



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

BANCO DE LA REPÚBLICA
SUBGERENCIA MONETARIA Y DE
INVERSIONES INTERNACIONALES
DEPARTAMENTO DE OPERACIONES Y
ANÁLISIS DE MERCADOS



Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales

Bogotá, D.C, 30 de abril de 2024

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS..	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana.....	9
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	14
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región....	15
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	16
2.1.	Expectativas de TPM	16
2.2.	Expectativas de crecimiento económico	21
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	22
4.	RECUADROS/ANEXOS	25
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	25
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local.....	31
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local	33
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	39
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	40
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS.....	41
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	42
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	42
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	43

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

Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros disminuyeron en su mayoría, en línea con las encuestas a doce meses. Además, las expectativas del *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) ajustadas por primas indican que la inflación se acercaría al rango de tolerancia del Banrep a finales de 2026. Por el contrario, a plazos más largos los *Breakeven Inflation* (BEI) aumentaron ante las mayores primas por riesgo inflacionario, mientras que las expectativas de inflación se mantuvieron relativamente estables. En este contexto, el escenario más probable según el mercado OIS es de una reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos básicos (pb) en la reunión de abril.

La continuación del descenso en las expectativas de inflación de corto plazo pudo estar relacionada con los datos de inflación recientes que muestran una senda clara de descenso en este indicador y el ritmo cauteloso de recortes de la TPM por parte de la JDBR. No obstante, parte de la reducción de las expectativas implícitas en el mercado de deuda también pudo explicarse por la estacionalidad de los TES denominados en UVR.

El mercado de deuda pública colombiana en pesos, del cual se extraen varias de las expectativas expuestas, se caracterizó por presentar desvalorizaciones, en un contexto de un deterioro marcado de la liquidez y una mayor volatilidad frente al mes previo. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con el entorno desfavorable para la renta fija a nivel global en medio de un menor optimismo frente a un pronto inicio del ciclo de recortes de tasas en EE.UU, y ante la mayor aversión al riesgo dada la intensificación del conflicto en Medio Oriente. A nivel local, estas desvalorizaciones también pudieron estar asociadas con: *i*) la persistencia de la incertidumbre en el frente fiscal desde la publicación del Plan Financiero por parte del Ministerio de Hacienda (MHCP) a principios de febrero, a lo que se suma la incertidumbre frente al recaudo tributario, lo cual podría llevar a una mayor reducción de los depósitos de la Tesorería en el Banco de la República; *ii*) los anuncios por parte del Gobierno a favor de una posible renegociación de la deuda con el FMI; y *iii*) la incertidumbre frente al futuro de la reforma pensional y sus potenciales efectos sobre los mercados financieros. Lo anterior se dio en un contexto de ventas por parte de entidades públicas.

En ese contexto, continuó la importante demanda de los fondos de pensiones locales y los inversionistas extranjeros realizaron compras netas en el mercado de TES. Estos últimos continúan presentando una preferencia importante por títulos de largo plazo.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado												Expectativas de encuestas			
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI					
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-25	2 años	dic-25	2 años	1 año	2 años	dic-24	1 año	dic-25	2 años
mar-24	6,20%	5,54%	5,97%	4,93%	5,02%	4,62%	5,06%	4,87%	4,38%	4,17%	5,04%	4,86%	5,54%	4,63%	3,79%	3,50%
abr-24	6,06%	5,56%	6,26%	5,33%	4,67%	4,48%	5,27%	5,06%	4,45%	4,29%	4,52%	4,75%	5,57%	4,52%	3,80%	3,50%
Variación (pb)	-14	3	28	40	-35	-14	21	19	7	12	-52	-11	3	-11	1	0

*La expectativa de encuestas a diciembre de 2024 y 2025 corresponde a un promedio de las encuestas del Banco de la República (Banrep), EOF y Citibank, a un año corresponde a un promedio de las encuestas del Banrep y EOF, y a dos años corresponde únicamente a la encuesta del Banrep.

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

La inflación implícita en el mercado de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) cayó para el corto plazo, y aumentó para los demás plazos. Con información hasta el 24 de abril, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 14 pb para el plazo de un año, y aumentó 18 pb y 11 pb para los plazos de cinco y diez años, respectivamente. De esta manera, el 24 de abril los BEI se ubicaron en 6,06% a un año, 5,21% a cinco años y 5,63% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior se dio en un contexto de importantes desvalorizaciones de los TES en pesos y UVR. Esta tendencia se mantiene si se comparan las tasas promedio de lo corrido de abril contra las tasas promedio de marzo (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

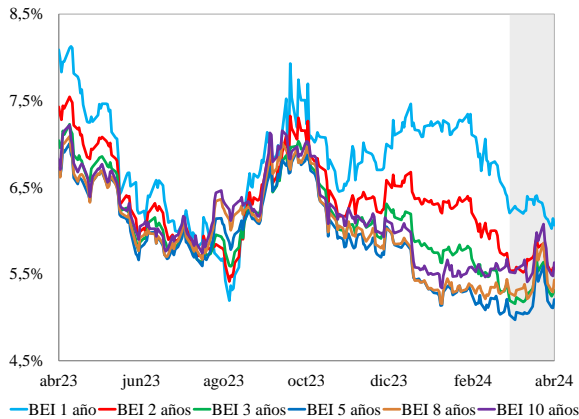
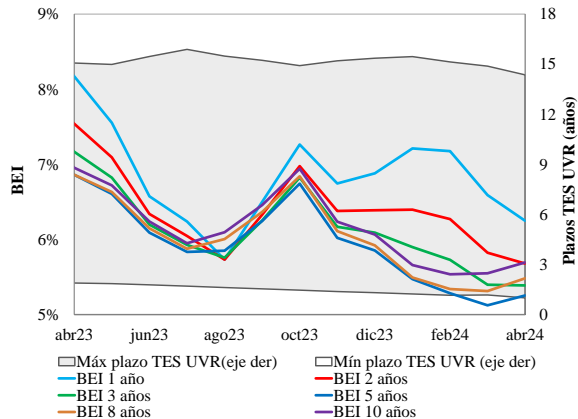


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación

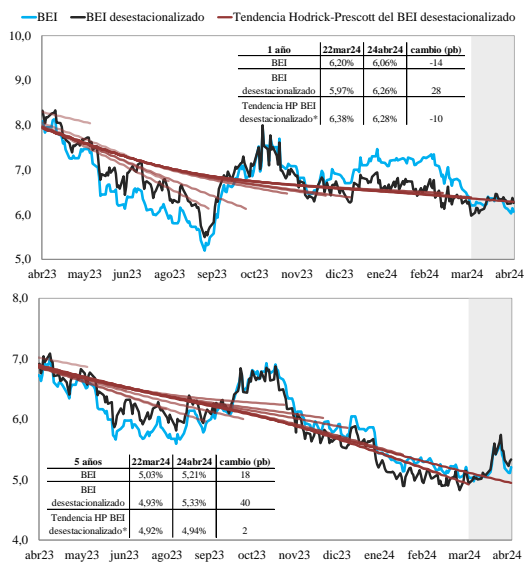


Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.
Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

Punto a punto (plazo en años)												
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
22mar24	8,95%	9,09%	9,25%	9,56%	10,00%	10,24%	2,75%	3,56%	4,05%	4,53%	4,71%	4,72%
24abr24	9,79%	9,93%	10,07%	10,34%	10,72%	10,92%	3,73%	4,36%	4,76%	5,14%	5,28%	5,29%
Variaciones (pb)												
	84	83	82	78	72	68	98	81	70	60	57	58
Var. BEI	-14	3	12	18	15	11						
BEI	6,06%	5,56%	5,31%	5,21%	5,43%	5,63%						
Promedios mensuales												
mar24	9,25%	9,24%	9,30%	9,52%	9,93%	10,21%	2,66%	3,42%	3,90%	4,39%	4,62%	4,66%
abr24*	9,70%	9,84%	9,98%	10,27%	10,66%	10,88%	3,45%	4,16%	4,59%	5,02%	5,18%	5,18%
Variaciones (pb)												
	45	59	69	76	73	67	79	74	69	62	56	52
Var. BEI	-34	-14	-1	13	17	14						
BEI	6,25%	5,68%	5,39%	5,26%	5,48%	5,69%						

*Información disponible al 24 de abril de 2024.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

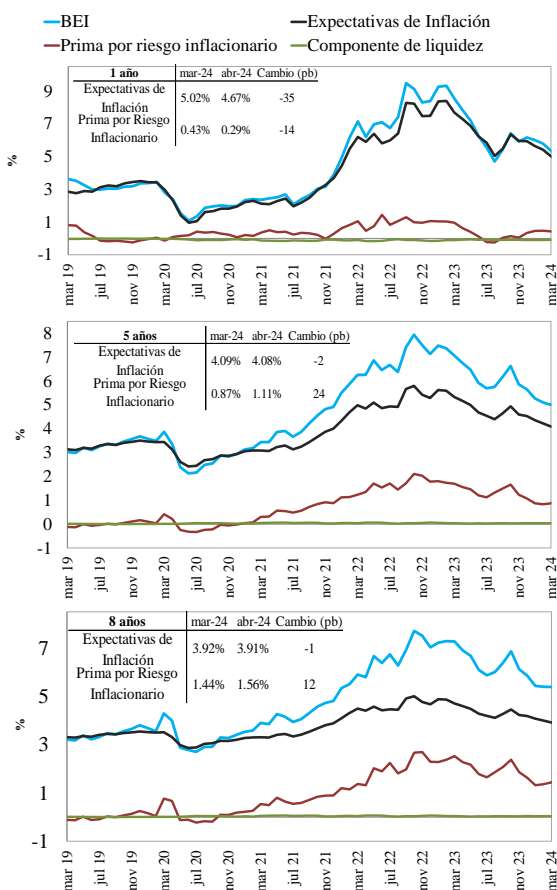
*El dato de la tendencia del 22 de marzo se estimó con datos hasta esa fecha.

Al corregir el BEI por estacionalidad se observan aumentos a corto y mediano plazo.

Con el fin de controlar por la estacionalidad que tienen los TES denominados en UVR a inicios y fin de cada año, en el Gráfico 3 se presentan los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Adicionalmente, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo cual permite observar cómo se ha ido ajustando la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado aumentó a 6,26% para el plazo de 1 año (ant: 5,97%), y a 5,33% para el plazo de 5 años (ant: 4,93%). Por el contrario, la tendencia se mantuvo relativamente estable para los plazos de uno (obs: 6,28%; ant: 6,38%) y cinco años (obs: 4,94%; ant: 4,92%).

El componente de expectativas de inflación del BEI presentó una reducción para el corto plazo y se mantuvo estable para los demás plazos. Estas expectativas continúan con su tendencia de reducciones. Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI¹ para el periodo estudiado, a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De acuerdo con esta metodología, las expectativas de inflación cayeron y para el próximo año se ubicaron alrededor de 4,67% (ant: 5,02%), para los próximos 5 años se ubicó en 4,08% (ant: 4,9%) y para los próximos 8 años en 3,91% (ant: 3,92%).

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



Fuentes: Precia. **Cálculos:** Banrep. La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 4,85% (ant: 5,35%), 5,22% (ant: 4,99%) y 5,51% (ant: 5,39%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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

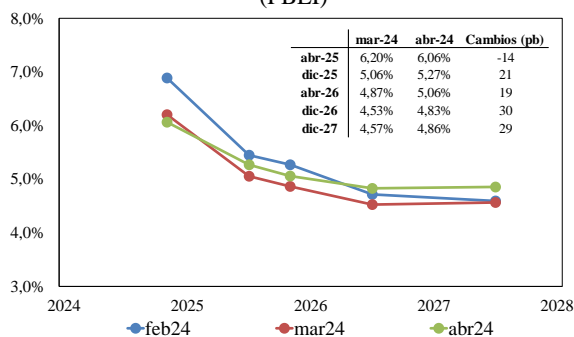
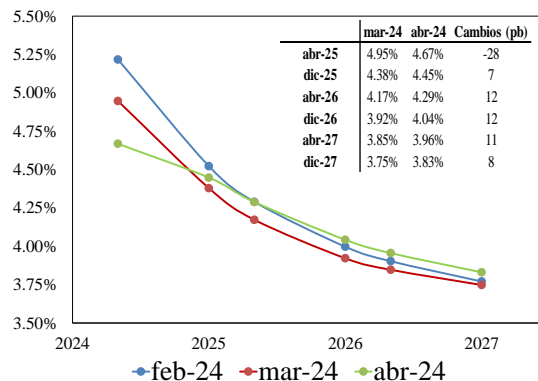


Gráfico 5B. FBEI a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



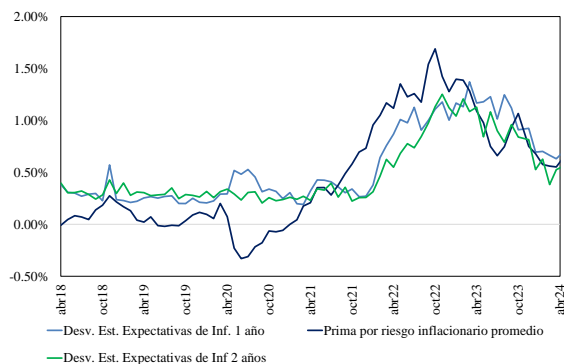
Fuentes: Precia, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. En el Gráfico 5B, la estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

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

Por su parte, las medidas del FBEI, tanto ajustadas por primas como sin ajuste, presentan un aumento para todos los plazos. De acuerdo con estas últimas, la inflación retornaría al rango de tolerancia del Banrep durante los primeros meses de 2027. Con el objetivo de extraer las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como para finales de cada uno de los próximos tres años², considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para abril y diciembre de 2025, 2026 y 2027, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), con datos del 24 de abril, la cual corresponde a 6,06%, 5,27%, 5,06%, 4,83% y 4,86%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra la misma medida neta de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, la cual se ubicó en 4,67%, 4,45%, 4,29%, 4,04%, 3,96% y 3,83% para los mismos plazos.

El aumento promedio del BEI se explica principalmente por aumentos de las primas por riesgo inflacionario de mediano y largo plazo. La desviación estándar de la expectativa de inflación aumentó a 1 y 2 años. Estas medidas, que pueden asociarse a la discrepancia de los agentes sobre la evolución de la inflación, exhiben una tendencia descendente después de alcanzar niveles máximos entre octubre de 2022 y marzo de 2023. Las primas por riesgo inflacionario promedio variaron -14 pb, +24 pb y +12 pb para los plazos de 1, 5 y 8 años, y se ubicaron en 0,29%, 1,11% y 1,56%, en su orden. Los niveles

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



Fuente: Bloomberg.

de la prima por riesgo inflacionario a largo plazo están en línea con la alta dispersión de las expectativas de inflación³ a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banco de la República (Banrep), y se ubicaron en 0,70% y 0,56%, respectivamente (ant: 0,63% y 0,53%, Gráfico 6). Los altos niveles de estos indicadores están en línea con algunos riesgos al alza de la inflación como los efectos finales del fenómeno de El Niño, perspectivas de un potencial fenómeno de La Niña durante el segundo semestre y los posibles ajustes de los precios del ACPM.

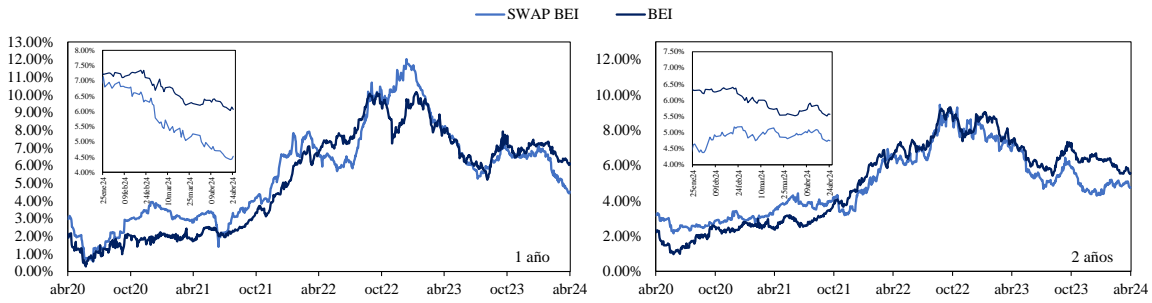
Las expectativas de inflación a 1 y 2 años en los contratos derivados continuaron disminuyendo y se ubicaron por debajo del BEI. En el Gráfico 7 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁴) y se contrastan con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 24 de abril, el *swap* BEI a 1 y 2 años cayó 52 pb y 11 pb, y se ubicó en 4,52% y 4,75%, respectivamente.

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

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

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

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁵ (ICEI) mantuvo la tendencia decreciente para el corto plazo, mientras que para los demás plazos se mantuvo estable (Gráficos 8 al 11).

