



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, 22 de marzo de 2024

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALS

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS..	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana.....	9
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	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	17
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	32
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	38
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	39
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS.....	40
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	40
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	41
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	42

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

Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), la mayoría de las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros y las expectativas de inflación a un año de las encuestas presentaron reducciones. Además, las expectativas del *Forward Breakeven Inflation* ajustadas por primas han continuado cayendo e indican que la inflación retornaría al rango de tolerancia del Banrep en un menor tiempo. Por su parte, las expectativas provenientes de encuestas aumentaron para 2024 y se mantuvieron estables para 2025. 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 marzo.

La continuación del descenso en las expectativas de inflación ajustadas pudo estar relacionada con expectativas de un menor crecimiento económico para el primer trimestre de 2024 (1T24), 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.

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 niveles similares de liquidez y menor volatilidad frente al mes previo. Las desvalorizaciones de los títulos colombianos 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 economías desarrolladas. A nivel local, estas desvalorizaciones también pudieron estar asociadas con 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.

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		dic-24	1 año	dic-25	2 años
feb-24	6,89%	6,08%	6,25%	4,98%	5,41%	4,89%	5,45%	5,27%	4,51%	4,31%	6,20%	4,97%	5,42%	4,85%	3,78%	3,50%
mar-24	6,49%	5,72%	6,31%	4,96%	5,13%	4,68%	5,15%	4,94%	4,42%	4,24%	5,45%	5,14%	5,54%	4,63%	3,79%	3,50%
Variación (pb)	-40	-37	6	-1	-28	-21	-30	-33	-8	-8	-75	17	12	-22	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) disminuyó en promedio para todos los plazos. Con información hasta el 18 de marzo, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 40 pb y 19 pb para los plazos de uno y cinco años, respectivamente, mientras que para el de diez años se mantuvo estable. De esta manera, el 18 de marzo los BEI se ubicaron en 6,49% a un año, 5,07% a cinco años y 5,57% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior fue resultado de mayores desvalorizaciones de los TES en UVR frente a las registradas por los TES en pesos. Asimismo, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de marzo contra las tasas promedio de febrero, se observan reducciones para la mayoría de los plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

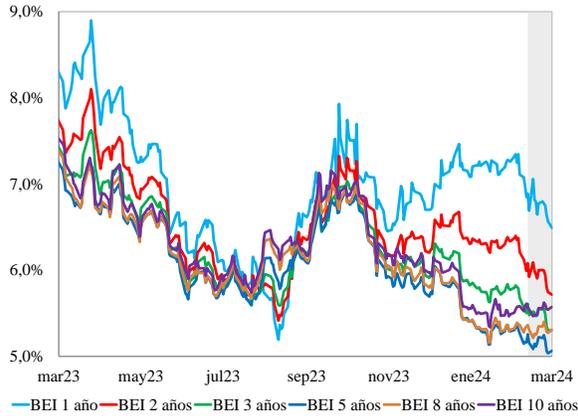
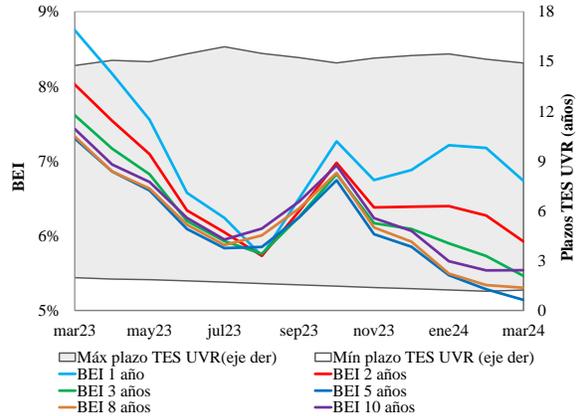


