



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 2023

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALS

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS..	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana.....	9
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	15
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región....	16
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	18
2.1.	Expectativas de TPM	18
2.2.	Expectativas de crecimiento económico	22
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	23
4.	RECUADROS/ANEXOS	26
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	26
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local.....	32
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local	33
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	38
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	39
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS.....	40
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	41
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	41
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	42

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

El grueso de las medidas de mercado continúa evidenciando una reducción de las expectativas de inflación para todos los plazos. Por su parte, las expectativas de inflación total para 2023 y 2024 provenientes de las encuestas reflejan un comportamiento estable y continúan presentando una alta dispersión. A pesar de las correcciones a la baja de las expectativas de inflación provenientes del mercado, éstas continúan por encima de la meta del Banco de la República en el horizonte de política (Cuadro 1). Por otro lado, el mercado no descuenta aumentos adicionales de la tasa de política monetaria, y frente al mes pasado, se esperan mayores reducciones para finales de 2023 y el primer semestre de 2024.

El desempeño del mercado de deuda pública colombiana, del cual se extraen varias de las expectativas expuestas, se caracterizó por presentar valorizaciones significativas, en línea con el comportamiento de la mayoría de los títulos de deuda pública de la región ante la expectativa de un pronto inicio del ciclo de reducción de tasas en estas economías, y ante el mayor apetito por riesgo a nivel global tras la ampliación del techo de la deuda en EE.UU.

A nivel local, la mayor magnitud de las valorizaciones de los TES frente a sus pares de la región, pudo estar asociada con: *i*) correcciones frente los altos niveles de las tasas observados en meses anteriores; *ii*) las menores expectativas de inflación ante la publicación del dato de inflación de mayo y la reciente apreciación del peso colombiano; *iii*) asociado con lo anterior, la expectativa de una eventual finalización del ciclo de incrementos de tasas de interés y de un pronto inicio del ciclo de recortes; *iv*) de acuerdo con varios agentes del mercado, una percepción positiva frente a la fortaleza de las instituciones locales, las cuales han tenido un rol importante en la revisión y debate de las reformas propuestas por el Gobierno, lo cual pudo contribuir al mejor desempeño de los CDS/EMBI frente a sus pares de la región; *v*) los anuncios de Moody's, quien ratificó el grado de inversión de la deuda pública colombiana, mejoró la perspectiva de crecimiento para este año, y reconoció que se ha mantenido el historial de políticas macroeconómicas prudentes por parte del Gobierno; y *vi*) la demanda por parte de agentes locales (p.ej, fondos de pensiones) que compensaron en parte las salidas por parte de inversionistas extranjeros.

Finalmente, se destaca que la curva de TES en pesos continuó aplanándose y el valor de la pendiente se acerca a mínimos históricos, en línea con las expectativas de una desaceleración económica, así como con reducciones de las primas por riesgo a nivel local. Lo anterior estuvo enmarcado en un contexto de una mejora en su liquidez y una menor volatilidad.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado											Expectativas de encuestas				
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		dic-23	1 año	dic-24	2 años
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-24	2 años	dic-24	2 años	1 año	2 años				
may-23	7,47%	7,08%	7,74%	6,89%	7,04%	6,43%	6,93%	6,70%	6,36%	5,72%	7,33%	6,78%	9,12%	6,93%	5,01%	4,12%
jun-23	6,23%	6,03%	6,78%	6,14%	6,40%	5,90%	5,99%	5,83%	5,96%	5,40%	6,34%	5,34%	9,07%	6,62%	5,01%	3,97%
Variación (pb)	-124	-105	-96	-75	-64	-53	-94	-86	-40	-32	-99	-144	-5	-31	0	-15

*La expectativa de encuestas corresponde a un promedio de las encuestas del Banco de la República, EOF y Citibank.

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

Los BEI presentaron reducciones importantes para todos los plazos. Con información hasta el 26 de junio, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó para los diferentes plazos, con la reducción de mayor magnitud para el plazo de un año (124 pb). De esta manera, el 26 de junio los BEI se ubicaron en 6,23% a un año, 5,84% a cinco años y 6,08% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior fue resultado de desvalorizaciones de los títulos en UVR del tramo corto, y mayores valorizaciones de los títulos en pesos frente a los

denominados en UVR de los tramos medio y largo. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de junio contra las tasas promedio de mayo, también se observan reducciones importantes para los distintos plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

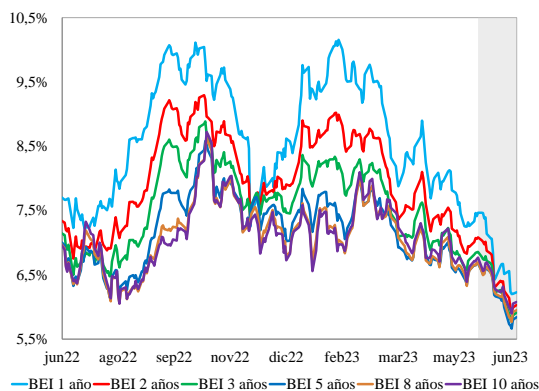
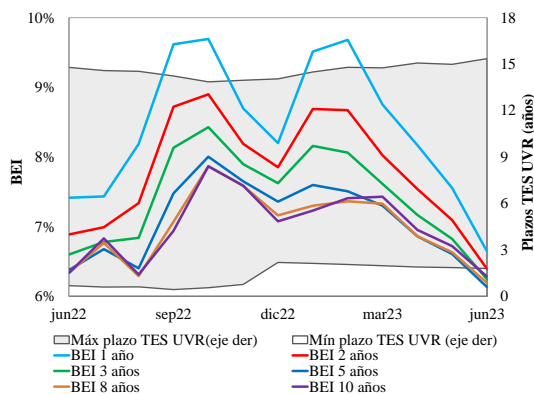


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



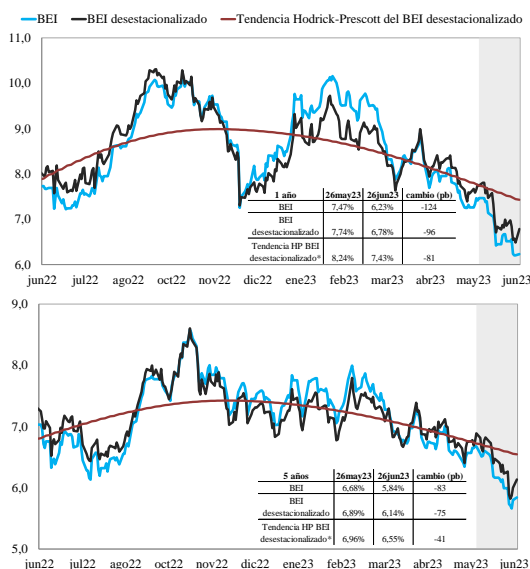
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

Punto a punto (plazo en años)												
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
26may23	10,94%	10,97%	11,02%	11,14%	11,34%	11,47%	3,48%	3,89%	4,16%	4,47%	4,65%	4,70%
26jun23	10,39%	10,18%	10,07%	10,04%	10,21%	10,37%	4,16%	4,15%	4,16%	4,20%	4,26%	4,30%
Variaciones (pb)												
	-55	-79	-95	-110	-113	-109	68	26	0	-27	-39	-40
Var. BEI	-124	-105	-94	-83	-74	-69						
BEI	6,23%	6,03%	5,91%	5,84%	5,95%	6,08%						
Promedios mensuales												
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
may23	10,92%	10,92%	10,95%	11,05%	11,25%	11,37%	3,36%	3,83%	4,13%	4,44%	4,61%	4,65%
jun23*	10,54%	10,43%	10,39%	10,40%	10,56%	10,69%	3,90%	4,04%	4,14%	4,27%	4,37%	4,41%
Variaciones (pb)												
	-38	-49	-56	-65	-68	-68	53	21	2	-17	-24	-24
Var. BEI	-91	-70	-58	-48	-44	-44						
BEI	6,64%	6,39%	6,24%	6,13%	6,19%	6,28%						

*Información disponible al 26 de junio de 2023.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

*El dato de la tendencia del 26 de mayo se estimó con datos hasta esa fecha.

En general, esta dinámica se corrobora al corregir por estacionalidad y al analizar la tendencia de los BEI. Con el fin de controlar por la estacionalidad que tienen los TES denominados en UVR a inicios y fin de cada año, en el Gráfico 3 se presentan los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Adicionalmente, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (estimada de acuerdo con el filtro de Hodrick-Prescott), la cual ha tenido una buena capacidad de pronóstico de la inflación a un año. El BEI desestacionalizado disminuyó a 6,78% para el plazo de 1 año (ant: 7,74%), y a 6,14% para el plazo de 5 años (ant: 6,89%). Por su parte, la tendencia disminuyó a 7,43% para el plazo de 1 año (ant: 8,24%), y a 6,55% para el plazo de 5 años (ant: 6,96%).

En línea con lo anterior, el componente de expectativas de inflación que se extrae del BEI también mostró reducciones junto con la prima por riesgo inflacionario. Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI¹ para el periodo estudiado, a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De acuerdo con esta metodología, se espera que la inflación promedio para el próximo año sea alrededor de 6,40% (ant: 7,04%), para los próximos 5 años de 4,82% (ant: 5,15%) y para los próximos 8 años de 4,32% (ant: 4,54%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio cayeron y se ubicaron en 0,3%, 1,10% y 1,78% para estos mismos plazos.

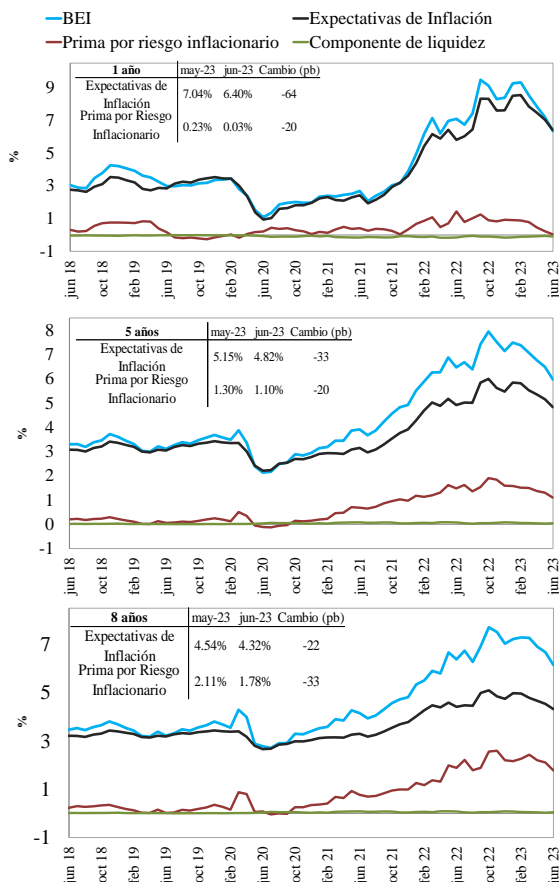
Por su parte, las medidas de FBEI también sugieren reducciones significativas en las expectativas de inflación para los próximos tres años, aunque los valores aún se mantienen por encima de la meta de inflación del Banrep. Con el objetivo de extraer las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como para finales de cada uno de los próximos tres años², considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para junio y diciembre de 2024 y 2025, junto a esta medida para diciembre de 2026, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), con datos del 26 de junio, la cual corresponde a 6,23%, 5,99%, 5,83%, 5,73% y 5,67%, 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

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

² No se estima la expectativa de inflación para fin de 2023 dado que el BEI para plazos inferiores a un año puede presentar distorsiones por liquidez.

los denominados en UVR, la cual también se redujo y se ubicó en 6,40%, 5,96%, 5,40%, 4,94% y 4,29% para los mismos plazos.

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 6,34% (ant. 7,21%), 5,96% (ant. 6,48%) y 6,14% (ant. 6,67%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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

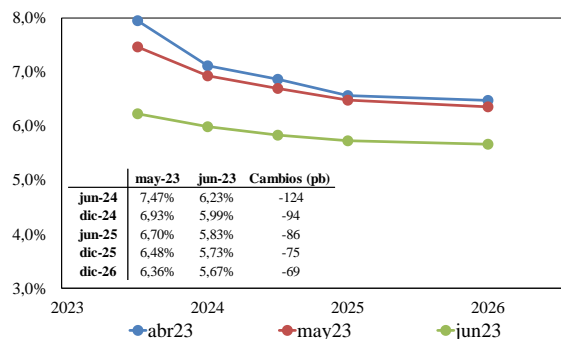
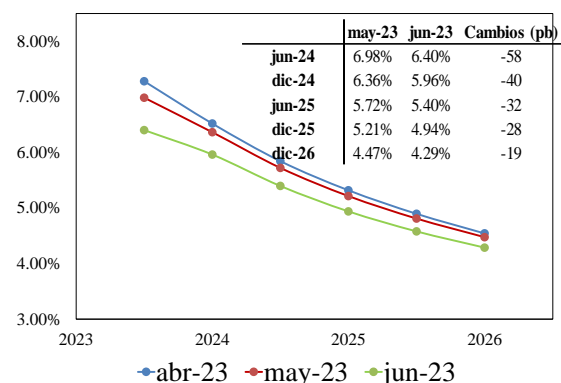


Gráfico 5B. FBEI a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa

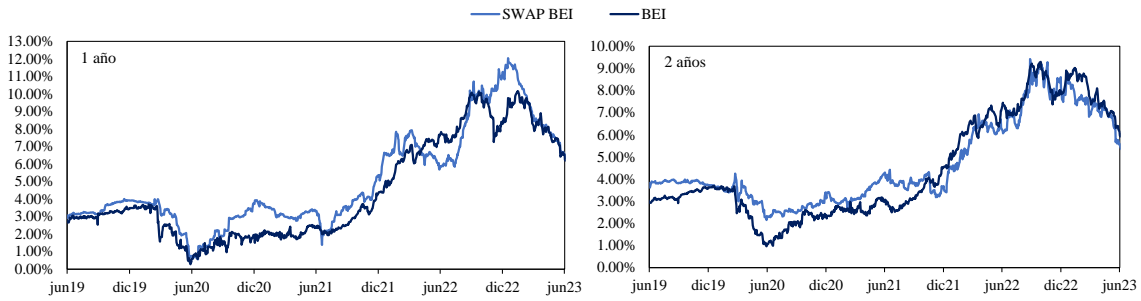


Fuentes: Precia, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. En el Gráfico 5B, la estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

Las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los contratos derivados también presentan reducciones. En el Gráfico 6 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *swaps* UVR (*swap* BEI³) y se contrastan con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 26 de junio de 2023, los *swaps* BEI a 1 y 2 años cayeron 99 pb y 144 pb, y se ubicaron en 6,34% y 5,34%, respectivamente.

³Se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los Swap IBR UVR, para más detalle consultar *el Recuadro 1. Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros*, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de diciembre de 2020. El mercado *Swap de IBR/UVR* se caracteriza por concentrar sus operaciones en el mercado externo y a plazos relativamente cortos (menores a 2 años), además se distingue por que sus contrapartes están altamente concentrado en pocos bancos locales e internacionales.

Gráfico 6. BEI y Swap BEI a 1 y 2 años



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁴ (ICEI) continuó corrigiendo a la baja frente a los niveles históricamente altos (desde enero de 2010) observados durante los últimos meses (Gráficos 7 al 10).

Gráfico 7. ICEI de corto plazo

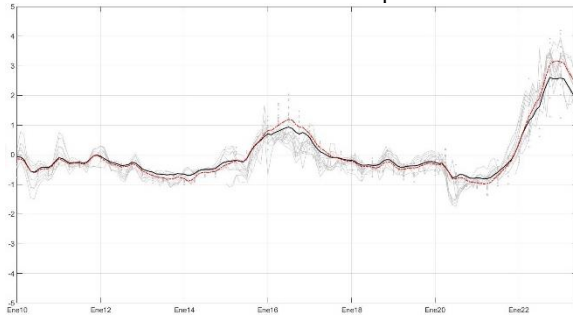


Gráfico 8. ICEI de mediano plazo

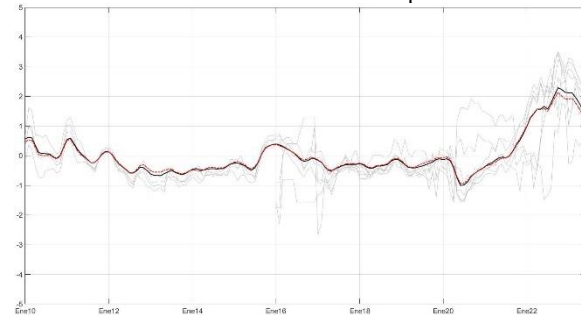


Gráfico 9. ICEI de largo plazo

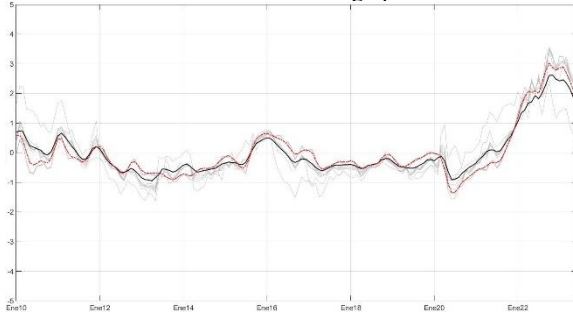
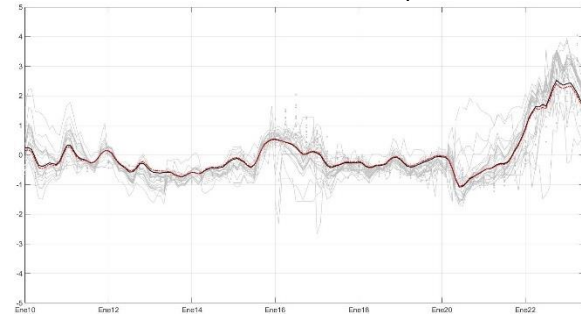


Gráfico 10. ICEI a todos los plazos



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

De acuerdo con los resultados de las encuestas, las expectativas de inflación total para 2023 y 2024 se mantuvieron relativamente estables, mientras que aquellas sin alimentos presentaron aumentos. Los promedios de las encuestas de expectativas de inflación total aumentaron levemente para diciembre de 2023 (obs: 9,06%; ant: 9,07%) y diciembre de 2024 (obs: 4,88%; ant: 4,89%; Gráficos 11 y 12)⁵ y continúan exhibiendo una alta dispersión entre las distintas fuentes consultadas.

