



# Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

---



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

VERSIÓN PÚBLICA

## DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALLES

### CONTENIDO

1. ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS .....	2
1.1. Análisis del BEI y comportamiento de la deuda soberana .....	2
1.2. Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona .....	9
1.3. Expectativas de inflación local a partir de encuestas .....	10
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	12
2.1. Expectativas de TPM .....	12
2.2. Expectativas de crecimiento económico .....	14
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO .....	16
4. RECUADROS/ANEXOS .....	18
Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.....	18
Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local .....	23
Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local.....	26
Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región .....	30
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos .....	31
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg) .....	34
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes .....	35
Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional .....	36
Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países.....	37

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

## 1.1. Análisis del BEI y comportamiento de la deuda soberana

Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR, 30 de agosto), y con información hasta el 24 de septiembre, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 34 pb, 34 pb, 35 pb, 37 pb y 37 pb para los plazos a 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, el 24 de septiembre el BEI se ubicó en 2,68%, 3,26%, 3,69%, 4,22% y 4,63% para los plazos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, en su orden (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de desvalorizaciones de los TES en pesos superiores a las desvalorizaciones de los TES denominados en UVR (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de septiembre contra las tasas promedio de agosto, se observan aumentos del BEI de 26 pb, 30 pb, 31 pb, 30 pb y 21 pb para los tramos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente<sup>1</sup>.

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

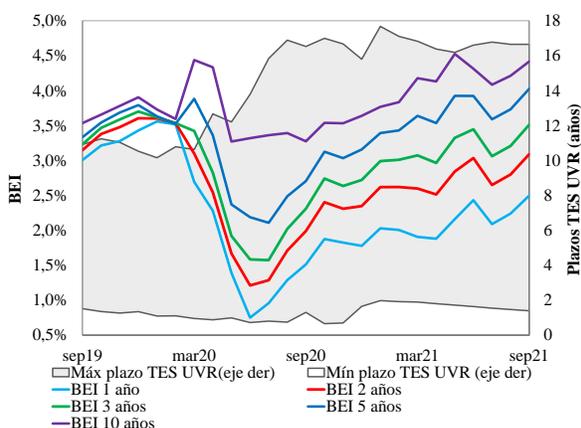
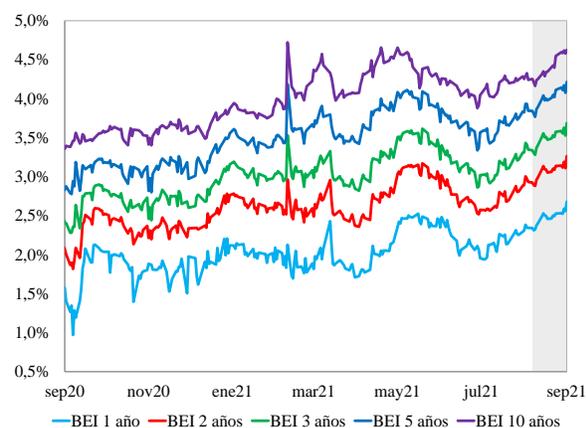


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

Punto a punto (plazo en años)										
	TES pesos					TES UVR				
	1	2	3	5	10	1	2	3	5	10
<b>30ago21</b>	2,94%	4,06%	4,94%	6,18%	7,65%	0,60%	1,13%	1,60%	2,33%	3,39%
<b>24sep21</b>	3,42%	4,61%	5,53%	6,79%	8,18%	0,74%	1,34%	1,84%	2,57%	3,56%
	<b>Variaciones pb</b>									
	<b>48</b>	<b>55</b>	<b>59</b>	<b>61</b>	<b>54</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>17</b>
<b>Var. BEI</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>37</b>					

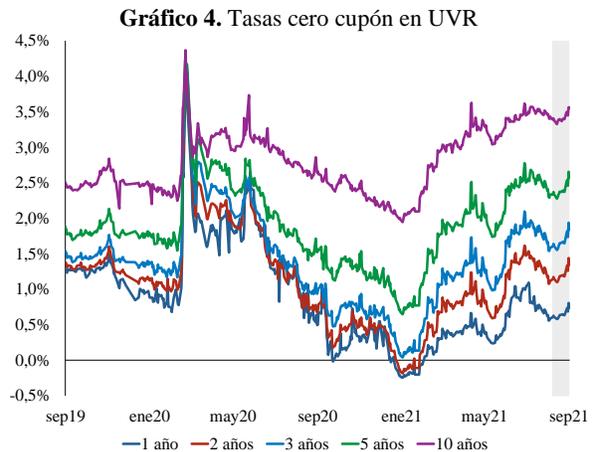
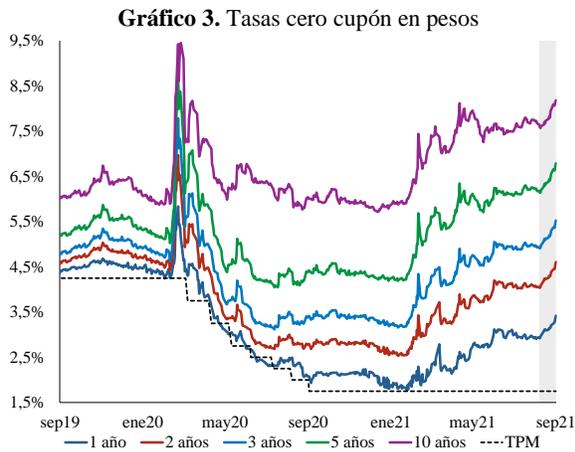
  

Promedios mensuales										
	TES pesos					TES UVR				
	1	2	3	5	10	1	2	3	5	10
<b>ago21</b>	2,94%	4,07%	4,96%	6,21%	7,70%	0,70%	1,27%	1,75%	2,48%	3,48%
<b>sep21*</b>	3,15%	4,30%	5,20%	6,44%	7,84%	0,65%	1,21%	1,68%	2,40%	3,42%
	<b>Variaciones pb</b>									
	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>15</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>Var. BEI</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>21</b>					

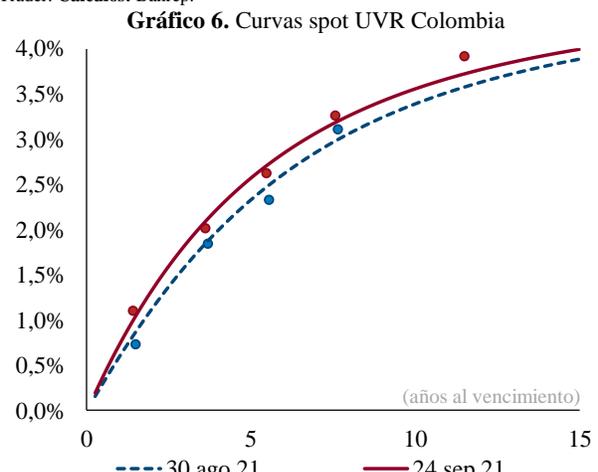
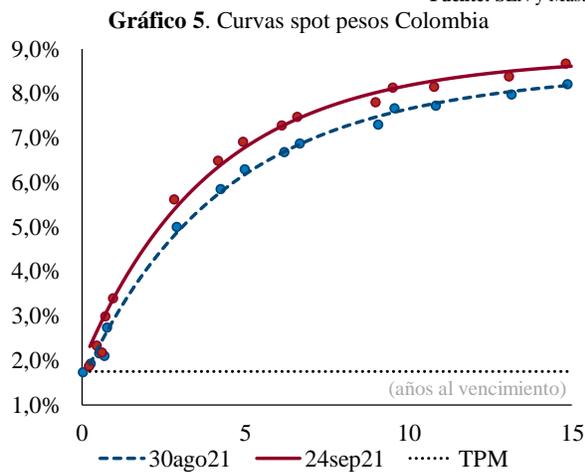
\*Información disponible al 24 de septiembre de 2021.

Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

<sup>1</sup> El BEI promedio de septiembre se ubica en 2,50%, 3,10%, 3,52%, 4,04% y 4,43% para los plazos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. En el Anexo 2 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los Swaps UVR (swap BEI).



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

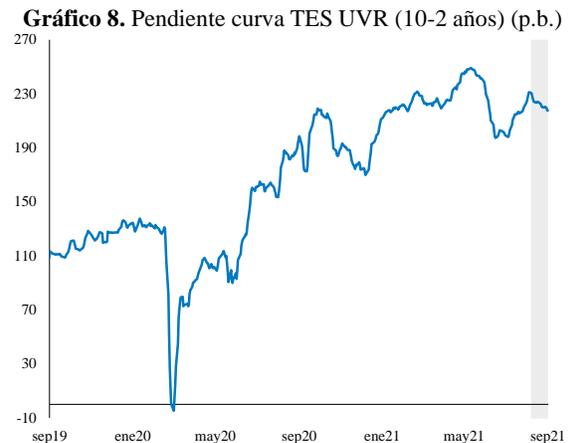
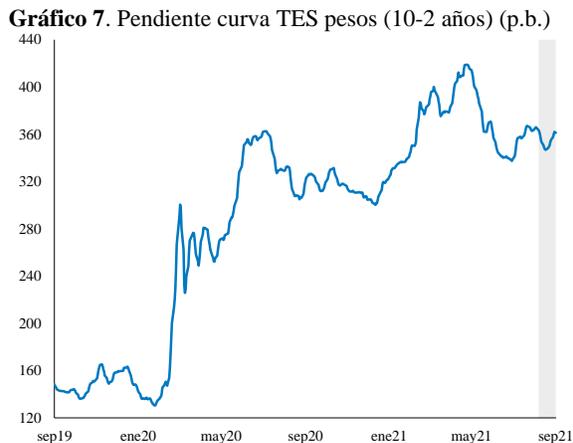


Plazo (años)	2	3	5	10
Cambio (pb)	55	59	61	54

Plazo (años)	2	3	5	10
Cambio (pb)	21	24	24	17

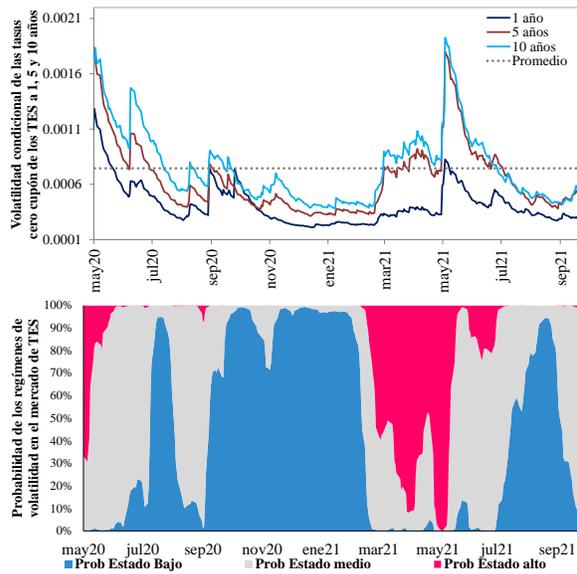
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años disminuyó 1 pb para la curva de rendimientos de TES denominada en pesos, y 4 pb para la curva denominada en UVR (Gráficos 7 y 8).



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

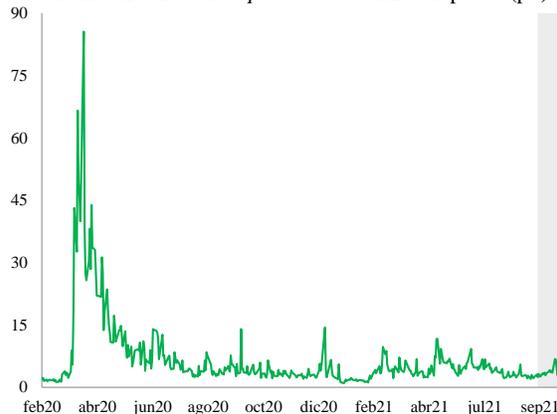
**Gráfico 9.** Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



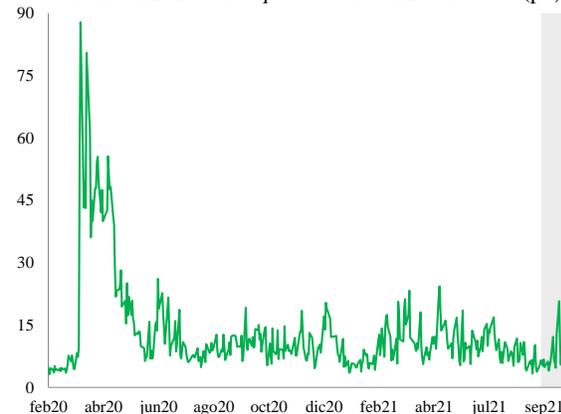
**Fuente:** Banrep, BVC. **Cálculos:** Banrep. **Nota:** La volatilidad condicional se estima mediante un modelo GARCH (1,1) sobre la tasa cero cupón de los TES en pesos para los plazos a 1, 5 y 10 años. Las probabilidades de los regímenes de volatilidad en el mercado de TES se calcularon con un modelo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

En lo corrido de septiembre la volatilidad en el mercado de TES subió, aunque se ubicó por debajo del promedio histórico y se encuentra en un estado de volatilidad medio (Gráfico 9). Respecto a la liquidez del mercado de TES, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio durante lo corrido de septiembre se ubicó por encima de lo observado en agosto (Gráficos 10 y 11); al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en pesos aumentó ligeramente, mientras que la de los TES en UVR disminuyó frente a la observada el mes anterior<sup>2</sup> (Gráficos 12 y 13).

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

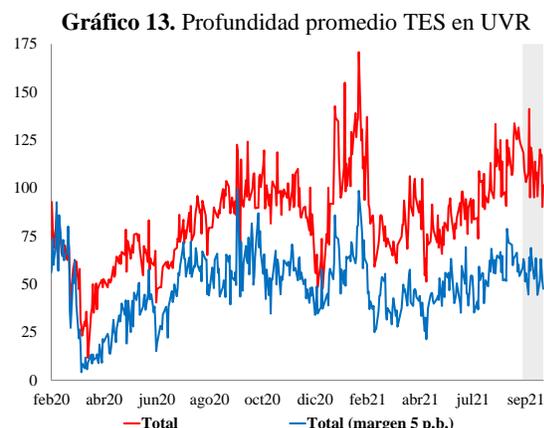
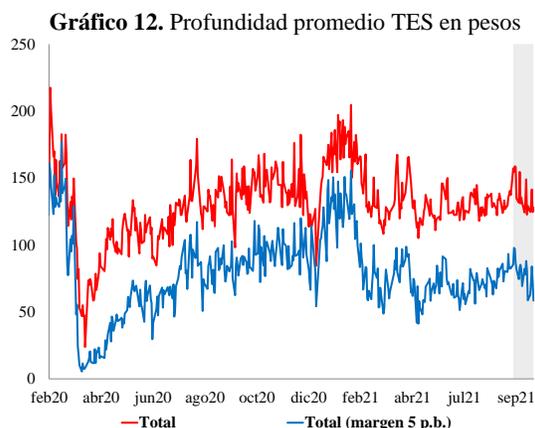


**Gráfico 11.** *Bid-Ask spread* de los TES en UVR (pb)



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

<sup>2</sup> Al 24 de septiembre el BAS promedio se ubicó en 4,0 pb y 7,8 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles promedio de 3,0 pb y 6,6 pb observados durante agosto. Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de \$134,4 mm a \$135,6 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR disminuyó de \$115,9 mm a \$109,3 mm.



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

Desde la última reunión de la JDBR, los TES denominados en pesos presentaron desvalorizaciones, en línea con lo observado en EE.UU. y los demás países de la región. Estas desvalorizaciones se dieron en un contexto de mayores presiones inflacionarias, y como consecuencia de lo anterior, de expectativas de un retiro del estímulo monetario a nivel global más rápido de lo que se esperaba en agosto. Este retiro sería implementado mediante: *i*) la reducción de los programas de compras de activos, en línea con los anuncios de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo durante sus reuniones de septiembre; y *ii*) el aumento de tasas de interés, de acuerdo con el anuncio del Banco de Inglaterra durante su última reunión de dejar abierta la posibilidad de comenzar a subir tasas antes de culminar el programa de compra de activos (ver Anexo 5).

Por otro lado, las desvalorizaciones de los títulos de la región también estuvieron relacionadas con una mayor percepción de riesgo a nivel global como consecuencia del aumento de casos asociados a la variante Delta y los temores sobre la situación financiera de Evergrande, una de las inmobiliarias más grandes de China. A nivel local, los TES en pesos también se vieron afectados por la reversión de los flujos por parte de inversionistas extranjeros, principalmente durante la segunda mitad de septiembre. Desde la última reunión de la JDBR, se han observado salidas netas por \$747 mm (mercado de contado y a futuro), principalmente desde el 10 de septiembre; a partir de entonces las salidas netas han sumado \$1.465 mm<sup>3</sup>. Adicionalmente, algunos agentes del mercado mencionaron que los TES también pueden haber estado afectados por: *i*) la mayor incertidumbre política conforme se acercan las elecciones presidenciales de 2022; y *ii*) el menor apetito de TES por parte de los creadores de mercado, mientras esperan el resultado de la primera emisión de TES verdes el próximo 29 de septiembre. En contraste, estas desvalorizaciones pudieron haber estado contenidas por las compras significativas de entidades públicas en el mercado de contado (\$3.071 mm<sup>4</sup>).