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación

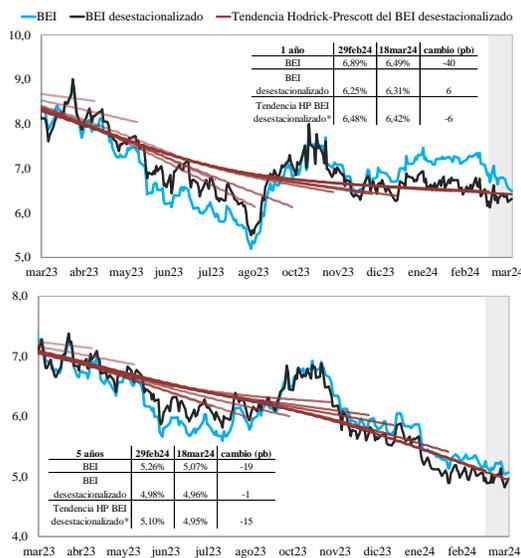


Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.
Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)						Punto a punto (plazo en años)					
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
29feb24	9,33%	9,25%	9,25%	9,41%	9,80%	10,07%	2,45%	3,17%	3,64%	4,15%	4,43%	4,50%
18mar24	9,31%	9,35%	9,44%	9,69%	10,13%	10,41%	2,82%	3,63%	4,14%	4,63%	4,82%	4,83%
	Variaciones (pb)						Variaciones (pb)					
	-2	10	19	29	34	34	38	46	50	48	39	33
Var. BEI	-40	-37	-31	-19	-5	1						
BEI	6,49%	5,72%	5,30%	5,07%	5,31%	5,57%						
Promedios mensuales												
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
feb24	9,40%	9,23%	9,18%	9,27%	9,64%	9,91%	2,23%	2,96%	3,45%	3,99%	4,30%	4,38%
mar24*	9,36%	9,28%	9,30%	9,47%	9,88%	10,16%	2,62%	3,36%	3,84%	4,33%	4,58%	4,63%
	Variaciones (pb)						Variaciones (pb)					
	-5	5	12	20	25	25	39	40	39	35	28	25
Var. BEI	-44	-35	-27	-14	-4	0						
BEI	6,73%	5,92%	5,46%	5,14%	5,30%	5,54%						

*Información disponible al 18 de marzo de 2024.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



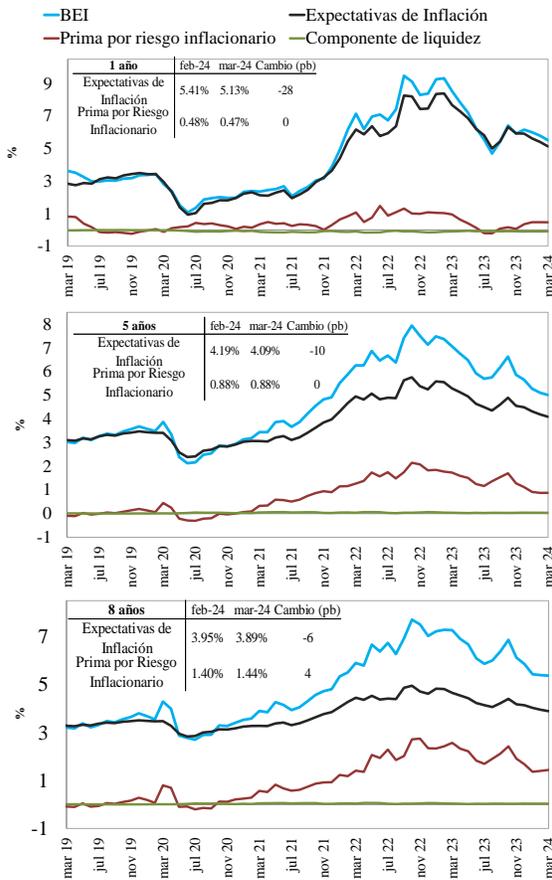
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

*El dato de la tendencia del 29 de febrero se estimó con datos hasta esa fecha.

Al corregir el BEI por estacionalidad se observan leves variaciones 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 se mantuvo relativamente estable en 6,31% para el plazo de 1 año (ant: 6,25%), y en 4,96% para el plazo de 5 años (ant: 4,98%). Asimismo, la tendencia se mantuvo relativamente estable para el plazo de 1 año (obs: 6,42%; ant: 6,48%), y disminuyó a 4,95% para el plazo de 5 años (ant: 5,10%).

El componente de expectativas de inflación del BEI presentó reducciones para todos los plazos. 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 5,13% (ant: 5,41%), para los próximos 5 años se ubicó en 4,09% (ant: 4,19%) y para los próximos 8 años en 3,89% (ant: 3,95%).