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

⁵ Al excluir la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2023 disminuyó de 9,12% a 9,07% , mientras que para 2024 se mantuvo en 5,01%. Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banrep, la inflación total esperada a doce meses disminuyó de 6,88% a 6,42%, y a dos años de 4,12% a 3,97%, mientras que a cinco años aumentó de 3,20% a 3,30%.

Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banco de la República (Banrep), los analistas aumentaron su perspectiva sobre la inflación sin alimentos para 2023 y 2024.

Gráfico 11. Inflación esperada para cierre 2023

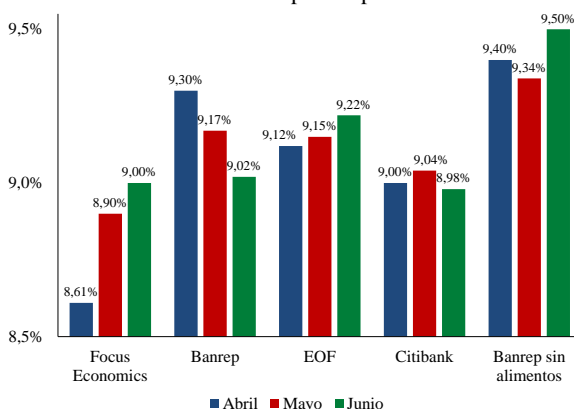
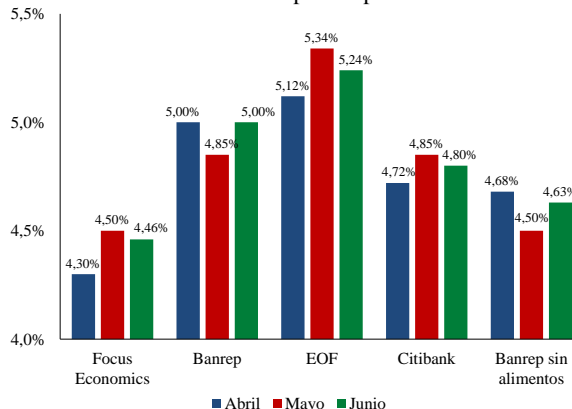
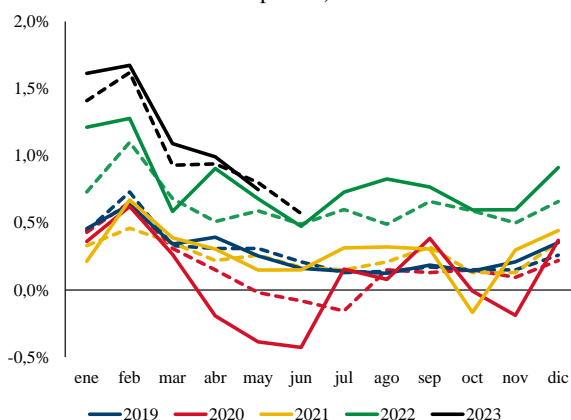


Gráfico 12. Inflación esperada para cierre 2024



Fuente: Focus Economics, Banrep, Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citibank. Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 13 de junio, con encuestas realizadas entre el 6 y el 11 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 8 y el 13 de junio. La EOF se publicó el 20 de junio con datos recolectados entre el 9 y el 16 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 26 de junio.

Gráfico 13. Inflación mensual sin alimentos (observada vs. esperada)



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

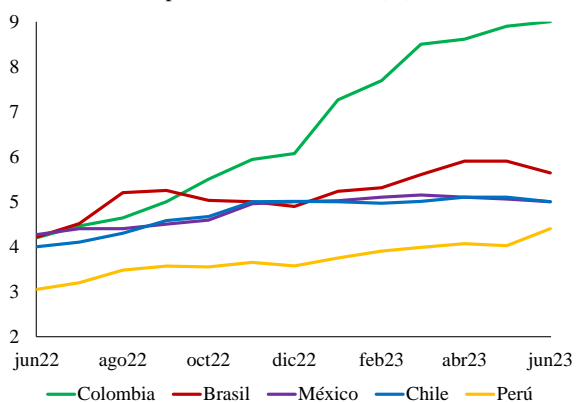
La expectativa de inflación mensual sin alimentos continúa en niveles históricamente elevados para el mes de análisis (desde 2007). Para fin de este mes, los agentes encuestados por Citibank esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,80% m/m (Gráfico 13). Exceptuando el mes de mayo, se observa que en lo corrido de 2023 las expectativas de los analistas se han ubicado por debajo de la inflación observada, al igual que en 2022.

El grueso de las medidas de mercado continúan evidenciando una reducción de las expectativas de inflación total para todos los plazos. Durante este mes, las expectativas de

inflación provenientes del mercado de deuda (BEI) y del mercado de derivados (Swap BEI) disminuyeron. Esta dinámica persiste cuando se ajusta por el comportamiento estacional de los TES denominados en UVR⁶, y por primas implícitas en el mercado de TES. Por su parte, las encuestas evidencian expectativas de inflación para finales de 2023 y 2024 similares a las registradas el mes pasado.

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

Gráfico 14. Expectativa de inflación (%) a fin de 2023



Fuente: Focus Economics.

Por último, algunos analistas han mencionado la discrepancia entre la tendencia de las expectativas de inflación de Colombia y los países de la región, como un factor que puede incidir en el comportamiento de los mercados locales. Esta perspectiva es coherente con los resultados de análisis del mercado cambiario local en el que se encuentra con modelos internos, que una fuente local que presiona la tasa de cambio es la diferencia entre la inflación local y la de sus pares (Gráfico 14).

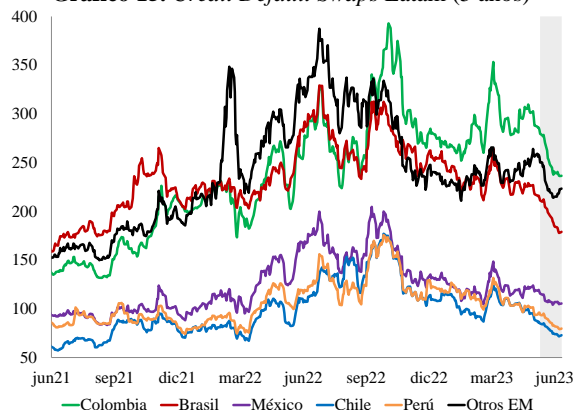
1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Desde la última reunión de la JDBR, los TES en pesos se valorizaron en sus diferentes plazos. Este comportamiento se encuentra en línea con expectativas de un proceso de desaceleración económica y de una potencial finalización del ciclo de aumentos de tasas de interés. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el comportamiento de la mayoría de los títulos de deuda pública de la región ante el mayor apetito por activos de economías emergentes⁸ (Gráfico 15). Este mayor apetito pudo estar asociado con la menor incertidumbre frente al futuro del sector bancario internacional, y recientemente tras la aplicación del techo de la deuda por parte del Congreso de EE.UU.

A nivel local, la mayor magnitud de las valorizaciones de los TES frente a sus pares de la región, pudo estar asociada con: i) correcciones frente los altos niveles de las tasas observados en meses anteriores; ii) las menores expectativas de inflación tras la publicación del dato de inflación de mayo (12,36%), el cual se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado (12,60%) y por segundo mes consecutivo se ubicó por debajo del dato del mes previo (12,82%), así como por la fuerte apreciación del peso colombiano (menor *pass-through*); iii) asociado con lo anterior, la expectativa de una eventual finalización del ciclo de incrementos de tasas de interés y de un pronto inicio del ciclo de recortes; iv) de acuerdo con varios agentes del mercado, una percepción positiva frente a la fortaleza de las instituciones locales, las cuales han tenido un rol importante en la revisión y debate de las reformas propuestas por el Gobierno, lo cual pudo contribuir

A doce meses, la brecha entre la expectativa de inflación proveniente del mercado de deuda pública y las encuestas se tornó ligeramente negativa. Para los demás plazos, la brecha se redujo pero sigue siendo positiva. Ambas métricas se ubican por encima de la meta del Banco de la República. A 12 meses las encuestas muestran una expectativa de 6,62%, mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 6,40%. A 24 meses, la encuesta del Banrep indica una expectativa de 3,97%, mientras que el FBEI neto de primas a este

Gráfico 15. Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

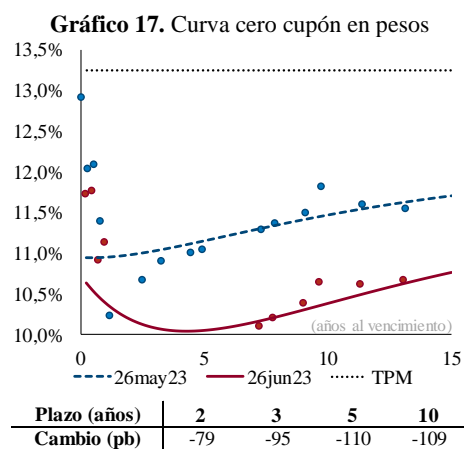
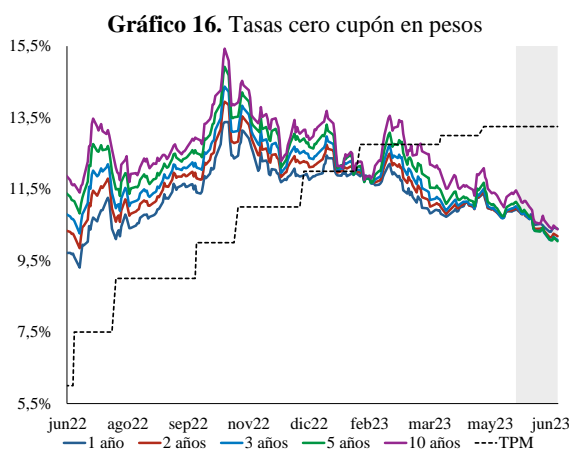
⁷ A diciembre de 2024, las encuestas indican una expectativa promedio de 4,88%, mientras que el FBEI a 2024 neto de primas se ubica en 5,96% para el mismo plazo.

⁸ Durante este periodo, el CDS a cinco años disminuyó 43 pb en Colombia, 32 pb en Brasil, 14 pb en Perú, 12 pb en Chile y 10 pb en México. Por su parte, el índice CDX EM (que reúne una muestra de 18 economías emergentes) se redujo 27 pb.

al mejor desempeño de los CDS/EMBI frente a sus pares de la región; v) los anuncios de Moody's, quien ratificó el grado de inversión de la deuda pública colombiana, mejoró la perspectiva de crecimiento para este año de alrededor de 1,0% a 1,5%, y reconoció que se ha mantenido el historial de políticas macroeconómicas prudentes por parte del Gobierno; y vi) la demanda por parte de agentes locales (p.ej, fondos de pensiones) que compensaron en parte las salidas por parte de inversionistas extranjeros (Gráficos 16 y 17).

Contrario al comportamiento favorable del tramo largo de la curva, los inversionistas extranjeros realizaron ventas importantes de TES en pesos (COP 2.294 miles de millones (mm)), mientras que en TES UVR compraron COP 1.406 mm en el mercado de contado. Estos agentes realizaron ventas por COP 651 mm, COP 1.183 mm y COP 426 mm, en los tramos corto, medio y largo de la curva⁹, respectivamente (ver Anexo 3). De acuerdo con agentes del mercado, este comportamiento podría estar asociado con: i) tomas de utilidad, dadas las valorizaciones acumuladas por los títulos colombianos a lo largo del año; ii) la fortaleza del peso frente al dólar, que incrementa el valor de los activos colombianos y obliga a los inversionistas pasivos a vender títulos para mantener su exposición estable; y iii) expectativas de inversionistas extranjeros de que la tendencia de apreciación del peso se encuentra cerca a un fin.

Las entidades públicas y los fondos de pensiones locales realizaron compras en el mercado de contado de TES en pesos por un valor de COP 1.724 mm y 906 mm, respectivamente. Por su parte, los principales compradores de TES en pesos en el tramo largo de la curva desde la última JDBR, fueron los bancos comerciales, por valor de COP 1.560 mm. Las entidades públicas realizaron compras en los tramos corto, medio y largo por COP 445 mm, COP 351 mm y COP 928 mm, respectivamente. Además, los fondos de pensiones realizaron ventas por COP 242 mm en el tramo corto, y compras por COP 66 mm y COP 1.082 mm en los tramos medio y largo, con las cuales se mantuvieron como los principales tenedores de TES (27% del total de TES circulando, ver Anexo 3). Los bancos comerciales realizaron ventas de TES en pesos por COP 1.572 mm en el tramo corto y compras por COP 543 mm en el tramo medio.

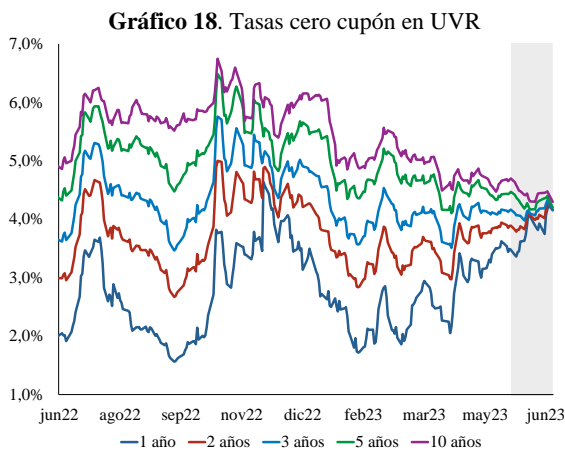


La curva de TES denominados en UVR se aplanó ante desvalorizaciones de los títulos del tramo corto y valorizaciones de los títulos de los demás tramos. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el desempeño de los TES denominados en pesos. En cuanto a los títulos del tramo corto, las

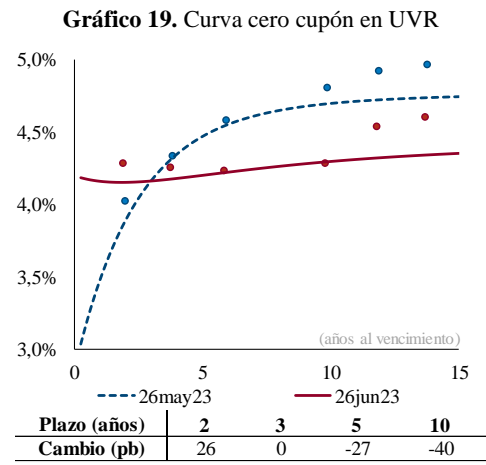
⁹En el mercado a futuro, los inversionistas extranjeros vendieron COP 437 mm y COP 772 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, y compraron COP 594 mm en el tramo largo.

desvalorizaciones estuvieron en línea con la publicación del dato de inflación de mayo (Gráficos 18 y 19).

Los inversionistas extranjeros fueron los principales compradores de TES en UVR en el mercado de contado por COP 1.406 mm, particularmente en los tramos corto y largo (COP 684 mm y COP 727 mm, respectivamente). Este comportamiento se encuentra concentrado en un tipo de inversionista (fondos soberanos). Por el contrario, los principales vendedores fueron los bancos comerciales (COP 697 mm), concentrados en el tramo largo de la curva (COP 859 mm). Durante este periodo, los inversionistas extranjeros realizaron compras netas de TES en UVR en el mercado de contado y a futuro por un valor de COP 1.543 mm (COP 866 mm, COP -5 mm y COP 682 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente -ver Anexo 3)¹⁰.



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.



Durante el periodo analizado, los inversionistas extranjeros realizaron ventas por COP 889 mm en el mercado de contado de TES, las cuales estuvieron concentradas en referencias del tramo medio de la curva en pesos. En lo corrido de 2023 los inversionistas extranjeros han vendido COP 3,1 b en el mercado de contado de TES en pesos y UVR. Las ventas acumuladas por estos agentes hasta junio se ubican como las más grandes desde 2014 (Gráfico 20).

Por tipo de agente extranjero, continúa la recomposición de la base inversionista hacia agentes que toman posiciones más activas en el mercado. En particular, los fondos de pensiones internacionales han sido los principales vendedores durante 2023 (COP 4.109 mm), seguidos de las autoridades monetarias con ventas netas por COP 828 mm¹¹. Por su parte, los fondos mutuos presentan compras por COP 1.201 mm y las compañías de seguros por COP 564 mm¹² (Gráfico 21). Desde la última JDBR, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales y

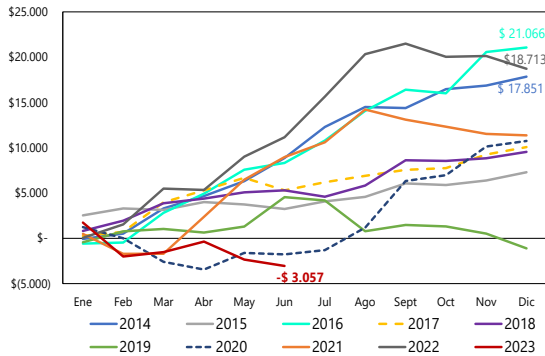
¹⁰Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros compraron COP 684 mm en el tramo corto, vendieron COP 5 mm en el tramo medio y compraron COP 827 mm en el tramo largo del mercado spot. En el mercado a futuro de TES UVR, la posición compradora de los extranjeros aumentó en COP 183 mm en el tramo corto, y disminuyó COP -45 mm en el tramo largo.