Por su parte, el tramo corto de la curva denominada en pesos se ha visto afectado por las expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva en Colombia, lo anterior asociado con la publicación del dato de inflación de agosto (4,44%), por encima de lo esperado por el mercado (4,2%), las expectativas de mayor inflación y crecimiento económico, y las decisiones de política monetaria en Chile, Brasil y Perú durante lo corrido de septiembre<sup>5</sup>. Por otro lado, las

<sup>3</sup> Desde la última reunión de la JDBR las ventas pactadas en el mercado de contado de TES en pesos fueron de \$311 mm, mientras que en el mercado a futuro se registraron ventas netas de vencimientos por \$436 mm. Desde el 10 de septiembre las ventas pactadas en el mercado de contado fueron de \$1.029 mm, mientras que en el mercado a futuro se registraron ventas netas de vencimientos por \$436 mm.

<sup>4</sup> Esta cifra corresponde a compras netas totales.

<sup>5</sup> En Chile, el Banco Central sorprendió al mercado al aumentar por unanimidad la TPM en 75 pb, mientras que el mercado esperaba un aumento de 50 pb. En Perú, a comienzos del mes el mercado esperaba un aumento de 25 pb; no obstante, tras la sorpresa de inflación de agosto al alza, el mercado comenzó a descontar el aumento de 50 pb que finalmente anunció el Banco Central el 9 de septiembre. Por

desvalorizaciones de este tramo también pudieron haber estado contrarrestadas por la alta demanda de títulos a este plazo en el mercado de contado por parte de entidades públicas (\$1.396 mm<sup>6</sup>).

Por último, los TES denominados en UVR se comportaron en línea con lo observado en los TES en pesos. Sin embargo, estas desvalorizaciones estuvieron contenidas por las expectativas de mayor inflación, tras la publicación del dato de inflación de agosto. Adicionalmente, varios analistas mencionaron que estas desvalorizaciones se presentaron en un contexto de menor liquidez en este mercado.

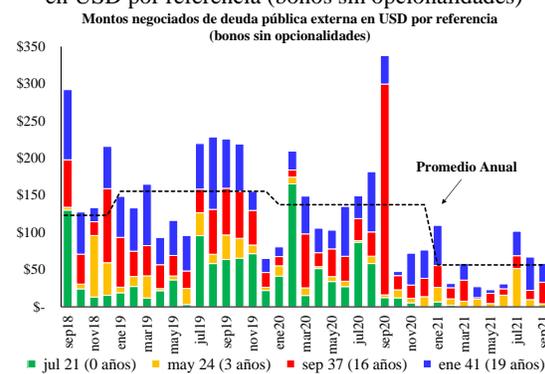
Por otro lado, el nivel del BEI de un año frente al dato promedio de las encuestas para el cierre de 2021 continúa ubicándose en niveles inferiores debido a la demanda de entidades públicas por TES en pesos. Esta diferencia se mantuvo relativamente estable (aumentó de 174 pb a 187 pb).

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg. USD m.

Fuente: Bloomberg. USD m. El dato del último mes corresponde a una aproximación con información al 24 de septiembre del 2021.

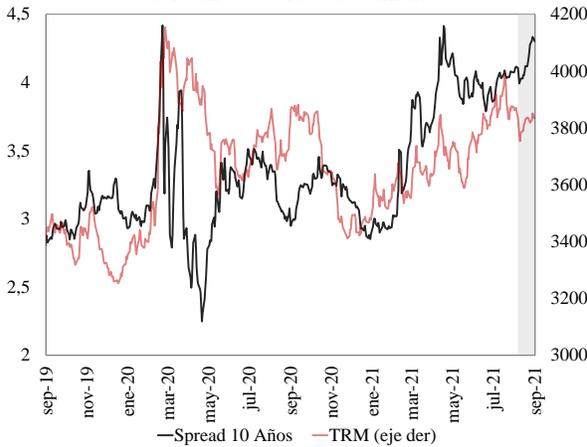
En los Gráficos 14 y 15 se muestra la evolución de los rendimientos y los montos negociados de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares que se transan en los mercados internacionales<sup>7</sup>. Desde el 30 de agosto, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 16 y 19 años presentaron aumentos de 24 pb, 27 pb y 30 pb, respectivamente, en un escenario de liquidez similar al observado en promedio durante lo corrido del año. El margen entre la deuda pública local a 10 años denominada en pesos frente a la deuda pública externa a 10 años denominada en dólares aumentó 18 pb durante el periodo analizado, debido a las mayores desvalorizaciones de la deuda local frente a la externa (Gráfico 16).

último, el Banco Central de Brasil aumentó la TPM en 100 pb, en línea con lo esperado, pero proyectó un aumento de igual magnitud durante su próxima reunión.

<sup>6</sup> Esta cifra corresponde a compras netas totales.

<sup>7</sup> Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada con alta liquidez.

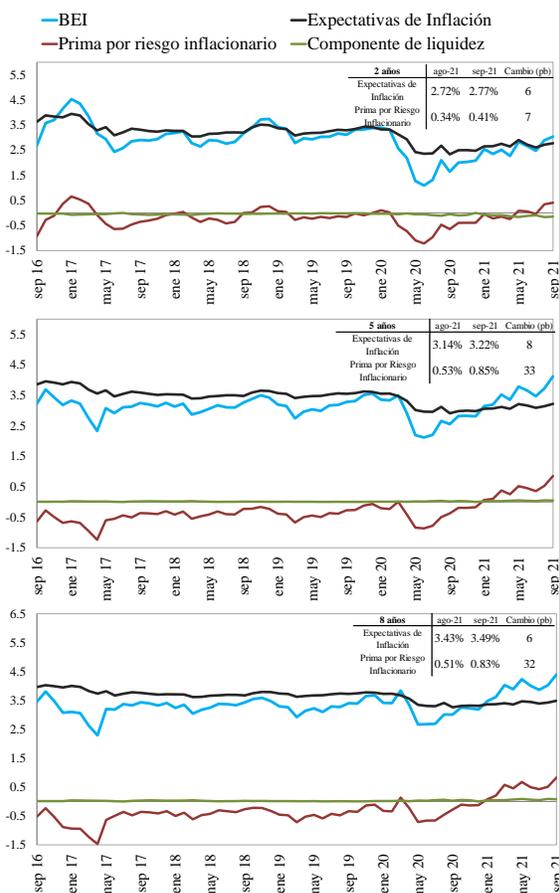
**Gráfico 16.** Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

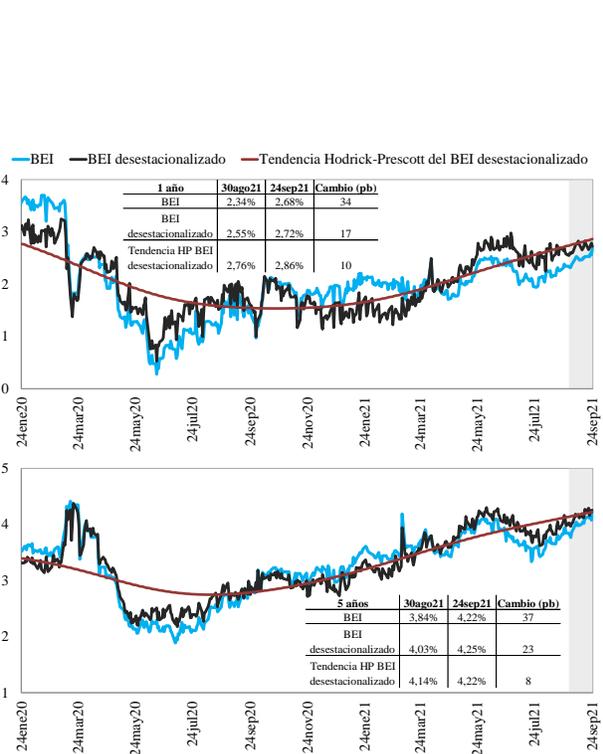
En el Gráfico 17, con información al 24 de septiembre y tomando el último dato de cada mes, se presenta la descomposición del BEI a 2, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. Se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,77% (ant: 2,72%), para los próximos 5 años sea 3,22% (ant: 3,14%) y para los próximos 8 años sea 3,49% (ant: 3,43%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio subieron 7 pb, 33 pb y 32 pb, y se ubicaron en 0,41%, 0,85% y 0,83% para los plazos a 2, 5 y 8 años, respectivamente. En el Gráfico 18 se compara el BEI desestacionalizado a 1 y 5 años con su tendencia estimada de acuerdo con el filtro de Hodrick- Prescott. El BEI desestacionalizado aumentó a 2,72% para el plazo de 1 año (ant: 2,55%), y a 4,25% para el plazo de 5 años (ant: 4,03%), al tiempo que su tendencia refleja expectativas de inflación promedio para los próximos 1 y 5 años de 2,86% (ant: 2,76%) y 4,22% (ant: 4,14%), respectivamente.

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



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

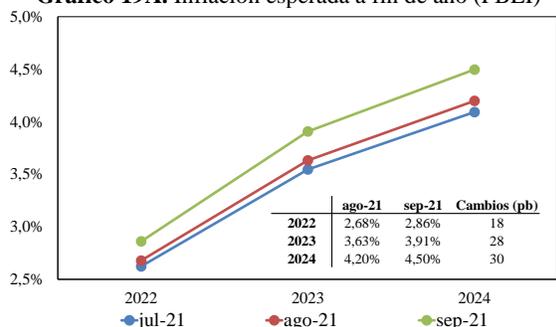
**Gráfico 18.** Filtro HP BEI desestacionalizado



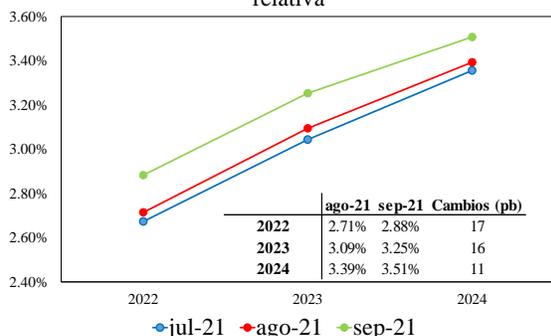
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

El Gráfico 19A muestra la estimación de la inflación anual para los años 2022, 2023 y 2024, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 2,86%, 3,91% y 4,50%, respectivamente<sup>8</sup>. El Gráfico 19B muestra la misma medida neta de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, la cual se ubicó en 2,88%, 3,25% y 3,51% para los mismos plazos<sup>9</sup>. Por otro lado, respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término de los TES en pesos subieron 39 pb y 34 pb para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente. En cuanto a las tasas neutras al riesgo, estas subieron 22 pb y 11 pb, y se ubicaron en 3,80% y 3,95% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 20).

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

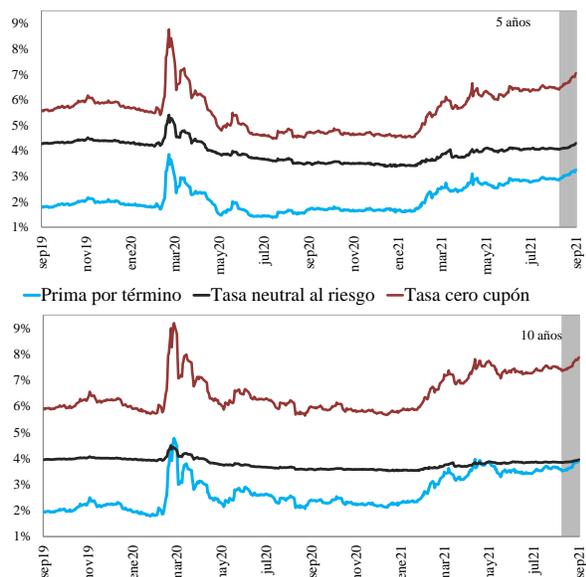


**Gráfico 19B.** Inflación esperada a fin de año a partir del FBEI neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

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

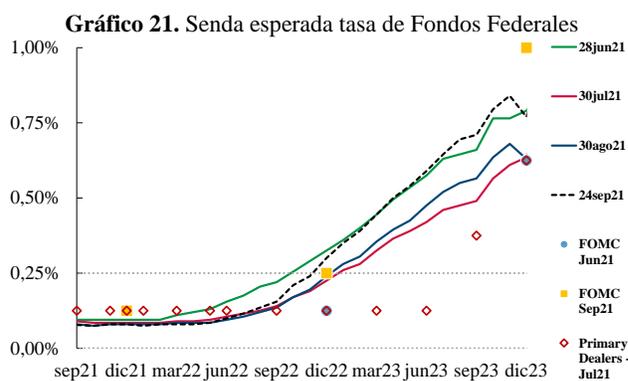


Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

<sup>8</sup> Frente a las estimaciones del mes anterior, la inflación esperada para 2022 aumentó de 2,68% a 2,86%, para 2023 de 3,63% a 3,91%, y para 2024 de 4,20% a 4,50%.

<sup>9</sup> Frente a las estimaciones del mes anterior, la inflación esperada para 2022 aumentó de 2,71% a 2,88%, para 2023 de 3,09% a 3,25% y para 2024 de 3,39% a 3,51%.

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



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

probabilidad de posibles incrementos aumentó de 57% a 69% (Cuadro 2 y Anexo 5<sup>11</sup>).

A partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, no habrá cambios en estas hasta finales del 2022, cuando tendría lugar el primer incremento. La tasa esperada para diciembre de 2021 se mantuvo alrededor de 0,08% (Gráfico 21). Adicionalmente, según el CME<sup>10</sup>, la probabilidad de que el rango de tasas de los fondos federales se ubique en diciembre del 2022 en un nivel entre 0% y 0,25%, tal que no presente cambios frente al nivel actual, pasó de 43% a 31%, mientras que la

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

	0%-0,25%	0,25%-0,5%	0,5%-0,75%	0,75%-1%	1%-1,25%
30ago21	43%	39%	15%	3%	0%
23sep21	31%	42%	22%	5%	1%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange. \*Rango actual.

El 22 de septiembre la Reserva Federal actualizó sus proyecciones económicas. En estas se evidencia una reducción de las perspectivas sobre la recuperación de la economía estadounidense para cierre de año, frente a sus estimaciones de junio de 2021:

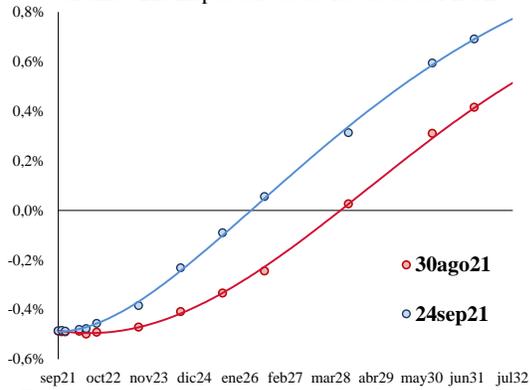
- La tasa de crecimiento esperada para 2021 disminuyó de 7,0% a 5,9%. En cuanto al pronóstico para 2022 y 2023 aumentó a 3,8% y 2,5%, respectivamente (desde 3,3% y 2,4%, respectivamente), al tiempo que su pronóstico para el largo plazo (LP) se mantuvo en 1,8%.
- La tasa de desempleo esperada para 2021 aumentó de 4,5%, a 4,8%, mientras que para 2022, 2023 y el LP se mantuvo en 3,8%, 3,5% y 4,0%, en su orden.
- La inflación PCE esperada para 2021 y 2022 aumentó a 4,2% y 2,2% respectivamente (desde 3,4%, 2,1% respectivamente). Para el 2023 y el LP continuó ubicándose en 2,2% y 2% respectivamente.
- La inflación PCE núcleo esperada para 2021, 2022 y 2023 también aumentó a 3,7%, 2,3%, y 2,2% respectivamente (desde 3%, 2,1% y 2,1% respectivamente).
- Por último, la mediana de la tasa de los fondos federales se mantuvo estable en el nivel actual para 2021 y en 2,5% en el largo plazo. Sin embargo, para 2022 y 2023 la mediana aumentó a 0,25% y 1%, respectivamente (desde 0,125%, y 0,6% respectivamente).

Tras la reunión del 21 y 22 de septiembre, el mercado interpretó la posición de la Reserva Federal como *hawkish*. Sin embargo, las proyecciones de crecimiento económico disminuyeron tras la desaceleración que ha presentado la economía y el impacto que ha generado la variante delta. En cuanto al programa de compra de activos, la Fed considera que, si el progreso económico continúa al ritmo esperado, será necesario moderar pronto el ritmo de compras. De esta manera, el mercado prevé que la Fed comience a recortar el programa de compras a partir de noviembre del presente año.

