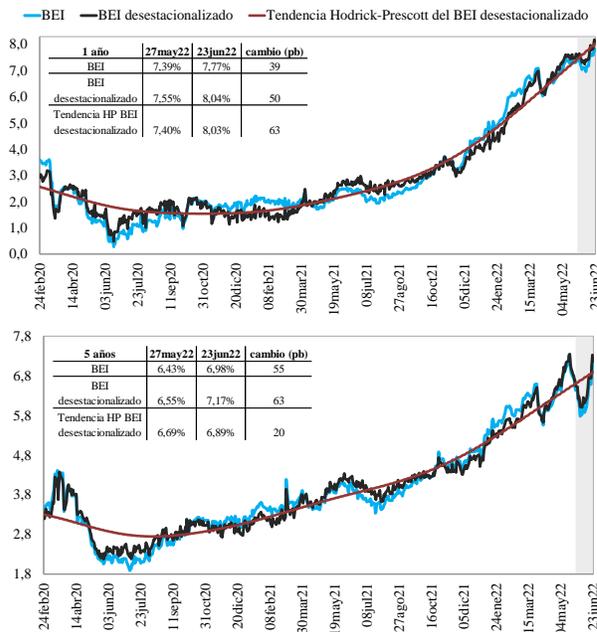
Punto a punto (plazo en años)												
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
27may22	8,96%	9,59%	10,06%	10,66%	11,07%	11,17%	1,57%	2,64%	3,37%	4,22%	4,79%	4,97%
23jun22	9,69%	10,34%	10,82%	11,42%	11,83%	11,93%	1,92%	2,98%	3,68%	4,44%	4,86%	4,96%
	Variaciones pb											
	73	75	76	76	76	75	34	34	31	21	7	-1
Var. BEI	39	40	44	55	69	76						

Promedios mensuales												
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
may22	8,76%	9,48%	10,01%	10,71%	11,19%	11,33%	1,46%	2,43%	3,11%	3,93%	4,50%	4,69%
jun22*	9,28%	9,92%	10,40%	11,00%	11,42%	11,53%	1,93%	3,13%	3,90%	4,74%	5,20%	5,30%
	Variaciones pb											
	52	45	39	30	23	20	47	69	79	81	70	61
Var. BEI	5	-25	-41	-52	-47	-41						

*Información disponible al 23 de junio de 2022.

¹ Los BEI promedio de junio de 2022 se ubicaron en 7,35%, 6,79%, 6,49%, 6,26%, 6,22% y 6,23% para los plazos de 1, 2, 3, 5, 8 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).

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De acuerdo con esta metodología, se espera que la inflación promedio para el próximo año sea 4,97% (ant: 5,71%), para los próximos 5 años 4,11% (ant: 4,36%) y para los próximos 8 años 3,79% (ant: 3,96%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio cayeron 2 pb, 22 pb y 31 pb, y se ubicaron en 0,67%, 1,69% y 1,92% para los plazos a 1, 5 y 8 años, respectivamente⁴.

Con el objetivo de extraer las expectativas de inflación a fin de cada uno de los próximos tres años, considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para los años 2023, 2024 y 2025, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), con datos del 23 de junio, la cual corresponde a 7,18%, 6,74% y 6,68%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra la misma medida neta de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, la cual se ubicó en 4,79%, 4,31% y 3,83% para los mismos años.

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 plazo² del BEI desestacionalizado, la cual ha evidenciado una buena capacidad de pronóstico a un año. Los BEI desestacionalizados aumentaron a 8,04% para el plazo de 1 año (ant: 7,55%) y a 7,17% para el plazo de 5 años (ant: 6,55%). Por su parte, las tendencias aumentaron a 8,03% para el plazo de 1 año (ant: 7,40%) y a 6,89% para el plazo de 5 años (ant: 6,69%).

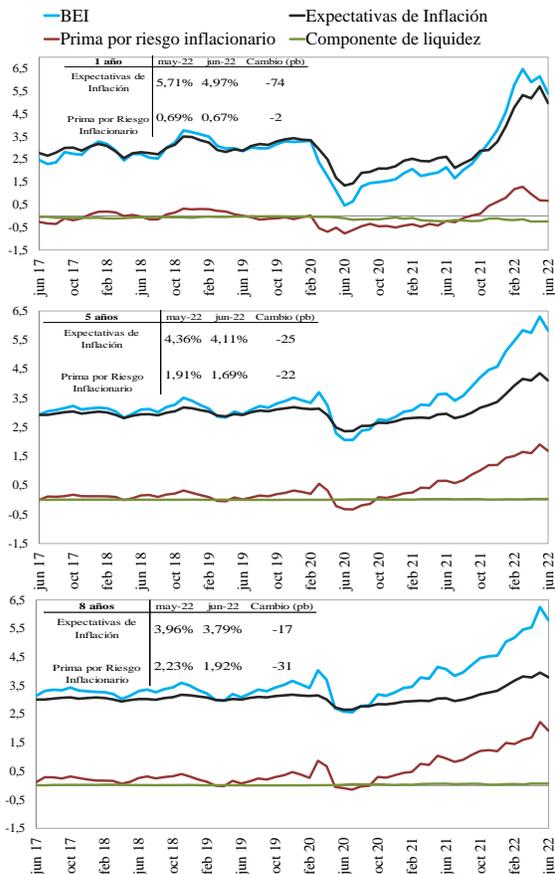
Por otro lado, teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación sino incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI³, para el periodo estudiado,

² Estimada de acuerdo con el filtro de Hodrick-Prescott.

³ 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.

⁴ Por su parte las primas por liquidez relativa se ubicaron en -0,24%, 0,03% y 0,07% para los plazos a 1, 5 y 8 años, respectivamente. Para el plazo de 2 años la expectativa se ubicó en 4,67% (ant. 5,16%), la prima por riesgo inflacionario en 1,16% (ant. 1,31%) y la prima por liquidez en -0,15% (ant. -0,16%).

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



Fuentes: Precia. **Cálculos:** Banrep. La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 7,07%, 6,32% y 6,22% para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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

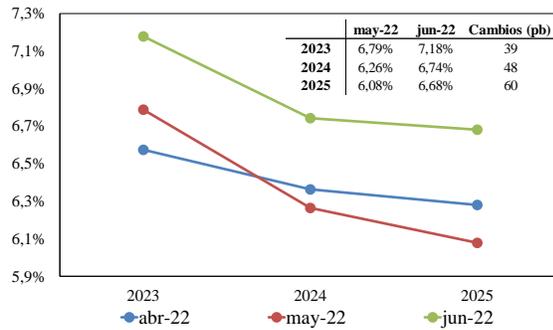
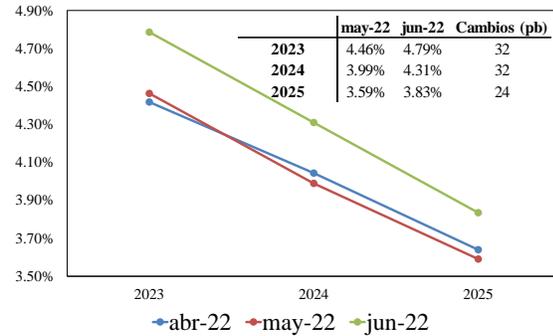


Gráfico 5B. Inflación esperada a fin de año a partir del FBEI neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



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. La información de abril y mayo corresponde al dato observado en los días en que hubo reunión de la JDBR y para junio corresponde al dato observado el 23 de junio.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁵ (ICEI) evidencia un aumento de las expectativas de inflación. Para todos los plazos se ubica en niveles máximos históricos desde que se puede estimar el indicador⁶ (enero de 2010, Gráficos 6 al 9).

Gráfico 6. ICEI de corto plazo

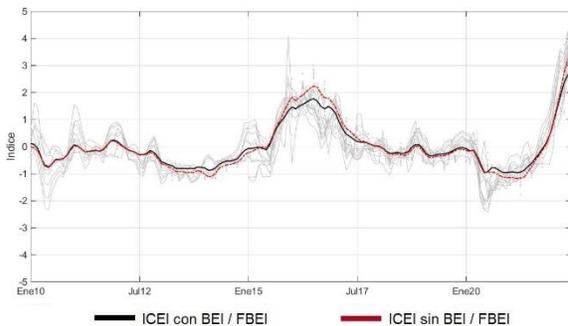
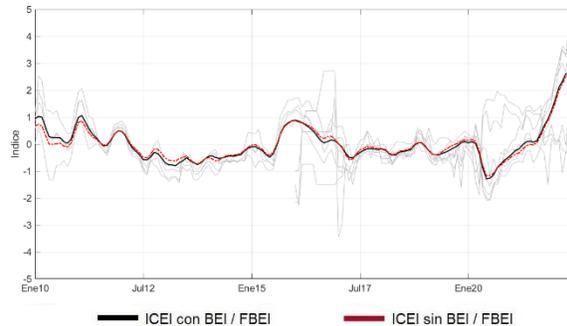


Gráfico 7. ICEI de mediano plazo



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 Las expectativas insumo del ICEI se encuentran en niveles máximos desde enero de 2010, excepto la expectativa de inflación sin alimentos a 12 meses que se extrae de la Encuesta Mensual de Expectativas del Banrep (máximo observado en diciembre de 2015), y la expectativa de inflación a final de los próximos tres años que se extrae de la encuesta de Focus Economics (máximo observado en septiembre de 2020).

Gráfico 8. ICEI de largo plazo

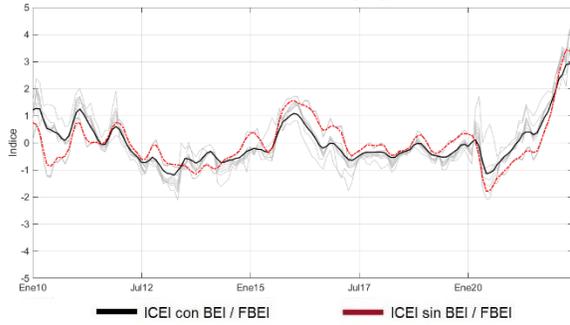
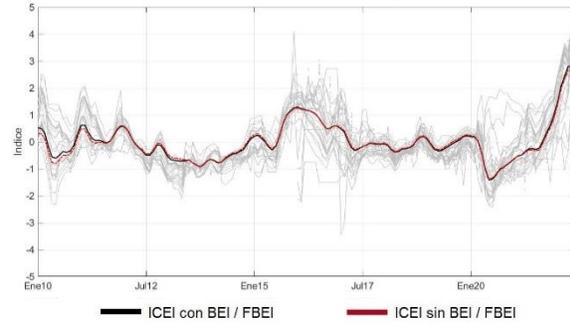


Gráfico 9. ICEI a todos los plazos



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.

Los promedios de las encuestas de expectativas de inflación aumentaron para diciembre 2022 (obs: 8,58%; ant: 8,05%) y diciembre de 2023 (obs: 4,64%; ant: 4,49%; Gráficos 10 y 11). Asimismo, de acuerdo con la última encuesta del Banco de la República (Banrep), la inflación total esperada a dos años aumentó de 3,86% a 3,94%. A cinco años esta medida se ubica en 3,10%. De acuerdo con la misma encuesta, la inflación sin alimentos esperada para 2022 aumentó de 6,27% a 7,11%, y para 2023 de 4,35% a 4,42%, mientras que a dos años disminuyó de 3,7% a 3,5%.

Gráfico 10. Inflación esperada para cierre 2022

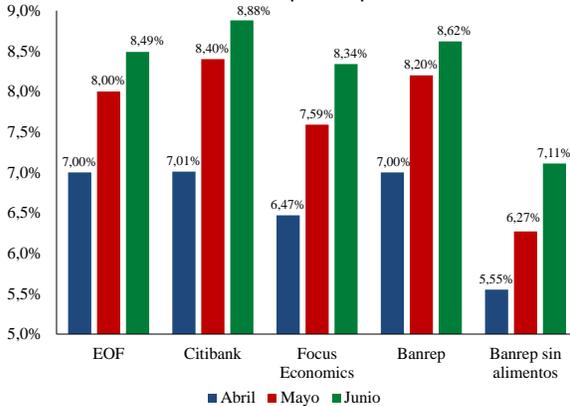
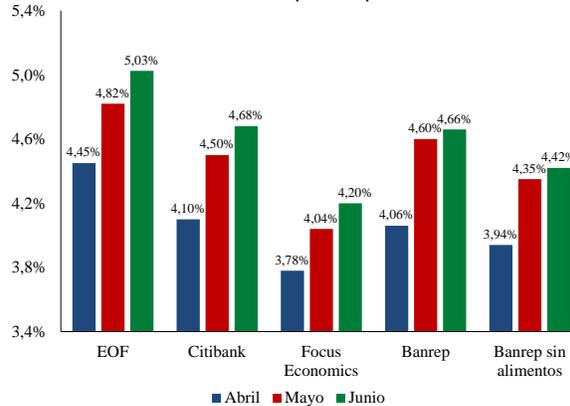
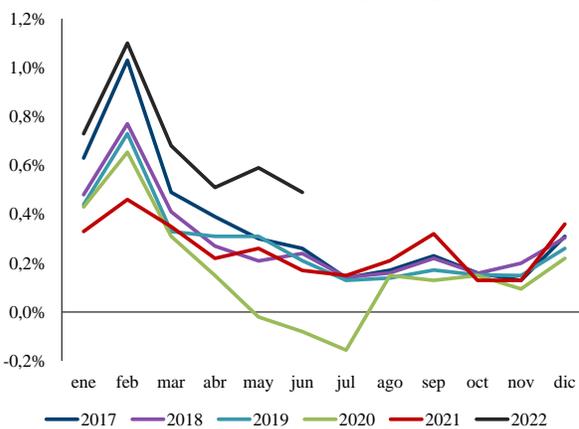


Gráfico 11. Inflación esperada para cierre 2023



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, Focus Economics y Banrep. Se toma la mediana de las encuestas. La EOF se publicó el 21 de junio con datos recolectados entre el 6 y el 13 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de junio. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 14 de junio, con encuestas realizadas entre el 7 y el 12 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 7 y el 13 de junio.

Gráfico 12. Inflación sin alimentos esperada para fin de mes



Fuente: Citibank.

En cuanto a la expectativa de inflación sin alimentos para fin de mes, los agentes encuestados por Citibank esperan un aumento de 0,49% m/m (Gráfico 12). Al igual que para todos los meses de 2022, el dato para este mes supera los demás datos de la muestra (agosto de 2007).

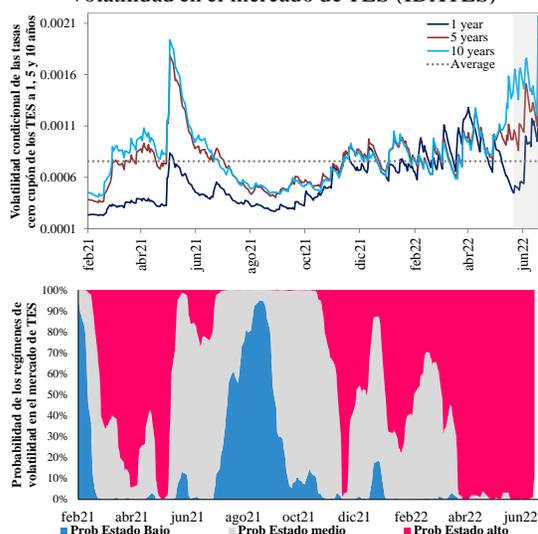
En conclusión, frente al dato de finales de mayo, las expectativas implícitas del mercado de deuda aumentaron para todos los plazos, en línea con las encuestas. Sin embargo, las expectativas promedio del mercado de deuda, así como las estimaciones de los modelos basados en estas medidas, presentaron

reducciones debido a que durante las dos primeras semanas de junio los BEI disminuyeron a causa de: *i*) la reacción favorable de los TES en pesos al resultado de la primera vuelta presidencial, la cual no se observó en los TES en UVR; y *ii*) la oferta de TES en UVR de mediano y largo plazo por parte del MHCP, en medio de sus operaciones de manejo de deuda, lo cual pudo presionar al alza las tasas de estos títulos.

La divergencia entre el nivel del BEI de corto plazo y el resultado de las encuestas a 2023 (BEI a un año: 7,77%, encuestas: 4,64%) y a 24 meses (BEI a dos años: 7,36%, encuestas: 3,94%) puede estar explicada en parte por el diferencial entre las primas a término de los TES en pesos y UVR, lo cual puede estar reflejando una prima de riesgo inflacionario.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Gráfico 13. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



En lo corrido de junio la volatilidad promedio de las tasas en el mercado de TES en pesos aumentó para los plazos de 1, 5 y 10 años. El mercado de TES se ubicó con mayor probabilidad en un estado de volatilidad alta (Gráfico 13). Los indicadores de liquidez reflejan durante junio un deterioro para los TES en UVR, mientras el BAS para los TES en pesos aumentó y su profundidad se mantuvo estable⁷(Gráficos 14 al 17).