¹¹Con información al 26 de junio, los endowment funds registran flujos por COP -190 mm, los bancos extranjeros por COP -61 mm, los hedge funds por COP -19 mm, los fondos soberanos por COP 274 mm, los no-clasificados por COP 101 mm y las organizaciones multilaterales por 4 mm.

¹²En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales (COP -4.067 mm). Los fondos soberanos, los endowment funds, las autoridades monetarias, los hedge funds, las organizaciones multilaterales, los bancos extranjeros, los no clasificados, las compañías de seguros y los fondos mutuos presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -774 mm, COP -263 mm, COP -35 mm, COP -19 mm, COP 4 mm, COP 111 mm, COP 128 mm, COP 496 mm y COP 1678 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR se concentraron en las autoridades monetarias (COP -793 mm). Los fondos mutuos, los bancos extranjeros, los fondos de pensiones internacionales, los no clasificados, las compañías de seguros, los endowment funds y los fondos soberanos presentaron flujos netos en TES UVR por COP -478 mm, COP -172 mm, COP -36 mm, COP -27 mm, COP 68 mm, COP 73 mm y COP 1048 mm, respectivamente.

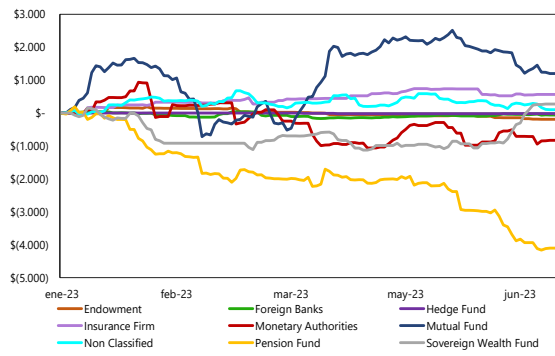
los fondos mutuos, por valor de COP 1.143 mm y COP 781 mm, respectivamente¹³. Por el contrario, los fondos soberanos han realizado compras por COP 1.335 mm¹⁴.

Gráfico 20. Compras netas de los inversionistas extranjeros acumuladas por año (COP mm)



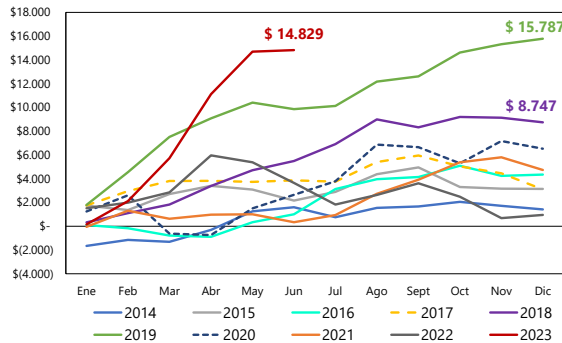
Fuente: Banrep.

Gráfico 21. Flujos diarios acumulados de inversionistas extranjeros por tipo de agente (COP mm)



Fuente: Banrep.

Gráfico 22. Compras netas de TES de los fondos de pensiones acumuladas por año (COP mm)



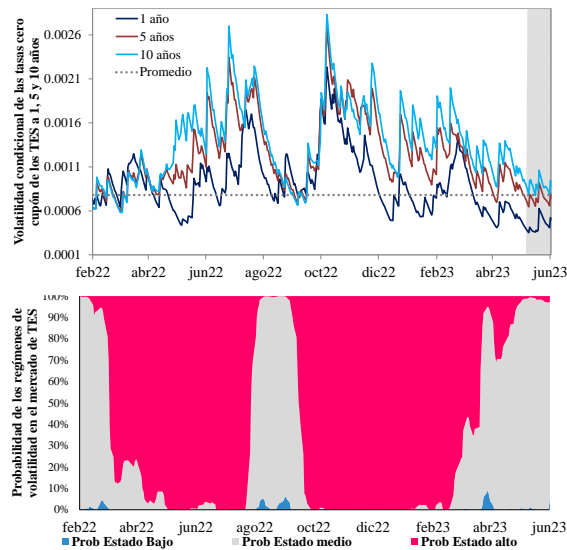
Fuente: Banrep.

Por su parte, las compras de TES acumuladas por los fondos de pensiones locales hasta junio son las más grandes registradas por estos agentes desde 2014 (Gráfico 22). Estas compras se encuentran concentradas en referencias del tramo largo de la curva tanto en TES en pesos como en UVR (COP 17 b y COP 3b, respectivamente), en línea con el comportamiento positivo de los títulos de este tramo y compensando las salidas de inversionistas extranjeros.

¹³ Con información al 26 de junio, los no-clasificados, compañías de seguros, endowment funds, hedge funds, bancos extranjeros y autoridades monetarias han presentado flujos netos por COP -247 mm, COP -170 mm, COP -114 mm, COP 3 mm, COP 25 mm y COP 150 mm, respectivamente

¹⁴ En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales (COP -1.080 mm). Los fondos mutuos, los no clasificados, los fondos soberanos, las compañías de seguros, los endowment funds, los hedge funds, los bancos extranjeros y las autoridades monetarias presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -651 mm, COP -245 mm, COP -182 mm, COP -170 mm, COP -100 mm, COP 3 mm, COP 27 mm, COP 51 mm y COP -2347 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR se concentraron en los fondos mutuos (COP -131 mm). Los fondos de pensiones internacionales, los endowment funds, los no clasificados, los bancos extranjeros, las autoridades monetarias y los fondos soberanos presentaron flujos netos en TES UVR por COP -63 mm, COP -14 mm, COP -2 mm, COP -1 mm, COP 99 mm, COP 1517 mm y COP 1406 mm, respectivamente.

Gráfico 23. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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

El mercado de TES en pesos continuó evidenciando una reducción de la volatilidad y una mejora de su liquidez. La volatilidad promedio de las tasas en el mercado de TES en pesos descendió para los plazos de 1, 5 y 10 años, y el mercado se ubicó con mayor probabilidad en un estado de volatilidad medio (Gráfico 23). Por su parte, los indicadores de liquidez muestran una mejora frente a lo registrado en mayo para los TES en pesos, y un deterioro para los TES en UVR¹⁵. Pese a que estos indicadores aún sugieren niveles de liquidez inferiores a los registrados previo a la pandemia del Covid-19, estos se han venido recuperando durante los últimos meses. La afectación de los indicadores de liquidez y volatilidad es una dinámica común a los mercados desde 2020 (Anexo 2 - Gráficos 24 al 27).

Gráfico 24. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)

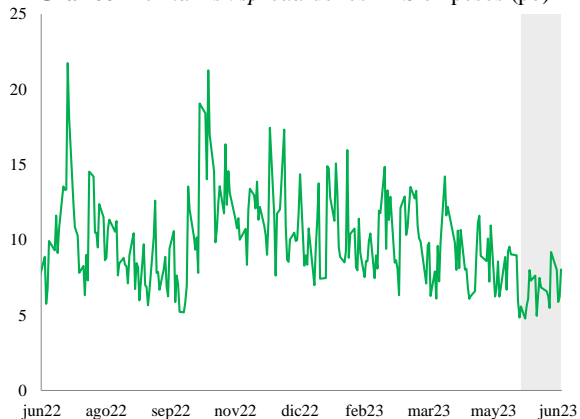
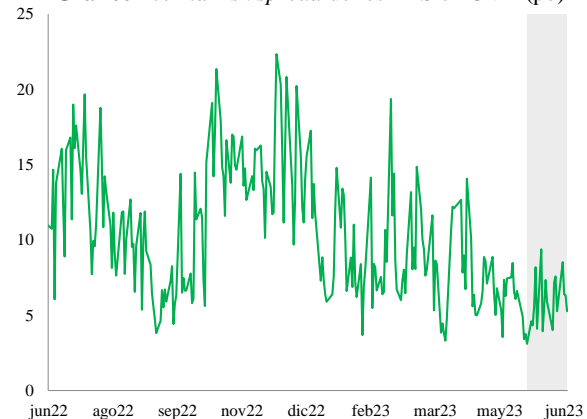
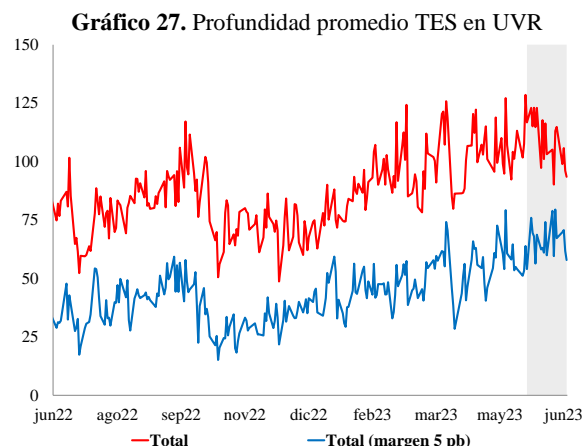
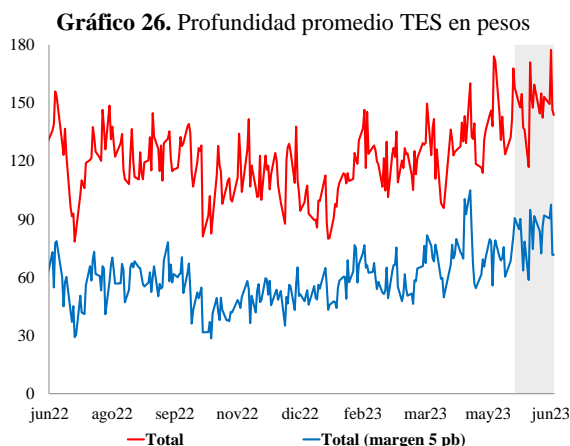


Gráfico 25. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



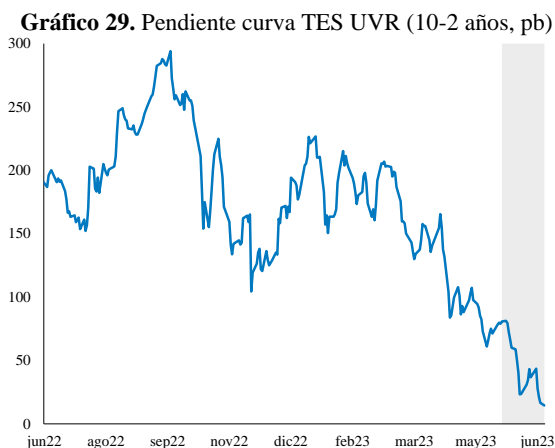
Fuente y Cálculos: Banrep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A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

¹⁵ Al 26 de junio los BAS promedio diario se ubicaron en 6,9 pb y 6,3 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles promedio de 7,5 pb y 5,8 pb observados durante mayo, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años pre-pandemia. Durante el último mes, la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de COP 142,6 mm a COP 148,8 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR disminuyó de COP 108,7 mm a COP 106,1 mm. Durante los cinco años pre-pandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente.



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

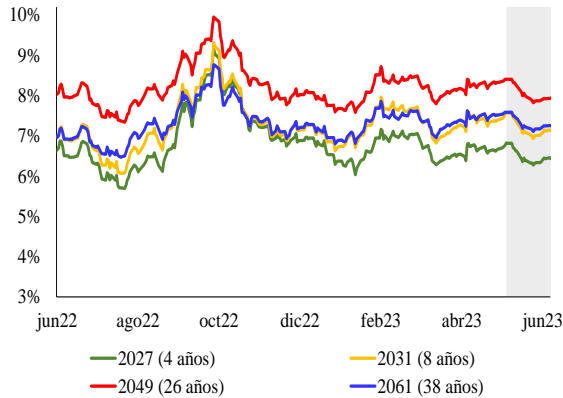
Las curvas de TES en pesos y en UVR continuaron presentando la tendencia de aplanamiento observada durante la mayor parte del año y se acercan a una posible inversión. Lo anterior estuvo en línea con las expectativas de una desaceleración económica. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años disminuyó 30 pb, hasta 19 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y 66 pb, hasta 15 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 28 y 29).



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

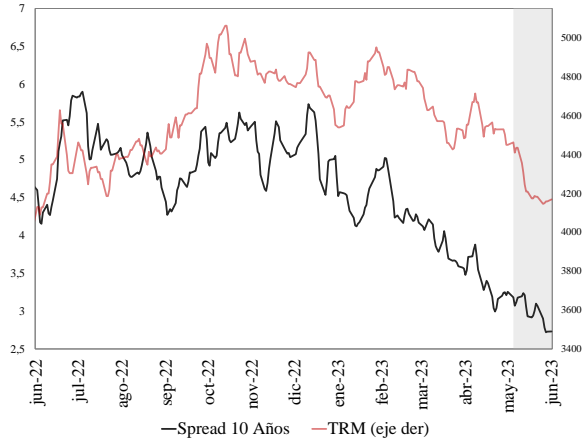
Las tasas de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares disminuyeron y su diferencia con la tasa de los títulos locales continúa presentando una corrección significativa. Desde el 26 de mayo, las tasas de los títulos con vencimientos a 4, 8, 26 y 38 años presentaron variaciones de -38 pb, -44 pb, -47 pb y -34 pb, respectivamente (Gráfico 30). El margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) continuó disminuyendo de forma importante con respecto a los niveles históricamente altos alcanzados en 2022, debido a las mayores valorizaciones de la deuda local frente a la denominada en moneda extranjera. Este comportamiento se encuentra en línea con los factores locales que impulsaron las compras de agentes domésticos en el tramo largo de la curva denominada en pesos (Gráfico 31).

Gráfico 30. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

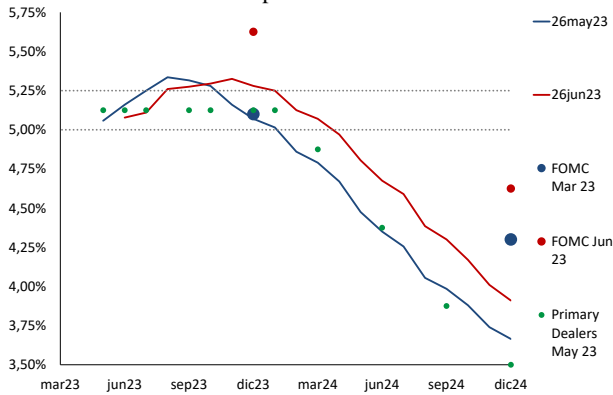
Gráfico 31. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

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

Gráfico 32. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

anticipada en mayo (5,07%, Gráfico 32).

En esta misma línea, el CME¹⁶ muestra que el rango más probable de tasas de los fondos federales para finales de 2023 aumentó 25 pb con respecto a mayo. Según esta entidad, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre del 2023 es el rango entre 5,25% y 5,50% (probabilidad de 50%), el cual es seguido por el rango entre 5,00% y 5,25% (probabilidad de 31%, Cuadro 2).

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

	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%	4,75%-5,00%	5,00%-5,25%	5,25%-5,50%	5,50%-5,75%	5,75%-6,00%
26may23	1%	10%	27%	35%	21%	5%	0%
26jun23	0%	0%	5%	31%	50%	12%	1%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

Tras su reunión del 13 y 14 de junio, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) mantuvo el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales en 5,00% - 5,25%. Por otro lado, la Reserva Federal actualizó sus proyecciones económicas. En estas se evidencia una mejora de

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

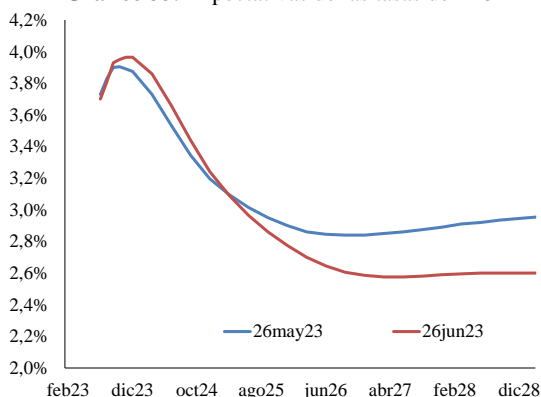
las perspectivas de la actividad económica y una disminución de las de inflación para 2023, frente a sus estimaciones de marzo. Sin embargo, proyectan una mayor inflación núcleo para este año y un deterioro de la actividad económica para los próximos dos (Cuadro 3).

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

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

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

Gráfico 33. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

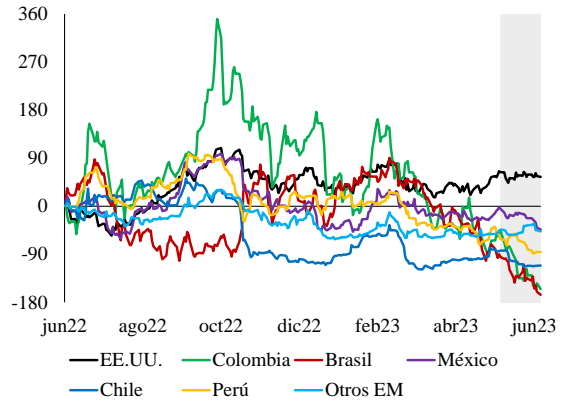
En Europa se observa una expectativa de mayor tasa terminal y el mercado descuenta una senda de política monetaria de mediano plazo menos contractiva, a partir del segundo trimestre de 2025. Con base en los futuros de la tasa Euribor, frente a lo observado a finales del mes anterior, se evidencia que el mercado anticipa una tasa terminal más alta al cierre de 2023. Asimismo, espera una senda de política monetaria de mediano plazo menos contractiva (Gráfico 33, Anexo 5).