Gráfico 8. ICEI de corto plazo

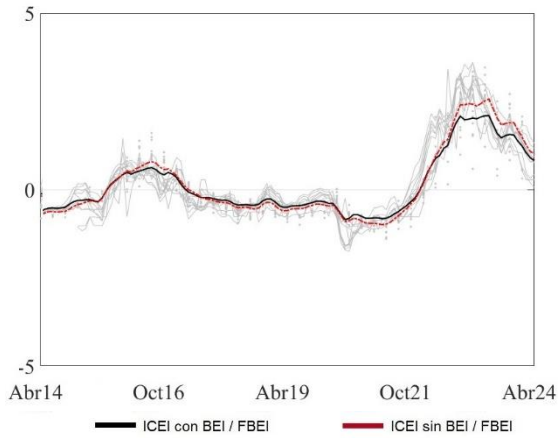


Gráfico 9. ICEI de mediano plazo

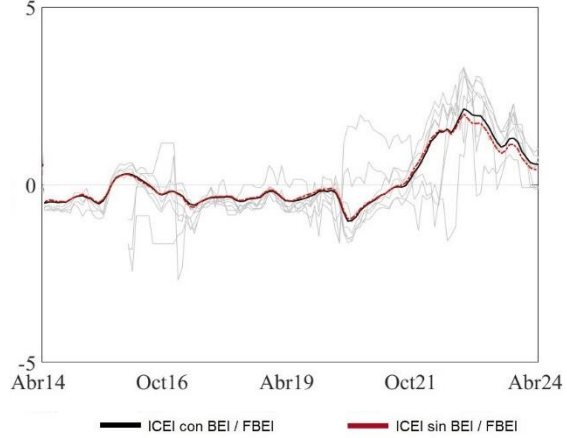


Gráfico 10. ICEI de largo plazo

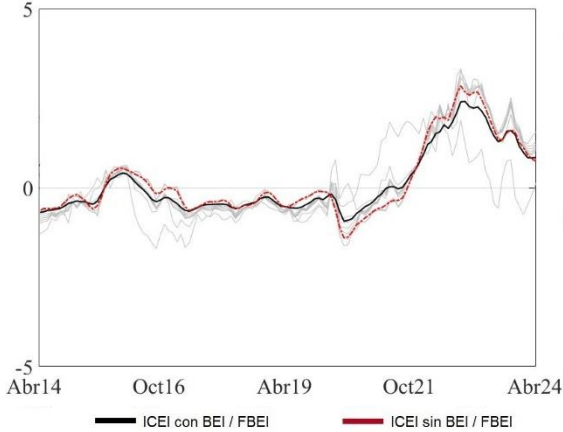
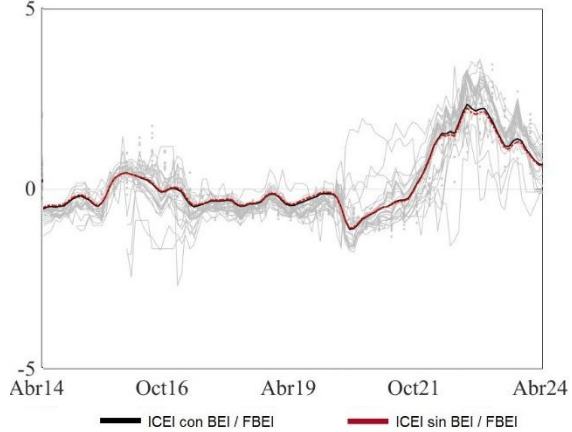


Gráfico 11. ICEI a todos los plazos

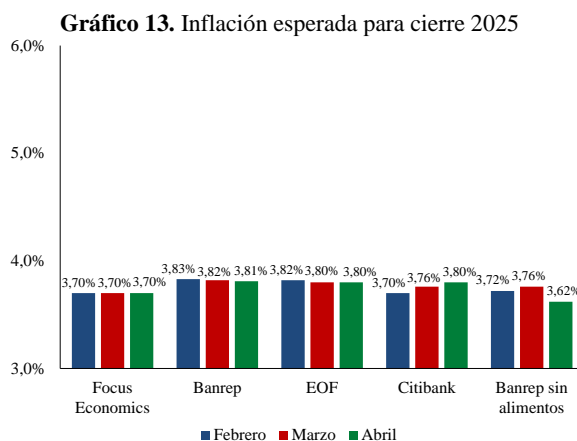
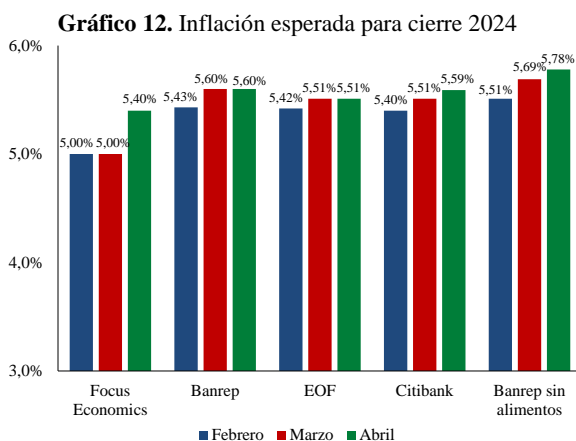


Fuentes: Banrep, Fedesarrollo, Focus Economics, SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep. La serie negra se estima con base en una muestra de expectativas de inflación que provienen de encuestas, de mercado (BEI/FBEI) y del BEI/FBEI sin primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa. La serie roja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

Las expectativas de inflación total provenientes de encuestas se mantuvieron estables para 2024 y 2025, mientras que las expectativas de inflación sin alimentos presentaron un comportamiento mixto. El promedio de las encuestas de expectativas de inflación total se mantuvo relativamente

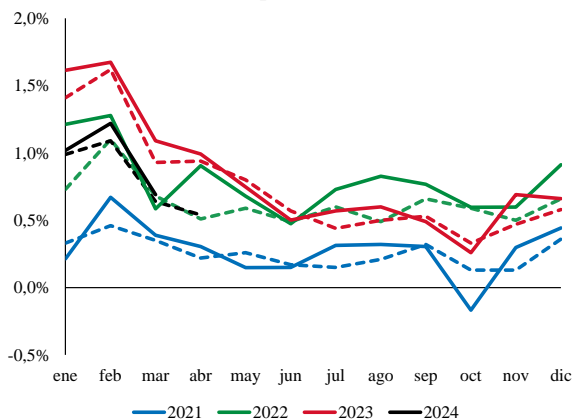
⁵ Para la descripción del cálculo de este indicador véase el *Recuadro 1. Indicador común de expectativas de inflación para Colombia*, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de enero de 2022.

estable para finales de 2024 (obs: 5,57%; ant: 5,54%) y 2025 (obs: 3,80%; ant: 3,79%)⁶. Por otro lado, de acuerdo con la última EME del Banrep, los analistas aumentaron su perspectiva sobre la inflación sin alimentos para 2024, pero la redujeron para 2025 (Gráficos 12 y 13).



Fuente: Focus Economics, Banrep, Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citibank. Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 16 de abril, con encuestas recolectadas hasta el 15 de abril. La encuesta del Banrep se realizó entre el 10 y el 12 de abril. La EOF se publicó el 17 de abril con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 22 de abril.

Gráfico 14. Inflación mensual sin alimentos (observada vs. esperada)



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

En marzo, la inflación mensual sin alimentos volvió a ubicarse por quinto mes consecutivo por encima de lo esperado por el mercado. Sin embargo, para este mes la expectativa se ubica por debajo de lo registrado en abril de 2022 y 2023. El mes pasado la inflación sin alimentos se ubicó en 0,69% m/m, por encima de lo esperado por los analistas encuestados por Citi (0,64%). Para fin de este mes, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,54% m/m, por debajo de los niveles de 0,90% y 0,99% registrados en abril de 2022 y 2023, respectivamente (Gráfico 14).

Las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros

disminuyeron en su mayoría, en línea con las encuestas a doce meses. La continuación del descenso en las expectativas de inflación de corto plazo pudo estar relacionada con los datos de inflación recientes que muestran una senda clara de descenso en este indicador y el ritmo cauteloso de recortes de la TPM por parte de la JDBR. No obstante, parte de la reducción de las expectativas implícitas en el mercado de deuda también pudo explicarse por la estacionalidad de los TES denominados en UVR. Por el contrario, a plazos más largos los BEI aumentaron ante las mayores primas por riesgo inflacionario, mientras que las expectativas de inflación se mantuvieron relativamente estables. En este sentido, el empinamiento de la curva BEI explica los aumentos de los FB EI, tanto ajustados por primas como sin ajustar.

La brecha entre la expectativa de inflación proveniente del mercado de deuda pública y de las encuestas se redujo a doce meses. A este plazo, ambas métricas se ubican por encima de la meta del Banrep. A doce meses las encuestas muestran una expectativa de 4,52% (ant: 4,63%), mientras

⁶ Corresponde a un promedio de las encuestas del Banrep, EOF y Citi. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2024 aumentó de 5,41% a 5,53%, y para 2025 lo hizo de 3,77% a 3,78%. Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banrep, la inflación total esperada a dos años se mantuvo en 3,50%, y a cinco años en 3,00%.

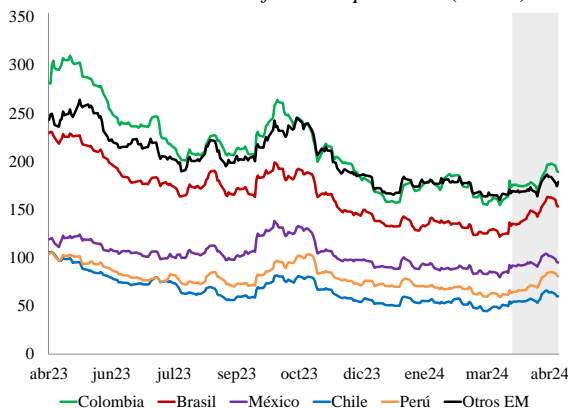
que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 4,67% (ant: 5,02%). A 24 meses, la encuesta del Banrep indica una expectativa de 3,50% (ant: 3,50%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 4,29% (ant: 4,17%)⁷.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se aplanó ante mayores desvalorizaciones de los títulos de corto plazo frente a los demás tramos. Este comportamiento estuvo en línea con el contexto internacional,

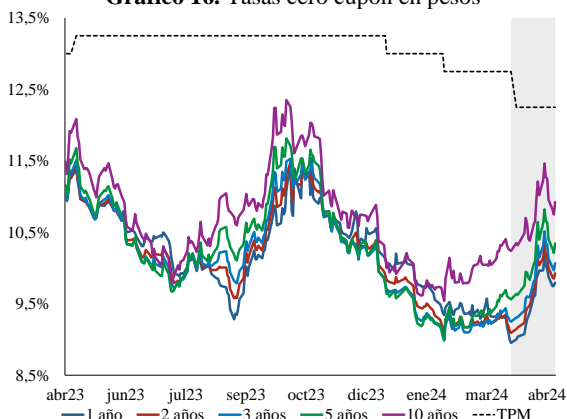
caracterizado por desvalorizaciones de los títulos de renta fija ante un menor optimismo frente a un pronto inicio del ciclo de recortes de tasas en EE.UU, y ante la mayor aversión al riesgo⁸ dada la intensificación del conflicto en Medio Oriente (Gráfico 15). A nivel local, estas desvalorizaciones también pudieron estar asociadas con: *i*) la persistencia de la incertidumbre en el frente fiscal desde la publicación del Plan Financiero por parte del MHCP a principios de febrero, a lo que se suma la incertidumbre frente al recaudo tributario, lo cual podría llevar a una mayor reducción de los depósitos de la Tesorería en el Banco de la República; *ii*) los anuncios por parte del Gobierno a favor de una posible renegociación de la deuda con el FMI; y *iii*) la incertidumbre frente al futuro de la reforma pensional y sus potenciales efectos sobre los mercados financieros. Lo anterior se dio en un contexto de ventas por parte de entidades públicas (Gráficos 16 y 17).

Gráfico 15. Credit Default Swaps Latam (5 años)



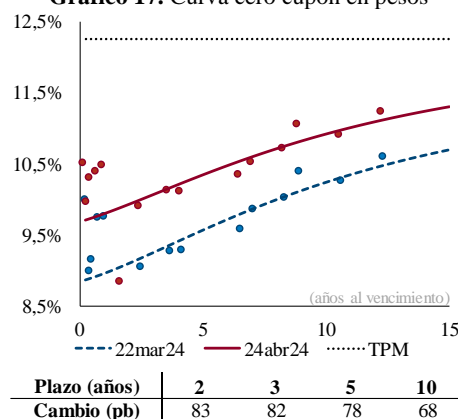
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

Gráfico 16. Tasas cero cupón en pesos



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

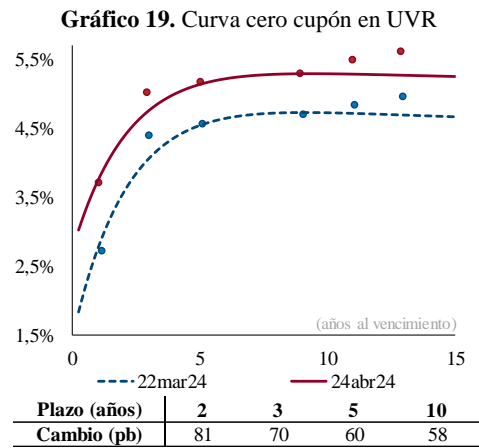
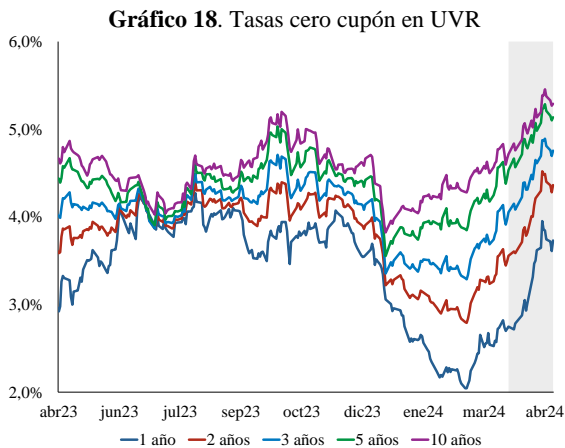
Gráfico 17. Curva cero cupón en pesos



La curva de TES en UVR se aplanó ante mayores desvalorizaciones de los títulos de corto plazo, frente a los demás tramos. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con la tendencia desfavorable de los títulos de renta fija a nivel local y global. No obstante, se destaca que los TES de corto plazo también pudieron estar afectados por el comportamiento estacional de estos títulos (Gráficos 18 y 19).

⁷ A diciembre de 2025, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,80% (ant: 3,79%), mientras que el FBEI a 2025 neto de primas se ubica en 4,45% (ant: 4,38%) para el mismo plazo.

⁸ Durante este periodo el CDS a cinco años subió 18 pb en Brasil, 17 pb en Brasil, 14 pb en Colombia, 6 pb en Chile y 3 pb en México. En otros países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) subió 9 pb.



Los inversionistas extranjeros continuaron con su tendencia compradora, con entradas netas por COP 1.541 miles de millones (mm) en TES en pesos desde la última reunión de la JDBR, concentradas en el tramo largo de la curva (COP 2.641 mm). En cuanto a los TES en UVR, compraron en neto COP 522 mm en el mercado de contado, concentrados en el tramo largo (COP 503 mm). Así, acumulan compras netas por COP 2,3 b en lo corrido de 2024 en el mercado de contado de TES (Gráfico 20), y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES (21% del total de TES circulando – ver Gráfico 21).

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

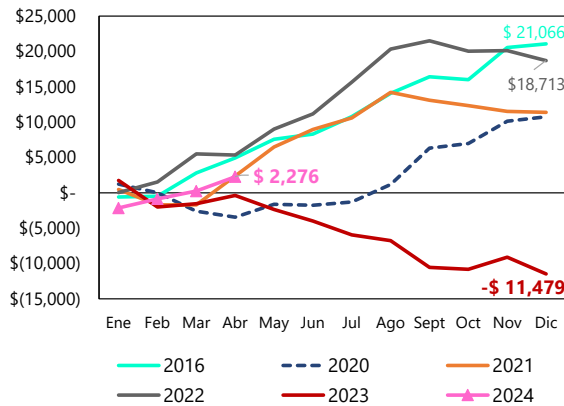
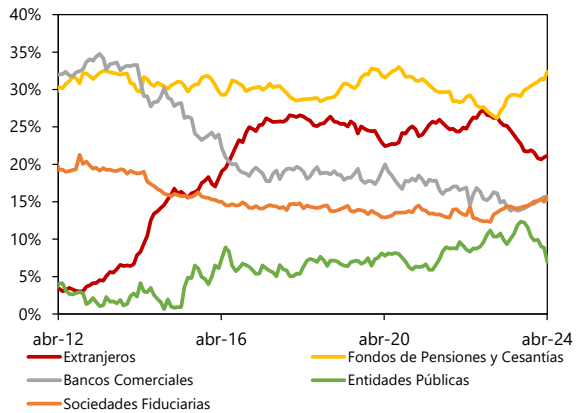


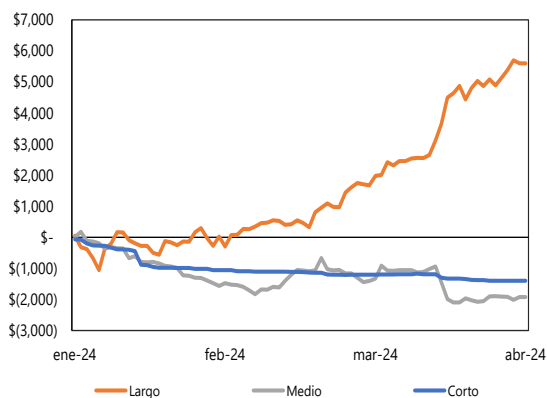
Gráfico 21. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencia del Fonpet



Los inversionistas extranjeros continuaron aumentando la duración de su portafolio a través de compras en el tramo largo de la curva por COP 3,1 billones (b) desde la última reunión de la JDBR. En referencias de mediano y corto plazo, presentaron flujos netos por COP 867 mm y COP 215 mm, respectivamente durante el periodo (Gráfico 22). Este comportamiento podría estar relacionado con el empinamiento de la curva de TES en pesos durante 2024, que hace más atractivas a las referencias de largo plazo frente a los títulos de otros tramos. Además, algunos agentes del mercado han manifestado que las compras de los agentes extranjeros en el tramo largo podrían estar relacionadas con sus expectativas sobre futuros recortes de la Tasa de Política Monetaria.

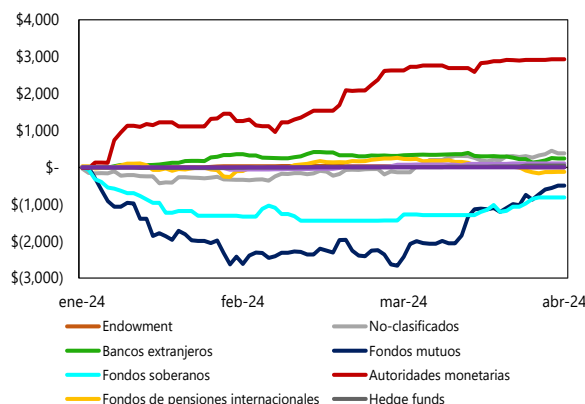
Por tipo de agente, la tendencia compradora de los inversionistas extranjeros desde la última reunión de la JDBR ha estado dirigida por compras de fondos mutuos y fondos soberanos, mientras que en el acumulado del año se observa una recomposición hacia las autoridades monetarias (Gráfico 23). Durante abril, los fondos mutuos han realizado compras por COP 1.574 mm⁹, mientras que las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales por COP 298 mm¹⁰. Además, las autoridades monetarias acumulan compras por COP 3 b en lo corrido de 2024.