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

Gráfico 14. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)

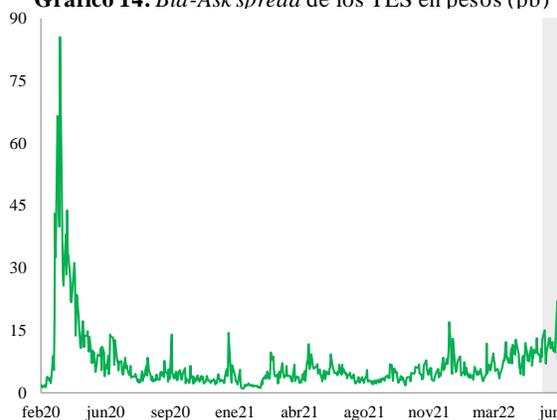
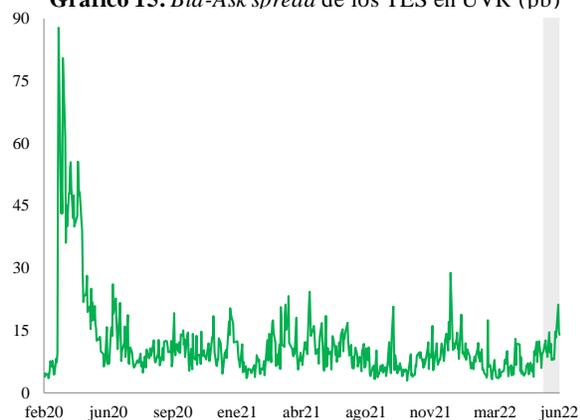
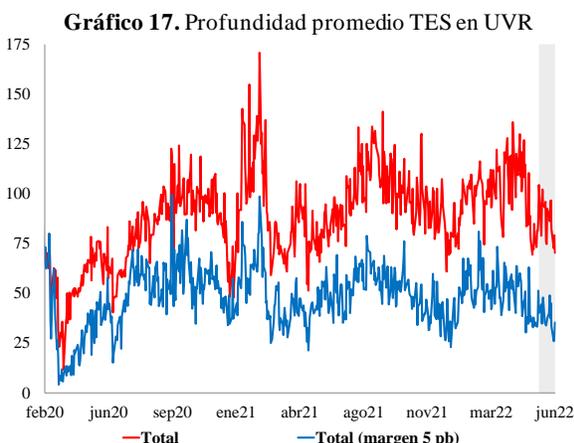
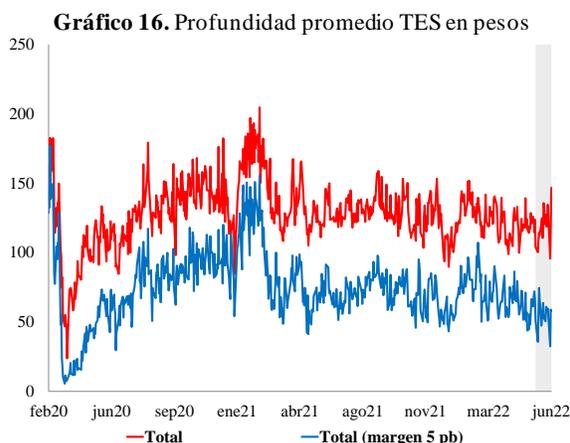


Gráfico 15. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



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.

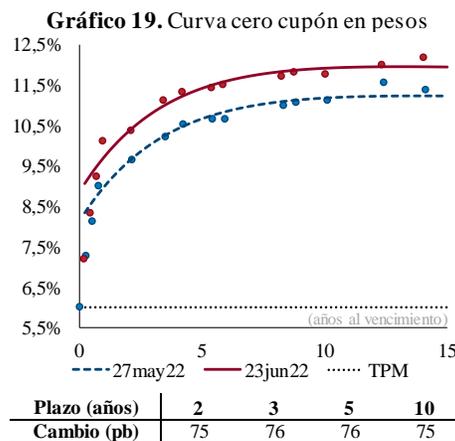
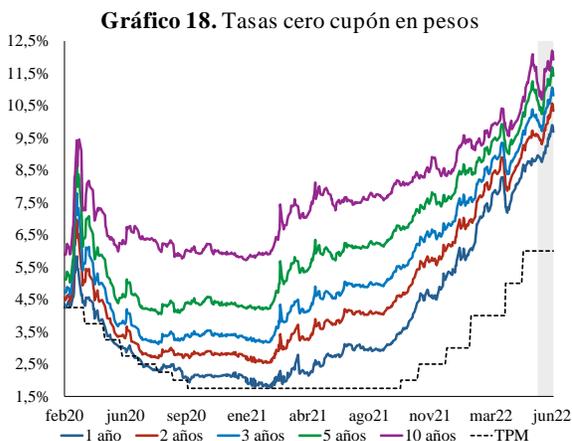
⁷ Al 23 de junio los BAS promedio se ubicaron en 11,2 pb y 11,7 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles promedio de 9,6 pb y 8,2 pb observados durante mayo. Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de \$119,1 mm a \$120,6 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR disminuyó de \$88,9 mm a \$86,8 mm.



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.

Durante los días posteriores a la última reunión de la JDBR, los TES en pesos se valorizaron, de forma contraria a lo observado en los bonos de EE.UU. y demás países de la región, como consecuencia del resultado de la primera vuelta electoral, tras la cual la probabilidad de victoria de Gustavo Petro disminuyó. Posteriormente, las tasas de los TES en pesos corrigieron al alza, en línea con las desvalorizaciones de los títulos de renta fija a nivel global dadas las mayores presiones inflacionarias, y ante la incertidumbre electoral causada por: *i*) las encuestas que comenzaron a evidenciar un posible empate técnico entre ambos candidatos; y *ii*) la falta de claridad de las propuestas de Rodolfo Hernández. Finalmente, tras el resultado electoral que dio como ganador a Gustavo Petro, los títulos se desvalorizaron en promedio 30 pb durante esa semana⁸ (Gráficos 18 y 19).

Por su parte los inversionistas extranjeros durante este periodo realizaron ventas netas de TES en pesos por \$83 mm en el tramo medio y compras netas por \$2.443 mm en el tramo largo⁹.



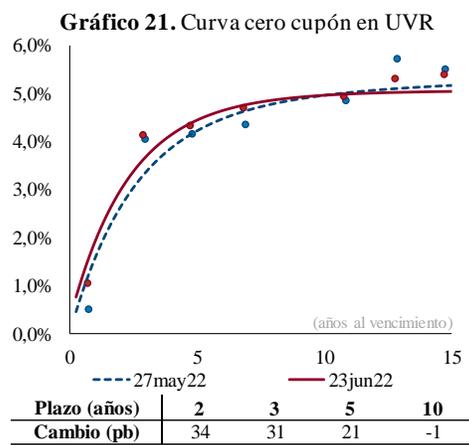
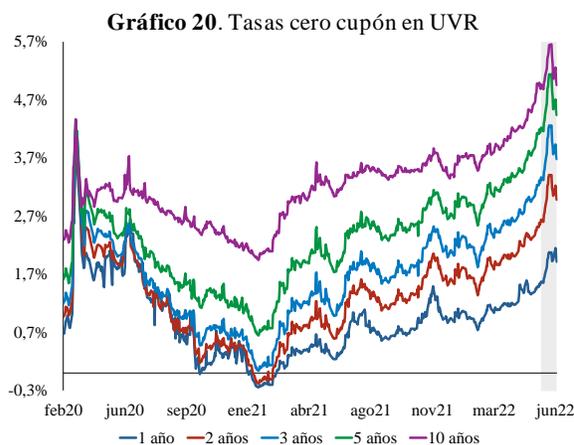
Fuente: SEN y MasterTrader. **Cálculos:** Banrep.

⁸ Posterior a la segunda vuelta de las elecciones presidenciales (19 de junio) y con información al 23 de junio, los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$89 mm correspondientes a ventas de \$77 mm en el mercado de contado y compras de \$166 mm en el mercado a futuro.

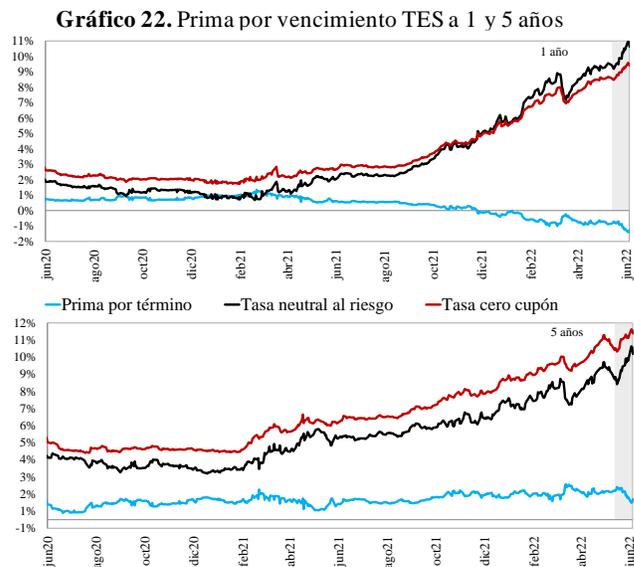
⁹ Desde la última reunión de la JDBR, las compras de TES en pesos en el mercado de contado, por parte de inversionistas extranjeros, fueron de \$1.536 mm correspondientes a ventas de \$9 mm del tramo medio y compras de \$1.545 mm del tramo largo. En el mercado a futuro, su posición compradora disminuyó en \$829 mm (ventas de \$74 mm del tramo medio y compras de \$903 mm en el tramo largo).

Por otro lado, la curva de TES denominados en UVR se aplanó ante las mayores desvalorizaciones de los títulos del tramo corto frente a los de los demás tramos (Gráficos 20 y 21). Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con la tendencia observada en los títulos de renta fija a nivel local y global. Tras la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP, 14 de junio), los TES en UVR presentaron valorizaciones ante el anuncio del Ministerio de Hacienda (MHCP) de comenzar a aumentar los precios de los combustibles con el fin de reducir el déficit del Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC) ¹⁰.

Durante este periodo los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas de TES en UVR por \$12 mm en el tramo corto y compras netas de \$323 mm y \$492 mm en los medio y largo, respectivamente¹¹.



Fuente: SEN y MasterTrader. Cálculos: Banrep.



Fuentes: SEN y MasterTrader. Cálculos: Banrep.

Por otro lado, con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por factores distintos a la tasa neutral al riesgo, en el Gráfico 22 se presenta la evolución de la prima a término. Respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término cayeron 37 pb y 41 pb para los plazos de un año (-1,25%) y cinco años (1,20%). Por su parte, las tasas neutras al riesgo subieron 107 pb y 109 pb, y se ubicaron en 10,63% y 9,69% para los plazos a 1 y 5 años, respectivamente (Gráfico 22).

Durante este periodo, la pendiente 10 años - 2 años aumentó 1 pb, hasta 159 pb, para la curva de rendimientos de TES

¹⁰ Posterior a la segunda vuelta de las elecciones presidenciales (19 de junio) y con información al 23 de junio, los inversionistas extranjeros han realizado ventas netas de TES en UVR de \$6 mm correspondientes a ventas de \$20 mm en el mercado de contado y compras de \$14 mm en el mercado a futuro.

¹¹ Desde la última reunión de la JDBR las compras en el mercado de contado de TES en UVR, por parte de inversionistas extranjeros, fueron de \$366 mm correspondientes a ventas de \$12 mm del tramo corto y compras de \$32 mm, \$346 mm en los tramos medio y largo, respectivamente. En el mercado a futuro la posición compradora aumentó en \$437 mm (compras de \$291 mm y \$146 mm de los tramos medio y largo, respectivamente).

denominados en pesos, y disminuyó 35 pb, hasta 197 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 23 y 24).

Gráfico 23. Pendiente curva TES pesos (10-2 años, pb)

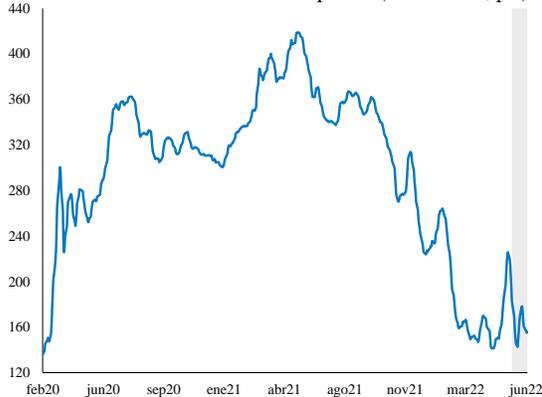
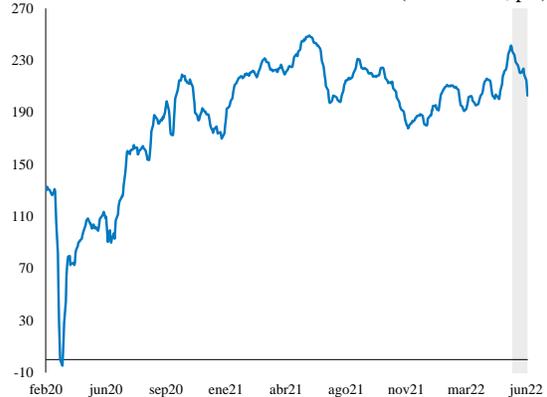
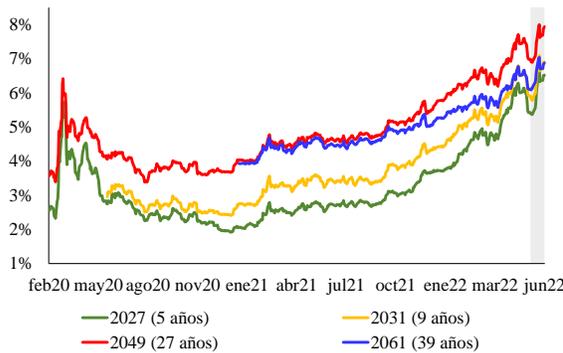


Gráfico 24. Pendiente curva TES UVR (10-2 años, pb)



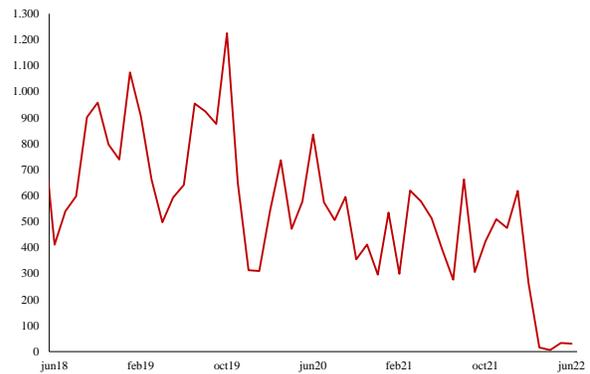
Fuentes: SEN y Master Trader, **Cálculos:** Banrep. Los datos corresponden al promedio móvil de cinco días.

Gráfico 25. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



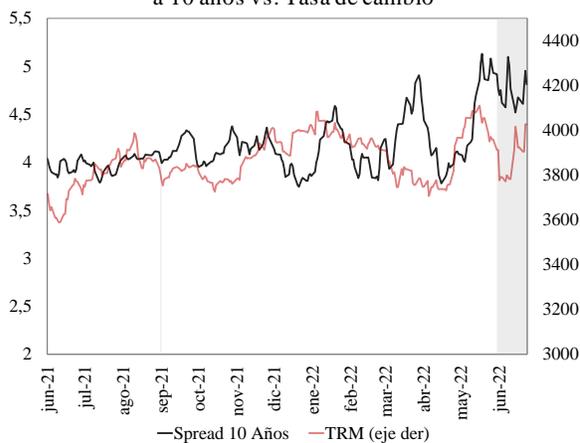
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 26. Monto negociado de deuda pública externa



Fuente: Bloomberg. USD millones (m).