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

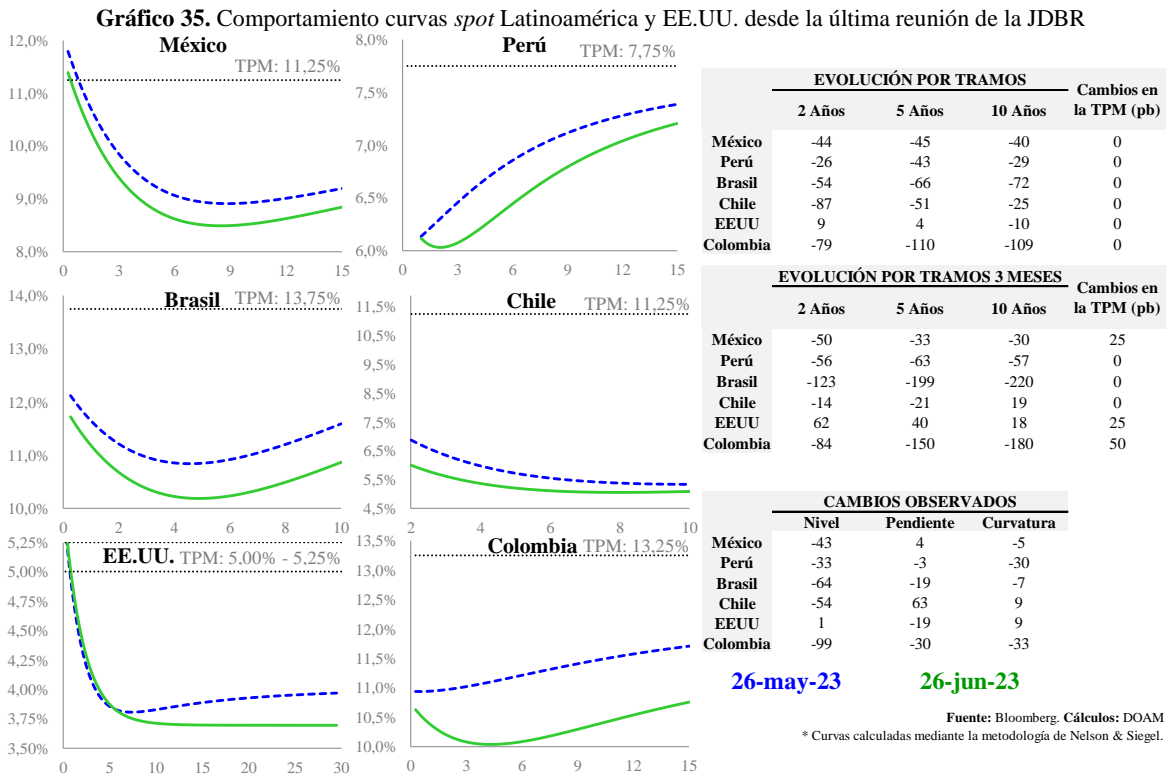
La curva de Tesoros de EE.UU. continuó invirtiéndose ante desvalorizaciones de los tramos corto y medio, y valorizaciones del tramo largo. Las desvalorizaciones estuvieron asociadas con las expectativas de una senda de política monetaria más contractiva tras: *i*) el reporte de empleo de mayo, el cual evidenció que el mercado laboral estadounidense continúa siendo resiliente; *ii*) la actualización del *dot plot* del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) tras su reunión de junio, del cual se destaca la proyección de dos aumentos adicionales de la tasa de interés para este año; y *iii*) los comentarios *hawkish* de varios funcionarios de la Reserva Federal a favor de continuar con una postura monetaria contractiva. Por su parte, los títulos de largo plazo se valorizaron ante el rebalanceo del portafolio de varios inversionistas, quienes deshicieron parte de sus posiciones en el mercado accionario y adoptaron posiciones largas en el mercado de deuda.

La mayoría de los títulos de deuda pública de la región presentaron valorizaciones. Estas valorizaciones estuvieron acordes con el comportamiento mayoritariamente favorable de los CDS y los EMBI de la región (Gráficos 34 y 35; Anexo 4).

Gráfico 34. Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE.UU.



Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, **Cálculos:** Banrep. Cambios (pb) desde el 18 de mayo de 2022.



La mayoría de las pendientes de las curvas de la región disminuyó. El Gráfico 36 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia disminuyó 30 pb hasta ubicarse en 19 pb. Por su parte, las pendientes de EE.UU. (-98 pb), Brasil (21 pb) y Perú (91 pb) se redujeron 19 pb, 19 pb y 3 pb, respectivamente, mientras que las de Chile (-126 pb) y México (-117 pb) aumentaron 63 pb y 4 pb, en su orden.

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

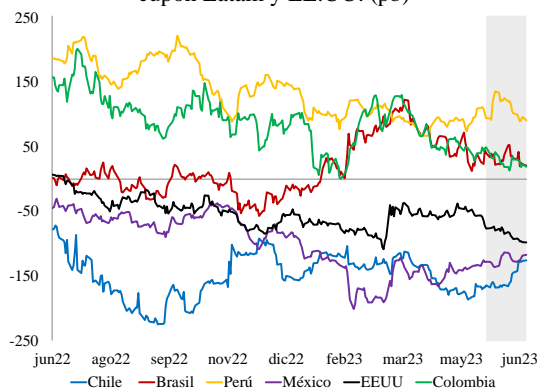
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas, de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*) y del mercado de TES en pesos.

2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera que la JDBR mantenga inalterada la TPM en junio. Primero, según la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banrep, la mediana señala una tasa esperada de 13,25% en junio¹⁷ (desviación estándar de 18 pb). Por su parte, según la Encuesta de Opinión Financiera¹⁸ (EOF), el 90% de los encuestados espera que la TPM se mantenga inalterada, el 3% anticipa un incremento de 25 pb, mientras que el 3% restante proyecta un aumento de 50 pb. Por otro lado, según la encuesta de Bloomberg¹⁹, de las 22 entidades participantes, 21 esperan que la TPM se mantenga estable, mientras que la entidad restante estima un incremento de 50 pb. Por último, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank²⁰ y ANIF²¹, de las 33 entidades encuestadas el 97% espera y recomienda que la TPM permanezca inalterada, mientras que el 3% restante espera una disminución de 25 pb y recomienda que la TPM se mantenga estable en junio. La desviación estándar de las expectativas disminuyó de 0,07% en abril a 0,04% en junio (Gráfico 37 y Anexo 1).

Por su parte, en el Gráfico 38 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2023 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre mayo y junio la tasa mediana esperada se mantuvo estable en 11,75%.

Gráfico 36. Pendiente 10 años - 2 años curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



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

¹⁷ Datos recolectados entre el 8 y el 13 de junio.

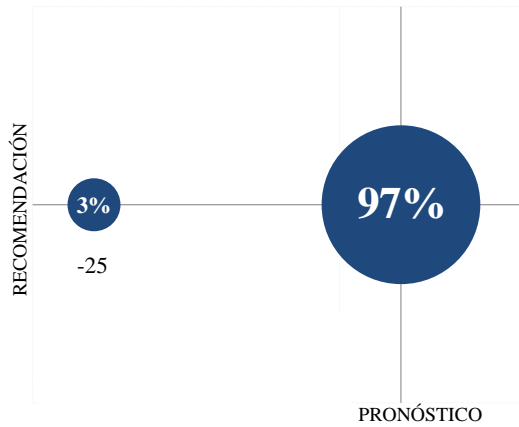
¹⁸ Publicada el 20 de junio con información recolectada entre el 9 y el 16 del mismo mes.

¹⁹ Datos recolectados hasta el 27 de junio.

²⁰ Recibida el 26 de junio.

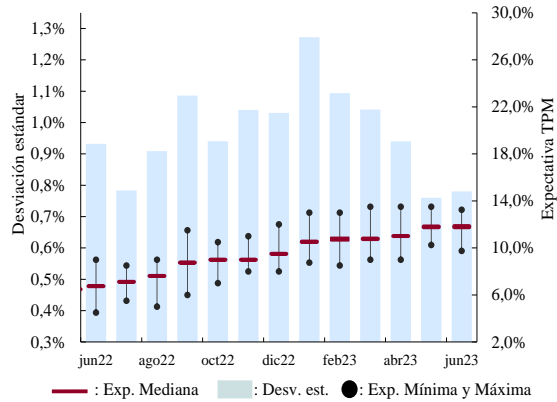
²¹ Recibida el 27 de junio.

Gráfico 37. Expectativa de cambio (pb) TPM



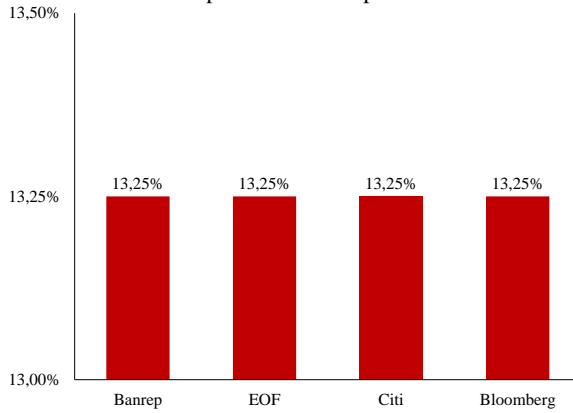
Fuente: ANIF y Citibank.

Gráfico 38. Expectativas TPM para diciembre de 2023



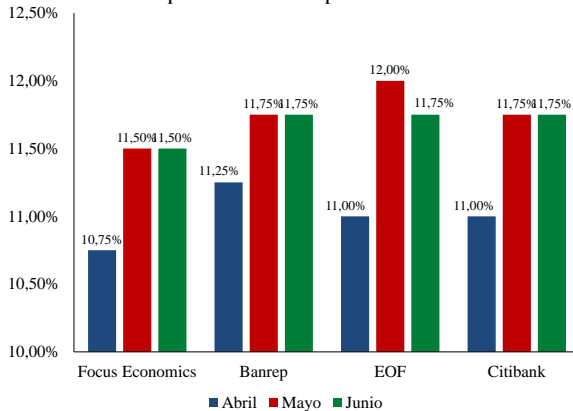
Fuente: Citibank.

Gráfico 39. Expectativas TPM próxima reunión



Fuente: Banrep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del Banrep se realizó entre el 8 y el 13 de junio. La EOF se publicó el 20 de junio con datos recolectados entre el 9 y el 16 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 26 de junio. Los información de Bloomberg se tomó hasta el 27 de junio.

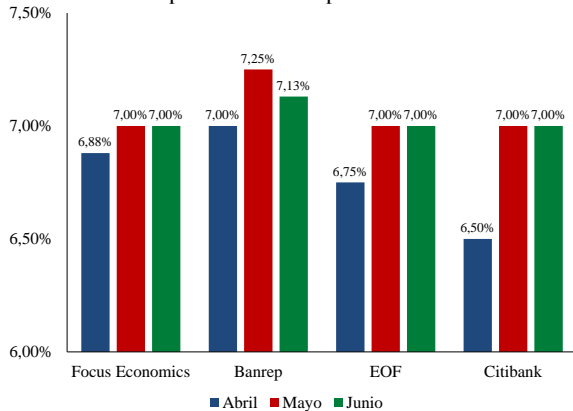
Gráfico 40. Expectativas TPM para diciembre de 2023



Fuente: Focus Economics, Banrep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 13 de junio, con encuestas realizadas entre el 6 y el 11 del mismo mes. La encuesta del Banrep se realizó entre el 8 y el 13 de junio. La EOF se publicó el 20 de junio con datos recolectados entre el 9 y el 16 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 26 de junio.

Las encuestas evidencian expectativas de menor tasa de política monetaria para finales de 2023 y 2024. En los Gráficos 39, 40 y 41 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y para las de diciembre de 2023 y 2024. En estas se observa que: *i)* los agentes esperan que la TPM se mantenga inalterada en junio; *ii)* el promedio de las encuestas para el cierre de 2023 disminuyó de 11,75% a 11,69%; y *iii)* el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 disminuyó levemente de 7,06% a 7,03%²².

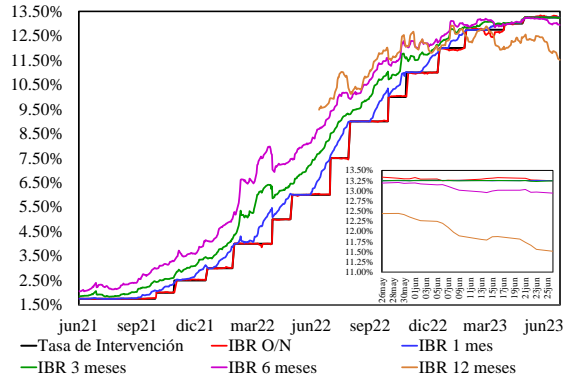
Gráfico 41. Expectativas TPM para diciembre de 2024



²² Excluyendo la encuesta de Focus Economics, el promedio de las encuestas para el cierre de 2023 disminuyó de 11,83% a 11,75%, mientras que para el cierre de 2024 lo hizo de 7,08% a 7,04%.

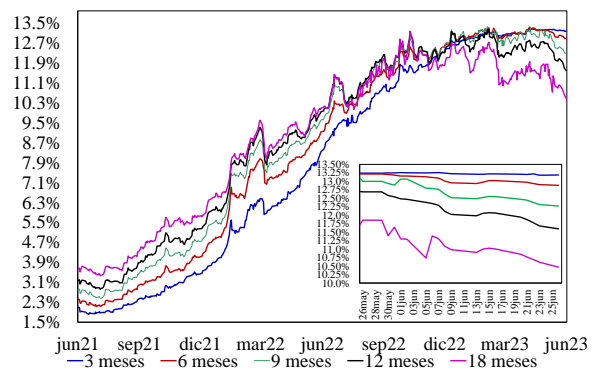
Desde la última reunión de la JDBR, después de conocerse el dato de inflación por debajo de lo esperado, las tasas IBR y OIS entre 1 y 18 meses cayeron en promedio 63 pb. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 26 de junio las tasas IBR a 1, 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses cayeron 0 pb, 0 pb, 25 pb, 93 pb, 73 pb, 109 pb y 139 pb, respectivamente (Gráficos 42 y 43).

Gráfico 42. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

Gráfico 43. Tasas OIS



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

Las tasas del mercado OIS descuentan estabilidad de la TPM para la reunión de junio, y frente a mayo, esperan reducciones más aceleradas de la TPM para finales de 2023 y durante el primer semestre 2024. Después de conocerse el dato de inflación de mayo (por debajo de lo descontado por el mercado), el mercado OIS empezó a descontar mayores caídas de la TPM para finales de 2023 y el primer semestre de 2024, de tal forma que el 26 de junio este mercado descuenta para diciembre de 2023 una TPM de 11,50% (ant: 12,75%) y para junio de 2024 de 9,25% (ant: 10,75%-Gráfico 44, 45 y Anexo 6).