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



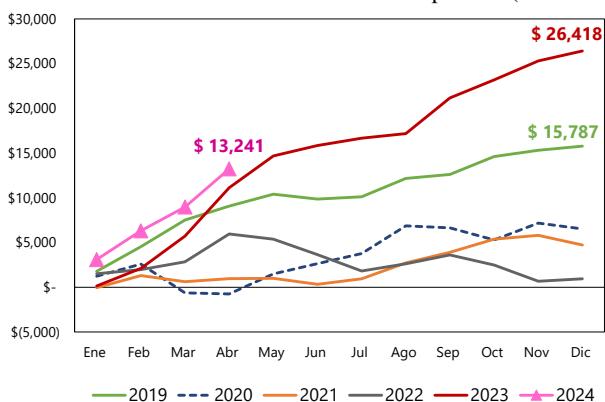
Fuente: Banrep.

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



Fuente: Banrep.

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



Fuente: Banrep

Nota: Se incorpora los últimos 4 años y se agregan los flujos de 2019 por ser un periodo de referencia de un monto importante de compras.

Los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora en abril, siendo los mayores compradores de TES en pesos por COP 4.377 mm, principalmente en el tramo largo de la curva (COP 3.236 mm)¹¹ (Gráfico 24). Por el contrario, en TES en UVR tomaron una posición vendedora por COP 19 mm, la mayoría de las cuales fueron en referencias del tramo corto de la curva (COP 251 mm). Así, se mantuvieron como los principales tenedores de TES (32% del total de TES circulando, ver Anexo 3).

Las entidades públicas han sido los principales vendedores en el mercado de contado de TES, tanto en pesos como en UVR, en lo corrido de 2024. Estas entidades han realizado ventas por COP

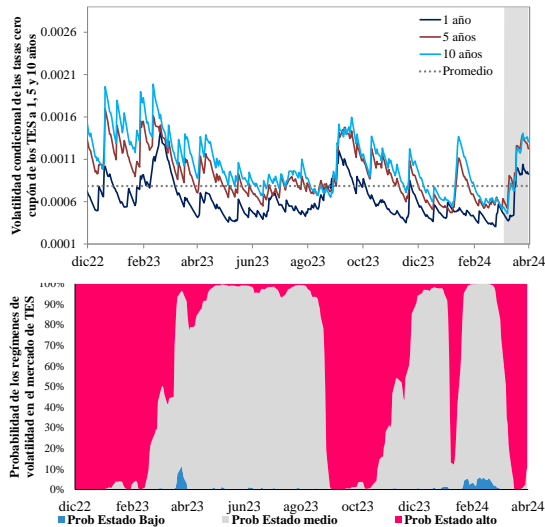
⁹ Con información al 24 de abril, desde la última reunión de la JDBR los fondos soberanos, no-clasificados, autoridades monetarias, hedge funds, compañías de seguros, endowment funds, y bancos extranjeros han presentado flujos netos por COP 474 mm, COP 181 mm, COP 171 mm, COP 41 mm, COP 31 mm, COP -12 mm y COP -100 mm, respectivamente.

¹⁰ En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales (COP -333 mm). Los bancos extranjeros, los endowment funds, las compañías de seguros, los hedge funds, los fondos soberanos, las autoridades monetarias, los no-clasificados y los fondos mutuos presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -101 mm, COP -12 mm, COP 31 mm, COP 41 mm, COP 63 mm, COP 93 mm, COP 186 mm y COP 1573 mm. Las ventas en TES UVR se concentraron en los no clasificados (COP -5 mm). Los bancos extranjeros, los fondos mutuos, los fondos de pensiones internacionales, las autoridades monetarias y los fondos soberanos presentaron flujos netos en TES UVR por COP 1 mm, COP 2 mm, COP 35 mm, COP 78 mm, COP 411 mm y COP 522 mm.

¹¹ Estos agentes realizaron compras netas en el tramo medio de la curva en pesos por COP 1.181 mm, mientras que en el tramo corto vendieron COP 40 mm.

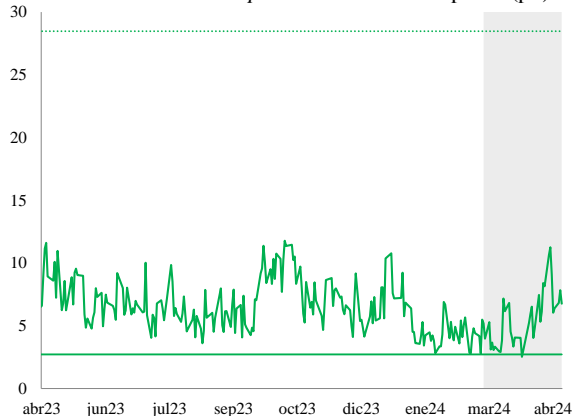
13,5 b, principalmente en referencias del tramo largo (COP 8.646 mm) y medio de la curva (COP 4.861 mm).

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



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

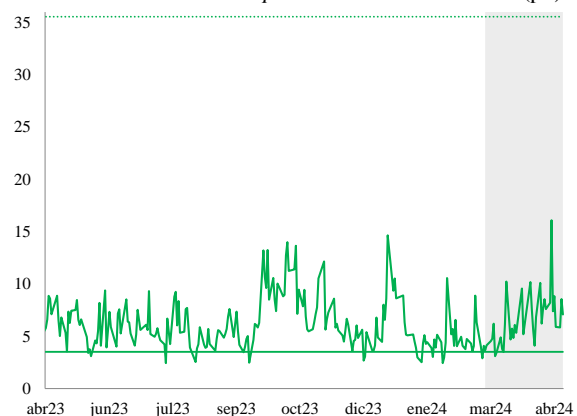
Gráfico 26. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)



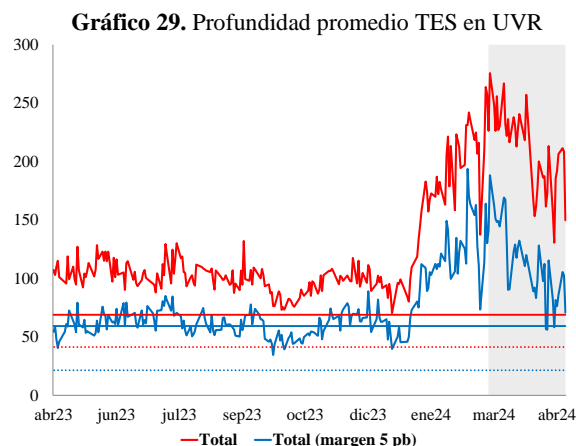
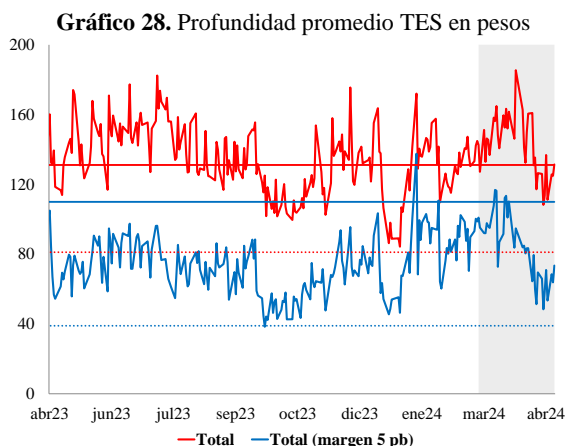
Fuente y Cálculos: Banrep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A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

La volatilidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó para todos los plazos y volvió a ubicarse en un nivel de volatilidad alto (Gráfico 25), al tiempo que la liquidez presentó un deterioro marcado. Frente a los indicadores de liquidez, los Bid-Ask Spreads (BAS) promedio aumentaron frente a los registrados en marzo, mientras que la profundidad promedio disminuyó¹². Pese a que los BAS aún sugieren niveles de liquidez inferiores a los registrados previo a la pandemia del Covid-19, estos se encuentran por encima de los registrados durante los primeros días de la pandemia. La afectación de los indicadores de liquidez y volatilidad es una dinámica común a los mercados desde 2020 (Anexo 2 - Gráficos 26 al 29).

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

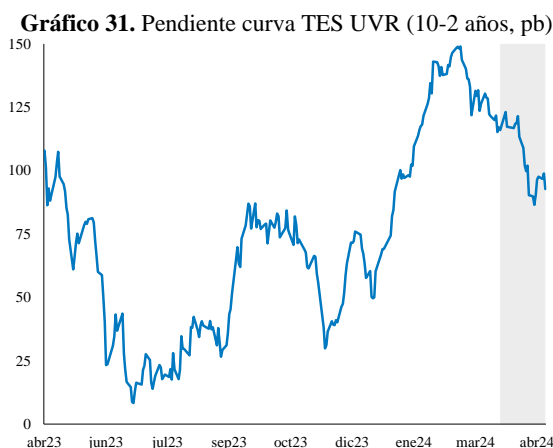
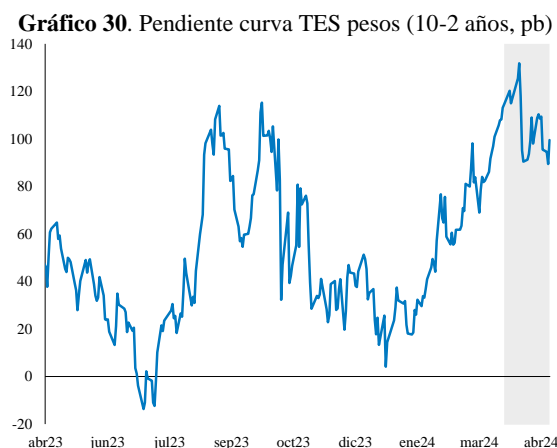


¹² Al 24 de abril los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 7,0 pb para los TES en pesos y 7,9 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 4,2 pb y 5,3 pb observados durante marzo, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 151,6 mm a COP 133,1 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR lo hizo de COP 236,8 mm a COP 179,0 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).



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

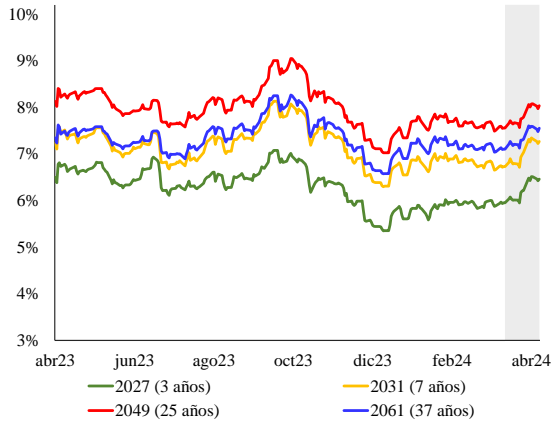
Las curvas de los TES en pesos y UVR se aplanaron. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años disminuyó 15 pb, hasta 100 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y 23 pb, hasta 93 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 32 y 33).



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

Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se desvalorizaron y la diferencia de sus tasas con las de los títulos locales continuó aumentando levemente. Desde el 22 de marzo, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 7, 25 y 37 años presentaron variaciones de 51 pb, 54 pb, 48 pb y 45 pb, respectivamente (Gráfico 32). El margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) aumentó 9 pb debido a que la deuda denominada en moneda extranjera presentó menores desvalorizaciones que la local del tramo largo durante el período (Gráfico 33).

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



Fuente: Bloomberg.

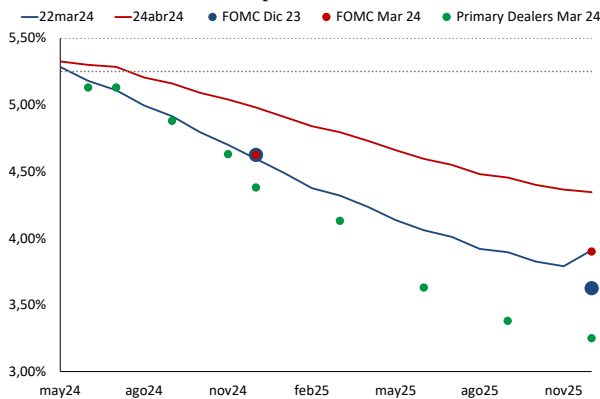
Gráfico 33. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

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

Gráfico 34. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

Las expectativas del mercado de futuros sobre la tasa de los Fondos Federales aumentaron con respecto a marzo y descuentan dos recortes de tasas durante 2024 (en diciembre de 2023 esperaban 6).

Estas expectativas subieron durante abril, afectadas por la publicación de datos de inflación, mercado laboral y actividad económica que superaron las expectativas, así como por comentarios *hawkish* por parte de los miembros de la Fed. Así, el mercado postergó de julio a septiembre sus expectativas sobre un primer recorte de tasas, y espera un recorte adicional en

diciembre, con una tasa terminal entre 4,75% y 5,00% en 2024. Además, descuenta recortes por 50 pb (ant: 75 pb) durante 2025. Lo anterior supera las proyecciones del FOMC de marzo, para cierre de 2024 (25 pb por encima) y 2025 (50 pb por encima, Gráfico 34).

En esta misma línea, el CME¹³ muestra que el rango más probable de tasas de los Fondos Federales aumentó de forma importante para diciembre de 2024, entre 25 y 50 pb. Además, el mercado ahora descuenta con una probabilidad de 13% (ant: 0%) el escenario de que la Fed no realice recortes de TPM durante el año. Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre de 2024 aumentó y se ubicó entre los rangos de 4,75% a 5,00%, y de 5,00% a 5,25% (ambos con una probabilidad del 34%) durante abril (Cuadro 2).

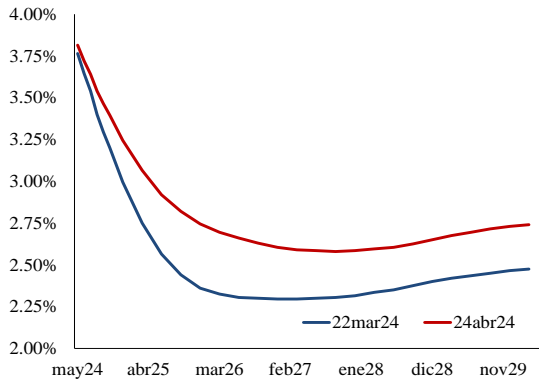
Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2024

	4,00%-4,25%	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%	4,75%-5,00%	5,00%-5,25%	5,25%-5,50%	5,50%-5,75%
22mar24	12%	30%	34%	18%	4%	0%	0%
24abr24	0%	4%	16%	34%	34%	13%	0%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

¹³ Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.

Gráfico 35. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

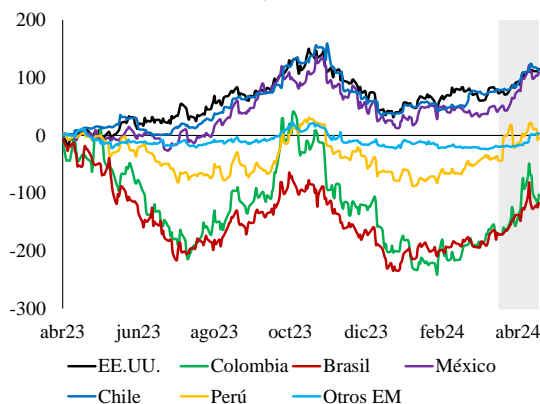
En Europa el mercado sigue esperando un primer recorte de las tasas del BCE en el segundo trimestre de 2024 (junio) (Gráfico 35, Anexo 5). No obstante, los futuros de la tasa Euribor descuentan una senda de política monetaria de mediano plazo más contractiva que en marzo.

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

Los Tesoros de EE.UU. presentaron desvalorizaciones importantes. Este comportamiento estuvo en línea con las mayores expectativas de política monetaria ante los comentarios *hawkish* de varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) y la publicación de cifras de inflación (total: 3,5% a/a; núcleo: 3,8% a/a; PCE núcleo: 3,7% t/t anualizado) que sorprendieron al alza al mercado (esp. total: 3,4%; esp. núcleo: 3,7%; esp. PCE núcleo: 3,4%), así como cifras de actividad económica¹⁴ y del mercado laboral¹⁵ que continuaron evidenciando una resiliencia importante de la economía estadounidense.

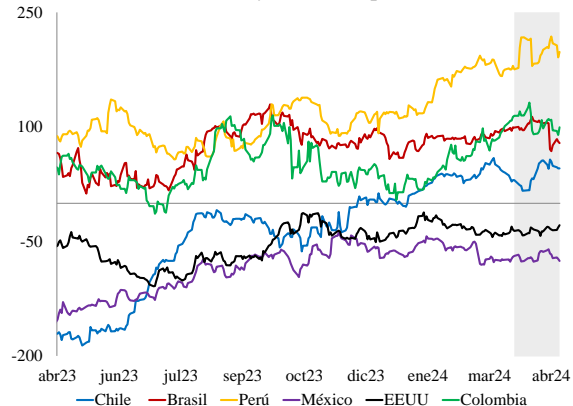
La mayoría de los títulos de deuda pública de la región se desvalorizó. Este comportamiento estuvo acorde con el desempeño de la mayoría de los títulos de deuda pública a nivel global. En el caso de Perú, las desvalorizaciones del tramo corto pudieron estar contenidas por la decisión del Banco Central de recortar la TPM en 25 pb mientras que el mercado esperaba que se mantuviera inalterada. También se destaca la alta volatilidad de las tasas de los títulos de deuda pública de este país ante la incertidumbre política y ante el trámite de una reforma pensional en el Congreso que permitiría a los ciudadanos el retiro parcial de sus ahorros en los fondos de pensiones. De esta manera, las pendientes 10 años-2 años aumentaron 21 pb en Perú (hasta un nivel de 198 pb), 18 pb en Chile (46 pb), 11 pb en México (-76 pb) y 8 pb en EE.UU. (-29 pb), mientras que la de Brasil disminuyó 13 pb (79 pb, Gráficos 36 a 38 y Anexo 4).

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



Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: Banrep. Cambios (pb) desde el 1 de abril de 2023.