<sup>10</sup> Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

<sup>11</sup> Específicamente, el Gráfico A5.3 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.

**Gráfico 22.** Expectativas de las tasas del BCE



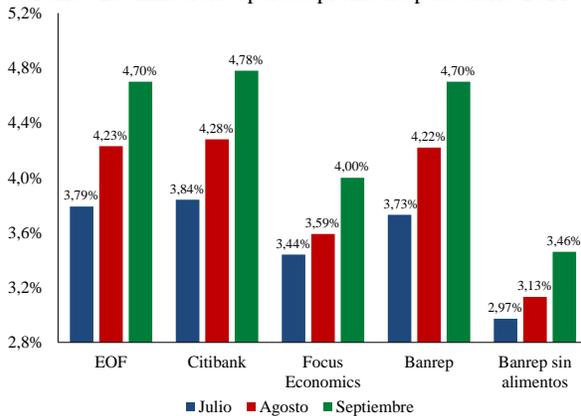
Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice Eonia, el mercado adelantó la fecha en que espera que la tasa retorne a terreno positivo del 2T28 al 2T26 (Gráfico 22, Anexo 5).

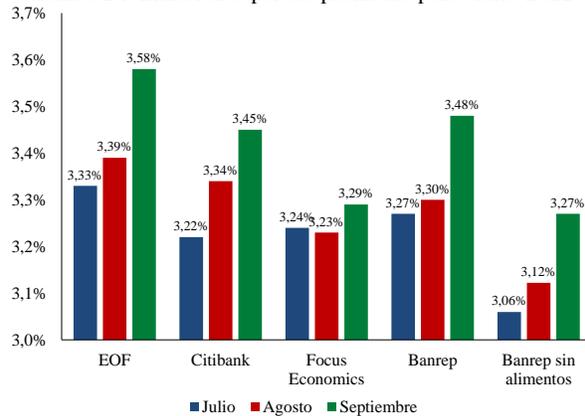
### 1.3. Expectativas de inflación local a partir de encuestas

En Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de septiembre aumentó para 2021 (obs: 4,55%; ant: 4,08%) y 2022 (obs: 3,45%; ant: 3,32%; Gráficos 23 y 24). Asimismo, de acuerdo con la última encuesta del Banco de la República (Banrep) la inflación sin alimentos esperada para 2021 aumentó de 3,13% a 3,46%, y para 2022 de 3,12% a 3,27%, mientras que la inflación total esperada a dos años (septiembre de 2023) se ubicó en 3,17%, similar a la proyectada el mes anterior para agosto de 2023 (3,18%).

**Gráfico 23.** Inflación esperada promedio para cierre 2021

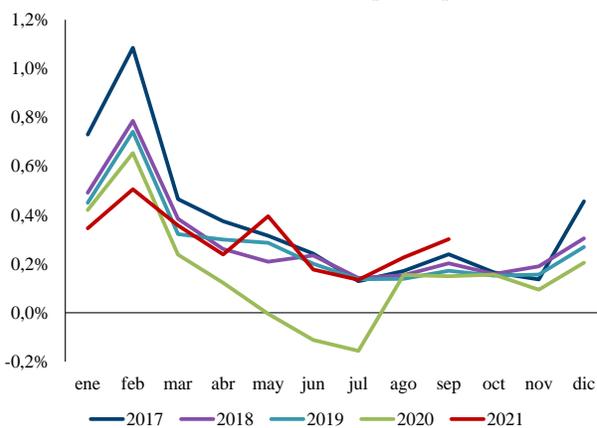


**Gráfico 24.** Inflación esperada promedio para cierre 2022



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 21 de septiembre con encuestas recolectadas entre el 7 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 27 de septiembre. La encuesta del Banrep se realizó entre el 7 y el 10 de septiembre. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 14 de septiembre, con encuestas realizadas entre el 7 y el 12 del mismo mes.

**Gráfico 25.** Inflación sin alimentos esperada para fin de mes



Fuente: Citibank.

En cuanto a la expectativa de inflación sin alimentos para fin de mes, los agentes encuestados por Citibank esperan un aumento de 0,3% m/m, el cual corresponde al mayor aumento para este mes durante los últimos cinco años (Gráfico 25).

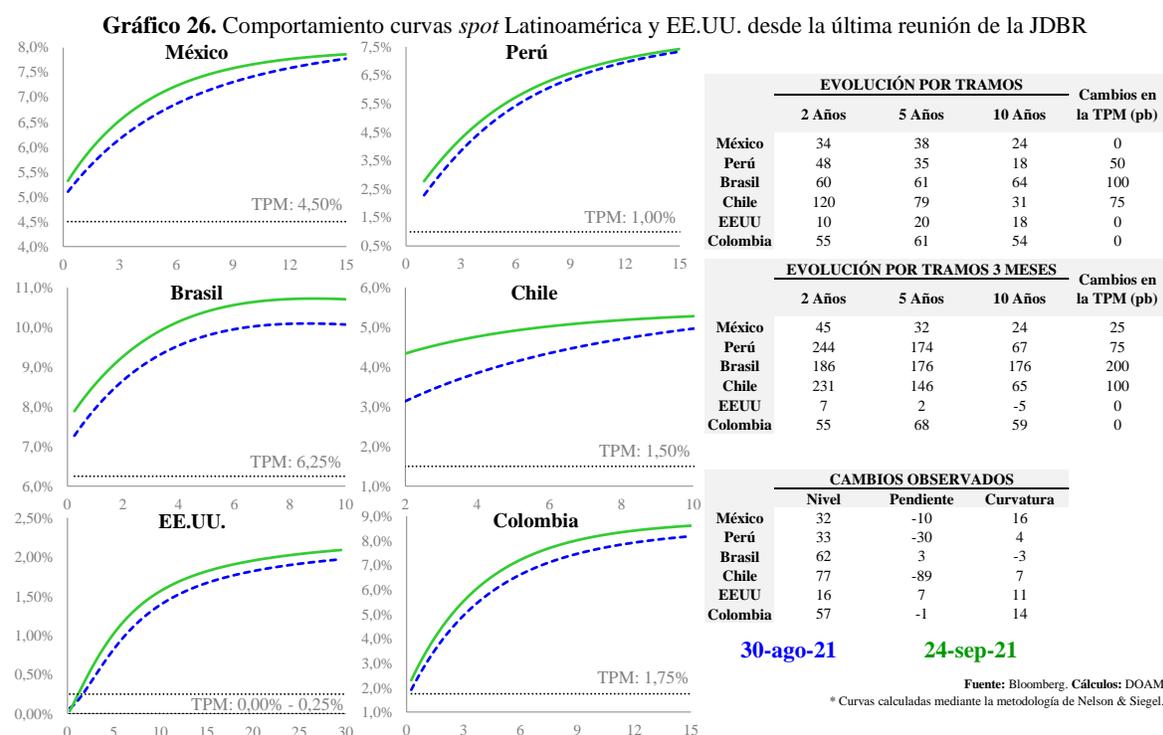
En conclusión, los distintos indicadores de expectativas de inflación presentaron aumentos durante septiembre. Este comportamiento estuvo influenciado por la publicación del dato de inflación de agosto, así como por las mejores expectativas de crecimiento de la economía colombiana. Adicionalmente, se observaron aumentos de

las primas por riesgo inflacionario (en promedio aumentaron 24 pb), los cuales fueron superiores a los incrementos de las expectativas de inflación<sup>12</sup> (en promedio subieron 7 pb) a diferentes plazos obtenidos en el mercado de deuda pública.

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

De manera análoga a lo observado en el mercado de TES, los títulos de deuda pública de la región presentaron desvalorizaciones importantes, en línea con lo observado en EE.UU. ante las expectativas de un retiro más rápido del estímulo monetario a nivel global. En el caso de Chile, ante la decisión sorpresiva del Banco Central de aumentar de manera unánime la tasa de política en 75 pb, mientras que el mercado descontaba un aumento de 50 pb, los títulos del tramo corto presentaron desvalorizaciones importantes. Las desvalorizaciones de la curva de Chile también pudieron estar asociadas a: *i*) la incertidumbre política ante el liderazgo del candidato de izquierda en las últimas encuestas que indagan por la intención de voto para las elecciones presidenciales de final de año; *ii*) la incertidumbre en torno al proyecto de ley que busca la aprobación de una cuarta ronda de retiros de ahorros de los fondos privados de pensiones; y *iii*) los menores precios del cobre ante la desaceleración de la economía china.

En el caso de Brasil, las desvalorizaciones también se explicaron por: *i*) la incertidumbre fiscal asociada al proceso de aprobación del presupuesto del 2022, y a la presión que impuso sobre el límite del gasto la sentencia de la Corte Suprema que ordenó al Gobierno el pago de sentencias atrasadas; y *ii*) la incertidumbre política ante el escalamiento del conflicto entre el presidente Bolsonaro y algunos miembros de la Corte Suprema. Por último, los títulos soberanos de Perú también se vieron afectados por los menores precios del cobre, y la rebaja de la calificación crediticia de A3 a Baa1 (perspectiva estable) por parte de Moody's como consecuencia del mayor riesgo político (Gráfico 26; Anexo 4).



<sup>12</sup> Las cuales se extraen del modelo de descomposición del BEI 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.

El Gráfico 27 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 1 pb hasta ubicarse en 358 pb. Por su parte, las pendientes de Chile (93 pb), Perú (324 pb) y México (112 pb) disminuyeron 89 pb, 30 pb, y 10 pb, respectivamente, mientras que las pendientes de EE.UU. (118 pb) y Brasil (147 pb) aumentaron 7 pb y 3 pb, en su orden.

## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

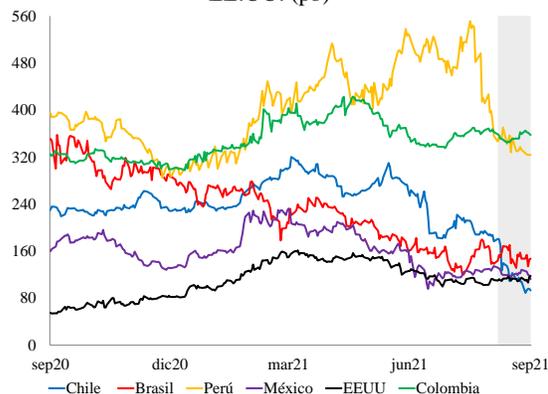
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas y de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*).

### 2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que los agentes esperan que la JDBR aumente en 25 pb la TPM durante su reunión de septiembre. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF), el 89% de los encuestados estima que la tasa aumente 25 pb en septiembre, el 8% proyecta un aumento de 50 pb, mientras que el 3% restante espera que la tasa se mantenga inalterada. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg, de los 19 analistas encuestados, 16 esperan un aumento de 25 pb, 2 estiman un aumento de 50 pb, mientras que el analista restante proyecta que la TPM se mantenga inalterada. Por último, según las encuestas de analistas de mercados financieros de Anif y Citibank sobre la TPM para esta reunión, de las 31 entidades encuestadas el 74% espera y recomienda un aumento de 25 pb, el 10% espera un aumento de 25 pb pero recomienda un incremento de 50 pb, el 6% espera y recomienda que no haya cambios, un 3% espera y recomienda un aumento de 50 pb, otro 3% espera y recomienda una reducción de 25 pb, mientras que el 3% restante espera un aumento de 25 pb pero recomienda que no haya cambios (Gráfico 28 y Anexo 1).

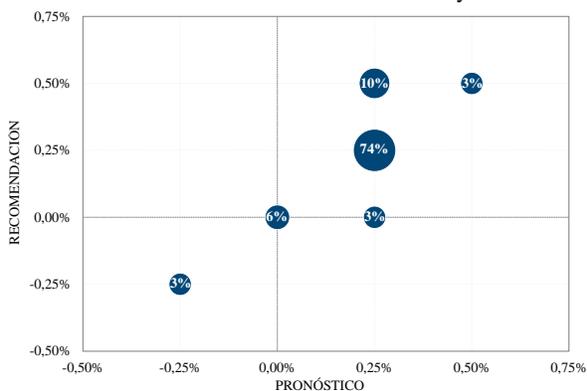
Por su parte, en el Gráfico 29 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2021 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre agosto y septiembre la tasa promedio esperada aumentó de 2,45% a 2,53%.

**Gráfico 27.** Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



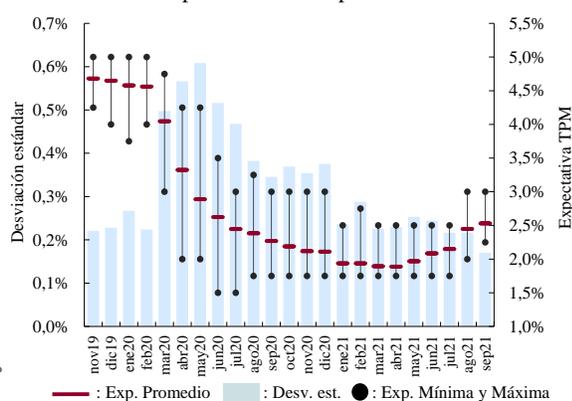
**Fuentes:** Bloomberg, SEN y Master Trader, **Cálculos:** Banrep. Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 2 años. Se presenta el promedio móvil de cinco días.

**Gráfico 28.** Encuestas sobre TPM de Anif y Citibank



**Fuente:** Anif y Citibank.

**Gráfico 29.** Expectativas TPM para diciembre de 2021

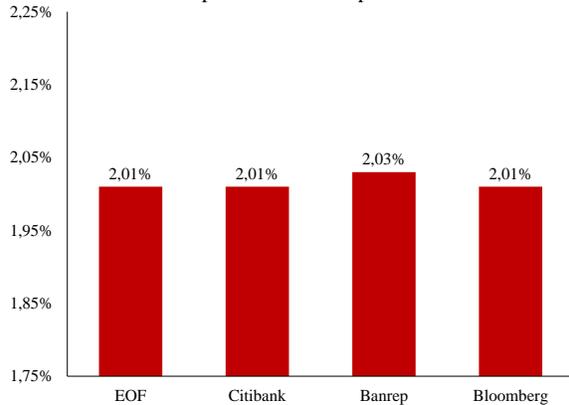


**Fuente:** Citibank.

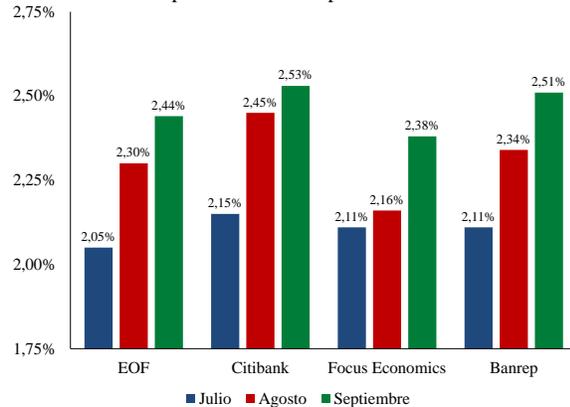
En los Gráficos 30 y 31 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y para la de diciembre de 2021. En estas se observa que: i) la mayoría de los agentes esperan un aumento

de 25 pb durante la reunión de septiembre; y *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2021 aumentó de 2,31% a 2,47%.

**Gráfico 30. Expectativas TPM próxima reunión**



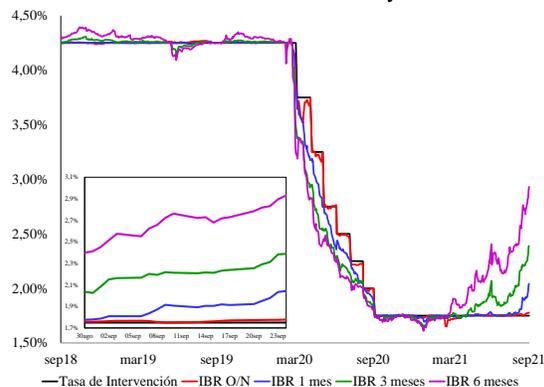
**Gráfico 31. Expectativas TPM para diciembre de 2021**



**Fuente:** EOF, Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 21 de septiembre con encuestas recolectadas entre el 7 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 27 de septiembre. La encuesta del Banrep se realizó entre el 7 y el 10 de septiembre. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 14 de septiembre, con encuestas realizadas entre el 7 y el 12 del mismo mes.