Gráfico 44. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 26 de junio de 2023)

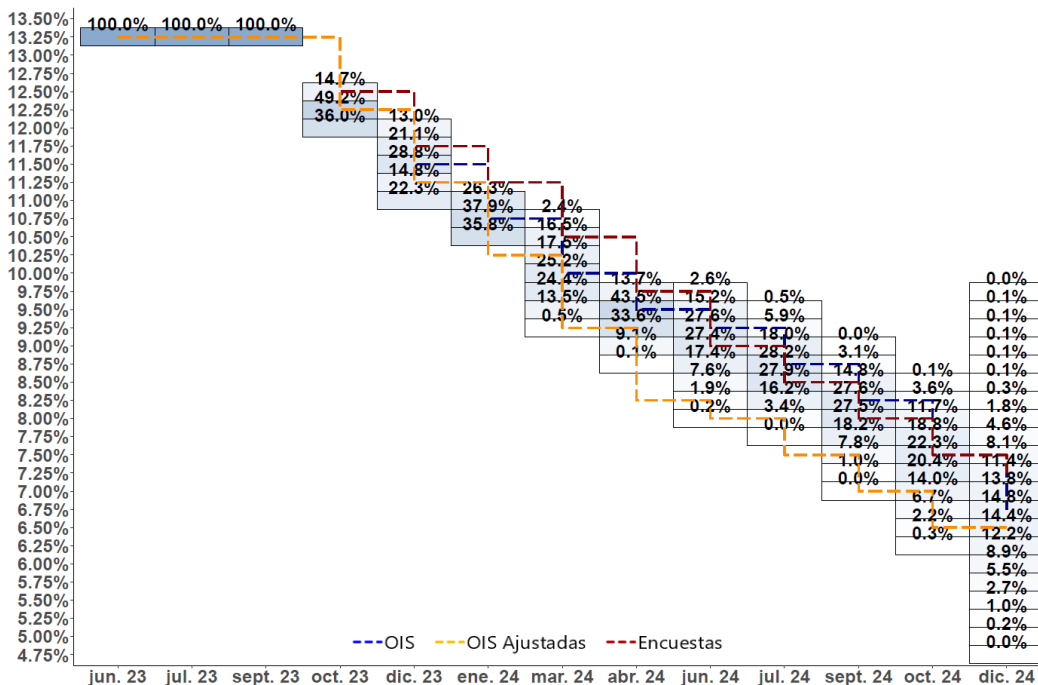
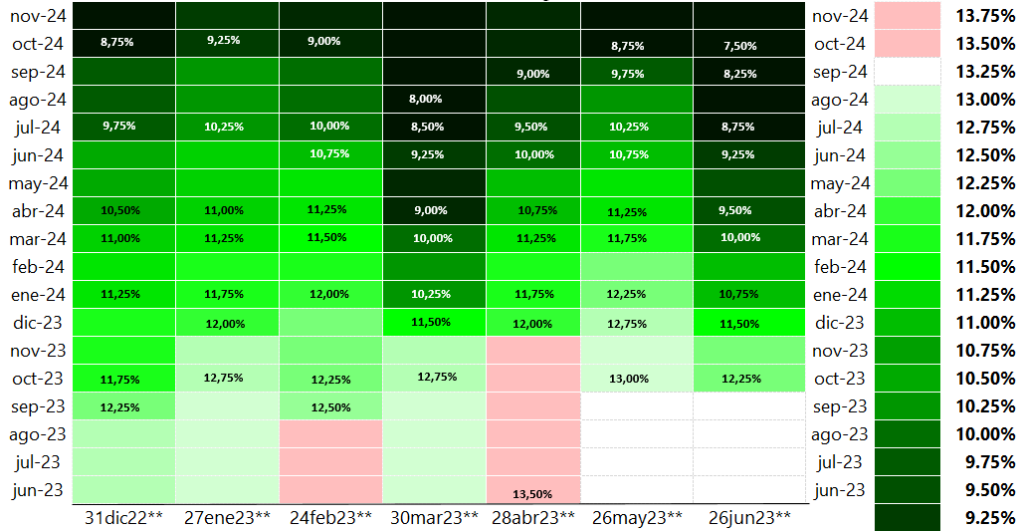
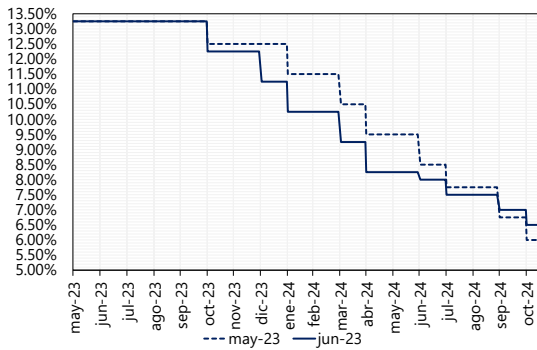


Gráfico 45. Evolución de expectativas TPM – OIS



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

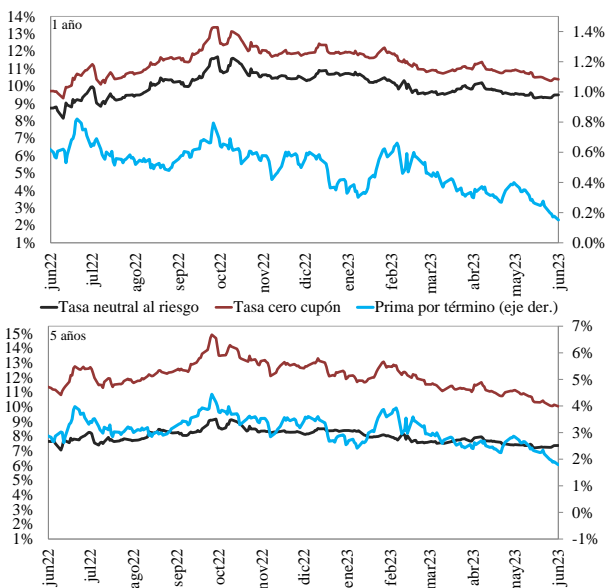
Gráfico 46. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 26 de mayo y 26 de junio

De acuerdo con las expectativas de TPM ajustadas por la prima a término del mercado OIS no se esperan más aumentos de la tasa de intervención. También, se anticipa una menor tasa para diciembre de 2023 y unas mayores reducciones de la TPM durante el primer semestre de 2024. En el Gráfico 46 se presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los días 26 de mayo y 26 de junio de 2023. Según esta medida las expectativas para diciembre de 2023 y a octubre de 2024 se ubicaron en 11,25% (ant: 12,50%) y 6,50% (ant: 6,00%), respectivamente.

Gráfico 47. Tasa neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años



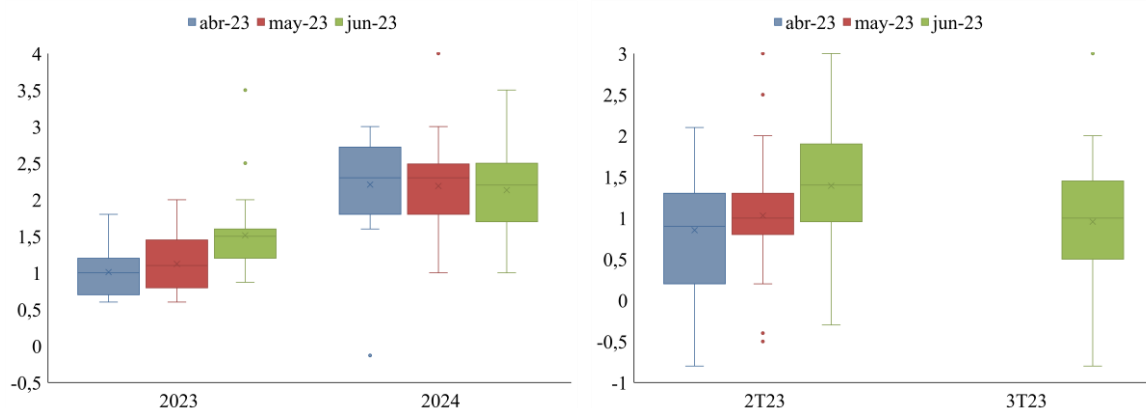
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Las reducciones de las tasas de los TES en pesos se explican por mayores reducciones de las primas a término, en línea con las caídas del CDS. Las tasas neutras al riesgo también cayeron, lo cual es consistente con unas expectativas de una política monetaria menos restrictiva para el siguiente año. En el Gráfico 47 se presentan la prima a término y la tasa neutral al riesgo con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las primas a término cayeron 24 pb para el plazo de un año (0,15%) y 104 pb para el plazo de cinco años (1,79%). Por su parte, las tasas neutras al riesgo se redujeron 9 pb y 6 pb, y se ubicaron en 9,49% y 7,37% para los plazos a 1 y 5 años, respectivamente (Gráfico 47).

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento de la economía colombiana aumentaron para 2023 y disminuyeron para 2024. Estas expectativas evidencian una desaceleración económica frente a los últimos años, en línea con lo que refleja el aplanamiento de la curva de TES en pesos. De acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para 2023 de 1,1% a 1,5%, y para el 2T23 de 1,0% a 1,4%, mientras que para 2024 la redujeron de 2,3% a 2,2% (Gráfico 48). Asimismo, de acuerdo con la encuesta de Citi, la expectativa de crecimiento para 2023 aumentó de 1,15% a 1,5%, mientras que para 2024 se redujo de 2,15% a 2,1%.

Gráfico 48. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)

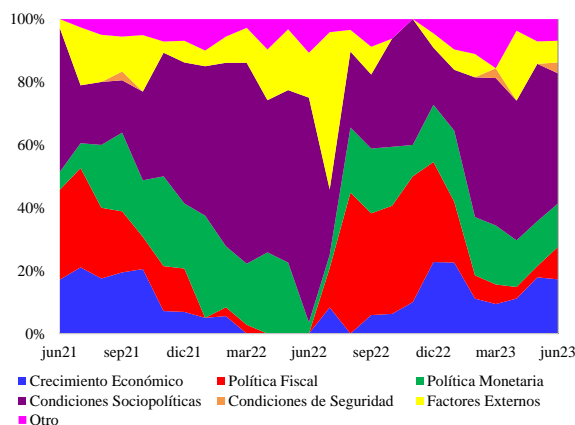


Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: Banrep. La línea del centro de la caja representa la mediana y la "x" la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

Los analistas esperan valorizaciones de los TES y el MSCI COLCAP a fin de año. Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses las tasas de los TES que vencen en 2028 y 2032

permanezcan relativamente estables²³ (desviaciones estándar de 76 pb y 47 pb). A fin de año, los analistas esperan que estos mismos títulos se valoricen 40 pb y 50 pb, respectivamente (desviaciones estándar de 97 pb y 58 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se valorice 3%, mientras que a 12 meses esperan una valorización cercana al 9% (desviaciones estándar de 4% y 12%).

Gráfico 49. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta ¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión? Las condiciones sociopolíticas continuaron ocupando el primer lugar. En concreto, un 41% resaltó las condiciones sociopolíticas (ant: 50%, var: -9 pp), un 17% el crecimiento económico (ant: 18%; var: -1 pp), un 14% la política monetaria (ant: 14%, var: 0 pp), un 10% la política fiscal (ant: 4%; var: 6 pp), un 7% los factores externos (ant: 7%; var: 0 pp), otro 7% otros factores (ant: 7%; var: 0 pp), mientras que el 4% restante señaló las condiciones de seguridad (ant: 0%; var: 4 pp). Los agentes que mencionaron otros factores señalaron puntualmente la incertidumbre en el frente

regulatorio (Gráfico 49). Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

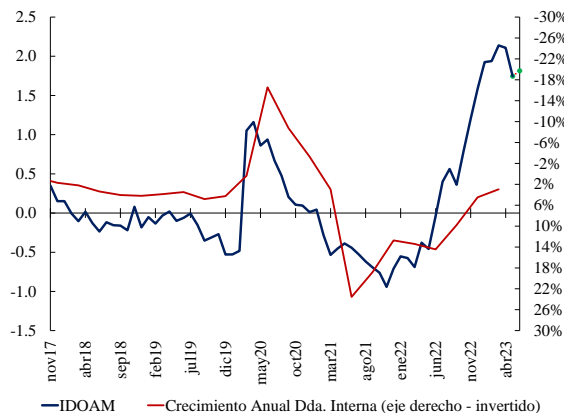
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos definitivos de mayo, el IDOAM sugiere una mejora de las condiciones financieras. Este indicador mejoró por una reducción de los spreads de las tasas de la cartera preferencial, consumo y tesorería frente a las tasas de los TES, también cayó en línea con la menor volatilidad del mercado accionario y de TES. Sin embargo, el nivel alto del indicador se mantiene ante los altos valores de los spreads de las tasas de la cartera preferencial, consumo y tesorería frente a las tasas de los TES, como también a los altos niveles de las expectativas de inflación frente a la meta del Banco y el menor crecimiento esperado (Gráfico 50).

Los indicadores de confianza empresarial y del consumidor presentaron una mejora en mayo. El resultado de la confianza del consumidor (obs: -22,8%; ant: -28,8%) se explica por una percepción menos desfavorable de las condiciones económicas y por unas expectativas menos pesimistas del consumidor (Gráfico 50). Por el contrario, la serie desestacionalizada disminuyó al pasar de -16,81% a -16,86% (Gráfico 51). Por su parte, la mejora de la confianza comercial (obs: 21,5%; ant: 11,1%) obedece a unas expectativas más optimistas de la situación económica para el próximo semestre, una percepción más favorable de la situación económica actual de la empresa, y un menor nivel de existencias. Por último, el repunte de la confianza industrial (obs: -4,2%; ant: -5,9%) se explica por unas expectativas más optimistas de producción para el próximo trimestre, lo cual fue parcialmente contrarrestado por un menor volumen de pedidos y un mayor nivel de existencias.

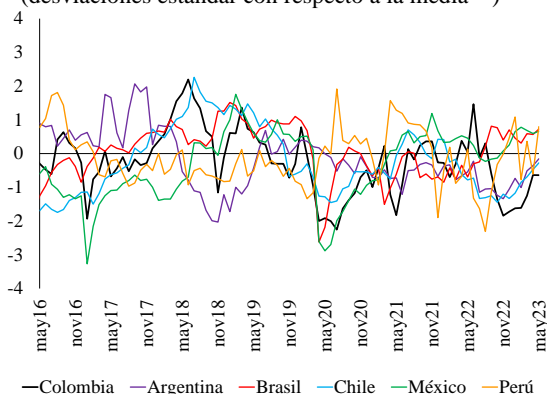
²³ Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa mediana esperada por los analistas.

Gráfico 50. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



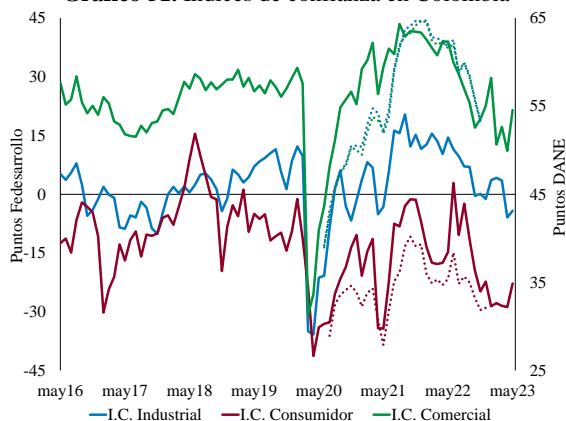
Fuentes: Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC, **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible. **Nota:** Se usa la volatilidad implícita promedio de los TES a 1, 5 y 10 años extraída de un modelo GARCH(1,1)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

Gráfico 52. Índices de confianza de Latinoamérica*
(desviaciones estándar con respecto a la media**)



Fuentes: INEGI²⁴, FGV²⁵, UDD, Banrep, Fedesarrollo, APOYO. **Cálculos:** Banrep. *Series desestacionalizadas. Información mensual. ** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

Gráfico 51. Índices de confianza en Colombia



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

El indicador de confianza desestacionalizado permaneció estable para Colombia y aumentó para los demás países de la muestra. Colombia continúa presentando el menor nivel dentro de los países de la muestra. El Gráfico 52 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 2023 el indicador aumentó para Perú, Argentina, Chile, Brasil y México, y se mantuvo estable para Colombia. Los indicadores de Perú, Brasil y México se encuentran por encima de su media histórica, a diferencia de los demás países.

La percepción de riesgo disminuyó a nivel internacional. El *Vix*²⁶, el *Vstox*²⁷ y el *Move*²⁸ presentaron reducciones durante este mes, las cuales pudieron estar asociadas con el mayor apetito por activos riesgosos ante la menor incertidumbre frente al futuro del sector bancario internacional, y recientemente ante la ampliación del techo de la deuda por parte del Congreso de EE.UU. Se destaca que el *Vix* y el *Vstox* alcanzaron durante este mes niveles mínimos no observados desde enero de 2020, mientras que el *Move*, pese a la fuerte corrección se mantiene en niveles altos, lo cual refleja la incertidumbre frente al futuro de la política monetaria (Gráfico 53). Por su parte, el *Skew*²⁹ corrigió

²⁴ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

²⁵ Instituto Brasileiro de economía

²⁶ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

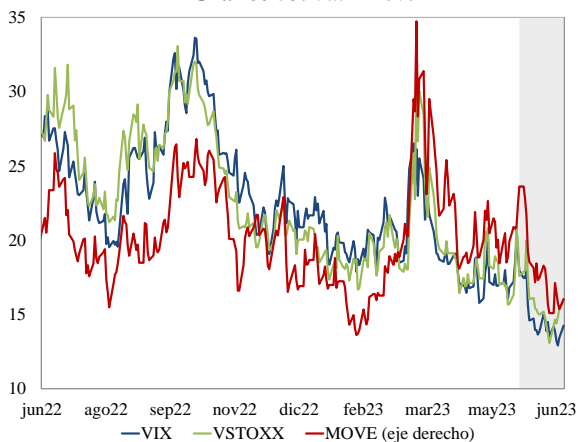
²⁷ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²⁸ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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.

recientemente a la baja desde los altos niveles³⁰ registrados durante la mayor parte del mes (no observados desde agosto de 2021), ante la materialización de pérdidas del S&P 500 (Gráfico 54).

Gráfico 53. Vix - Move



Fuente: Bloomberg.

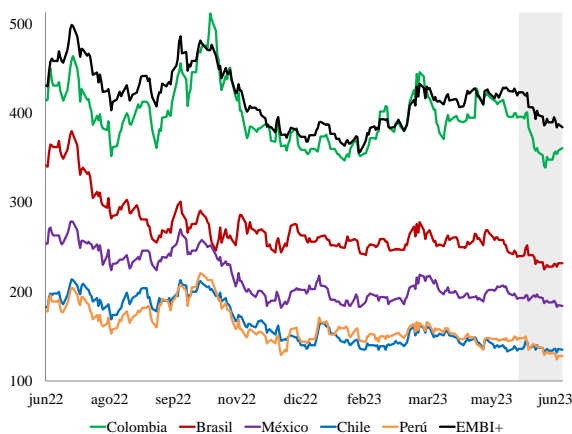
Gráfico 54. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

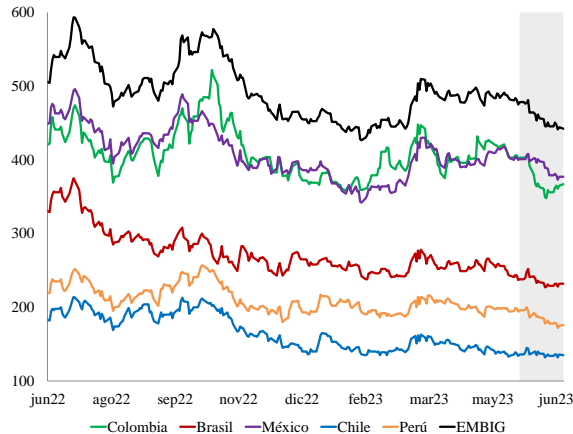
Finalmente, el EMBI³¹ presentó reducciones en las economías emergentes. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) disminuyó 35 pb (36 pb) en Colombia, 20 pb (20 pb) en Perú, 9 pb (24 pb) en México, 8 pb (6 pb) en Brasil, y 1 pb (corresponde al EMBIG) en Chile (Gráficos 55 y 56).