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

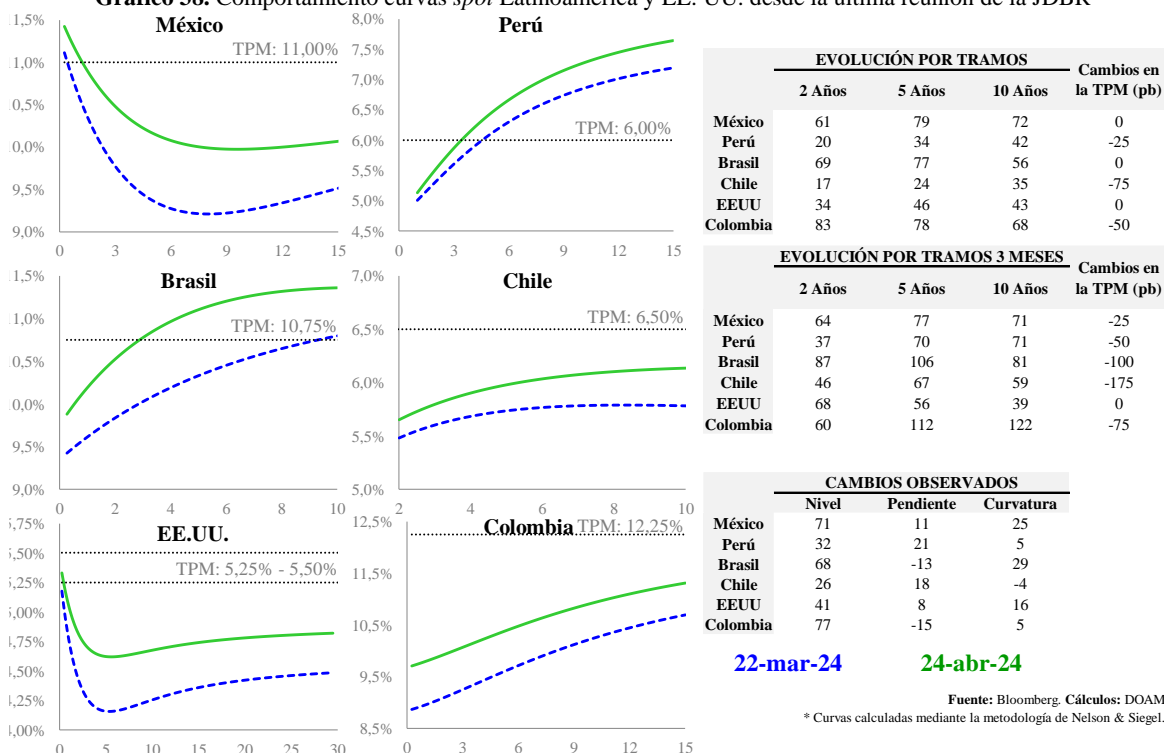


Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: Banrep.

¹⁴ En marzo, el ISM manufacturero volvió a terreno expansivo al ubicarse en 50,3 (esp: 48,3; ant: 47,8), al tiempo que las ventas al por menor crecieron 0,7% m/m durante el mismo mes (esp: 0,4%; ant: 1,0%).

¹⁵ De acuerdo con el reporte de empleo de marzo, las nóminas no agrícolas crecieron en 303 mil (esp: 214 mil; ant: 270 mil), al tiempo que la tasa de desempleo se redujo a 3,8% (esp: 3,8%; ant: 3,9%) y los salarios crecieron 4,1% a/a (esp: 4,1%; ant: 4,3%).

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



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

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

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

2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera un recorte de 50 pb en abril. Primero, según la EME¹⁶, la mediana señala una tasa esperada de 11,75% en abril (desviación estándar de 12 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera¹⁷ (EOF), el 96% de los encuestados proyecta que la TPM baje 50 pb, mientras que el 4% restante espera una reducción de 75 pb. Por su parte, las 7 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg¹⁸ esperan un recorte de 50 pb. Por último, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank¹⁹, de las 26 entidades encuestadas el 73% espera y recomienda que la TPM disminuya 50 pb en abril; un 19% espera que disminuya 50 pb, pero recomienda que disminuya 75 pb; y el 8% restante espera y recomienda que disminuya 75 pb. La desviación estándar de las expectativas disminuyó de 0,11% en marzo a 0,07% en abril (Gráfico 39 y Anexo 1).

Por su parte, en el Gráfico 40 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2024 de acuerdo con la encuesta de Citibank, en la cual se observa que entre marzo y abril la tasa mediana esperada aumentó de 8,13% a 8,25%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 0,42% a 0,30%.

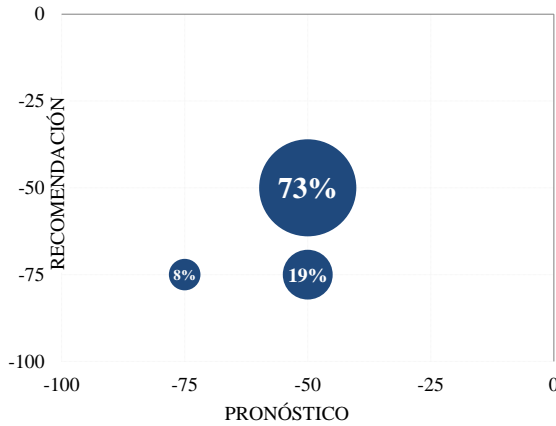
¹⁶ Datos recolectados entre el 10 y el 12 de abril.

¹⁷ Publicada el 17 de abril con información recolectada entre el 8 y el 12 del mismo mes.

¹⁸ Datos actualizados al 26 de abril.

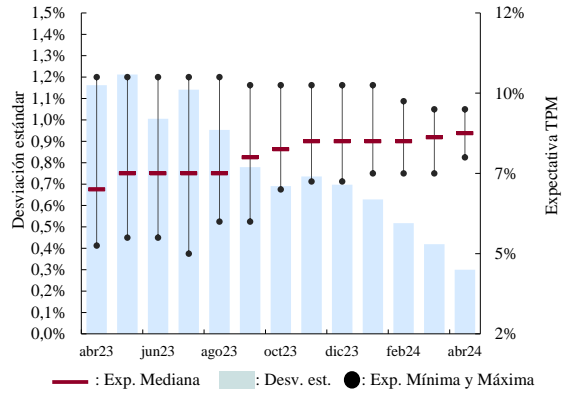
¹⁹ Publicada el 22 de abril.

Gráfico 39. Expectativa de cambio (pb) TPM para abril de 2024



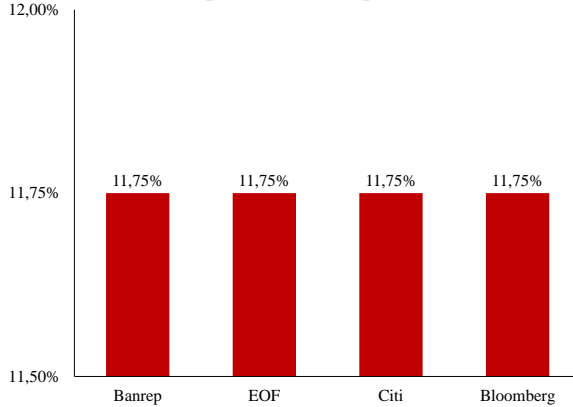
Fuente: Citibank.

Gráfico 40. Expectativas TPM para diciembre de 2024



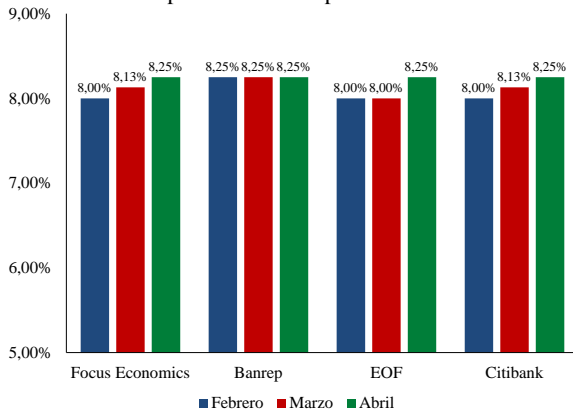
Fuente: Citibank.

Gráfico 41. Expectativas TPM próxima reunión



Fuente: Banrep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del Banrep se realizó entre el 10 y el 12 de abril. La EOF se publicó el 17 de abril con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Citibank se recolectó entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Bloomberg se tomó con datos hasta el 26 de abril.

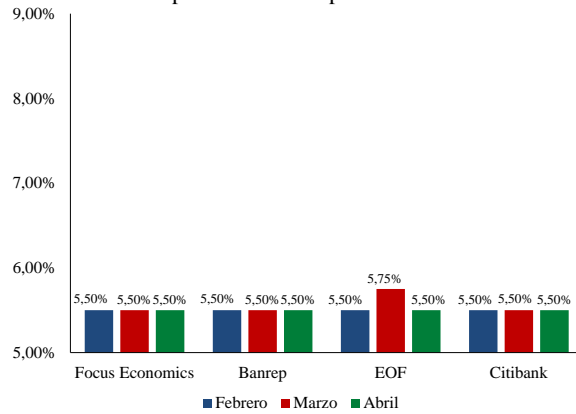
Gráfico 42. Expectativas TPM para diciembre de 2024



Fuente: Focus Economics, Banrep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 16 de abril, con encuestas recolectadas hasta el 15 de abril. La encuesta del Banrep se realizó entre el 10 y el 12 de abril. La EOF se publicó el 17 de abril con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 22 de abril.

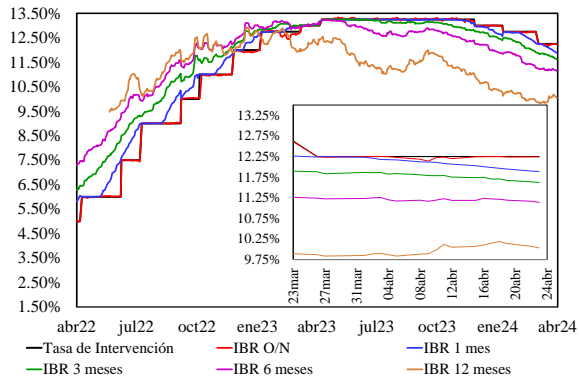
Las encuestas evidencian un aumento de las expectativas de política monetaria para 2024 y estabilidad para 2025. En los Gráficos 41, 42 y 43 se muestran las expectativas sobre la TPM para la reunión de abril y para las de diciembre de 2024 y 2025. En estas se observa que: *i*) la mayoría de los agentes espera que la TPM disminuya en 50 pb en abril; *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 aumentó de 8,13% a 8,25%; y *iii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2025 se mantuvo cercano a 5,50% (obs: 5,56%; ant: 5,50%).

Gráfico 43. Expectativas TPM para diciembre de 2025



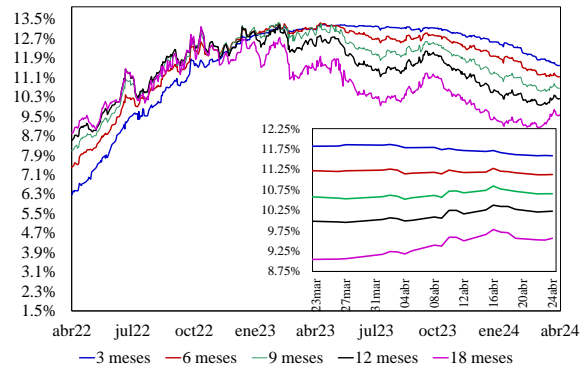
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 9 meses cayeron, mientras que las tasas con plazos superiores aumentaron. Este mercado anticipa reducciones de la TPM, pero el ritmo de reducciones sería menor al descontado en marzo. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 24 de abril las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses variaron -30 pb, -14 pb, +16 pb, +7 pb, +24 pb y +52 pb, respectivamente (Gráficos 46 y 47).

Gráfico 44. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

Gráfico 45. Tasas OIS



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

Las tasas del mercado OIS descuentan con mayor probabilidad una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de abril y al cierre de 2024 espera que esta tasa se ubique en 9,50%. Las tasas del mercado OIS con plazos superiores a 9 meses subieron, este aumento se explica por expectativas de menores recortes en los países desarrollados. Particularmente, después de que el dato de IPC total de EE. UU. de marzo superara las estimaciones y ante el discurso del presidente de la Fed, Jerome Powell, quien se unió a otros miembros de la entidad y señaló que probablemente le tomará más tiempo a la Fed alcanzar la confianza necesaria para bajar las tasas de interés, las tasas OIS en países en desarrollo presentaron aumentos. Así, el 24 de abril el mercado descuenta una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de abril y en lo que queda de 2024 anticipa reducciones de 325 pb, de esta manera en diciembre se espera que la TPM se ubique en 9,50% (anterior: 8,75%).

Gráfico 46. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 24 de abril de 2024)

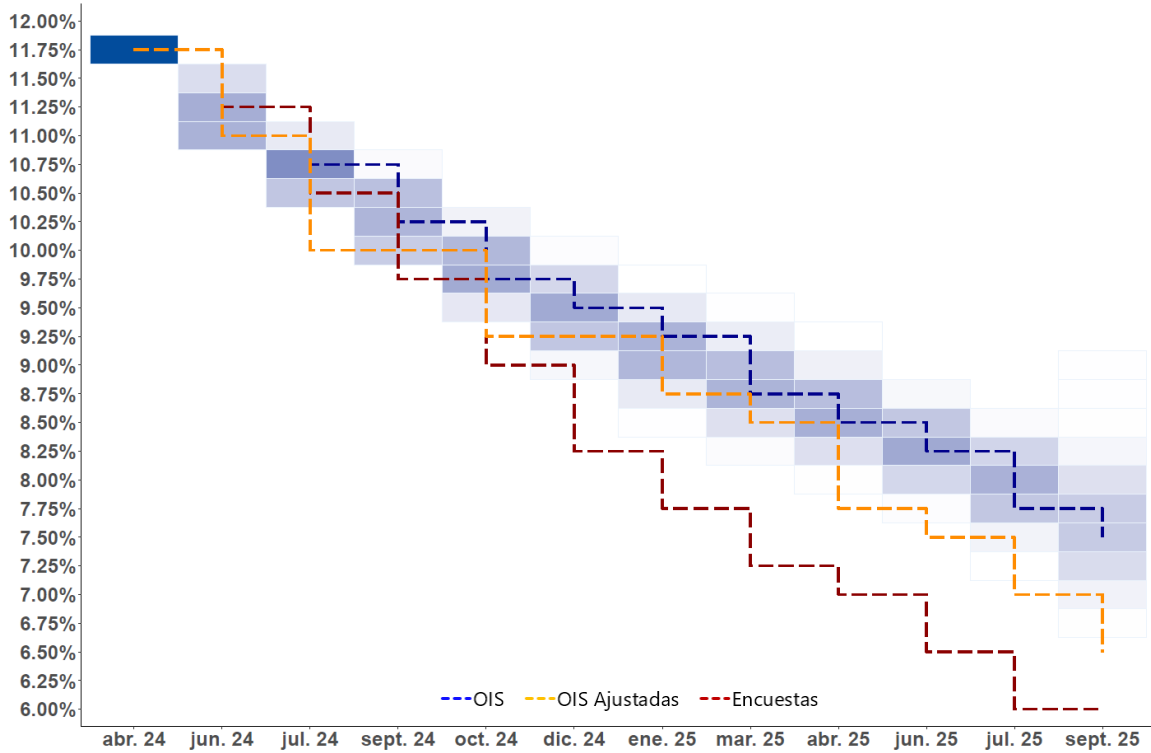
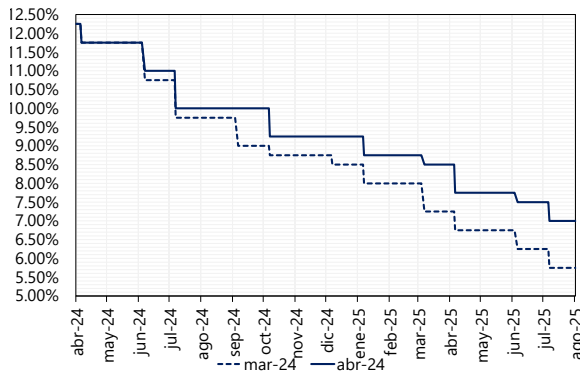


Gráfico 47. Evolución de expectativas TPM – OIS

sep-25					6,50%	7,50%	sep-25	12.25%
ago-25							ago-25	12.00%
jul-25			6,25%	6,75%	6,75%	7,75%	jul-25	11.75%
jun-25		6,25%	6,75%	7,25%	7,25%	8,25%	jun-25	11.50%
may-25							may-25	11.25%
abr-25	7,00%	7,00%	6,50%	7,00%	7,50%	8,50%	abr-25	11.00%
mar-25	7,75%	7,25%	7,00%	7,50%	8,00%	8,75%	mar-25	10.75%
feb-25							feb-25	10.50%
ene-25	8,25%	7,75%	7,50%	8,00%	8,25%	9,25%	ene-25	10.25%
dic-24	8,75%	8,50%	8,00%	8,50%	8,75%	9,50%	dic-24	10.00%
nov-24							nov-24	9.75%
oct-24	9,25%	8,75%	8,75%	9,00%	9,25%	9,75%	oct-24	9.50%
sep-24	9,75%	9,50%	9,25%	9,75%	9,75%	10,25%	sep-24	9.25%
ago-24							ago-24	9.00%
jul-24	10,25%	10,25%	10,00%	10,25%	10,50%	10,75%	jul-24	8.75%
jun-24	11,00%	10,75%	10,75%	11,00%	11,00%	11,25%	jun-24	8.50%
may-24							may-24	8.25%
abr-24	11,50%	11,50%	11,25%	11,75%	11,75%	11,75%	abr-24	8.00%
30nov23**								7.75%
19dic23**								
25ene24**								
29feb24**								
22mar24**								
24abr24**								

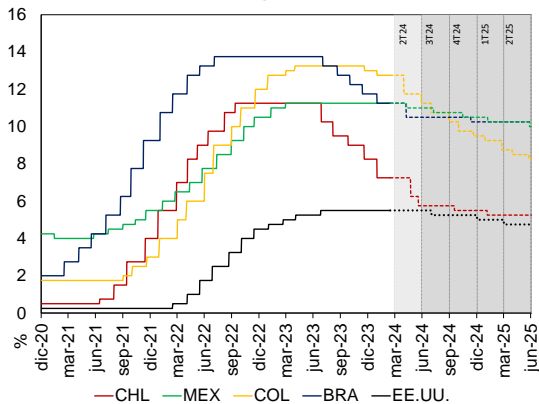
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep. Nota: Cada cifra de color blanco indica un cambio de tasa de política. **El modelo OIS permite aumentos o reducciones de hasta 200 pb de la TPM en cada reunión.