Gráfico 27. Margen entre la deuda local a 10 años vs. Tasa de cambio

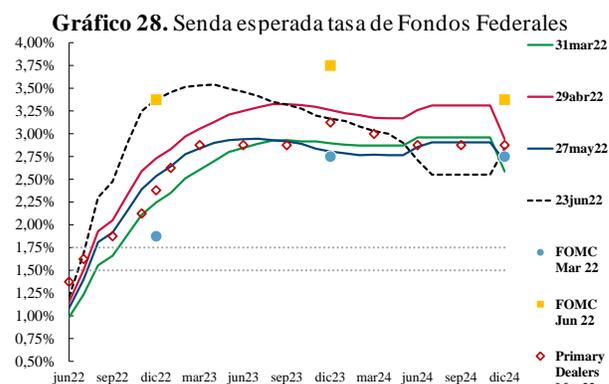


Fuente: Bloomberg y Banrep.

Desde el 27 de mayo, las tasas de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares que se transan en los mercados internacionales con vencimientos a 5, 9, 27 y 39 años¹² presentaron aumentos de 110 pb, 99 pb, 96 pb y 77 pb, respectivamente (Gráfico 25). De acuerdo 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 se mantuvo relativamente estable toda vez que las desvalorizaciones de la deuda externa fueron similares a la local (Gráfico 27). Por otro lado, la liquidez durante lo corrido de junio continúa en niveles muy bajos (Gráfico 26).

¹² Títulos más transados.

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



Fuente: Bloomberg y Fed. Las líneas punteadas representan el rango actual de los fondos federales: 1,50%-1,75%.

pb durante la reunión de julio, un aumento de 50 pb en septiembre y dos aumentos de 25 pb durante las reuniones de noviembre y diciembre (Cuadro 2).

Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2022

	2%-2,25%	2,25%-2,50%	2,50%-2,75%	2,75%-3%	3%-3,25%	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4%
27may22	5%	60%	34%	1%	0%	0%	0%	0%
23jun22	0%	0%	0%	1%	12%	43%	36%	8%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange

El 15 de junio la Reserva Federal actualizó sus proyecciones económicas. En estas se evidencia una reducción de las perspectivas de la economía estadounidense para cierre de año, frente a sus estimaciones de marzo de 2022:

- La tasa de crecimiento esperada disminuyó para 2022, 2023 y 2024 a 1,7%, 1,7% y 1,9% y se mantuvo para el LP en 1,8% (desde 2,8 %, 2,2% y 2,0% respectivamente).
- La tasa de desempleo esperada aumentó para 2022, 2023 y 2024 a 3,7%, 3,9% y 4,1% y se mantuvo para el LP en 4% (desde 3,5 %, 3,5% y 3,6% respectivamente).
- La inflación PCE esperada aumentó para 2022 de 4,3% a 5,2% y disminuyó para 2023 y 2024 a 2,6% y 2,2%, respectivamente (desde 2,7% y 2,3%, respectivamente). Para el LP se mantuvo en 2%.
- La inflación PCE núcleo esperada para 2022 y 2023 aumentó de 4,1% a 4,3%, y de 2,6% a 2,7%, respectivamente, mientras que para 2024 se mantuvo en 2,3%.
- Por último, la tasa de los fondos federales esperada para 2022, 2023, 2024 y el LP aumentó de 1,9% a 3,4%, 2,8% a 3,8%, 2,8% a 3,4%, y de 2,4% a 2,5%, respectivamente.

Tras la reunión del 14 y 15 de junio, la Reserva Federal anunció que continuará reduciendo sus tenencias de activos, en línea con los planes que se establecieron el mes pasado para reducir su hoja de balance.

Adicionalmente, según la encuesta de la Fed de Nueva York realizada a *Primary Dealers* en mayo¹⁴, la mediana refleja que los analistas encuestados anticipan mayores aumentos en el rango actual de la tasa de los Fondos Federales en todas las reuniones del 2022 frente a la encuesta anterior (marzo). La tasa esperada para diciembre de 2022 aumentó de 1,63% a 2,38%.

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

¹⁴ El 25 de abril culminó la recepción de información de los agentes del mercado por parte de la Fed.

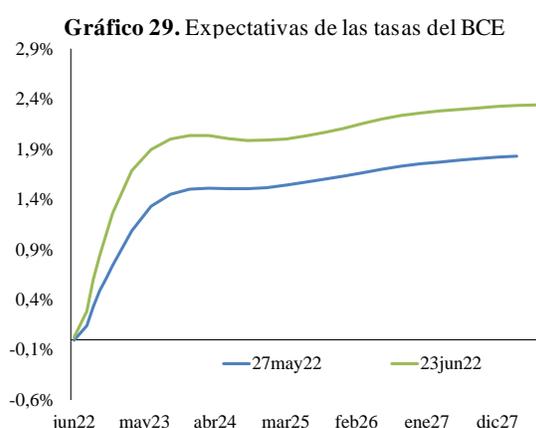
Cuadro 3. Pronósticos del punto medio del Rango de Fondos Federales de *Primary Dealers* de diciembre

	may22	jun22	jul22	sep22	nov22	dic22	ene23
Mediana	0,88%	1,38%	1,63%	1,88%	2,13%	2,38%	2,63%
No. Respuestas	25	25	25	25	25	25	25

	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2T24	3T24	4T24
Mediana	2,88%	2,88%	2,88%	3,13%	3,00%	2,88%	2,88%	2,88%
No. Respuestas	25	25	25	25	22	22	22	22

	2025	2026	2027	2028
Mediana	2,63%	2,38%	2,38%	2,38%
No. Respuestas	22	22	21	21

Fuente: Fed de NY.



Fuente: Bloomberg.

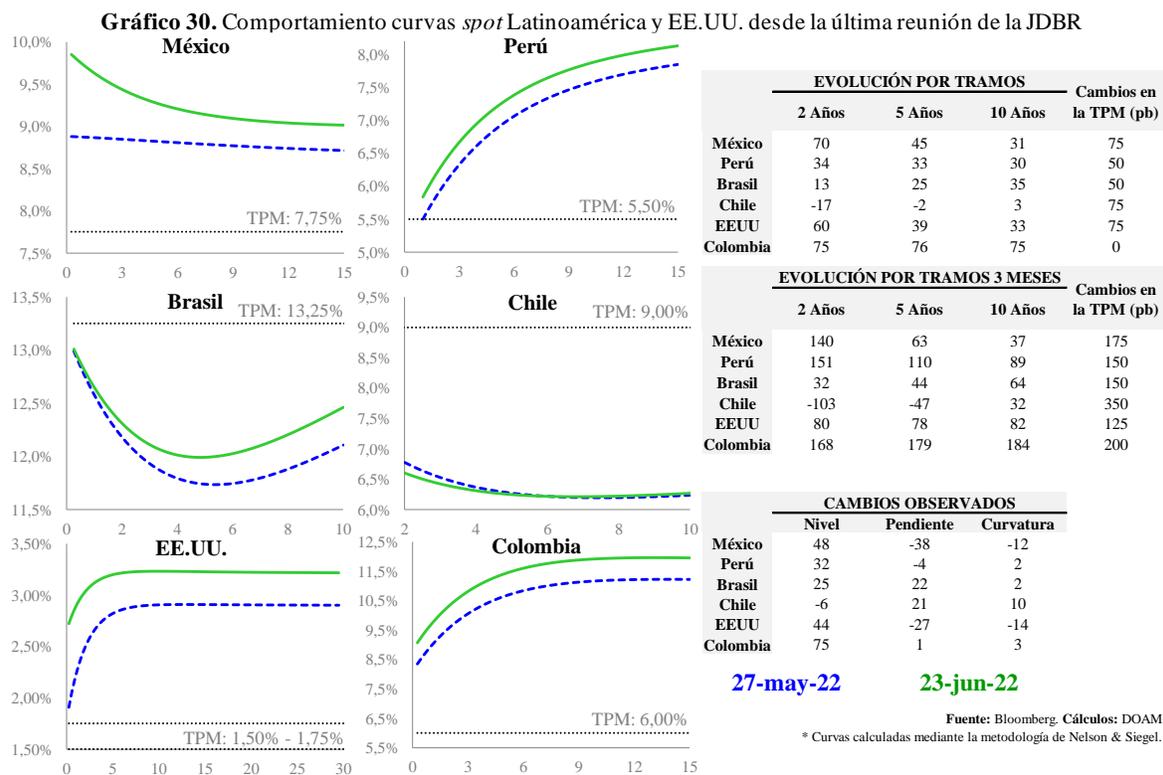
1.4. Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región

Desde la última reunión de la JDBR, la curva de Tesoros de EE.UU. se aplanó y volvió a invertirse por segunda vez durante el año, ante las mayores desvalorizaciones del tramo corto frente a las de los demás tramos. Este comportamiento refleja las expectativas del mercado de una senda de política monetaria más contractiva que la descontada a finales del mes anterior, principalmente como consecuencia de: *i*) la publicación del dato de inflación de mayo (8,6%), el cual se ubicó por encima del esperado por el mercado (8,3%); *ii*) la publicación de cifras económicas que continúan evidenciando un mercado laboral robusto; y *iii*) la decisión de la Reserva Federal de aumentar el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales en 75 pb, mientras que el mercado esperaba una semana antes que dicho aumento fuera de igual magnitud al observado en mayo¹⁵ (50 pb).

En este contexto, los títulos de deuda pública de la región presentaron desvalorizaciones en su mayoría, en línea con lo observado en EE.UU. En Brasil y Perú, estas desvalorizaciones también pudieron estar asociadas con la incertidumbre político-económica ante la cercanía de las elecciones presidenciales y la intensión del Gobierno Bolsonaro de aumentar el gasto público en el caso de Brasil, y las tensiones entre el Gobierno y el Congreso, así como el bloqueo de varias minas de cobre en el caso de Perú. Por el contrario, los títulos de los tramos corto y medio se valorizaron en Chile ante la expectativa de que el Banco Central termine pronto su ciclo de política monetaria contractiva

¹⁵ Desde su reunión del 3 y 4 de mayo, donde la Reserva Federal aumentó el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales en 50 pb, el mercado se encontraba descontando un aumento de igual magnitud en su reunión de junio. No obstante, entre el 10 y el 13 de junio el mercado incorporó completamente en sus expectativas un aumento de 75 pb, de manera que cuando la Reserva Federal adoptó dicha decisión dos días después, no fue sorpresivo para el mercado.

o incluso pueda comenzar a recortar tasas a fin de año dada la publicación de cifras que reflejan una rápida desaceleración de la actividad económica (Gráfico 30; Anexo 4).



El Gráfico 31 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 aumentó 1 pb hasta ubicarse en 159 pb. Por su parte, las pendientes de México (-55 pb), EE.UU. (6 pb) y Perú (184 pb) disminuyeron 38 pb, 27 pb y 4 pb, respectivamente, mientras que las pendientes de Brasil (3 pb) y Chile (-69 pb) aumentaron 22 pb y 21 pb, en su orden.

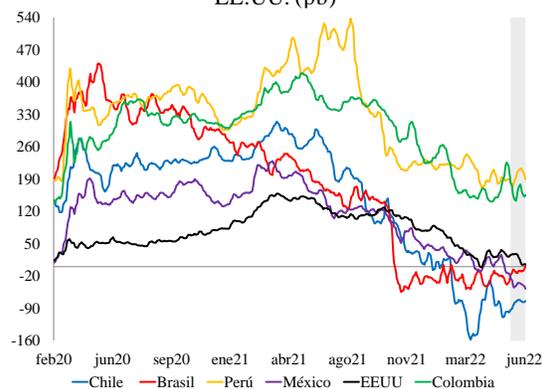
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

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 la mayoría de los agentes espera que la JDBR aumente la TPM entre 100 pb y 150 pb en la reunión de junio. Primero, según la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banrep, la mediana señala una expectativa de un aumento de 100 pb en junio¹⁶ (desviación estándar

Gráfico 31. Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



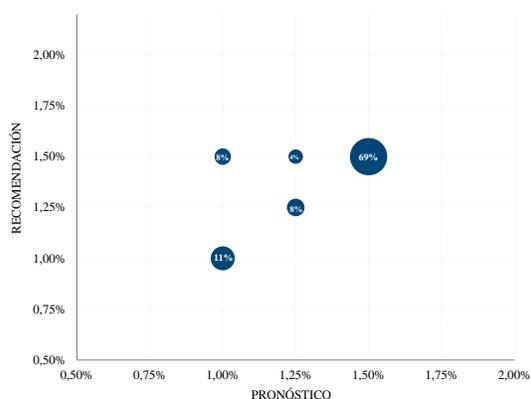
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: Banrep. Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 2 años. Se presenta el promedio móvil de cinco días.

¹⁶ Datos recolectados entre el 7 y el 13 de junio.

de 35 pb). Por su parte, según la Encuesta de Opinión Financiera¹⁷ (EOF), el 46% de los encuestados estima que la tasa aumente 150 pb en junio, el 36% prevé que se incremente en 100 pb, el 14% espera un aumento de 125 pb, mientras que el 4% restante proyecta un aumento de 50 pb. Por último, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank¹⁸ para la reunión de junio, de las 26 entidades encuestadas el 69% espera y recomienda un aumento de 150 pb, el 11% espera y recomienda un aumento de 100 pb y el 20% restante corresponde a: *i*) dos analistas que esperan un aumento de 100 pb, pero recomiendan un aumento de 150 pb, *ii*) dos analistas que esperan y recomiendan un aumento de 125 pb; y *iii*) un analista que espera un aumento de 125 pb, pero recomienda un aumento de 150 pb (Gráfico 28 y Anexo 1).

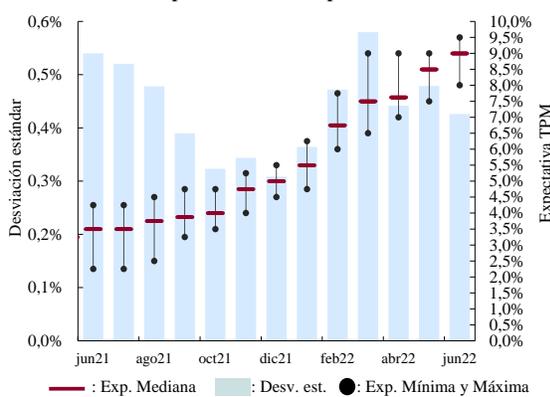
Por su parte, en el Gráfico 33 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2022 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre mayo y junio de 2022 la tasa mediana esperada aumentó de 8,5% a 9%.

Gráfico 32. Encuestas sobre TPM de Citibank



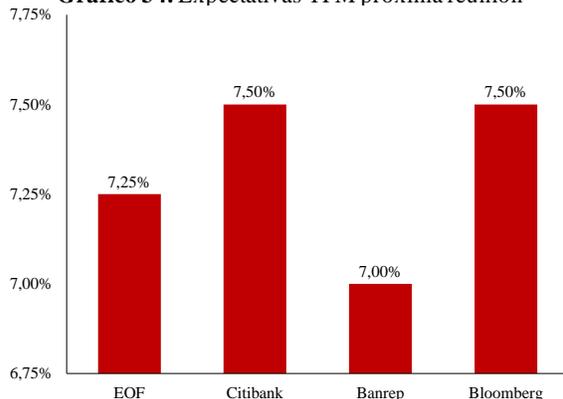
Fuente: Citibank

Gráfico 33. Expectativas TPM para diciembre de 2022



Fuente: Citibank

Gráfico 34. Expectativas TPM próxima reunión



Fuente: EOF, Citibank, Banrep y Bloomberg. Se toma la mediana. La EOF se publicó el 21 de junio con datos recolectados entre el 6 y el 13 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de junio. La encuesta del Banrep se realizó entre el 7 y el 13 de junio. La encuesta de Bloomberg se tomó con datos al 28 de junio.

En los Gráficos 34, 35 y 36 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y para las de diciembre de 2022 y 2023. En estas se observa que: *i*) la mayoría de los agentes esperan que la TPM aumente entre 100 pb y 150 pb en junio; *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2022 aumentó de 8,25% a 8,63%; y *iii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2023 aumentó de 6,37% a 6,63%.

¹⁷ Publicada el 21 de junio con información recolectada entre el 6 y el 13 del mismo mes.

¹⁸ Publicada el 24 de junio.