Gráfico 55. EMBI+ Latam



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 56. EMBIG Latam



Fuente: Bloomberg.

³⁰ Estos altos niveles han estado asociados con la demanda de coberturas ante una mayor probabilidad de un evento de cola por parte del S&P 500.

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 COP ied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. COP yright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 27 de junio		
Empresa	Estimación	Fecha
1 Acciones y Valores	13,25%	24/06/2023
2 BNP Paribas	13,25%	20/06/2023
3 Banco Agrario de Colombia	13,25%	15/06/2023
4 Banco Mizuho do Brasil	13,25%	25/06/2023
5 Banco de Bogotá	13,25%	24/06/2023
6 Bancolombia	13,25%	24/06/2023
7 Barclays Capital	13,25%	19/06/2023
8 Bloomberg Economics	13,25%	24/06/2023
9 BTG Pactual	13,25%	17/06/2023
10 Capital Economics	13,25%	24/06/2023
11 Casa de Bolsa	13,25%	15/06/2023
12 Corficolombiana	13,25%	15/06/2023
13 Fiduciaria Central	13,25%	15/06/2023
14 Goldman Sachs	13,25%	26/06/2023
15 Itaú Corpbanca	13,25%	24/06/2023
16 Mapfre Seguros Generales	13,25%	24/06/2023
17 Pantheon Macroeconomics	13,75%	26/06/2023
18 Positiva Compañía de Seguros	13,25%	20/06/2023
19 Standard Chartered Bank	13,25%	25/06/2023
20 Stanford Bolsa y Banca Brokerage	13,25%	22/06/2023
21 UBS Securities	13,25%	24/06/2023
22 Universidad Jorge Tadeo Lozano	13,25%	24/06/2023
Tasa	Obs.	Prob.
13,25%	21	95%
13,75%	1	5%
Tasa esperada ponderada	13,27%	

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	13,25%	13,25%
Alianza	13,25%	13,25%
ANIF	13,25%	13,25%
Asobancaria	13,25%	13,25%
Axa Colpatria	13,25%	13,25%
Banco Agrario	13,25%	13,25%
Banco de Bogotá	13,25%	13,25%
Banco de Occidente	13,25%	13,25%
Banco Popular	13,25%	13,25%
Banco Santander	13,25%	13,25%
BBVA	13,25%	13,25%
BNP Paribas	13,25%	13,25%
BTG Pactual	13,25%	13,25%
Casa de Bolsa	13,25%	13,25%
Citi	13,25%	13,25%
Corficolombiana	13,25%	13,25%
Credicorp Capital	13,25%	13,25%
EConcept	13,25%	13,25%
Fedesarrollo	13,25%	13,25%
Fidubogotá	13,25%	13,25%
Fiduoccidente	13,25%	13,25%
Grupo Bancolombia	13,25%	13,25%
Grupo Bolivar	13,25%	13,25%
Itaú	13,25%	13,25%
JP Morgan	13,25%	13,25%
Lulo Bank	13,25%	13,25%
Moody's Analytics	13,25%	13,25%
Política Económica - Javeriana	13,00%	13,25%
Positiva	13,25%	13,25%
Protección	13,25%	13,25%
Scotiabank Colpatria	13,25%	13,25%
Skandia	13,25%	13,25%
XP Investments	13,25%	13,25%
Promedio	13,24%	13,25%
Mediana	13,25%	13,25%
Desv. Estándar	0,04%	0,00%
Máximo	13,25%	13,25%
Mínimo	13,00%	13,25%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
13,25%	100%	27
Total	100%	27

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
13,25%	100%	27
Total	100%	27

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

Participantes	dic-23	dic-24
Acciones y Valores	11,75%	6,00%
Alianza	11,00%	5,00%
Asobancaria	11,75%	7,00%
Axa Colpatria	12,00%	7,00%
Banco Agrario	13,25%	10,00%
Banco de Bogotá	11,25%	7,50%
Banco de Occidente	11,75%	6,50%
Banco Popular	11,75%	6,50%
Banco Santander	12,25%	7,00%
BBVA	12,50%	7,00%
BNP Paribas	13,25%	7,50%
BTG Pactual	12,50%	6,00%
Casa de Bolsa	11,50%	6,00%
Citi	10,75%	5,50%
Corficolombiana	11,50%	6,00%
Credicorp Capital	10,75%	7,00%
Fidubogotá	12,25%	7,50%
Fiduoccidente	11,75%	6,50%
Grupo Bancolombia	12,50%	8,50%
Grupo Bolivar	11,75%	
Itaú	13,25%	7,50%
JP Morgan	11,75%	7,25%
Moody's Analytics	12,00%	7,50%
Positiva	11,75%	7,50%
Scotiabank Colpatria	12,25%	5,75%
Skandia	9,75%	6,75%
XP Investments	12,00%	7,25%
Promedio	11,87%	6,90%
Mediana	11,75%	7,00%
Desv. Estándar	0,78%	1,01%
Máximo	13,25%	10,00%
Mínimo	9,75%	5,00%
No. Respuestas	27	26

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

Participantes	dic-23	dic-24
Acciones y Valores	8,46%	5,35%
Alianza	7,70%	3,80%
Asobancaria	8,90%	5,10%
Axa Colpatria	8,40%	3,90%
Banco Agrario	9,82%	6,43%
Banco de Bogotá	8,88%	4,49%
Banco de Occidente	8,98%	5,07%
Banco Popular	9,18%	3,94%
Banco Santander	8,90%	4,60%
BBVA	9,22%	5,20%
BNP Paribas	9,50%	5,00%
BTG Pactual	8,18%	4,00%
Casa de Bolsa	9,80%	5,50%
Citi	7,80%	3,70%
Corficolombiana	9,80%	5,50%
Credicorp Capital	8,40%	4,00%
Fidubogotá	9,13%	5,43%
Fiduoccidente	8,98%	5,07%
Grupo Bancolombia	9,00%	5,00%
Grupo Bolívar	9,96%	4,83%
Itaú	9,50%	4,80%
JP Morgan	8,53%	4,74%
Moody's Analytics	8,80%	4,40%
Positiva	8,90%	4,50%
Scotiabank Colpatria	8,88%	4,38%
Skandia	9,20%	7,10%
XP Investments	9,00%	4,80%
Promedio	8,96%	4,84%
Mediana	8,98%	4,80%
Desv. Estándar	0,57%	0,78%
Máximo	9,96%	7,10%
Mínimo	7,70%	3,70%
No. Respuestas	27	27

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

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

Encuestas realizadas entre el 6 y el 11 de junio

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
5,00%	0	0,0%	3	10,0%
5,50%	0	0,0%	1	3,3%
5,75%	0	0,0%	2	6,7%
6,00%	0	0,0%	6	20,0%
6,50%	0	0,0%	1	3,3%
7,00%	0	0,0%	7	23,3%
7,25%	0	0,0%	2	6,7%
7,50%	0	0,0%	1	3,3%
8,00%	0	0,0%	1	3,3%
8,50%	0	0,0%	1	3,3%
9,00%	3	9,1%	4	13,3%
10,00%	0	0,0%	1	3,3%
10,25%	2	6,1%	0	0,0%
10,75%	1	3,0%	0	0,0%
11,00%	4	12,1%	0	0,0%
11,25%	3	9,1%	0	0,0%
11,50%	4	12,1%	0	0,0%
11,75%	1	3,0%	0	0,0%
12,00%	1	3,0%	0	0,0%
12,25%	3	9,1%	0	0,0%
12,50%	4	12,1%	0	0,0%
12,75%	1	3,0%	0	0,0%
13,25%	4	12,1%	0	0,0%
13,50%	2	6,1%	0	0,0%
Media	11,67%		6,93%	
Mediana	11,50%		7,00%	

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

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

Encuestas realizadas entre el 6 y el 11 de junio

Empresa	Estimación 2023	Estimación 2024
1 Acciones y Valores	9,05%	4,90%
2 AGPV	8,00%	5,00%
3 Alianza Valores y Fiduciaria	8,70%	3,81%
4 Asobancaria	8,90%	5,20%
5 Banco Agrario de Colombia	9,80%	6,40%
6 Banco Davivienda	10,25%	5,52%
7 Banco de Bogotá	8,88%	4,49%
8 Bancolombia	9,00%	4,80%
9 Barclays Capital	8,10%	4,00%
10 BBVA Research	9,20%	5,20%
11 Capital Economics	9,07%	4,33%
12 Citigroup Global Mkts	7,80%	3,70%
13 Corficolombiana	9,82%	5,55%
14 Credicorp Capital	8,35%	4,00%
15 Ecoanalítica	9,42%	4,13%
16 Econosignal	9,00%	3,91%
17 EIU	7,60%	4,20%
18 EmergingMarketWatch	7,80%	4,00%
19 Fedesarrollo	9,20%	5,00%
20 Fitch Solutions	8,61%	4,13%
21 Goldman Sachs	9,13%	4,60%
22 HSBC	9,23%	5,00%
23 Itaú Uibanco	9,50%	4,60%
24 JPMorgan	8,60%	4,70%
25 Kiel Institute	8,40%	4,39%
26 Moody's Analytics	10,20%	4,99%
27 Oxford Economics	9,40%	4,10%
28 Pezco Economics	7,71%	4,32%
29 Positiva Compañía de Seguros	8,90%	4,50%
30 S&P Global Ratings	11,00%	4,28%
31 Scotiabank Colpatría	8,84%	4,43%
32 Torino Capital	9,76%	-
33 UBS	8,96%	4,24%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,50% - 3,75%	0	0,0%	1	3,1%
3,75% - 4,00%	0	0,0%	2	6,3%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	8	25,0%
4,25% - 4,50%	0	0,0%	6	18,8%
4,50% - 4,75%	0	0,0%	4	12,5%
4,75% - 5,00%	0	0,0%	3	9,4%
5,00% - 5,25%	0	0,0%	5	15,6%
5,50% - 5,75%	0	0,0%	2	6,3%
6,25% - 6,50%	0	0,0%	1	3,1%
7,50% - 7,75%	2	6,1%	0	0,0%
7,75% - 8,00%	2	6,1%	0	0,0%
8,00% - 8,25%	2	6,1%	0	0,0%
8,25% - 8,50%	2	6,1%	0	0,0%
8,50% - 8,75%	3	9,1%	0	0,0%
8,75% - 9,00%	5	15,2%	0	0,0%
9,00% - 9,25%	8	24,2%	0	0,0%
9,25% - 9,50%	2	6,1%	0	0,0%
9,50% - 9,75%	1	3,0%	0	0,0%
9,75% - 10,00%	3	9,1%	0	0,0%
10,00% - 10,25%	1	3,0%	0	0,0%
10,25% - 10,50%	1	3,0%	0	0,0%
11,00% - 11,25%	1	3,0%	0	0,0%
Media	8,98%		4,58%	
Mediana	9,00%		4,46%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

Desde los últimos días de mayo, aumentó la percepción de fortaleza institucional debido al amplio debate alrededor de la agenda de reformas del Gobierno. Según analistas los efectos del ruido político podrían percibirse en una menor probabilidad de que las reformas presentadas sean aprobadas sin una discusión y conciliación previas. Así, entre el 30 de mayo y el 8 de junio, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -13 pb, -21 pb y -23 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 25 pb, -10 pb y -14 pb para dichos vencimientos.

El 7 de junio, el DANE reportó que la inflación anual de mayo fue inferior a la esperada por el mercado (12,36% a/a vs 12,60% esp) y se ubicó por debajo de la lectura anterior (12,86%). El IPC registró una variación m/m de 0,43% (ant: 0,78% m/m, esp: 0,65% m/m). Las reacciones de los analistas fueron mixtas, algunos porque prevén una pausa en el ciclo de alzas por parte del Banco de la República, mientras que otros creen que la potencial llegada del fenómeno del niño y otros eventos en segundo semestre podría ralentizar o revertir la tendencia de la tasa. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -21 pb, -24 pb y -26 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 9 pb, -5 pb y -8 pb para dichos vencimientos.

Por otra parte, la agencia calificadora de riesgo Moody's reiteró la calificación crediticia de Colombia en Baa2, el segundo nivel más bajo de grado de inversión, con una perspectiva estable, citando las sólidas instituciones del país. Asimismo, el banco inglés Barclays mejoró su recomendación sobre la deuda en dólares de Colombia a 'sobponderada' desde 'ponderación de mercado', en medio del ruido político y la mejora en los fundamentos económicos del país.

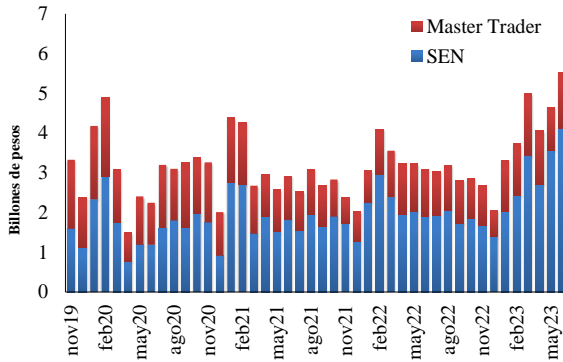
El 14 de junio, la agencia calificadora de riesgo Moody's estimó que la economía colombiana crecerá 1,5% en 2023 frente a su pronóstico inicial de 1%. Sin embargo, Los analistas señalaron incertidumbre en torno al marco fiscal presentado por el Gobierno, en el que se contempla una mayor emisión de deuda para este y el próximo año, y un déficit más elevado que el esperado por los mercados. Al finalizar la sesión de negociación las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 0 pb, 6 pb y 13 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -2 pb, 2 pb y 7 pb para dichos vencimientos.

El 20 de junio, el Congreso no aprobó la reforma laboral, luego de que no se completara el quorum para su votación. Al finalizar la sesión de negociación las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -18 pb, -24 pb y -21 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 10 pb, 5 pb y 1 pb para dichos vencimientos.

En lo transcurrido de junio, se han realizado seis subastas de TES por un monto total de \$2,2 b y un Bid to Cover promedio de 3,1 veces el monto inicial. El 6, 13 y 20 de junio se subastaron TCO con vencimiento al 5 de marzo del 2024. También el 15 de junio se subastaron TES COP con vencimiento en 2033, 2042 y 2050. Finalmente, el 7 y el 22 de junio se emitieron TES UVR con vencimiento al 2029, 2037 y 2049. Se destaca la sesión del 7 de junio por su Bid to Cover de 4,4 veces.

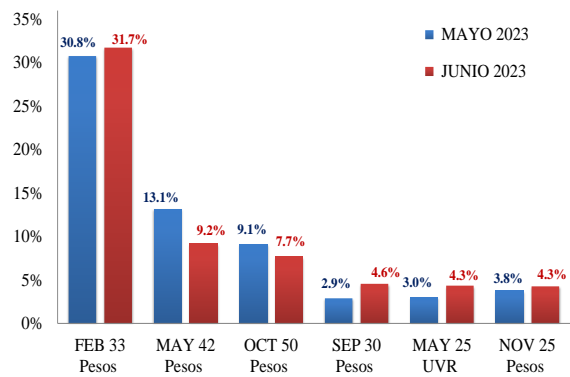
En lo corrido de junio, el monto promedio diario negociado ha sido \$5,51 billones, superior al observado el mes anterior (\$4,65 billones), y al registrado en junio de 2022 (\$3,09 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en febrero de 2033, cuya participación pasó de 30,8% al 31,7%, seguidos por los que vencen en mayo de 2042 cuya participación disminuyó de 13,1% a 9,2% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



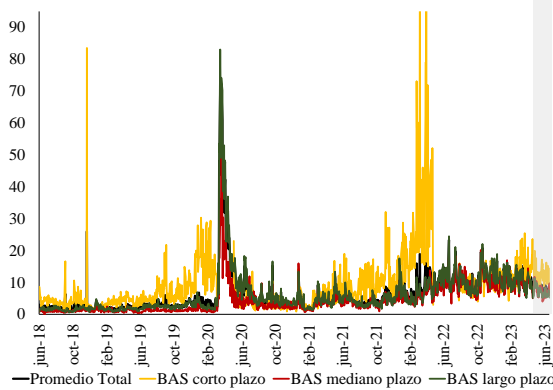
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep. Datos al 22 de junio de 2023.

Gráfico A2.3. TES más transados



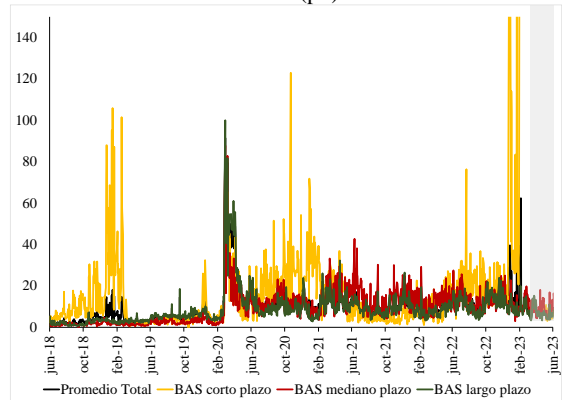
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 22 de junio de 2023.