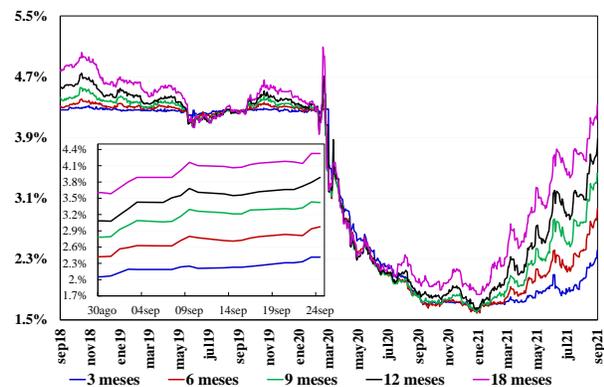
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 32 muestra la tasa de intervención del Banrep, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El Gráfico 33 muestra las tasas OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de agosto de 2021, donde se mantuvo la TPM en 1,75%, las tasas IBR O/N y a 1 mes se mantuvieron inalteradas, mientras que la tasa IBR a 3 meses disminuyó 1 pb, la tasa IBR a 6 meses aumentó 1 pb, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses variaron 1 pb, -1 pb y -2 pb, respectivamente. Tras la publicación del dato de inflación de agosto, las tasas IBR O/N, a 1 y 3 meses se mantuvieron estables, mientras que la tasa IBR a 6 meses disminuyó 2 pb y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses cayeron 3 pb, 1 pb y 0 pb, en su orden. Desde entonces, las tasas han aumentado 1 pb, 23 pb, 22 pb, 38 pb, 36 pb, 46 pb y 44 pb. Al 24 de septiembre estas tasas se ubicaron en 1,78%, 2,04%, 2,39%, 2,93%, 3,42%, 3,88% y 4,33% para las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, respectivamente. Se destaca que la tasa OIS a 18 meses alcanzó niveles previos a la pandemia.

**Gráfico 32. Tasa de intervención y tasas IBR**



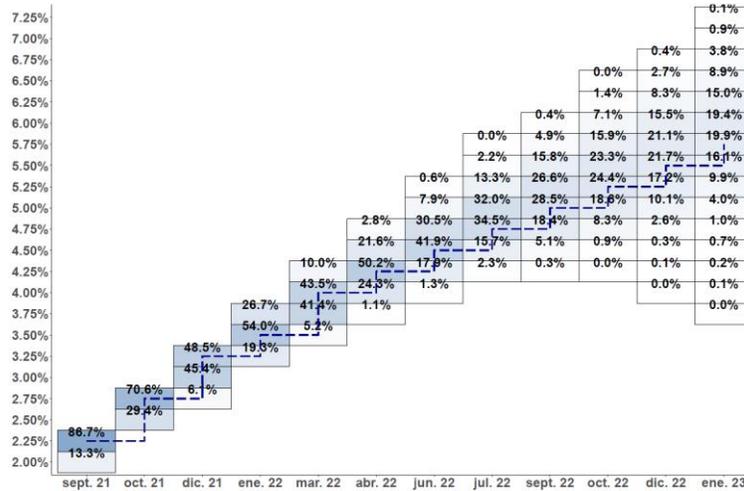
**Fuente:** Banrep. **Cálculos:** Banrep.

**Gráfico 33. Tasas OIS**



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

**Gráfico 34.** Tasa de política monetaria implícita – OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

**Gráfico 35.** Evolución de expectativas TPM – OIS

nov22							nov22	4.00%
oct22	4,00%	4,75%	4,75%		4,50%	5,25%	oct22	3.75%
sep22	3,75%	4,50%	4,75%		4,50%	5,00%	sep22	3.50%
ago22							ago22	3.25%
jul22	3,50%	4,25%		4,50%	4,25%	4,25%	jul22	3.00%
jun22	3,25%	4,00%	4,50%		4,00%	4,00%	jun22	2.75%
may22							may22	2.50%
abr22	3,00%	3,50%		4,25%	3,75%	3,75%	abr22	2.25%
mar22		3,25%	4,25%	4,00%	3,50%	3,50%	mar22	2.00%
feb22							feb22	1.75%
ene22	2,75%	3,00%	3,75%	3,75%	3,00%	3,25%	ene22	1.50%
dic21	2,50%	2,75%	3,50%	3,25%	2,75%	2,75%	dic21	1.25%
nov21							nov21	1.00%
oct21	2,25%	2,50%	3,00%	2,75%	2,25%	2,50%	oct21	0.75%
sep21	2,00%	2,25%	2,50%	2,50%	2,00%	2,00%	sep21	0.50%

30abr21 31may21 28jun21 29jun21 30jul21 30ago21 24sep21

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

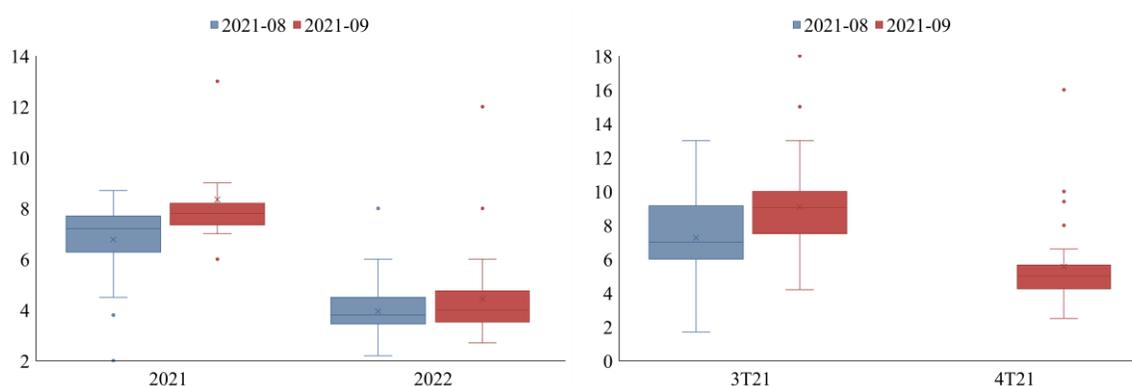
En el Gráfico 35 se observa que el día de la reunión de la JDBR de agosto el mercado anticipaba un aumento de 25 pb de la TPM durante la reunión de septiembre y luego aumentos de 50 pb en octubre y 25 pb en diciembre de 2021 (cerrando 2021 en 2,75%). Luego, ante una percepción de una postura menos expansiva del Banco de la República, a las decisiones de política monetaria de los Bancos Centrales de la región, y a que el dato de inflación se ubicó por encima de las expectativas del mercado (pese a que las tasas no registraron cambios el día hábil siguiente a la publicación del dato de inflación), la senda de política monetaria esperada se tornó menos expansiva, y con datos al 24 de septiembre las tasas OIS descuentan aumentos de 50 pb en las reuniones de septiembre, octubre y diciembre de 2021 (cerrando 2021 en 3,25%), luego se espera que aumente 25 pb en enero, 50 pb en marzo y 25 pb en abril, junio, julio, septiembre y octubre de 2022 (Gráficos 34, 35 y Anexo 6).

## 2.2. Expectativas de crecimiento económico

En el Gráfico 36 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 2021 de 7,2%

a 7,8%, para el 2022 de 3,8% a 4%, y para el 3T21 de 7% a 9,05%. Para el 4T21 los analistas proyectan un crecimiento de 5%.

**Gráfico 36.** Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



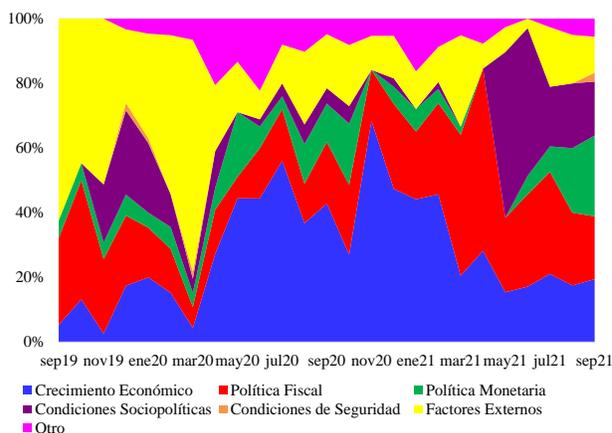
**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. La línea del centro de la caja representa la mediana y la "x" la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos. Datos publicados el 21 de septiembre con encuestas recolectadas entre el 7 y el 15 del mismo mes.

El 31 de agosto la Cepal revisó al alza su proyección de crecimiento para 2021 de 5,4% a 7,5%, mientras que para 2022 la mantuvo en 3,8%. Por otro lado, el 1 de septiembre Anif mantuvo su estimación de crecimiento para 2021 en 6,6%. Finalmente, el 10 de septiembre Manuel Orozco, director y analista principal de S&P Global, mencionó que hay argumentos a favor de que el crecimiento económico durante 2021 va a estar más cerca del 8% que del 7%, que es la proyección oficial de la calificadora.

### Información adicional extraída de la EOF

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una valorización cercana a 12 pb (ant: desvalorización esperada de 3 pb)<sup>13</sup>. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registrará una valorización cercana a 5% (anterior: valorización esperada de 5%).

**Gráfico 37.** Factores relevantes para tomar decisiones de inversión - EOF



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 25% resaltó la política monetaria<sup>14</sup> (ant: 20%), un 19% el crecimiento económico (ant: 18%), otro 19% la política fiscal (ant: 23%), un 17% las condiciones sociopolíticas (ant: 20%), un 11% los factores externos (ant: 15%), un 6% otros factores<sup>15</sup> (ant: 5%), mientras que el 3% restante señaló las condiciones de seguridad (ant: 0%) (Gráfico 37).

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

<sup>13</sup> Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa promedio esperada por los analistas.

<sup>14</sup> No se observaba una cifra superior desde febrero de 2017.

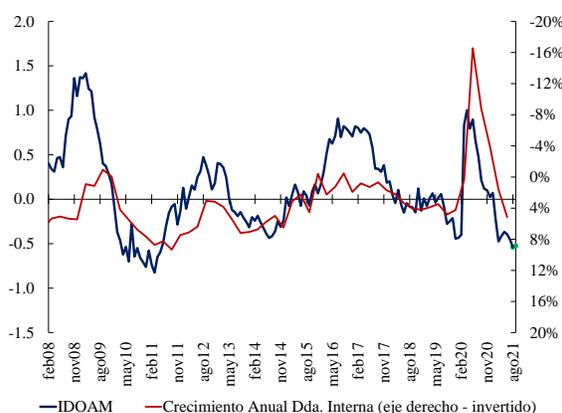
<sup>15</sup> Los analistas que mencionaron otros factores hacen referencia a la evolución de la pandemia y a todos los posibles factores de respuesta.

### 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Entre julio y agosto, con datos definitivos, el IDOAM cayó principalmente por los mejores resultados de confianza de comerciantes y la caída de la volatilidad en el mercado de TES y accionario. Con datos preliminares para septiembre (EOF<sup>16</sup>, volatilidades<sup>17</sup> y márgenes crediticios<sup>18</sup>), este indicador se mantuvo estable toda vez que las mayores expectativas de inflación y el incremento en los márgenes entre las tasas preferenciales y las de los TES, fueron compensados por la reducción de la volatilidad en el mercado accionario y los menores márgenes entre las tasas de tesorería y la de los TES (Gráfico 38 y Anexo 7).

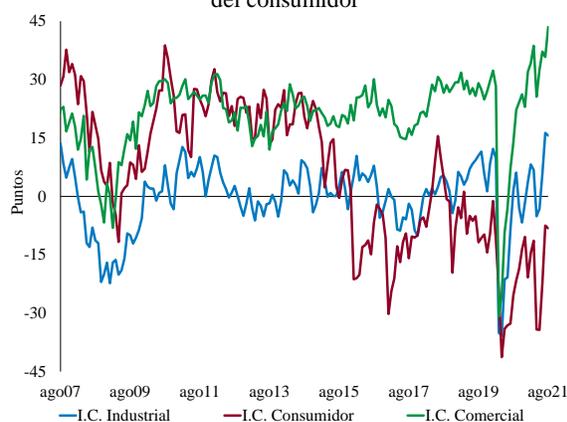
En agosto, la confianza de los consumidores (obs: -8,2%; esp: -5,1%; ant: -7,5%) continuó en terreno negativo al disminuir ligeramente frente a lo observado el mes anterior, contrario a la mejora esperada por el mercado. Este resultado se explica por unas expectativas menos optimistas del consumidor (obs: 6,2%; ant: 8,6%), las cuales fueron parcialmente compensadas por una percepción menos desfavorable de las condiciones económicas (obs: -29,9%; ant: -31,7%). Por otro lado, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -9,49% a -8,30% (Gráficos 37 y 38). Así mismo, la confianza de los industriales (obs: 15,6%; ant: 16,3%) presentó un ligero deterioro durante agosto, aunque se mantuvo en niveles no observados desde 2007, mientras que la confianza de los comerciantes (obs: 43,5%; ant: 35,8%) registró un máximo histórico<sup>19</sup>. El resultado de la confianza industrial se explica por un menor volumen actual de pedidos y un mayor nivel de existencias, lo cual fue parcialmente compensando por unas expectativas de mayor producción para el próximo trimestre. Por su parte, el resultado de la confianza comercial obedece a una percepción más favorable de la situación económica actual de la empresa, un menor nivel de existencias, y unas expectativas más optimistas frente a la situación económica para el próximo semestre (Gráfico 39).

**Gráfico 38.** 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 39.** Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor



**Fuente:** Fedesarrollo.

Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor (obs: 26,9%; esp: 23%; ant: 24,7%) y producción manufacturera (obs: 20,1%; esp: 16,1%; ant: 20,8%) de julio. Tanto las ventas al por menor como la producción manufacturera crecieron por encima de lo esperado por el mercado, por encima de lo observado el mes anterior en el caso de las ventas al por menor, y ligeramente por debajo en el caso de la producción manufacturera.

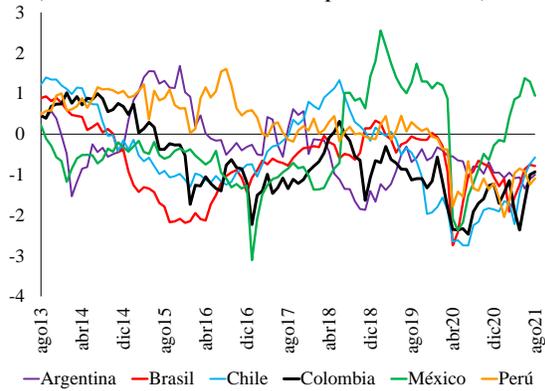
<sup>16</sup> Recibida el 21 de septiembre.

<sup>17</sup> Datos al 24 de septiembre.

<sup>18</sup> Datos al 10 de septiembre.

<sup>19</sup> La medición de la confianza industrial y comercial comenzó en enero de 1980.

**Gráfico 40.** Índices de confianza de Latinoamérica\* (desviaciones estándar con respecto a la media)



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

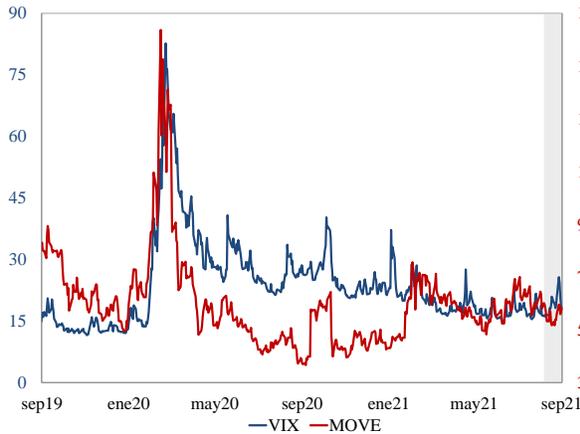
El Gráfico 40 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media histórica en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre julio y agosto el indicador disminuyó para Brasil y México, mientras que para los demás países observados aumentó. Además, salvo el caso de México, todos estos indicadores se ubican por debajo de su respectiva media histórica.

Por su parte, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*<sup>20</sup> y el *Vstox*<sup>21</sup> aumentó y presentó una alta volatilidad como consecuencia de: i) el rápido aumento de casos de Covid-19 asociados a

la expansión de la variante delta y la incertidumbre frente al impacto que tendría sobre el proceso de recuperación económica global; ii) la publicación de cifras de actividad económica en China, por debajo de lo esperado, lo que ha generado expectativas de una ralentización importante del proceso de recuperación de la economía china y sus implicaciones para el proceso de recuperación a nivel global; y iii) la incertidumbre frente a la situación financiera de Evergrande, una de las inmobiliarias más grandes de China, especialmente durante los días previos al 23 de septiembre cuando debía pagar intereses por USD 83 m de un bono denominado en dólares.