Gráfico 35. Expectativas TPM para diciembre de 2022

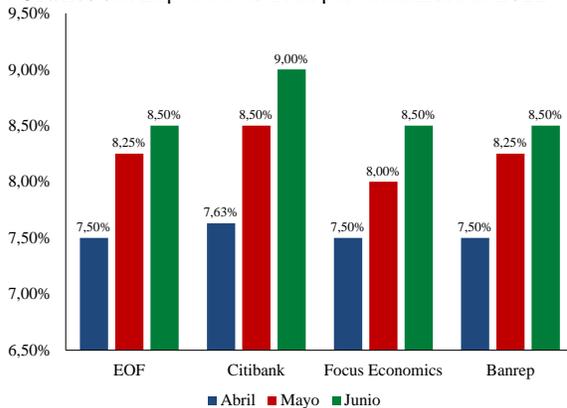
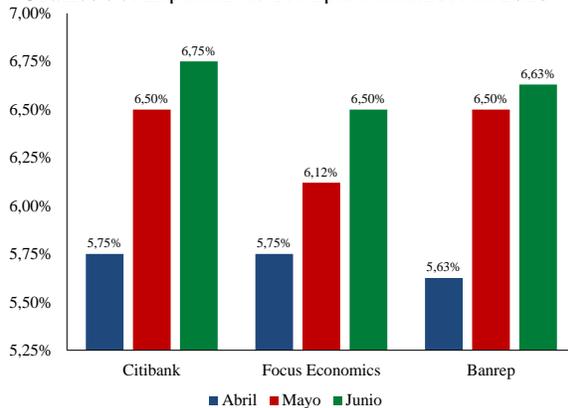


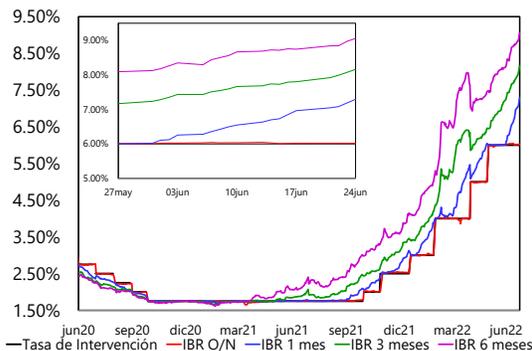
Gráfico 36. Expectativas TPM para diciembre de 2023



Fuente: EOF, Citibank, Focus Economics y Banrep. Los datos corresponden a la mediana. La EOF se publicó el 21 de junio con datos recolectados entre el 6 y el 13 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de junio. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 14 de junio, con encuestas realizadas entre el 7 y el 12 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 7 y el 13 de junio.

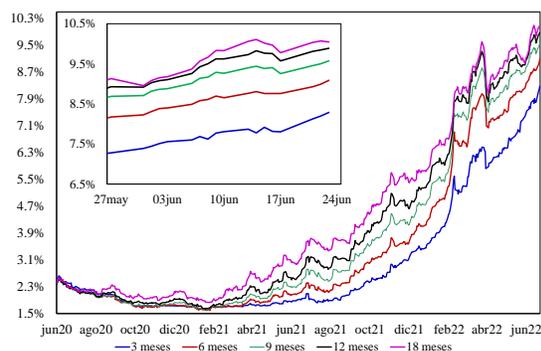
Desde la última reunión de la junta directiva y hasta el 24 de junio las tasas IBR O/N e IBR a 3 y 6 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses subieron 129 pb, 99 pb, 96 pb, 89 pb, 96 pb y 91 pb, respectivamente. El movimiento de las tasas se explica por expectativas de mayores presiones inflacionarias a nivel mundial y expectativas de una política monetaria más restrictiva en EE. UU. y la Eurozona.

Gráfico 37. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. **Cálculos:** Banrep.

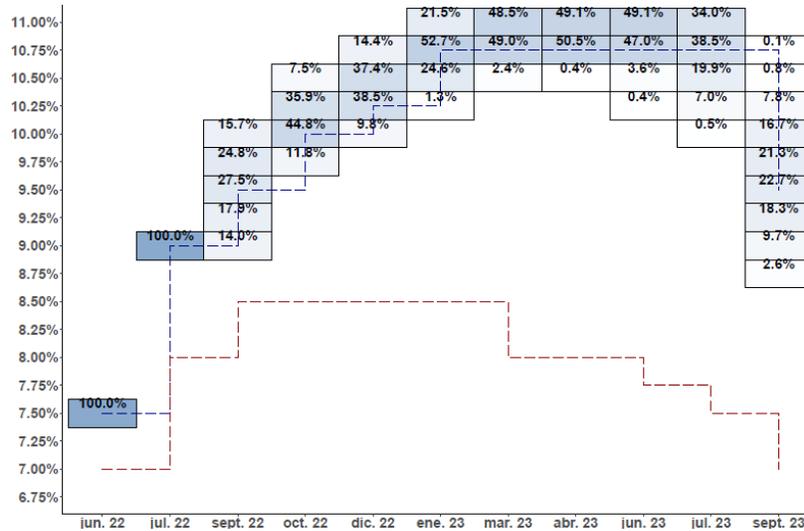
Gráfico 38. Tasas OIS



Fuente: Banrep. **Cálculos:** Banrep.

El día de la reunión de la JDBR de mayo de 2022 el mercado OIS anticipaba aumentos de 150 pb de la TPM en junio, 125 pb en julio, 50 pb en septiembre, 25 pb en octubre y 25 pb en diciembre, cerrando 2022 con una TPM de 9,75% (Gráfico 40 y Anexo 6). A causa de mayores presiones inflacionarias y expectativas de una política monetaria más restrictiva a nivel mundial, al 23 de junio, el mercado OIS refleja una senda esperada de TPM más contractiva con aumentos de 150 pb en junio y julio, 50 pb en septiembre y octubre y 25 pb en diciembre, y alcanzaría el 10,25% en 2022 (Gráfico 39).

Gráfico 39. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 23 de junio de 2022)



Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** Banrep. **Nota:** La línea punteada roja es la mediana de las expectativas de TPM a diferentes plazos tomada de la encuesta mensual de expectativas del Banrep de junio de 2022.

Gráfico 40. Evolución de expectativas TPM – OIS

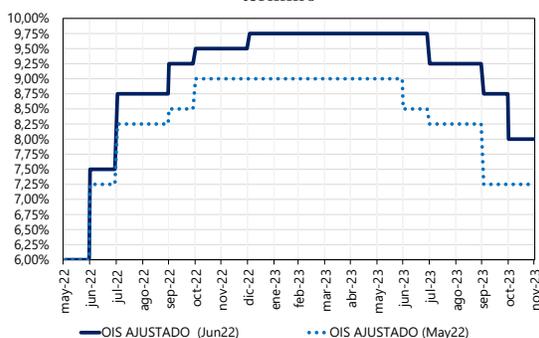
nov23									nov23	10.259
oct23						8,50%	8,75%		oct23	10.009
sep23			7,50%	7,50%	8,75%	9,25%	9,25%	9,50%	sep23	9.759
ago23									ago23	9.509
jul23	7,25%		7,50%	8,00%	8,25%	9,25%	9,75%		jul23	9.259
jun23		7,25%	8,25%	9,25%					jun23	9.009
may23									may23	8.759
abr23	8,25%		8,75%						abr23	8.509
mar23	8,00%								mar23	8.259
feb23									feb23	8.009
ene23					9,25%			10,75%	ene23	7.759
dic22	7,50%				9,00%	10,25%	10,00%	9,75%	dic22	7.509
nov22									nov22	7.259
oct22	7,25%	7,75%		10,75%		9,25%	9,75%	9,50%	oct22	7.009
sep22	7,00%	6,75%	9,50%	10,25%	8,75%	9,00%	9,50%	9,25%	sep22	6.759
ago22									ago22	6.509
jul22	6,75%		9,00%	10,00%	8,50%	8,75%	8,50%	8,75%	jul22	6.259
jun22	6,50%	6,50%	8,50%	9,00%	7,75%	7,50%	7,00%	7,50%	jun22	6.009
										5.759

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

Además, las expectativas de la encuesta de junio del Banrep reflejan una senda de política monetaria más contractiva frente a las expectativas observadas en mayo, al pasar de una TPM esperada para diciembre de 2022 de 8,25% a 8,50%. De esta manera, el *spread* entre las expectativas del mercado y los analistas a diciembre de 2022 subió (de 150 pb a 175 pb), por su parte, el promedio de las medidas de incertidumbre de la TPM esperada subió¹⁹ (Gráfico A.6.2).

¹⁹ Medida como la desviación estándar en las cotizaciones del IBR a 3 y 6 meses y la desviación estándar en las repuestas de las expectativas de TPM de los analistas.

Gráfico 41. Expectativas de mercado sin la prima a término



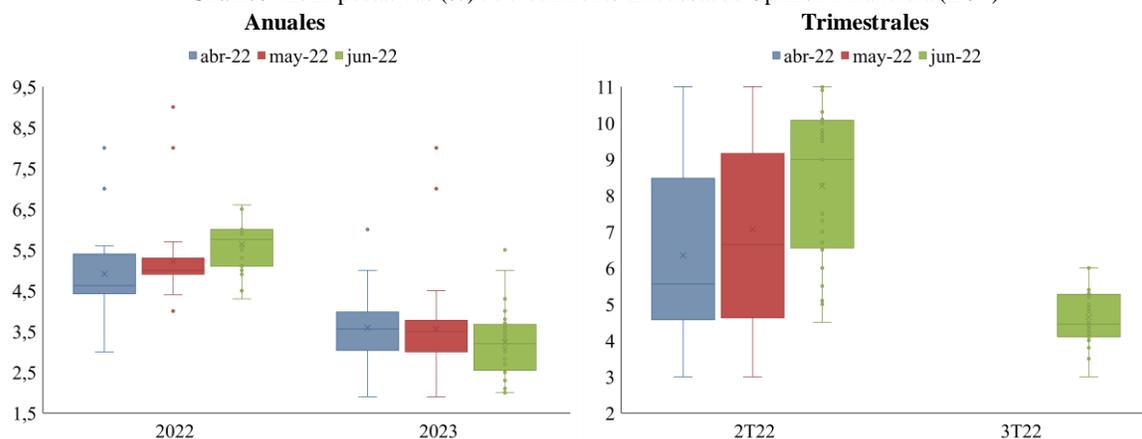
Fuente: Bloomberg. **Nota:** Los datos corresponden a las sendas ajustadas del día 27 de mayo de 2022 y 23 de junio de 2022.

En el Gráfico 41 se presenta la senda esperada de política monetaria sin la prima a término para los días 27 de mayo y 23 de junio de 2022. En junio las expectativas ajustadas descuentan una senda de TPM más contractiva frente a la senda de mayo y descuenta aumentos de 150 pb en la reunión de junio, 125 pb en julio, 50 pb en septiembre y 25 pb en octubre y diciembre, cerrando 2022 en una TPM de 9,75%.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

En el Gráfico 42 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 2022 de 5,0% a 5,76% y para el 2T22 de 6,65% a 9,0%, mientras que para el 2023 la redujeron de 3,50% a 3,20%. Por otro lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la expectativa de crecimiento para 2022 aumentó de 5,30% a 5,95%, mientras que para 2023 disminuyó de 3,00% a 2,90%.

Gráfico 42. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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

El 7 de junio el Banco Mundial mejoró su proyección de crecimiento de la economía colombiana para 2022 de 4,4% a 5,4%, pero la redujo para 2023 de 3,5% a 3,2%. Asimismo, el 8 de junio la OCDE aumentó su pronóstico de crecimiento para 2022 de 5,5% a 6,1%, pero lo redujo para 2023 de 3,1% a 2,1%. Por su parte, el 13 de junio Fitch Ratings aumentó su estimación de crecimiento para 2022 de 5,2% a 6%. Para 2023 la calificadora estima que la economía crezca 2,4%. El 14 de junio Fedesarrollo también ajustó su pronóstico de crecimiento para 2022 de 4,6% a 5,5%.

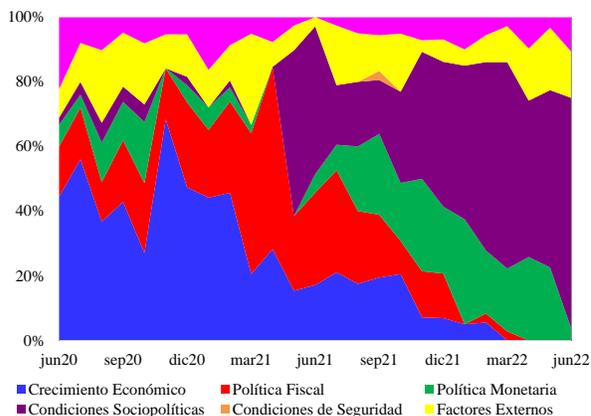
Información adicional extraída de la EOF

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 y 2028 se valoricen 40 pb y 50 pb, respectivamente, mientras que a fin de año esperan valorizaciones de 90 pb y 70 pb, en su orden²⁰ (ant: valorizaciones de 7 pb y 15 pb a 3 meses, y cercanas a 75 pb a 12 meses).

²⁰ 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.

Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se valorice 6%, mientras que a 12 meses esperan una valorización de 8% (anterior: estabilidad a 3 meses y valorización de 6% a 12 meses).

Gráfico 43. 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 71% resaltó las condiciones sociopolíticas²¹ (ant: 55%), un 14% los factores externos (ant: 19%), un 10% otros factores (ant: 3%), mientras que el 4% restante señaló la política monetaria (ant: 23%). Los agentes que mencionaron otros factores señalaron el proceso electoral y todas las anteriores (Gráfico 43). Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Entre abril y mayo de 2022, con datos definitivos, el IDOAM cayó debido a los mejores resultados de confianza de los consumidores e industriales, y la reducción en el margen entre las tasas de la cartera de consumo frente a las de los TES. Con datos preliminares para junio (EOF²², volatilidades²³ y márgenes crediticios²⁴), este indicador aumentó debido a la mayor volatilidad del mercado de TES y al aumento de los márgenes de las tasas de la cartera de consumo, preferencial y tesorería frente a las de los TES (Gráfico 44 y Anexo 7).

En abril, la confianza de los consumidores (obs: -14,7%; esp: -16,1%; ant: -17,5%) continuó en terreno negativo, aunque se ubicó por encima de lo observado el mes anterior y de lo esperado por el mercado. Este resultado se explica por unas expectativas menos pesimistas del consumidor (obs: -3,5%; ant: -7,4%), y en menor medida por una percepción menos desfavorable de las condiciones económicas (obs: -31,5%; ant: -32,6%, Gráfico 45). Por su parte, la serie desestacionalizada disminuyó al pasar de -7,12% a -10,12% (Gráfico 46). Asimismo, la confianza de los industriales (obs: 14,4%; ant: 10,3%) se ubicó por encima de lo observado el mes anterior, mientras que la confianza de los comerciantes (obs: 39%; ant: 39%) se mantuvo en el mismo nivel registrado el mes previo. El resultado de la confianza industrial se explica por un mayor volumen actual de pedidos y unas expectativas de mayor producción para el próximo trimestre, lo cual fue parcialmente contrarrestado por un mayor nivel de existencias. Por su parte, el resultado de la confianza comercial obedece a una percepción menos favorable de la situación económica actual, la cual fue compensada por unas expectativas más optimistas de la situación económica para el próximo semestre y un menor nivel de existencias. Por último, los índices de confianza que publica el DANE también evidencian una mejor confianza del consumidor y un deterioro de los indicadores de confianza empresarial.

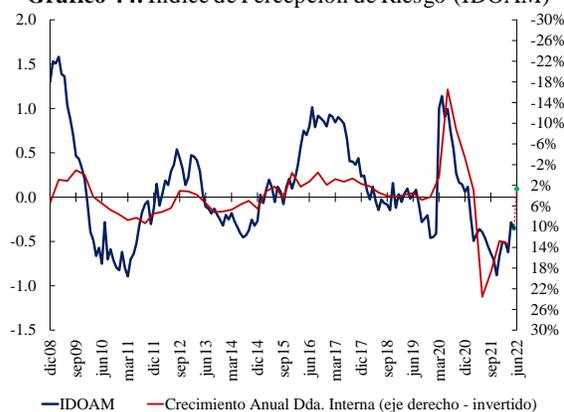
²¹ Desde que se hace esta pregunta (enero de 2009) no se observaba una proporción tan alta de encuestados que respondieran las condiciones sociopolíticas como el factor más relevante a la hora de tomar decisiones de inversión.

²² Recibida el 21 de junio de 2022.

²³ Datos al 23 de junio de 2022.

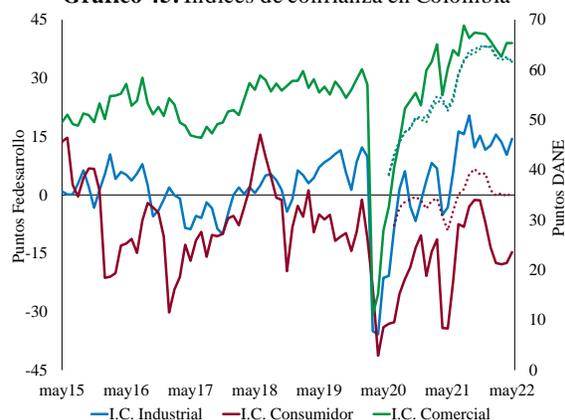
²⁴ Datos al 10 de junio de 2022.