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 5,51% (ant: 5,78%), 5,00% (ant: 5,10%) y 5,37% (ant: 5,39%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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

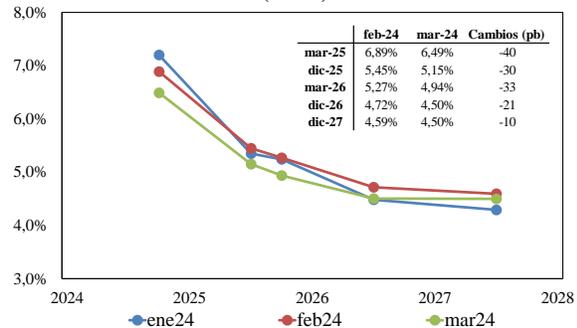
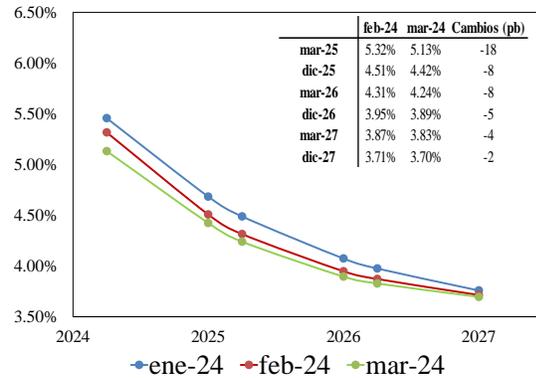


Gráfico 5B. FBEI a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



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.

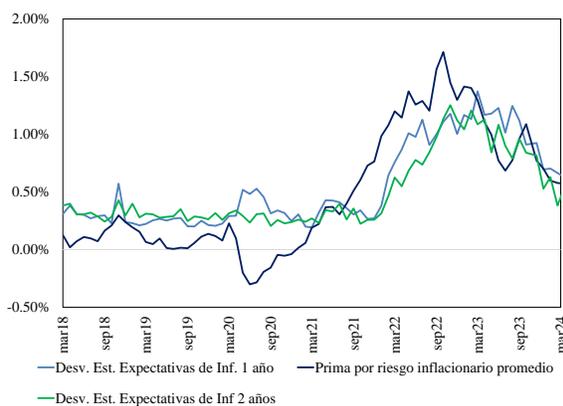
Por su parte, las medidas del FBEI, tanto ajustadas por primas como sin ajuste, presentan reducciones para todos los plazos. De acuerdo con estas últimas, se mantiene la tendencia de

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.

que la inflación retornaría al rango de tolerancia del Banrep en un menor tiempo. 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 marzo y diciembre de 2025, 2026 y 2027, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), con datos del 18 de marzo, la cual corresponde a 6,49%, 5,15%, 4,94%, 4,50% y 4,50%, 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 5,13%, 4,42%, 4,24%, 3,89%, 3,83% y 3,70% para los mismos plazos.

Los movimientos promedio del BEI se explicaron principalmente por variaciones en las expectativas de inflación, mientras que las primas por riesgo inflacionario promedio permanecieron relativamente estables. La desviación estándar de la expectativa de inflación a 1 año cayó y a 2 años aumentó. 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 0 pb, 0 pb y +4 pb para los plazos de 1, 5 y 8 años, y se ubicaron en 0,47%, 0,88% y 1,44%, en su orden. Los niveles 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 0,63% y 0,53%, respectivamente (ant: 0,66% y 0,38%, Gráfico 6).

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



Fuente: Bloomberg.

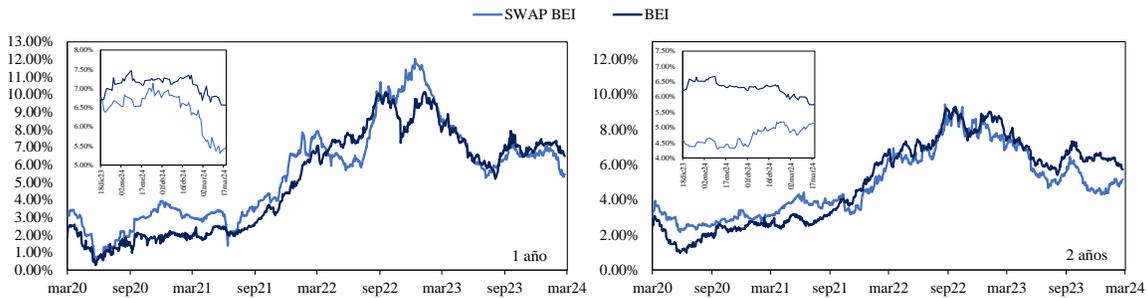
La expectativa de inflación a un año en los contratos derivados continúa disminuyendo y se ubicó por debajo del BEI. En el Gráfico 7 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁴) y se contrastan con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 18 de marzo de 2024, el *swap* BEI a 1 año cayó 75 pb y se ubicó en 5,45%, esta reducción está en línea con la caída de las expectativas que se extraen del mercado de TES. Por su parte, el *swap* BEI a 2 años presentó un aumento de 17 pb y se ubicó en 5,14%, este aumento podría obedecer a un ajuste frente al nivel del BEI (el *spread* entre estas dos medidas alcanzó 58 pb mientras que en febrero se ubicó un nivel de 111 pb).