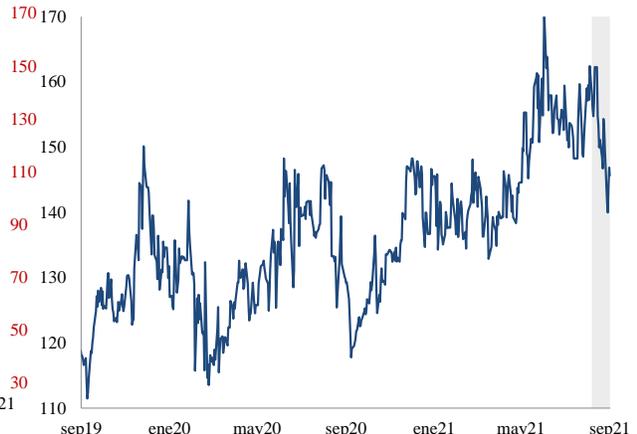
El *Move*<sup>22</sup> también presentó una alta volatilidad ante las variaciones de las tasas de los Tesoros, especialmente durante las últimas dos semanas de septiembre. En este contexto, los CDS a cinco años y los índices EMBI presentaron aumentos en la mayoría de los países de la región (Gráficos 41 y 42; Anexo 8).

**Gráfico 41.** *Vix - Move*



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 42.** *Skew del S&P500*



Fuente: Bloomberg.

<sup>20</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

<sup>21</sup> El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStox 50*.

<sup>22</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

#### 4. RECUADROS/ANEXOS

##### Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 27 de septiembre

Empresa	Estimación	Fecha
1 Banco Agrario de Colombia	2,00%	16/09/2021
2 Banco Mizuho Do Brasil	2,00%	24/09/2021
3 Banco de Bogotá	2,00%	23/09/2021
4 Bancolombia	2,00%	24/09/2021
5 Barclays Capital	2,00%	24/09/2021
6 BNP Paribas	2,00%	24/09/2021
7 Capital Economics	2,25%	24/09/2021
8 Casa de Bolsa	2,00%	16/09/2021
9 Coopcentral	2,00%	20/09/2021
10 Fiduciaria de Occidente	2,00%	24/09/2021
11 Itaú Corpbanca	2,00%	24/09/2021
12 JP Morgan Securities	2,25%	27/09/2021
13 Natwest Markets	2,00%	20/09/2021
14 Pacífico Research	2,00%	27/09/2021
15 Pantheon Macroeconomics	2,00%	21/09/2021
16 Positiva Compañía de Seguros	2,00%	16/09/2021
17 Torino Capital	1,75%	26/09/2021
18 UBS Securities	2,00%	26/09/2021
19 Universidad Jorge Tadeo Lozano	2,00%	16/09/2021

Tasa	Obs.	Prob.
1,75%	1	5%
2,00%	16	84%
2,25%	2	11%
<b>Tasa esperada ponderada</b>		<b>2,01%</b>

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
ANIF	2,00%	2,25%
Alianza	2,00%	2,00%
Asobancaria	2,00%	2,00%
Banco Agrario	2,00%	2,00%
Banco de Bogotá	2,00%	2,00%
Banco Popular	2,00%	2,00%
BBVA	2,00%	2,00%
BNP Paribas	2,00%	2,25%
BTG Pactual	2,00%	2,00%
Camacol	1,75%	1,75%
Casa de Bolsa	2,00%	2,00%
Citi	2,00%	2,00%
Corficolombiana	2,00%	2,00%
Credicorp Capital	2,00%	2,00%
Eafit	2,00%	2,00%
Econcept	2,00%	2,00%
Fidubogotá	2,00%	2,00%
Fiduoccidente	2,00%	2,00%
Fiduprevisora	2,00%	2,00%
Grupo Bancolombia	2,00%	2,00%
Grupo Bolivar	2,00%	2,00%
Itaú	2,00%	2,25%
JP Morgan	2,25%	2,25%
Macroeconomía Aplicada - UdeA	1,75%	1,75%
Moody's Analytics	2,00%	2,00%
Política Económica - Javeriana	2,00%	1,75%
Positiva	2,00%	2,00%
Protección	2,00%	2,00%
Scotiabank Colpatria	2,00%	2,00%
Skandia	1,50%	1,50%
XP Investments	2,00%	2,00%
<b>Promedio</b>	<b>1,98%</b>	<b>1,99%</b>
Mediana	2,00%	2,00%
STDV	0,12%	0,15%
Máximo	2,25%	2,25%
Mínimo	1,50%	1,50%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
1,25%	0%	0
1,50%	3%	1
1,75%	10%	3
2,00%	74%	23
2,25%	13%	4
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>31</b>

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
1,25%	0%	0
1,50%	3%	1
1,75%	6%	2
2,00%	87%	27
2,25%	3%	1
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>31</b>

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

<b>Participantes</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Alianza	4,75%	3,65%
Asobancaria	4,52%	3,42%
Banco Agrario	5,10%	3,50%
Banco de Bogotá	4,69%	3,00%
Banco Popular	4,85%	3,76%
BBVA	4,80%	3,60%
BNP Paribas	5,00%	4,00%
BTG Pactual	5,00%	3,60%
Casa de Bolsa	4,92%	3,36%
Citi	4,70%	3,40%
Corficolombiana	4,90%	3,40%
Credicorp Capital	4,70%	3,50%
Fidubogotá	4,67%	3,18%
Fiduoccidente	4,42%	3,72%
Fiduprevisora	4,57%	3,43%
Grupo Bancolombia	4,60%	3,30%
Grupo Bolivar	4,80%	3,56%
Itaú	5,20%	3,50%
JP Morgan	4,91%	3,40%
Moody's Analytics	4,80%	3,50%
Positiva	4,61%	3,40%
Scotiabank Colpatria	4,77%	3,14%
Skandia	4,70%	3,17%
XP Investments	4,70%	3,40%
<b>Promedio</b>	<b>4,78%</b>	<b>3,45%</b>
Mediana	4,76%	3,43%
STDV	0,18%	0,22%
Máximo	5,20%	4,00%
Mínimo	4,42%	3,00%

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

Encuestas realizadas entre el 7 y el 12 de septiembre

Empresa		Estimación 2021	Estimación 2022	
1	AGPV	2,00%	3,00%	
2	Banco Davivienda	2,25%	-	
3	Bancolombia	2,25%	3,75%	
4	Barclays Capital	2,50%	4,50%	
5	BBVA Research	2,25%	3,25%	
6	CABI	2,25%	-	
7	Capital Economics	2,50%	4,25%	
8	Citigroup Global Mkts	2,00%	3,50%	
9	Corficolombiana	2,50%	2,75%	
10	Credicorp Capital	2,50%	3,75%	
11	Credit Suisse	2,25%	3,25%	
12	Ecoanalítica	1,75%	3,00%	
13	Fedesarrollo	2,50%	3,75%	
14	Fitch Solutions	2,25%	3,00%	
15	Goldman Sachs	2,50%	4,00%	
16	HSBC	2,00%	3,00%	
17	Itaú Unibanco	2,50%	4,00%	
18	JPMorgan	2,75%	-	
19	Moody's Analytics	2,50%	4,00%	
20	Oxford Economics	2,50%	3,75%	
21	Pezco Economics	3,25%	4,00%	
22	Positiva Compañía de Seguros	2,50%	4,00%	
23	Scotiabank	2,50%	4,00%	
24	Société Générale	2,25%	-	
25	Torino Capital	2,50%	-	
26	UBS	2,25%	3,00%	

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,75%	1	3,8%	0	0,0%
2,00%	3	11,5%	0	0,0%
2,25%	8	30,8%	0	0,0%
2,50%	12	46,2%	0	0,0%
2,75%	1	3,8%	1	4,8%
3,00%	0	0,0%	5	23,8%
3,25%	1	3,8%	2	9,5%
3,50%	0	0,0%	1	4,8%
3,75%	0	0,0%	4	19,0%
4,00%	0	0,0%	6	28,6%
4,25%	0	0,0%	1	4,8%
4,50%	0	0,0%	1	4,8%
<b>Media</b>		<b>2,38%</b>		<b>3,60%</b>
<b>Mediana</b>		<b>2,50%</b>		<b>3,75%</b>

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

Encuestas realizadas entre el 7 y el 12 de septiembre

Empresa		Estimación 2021	Estimación 2022	
1	AGPV	3,20%	3,00%	
2	Banco Davivienda	4,74%	-	
3	Bancolombia	4,30%	3,30%	
4	Barclays Capital	3,90%	3,30%	
5	BBVA Research	4,72%	3,61%	
6	CABI	4,00%	4,00%	
7	Citigroup Global Mkts	3,70%	3,20%	
8	Corficolombiana	4,60%	3,30%	
9	Credicorp Capital	4,70%	3,50%	
10	Credit Agricole	3,50%	3,10%	
11	Credit Suisse	3,50%	3,50%	
12	Ecoanalítica	3,73%	2,92%	
13	EIU	4,00%	3,40%	
14	Fedesarrollo	4,30%	3,30%	
15	Fitch Solutions	3,69%	3,14%	
16	Goldman Sachs	4,45%	3,24%	
17	HSBC	2,70%	3,00%	
18	Itaú Unibanco	4,40%	3,00%	
19	JPMorgan	4,70%	3,40%	
20	Moody's Analytics	4,38%	3,44%	
21	Oxford Economics	4,22%	3,44%	
22	Pezco Economics	3,70%	3,50%	
23	Polinomics	3,00%	3,10%	
24	Positiva Compañía de Seguros	4,61%	3,39%	
25	Scotiabank	4,80%	3,30%	
26	Torino Capital	2,49%	3,06%	
27	UBS	4,00%	3,00%	

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,25% - 2,50%	1	3,7%	0	0,0%
2,50% - 2,75%	1	3,7%	0	0,0%
2,75% - 3,00%	0	0,0%	1	3,8%
3,00% - 3,25%	2	7,4%	10	38,5%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	10	38,5%
3,50% - 3,75%	6	22,2%	4	15,4%
3,75% - 4,00%	1	3,7%	0	0,0%
4,00% - 4,25%	4	14,8%	1	3,8%
4,25% - 4,50%	5	18,5%	0	0,0%
4,50% - 4,75%	6	22,2%	0	0,0%
4,75% - 5,00%	1	3,7%	0	0,0%
<b>Media</b>		<b>4,00%</b>		<b>3,29%</b>
<b>Mediana</b>		<b>4,00%</b>		<b>3,30%</b>

## Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

En la sesión de negociación posterior a la reunión de la JDBR de agosto, en la cual no se tomaba decisión sobre la tasa de referencia, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 1 pb, 0 pb y -3 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 2 pb, 0 pb y -4 pb para estos mismos plazos. En esta reunión, la JDBR anunció la venta de reservas al Gobierno Nacional por un monto en dólares equivalente a la asignación de DEG (USD 2,79 mm), recibiendo como pago Títulos de Tesorería TES Clase B. La operación se realizó como medida para reforzar la liquidez del gobierno nacional, y se busca que estos recursos financien necesidades fiscales de las vigencias 2021 y 2022, además de mejorar el perfil de amortización de la deuda pública interna.

Ese mismo día, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) anunció el tercer canje de deuda pública local, reduciendo las amortizaciones por un monto de \$6 b. Mediante esta operación, se sustituyeron TES denominados en pesos con vencimientos en 2022 por títulos denominados en pesos y UVR con vencimientos entre 2029 y 2037. Con este canje la vida media del portafolio se extendió a 8,73 años (ant: 8,57), mientras que el cupón promedio se mantuvo en 7,27%. Luego, entre el 30 y el 31 de agosto, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -3 pb, -3 pb y -5 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR tuvieron variaciones de 1 pb, 0 pb y 0 pb, para los mismos plazos.

El DANE publicó el 4 de septiembre la variación del índice de precios al consumidor de agosto, la cual se ubicó en 0,45% mes a mes. Dicho resultado fue superior al dato de la encuesta del BanRep (0,18%) y a las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,20%). La variación anual fue de 4,44% (esp: 4,20%). Entre el 3 y el 6 de septiembre las tasas de los TES en pesos para los plazos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 7 pb, 6 pb y 2 pb, respectivamente, al tiempo que, para estos mismos plazos, las tasas de los TES UVR tuvieron variaciones de -4 pb, -5 pb y -4 pb.

El 6 de septiembre, el director de Crédito Público, César Arias, informó que Colombia completó su primera cobertura cambiaria de préstamos que estaban a tasa fija en dólares. Ahora, estos pasan a tener tasa fija en pesos. Esta operación estuvo por encima de los USD 200 m y se realizó mediante la tesorería de los bancos multilaterales. Así, entre el 6 y 7 de septiembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 5 pb, 6 pb y 7 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR tuvieron variaciones de 1 pb, 2 pb y 3 pb, para los mismos plazos.

Posteriormente, el 7 de septiembre, el director de Crédito Público, César Arias, indicó que Colombia ofrecerá bonos verdes en el mercado local el 29 de septiembre, por un monto de al menos \$500 mm en papeles con vencimiento a 10 años. Se planea vender hasta \$2 b de estos bonos durante el año, con los cuales se financiarán proyectos de saneamiento de aguas, transporte limpio y energías renovables. Entre el 7 y 8 de septiembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 pb, -3 pb y -3 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR tuvieron variaciones de 2 pb, 3 pb y 3 pb, para los mismos plazos.

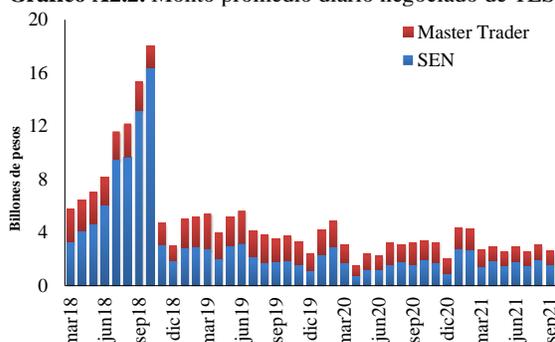
El 9 de septiembre la Cámara de Representantes y el Senado aprobaron el Proyecto de Inversión Social. Entre el 9 y 10 de septiembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -1 pb, 0 pb y 1 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente; por su parte, para los mismos plazos, las tasas de los TES UVR tuvieron variaciones de 3 pb, 3 pb y 1 pb. Días después, el 14 de septiembre, el presidente de Colombia, Iván Duque, sancionó el proyecto de Inversión Social y lo convirtió en Ley de la República. En este respecto, el ministro de Hacienda, José Manuel Restrepo, señaló que se lograron garantizar \$15,2 b los cuales están enfocados en alcanzar objetivos de estabilidad social, económica y fiscal. Así, entre el 14 y 15 de septiembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 5 pb, 6 pb y 6 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente,

al tiempo que las tasas de los TES UVR tuvieron variaciones de 0 pb, 1 pb y 1 pb, para los mismos plazos.

Finalmente, el 23 de septiembre, las Comisiones Económicas del congreso aprobaron el proyecto de Ley del Presupuesto General de la Nación (PGN) para la vigencia fiscal de 2022 por un monto de \$350,4 b, teniendo un crecimiento del 3,8% frente a la iniciativa del 2021. Los rubros se distribuirían de la siguiente forma: educación (\$49,3 b), defensa (\$41,9 b), salud (\$41,2 b), trabajo (\$36 b), hacienda (\$23,9 b) e inclusión social (\$21,7 b). Entre el 23 y 24 de septiembre las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 6 pb, 6 pb y 4 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR no tuvieron variaciones para los mismos plazos.

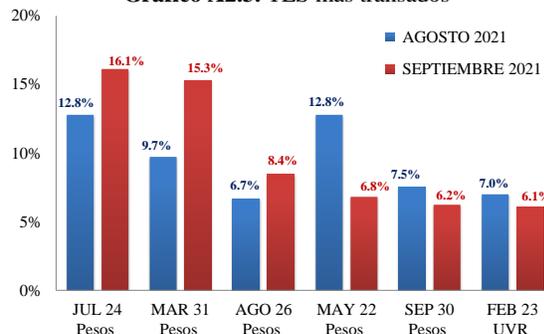
En lo corrido de septiembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$2,6 b<sup>23</sup>, inferior al observado el mes anterior (\$3,1 b) y al registrado en septiembre de 2020 (\$3,3 b) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 12,8% a 16,1%, seguidos por los que vencen en marzo de 2031 cuya participación pasó de 9,7% a 15,3% (Gráfico A2.2).

**Gráfico A2.2.** Monto promedio diario negociado de TES



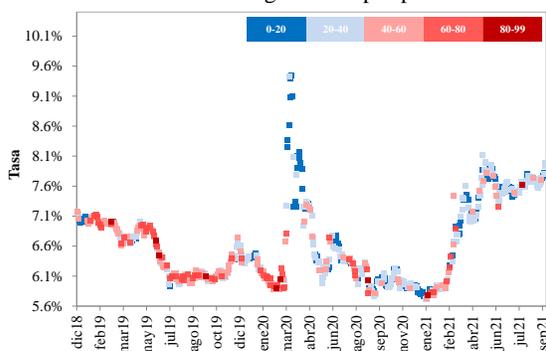
**Fuente y Cálculos:** DCV - Banrep. Datos al 23 de septiembre de 2021.