Gráfico 44. 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.

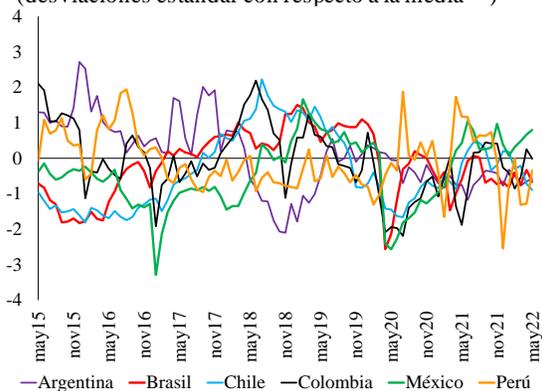
Gráfico 45. Índices de confianza en Colombia



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

Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor (obs: 23,3%; esp: 19,1%; ant: 12,0%) y producción manufacturera (obs: 13,5%; esp: 10,3%; ant: 12,3%) de abril. En ambos casos estos indicadores crecieron por encima de lo observado el mes anterior y de lo esperado por el mercado.

Gráfico 46. 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 Gráfico 46 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre abril y mayo de 2022 el indicador disminuyó para Chile, Brasil y Colombia, y aumentó para Argentina, México y Perú. Además, salvo el caso de México, todos estos indicadores se ubican por debajo de su respectiva media histórica.

La percepción de riesgo a nivel internacional, medida a través del Vix ²⁷, el $Vstox$ ²⁸ y el $Skew$ ²⁹ presentó un aumento y se mantuvo en niveles elevados como consecuencia de: *i)* las persistentes tensiones geopolíticas entre varios países occidentales y Rusia en torno a la invasión de este último país a Ucrania; *ii)* el aumento de la probabilidad de una recesión económica en EE.UU. y/o Europa en el corto plazo; y *iii)* la incertidumbre en torno al futuro de las medidas adoptadas por las

²⁵ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

²⁶ Instituto Brasileiro de economía

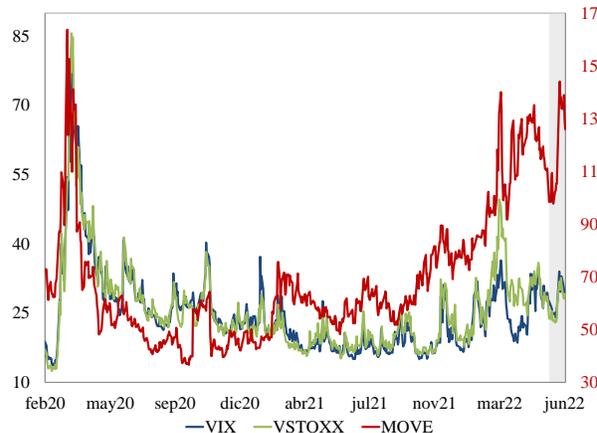
²⁷ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice $S\&P 500$.

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

²⁹ 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.

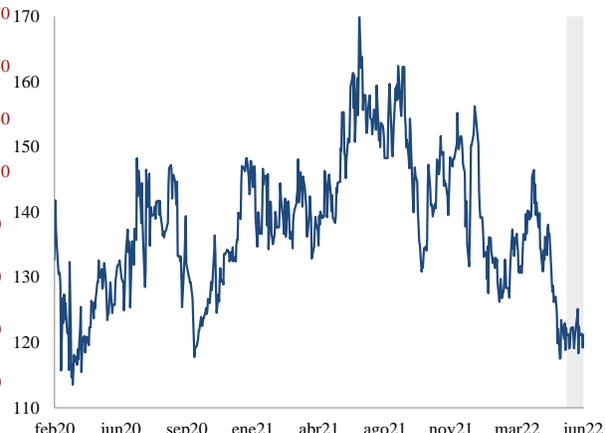
autoridades chinas para contener la pandemia. Asimismo, el *Move*³⁰ aumentó y continuó en niveles no observados desde marzo de 2020, como consecuencia de la alta incertidumbre en torno al futuro de la política monetaria en EE.UU. (Gráficos 47 y 48).

Gráfico 47. Vix - Move



Fuente: Bloomberg.

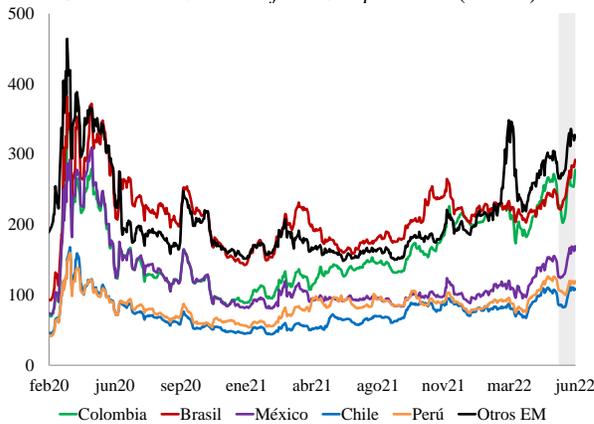
Gráfico 48. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

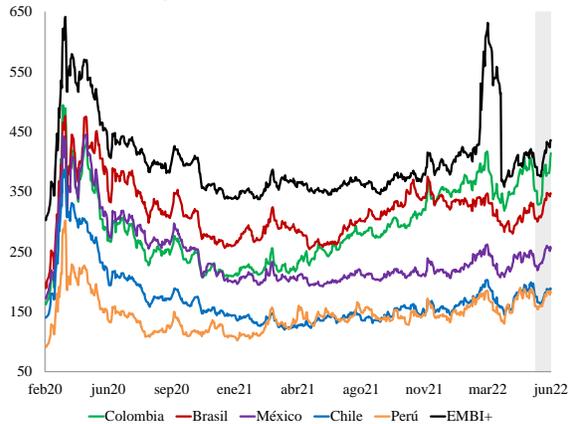
Finalmente, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI³¹ presentaron aumentos en los países de la región. El CDS a 5 años aumentó 69 pb en Brasil, 51 pb en Colombia, 44 pb en México, 23 pb en Chile y 13 pb en Perú (Gráfico 49). Por su parte, el EMBI+ (EMBIG) aumentó 63 pb (64 pb) en Colombia, 42 pb (42 pb) en Brasil, 29 pb (65 pb) en México, 23 pb (23 pb) en Perú y 13 pb (corresponde al EMBIG) en Chile (Gráficos 51 y 51).

Gráfico 49. Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 50. EMBI+ Latam

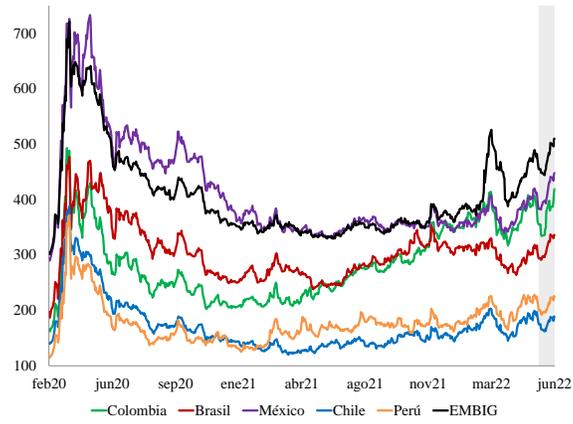


Fuente: Bloomberg.

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

³¹ 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 51. EMBIG Latam



Fuente: Bloomberg.

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 28 de junio

Empresa	Estimación	Fecha
1 Alianza Valores	7,50%	27/06/2022
2 BBVA Colombia	7,50%	23/06/2022
3 BNP Paribas	7,50%	23/06/2022
4 Banco Agrario de Colombia	7,50%	23/06/2022
5 Banco Mizuho do Brasil	7,50%	26/06/2022
6 Banco de Bogotá	7,50%	23/06/2022
7 Bancolombia	7,25%	23/06/2022
8 Barclays Capital	7,00%	26/06/2022
9 Capital Economics	6,75%	27/06/2022
10 Casa de Bolsa	7,50%	16/06/2022
11 Coopcentral	7,50%	21/06/2022
12 Credit Suisse Servicios	7,50%	26/06/2022
13 Fiduciaria de Occidente	7,25%	23/06/2022
14 Itaú Corpbanca	7,50%	23/06/2022
15 JP Morgan Securities	7,50%	16/06/2022
16 Mapfre Seguros Generales	7,00%	16/06/2022
17 Pacifico Research	7,50%	23/06/2022
18 Pantheon Macroeconomics	7,00%	26/06/2022
19 Société Générale	7,00%	23/06/2022
20 UBS Securities	7,50%	23/06/2022
21 Universidad Jorge Tadeo Lozano	7,00%	16/06/2022
22 in on Capital	7,00%	24/06/2022

Tasa	Obs.	Prob.
6,75%	1	5%
7,00%	6	27%
7,25%	2	9%
7,50%	13	59%
Tasa esperada ponderada	7,31%	

Cuadro A1.2. Encuestas de expectativas de Citibank sobre la tasa de política monetaria para la reunión de junio del 2022

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza	7,50%	7,50%
Asobancaria	7,00%	7,50%
Axa Colpatria	7,00%	7,00%
Banco Agrario	7,50%	7,50%
Banco de Bogotá	7,50%	7,50%
Banco de Occidente	7,25%	7,25%
Banco Popular	7,50%	7,50%
Banco Santander	7,50%	7,50%
BBVA	7,50%	7,50%
BTG Pactual	7,50%	7,50%
Casa de Bolsa	7,50%	7,50%
Citi	7,00%	7,00%
Corficolombiana	7,50%	7,50%
Credicorp Capital	7,50%	7,50%
Fidubogotá	7,50%	7,50%
Fiduoccidente	7,25%	7,25%
Fiduprevisora	7,50%	7,50%
Grupo Bancolombia	7,25%	7,50%
Grupo Bolivar	7,50%	7,50%
Itaú	7,50%	7,50%
JP Morgan	7,50%	7,50%
Moody's Analytics	7,50%	7,50%
Positiva	7,00%	7,50%
Scotiabank Colpatria	7,50%	7,50%
Skandia	7,00%	7,00%
XP Investments	7,50%	7,50%
Promedio	7,38%	7,42%
Mediana	7,50%	7,50%
STDV	0,20%	0,17%
Máximo	7,50%	7,50%
Mínimo	7,00%	7,00%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
7,00%	12%	3
7,25%	8%	2
7,50%	81%	21
Total	100%	26

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
7,00%	19%	5
7,25%	12%	3
7,50%	69%	18
Total	100%	26

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

Participantes	jun-22	dic-22	dic-23
Alianza	9,75%	8,50%	3,70%
Asobancaria	9,85%	8,50%	4,70%
Axa Colpatria	9,57%	8,40%	4,80%
Banco Agrario	9,85%	8,95%	5,05%
Banco de Bogotá	9,65%	9,02%	4,42%
Banco de Occidente	9,63%	8,53%	4,66%
Banco Popular	9,73%	8,36%	4,38%
Banco Santander	9,59%	8,50%	5,40%
BBVA	9,70%	9,20%	5,70%
BTG Pactual	9,71%	8,40%	4,60%
Casa de Bolsa	9,74%	9,80%	6,00%
Citi	9,65%	8,10%	4,20%
Corficolombiana	9,74%	9,80%	6,00%
Credicorp Capital	9,67%	8,80%	5,30%
Fidubogotá	9,72%	9,30%	5,07%
Fiduoccidente	9,63%	8,53%	4,66%
Fiduprevisora	9,77%	8,76%	4,18%
Grupo Bancolombia	9,56%	9,00%	5,00%
Grupo Bolivar	9,75%	9,68%	5,99%
Itaú	9,72%	9,00%	4,60%
JP Morgan	9,60%	8,28%	4,80%
Moody's Analytics	9,80%	9,30%	4,50%
Positiva	9,69%	8,00%	4,04%
Scotiabank Colpatria	9,89%	9,10%	4,49%
Skandia	9,64%	9,90%	4,70%
XP Investments	9,70%	9,00%	4,50%
Average	9,70%	8,87%	4,82%
Median	9,71%	8,88%	4,68%
Standard Deviation	0,09%	0,53%	0,60%
Maximum	9,89%	9,90%	6,00%
Minimum	9,56%	8,00%	3,70%
Count	26	26	26

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

Encuestas realizadas entre el 7 y el 12 de junio

Empresa	Estimación 2022	Estimación 2023
1 Actinver	7,25%	5,50%
2 AGPV	7,50%	6,00%
3 Banco Agrario de Colombia	9,00%	7,50%
4 Banco Davivienda	7,50%	-
5 Banco de Bogotá	7,50%	6,00%
6 Bancolombia	8,50%	6,50%
7 Barclays Capital	8,00%	7,25%
8 BBVA Research	8,50%	8,00%
9 Capital Economics	9,00%	7,00%
10 Citigroup Global Mkts	8,00%	6,75%
11 Corficolombiana	9,00%	6,50%
12 Credicorp Capital	8,50%	5,50%
13 Credit Suisse	8,50%	5,50%
14 Ecoanalítica	8,50%	7,00%
15 Ecosignal	7,75%	7,50%
16 EIU	8,50%	4,50%
17 Fedesarrollo	8,50%	-
18 Fitch Solutions	8,00%	6,50%
19 Goldman Sachs	8,50%	7,75%
20 HSBC	8,00%	6,50%
21 Itaú Unibanco	8,50%	5,50%
22 JPMorgan	8,50%	8,50%
23 Moody's Analytics	8,50%	6,50%
24 Oxford Economics	9,00%	6,75%
25 Pantheon Macroeconomics	8,50%	5,00%
26 Pezco Economics	8,25%	6,25%
27 Positiva Compañía de Seguros	8,00%	4,50%
28 S&P Global Ratings	7,00%	6,00%
29 Scotiabank Colpatría	8,50%	6,00%
30 Torino Capital	7,50%	-
31 UBS	7,50%	7,50%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,50%	0	0,0%	2	7,1%
5,00%	0	0,0%	1	3,6%
5,50%	0	0,0%	4	14,3%
6,00%	0	0,0%	4	14,3%
6,25%	0	0,0%	1	3,6%
6,50%	0	0,0%	5	17,9%
6,75%	0	0,0%	2	7,1%
7,00%	1	3,2%	2	7,1%
7,25%	1	3,2%	1	3,6%
7,50%	5	16,1%	3	10,7%
7,75%	1	3,2%	1	3,6%
8,00%	5	16,1%	1	3,6%
8,25%	1	3,2%	0	0,0%
8,50%	13	41,9%	1	3,6%
9,00%	4	12,9%	0	0,0%
Media	8,20%		6,44%	
Mediana	8,50%		6,50%	

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

Encuestas realizadas entre el 7 y el 12 de junio

Empresa	Estimación 2022	Estimación 2023
1 Actinver	6,70%	4,36%
2 AGPV	7,30%	4,00%
3 Banco Agrario de Colombia	8,95%	5,13%
4 Banco Davivienda	8,93%	5,60%
5 Banco de Bogotá	6,38%	3,50%
6 Bancolombia	9,02%	4,99%
7 Barclays Capital	6,41%	3,75%
8 BBVA Research	8,40%	5,60%
9 CABI	7,00%	4,80%
10 Capital Economics	8,38%	3,78%
11 Citigroup Global Mkts	8,10%	4,20%
12 Corficolombiana	9,80%	6,00%
13 Credicorp Capital	8,50%	5,30%
14 Credit Suisse	8,00%	4,00%
15 Ecoanalítica	10,41%	5,18%
16 Ecosignal	7,80%	3,49%
17 EIU	11,10%	4,70%
18 Fedesarrollo	8,62%	-
19 Fitch Solutions	6,60%	3,90%
20 Goldman Sachs	8,50%	5,00%
21 HSBC	11,00%	5,00%
22 Itaú Unibanco	7,30%	4,20%
23 JPMorgan	8,30%	4,80%
24 Moody's Analytics	8,97%	4,00%
25 Oxford Economics	9,04%	3,85%
26 Pantheon Macroeconomics	7,00%	4,00%
27 Pezco Economics	8,25%	5,39%
28 Positiva Compañía de Seguros	8,00%	4,04%
29 S&P Global Ratings	6,00%	3,40%
30 Scotiabank Colpatría	8,53%	4,04%
31 Torino Capital	11,98%	-
32 UBS	6,84%	3,53%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,25% - 3,50%	0	0,0%	2	6,7%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	2	6,7%
3,75% - 4,00%	0	0,0%	4	13,3%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	8	26,7%
4,25% - 4,50%	0	0,0%	1	3,3%
4,50% - 4,75%	0	0,0%	1	3,3%
4,75% - 5,00%	0	0,0%	3	10,0%
5,00% - 5,25%	0	0,0%	4	13,3%
5,25% - 5,50%	0	0,0%	2	6,7%
5,50% - 5,75%	0	0,0%	2	6,7%
6,00% - 6,25%	1	3,1%	1	3,3%
6,25% - 6,50%	2	6,3%	0	0,0%
6,50% - 6,75%	2	6,3%	0	0,0%
6,75% - 7,00%	1	3,1%	0	0,0%
7,00% - 7,25%	2	6,3%	0	0,0%
7,25% - 7,50%	2	6,3%	0	0,0%
7,75% - 8,00%	1	3,1%	0	0,0%
8,00% - 8,25%	3	9,4%	0	0,0%
8,25% - 8,50%	4	12,5%	0	0,0%
8,50% - 8,75%	4	12,5%	0	0,0%
8,75% - 9,00%	3	9,4%	0	0,0%
9,00% - 9,25%	2	6,3%	0	0,0%
9,75% - 10,00%	1	3,1%	0	0,0%
11,00% - 11,25%	2	6,3%	0	0,0%
11,75% - 12,00%	1	3,1%	0	0,0%
Media	8,32%		4,45%	
Mediana	8,34%		4,20%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 29 de mayo se llevó a cabo la primera vuelta de las elecciones presidenciales dando a Gustavo Petro y Rodolfo Hernández como los candidatos más votados con un 40,32% y 28,15%, respectivamente, lo que los llevó a disputarse la presidencia en segunda vuelta. Entre el 27 y el 31 de mayo las tasas de los TES en pesos para los plazos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones -9 pb, -25 pb y -38 pb respectivamente, al tiempo que, para estos mismos plazos, las tasas de los TES en UVR tuvieron variaciones de -2 pb, -5 pb y -8 pb. Según algunos operadores del mercado, el comportamiento favorable de los TES se debió al optimismo generado por el desempeño más fuerte de lo esperado del candidato Hernández y el aumento de las posibilidades de ganar en segunda vuelta.