Gráfico 48. Expectativas de mercado sin la prima a término



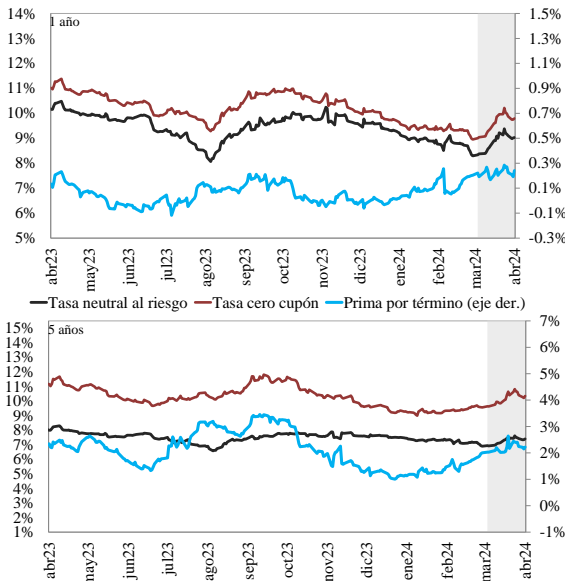
Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 27 de marzo de 2024 y 24 de abril de 2024.

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos propios.

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



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

La expectativa de TPM ajustada por la prima a término del mercado OIS anticipa menos reducciones para 2024. En el Gráfico 48 se presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los días 22 de marzo y 24 de abril. Según esta medida la expectativa para diciembre de 2024 se ubicó en 9,25% (ant: 8,50%).

Los mercados OIS continúan vislumbrando reducciones de la TPM para los países de la región en el 2024 (Gráfico 49). Para los siguientes meses de 2024 los mercados descuentan reducciones de la TPM en 50 pb, 100 pb y 50 pb en Brasil, Chile y México, cerrando 2024 en 10,25% (ant. 9,50%), 5,50% (ant. 4,75%) y 10,50% (ant. 9,75%), en su orden. Las sendas de TPM muestran niveles más altos de las tasas para horizontes mayores a un año, lo cual está en línea con el ajuste de las expectativas de la TPM en EE.UU.

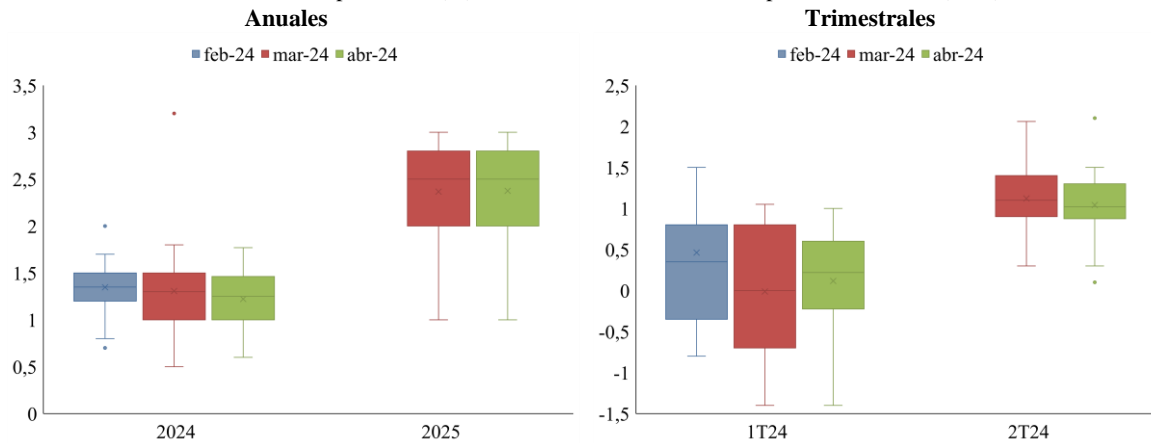
El movimiento en las tasas de los TES en pesos de corto plazo se puede explicar principalmente por las variaciones en las tasas neutras. En el mediano plazo el aumento obedeció a un crecimiento mayor de las primas a término. En el Gráfico 50 se presentan estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutras al riesgo promedio subieron 26 pb y 23 pb a 1 y 5 años respectivamente, y se ubicaron en 8,93% y 7,32%, en su orden. Estos aumentos están en línea con la subida de las tasas OIS. Por su parte, la prima a término a un año (0,23%) subió 9 pb y a 5 años (2,23%) aumentó 51 pb (Gráfico A4.4.). El aumento de la prima a término está en línea con la subida de la prima por riesgo inflacionario, la prima a

término en EE. UU. (Gráfico A4.4) y la percepción de riesgo medido por los CDS²⁰.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento se mantuvieron relativamente estables. De acuerdo con la EOF, los analistas redujeron su perspectiva de crecimiento para 2024 de 1,30% a 1,25%, y para el 2T24 de 1,10% a 1,02%, mientras que para el 1T24 la aumentaron de 0,0% a 0,2%, y para 2025 la mantuvieron inalterada en 2,5% (Gráfico 51). Por otro lado, los agentes encuestados por Citi mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2024 en 1,3%, y la redujeron para 2025 de 2,60% a 2,51%.

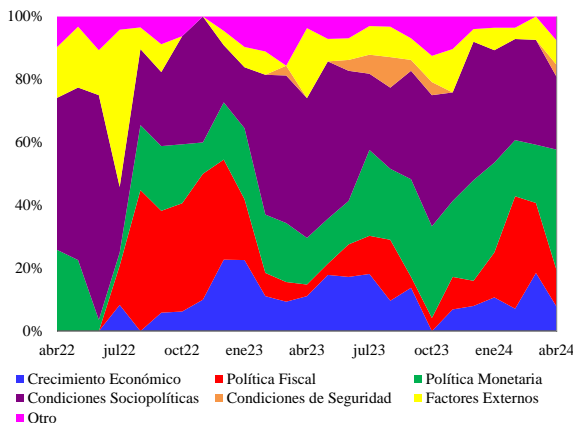
Gráfico 51. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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

Los analistas esperan valorizaciones de los TES y el MSCI COLCAP en el corto plazo. Frente a los TES que vencen en 2028 y 2032, los analistas esperan que durante los próximos tres meses estos se valoricen 40 pb y 50 pb, respectivamente²¹ (desviaciones estándar de 59 pb). Para fin de año, los mismos analistas proyectan valorizaciones de 110 pb (desviaciones estándar de 70 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se mantenga estable, mientras que a 12 meses esperan una valorización superior al 4% (desviaciones estándar de 4% y 8%, respectivamente).

Gráfico 52. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta: ¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión? La política monetaria pasó a ocupar el primer lugar. El 39% de los encuestados señaló la política monetaria (ant: 19%, var: 20 pp) como el factor más relevante, el 23% resaltó las condiciones sociopolíticas (ant: 33%; var: -10 pp), el 12% la política fiscal (ant: 22%, var: -10 pp), el 8% el crecimiento económico (ant: 19%; var: -11 pp), otro 8% los factores externos (ant: 7%; var: 1 pp), otro 8% otros factores (ant: 0%; var: 8 pp), mientras que el 4% restante señaló las condiciones de seguridad (ant: 0%; var: 4 pp; Gráfico 52). Los agentes que mencionaron otros factores

²⁰ Revisar Recuadro [Factores que pueden incidir en la resistencia de la curva de rendimientos en Colombia a invertirse.](#)

²¹ Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa mediana esperada por los analistas.

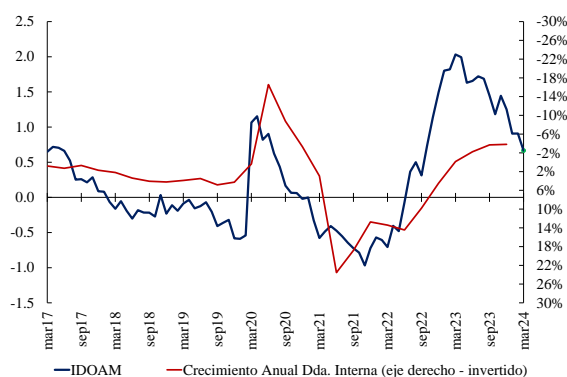
señalaron puntualmente la seguridad inversionista y la agenda de reformas. Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos definitivos de marzo de 2024, el IDOAM mantiene su tendencia de mejores condiciones financieras y se acercó a niveles no observados desde 2022. La mejora de este indicador se da ante reducciones de los spreads de las tasas de tesorería, preferencial y de consumo frente a las tasas de los TES y la reducción de las expectativas de inflación. El nivel del indicador mantiene su tendencia a la baja ante las correcciones de los spreads de las tasas mencionadas arriba y la tendencia decreciente de los niveles de las expectativas de inflación frente a la meta del Banrep (Gráfico 53).

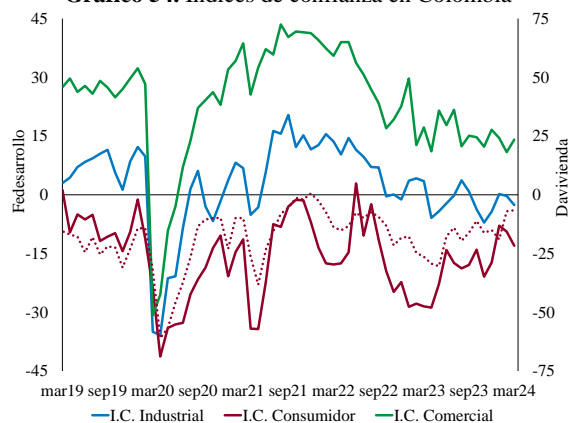
Los indicadores de confianza empresarial y del consumidor presentaron resultados mixtos en marzo. El indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, presentó un deterioro en marzo (obs: -13,0%; ant: -9,4%), como consecuencia de unas expectativas más pesimistas, las cual fueron parcialmente contrarrestadas por una percepción menos desfavorable de las condiciones económicas (Gráfico 54). Por el contrario, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -6,2% a -5,8% (Gráfico 55), mientras que la confianza del consumidor estimada por Davivienda (obs: -6,6%; ant: -7,0%) continuó aumentando hasta alcanzar un nivel no observado en más de dos años. Por otro lado, el indicador de confianza industrial se redujo (obs: -2,6%; ant: -0,3%), mientras que el de confianza comercial aumentó (obs: 14,1%; ant: 10,9%) durante marzo. El desempeño del primero estuvo explicado por unas menores expectativas de producción para el próximo trimestre, y un menor volumen actual de pedidos, lo cual fue compensado parcialmente por un menor nivel de existencias. Por el contrario, la mejora de la confianza comercial se explicó por un menor nivel de existencias y una mejor percepción de la situación económica, lo cual contrarrestó la reducción de las expectativas de producción para el próximo semestre.

Gráfico 53. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



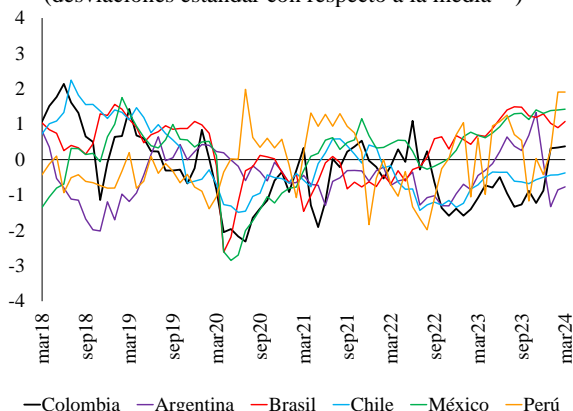
Fuentes: Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC, **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible. **Nota:** Se usa la volatilidad implícita promedio de los TES a 1, 5 y 10 años extraída de un modelo GARCH(1,1)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

Gráfico 54. Índices de confianza en Colombia



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

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



— Colombia — Argentina — Brasil — Chile — México — Perú
Fuentes: INEGI²², FGV²³, UDD, Banrep, Fedesarrollo, APOYO.
Cálculos: Banrep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.
****** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

El indicador de confianza desestacionalizado de Colombia aumentó levemente en marzo y continúa registrando su mayor valor desde noviembre de 2021. Este indicador aumentó o se mantuvo estable para todos los países de la muestra en marzo. El Gráfico 55 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Los indicadores de Argentina y Chile se encuentran por debajo de su media histórica, a diferencia de los demás países²⁴.

La volatilidad implícita de las opciones de índices bursátiles (Vix²⁵ y Vstox²⁶) y de Tesoros (Move²⁷) aumentó. Este

comportamiento se dio en un contexto de aumento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, y de mayor incertidumbre frente al comienzo del ciclo de recortes de la tasa de política monetaria en EE.UU. (Gráfico 56). Por su parte, el *Skew*²⁸ corrigió a la baja, en línea con la materialización de desvalorizaciones del S&P 500 durante este periodo (Gráfico 57).

²² Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

²³ Instituto Brasileiro de economía

²⁴ La serie para Colombia se puede descomponer en 3 factores: tendencia, estacionalidad y un componente irregular. Usando la metodología Census-X12 aditiva se encuentra que durante los meses de marzo el componente estacional tiende a ser negativo. Así, al restar este componente a la serie original (la cual presentó una caída) se mantiene estable la serie ajustada estacionalmente.

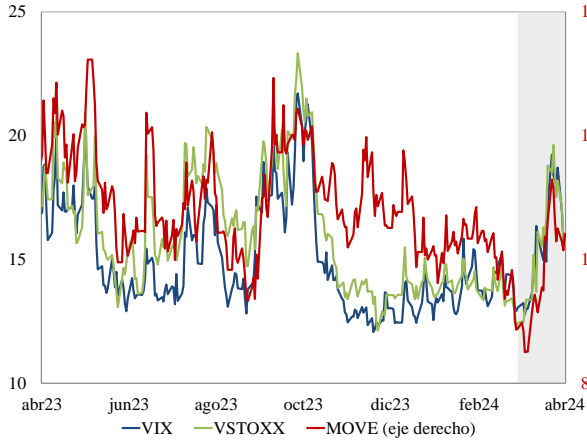
²⁵ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

²⁶ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

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

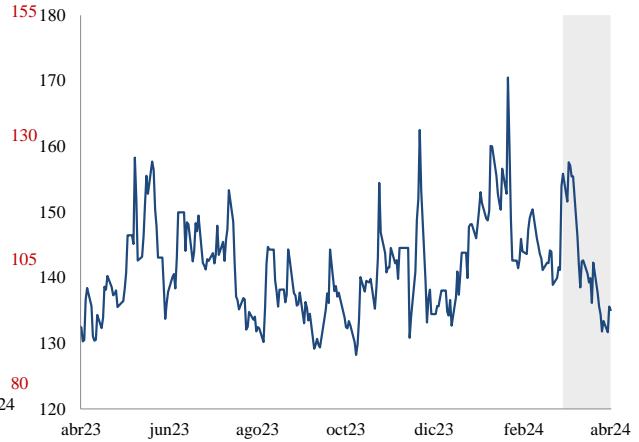
²⁸ El *Skew* es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

Gráfico 56. Vix - Move



Fuente: Bloomberg.

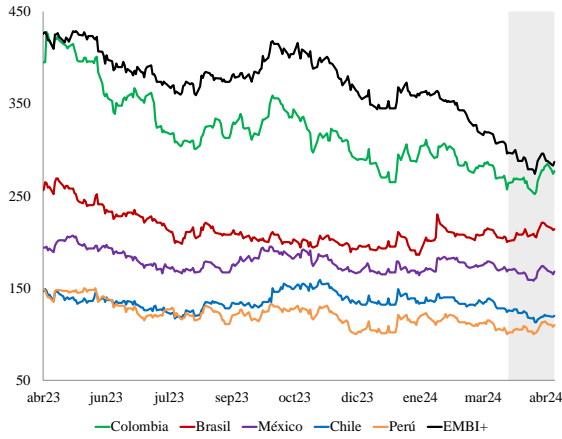
Gráfico 57. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

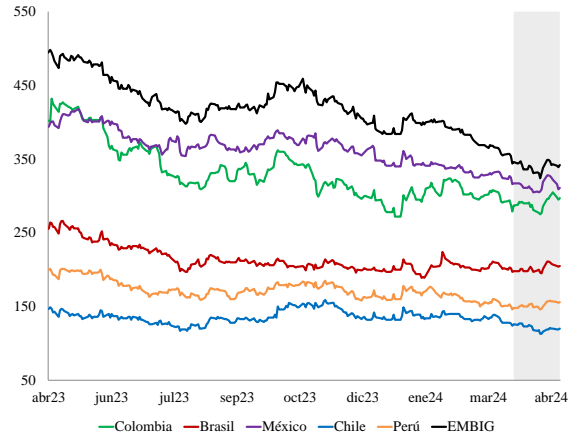
Finalmente, el EMBI²⁹ aumentó en la mayoría de los países de la región. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) aumentó 13 pb (10 pb) en Colombia, 13 pb (7 pb) en Brasil y 8 pb (8 pb) en Perú, mientras que se redujo 6 pb (corresponde al EMBIG) en Chile y 2 pb (6 pb) en México (Gráficos 58 y 59).

Gráfico 58. EMBI+ Latam



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 59. EMBIG Latam



Fuente: Bloomberg.