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 que había retomado durante los últimos meses (Gráficos 8 al 11).

Gráfico 8. ICEI de corto plazo

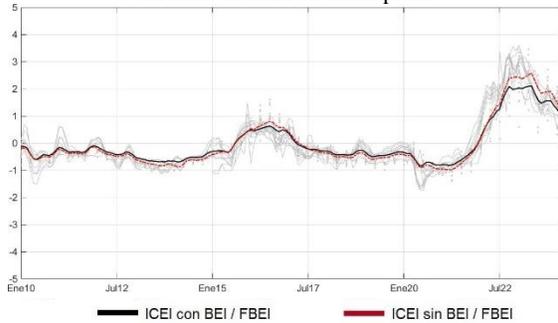


Gráfico 9. ICEI de mediano plazo

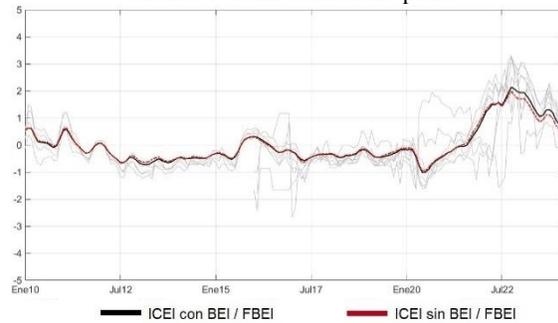


Gráfico 10. ICEI de largo plazo

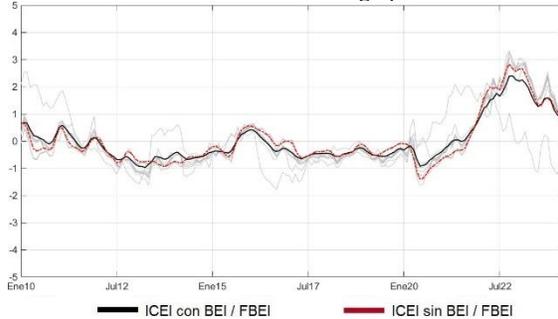
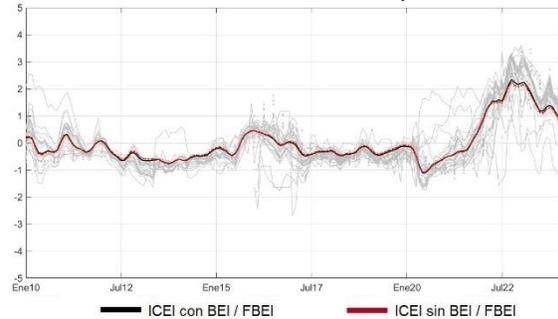


Gráfico 11. ICEI a todos los plazos



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 aumentaron para 2024 y se mantuvieron estables para 2025, mientras que las expectativas de inflación sin alimentos aumentaron para ambos plazos. El promedio de las encuestas de expectativas de inflación total aumentó para 2024 (obs: 5,41%; ant: 5,31%), y se mantuvo estable para 2025 (obs: 3,77%; ant: 3,76%; Gráficos 12 y 13)⁶. Por otro lado, de acuerdo con la última EME del Banrep, los analistas aumentaron su perspectiva sobre la inflación sin alimentos para 2024 y 2025.

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

⁶ Al excluir la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2024 aumentó de 5,42% a 5,54%, y para 2025 lo hizo de 3,78% a 3,79%. 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%.