El 4 de junio el DANE publicó el dato de inflación de mayo, el cual varió 0,84% m/m. Este resultado estuvo en línea con lo esperado por el mercado (0,85%, de acuerdo con la encuesta de Bloomberg). La variación anual fue de 9,07% (esp: 9,08%). Entre el 3 y el 6 de junio las tasas de los TES en pesos para los plazos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 19 pb, 22 pb y 23 pb respectivamente, al tiempo que, para estos mismos plazos, las tasas de los TES en UVR tuvieron variaciones de 11 pb, 19 pb y 11 pb. De acuerdo con analistas del mercado, el comportamiento desfavorable de los TES estuvo explicado principalmente por factores sociopolíticos dada la cercanía de la segunda vuelta de las elecciones presidenciales.

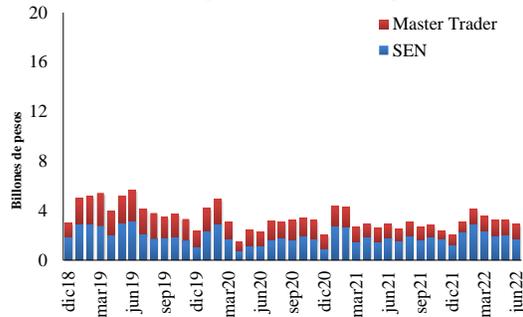
El 7 de junio el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) anunció el cuarto canje de deuda pública local de 2022. La operación fue interna y consistió en intercambiar \$3.379 mm de TES UVR de su portafolio con vencimiento en 2023 por TES UVR con vencimiento en 2025 (\$1.747 mm), 2029 (\$6 mm), 2035 (\$1.139 b) y 2037 (\$6 mm), y TES pesos con vencimiento en 2026 (\$481 mm), extendiendo así la vida media del portafolio de 9,22 a 9,27 años. Entre el 7 y el 8 de junio las tasas de los TES en pesos para los plazos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 1 pb, 14 pb y 25 pb respectivamente, al tiempo que, para estos mismos plazos, las tasas de los TES en UVR tuvieron variaciones de 2 pb, 3 pb y 4 pb. Estos movimientos, de acuerdo con analistas, estuvieron en línea con el aumento generalizado de tasas de bonos de los países de la región, a la elevada inflación global y a la incertidumbre política que afronta el país.

Por otra parte, el 14 de junio el MHCP presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo. En este, el Gobierno dio a conocer algunos indicadores de deuda y déficit del Gobierno, y algunas proyecciones para 2022 y 2023. Entre ellas la actualización de la meta de déficit fiscal para 2022, pasando de 6,2% a 5,6% del PIB. Para 2023 se estableció como meta un déficit de 3,6 % del PIB. Así mismo, anunció el aumento gradual desde junio en los precios de los combustibles, dado el déficit de más de \$14 billones que acumula el fondo de estabilización de precios. De esta manera entre el 14 y el 15 de junio las tasas de los TES en pesos para los plazos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -4 pb, -15 pb y -24 pb respectivamente, al tiempo que, para estos mismos plazos, las tasas de los TES en UVR tuvieron variaciones de -16 pb, -28 pb y -20 pb. El comportamiento favorable de los TES estuvo asociado a los datos positivos que se conocieron en la presentación del marco fiscal.

El 17 de junio, el MHCP anunció la segunda operación de redención anticipada de TES UVR con vencimiento en 2023 por un monto de \$1,1 b mejorando así el perfil de vencimientos de la deuda pública interna. Finalmente, el 19 de junio se llevó a cabo la segunda vuelta de las elecciones presidenciales que dieron como ganador a Gustavo Petro. Entre el 17 y el 21 de junio, las tasas de los TES en pesos para los plazos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 37 pb, 51 pb y 61 pb respectivamente, al tiempo que, para estos mismos plazos, las tasas de los TES en UVR tuvieron variaciones de 20 pb, 17 pb y 21 pb, en su orden. Las fuertes desvalorizaciones estuvieron asociadas al resultado de las elecciones y las preocupaciones de los inversionistas ante las medidas que pueda tomar el nuevo gobierno.

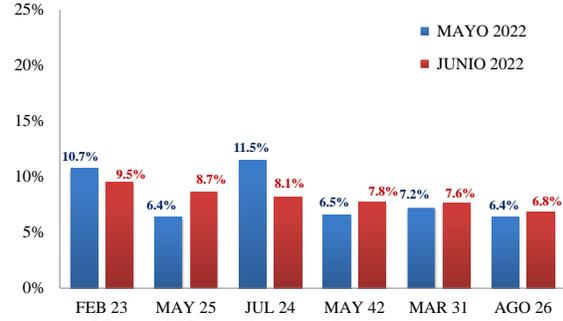
En lo corrido de junio, el monto promedio diario negociado ha sido \$2,88 b³², inferior al observado el mes anterior (\$3,23 b), e inferior al registrado en junio de 2021 (\$2,91 b) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 11,5% al 8,1%, seguidos por los que vencen en mayo de 2022 cuya participación pasó de 6,5% al 7,8% (Gráfico A2.2).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



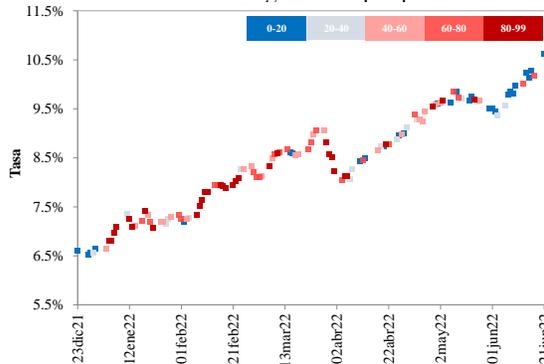
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 23 de junio de 2022.

Gráfico A2.3. TES más transados



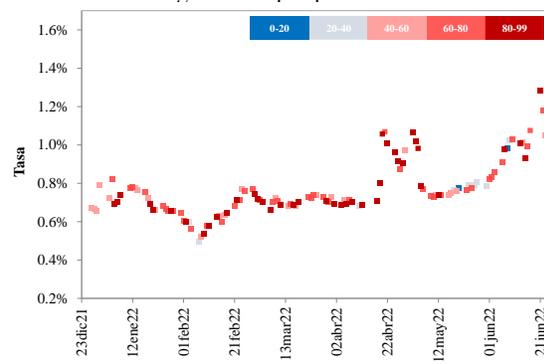
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. * Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 23 de junio de 2022.

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: 2 años, UVR: 1 año). En junio de 2022 los montos de negociación del título en pesos del 2024 se ubicaron entre el percentil 20 y 40, mientras que los del UVR del 2023 se ubicaron entre el percentil 60 y 80.

³² Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

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

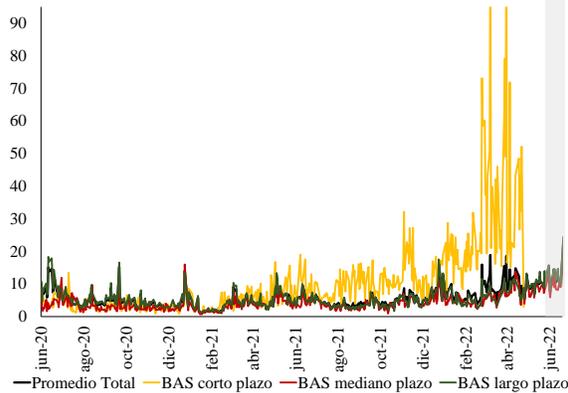
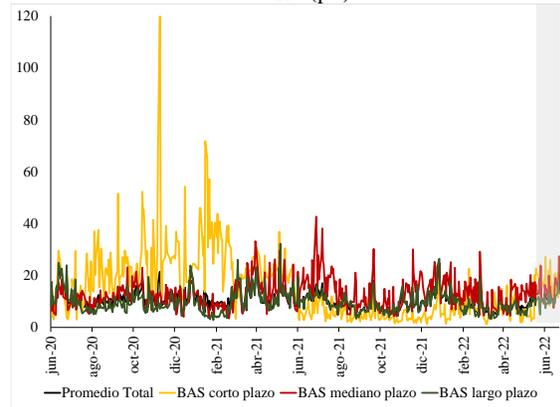


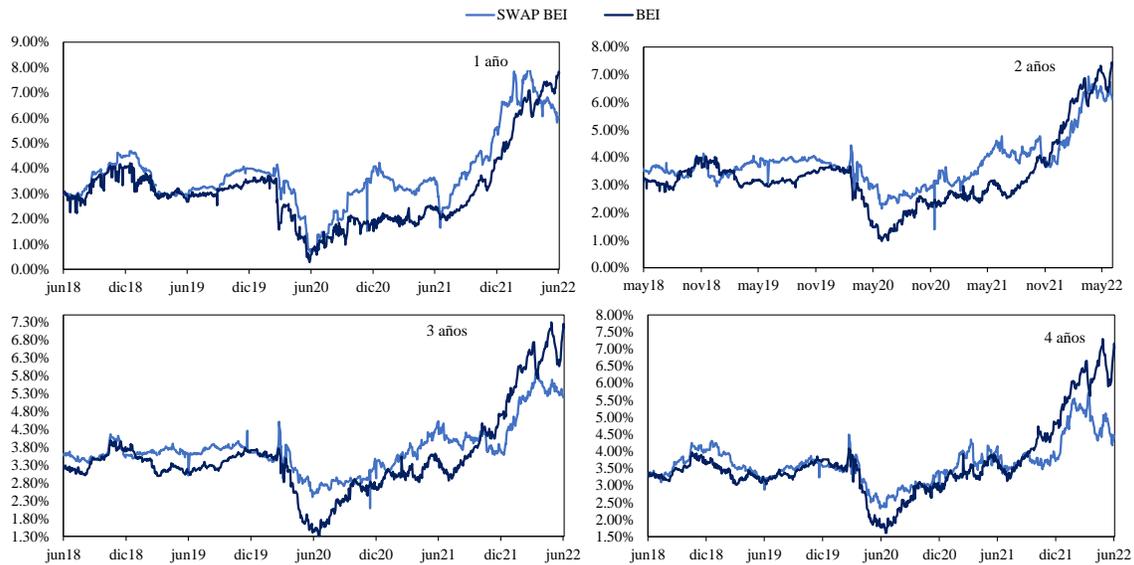
Gráfico A2.7. Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR* (pb)



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 23 de junio de 2022, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 9,8 pb (ant. 8,3 pb) y 12,5 pb (ant. 10,4 pb) para mediano y largo plazo³³, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 17,8 pb (ant. 11,6 pb), 14,5 pb (ant. 14,4 pb) y 11,3 pb (ant. 8,9 pb), para los plazos de corto, mediano y largo plazo, en su orden.

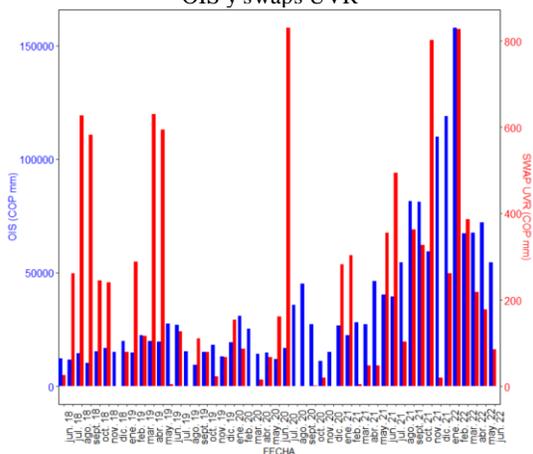
Gráfico A2.8. BEI y Swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años



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

³³ No se incluye corto plazo porque no hay títulos TES con vencimiento menor a dos años.

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



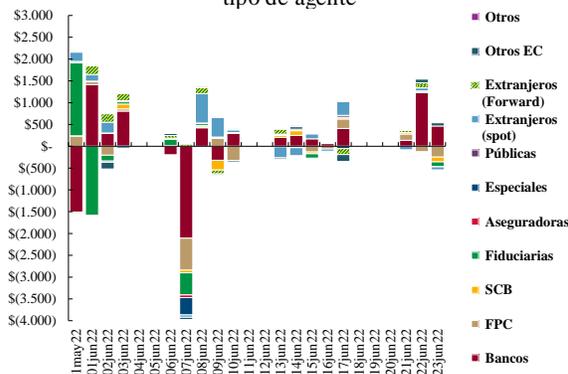
Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

En el Gráfico A2.8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los swaps UVR (*swap* BEI) y el BEI a 1, 2, 3 y 4 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 23 de junio de 2022, los swaps BEI a 1, 2, 3 y 4 años presentaron variaciones de -56 pb, 2 pb, -17 pb y -39 pb, y se ubicaron en 6,02%, 6,10%, 5,19% y 4,48%, respectivamente. En el Gráfico A2.9 se presentan los montos de las operaciones pactadas de los contratos OIS y swaps UVR realizados por IMC. Se observa que los montos negociados de los contratos OIS y swap UVR cayeron frente a lo observado en mayo de 2022.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

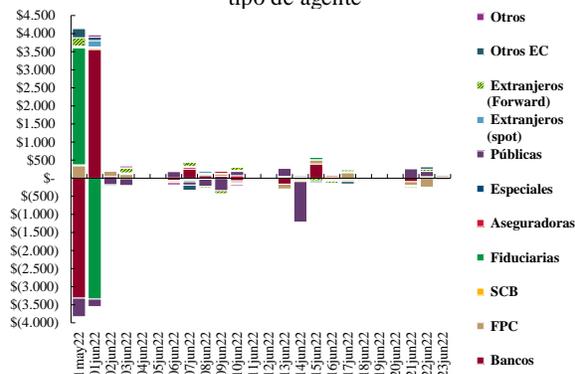
Entre el 27 de mayo y el 23 de junio de 2022, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (\$2.035 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los fondos de pensiones (\$926 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (\$666 mm), al tiempo que los principales vendedores fueron entidades públicas (\$1.887 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 2022, los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$8.365 mm³⁴ y \$677 mm³⁵ de TES en UVR. Desde el 27 de mayo, estos inversionistas vendieron en neto TES en pesos en el mercado de contado por \$9 mm del tramo medio y compraron (sin incluir el TES verde³⁶) \$1.545 mm del tramo largo. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto

³⁴ Las compras en el mercado de contado de TES en pesos fueron de \$7.961 mm y \$404 mm en el mercado a futuro. Los inversionistas extranjeros han realizado compras durante el 2022 del TES verde por valor de \$65 mm.