²⁹ A diferencia del EMBI+, que incorpora solamente títulos soberanos, el EMBIG también incorpora títulos cuasi soberanos (por ejemplo, los bonos emitidos por Pemex). *Information has been obtained from sources believed to be reliable, but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.*

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

Cuadro A1.1. Encuesta de expectativas de Bloomberg sobre tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de abril de 2024

Actualizada el 26 de abril

Empresa	Estimación	Fecha
1 Alianza Valores	11,75%	18/04/2024
2 Bloomberg Economics	11,75%	25/04/2024
3 BTG Pactual	11,75%	18/04/2024
4 Casa de Bolsa	11,75%	24/04/2024
5 Fiduciaria Bogotá	11,75%	19/04/2024
6 Universidad Jorge Tadeo Lozano	11,75%	19/04/2024
7 Wells Fargo Securities	11,75%	18/04/2024

Tasa	Obs.	Prob.
11,75%	7	100%
Tasa esperada ponderada		11,75%

Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de Citibank sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de marzo de 2024

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?	PRONÓSTICO		
			Ajuste	Porcentaje	Número
Acciones y Valores	11.75%	11.50%			
Alianza	11.75%	11.50%			
Anif	11.75%	11.75%			
Asobancaria	11.75%	11.75%			
Axa Colpatria	11.75%	11.50%			
Banco Agrario	11.75%	11.75%			
Banco de Bogotá	11.75%	11.75%			
Banco de Occidente	11.50%	11.50%			
Banco Popular	11.75%	11.50%			
Banco Santander	11.75%	11.75%			
BBVA	11.75%	11.75%			
BTG Pactual	11.75%	11.75%			
Casa de Bolsa	11.75%	11.75%			
Citi	11.75%	11.75%			
Colfondos	11.75%	11.75%			
Corficolombiana	11.75%	11.75%			
Credicorp Capital	11.75%	11.75%			
Fidubogotá	11.75%	11.75%			
Fiduoccidente	11.50%	11.50%			
Grupo Bancolombia	11.75%	11.75%			
Grupo Bolívar	11.75%	11.75%			
Itaú	11.75%	11.75%			
Moody's Analytics	11.75%	11.75%			
Positiva	11.75%	11.75%			
Scotiabank Colpatria	11.75%	11.50%			
Skandia	11.75%	11.75%			
Promedio	11.73%	11.68%			
Mediana	11.75%	11.75%			
Desv. Estándar	0.07%	0.11%			
Máximo	11.75%	11.75%			
Mínimo	11.50%	11.50%			

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
12.00%	0%	0
12.25%	0%	0
12.50%	0%	0
Total	0%	0

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
11.75%	73%	19
12.00%	0%	0
12.25%	0%	0
12.50%	0%	0
Total	73%	19

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

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	9.00%	5.25%
Alianza	8.00%	5.00%
Anif	8.25%	4.25%
Asobancaria	8.25%	5.75%
Axa Colpatria	8.25%	6.00%
Banco Agrario	8.50%	5.00%
Banco de Bogotá	8.25%	5.75%
Banco de Occidente	8.25%	5.00%
Banco Popular	8.50%	6.50%
Banco Santander	8.50%	6.00%
BBVA	7.50%	5.50%
BTG Pactual	8.25%	5.50%
Casa de Bolsa	8.00%	6.00%
Citi	8.50%	5.50%
Colfondos	8.50%	5.50%
Corficolombiana	8.00%	6.00%
Credicorp Capital	8.00%	5.75%
Fidubogotá	8.25%	5.25%
Fiduoccidente	8.25%	5.00%
Grupo Bancolombia	8.75%	6.00%
Grupo Bolivar	8.00%	5.25%
Itaú	8.75%	6.00%
Moody's Analytics	8.25%	5.50%
Positiva	8.25%	5.00%
Scotiabank Colpatria	8.25%	5.50%
Skandia	8.50%	4.50%
Promedio	8.30%	5.47%
Mediana	8.25%	5.50%
Desv. Estándar	0.30%	0.52%
Máximo	9.00%	6.50%
Mínimo	7.50%	4.25%
No. Respuestas	26	26

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

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	6.07%	3.79%
Alianza	5.60%	3.80%
Anif	5.49%	3.50%
Asobancaria	5.30%	3.70%
Axa Colpatría	4.60%	3.80%
Banco Agrario	5.80%	3.88%
Banco de Bogotá	5.74%	3.62%
Banco de Occidente	5.84%	4.12%
Banco Popular	5.58%	3.98%
Banco Santander	5.76%	3.95%
BBVA	5.40%	3.80%
BTG Pactual	5.91%	3.07%
Casa de Bolsa	5.51%	3.82%
Citi	4.90%	3.40%
Colfondos	5.40%	3.70%
Corficolombiana	5.52%	3.82%
Credicorp Capital	5.50%	3.70%
Fidubogotá	5.75%	3.93%
Fiduoccidente	5.84%	4.12%
Grupo Bancolombia	5.70%	4.30%
Grupo Bolívar	5.26%	3.51%
Itaú	5.20%	3.00%
Moody's Analytics	5.60%	3.60%
Positiva	5.40%	3.40%
Scotiabank Colpatría	5.64%	3.78%
Skandia	5.75%	4.20%
Promedio	5.54%	3.74%
Mediana	5.59%	3.80%
Desv. Estándar	0.32%	0.31%
Máximo	6.07%	4.30%
Mínimo	4.60%	3.00%
No. Respuestas	26	26

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 15 de abril

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,50%	0	0,0%	1	3,6%
4,75%	0	0,0%	1	3,6%
5,00%	0	0,0%	2	7,1%
5,25%	0	0,0%	3	10,7%
5,50%	0	0,0%	8	28,6%
5,75%	0	0,0%	2	7,1%
6,00%	1	2,9%	6	21,4%
6,50%	0	0,0%	1	3,6%
7,00%	5	14,7%	2	7,1%
7,25%	0	0,0%	1	3,6%
7,50%	1	2,9%	1	3,6%
7,75%	2	5,9%	0	0,0%
8,00%	6	17,6%	0	0,0%
8,25%	4	11,8%	0	0,0%
8,50%	4	11,8%	0	0,0%
8,75%	5	14,7%	0	0,0%
9,00%	3	8,8%	0	0,0%
9,25%	2	5,9%	0	0,0%
10,75%	1	2,9%	0	0,0%
Media		8,21%		5,78%
Mediana		8,25%		5,50%

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 15 de abril

Empresa		Estimación 2024	Estimación 2025
1	Acciones y Valores	6,00%	3,80%
2	AGPV	4,50%	4,20%
3	Alianza Valores y Fiduciaria	5,60%	3,80%
4	Asobancaria	5,30%	3,70%
5	Banco Agrario de Colombia	5,80%	3,90%
6	Banco Davivienda	5,10%	-
7	Banco de Bogotá	5,70%	3,60%
8	Bancolombia	5,70%	4,30%
9	Barclays Capital	4,50%	3,70%
10	BBVA Research	5,40%	3,80%
11	BTG Pactual	5,10%	3,10%
12	CABI	5,20%	-
13	Capital Economics	4,50%	4,40%
14	Citigroup Global Mkts	4,40%	3,00%
15	Corficolombiana	5,50%	3,80%
16	Credicorp Capital	5,50%	-
17	E2 Economía	4,90%	3,00%
18	Ecoanalítica	4,90%	3,60%
19	Econosignal	5,40%	3,90%
20	EIU	4,50%	3,00%
21	EmergingMarketWatch	5,20%	-
22	Fitch Solutions	4,90%	3,20%
23	Goldman Sachs	5,80%	3,50%
24	HSBC	5,40%	3,80%
25	Itaú Unibanco	5,20%	3,00%
26	Kiel Institute	5,00%	3,70%
27	Moody's Analytics	5,50%	3,70%
28	Oxford Economics	4,90%	4,00%
29	Pezco Economics	5,80%	4,30%
30	Positiva Compañía de Seguros	5,40%	3,40%
31	Rabobank	5,40%	4,00%
32	S&P Global Ratings	5,50%	3,50%
33	Scotiabank Colpatría	5,50%	3,70%
34	Sectorial	6,40%	4,20%
35	Torino Capital	3,80%	-
36	UBS	5,40%	3,90%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	6	19,4%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	1	3,2%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	9	29,0%
3,75% - 4,00%	1	2,8%	8	25,8%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	4	12,9%
4,25% - 4,50%	1	2,8%	3	9,7%
4,50% - 4,75%	4	11,1%	0	0,0%
4,75% - 5,00%	4	11,1%	0	0,0%
5,00% - 5,25%	6	16,7%	0	0,0%
5,25% - 5,50%	7	19,4%	0	0,0%
5,50% - 5,75%	8	22,2%	0	0,0%
5,75% - 6,00%	3	8,3%	0	0,0%
6,00% - 6,25%	1	2,8%	0	0,0%
6,25% - 6,50%	1	2,8%	0	0,0%
Media		5,24%		3,69%
Mediana		5,40%		3,70%

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 22 de marzo del 2024, la Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría reducir en 50 puntos básicos (pb) la tasa de interés de política monetaria a 12,25%. Tras esta decisión, analistas del mercado comentaron que estuvo en línea con lo esperado. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 5 pb, 8 pb y 11 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 5 pb, 13 pb y 12 pb para dichos vencimientos.

El 5 de abril, el DANE reportó que la inflación anual para marzo del 2024 se encontró levemente por encima de las expectativas del mercado (7,36% a/a vs 7,35% esp) y por debajo de la lectura anterior (7,74%). El IPC registró una variación m/m de 0,70% (ant: 1,09% m/m, esp: 0,68% m/m). Según agentes del mercado, el dato de marzo mantiene la incertidumbre en torno a si la Junta Directiva del Banco de la República, en su reunión de este mes, aumentará el ritmo de recortes de la tasa de política monetaria. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 22 pb, 22 pb y 23 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 19 pb, 15 pb y 15 pb para dichos vencimientos.

El 11 de abril el Gobierno planteó renegociar la deuda externa con el Fondo Monetario Internacional, para abrir un margen más amplio para la ejecución del gasto social. Tras el planteamiento, analistas señalaron que la propuesta no tuvo ningún impacto significativo en el mercado de deuda. Sin embargo, destacaron que de efectuarse implicaría una revisión macroeconómica, lo cual podría impulsar los rendimientos de los TES al alza. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -8 pb, -25 pb y -19 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 2 pb, -9 pb y -10 pb para dichos vencimientos.

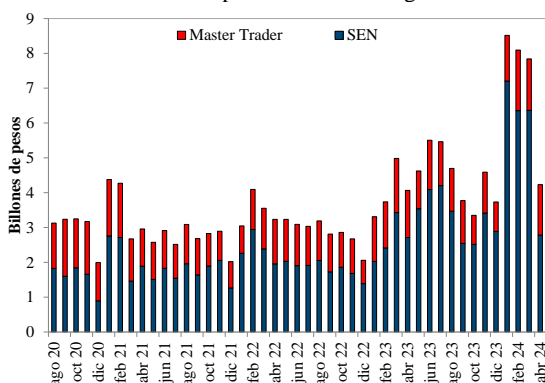
El 18 de abril, el DANE reportó que el ISE, indicador sobre la actividad económica a febrero de 2024, se ubicó por encima de las expectativas del mercado (2,5% a/a vs 1,4% esp) y de la lectura del mes anterior (1,9%). Según agentes, estos resultados fueron neutros, puesto que se deben a un efecto base por el bajo dato en febrero de 2023, y a que este mes tuvo un día más en 2024. Además, la industria sigue evidenciando malos resultados. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -16 pb, -24 pb y -30 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -9 pb, -8 pb y -8 pb para dichos vencimientos.

El 23 de abril la plenaria del Senado aprobó la reforma pensional, la cual pasa ahora a la Cámara de Representantes. Según analistas del mercado, la reforma genera incertidumbre en torno a las consecuencias que puede tener su aprobación definitiva sobre el mercado de deuda pública. En particular, se podría ver afectada la demanda de TES por parte de las AFP, quienes son uno de los principales participantes en el mercado. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 7 pb, 13 pb y 18 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 8 pb, 4 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

Durante el último mes, se han realizado cuatro subastas de TES por un monto total de \$2,4 billones y un *Bid to Cover* promedio de 3,7 veces el monto inicial. El 20 de marzo, el 3 de abril y el 17 de abril se subastaron TES UVR con vencimiento en 2029, 2037 y 2049. El 10 de abril se subastaron TES COP con vencimiento en 2036, 2042 y 2050. Se destaca la sesión del 17 de abril por su *Bid to Cover* de 4,0 veces.

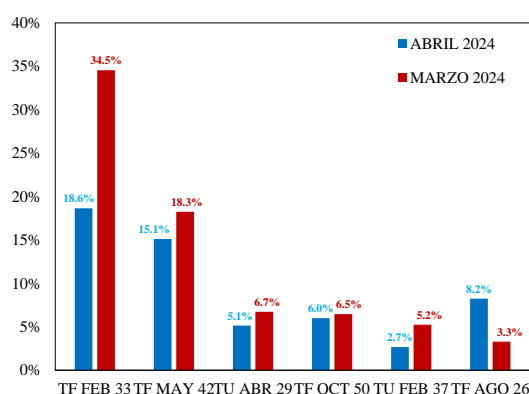
En lo corrido de abril, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,2 billones, menor al observado el mes anterior (\$7,8 billones) y mayor al registrado en abril de 2023 (\$4,1 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en febrero de 2033, cuya participación pasó de 34,5% a 18,6%, seguidos por los que vencen en mayo de 2042 cuya participación pasó de 18,3% a 15,1% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



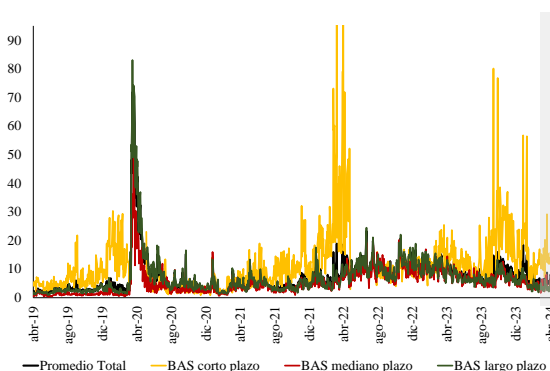
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 24 de abril de 2024.

Gráfico A2.3. TES más transados



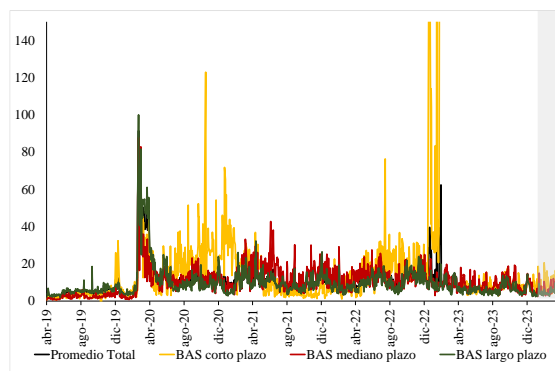
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 24 de abril de 2024.

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



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

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

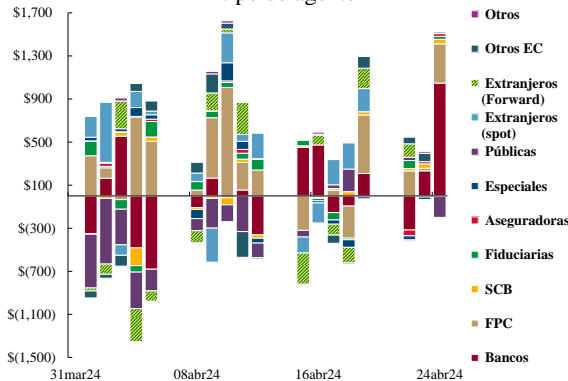


Con información al 19 de abril de 2024, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 17,2 pb (ant: 14,1 pb), 6,1 pb (ant: 4,0 pb) y 7,0 pb (ant: 3,5 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 16,9 pb (ant: 9,1 pb), 8,6 pb (ant: 6,1 pb) y 7,9 pb (ant: 4,7 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

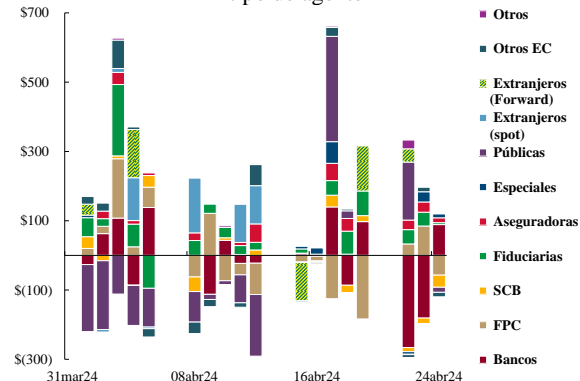
Posterior a la última reunión de la JDBR y con información hasta el 24 de abril de 2024, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los fondos de pensiones y cesantías (COP 4.377 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (COP 2.551 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron las sociedades fiduciarias (COP 682 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (COP 618 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

En lo corrido de 2024, los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por COP 6.927 mm³⁰ y ventas netas por COP 185 mm³¹ de TES en UVR. Desde el 22 de marzo en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas vendieron en neto COP 165 mm en el tramo corto y COP 107 mm en el tramo medio, mientras que compraron COP 1.977 mm en el tramo largo de TES en pesos. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES en UVR por COP 3 mm en el tramo corto, y compraron en neto COP 217 mm y COP 549 mm en los tramos medio y largo, en su orden (Cuadro A3.1).

³⁰ Las compras en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 3.220 mm, mientras que en el mercado a futuro han realizado compras por COP 3.707 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado ventas durante el 2024 del TES verde por valor de COP 95 mm.

³¹ Las ventas netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 949 mm, mientras que en el mercado a futuro realizaron compras por COP 765 mm.