**Gráfico A2.3.** TES más transados



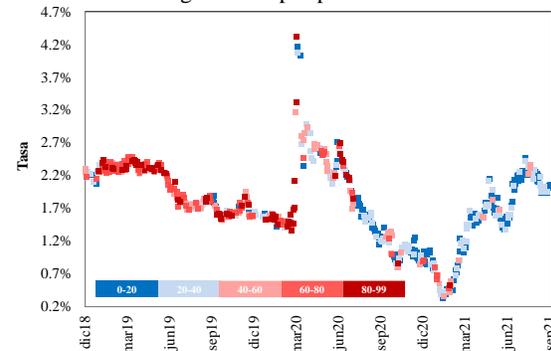
**Fuentes:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. \* Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 23 de septiembre del 2021.

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



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

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

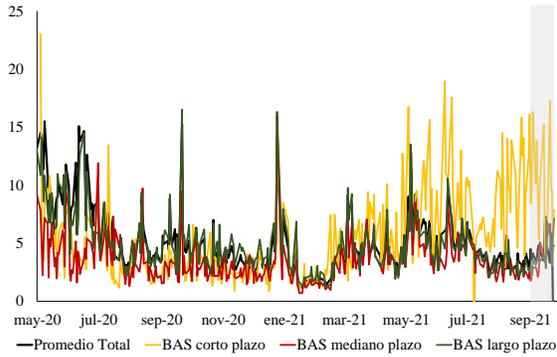


**Fuentes:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep.

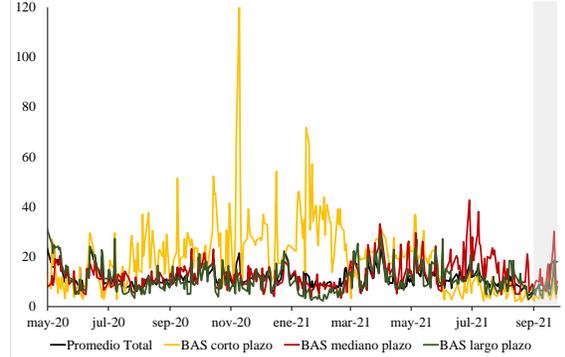
En los Gráficos A2.4 y A2.5 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 3 años, UVR: 2 años). En septiembre los montos de negociación del título en pesos del 2024 se ubicaron entre el percentil 20 y 40, mientras que los montos negociados del título en UVR del 2023 se ubicaron en su mayoría entre los percentiles 0 y 20.

<sup>23</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de Master Trader (incluye registros).

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



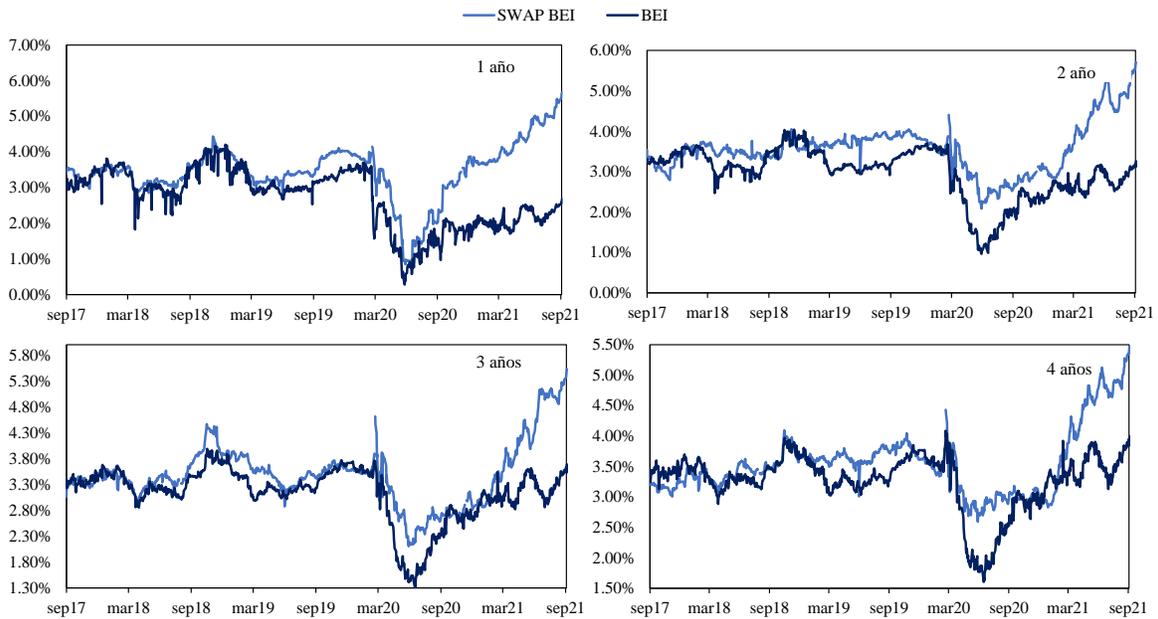
**Gráfico A2.7.** Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR\* (p.b.)



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

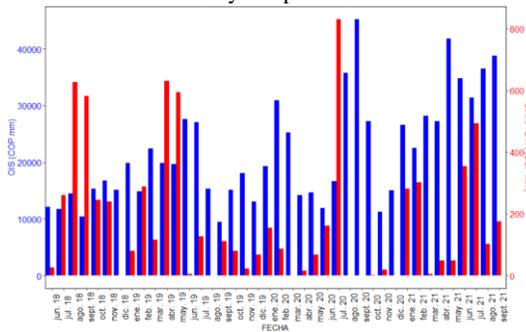
Con información al 24 de septiembre, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 9,7 pb (ant. 9,5 pb), 3,7 pb (ant. 2,7 pb) y 4,0 pb (ant. 3,0 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 6,3 pb (ant. 5,3 pb), 12,6 pb (ant. 10,5 pb) y 8,3 pb (ant. 8,9 pb), para los plazos de corto, mediano y largo plazo, en su orden.

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



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

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



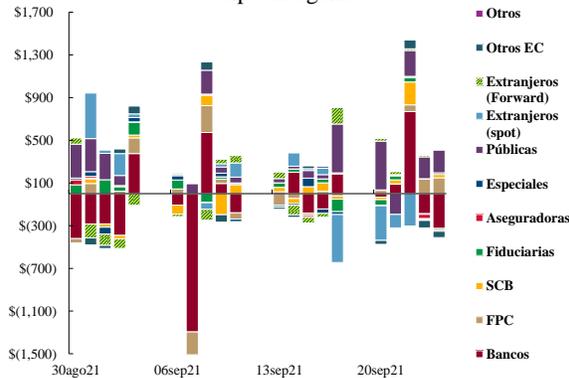
**Fuente:** SFC. Cálculos: Banrep. Las operaciones pactadas de septiembre de 2021 se obtienen como el monto promedio de operaciones pactadas al 17 de septiembre multiplicado por los días hábiles de agosto de 2021.

En el Gráfico A2.8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los swaps UVR (swap BEI) y el BEI a 1, 2, 3 y 4 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 24 de septiembre de 2021, los swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años presentaron variaciones de 71 pb, 86 pb, 64 pb y 66 pb, y se ubicaron en 5,67%, 5,70%, 5,53% y 5,47%, respectivamente. De esta manera, la diferencia entre los swap BEI y los BEI aumentó. En el Gráfico A2.9 se presentan los montos de las operaciones pactadas de los contratos OIS y swaps UVR realizados por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Se observa que los montos de los contratos OIS y de los swap UVR aumentaron.

### Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

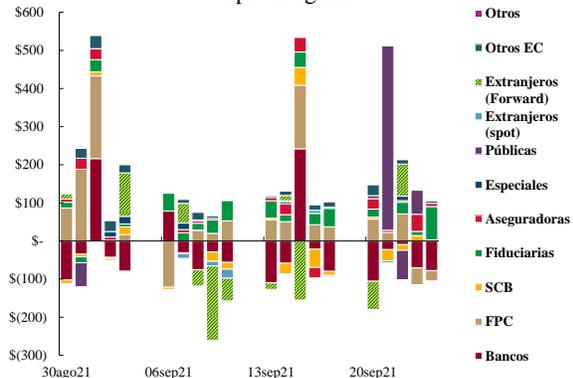
Entre el 30 de agosto y el 24 de septiembre, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron las entidades públicas (\$2.635 mm) y los fondos de pensiones y cesantías (\$505 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$1.105 mm), las sociedades fiduciarias (\$867 mm) y los inversionistas extranjeros (\$311 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR fueron los fondos de pensiones y cesantías (\$832 mm), al tiempo que los principales vendedores fueron los inversionistas extranjeros (\$41 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



**Fuente:** Banrep. COP mm. Datos diarios.

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



**Fuente:** Banrep. COP mm. Datos diarios.

En lo corrido del 2021 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES pesos y TES UVR en el mercado de contado por \$11.008 mm y \$2.433 mm, respectivamente (al tiempo que han registrado vencimientos por \$76 mm y \$35 mm, respectivamente). Desde el 30 de agosto, estos inversionistas vendieron en neto TES en pesos en el mercado de contado por \$191 mm y \$372 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, y compraron en neto \$252 mm en el tramo largo. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES UVR en el mercado de contado por \$39 mm y \$10 mm en el tramo corto y medio, respectivamente, y compraron en neto \$8 mm en el tramo largo (Cuadro A3.1).

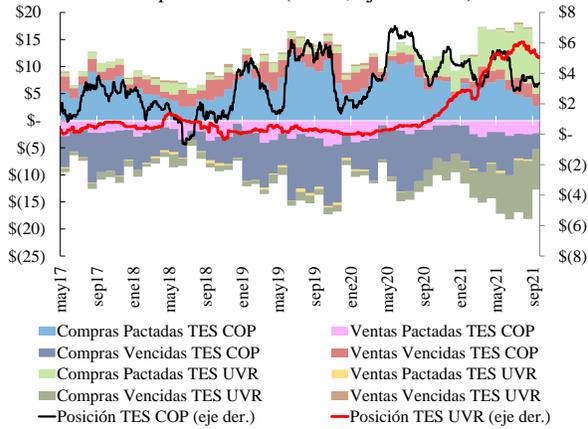
**Cuadro A3.1.** Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)\*  
(valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2021	Corrido del 2021	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	2,298	(428)	(1,501)	(556)	952	(1,105)	(226)	17	(158)	(367)
Compañía de Financiamiento Comercial	18	3	-	2	-	2	3	-	-	3
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	328	843	(18)	12	(65)	(71)	230	0	(4)	226
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>	<b>2,645</b>	<b>418</b>	<b>(1,518)</b>	<b>(543)</b>	<b>887</b>	<b>(1,174)</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>(162)</b>	<b>(138)</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	34	97	13	32	-	44	-	-	-	-
Terceros	3,126	695	(461)	120	802	461	(31)	(53)	915	832
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	3,159	793	(449)	152	802	505	(31)	(53)	915	832
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	356	(92)	402	(132)	(106)	165	(95)	(14)	7	(101)
Terceros	831	76	(15)	36	50	71	23	2	(12)	13
Extranjeros	(0)	-	-	-	0	0	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	1,188	(16)	388	(96)	(56)	236	(71)	(12)	(5)	(88)
Sociedades Fiduciarias										
Propia	63	106	5	(10)	7	2	0	-	3	3
Terceros	12,512	4,520	(1,364)	(321)	787	(898)	124	46	316	486
Extranjeros***	11,008	2,433	(191)	(372)	252	(311)	(39)	(10)	8	(41)
FIC	(1,313)	398	(913)	60	(15)	(867)	171	22	62	255
Pasivos Pensionales	774	111	(36)	(162)	386	189	6	(3)	93	95
Total Sociedades Fiduciarias	12,575	4,626	(1,359)	(331)	793	(896)	124	46	319	489
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	900	1,943	(32)	(16)	43	(4)	(44)	1	239	197
Terceros	9	45	-	-	-	-	(3)	-	27	24
Pasivos Pensionales	9	45	-	-	-	-	(3)	-	27	24
Total Compañías de Seguros y Capitalización	909	1,989	(32)	(16)	43	(4)	(47)	1	267	221
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>	<b>17,831</b>	<b>7,391</b>	<b>(1,451)</b>	<b>(291)</b>	<b>1,582</b>	<b>(159)</b>	<b>(26)</b>	<b>(17)</b>	<b>1,496</b>	<b>1,453</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	1,810	161	(386)	64	72	(250)	19	-	66	84
Total Entidades Públicas****	6,786	1,699	(104)	730	2,010	2,636	-	-	414	414
Otros*****	323	(693)	(42)	40	15	12	-	-	1	1
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>	<b>29,395</b>	<b>8,977</b>	<b>(3,500)</b>	<b>-</b>	<b>4,565</b>	<b>1,065</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>	<b>1,815</b>	<b>1,815</b>

**Fuente:** Banrep. Información actualizada al 20 de agosto del 2021. \*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Por otra parte, con información al 23 de septiembre, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por \$3.385 mm y \$2.767 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$3.445 mm y \$2.390 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$436 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por \$7.602 mm y \$0 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$7.903 mm y \$20 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF disminuyó \$280 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$3.788 mm el 30 de agosto a \$3.352 mm el 23 de septiembre del 2021; al tiempo que para TES UVR pasó de \$5.386 mm a \$5.106 mm entre ambas fechas.

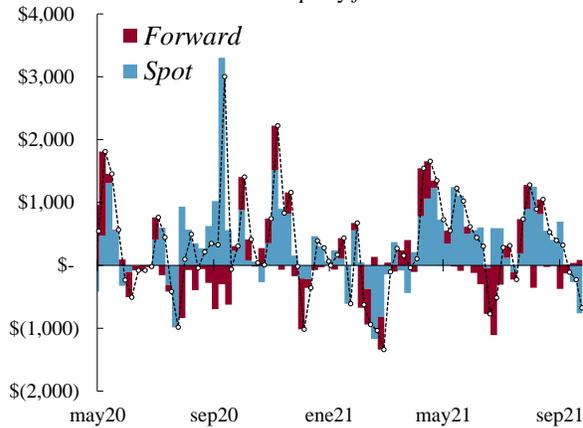
**Gráfico A3.3.** Compraventas pactadas y vencidas\* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



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

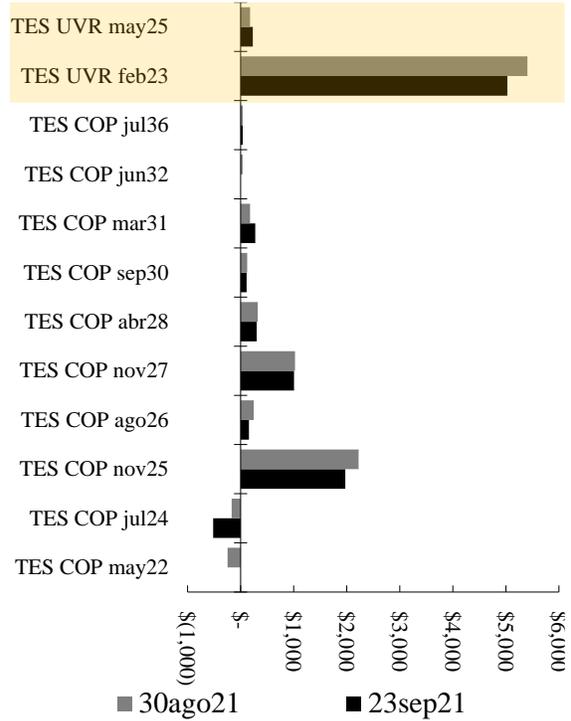
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



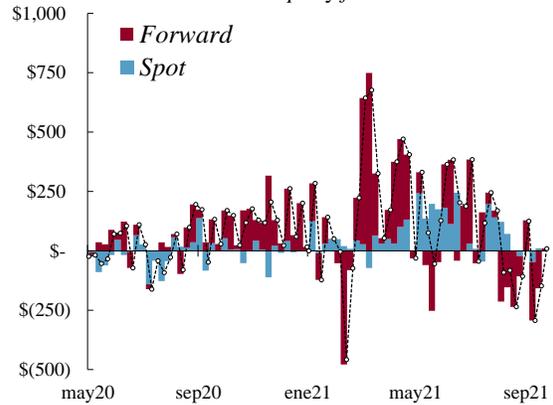
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



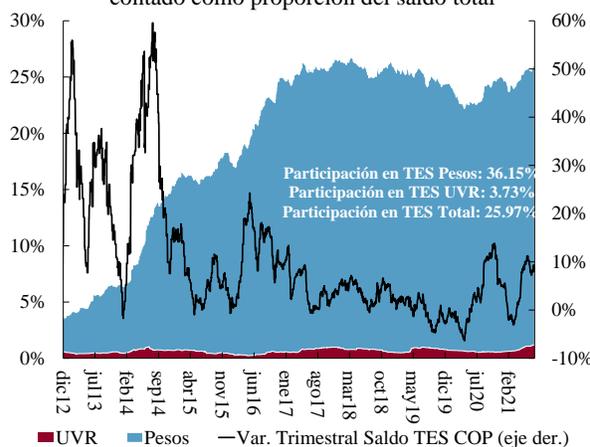
Fuente: Banrep. COP mm.