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

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

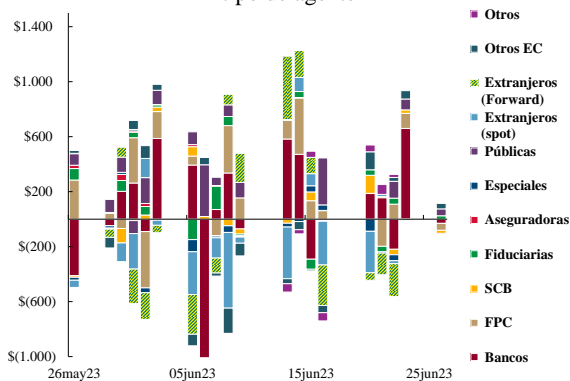


Con información al 23 de junio de 2023, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 12,3 pb (ant. 11,8 pb), 7,0 pb (ant. 6,8 pb) y 6,3 pb (ant. 7,1 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 6,7 pb (ant. 7,3 pb), 9,6 pb (ant. 8,6 pb) y 6,1 pb (ant. 5,5 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

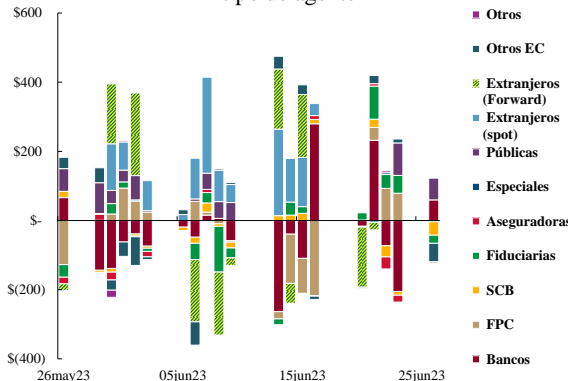
Posterior a la última reunión de la JDBR y con información hasta el 26 de junio de 2023, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron las entidades públicas (COP 1.724 mm), seguidas de los fondos de pensiones (COP 906 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los inversionistas extranjeros (COP 2.294 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron los inversionistas extranjeros (COP 1.406 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (COP 697 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

En lo corrido de 2023, los inversionistas extranjeros han realizado ventas netas de TES en pesos por COP 4.118 mm³² y ventas netas por COP 1.245 mm³³ de TES en UVR. Desde el 26 de mayo en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas vendieron en neto COP 1.088 mm y COP 1.955 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, y compraron en neto COP 133 mm en el tramo largo de TES en pesos. Por su parte, en este mismo periodo compraron en neto TES en UVR por COP 866 mm, COP -5 mm y COP 682 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. (Cuadro A3.1).

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

	Corrido del 2023	Corrido del 2023	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	(358)	(5,869)	(1,572)	543	1,560	531	145	17	(859)	(697)
Compañía de Financiamiento Comercial	-	(3)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	366	(278)	10	(71)	(43)	(104)	(39)	12	(97)	(124)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	8	(6,150)	(1,562)	472	1,517	427	107	29	(956)	(821)
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(22)	(0)	-	(24)	-	(24)	-	-	-	-
Terceros	9,126	(3,866)	(242)	90	1,082	929	(629)	(228)	826	(32)
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	9,104	(3,866)	(242)	66	1,082	906	(629)	(228)	826	(32)
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	(140)	(49)	(10)	(45)	155	101	(8)	95	(125)	(37)
Terceros	264	(75)	(4)	(3)	(10)	(17)	(37)	(2)	29	(11)
Extranjeros	0	(0)	-	0	0	0	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	125	(124)	(14)	(48)	145	83	(45)	93	(96)	(48)
Sociedades Fiduciarias										
Propia	13	(35)	22	(30)	(1)	(9)	10	24	(21)	14
Terceros	(12,771)	(3,799)	(1,180)	(822)	(330)	(2,333)	488	(38)	1,020	1,471
Extranjeros***	(2,827)	(317)	(651)	(1,183)	(426)	(2,260)	684	(5)	727	1,406
Extranjeros (TES verdes)****	86	-	-	-	(34)	(34)	-	-	-	-
FIC	823	(875)	(542)	119	13	(411)	(93)	-	(5)	(98)
Pasivos Pensionales	(11,810)	(5,173)	(6)	(1)	-	(6)	-	(1)	(1)	(2)
Total Sociedades Fiduciarias	(12,758)	(3,834)	(1,158)	(852)	(330)	(2,341)	499	(13)	1,000	1,485
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	662	952	17	2	73	91	(38)	(14)	3	(49)
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	662	952	17	2	73	91	(38)	(14)	3	(49)
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	(2,867)	(6,873)	(1,398)	(832)	969	(1,261)	(213)	(162)	1,732	1,357
Total Entidades Financieras Especiales**	19	(424)	(414)	(16)	(211)	(641)	4	-	1	6
Total Entidades Públicas****	23,348	8,191	445	351	928	1,724	125	133	288	547
Otros*****	269	(379)	(194)	80	151	37	(22)	-	3	(19)
Extranjeros	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	20,777	(5,634)	(3,123)	55	3,354	286	-	(0)	1,069	1,069

Fuente: Banrep. Información actualizada al 26 de junio de 2023. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 21 de abril de 2023. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop.

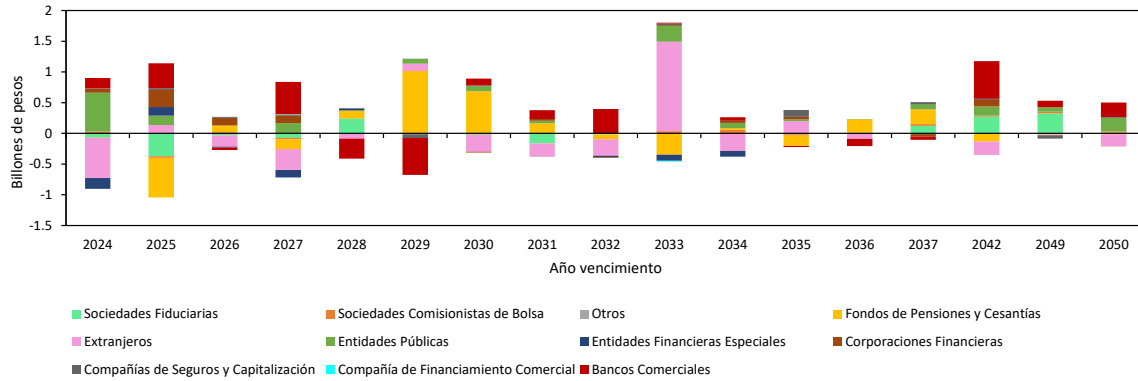
³² Las ventas en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 2.740 mm y en el mercado a futuro de COP 1.378 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado compras durante el 2023 del TES verde por valor de COP 86 mm.

³³ Las ventas netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 317 mm y en el mercado a futuro de COP 929 mm.

las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

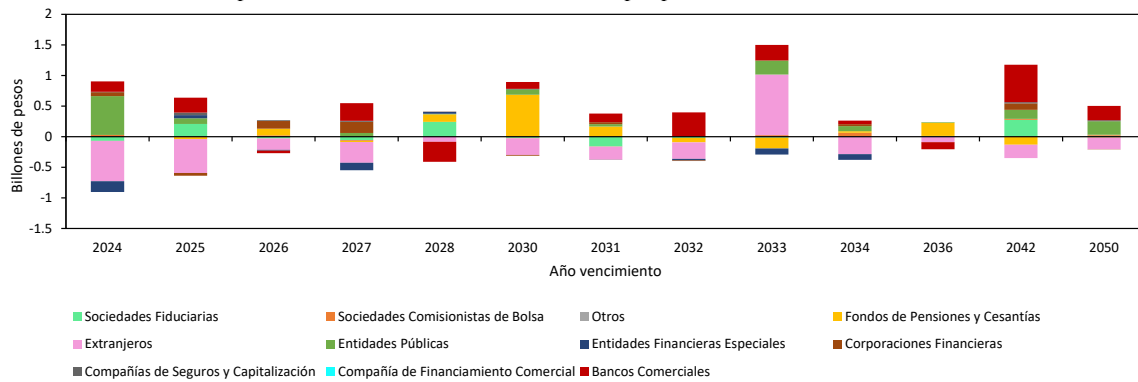
En los gráficos A3.3., A.3.4. y A3.5., se observan las compras por tipo de agente y año de vencimiento de TES en el mercado de contado desde la última reunión de la JDBR.

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



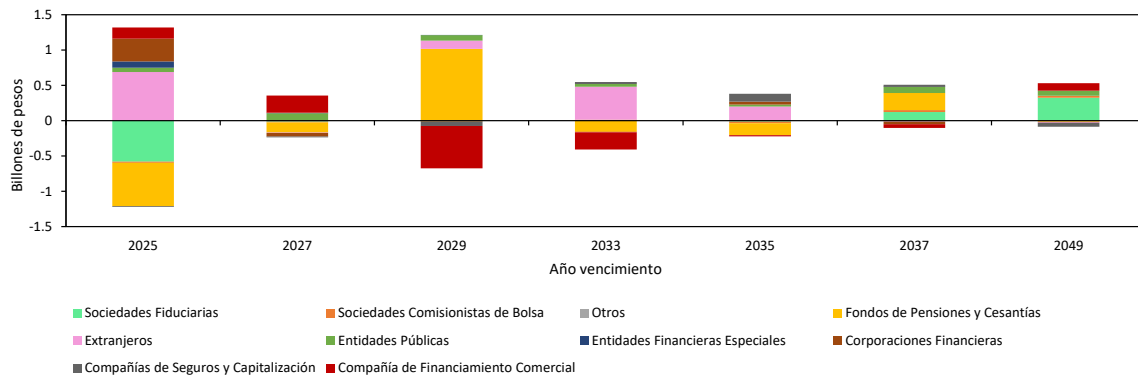
Fuente: Banrep. COP mm.

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



Fuente: Banrep. COP mm.

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

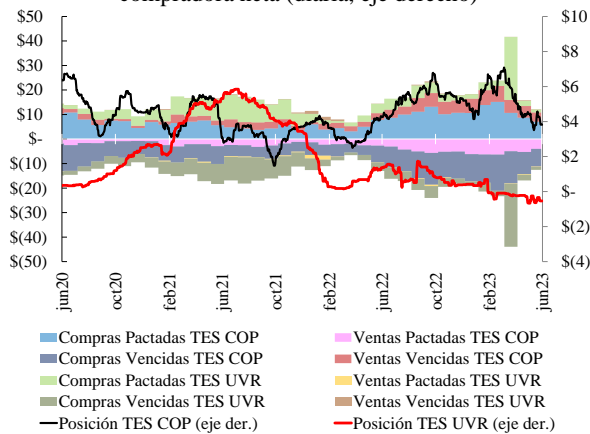


Fuente: Banrep. COP mm.

Por otra parte, con información al 23 de junio, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por COP 8.005 mm y COP 4.654 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 8.493

mm y COP 4.526 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó COP 615 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por COP 1.564 mm y COP 185 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 1.454 mm y COP 207 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF aumentó COP 131 mm (Gráfico A3.6). Así, el saldo de compras netas NDF de TES pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de COP 4.435 mm el 26 de mayo a COP 3.820 mm el 23 de junio del 2023, al tiempo que para TES UVR pasó de COP -664 mm a COP -534 mm entre ambas fechas.

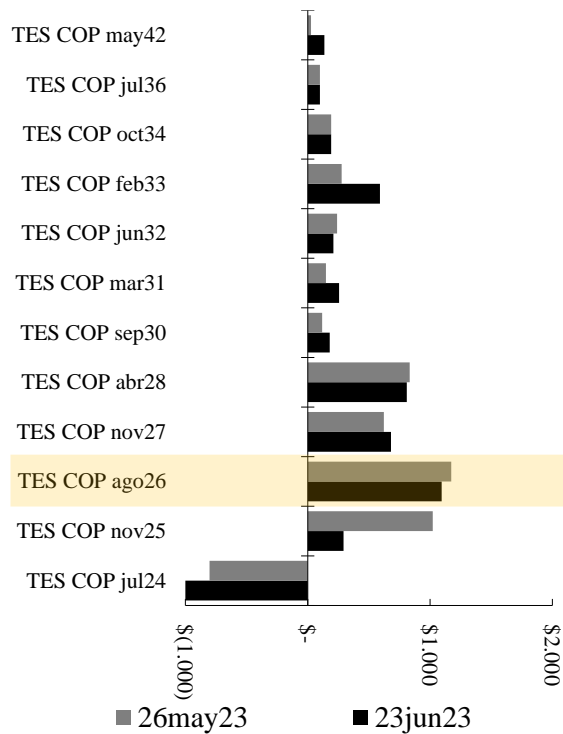
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



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

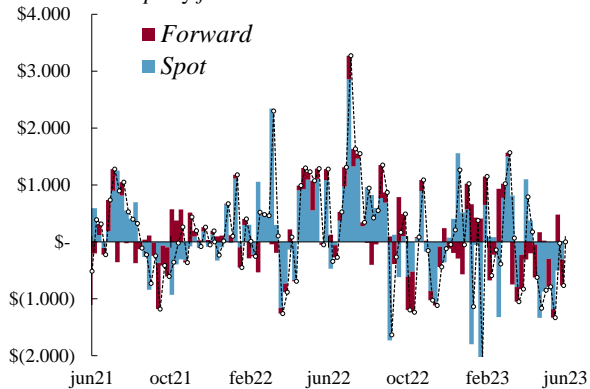
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



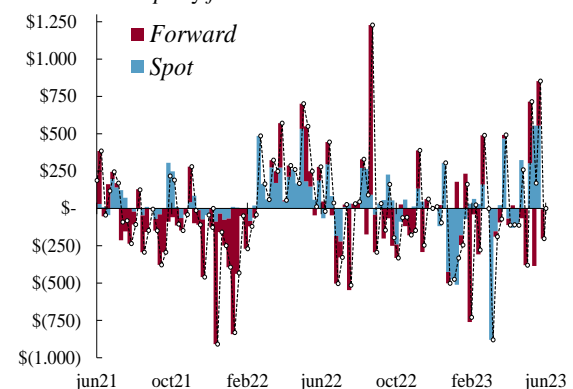
Fuente: Banrep. COP mm.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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

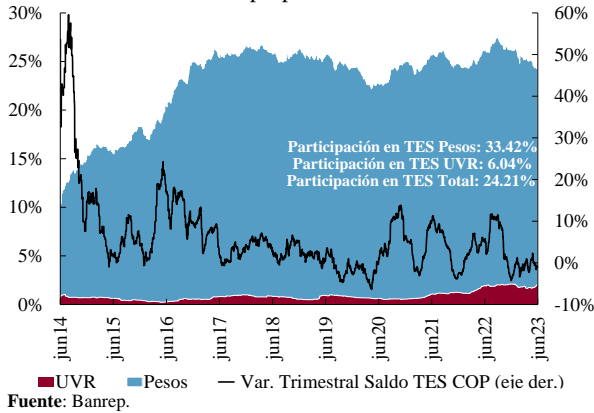
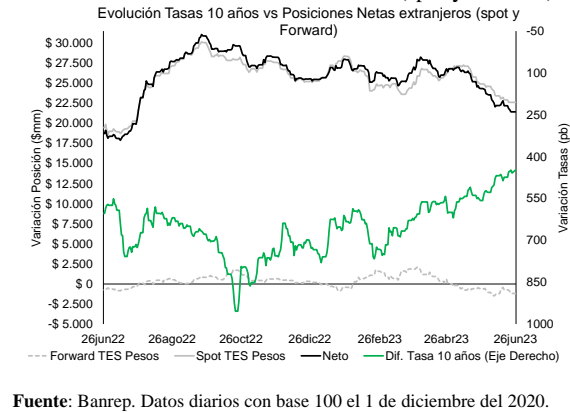


Gráfico A3.11. Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición neta del *offshore* (spot y forward)



Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2027, 2030, 2031, 2033, 2042 y 2050, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2024, 2025, 2026, 2028 y 2032, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2034 y 2036 (Gráfico A3.7). Por último, en el Cuadro A3.2 se presenta en agregado la evolución de la posición compradora neta de los inversionistas del exterior en TES, tanto en el mercado de contado como a futuro. Se observa que, desde la última reunión de la JDBR, la posición neta en TES pesos disminuyó COP 2.910 mm, y la posición neta en TES UVR aumentó COP 1.536 mm.

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

	TES pesos	TES UVR	Total
Compras netas en el mercado de contado (A)	-\$ 2,294	\$ 1,406	-\$ 889
Posición compradora neta a futuro (B)	-\$ 615	\$ 131	-\$ 485
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 8,005	\$ 1,564	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 4,654	\$ 185	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 8,493	\$ 1,454	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 4,526	\$ 207	
Posición compradora neta agregada (A+B)	-\$ 2,910	\$ 1,536	-\$ 1,374

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.8, A3.9, A3.10, A3.11 y en el Cuadro A3.2. Los Gráficos A3.8 y A3.9 presentan las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward* (en el caso de las ventas en el mercado *forward*, estas incorporan vencimientos). El Gráfico A3.10 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en el mercado de contado como porcentaje del *stock* total de TES en circulación. El Gráfico A3.11 presenta la evolución de las compras netas en TES en pesos de los inversionistas del exterior, tanto en el mercado de contado como a futuro, y las variaciones de la tasa de interés de los TES a 10 años. Finalmente, el Cuadro A3.3 muestra las compras netas de TES en los mercados *spot* y *forward*.