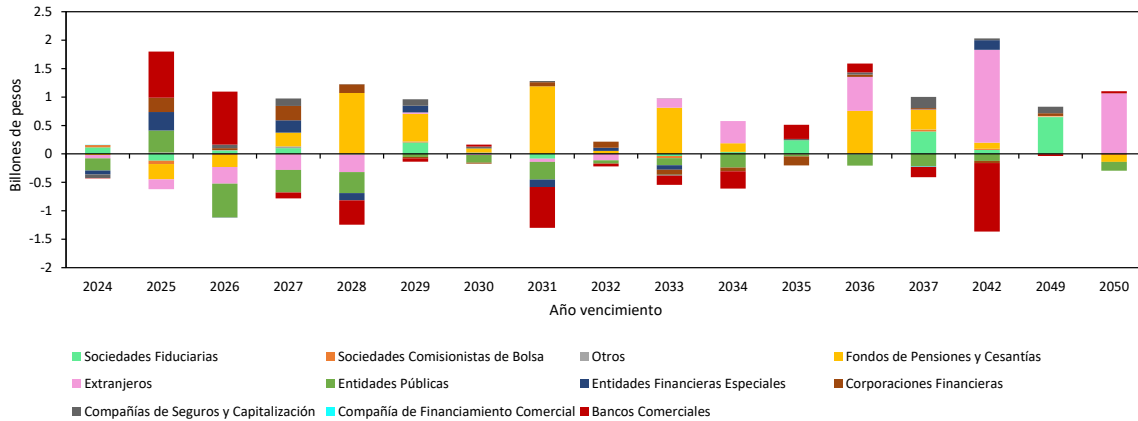
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris) (valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2024	Corrido del 2024	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	3,713	2,088	906	627	(837)	697	94	90	(328)	(144)
Compañía de Financiamiento Comercial	-	(11)	-	-	-	-	-	-	(11)	(11)
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(309)	395	(21)	281	53	313	21	156	(61)	116
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	3,404	2,472	885	909	(784)	1,010	115	247	(400)	(38)
Fondos de Pensiones y Cesantías	(23)	-	(19)	(12)	-	(31)	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	12,715	548	(22)	1,194	3,236	4,408	(251)	(204)	337	(119)
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	12,693	548	(41)	1,182	3,236	4,377	(251)	(204)	337	(119)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(96)	262	71	65	(189)	(52)	1	40	(59)	(18)
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	355	170	33	(15)	11	29	(7)	3	41	36
Extranjeros	(0)	(0)	-	-	(0)	(0)	-	-	(0)	(0)
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	259	432	105	50	(177)	(23)	(6)	43	(18)	18
Sociedades Fiduciarias	(4)	45	(20)	(9)	10	(19)	(15)	7	13	5
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	5,588	2,367	231	(872)	2,713	2,071	(308)	(30)	1,536	1,199
Extranjeros***	3,321	(949)	(212)	(889)	2,665	1,564	(3)	22	503	522
Extranjeros (TES verdes)****	(95)	-	-	-	(24)	(24)	-	-	-	-
FIC	1,440	172	159	(105)	38	91	(68)	(28)	(28)	(124)
Pasivos Pensionales	265	(194)	205	(3)	50	252	(184)	(0)	(3)	(187)
Administración FONPET	(809)	14	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	5,584	2,412	211	(881)	2,723	2,052	(322)	(23)	1,549	1,204
Compañías de Seguros y Capitalización	497	1,165	(40)	15	145	120	(29)	68	276	315
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	497	1,165	(40)	15	145	120	(29)	68	276	315
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	19,033	4,557	235	365	5,926	6,526	(609)	(116)	2,144	1,418
Total Entidades Financieras Especiales**	963	96	(45)	(50)	185	91	-	33	96	129
Total Entidades Públicas****	(10,830)	(1,526)	(72)	(1,260)	(1,637)	(2,969)	244	(175)	(693)	(624)
Otros*****	720	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Administración FONPET	390	59	25	36	66	127	-	12	31	43
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	12,960	5,659	1,029	-	3,756	4,785	(250)	-	1,177	928

Fuente: Banrep. Información actualizada al 24 de abril de 2024. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 14 de diciembre de 2023. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

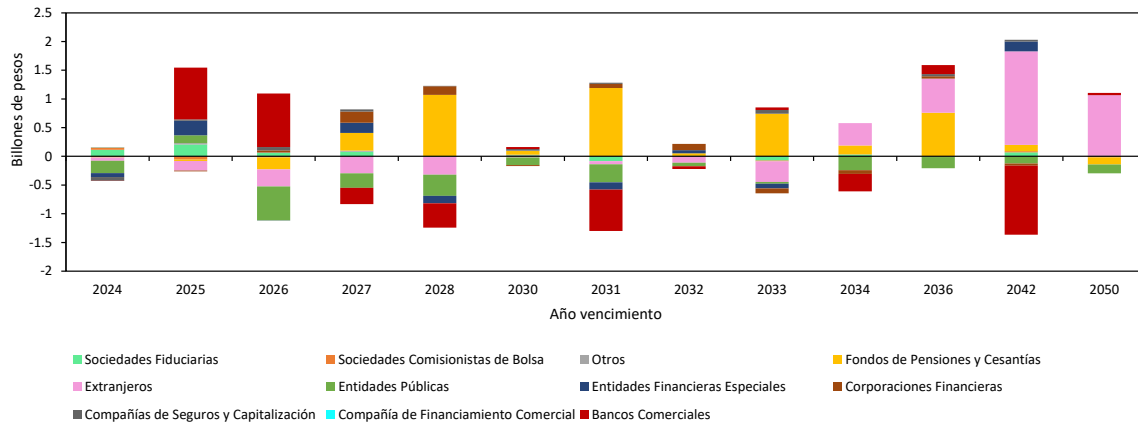
En los gráficos A3.3., A.3.4. y A3.5., se observa la variación en el saldo por tipo de agente y año de vencimiento de TES en el mercado de contado desde la última reunión de la JDBR.

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



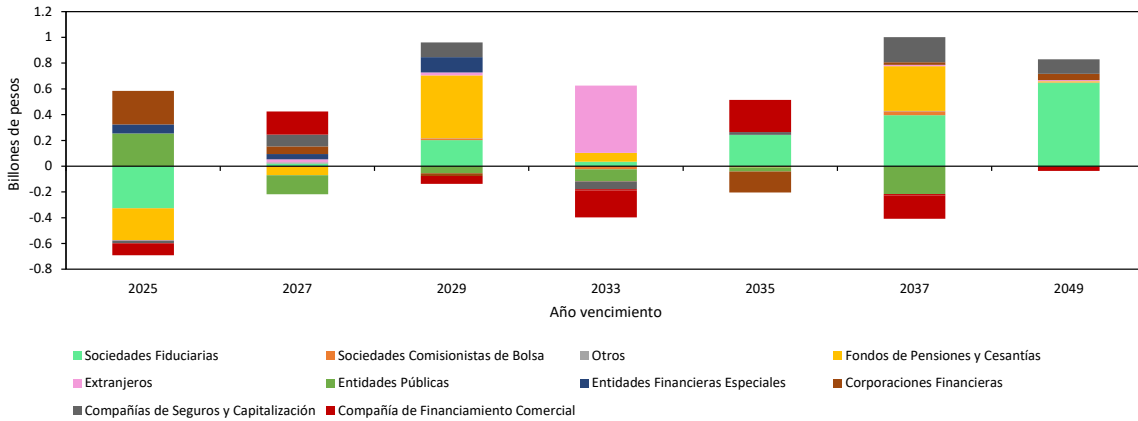
Fuente: Banrep.

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



Fuente: Banrep.

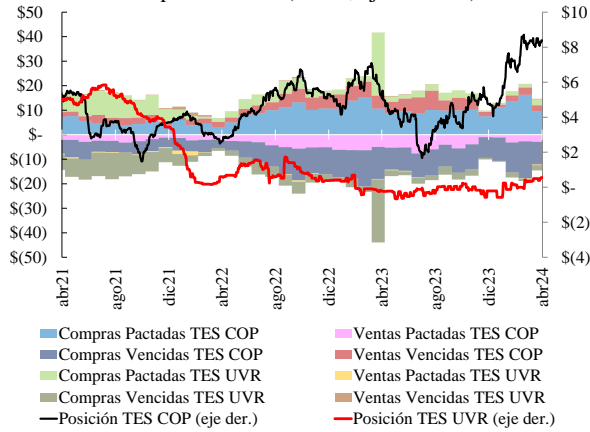
Gráfico A3.5. Variación en el saldo en TES UVR en el mercado spot por año de vencimiento desde la última JDBR



Fuente: Banrep.

Por otra parte, con información al 23 de abril, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por COP 13.239 mm y COP 3.234 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 13.042 mm y COP 3.201 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó COP 165 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por COP 2.428 mm y COP 216 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 2.187 mm y COP 201 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF aumentó COP 226 mm (Gráfico A3.6). Así, el saldo de compras netas NDF de TES pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de COP 8.015 mm el 21 de marzo a COP 8.384 mm el 23 de abril del 2024; al tiempo que para TES UVR pasó de COP 308 mm a COP 554 mm entre ambas fechas.

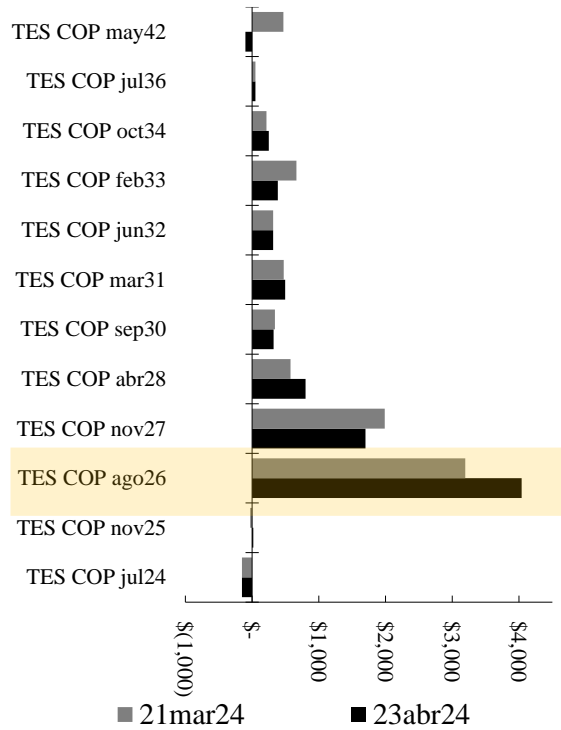
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



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

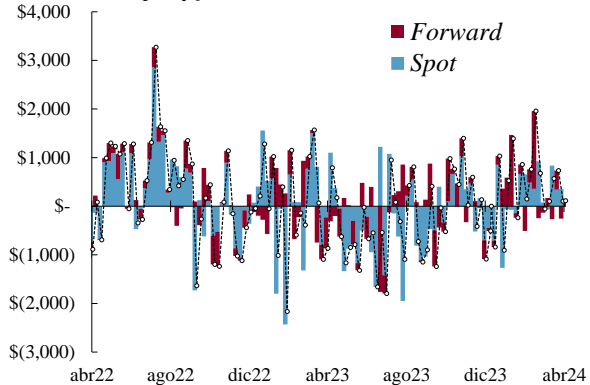
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



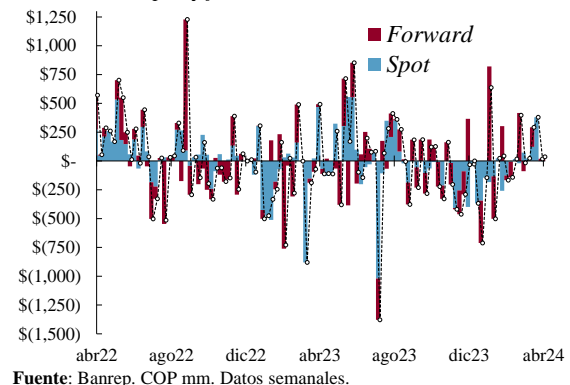
Fuente: Banrep. COP mm.

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



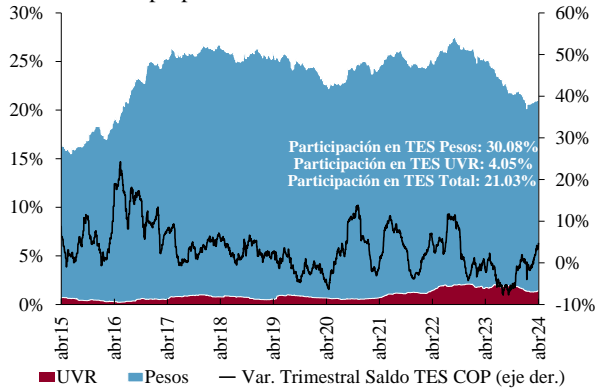
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



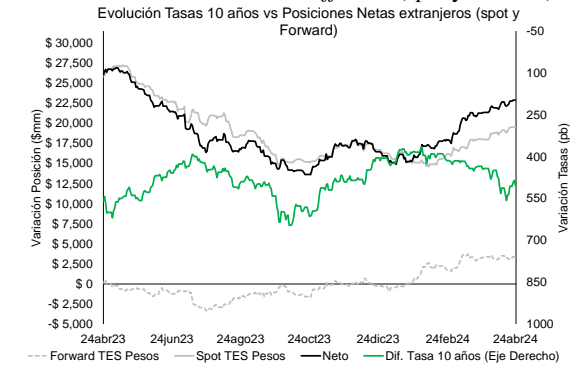
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



Fuente: Banrep

Gráfico A3.11. 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 2025, 2026, 2028, 2031, 2034 y 2050, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2027, 2030, 2033 y 2042, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2024, 2032 y 2036, (Gráfico A3.7). Por último, en el Cuadro A3.2 se presenta en agregado la evolución de la posición compradora neta de los inversionistas del exterior en TES, tanto en el mercado de contado como a futuro. Se observa que, desde la última reunión de la JDBR, la posición neta en TES pesos aumentó COP 1.705 mm, y la posición neta en TES UVR aumentó COP 748 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)	\$ 1,541	\$ 522	\$ 2,062
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 165	\$ 226	\$ 391
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 13,239	\$ 2,428	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 3,234	\$ 216	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 13,042	\$ 2,187	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 3,201	\$ 201	
Posición compradora neta agregada (A+B)	\$ 1,705	\$ 748	\$ 2,454

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

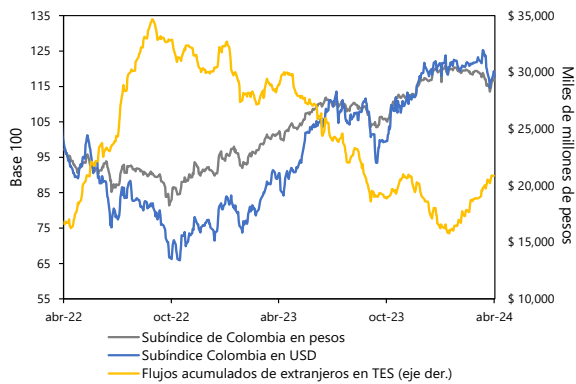
Cuadro A3.3. Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

		2023			Corrido de 2024			feb-24			mar-24			Corrido de abr-24		
		Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES	Sistema Financiero*	\$ 3,145	\$ 287	\$ 3,433	\$ 3,404	(3,759)	(355)	\$ 806	(574)	\$ 292	\$ (241)	(1,525)	(1,766)	\$ 1,026	\$ 4	\$ 1,031
Pesos	Offshore	\$ (9,072)	\$ (287)	\$ (9,359)	\$ 3,226	\$ 3,759	\$ 6,985	\$ 1,664	\$ 574	\$ 2,238	\$ 1,015	\$ 1,525	\$ 2,540	\$ 1,524	\$ (4)	\$ 1,520
TES	Sistema Financiero*	\$ (3,064)	\$ 605	\$ (2,458)	\$ 2,472	(765)	\$ 1,707	\$ (92)	\$ 243	\$ 151	\$ 2,126	(328)	\$ 1,799	\$ (6)	(226)	\$ (232)
UVR	Offshore	\$ (2,407)	\$ (605)	\$ (3,013)	\$ (949)	\$ 765	(185)	\$ (368)	(243)	(611)	\$ 93	\$ 328	\$ 421	\$ 499	\$ 226	\$ 725

Cifras en COP mm. Información actualizada al 24 de abril de 2024 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*.

Con base en conversaciones sostenidas con agentes extranjeros, se destacan que sus flujos al mercado de contado de deuda pública podrían estar asociados con sus políticas de inversión. En particular, han resaltado que las ventas en 2023 se dieron debido a: *i*) tomas de utilidad, dadas las valorizaciones acumuladas por los títulos colombianos desde 2023 (Gráfico A3.12); *ii*) la apreciación del peso frente al dólar desde 2023, que incrementa el valor de los activos colombianos y lleva a inversionistas con una estrategia de exposición estable a vender títulos (Gráfico A3.13); y *iii*) la reducción en el *spread* de los TES frente a los Tesoros debido a la postura *hawkish* de la Fed (Gráfico A3.14). A pesar de esto último, el nivel del *spread* de Colombia sigue siendo alto comparado con el de los pares de la región, mitigando las posibles salidas de inversionistas extranjeros. Además, la tendencia de ventas por parte de inversionistas extranjeros es un fenómeno común a los mercados de deuda pública de países emergentes, debido a lo cual su participación ha disminuido en la mayoría de ellos (Gráfico A3.15).

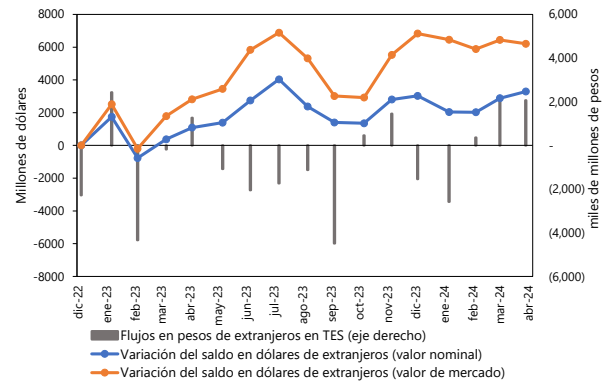
Gráfico A3.12. Flujos netos acumulados de extranjeros en TES vs subíndice en USD y en COP de Colombia en el GBI-EM*



Fuente: Banrep y JPMorgan

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

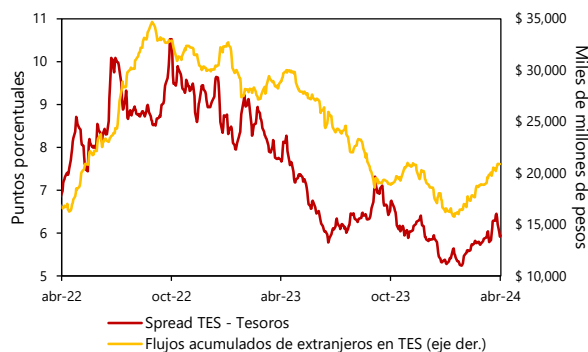
Gráfico A3.13. Variación del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



Fuente: Banrep.

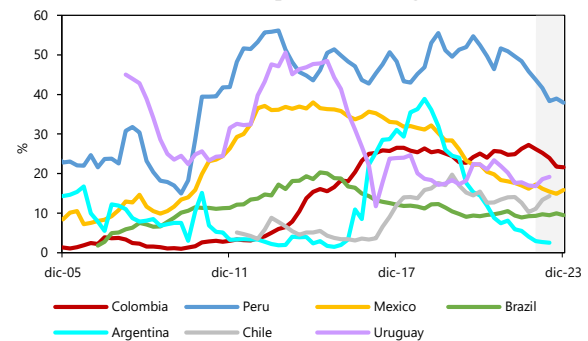
Nota: *i*) *Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio). *ii*) Para la conversión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

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



Fuente: Banrep.