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



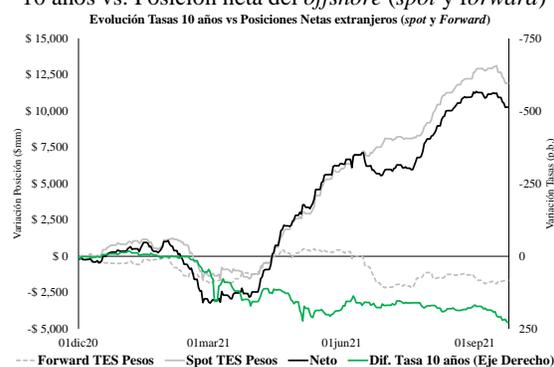
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



Fuente: Banrep.

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



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

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2022, 2025 y 2031, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2023, 2024, 2025, 2026, 2027, 2028, 2030 y 2032, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2036 (Gráfico A3.4). Por último, en el Cuadro A3.2 se presenta en agregado la evolución de la posición compradora neta de los inversionistas del exterior en TES, tanto en el mercado de contado como a futuro. Se observa que, desde la última reunión de la JDBR, la posición neta en TES pesos disminuyó \$747 mm, y la posición neta en TES UVR disminuyó \$322 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)	-\$ 311	-\$ 41	-\$ 352
Posición compradora neta a futuro (B)	-\$ 436	-\$ 280	-\$ 716
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 3,385	\$ 7,602	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 2,767	\$ 0	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 3,445	\$ 7,903	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 2,390	\$ 20	
<b>Posición compradora neta agregada (A+B)</b>	<b>-\$ 747</b>	<b>-\$ 322</b>	<b>-\$ 1,069</b>

Cifras en COP mm. Información actualizada al 23 y 24 de septiembre del 2021 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente.

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5, A3.6, A3.7, A3.8 y en el Cuadro A3.2. Los Gráficos A3.5 y A3.6 presentan las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward* (en el caso de las ventas en el mercado *spot*, estas incorporan vencimientos). El Gráfico A3.7 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en el mercado de contado como porcentaje del *stock* total de TES en circulación. El Gráfico A3.8 presenta, a partir del 1 de diciembre del 2020, la evolución de las compras netas en TES pesos de los inversionistas del exterior, tanto en el mercado de contado como a futuro, y las variaciones de la tasa de interés de los TES a 10 años. Finalmente, el Cuadro A3.3 muestra las compras netas de TES en los mercados *spot* y *forward*.

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

	2020			Corrido de 2021			jul-21			ago-21			Corrido de sep-21		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 4,239	\$ (2,293)	\$ 1,946	\$ 2,645	\$ 1,168	\$ 3,813	\$ 1,549	\$ (984)	\$ 565	\$ (2,098)	\$ 225	\$ (1,873)	\$ (825)	\$ 306	\$ (519)
Offshore	\$ 11,280	\$ 2,293	\$ 13,573	\$ 11,008	\$ (1,168)	\$ 9,840	\$ 1,304	\$ 984	\$ 2,287	\$ 3,453	\$ (225)	\$ 3,228	\$ (740)	\$ (306)	\$ (1,045)
Sistema Financiero*	\$ 3,356	\$ (2,731)	\$ 625	\$ 418	\$ (2,365)	\$ (1,948)	\$ 953	\$ (256)	\$ 696	\$ (111)	\$ 675	\$ 564	\$ (129)	\$ 280	\$ 151
Offshore	\$ (525)	\$ 2,731	\$ 2,206	\$ 2,433	\$ 2,365	\$ 4,798	\$ 319	\$ 256	\$ 575	\$ 171	\$ (675)	\$ (504)	\$ (39)	\$ (280)	\$ (319)

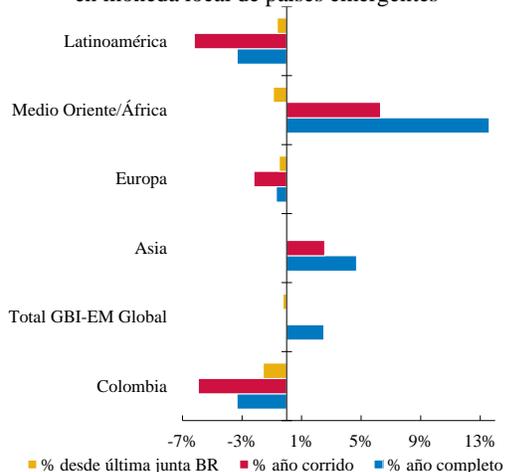
Cifras en COP mm. Información actualizada al 23 y 24 de septiembre del 2021 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

En el Gráfico A4.1 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>24</sup> (incluyendo Colombia) desde el 27 de agosto, en lo corrido de 2021 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador disminuyó para cada una de las regiones (Europa: -0,5%; Medio Oriente/África: -0,9%; y Latinoamérica -0.6%), con excepción de Asia, en la que permaneció constante. Los índices *Total GBI-EM Global* y el de Colombia presentaron variaciones de -0,24% y -1,58%, respectivamente.

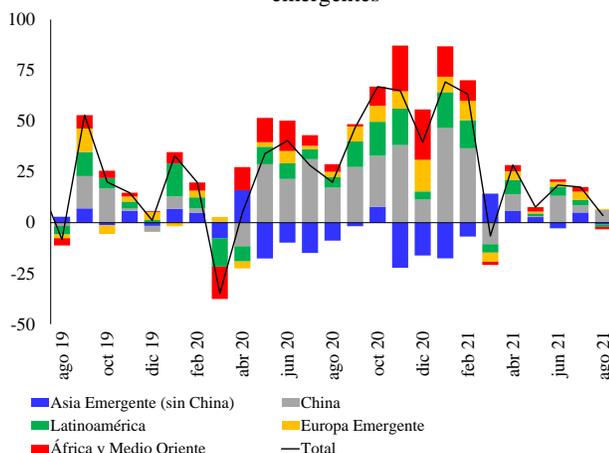
Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en agosto por US\$4,2 mm, conformado por entradas de US\$3,5 mm en renta fija y de US\$0,8 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimaron salidas netas por US\$1,12 mm (Gráfico A4.2).

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



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

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

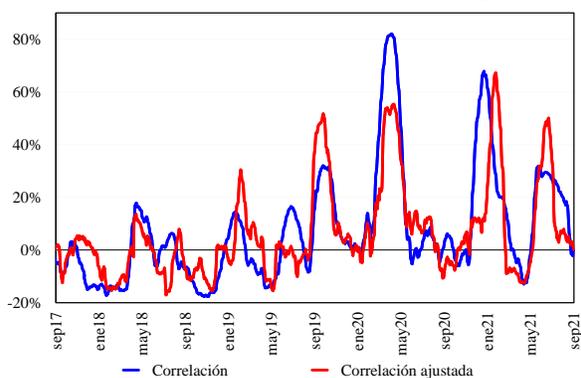


Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) cayó y se ubicó en -0,07%. Por otro lado, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) disminuyó y se ubicó en 0,05%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 24 de septiembre, entre agosto y septiembre las primas por vencimiento de los Tesoros subieron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,12% y -0,01%, respectivamente. Por otra parte, las tasas neutras al riesgo subieron y se ubicaron en 1,09% y 1,52% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico A4.4).

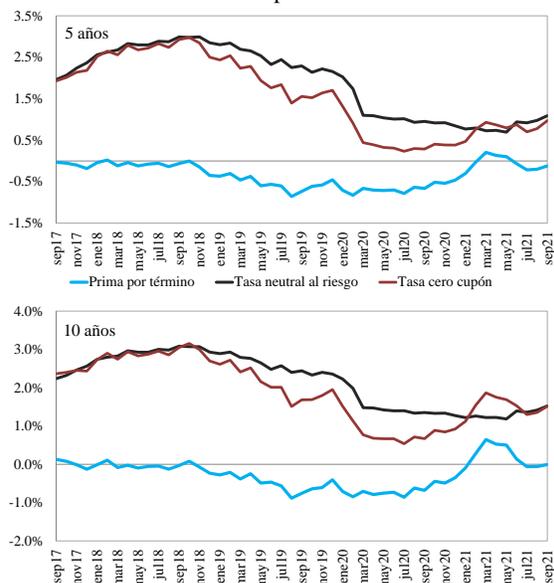
<sup>24</sup> El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

**Gráfico A4.3. Correlación pendientes región**



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

**Gráfico A4.4. Prima por vencimiento Tesoros**



Fuente y Cálculos: Fed.

## Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

### *Países desarrollados*

Desde la última reunión de la JDBR, los bancos centrales de Australia, Suecia, Japón, Inglaterra y Suiza decidieron mantener su tasa de política monetaria en 0,1%, 0%, -0,1%, 0,1% y -0,75%, respectivamente. Por su parte, el Banco de Noruega decidió aumentar su tasa de política monetaria en 25 pb a 0,25%.

El Banco de la Reserva de Australia decidió mantener la tasa objetivo del bono soberano a tres años en 0,1%. Adicionalmente, el Banco anunció que mantendrá el programa de compras por AUD 4 mm a la semana, por lo menos hasta mediados de febrero de 2022. Finalmente, el Banco indicó que no aumentará la tasa de política monetaria hasta que la inflación se ubique dentro del rango sostenible de 2% a 3%. Bajo el escenario central del Banco, esta condición no se cumpliría antes de 2024.

El Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) decidió mantener la tasa objetivo de los bonos soberanos a diez años en 0%, en línea con lo proyectado por los analistas. Además, el BoJ continuará comprando ETFs (Exchange-Traded Funds) y J-REITs (Japan Real Estate Investment Trusts), según lo considere necesario y sin superar un crecimiento anual máximo de sus tenencias de JPY 12 b y JPY 180 mm, respectivamente. Por otro lado, el BoJ continuará comprando, hasta marzo de 2022, papeles comerciales y bonos corporativos con un límite superior de sus tenencias de JPY 20 b. Por último, el BoJ anunció detalles del programa contra el cambio climático anunciado en junio. Bajo este programa, el BoJ proveerá a los bancos fondos libres de interés con el fin de que hagan préstamos o inversiones asociados al cambio climático, y eximirá una mayor cantidad de sus reservas de tasas de interés negativas. El programa comenzará en diciembre, y a partir de entonces tendrá lugar semestralmente hasta marzo del 2031.

El Banco de Inglaterra, en una votación 7-2, señaló que mantendrá la compra de bonos corporativos no financieros con grado de inversión y bonos soberanos con un stock objetivo de GBP 20 mm y GBP 875 mm, respectivamente. Por otro lado, en línea con decisiones anteriores, el Banco de

Suecia (Riksbank) señaló que durante 2021 continuará comprando activos hasta alcanzar el objetivo de compras por SEK 700 mm, lo cual implica que el ritmo de compras continuará disminuyendo. Finalmente, el Riksbank decidió eliminar las facilidades de crédito implementadas en la pandemia y restaurar, para final de año, los requisitos de colateral que los bancos tienen que proporcionar al pedir prestado del Banco Central.

El Banco Central Europeo decidió mantener el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito en 0%, 0,25% y -0,50%, respectivamente, en línea con lo esperado por el mercado. Frente al programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), estas compras continuarán a un ritmo mensual de EUR 20 mm por el tiempo que sea necesario con el fin de reforzar la postura monetaria acomodaticia, y terminarán poco antes de que el Banco comience a aumentar sus tasas de interés. Además, el Banco continuará reinvertiendo el principal de los activos adquiridos bajo este programa y que vayan venciendo, durante un periodo extenso luego que las tasas comiencen a aumentar. Por otro lado, el Banco anunció que continuará con el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) por un monto total de EUR 1.850 mm al menos hasta finales de marzo de 2022 y, en todo caso, hasta que considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. Adicionalmente, el Consejo de Gobierno considera que pueden mantenerse unas condiciones de financiación favorables con un ritmo de compras netas de activos en el marco del PEPP ligeramente inferior al de los dos trimestres anteriores. Además, el Banco continuará reinvertiendo, al menos hasta finales de 2023, el principal de los activos adquiridos bajo este programa y que vayan venciendo durante este periodo. Finalmente, el BCE continuará proporcionando amplia liquidez a través de sus operaciones de financiación. En particular, la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) continúa siendo una fuente atractiva de fondeo para los bancos, apoyando el crédito bancario a las empresas y hogares.

La Reserva Federal decidió mantener el rango objetivo de la tasa de los fondos federales entre 0% y 0,25%, en línea con lo esperado por el mercado. Así mismo, la Reserva Federal decidió mantener la tasa de interés pagada sobre los saldos de reservas en 0,15%, también en línea con lo esperado. Además, la Reserva Federal anunció que continuará comprando por mes al menos USD 80 mm en Tesoros y USD 40 mm en títulos respaldados por hipotecas de agencias (agency mortgage-backed securities). Sin embargo, el Comité considera que, si los progresos respecto a las metas de empleo y estabilidad de precios se comportan de acuerdo con lo esperado, será necesario moderar pronto el ritmo de las compras de activos.

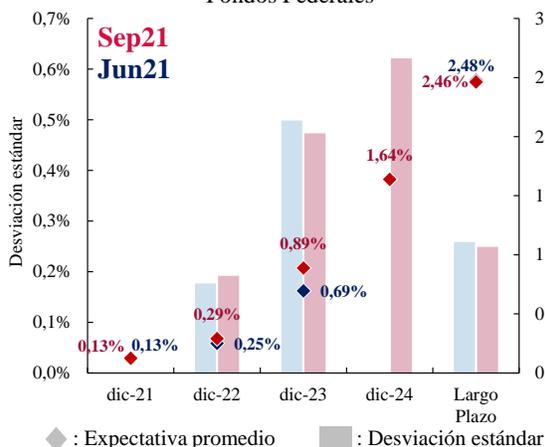
En cuanto a los pronósticos sobre la tasa de los fondos federales, en los Gráficos A5.1<sup>25</sup> y A5.2<sup>26</sup> se observa que: *i*) las expectativas promedio de los miembros del FOMC se mantuvieron para 2021, y aumentaron para 2022, 2023 y el largo plazo, frente a lo proyectado previamente; y *ii*) las estimaciones de la Fed y del mercado para el cierre del 2021 continúan alineadas cercanas a 0%, siendo un poco menor la proyección del mercado.

---

<sup>25</sup> Presenta algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en marzo y junio del 2021 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2021, 2022, 2023 y para el largo plazo.

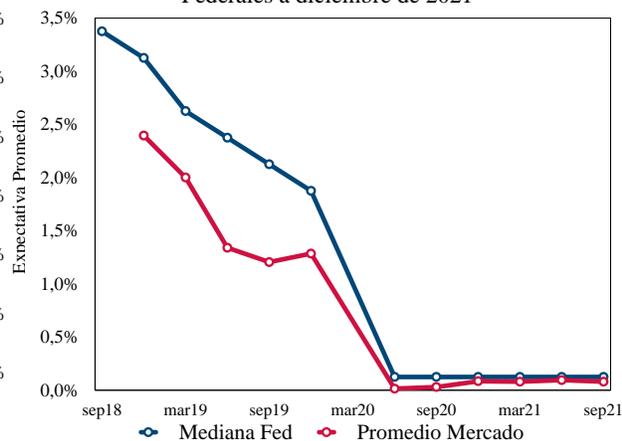
<sup>26</sup> Presenta la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre del 2021.

**Gráfico A5.1. Pronósticos de la Fed de la Tasa de los Fondos Federales**



Fuente: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

**Gráfico A5.2: Proyecciones de la tasa de los Fondos Federales a diciembre de 2021**



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

## Países emergentes

Los bancos centrales de Chile, Ucrania, Perú, Rusia, Pakistán, Hungría, Paraguay y Brasil aumentaron sus tasas de política monetaria en 75 pb, 50 pb, 50 pb, 25 pb, 25 pb, 15 pb, 50 pb y 100pb, respectivamente. Adicionalmente, los bancos centrales de Malasia (1,75%), Serbia (1%), Costa Rica (0,75%), Egipto (8,25%), Indonesia (3,5%), Filipinas (2%) y Sudáfrica (3,5%) mantuvieron su tasa de política monetaria inalterada.

Por su parte, el Banco Central de la República de Turquía redujo su tasa de política monetaria en 100 pb a 18%, mientras que el Banco Popular de China mantuvo la 1-Year Loan Prime Rate y la 5-Year Loan Prime Rate en 3,85% y 4,65%, en línea con lo esperado.