³⁵ Las compras netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de \$2.699 mm y ventas netas de vencimientos por \$2.022 mm en el mercado a futuro.

³⁶ Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros han realizado ventas del TES verde por valor de \$9 mm.

TES en UVR en el mercado de contado por \$12 mm del tramo corto y compraron \$32 mm y \$346 mm en los tramos medio y largo, respectivamente (Cuadro A3.1).

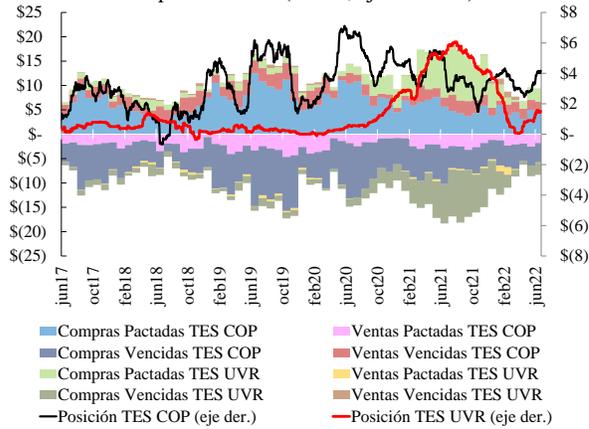
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)*
(valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2022	Corrido del 2022	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	80	(1.170)	(1.592)	365	3.262	2.035	42	398	226	666
Compañía de Financiamiento Comercial	(18)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	182	(284)	-	(83)	(64)	(146)	(142)	249	70	177
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	245	(1.454)	(1.592)	282	3.198	1.888	(100)	647	296	844
Fondos de Pensiones y Cesantías	(64)	(3)	-	(6)	-	(6)	-	-	-	-
Propia	3.889	319	(899)	(94)	73	(920)	(951)	370	865	284
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	3.825	316	(899)	(100)	73	(926)	(951)	370	865	284
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(22)	(321)	40	(78)	(20)	(57)	(1)	17	(20)	(4)
Propia	316	(32)	(22)	(12)	38	5	(56)	-	10	(45)
Terceros	14	-	-	-	14	-	-	-	-	-
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	293	(353)	18	(90)	19	(53)	(56)	17	(9)	(49)
Sociedades Fiduciarias	19	(56)	(30)	5	3	(23)	(11)	2	-	(9)
Propia	7.014	998	(297)	(30)	1.419	1.092	(182)	10	390	218
Terceros	7.882	2.699	-	(9)	1.531	1.522	(12)	32	346	366
Extranjeros***	65	-	-	-	(9)	(9)	-	-	-	-
Extranjeros (TES verdes)****	(458)	(893)	(231)	(89)	(6)	(326)	(90)	26	8	(56)
FIC	(749)	131	(36)	1	(164)	(199)	(2)	2	(67)	(67)
Pasivos Pensionales	7.032	942	(327)	(25)	1.421	1.069	(193)	12	390	209
Total Sociedades Fiduciarias	7.032	942	(327)	(25)	1.421	1.069	(193)	12	390	209
Compañías de Seguros y Capitalización	298	1.854	(56)	59	12	15	2	47	319	368
Propia	19	21	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	317	1.875	(56)	59	12	15	2	47	319	368
Total Compañías de Seguros y Capitalización	298	1.854	(56)	59	12	15	2	47	319	368
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	11.468	2.779	(1.264)	(156)	1.525	105	(1.198)	445	1.564	812
Total Entidades Financieras Especiales**	555	(125)	(357)	42	(101)	(416)	6	20	-	26
Total Entidades Públicas****	(1.493)	453	-	-	70	70	(1.904)	(0)	16	(1.887)
Otros*****	141	371	-	17	66	83	(146)	187	5	46
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	10.915	2.024	(3.213)	185	4.758	1.729	(3.341)	1.300	1.881	(160)

Fuente: Banrep. Información actualizada al 23 de junio del 2022. *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.

Por otra parte, con información al 23 de junio, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por \$5.305 mm y \$2.184 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$4.283 mm y \$1.991 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$829 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por \$3.055 mm y \$77 mm, respectivamente (y registraron solo vencimientos en contratos de compra por \$2.541 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF aumentó \$440 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 \$3.346 mm el 27 de mayo a \$4.175 mm el 23 de junio del 2022; al tiempo que para TES UVR pasó de \$1.068 mm a \$1.505 mm entre ambas fechas.

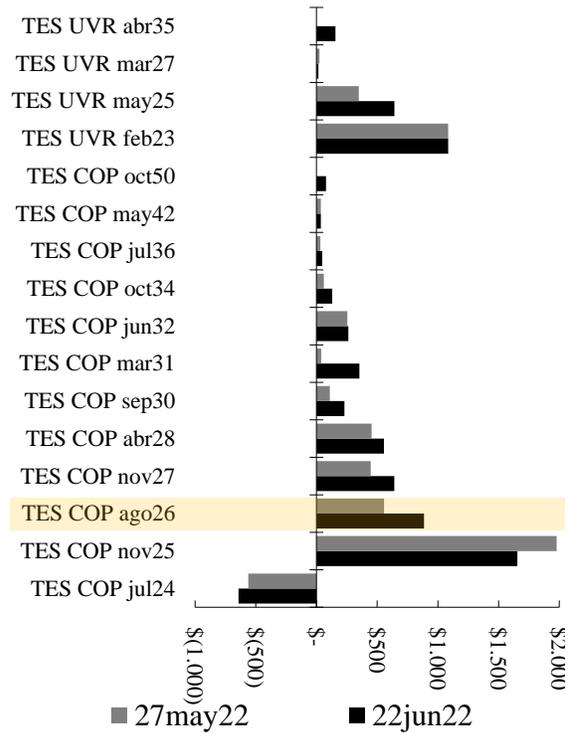
Gráfico A3.3. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



*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.

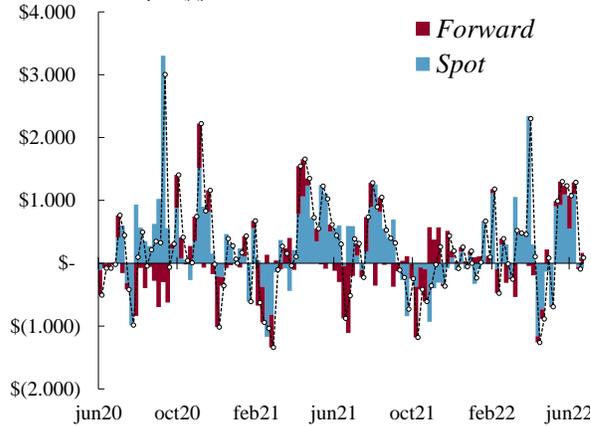
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



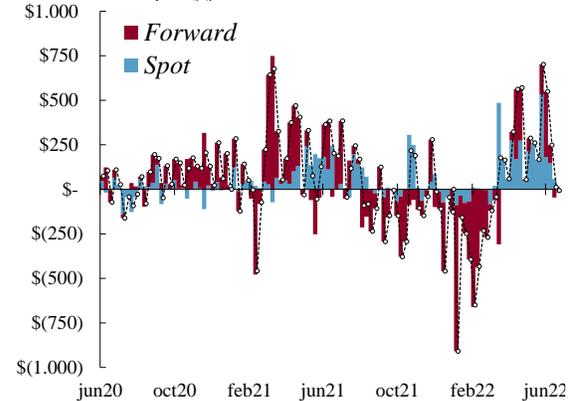
Fuente: Banrep. COP mm.

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



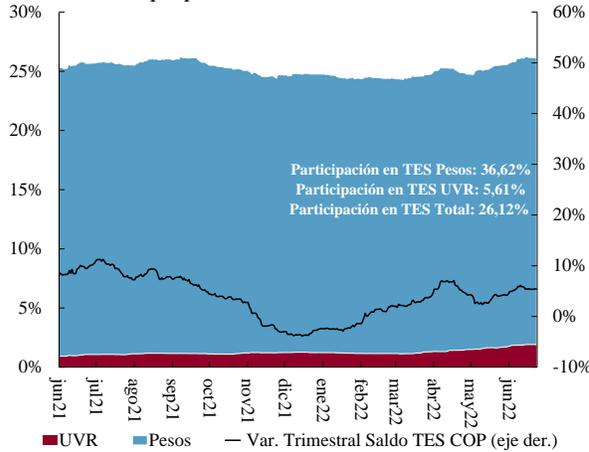
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



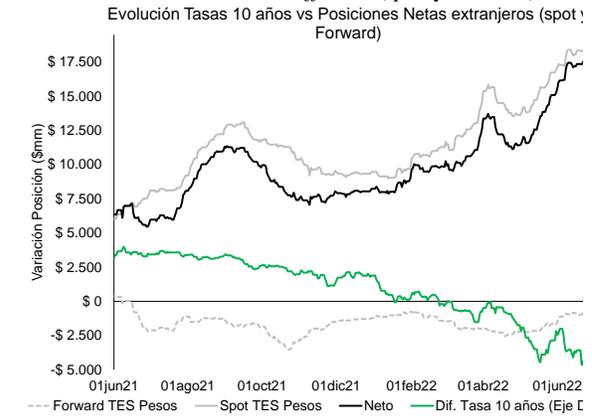
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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 2026, 2027, 2028, 2030, 2031, 2032, 2034, 2036 y 2050, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2024 y 2025, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2023 y 2042 (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 aumentó \$2.365 mm, y la posición neta en TES UVR aumentó \$803 mm.

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

	TES pesos	TES UVR	Total
Compras netas en el mercado de contado (A)	\$ 1.536	\$ 366	\$ 1.902
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 829	\$ 437	\$ 1.266
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 5.305	\$ 3.055	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 2.184	\$ 77	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 4.283	\$ 2.541	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 1.991	\$ 0	
Posición compradora neta agregada (A+B)	\$ 2.365	\$ 803	\$ 3.168

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 *forward*, 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 Gráfico A3.8 presenta, a partir del 1 de noviembre del 2020, la evolución de las compras netas en TES en pesos de los inversionistas del exterior, tanto en el mercado de contado como a futuro, y las variaciones de la tasa de interés de los TES a 10 años. Finalmente, el Cuadro A3.3 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

	2021			Corrido de 2022			abr-22			may-22			Corrido de jun-22		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES Sistema Financiero*	\$ 6.103	\$ 933	\$ 7.036	\$ 245	\$ (404)	\$ (159)	\$ 480	\$ 278	\$ 758	\$ (3.356)	\$ (539)	\$ (3.895)	\$ 3.399	\$ (864)	\$ 2.535
Pesos Offshore	\$ 8.556	\$ (933)	\$ 7.623	\$ 7.961	\$ 404	\$ 8.365	\$ (921)	\$ (278)	\$ (1.199)	\$ 2.463	\$ 539	\$ 3.002	\$ 1.317	\$ 864	\$ 2.181
TES Sistema Financiero*	\$ 839	\$ (787)	\$ 52	\$ (1.454)	\$ 2.022	\$ 568	\$ 451	\$ (767)	\$ (316)	\$ (4.707)	\$ (473)	\$ (5.181)	\$ 3.907	\$ (208)	\$ 3.699
UVR Offshore	\$ 2.814	\$ 787	\$ 3.601	\$ 2.699	\$ (2.022)	\$ 677	\$ 770	\$ 767	\$ 1.537	\$ 1.206	\$ 473	\$ 1.679	\$ 334	\$ 208	\$ 541

Cifras en miles de millones de pesos. *Información disponible al 23 de junio de 2022. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras.

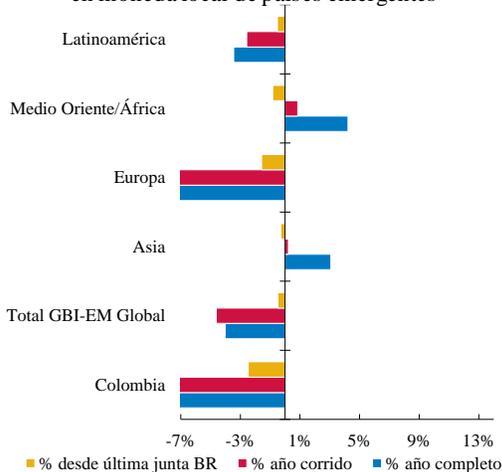
Cifras en COP mm. Información actualizada al 23 de junio del 2022 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

En el Gráfico A4.1 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes (incluyendo Colombia) desde el 27 de mayo, en lo corrido de 2022 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador disminuyó para Europa (1,6%), Medio Oriente/África (0,8%), Latinoamérica (0,5%) y Asia (0,3%). Los índices Total GBI-EM Global y el de Colombia presentaron variaciones de -0,48% y -2,48%, respectivamente.

Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó salidas netas de inversión de portafolio de economías emergentes en mayo por USD 4,9 mm, conformado por salidas de USD 3,4 mm y USD 1,5 mm en renta variable y renta fija, respectivamente. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimaron salidas netas por USD 0,2 mm (Gráfico A4.2).

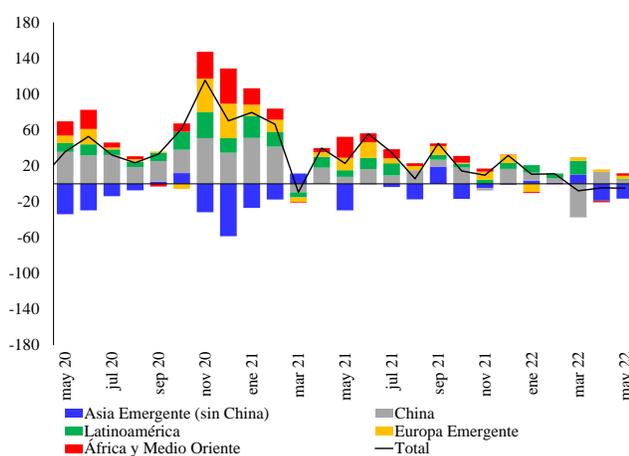
Gráfico A4.1. Variaciones de los índices de deuda en moneda local de países emergentes*



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM.

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

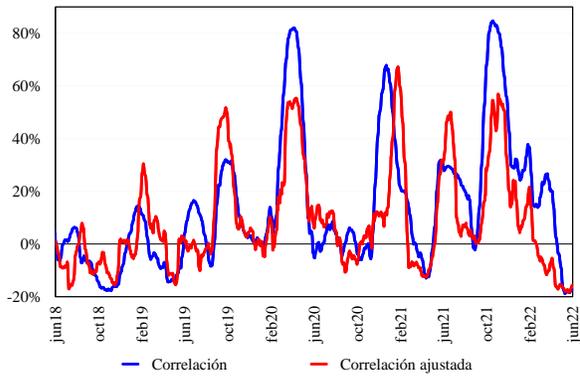
Gráfico A4.2: Flujos de portafolio hacia economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

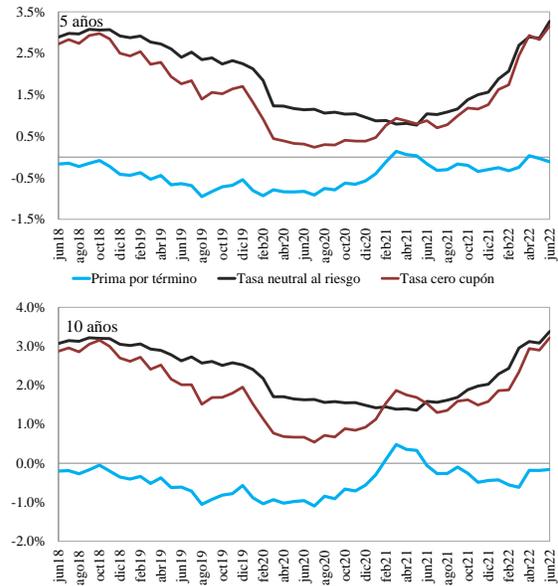
En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) cayó y se ubicó en -17,3%. De igual manera, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) disminuyó y se ubicó en -15,6%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 24 de junio de 2022, entre mayo y junio de 2022 las primas por vencimiento de los Tesoros presentaron variaciones de -8 pb y 2 pb para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,11% y -0,16%, respectivamente. Las tasas neutras al riesgo subieron 41 pb y 29 pb, y se ubicaron en 3,27% y 3,38% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4).