Gráfico 12. Inflación esperada para cierre 2024

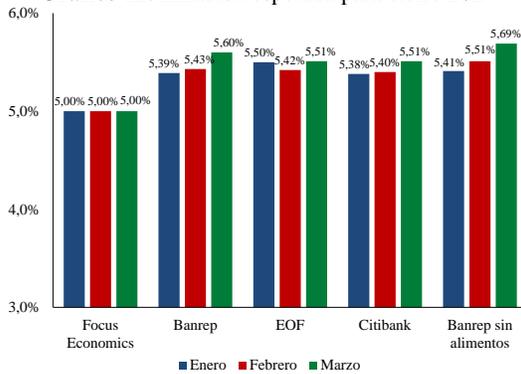
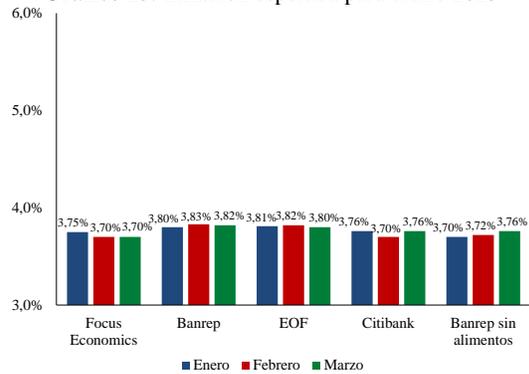
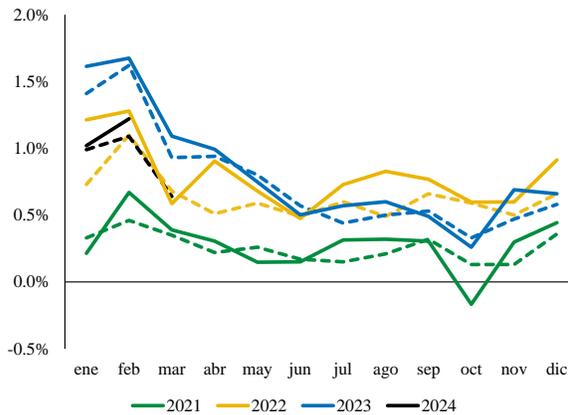


Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025



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 12 de marzo, con encuestas recolectadas hasta el 11 de marzo. La encuesta del Banrep se realizó entre el 11 y el 13 de marzo. La EOF se publicó el 20 de marzo con datos recolectados entre el 11 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 19 de marzo.

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.

La inflación mensual sin alimentos volvió a ubicarse en febrero por encima de lo esperado por el mercado. Sin embargo, para este mes la expectativa se ubica por debajo de lo registrado en marzo de 2023. Para fin de este mes, los agentes encuestados por Citibank esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,64% m/m, por debajo del nivel de 1,09% registrado en marzo de 2023 (Gráfico 14).

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros disminuyeron para la mayoría de los plazos, mientras que las provenientes de encuestas presentaron un comportamiento mixto. La continuación del descenso en las expectativas de inflación pudo estar relacionada con expectativas de un menor crecimiento económico para el 1T24, 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.

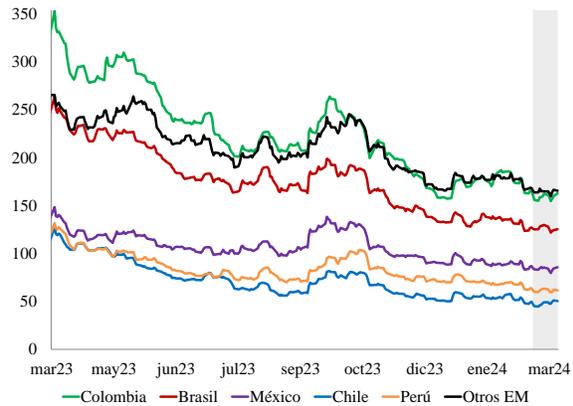
La brecha entre la expectativa de inflación proveniente del mercado de deuda pública y de las encuestas se redujo para todos los plazos. A un año, ambas métricas se ubican por encima de la meta del Banrep. A 12 meses las encuestas muestran una expectativa de 4,63% (ant: 4,85%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 5,13% (ant: 5,41%). 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 4,24% (ant: 4,31%)⁷.