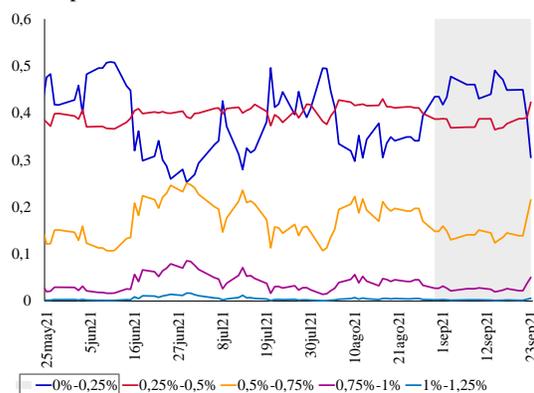
El Banco Nacional de Ucrania (BNU) aprobó la reversión de sus medidas monetarias de emergencia, específicamente la terminación de las licitaciones de refinanciamiento a largo plazo y las subastas de swap de tasas de interés, a partir del cuarto trimestre de 2021. Adicionalmente, a partir del 1 de octubre, el vencimiento de los préstamos de refinanciación se reduce de 90 a 30 días. Por su parte, el Banco Nacional de Hungría anunció la reducción del ritmo semanal de compra de activos gubernamentales de HUF 50 mm a HUF 40 mm a partir de la semana del 13 de septiembre.

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<sup>27</sup> desde el año 2005. Se puede observar que en agosto estos indicadores disminuyeron para Colombia y Perú, mientras que presentaron incrementos para los demás países. En particular, para este mes los datos de Colombia y Brasil son mínimos históricos, mientras que para Chile, México y Perú corresponden a las tasas reales observadas más bajas desde marzo, julio y agosto del 2009, respectivamente. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de septiembre<sup>28</sup> este indicador aumentó para Brasil y Perú, y no ha presentado variaciones para Colombia, Chile y México. En todos los casos se ubica por debajo de su media histórica.

<sup>27</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

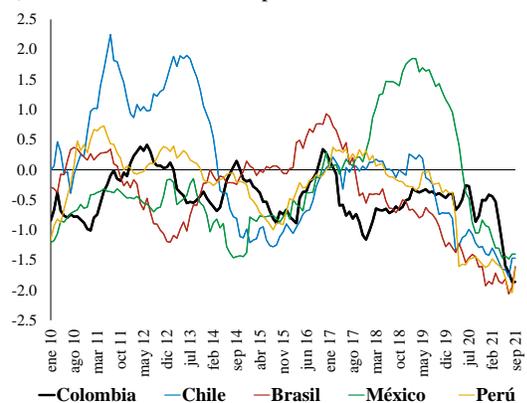
<sup>28</sup> Información al 24 de septiembre con datos de inflación núcleo de agosto.

**Gráfico A5.3.** Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2022



Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

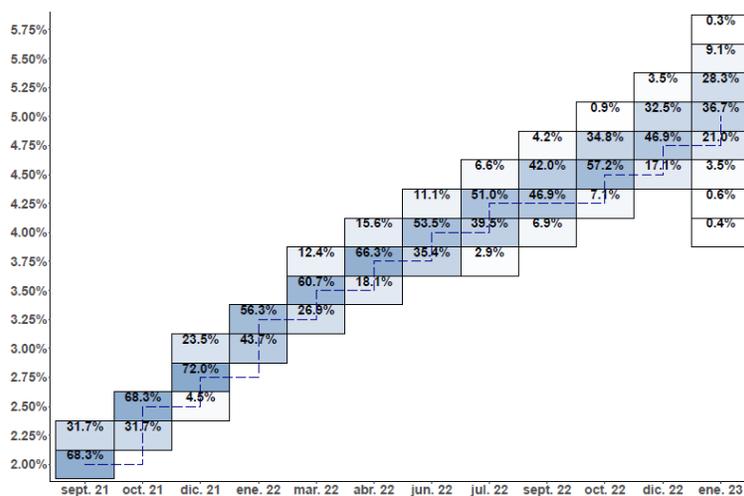
**Gráfico A5.4.** Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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

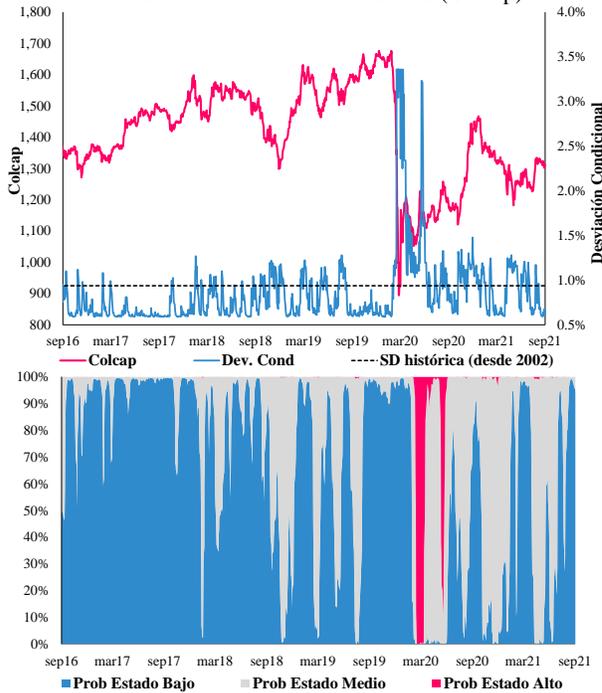
## Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)

**Cuadro A6.1.** 30 de agosto de 2021



## Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

aumento de las tasas activas mayor a la de los TES (activas 69 pb versus TES 20 pb), mientras que en el caso de la cartera de consumo estas crecieron menos que las tasas de los TES (Preferencial: activas 11 pb versus TES 20 pb).

Entre el 30 de agosto y el 27 de septiembre de 2021 el MSCI COLCAP se valorizó 1,7%. Las acciones que tuvieron el mejor desempeño durante el periodo fueron Canacol (7%), Grupo Sura (6,3%) y Grupo de Energía de Bogotá (4,5%). En lo corrido de septiembre, la volatilidad promedio del mercado accionario descendió y el 24 de septiembre el COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.1).

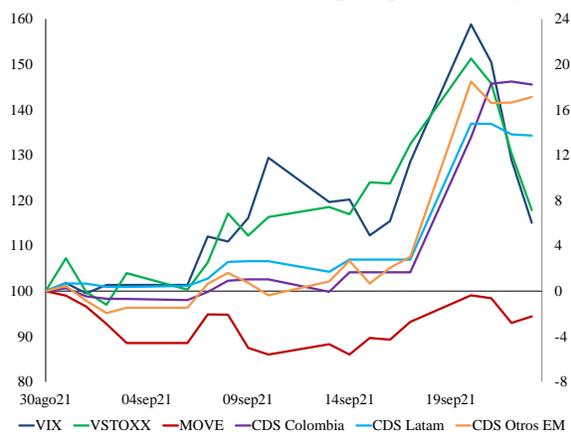
De acuerdo con la EOF, el 54% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia se mantenga estable (ant: 54%) durante los próximos tres meses, el 24% espera que aumente (29%), mientras que el 22% restante espera que disminuya (ant: 17%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 38% espera que permanezca sin cambios (ant: 49%), un 32% que aumente (ant: 22%) y un 11% que disminuya (ant: 12%)<sup>29</sup>.

Con información al 10 de septiembre, los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente al mes anterior de -77 pb, 48 pb y -9 pb para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del margen para la cartera de tesorería reflejó una mayor caída de las tasas activas frente a las de los TES (activas -87 pb versus TES -10 pb), la cartera preferencial mostró un

<sup>29</sup> Al 19% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 17%).

## Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

**Gráfico A8.1.** Indicadores de percepción de riesgo



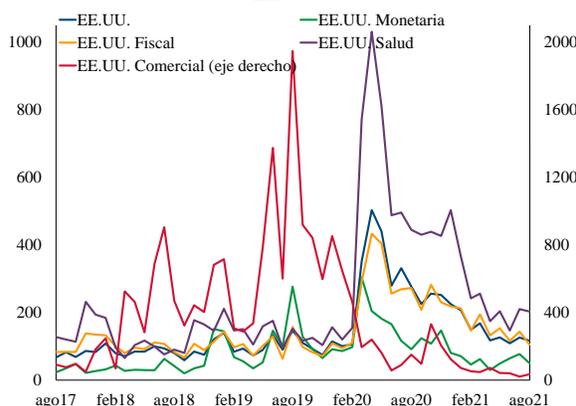
Fuente: Bloomberg. Los CDS se muestran en el eje derecho como cambios en pb.

El Gráfico A8.1. ilustra, desde la última reunión de la JDBR, la evolución de la percepción de riesgo internacional en economías desarrolladas, medida a través del *Vix*<sup>30</sup>, el *Vstox*<sup>31</sup> y el *Move*<sup>32</sup>, así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes. Se observa aumentos de la mayoría de estos indicadores de percepción de riesgo, a excepción del *Move*.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) disminuyó en EE.UU. al pasar de 126 en julio a 117 en agosto. Así mismo, los indicadores de política fiscal (obs: 105; ant: 143), monetaria (obs: 50; ant: 77) y sanitaria (obs: 203; ant: 210)

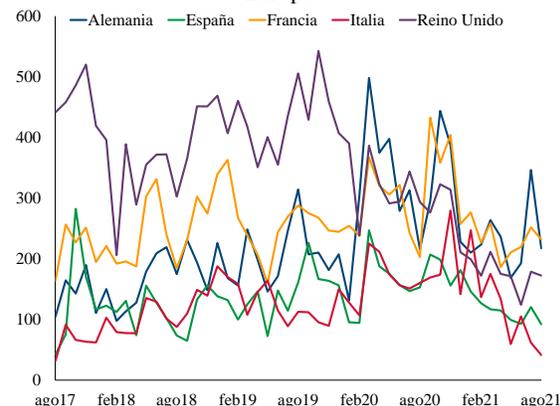
presentaron reducciones, mientras que el indicador de política comercial (obs: 35; ant: 21) aumentó. En Europa, estos indicadores también presentaron reducciones en Alemania (obs: 217; ant: 346), España (obs: 92; ant: 120), Francia (obs: 232; ant: 252), Italia (obs: 41; ant: 62) y Reino Unido (obs: 172; ant: 179, Gráficos A8.2 y A8.3).

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

**Gráfico A8.3.** Incertidumbre en política económica en Europa



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

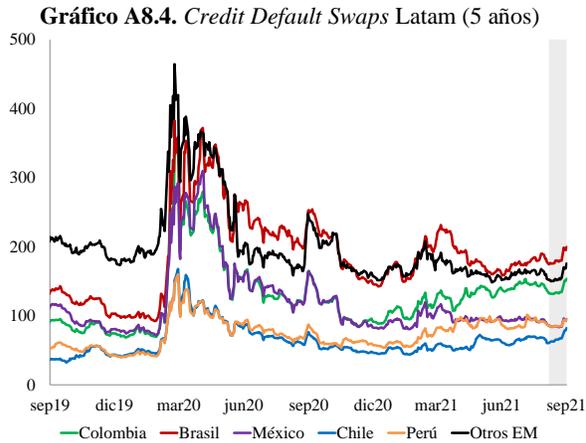
Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI<sup>33</sup> presentaron aumentos en la mayoría de los países de la región. El CDS a 5 años aumentó 25 pb en Brasil, 22 pb en Chile, 21 pb en Colombia, y 10 pb en México y Perú. Por su parte, el EMBI aumentó 20 pb en Colombia, 14 pb en Brasil, 5 pb en Chile y 3 pb en México, mientras que disminuyó 7 pb en Perú (Gráficos A8.4 y A8.5).

<sup>30</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

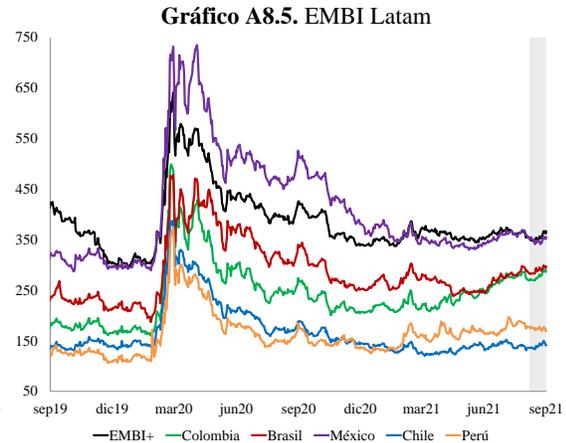
<sup>31</sup> El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>32</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

<sup>33</sup> *Information has been obtained from sources believed to be reliable but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.*



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

### Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2021 disminuyeron en Brasil, Ecuador, EE.UU. y China, permanecieron constantes en India y Noruega, y aumentaron en los demás países analizados. Los datos de inflación en agosto se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado en Argentina, India, China y Rusia, estuvieron en línea en México, EE.UU. y Sudáfrica, y por encima de los demás países de la muestra. Las expectativas de inflación para diciembre de 2021 disminuyeron para China, Costa Rica, Guatemala y Honduras, se mantuvieron constantes para Sudáfrica, y aumentaron para el resto de los países de la muestra. En cuanto a las expectativas de TPM para diciembre de 2021, estas disminuyeron para Argentina, Sudáfrica, China y Guatemala, permanecieron constantes para EE.UU. y Noruega, y aumentaron para los demás países. En Colombia, la inflación observada en agosto resultó superior a las expectativas del mercado, y de acuerdo con la última encuesta publicada, aumentaron las expectativas de crecimiento, inflación y TPM para diciembre de 2021 (Cuadro A9.1).

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Ago 2021		Esperada a Diciembre 2021		Vigente	Esperada a Diciembre 2021		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2021	
	Esp.	Obs.	Ago. 21	Sep. 21		Ago. 21	Sep. 21	Esp.	Obs.	Ago. 21	Sep. 21
<b>Colombia</b>	4,20%	4,44%	4,28%	4,78%	1,75%	2,45%	2,53%	18,50%	17,60%	7,54%	8,26%
<b>Chile</b>	4,70%	4,80%	4,20%	5,10%	1,50%	1,50%	2,25%	17,40%	18,10%	8,50%	10,40%
<b>México</b>	5,59%	5,59%	5,60%	5,80%	4,50%	4,90%	4,98%	19,70%	19,56%	5,80%	5,90%
<b>Perú</b>	4,01%	4,95%	3,20%	4,20%	1,00%	0,47%	1,46%	41,50%	41,90%	9,60%	9,90%
<b>Brasil</b>	9,50%	9,68%	7,05%	8,45%	6,25%	7,50%	8,25%	12,70%	12,42%	5,28%	5,04%
<b>Ecuador</b>	n.d.	0,89%	0,70%	0,80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-5,57%	3,40%	3,30%
<b>Argentina</b>	52,10%	51,40%	48,90%	49,00%	38,00%	35,13%	35,08%	17,50%	17,90%	6,60%	6,90%
<b>EE.UU.</b>	5,30%	5,30%	4,20%	4,30%	0% - 0,25%	0,25%	0,25%	6,60%	6,60%	6,20%	5,90%
<b>India</b>	5,60%	5,30%	5,30%	5,50%	4,00%	4,04%	4,05%	21,00%	20,13%	9,20%	9,20%
<b>Sudáfrica</b>	4,90%	4,90%	4,40%	4,40%	3,50%	3,65%	3,60%	17,80%	19,30%	4,20%	4,50%
<b>China</b>	1,00%	0,80%	1,60%	1,50%	2,20%	2,21%	2,20%	8,00%	7,90%	8,60%	8,50%
<b>Rusia</b>	6,70%	6,68%	5,90%	6,00%	6,75%	6,95%	7,05%	10,50%	10,50%	3,80%	4,00%
<b>Turquía</b>	18,75%	19,25%	16,20%	17,20%	18,00%	17,40%	17,80%	21,00%	21,73%	6,00%	8,25%
<b>Noruega</b>	3,20%	3,40%	2,80%	2,90%	0,25%	0,45%	0,45%	1,60%	1,40%	3,70%	3,70%
<b>Costa Rica</b>	n.d.	1,72%	2,10%	1,90%	0,75%	0,75%	0,86%	n.d.	-1,60%	3,30%	3,90%
<b>El Salvador</b>	n.d.	4,30%	1,60%	2,10%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,00%	5,00%	6,00%
<b>Guatemala</b>	n.d.	3,62%	3,90%	3,70%	1,75%	1,80%	1,75%	n.d.	4,80%	3,90%	4,20%
<b>Honduras</b>	n.d.	4,50%	4,30%	4,20%	3,00%	n.d.	n.d.	n.d.	1,30%	5,60%	6,40%
<b>Panamá</b>	n.d.	2,40%	1,80%	2,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	40,40%	10,70%	11,00%
<b>Paraguay</b>	n.d.	5,60%	3,30%	4,30%	1,50%	1,08%	1,25%	n.d.	20,40%	3,90%	4,20%

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

**Brasil:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 24 de septiembre.

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

**China:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de agosto. 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 septiembre.

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

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