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



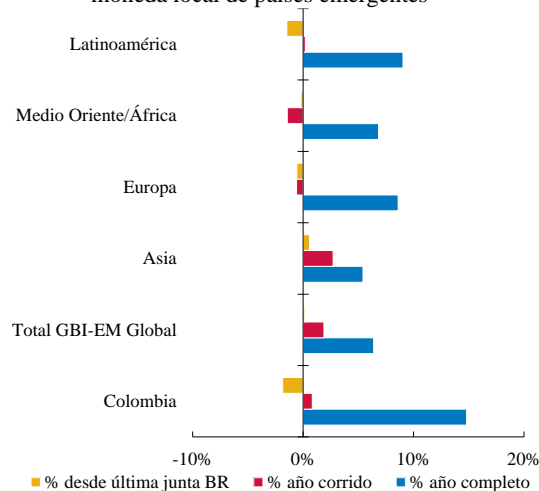
Fuente: IIF y FMI. **Nota:** Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el outstanding de deuda pública emitida en moneda local. Esta información presenta un rezago en su disponibilidad. La información para Argentina, Chile y Uruguay está disponible hasta junio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

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

En el Gráfico A4.1 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes (incluyendo Colombia) desde el 22 de marzo del 2024, en lo corrido de 2024 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador aumentó para Asia (0,6%) y disminuyó para Latinoamérica (-1,5%), Europa (-0,6%) y Medio Oriente/África (-0,2%). El índice Total GBI-EM Global aumentó 0,15% y el de Colombia disminuyó -1,84%.

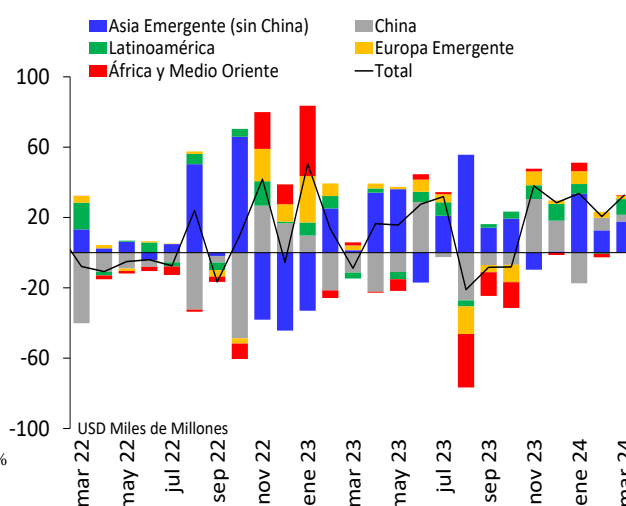
Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio de economías emergentes por USD 32,7 mm, conformadas por entradas netas de USD 22,5 mm de renta fija y de USD 10,2 mm de renta variable.

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



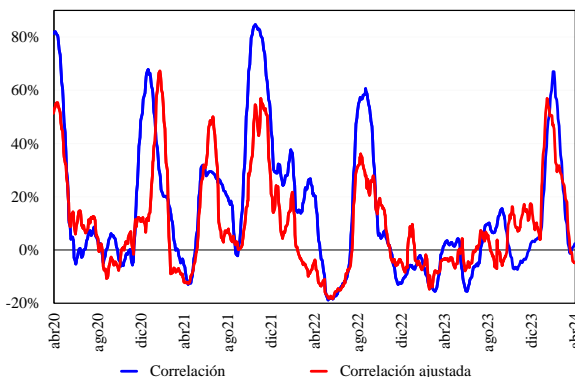
Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

Gráfico A4.2. Flujos de portafolio hacia economías emergentes



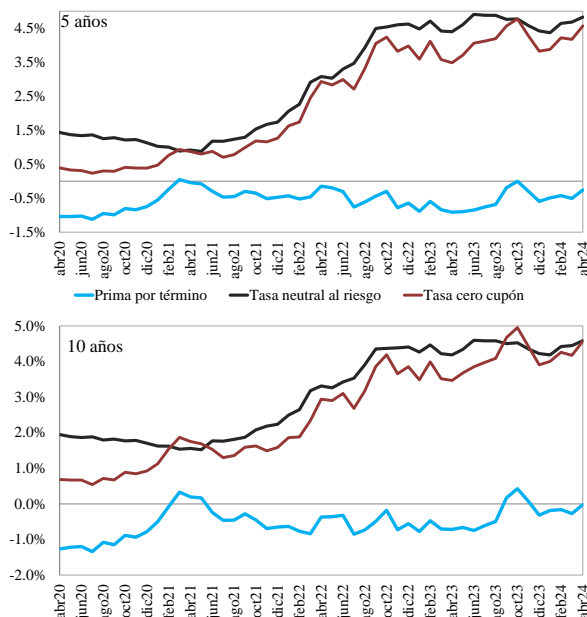
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Gráfico A4.3. Correlación pendientes región



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

Gráfico A4.4. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) descendió y se ubicó en 2,39%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también cayó y se ubicó en -4,89%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 24 de abril de 2024, desde finales de marzo las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,26% y -0,02%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo subieron 15 pb y 14 pb, y se ubicaron en 4,83% y 4,58% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4).

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

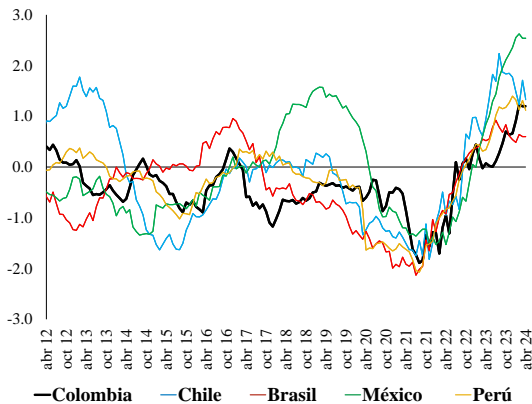
Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<i>Países desarrollados</i>				
27mar24	Banco de Suecia	0	0	4,00%
10abr24	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	0	0	5,50%
10abr24	Banco de Canadá	0	0	5,00%
11abr24	Banco Central Europeo	0	0	4,50% / 4,75% / 4,00%*
<i>Países emergentes/frontera</i>				
25mar24	Banco de Ghana	0	0	29,00%
26mar24	Banco Central de Sri Lanka	-50	0	9,50%
26mar24	Banco Nacional de Hungría	-75	-75	8,25%
26mar24	Banco Central de Nigeria	200	125	24,75%
27mar24	Banco de la Reserva de Sudáfrica	0	0	8,25%
27mar24	Banco de Mozambique	-75	-	15,75%
27mar24	Banco Central de la República Dominicana	0	-	7,00%
28mar24	Banco Central de Trinidad y Tobago	0	-	3,50%
28mar24	Banco Central de Esuatini	0	-	7,50%
29mar24	Banco Nacional de Bulgaria	-1	-	3,79%
2abr24	Banco Central de Chile	-75	-75	6,50%
2abr24	Banco Central de Lesoto	0	-	7,75%
3abr24	Banco de Mauricio	0	-	4,50%
3abr24	Banco Central de Kenia	0	0	13,00%
4abr24	Banco Nacional de Rumania	0	0	7,00%
4abr24	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
5abr24	Banco de la Reserva de la India	0	0	6,50%
8abr24	Banco Central de Filipinas	0	0	6,50%
8abr24	Banco de Uganda	25	-	10,25%
8abr24	Banco de Israel	0	0	4,50%
10abr24	Banco de Tailandia	0	0	2,50%
10abr24	Banco Central del Uruguay	-50	0	8,50%
11abr24	Banco Nacional de Serbia	0	0	6,50%
11abr24	Banco Central de Reserva del Perú	-25	0	6,00%
12abr24	Banco de Corea	0	0	3,50%
12abr24	Banco Nacional de Kazajistán	0	-25	14,75%
17abr24	Banco de Namibia	0	-	7,75%
22abr24	Banco Popular de China	0	0	3,45% / 3,95%**
22abr24	Banco Central del Paraguay	0	-	6,00%
23abr24	Banco Nacional de Hungría	-50	-50	7,75%
23abr24	Banco de Guatemala	0	-	5,00%
24abr24	Banco de Indonesia	25	0	6,25%

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

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

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

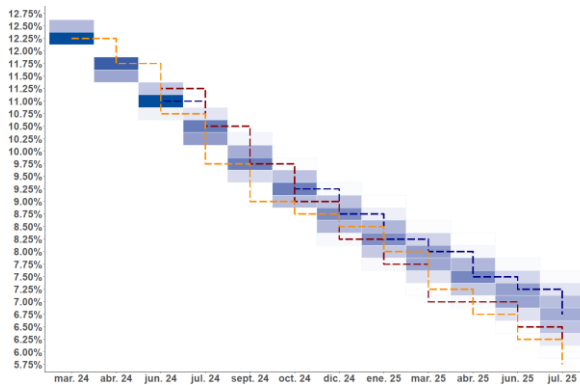


Fuente: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales³² desde el 2005. Se puede observar que el indicador de Colombia ha venido aumentando y ahora se encuentra con el tercer nivel más alto dentro de la muestra, por encima de Perú y Brasil. En marzo, Perú y Chile fueron los únicos países para los que el indicador aumentó. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de abril este indicador ha disminuido para Perú y Chile, y se encuentra por encima de su media histórica para todos los países de la muestra.

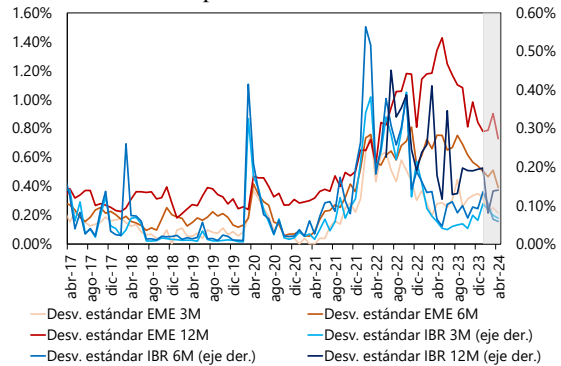
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS

Cuadro A6.1. 27 de marzo de 2024



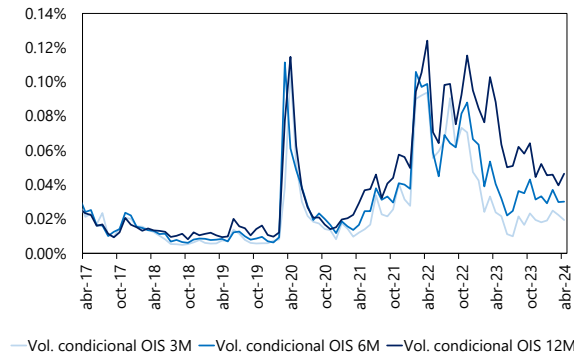
Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

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



Fuente y Cálculos: Banrep.

Gráfico A6.2. Volatilidad condicional de las tasas OIS

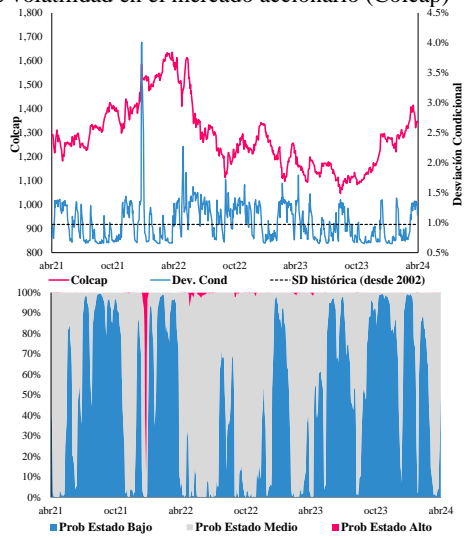


Fuente y Cálculos: Banrep.

³² Las tasas reales se calculan como la diferencia entre la Tasa de Política Monetaria y la inflación básica de cada país en la muestra.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



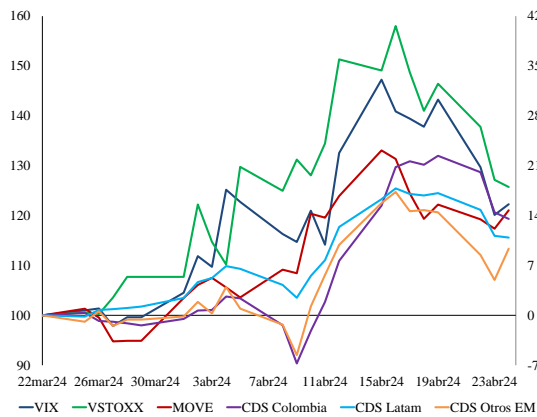
Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

De acuerdo con la EOF, el 50% de los agentes encuestados espera que el EMBI de Colombia aumente (ant: 52%) durante los próximos tres meses, el 27% que disminuya (ant: 11%), mientras que el 23% restante espera que se mantenga estable (ant: 37%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 29% espera que aumente (ant: 36%), un 25% que permanezca sin cambios (ant: 28%) y un 21% que disminuya (ant: 8%)³³.

En lo corrido de abril de 2024, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó y el 24 de abril el MSCI COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



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

El Gráfico A8.1. ilustra, desde la última reunión de la JDBR, la evolución de la percepción de riesgo internacional en economías desarrolladas, medida a través del *Vix*³⁴, el *Vstox*³⁵ y el *Move*³⁶, así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) se redujo en EE.UU. al pasar de 124 en febrero a 108 en marzo. Asimismo, los indicadores de política comercial (obs: 47; ant: 221), monetaria (obs: 80; ant: 127) y fiscal (obs: 88; ant: 99) disminuyeron, mientras que el indicador de política sanitaria (obs: 127;

ant: 94) aumentó. Por su parte, en Europa estos indicadores disminuyeron en Reino Unido (obs: 179; ant: 254), Alemania (obs: 539; ant: 596), Francia (obs: 188; ant: 243), España (obs: 79; ant: 113) e Italia (obs: 69; ant: 84) aumentó (Gráficos A8.2 y A8.3).

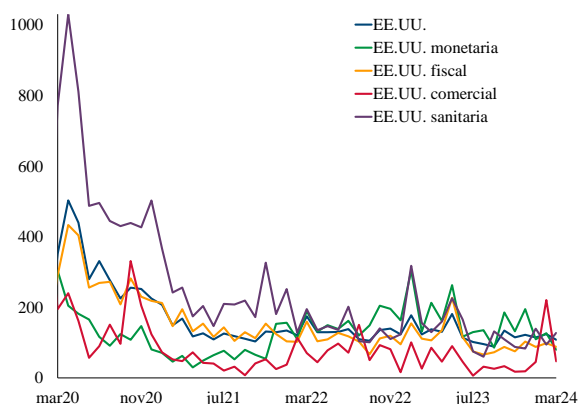
³³ Al 25% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 28%).

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

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

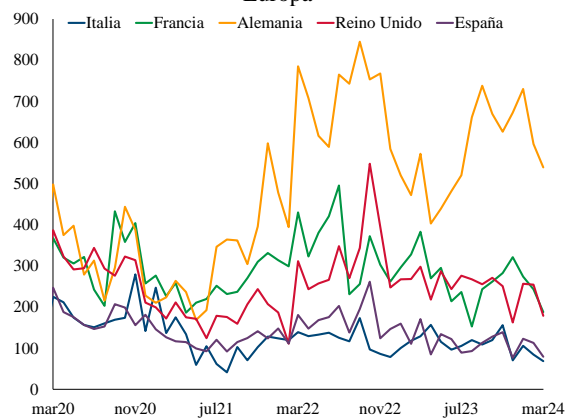
³⁶ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación					Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Mar. 2024			Esperada a Diciembre 2024		Vigente	Esperada a Diciembre 2024		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2024	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Mar. 24	Abr. 24		Mar. 24	Abr. 24	Esp.	Obs.	Mar. 24	Abr. 24
Colombia	7,35%	7,36%	4,36%	5,51%	5,59%	12,25%	8,13%	8,25%	0,80%	0,30%	1,30%	1,30%
Chile	3,90%	3,70%	0,70%	3,50%	3,70%	6,50%	4,50%	4,50%	0,20%	0,41%	1,80%	2,50%
México	4,50%	4,42%	1,42%	4,10%	4,10%	11,00%	9,26%	9,38%	2,40%	2,46%	2,30%	2,30%
Perú	2,80%	3,05%	1,05%	2,80%	2,80%	6,00%	4,64%	4,83%	-0,40%	-0,40%	2,30%	2,40%
Brasil	4,01%	3,93%	0,93%	3,79%	3,71%	10,75%	9,00%	9,13%	2,20%	2,10%	1,80%	1,95%
Ecuador	n.d.	1,66%	-0,34%	1,90%	2,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-0,75%	1,20%	1,00%
Argentina	291,80%	287,90%	n.d.	214,70%	190,00%	70,00%	76,96%	62,39%	-1,50%	-1,40%	-2,70%	-3,10%
EE.UU.	3,40%	3,50%	1,50%	2,90%	3,10%	5,25% - 5,5%	4,60%	4,90%	2,50%	1,60%	2,20%	2,40%
India	4,90%	4,85%	0,85%	4,70%	4,80%	6,50%	5,85%	5,88%	6,60%	8,36%	6,40%	6,50%
Sudáfrica	5,40%	5,30%	0,80%	4,98%	5,10%	8,25%	7,55%	7,70%	0,90%	1,20%	1,10%	1,10%
China	0,40%	0,10%	-2,90%	1,40%	1,50%	1,80%	1,59%	1,63%	4,80%	5,30%	4,60%	4,60%
Rusia	7,70%	7,72%	3,72%	6,65%	6,75%	16,00%	12,70%	12,70%	5,30%	4,90%	2,00%	2,00%
Turquía	69,10%	68,50%	63,50%	57,10%	57,45%	50,00%	42,45%	42,45%	3,50%	3,97%	3,00%	3,00%
Noruega	4,20%	3,90%	2,80%	3,55%	3,50%	4,50%	3,80%	3,90%	0,10%	0,20%	0,60%	0,60%
Costa Rica	n.d.	-1,19%	-4,19%	2,40%	2,30%	5,25%	4,79%	4,71%	n.d.	5,00%	3,70%	3,60%
El Salvador	n.d.	0,77%	-2,53%	2,00%	2,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4,50%	1,90%	2,00%
Guatemala	n.d.	3,24%	-0,76%	3,80%	3,80%	5,00%	3,96%	3,62%	n.d.	2,00%	3,20%	3,10%
Honduras	n.d.	4,80%	-0,20%	4,50%	4,50%	3,00%	3,33%	3,58%	n.d.	3,90%	3,20%	3,20%
Panamá	n.d.	1,70%	-0,08%	1,80%	1,80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,30%	3,20%	2,90%
Paraguay	n.d.	3,60%	-0,40%	3,60%	3,60%	6,00%	5,38%	5,38%	n.d.	4,90%	3,70%	3,70%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 22 de abril.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 16 de abril.

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

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

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 4T23, excepto en EE.UU. y China, cuya información corresponde al 1T24.

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