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

	2022			Corrido de 2023			abr-23			may-23			Corrido de jun-23		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES															
Pesos															
Sistema Financiero*	\$ (2,403)	\$ (1,426)	\$ (3,829)	\$ 8	\$ 1,231	\$ 1,239	\$ (3,213)	\$ 2,061	\$ (1,151)	\$ (792)	\$ 824	\$ 33	\$ 15	\$ 377	\$ 393
Offshore	\$ 14,974	\$ 1,426	\$ 16,400	\$ (2,740)	\$ (1,231)	\$ (3,972)	\$ 892	\$ (2,061)	\$ (1,170)	\$ (2,280)	\$ (824)	\$ (3,104)	\$ (1,892)	\$ (377)	\$ (2,270)
TES UVR															
Sistema Financiero*	\$ (328)	\$ 2,919	\$ 2,592	\$ (6,150)	\$ 929	\$ (5,221)	\$ 526	\$ 149	\$ 675	\$ 521	\$ 252	\$ 773	\$ (449)	\$ 43	\$ (405)
Offshore	\$ 3,739	\$ (2,919)	\$ 820	\$ (317)	\$ (929)	\$ (1,245)	\$ 269	\$ (149)	\$ 121	\$ 298	\$ (252)	\$ 46	\$ 1,189	\$ (43)	\$ 1,146

Cifras en COP mm. Información actualizada al 26 de junio del 2023 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

En el Gráfico A4.1 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes (incluyendo Colombia) desde el 26 de mayo, en lo corrido de 2023 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador subió para Medio Oriente/África (3,1%), Latinoamérica (2,6%), Europa (1,7%) y Asia (0,5%). El índice Total GBI-EM Global y el de Colombia presentaron incrementos de 1,07% y 5,52%, respectivamente.

Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio de economías emergentes por USD 10,4 mm, conformadas por entradas netas de USD 3,5 mm de renta fija y USD 6,9 mm de renta variable.

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

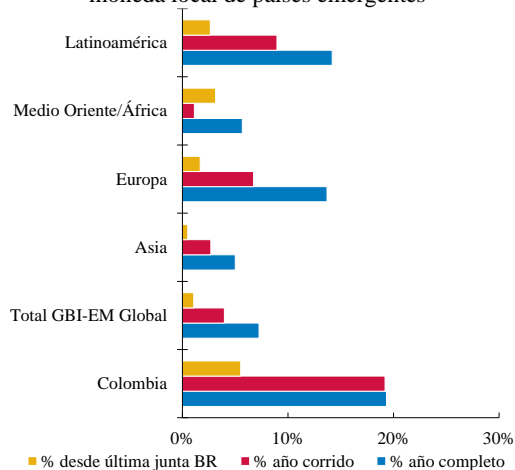
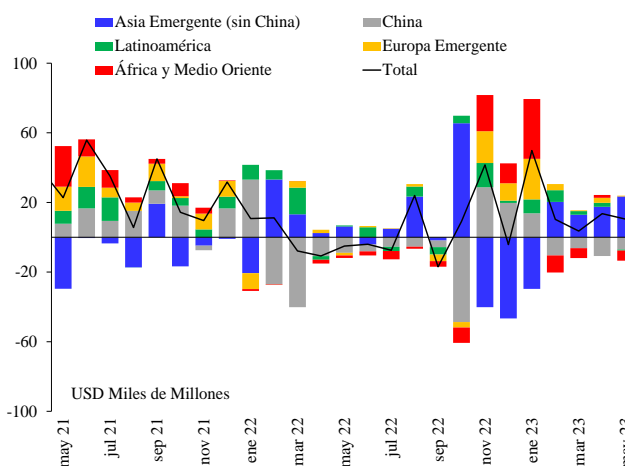


Gráfico A4.2. Flujos de portafolio hacia economías emergentes

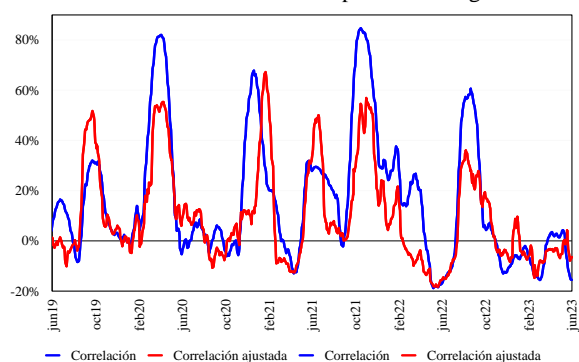


Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

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

Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Gráfico A4.3. Correlación pendientes región



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

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) disminuyó y se ubicó en 15,52%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) cayó y se ubicó en -6,42%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en mayor parte por factores idiosincráticos.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

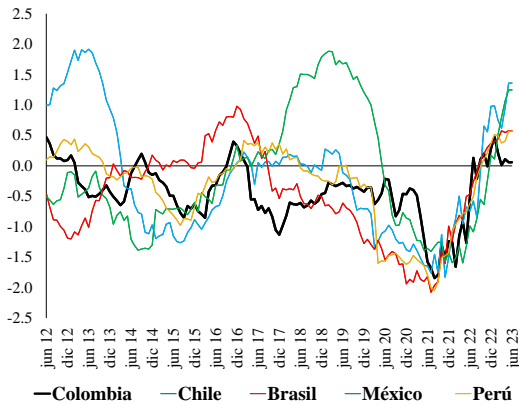
<i>Países desarrollados</i>				
5jun23	Banco de la Reserva de Australia	25	0	4,10%
7jun23	Banco de Canadá	25	0	4,75%
14jun23	Reserva Federal	0	0	[5,00% - 5,25%]
15jun23	Banco Central Europeo	25	25	4,00% / 4,25% / 3,25% *
15jun23	Banco de Japón	0	0	-0,1% / [-0,50% - 0,50%]**
22jun23	Banco Nacional Suizo	25	25	1,75%
22jun23	Banco de Noruega	50	25	3,75%
22jun23	Banco de Inglaterra	50	25	5,00%
<i>Países emergentes y de frontera</i>				
29may23	Banco Central de Kenia	0	0	9,50%
29may23	Banco Central de Lesoto	25	-	7,75%
31may23	Banco de Tailandia	25	25	2,00%
31may23	Banco de Mozambique	0	-	17,25%
31may23	Banco Nacional de Bulgaria	19	-	2,96%
31may23	Banco Central de la República Dominicana	-50	-	8,00%
31may23	Banco Central de Sri Lanka	-250	0	13,00%
31may23	Banco de Guatemala	0	-	5,00%
6jun23	Banco Nacional de Polonia	0	0	6,75%
6jun23	Banco de la Reserva de Zimbabue	1000	-	150,00%
7jun23	Banco de la Reserva de la India	0	0	4,50%
8jun23	Banco Nacional de Serbia	25	0	6,25%
8jun23	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	7,75%
9jun23	Banco de Rusia	0	0	7,50%
12jun23	Banco Estatal de Pakistán	0	0	21,00%
13jun23	Banco de Uganda	0	-	10,00%
14jun23	Banco de Namibia	50	-	7,75%
15jun23	Banco de Mauricio	0	-	4,50%
15jun23	Banco Central de la República de China (Taiwan)	0	0	1,88%
15jun23	Banco de Botsuana	0	-	2,65%
15jun23	Banco Nacional de Ucrania	0	0	25,00%
16jun23	Banco Central de Túnez	0	-	8,00%
19jun23	Banco Central de Chile	0	0	11,25%
19jun23	Banco Popular de China	-10	-10 / -15	3,55% / 4,20%***
20jun23	Banco Nacional de Hungría	0	0	13,00%
20jun23	Bank Al-Maghrib	0	-	3,00%
21jun23	Banco Nacional de Georgia	0	-	10,50%
21jun23	Banco Nacional de la República de Bielorrusia	-25	-	9,50%
21jun23	Banco Nacional Checo	0	0	7,00%
21jun23	Banco Central de Brasil	0	0	13,75%
22jun23	Banco Central de Filipinas	0	0	5,75%
22jun23	Banco de Indonesia	0	0	5,75%
22jun23	Banco Central de la República de Turquía	650	1150	15,00%
22jun23	Banco de México	0	0	11,25%
22jun23	Banco Central de Egipto	0	0	18,25%
23jun23	Banco Central del Paraguay	0	-	8,50%
26jun23	Banco Estatal de Pakistán	100	-	22,00%
26jun23	Banco Central de Kenia	100	-	10,50%
26jun23	Banco de la Reserva de Zimbabue	-	-	--

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

**Corresponde a la tasa de política monetaria y al rango objetivo del bono soberano de diez años.

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

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

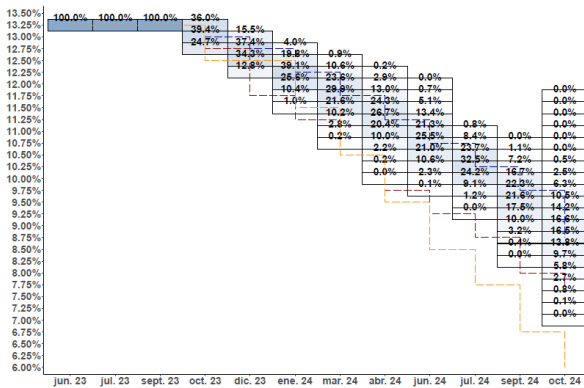


Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales desde el 2005. Se puede observar que Colombia presenta el valor más bajo de este indicador dentro de la muestra, siendo el único país para el cual disminuyó en mayo. Adicionalmente, con los últimos datos disponibles, en lo corrido de junio este indicador no ha presentado cambios y se encuentra por encima de su media histórica para el conjunto de países.

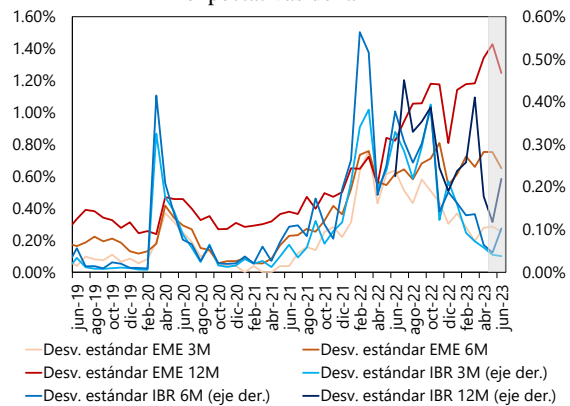
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS

Cuadro A6.1. 26 de mayo de 2023



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

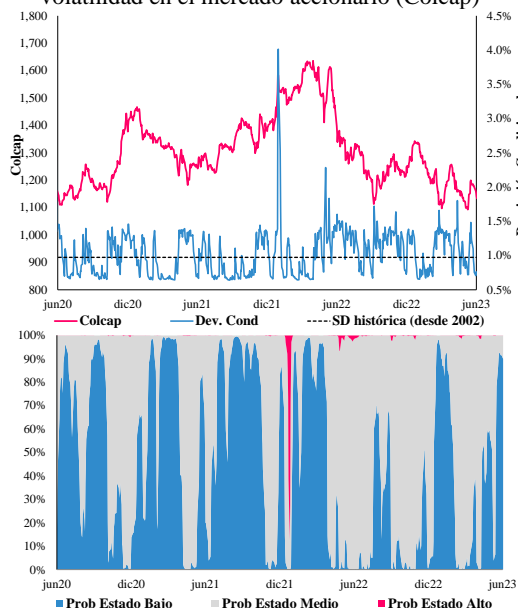
Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



Fuente y Cálculos: Banrep.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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

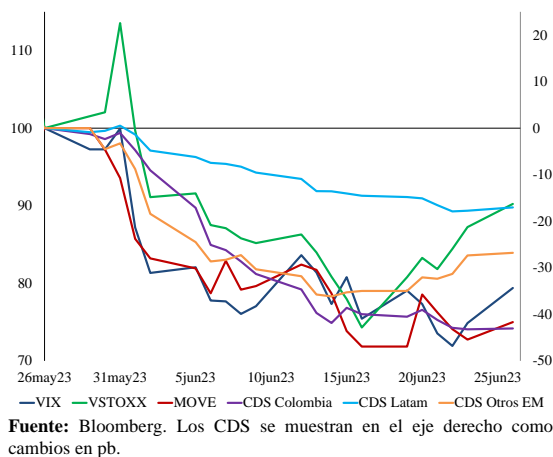


Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

Entre el 26 de mayo y el 26 de junio de 2023 el MSCI COLCAP se valorizó 3,4%. Las acciones que tuvieron el mejor desempeño durante el periodo fueron PF-Grupo Sura (17,3%), PF-Cementos Argos (14,7%) y Promigas (12,5%). En lo corrido de junio de 2023, la volatilidad promedio del mercado accionario cayó y el 26 de junio el MSCI COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.1).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg. Los CDS se muestran en el eje derecho como cambios en pb. indicadores aumentaron en España (obs: 134; ant: 85), Alemania (obs: 516; ant: 470), Reino Unido (obs: 250; ant: 219) y Francia (obs: 295; ant: 270), mientras que en Italia (obs: 115; ant: 157) disminuyó (Gráficos A8.2 y A8.3).

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

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) aumentó en EE.UU. al pasar de 131 en abril a 181 en mayo. Asimismo, los indicadores de política monetaria (obs: 255; ant: 162), fiscal (obs: 220; ant: 135), sanitaria (obs: 232; ant: 160) y comercial (obs: 98; ant: 46) aumentaron. Por su parte, en Europa estos

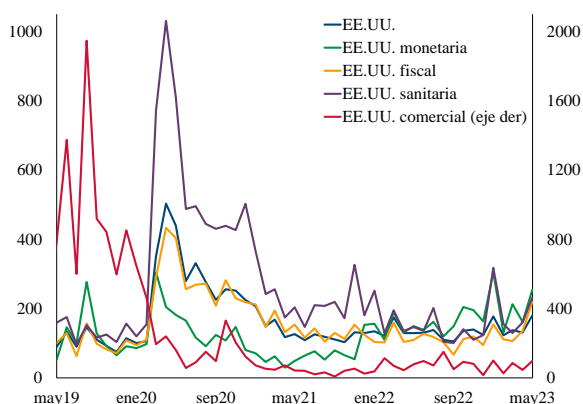
³⁴ Al 20% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 26%).

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

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

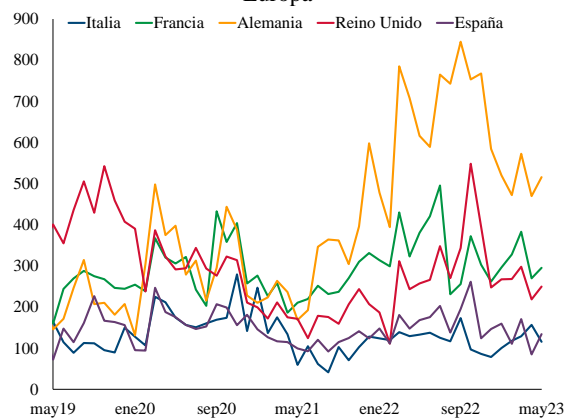
³⁷ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	May. 23		Esperada a Diciembre 2023		Vigente	Esperada a Diciembre 2023		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2023	
	Esp.	Obs.	May. 23	Jun. 23		May. 23	Jun. 23	Esp.	Obs.	May. 23	Jun. 23
Colombia	12.60%	12.36%	9.04%	8.98%	13.25%	11.75%	11.75%	3.40%	3.00%	1.15%	1.50%
Chile	8.90%	8.70%	5.00%	4.70%	11.25%	8.50%	8.50%	-0.90%	-0.63%	-0.50%	-0.50%
México	5.88%	5.84%	5.06%	5.00%	11.25%	11.25%	11.00%	3.80%	3.73%	1.62%	1.90%
Perú	7.90%	7.89%	4.02%	4.40%	7.75%	6.50%	6.75%	-0.40%	-0.40%	1.92%	1.89%
Brasil	4.04%	3.94%	5.80%	5.06%	13.75%	12.50%	12.25%	3.10%	4.00%	1.20%	2.18%
Ecuador	n.d.	1.97%	2.10%	2.05%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.33%	2.22%	2.16%
Argentina	116.40%	114.20%	120.66%	133.61%	97.00%	91.00%	100.50%	1.50%	1.30%	-2.63%	-2.89%
EE.UU.	4.10%	4.00%	4.00%	4.10%	5% - 5.25%	5.15%	5.20%	1.40%	1.30%	0.80%	1.30%
India	4.31%	4.25%	5.26%	5.30%	6.50%	6.25%	6.50%	5.00%	6.06%	5.99%	5.93%
Sudáfrica	6.50%	6.30%	5.60%	6.00%	7.00%	7.20%	7.90%	0.10%	0.20%	1.00%	0.20%
China	0.20%	0.20%	2.30%	2.10%	1.90%	2.02%	1.99%	4.00%	4.50%	5.30%	5.53%
Rusia	2.46%	2.51%	5.80%	5.50%	7.50%	7.50%	7.55%	-1.90%	-1.80%	-2.50%	-0.30%
Turquía	39.20%	39.59%	45.00%	45.40%	15.00%	17.40%	17.90%	3.50%	4.00%	2.70%	2.70%
Noruega	6.30%	6.70%	4.50%	5.20%	3.75%	3.00%	3.65%	0.10%	0.20%	0.90%	1.20%
Costa Rica	n.d.	0.88%	3.65%	3.20%	7.00%	6.00%	5.75%	n.d.	4.00%	2.77%	2.80%
El Salvador	n.d.	4.40%	4.88%	4.61%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.30%	1.92%	1.95%
Guatemala	n.d.	6.54%	5.02%	5.20%	5.00%	4.75%	4.75%	n.d.	3.50%	3.20%	3.20%
Honduras	n.d.	6.60%	7.19%	7.19%	3.00%	3.25%	3.25%	n.d.	3.20%	3.16%	3.13%
Panamá	n.d.	0.40%	2.30%	2.40%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.80%	5.00%
Paraguay	n.d.	5.10%	4.72%	4.72%	8.50%	7.10%	7.10%	n.d.	7.90%	4.18%	4.20%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 26 de junio.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 23 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 junio. La TPM corresponde a la tasa repo de siete días.

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

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

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 1T23, excepto en Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras y Paraguay, cuya información corresponde al 4T22.

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