⁷ A diciembre de 2025, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,79% (ant: 3,78%), mientras que el FBEI a 2025 neto de primas se ubica en 4,42% (ant: 4,51%) para el mismo plazo.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

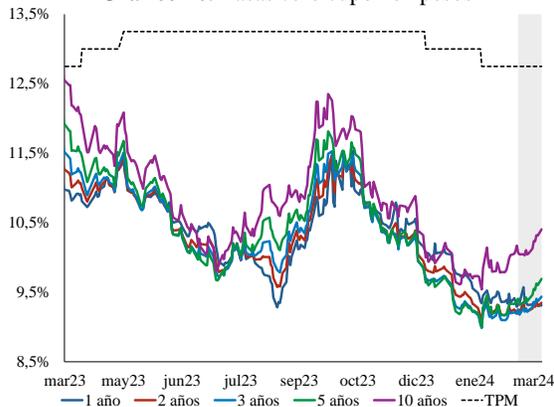
Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se empinó ante mayores desvalorizaciones de los títulos de largo plazo frente a los de los demás plazos. Este comportamiento estuvo en línea con el contexto internacional, caracterizado por desvalorizaciones de los títulos de renta fija ante un menor optimismo frente a un pronto inicio del ciclo de recortes de tasas en economías desarrolladas. A nivel local, estas desvalorizaciones también pudieron estar asociadas con 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. Con relación a los títulos de corto plazo, las desvalorizaciones pudieron estar contenidas ante las operaciones de manejo de deuda que lleva a cabo el MHCP mediante la compra de títulos de este tramo de la curva (Gráficos 15, 16 y 17).

Gráfico 15. Credit Default Swaps Latam (5 años)



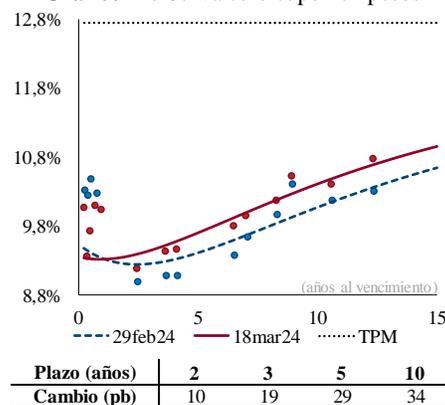
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

Gráfico 16. Tasas cero cupón en pesos

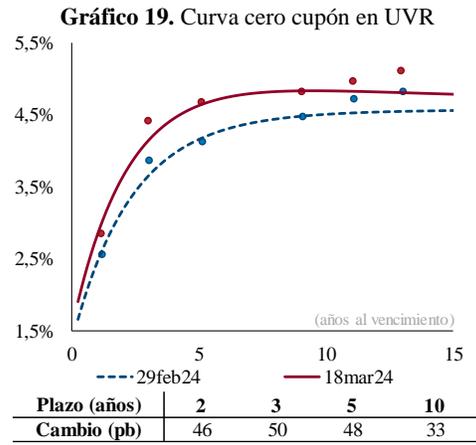
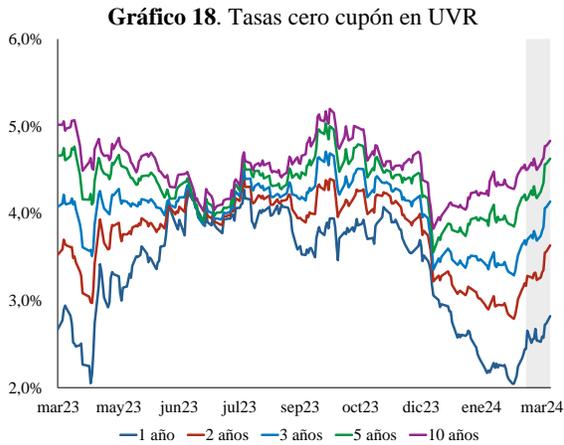


Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep. Nota: Si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos.

Gráfico 17. Curva cero cupón en pesos

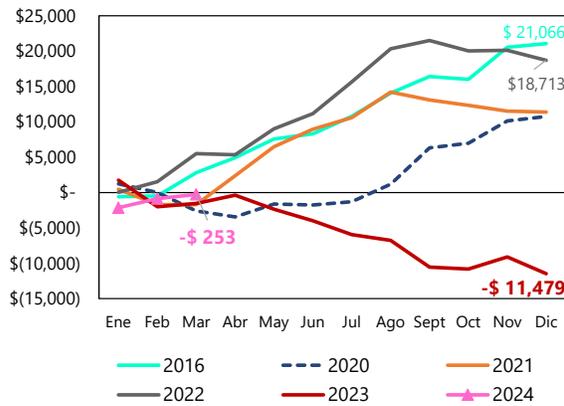


La curva de TES en UVR se aplanó ante mayores desvalorizaciones de los títulos de corto plazo, frente a las de los demás tramos. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con la tendencia desfavorable de los títulos de renta fija a nivel local y global. No obstante, se destaca que los TES de corto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