Gráfico A4.3. Correlación pendientes región



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

Gráfico A4.4. Prima por vencimiento Tesoros



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 Canadá, Australia, Inglaterra, Suiza y Noruega aumentaron su tasa de política monetaria en 50 pb a 1,5%, 50 pb a 0,85%, 25 pb a 1,25%, 50 pb a -0,25% y 50 pb a 1,25%, respectivamente.

Asimismo, la Reserva Federal aumentó el objetivo de la tasa de los fondos federales en 75 pb a un rango entre 1,5% y 1,75%. Además, la Reserva Federal continuará reduciendo sus tenencias de activos, en línea con los planes que se establecieron el mes pasado para reducir su hoja de balance.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo las tasas de interés de las operaciones principales de financiación, facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito en 0%, 0,25% y -0,50%, respectivamente. Sin embargo, el BCE prevé aumentar los tipos de interés en 25 pb en su reunión de política monetaria de julio y realizar un segundo incremento en septiembre. La magnitud de dicho incremento dependerá de la actualización de las perspectivas de inflación a medio plazo. Después de septiembre, sobre la base de su evaluación actual, el BCE anticipa una senda gradual, pero sostenida, de nuevas subidas de los tipos de interés.

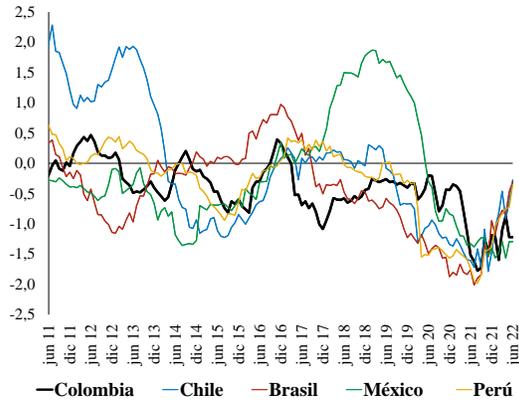
Por último, el Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) mantuvo la tasa de política monetaria en -0,1% y la tasa objetivo de los bonos soberanos a diez años en 0%, en línea con lo esperado por el mercado. Con el fin de implementar la directriz anterior, el BoJ continuará comprando bonos soberanos a diez años, de manera ilimitada, a una tasa de 0,25%, a menos que sea altamente probable que no haya oferentes de dichos títulos.

Países emergentes

Los Bancos Centrales de Guatemala, Hungría, República Dominicana, Chile, India, Polonia, Perú, Paraguay, República Checa, Filipinas y México aumentaron su tasa de política monetaria en 25 pb a 2,00%, 50 pb a 5,90%, 100 pb a 6,50%, 75 pb a 9,00%, 50 pb a 4,90%, 75 pb a 6,00%, 50 pb a 5,50%,

50 pb a 7,75%, 125 pb a 7,00%, 25 pb a 2,5% y 75 pb a 7,75%, respectivamente. Por el contrario, el Banco de Rusia disminuyó su tasa de política monetaria en 150 pb a 9,5%. Por su parte, los Bancos Centrales de Bulgaria (0%), Kazajistán (14%), Tailandia (0,5%), Marruecos (1,5%), Georgia (11%), Indonesia (3,5%), Turquía (14%) y Egipto (11,25%) mantuvieron su tasa de política inalterada. Por último, el Banco Popular de China mantuvo la tasa preferencial a un año (LPR, por sus siglas en inglés) en 3,70%, pero redujo la LPR a cinco años en 15 pb a 4,45%.

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



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

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

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

Cuadro A6.1. 27 de mayo de 2022

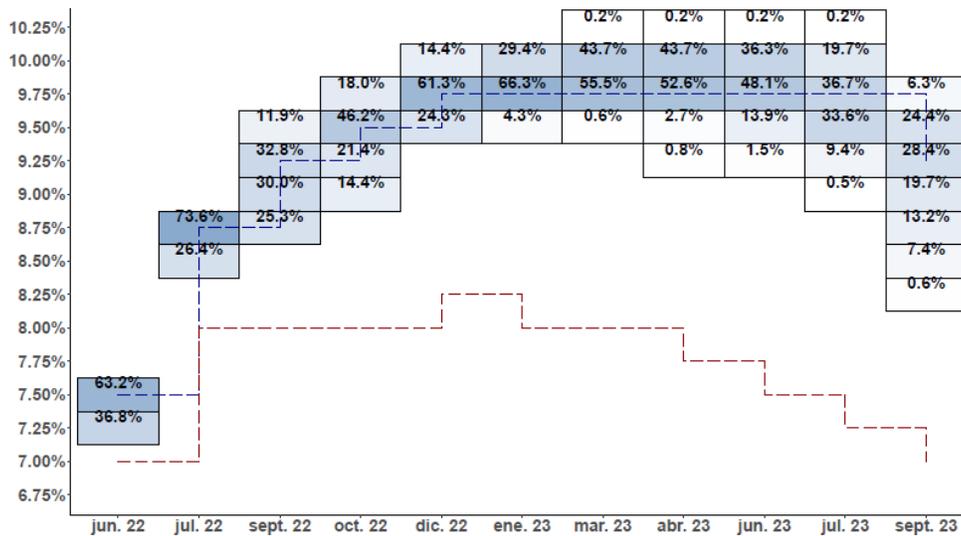
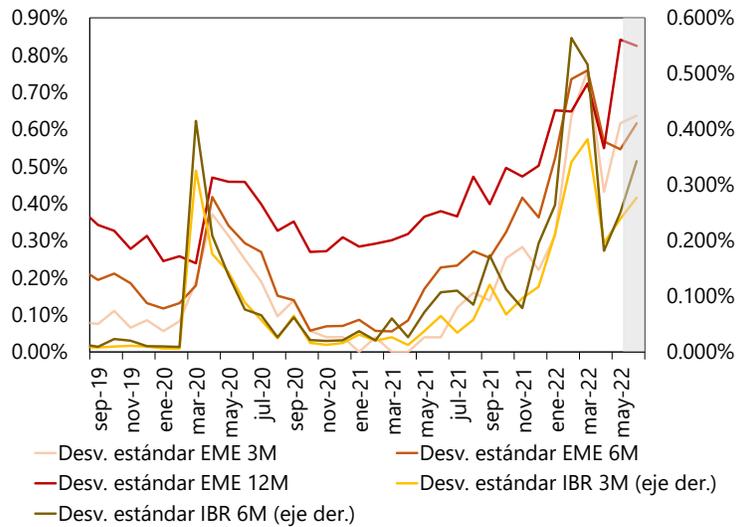
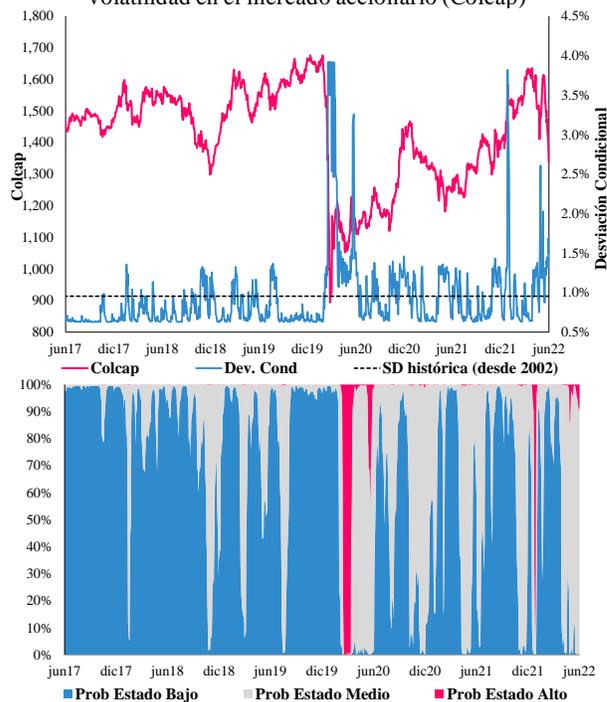


Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

TES: 15 pb).

Entre el 27 de mayo y el 23 de junio de 2022 el MSCI COLCAP se desvalorizó 12,6%. Las acciones que tuvieron el peor desempeño durante el periodo fueron Ecopetrol (-33,1%), Preferencial Grupo Sura (-19,2%) y Grupo de Energía de Bogotá (-16,5%). En lo corrido de junio de 2022, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó y el 23 de junio el MSCI COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1).

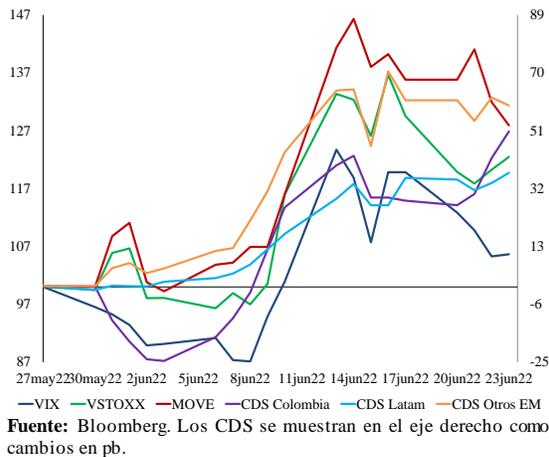
De acuerdo con la EOF, el 50% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia aumente (ant: 66%) durante los próximos tres meses, el 25% espera que disminuya (22%), mientras que el otro 25% restante espera que se mantenga estable (ant: 13%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 41% espera que aumente (ant: 23%), un 22% que permanezca sin cambios (ant: 27%) y un 7% que disminuya (23%)³⁷.

Con información al 10 de junio de 2022, los márgenes promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES aumentaron frente al mes anterior en 82 pb, 113 pb y 167 pb para las carteras de tesorería, preferencial y de consumo, respectivamente. El aumento de los márgenes fue producto de un crecimiento mayor de las tasas activas frente al aumento de las tasas de los TES (Tesorería: 113 pb; Preferencial: 119 pb; Consumo: 173 pb;

³⁷ Al 30% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 27%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



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*³⁸, el *Vstox*³⁹ y el *Move*⁴⁰, así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) aumentó ligeramente en EE.UU. al pasar de 129 en abril a 135 en mayo. Asimismo, los indicadores de política monetaria (obs: 157; ant: 132), comercial (obs: 70; ant: 45), sanitaria (obs: 154; ant: 135) y fiscal (obs: 114; ant: 104) aumentaron. En Europa, estos indicadores también aumentaron en Francia (obs: 381; ant: 323), España (obs: 168; ant: 148) e Italia (obs: 133; ant: 129), mientras que en Alemania (obs: 596; ant: 702) y Reino Unido (obs: 233; ant: 236) presentaron reducciones (Gráficos A8.2 y A8.3).

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

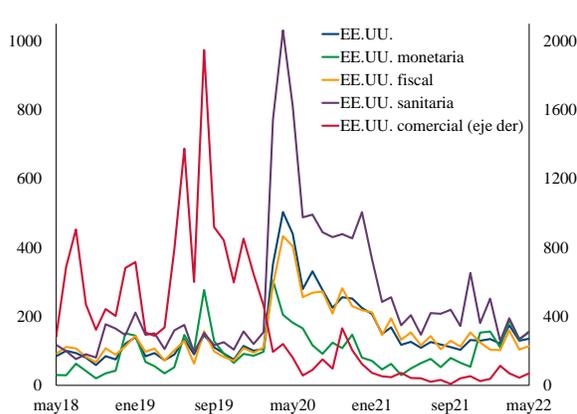
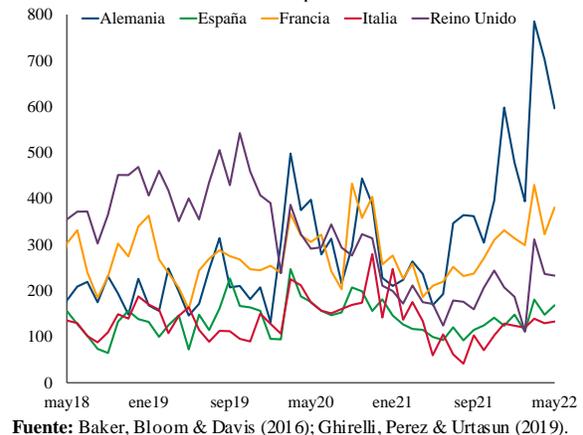


Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2022 aumentaron en Chile, Brasil, Argentina, Sudáfrica, Rusia, Honduras y Panamá, permanecieron constantes en EE.UU., Turquía, Noruega y Guatemala, y disminuyeron para el resto de los países de la muestra. Los datos de inflación de mayo se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado en Perú, Brasil, India, Rusia y Turquía, en línea con lo esperado en Sudáfrica y China, y por encima en los demás países analizados. Las expectativas de inflación para diciembre de 2022 disminuyeron en China, Rusia, Costa Rica y Panamá, y aumentaron en el resto de los países de la muestra. En cuanto a las expectativas de TPM para diciembre de 2022, estas permanecieron sin cambios en Turquía y Honduras, y aumentaron para los demás países. En Colombia, la inflación observada en mayo se ubicó en línea con las expectativas

³⁸ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

³⁹ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStox 50*.

⁴⁰ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

del mercado, y de acuerdo con la última encuesta publicada, aumentaron las expectativas de inflación, TPM y crecimiento económico para diciembre de 2022 (Cuadro A9.1).

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos May 2022		Esperada a Diciembre 2022		Vigente	Esperada a Diciembre 2022		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2022	
	Esp.	Obs.	May. 22	Jun. 22		May. 22	Jun. 22	Esp.	Obs.	May. 22	Jun. 22
Colombia	9.08%	9.07%	8.40%	8.88%	6.00%	8.50%	9.00%	7.70%	8.50%	5.30%	5.95%
Chile	11.40%	11.50%	8.90%	10.00%	9.00%	8.75%	9.50%	7.90%	7.21%	1.50%	1.70%
México	7.64%	7.65%	6.46%	6.70%	7.00%	8.37%	8.74%	1.70%	1.83%	1.96%	1.89%
Perú	8.32%	8.09%	5.18%	5.83%	5.50%	5.69%	6.01%	3.80%	3.80%	2.87%	2.77%
Brasil	11.88%	11.73%	7.89%	10.00%	13.25%	13.25%	13.38%	2.10%	1.69%	0.70%	1.00%
Ecuador	n.d.	3.38%	2.66%	2.84%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.91%	2.91%	2.82%
Argentina	60.60%	60.70%	63.18%	68.15%	52.00%	50.45%	52.79%	6.10%	6.00%	2.80%	2.86%
EE.UU.	8.30%	8.60%	7.10%	7.50%	1.5% - 1.75%	2.65%	3.45%	-1.40%	-1.50%	2.60%	2.60%
India	7.10%	7.04%	5.82%	6.10%	4.90%	4.84%	5.30%	3.94%	4.09%	7.63%	7.48%
Sudáfrica	6.10%	6.10%	5.90%	6.00%	3.50%	5.40%	5.60%	1.90%	3.00%	1.90%	2.00%
China	2.20%	2.20%	2.24%	2.23%	2.10%	1.99%	2.01%	4.20%	4.80%	4.93%	4.67%
Rusia	17.35%	17.10%	18.00%	17.00%	9.50%	9.08%	9.10%	3.50%	3.50%	-10.15%	-10.00%
Turquía	74.70%	73.50%	61.20%	62.70%	14.00%	14.10%	14.10%	7.20%	7.34%	3.00%	3.00%
Noruega	5.60%	5.70%	3.95%	4.00%	0.75%	1.55%	1.65%	-0.60%	-0.60%	3.75%	3.75%
Costa Rica	n.d.	8.71%	6.42%	6.11%	5.50%	6.40%	6.33%	n.d.	6.00%	3.52%	3.48%
El Salvador	n.d.	7.50%	4.84%	5.16%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.50%	2.33%	2.30%
Guatemala	n.d.	5.82%	4.78%	5.15%	2.00%	2.50%	2.60%	n.d.	4.70%	3.65%	3.65%
Honduras	n.d.	9.10%	6.65%	6.70%	3.00%	4.25%	4.25%	n.d.	11.40%	3.62%	3.64%
Panamá	n.d.	4.20%	4.06%	4.04%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	13.60%	6.97%	7.10%
Paraguay	n.d.	11.40%	7.44%	8.07%	7.25%	7.60%	7.70%	n.d.	6.80%	0.89%	0.88%

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

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

China: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de mayo. La TPM corresponde a la tasarepo de siete días.

EE.UU. Sudáfrica, Rusia, Turquía & Noruega: Expectativas extraídas de Bloomberg.

México, Perú, Brasil, Ecuador, Argentina, India, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá & Paraguay: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de junio.

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 1T22 con respecto al 1T21, excepto en Ecuador, Argentina, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay, cuya información corresponde al 4T20.

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