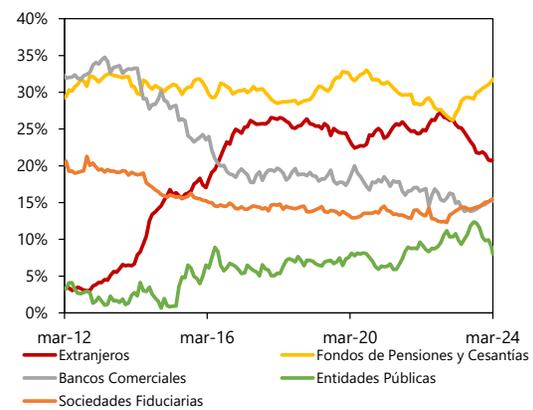
Los inversionistas extranjeros corrigieron su tendencia vendedora, con compras netas por COP 1.154 miles de millones (mm) en TES en pesos, concentradas en el tramo largo de la curva (COP 1.081 mm). En cuanto a los TES en UVR, vendieron en neto COP 9 mm en el mercado de contado, concentrados en el tramo medio (COP 11 mm). Así, acumulan ventas netas por COP 253 mm 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)



Fuente: Banrep.
 Nota: Se incorpora los últimos 4 años y se agregan los flujos de 2016 por ser un periodo de referencia de un monto importante de compras.

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



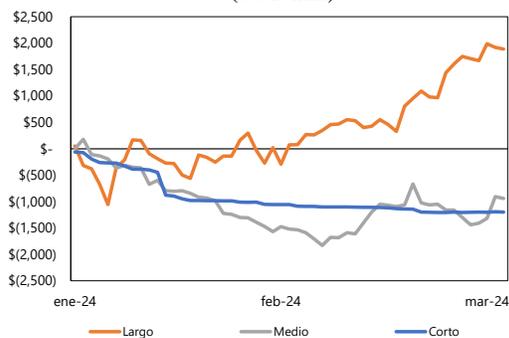
Fuente: Banrep.
 Nota: Excluye la transferencia del portafolio Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al Ministerio de Hacienda (entidades públicas) en abril de 2023. Para poder aproximar cuál sería la variación del portafolio excluyendo el efecto que se generó por la transferencia de los TES en el Fonpet, se realiza un ejercicio en el que se asume que la misma no ocurre y estos saldos se mantienen en los fondos de pensiones locales y en las sociedades fiduciarias

Los inversionistas extranjeros continuaron aumentando la duración de su portafolio a través de compras en el tramo largo de la curva por COP 1,1 billones (b) desde la última reunión de la JDBR. En referencias de mediano y corto plazo, presentaron flujos netos por COP 131 mm y COP -58 mm, respectivamente durante el periodo (Gráfico 22). Este comportamiento podría estar relacionado con las expectativas de los inversionistas extranjeros sobre el ciclo de política monetaria en Colombia.

Por tipo de agente, se observa que la tendencia compradora de los inversionistas extranjeros desde la última reunión de la JDBR ha estado dirigida por compras de autoridades monetarias

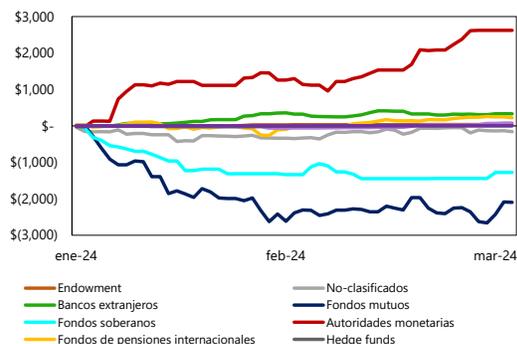
y una recuperación parcial en los flujos de fondos mutuos (Gráfico 23). Durante marzo, las autoridades monetarias han realizado compras por COP 936 mm⁸, mientras que las ventas se han concentrado en los fondos mutuos por COP 130 mm⁹.

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



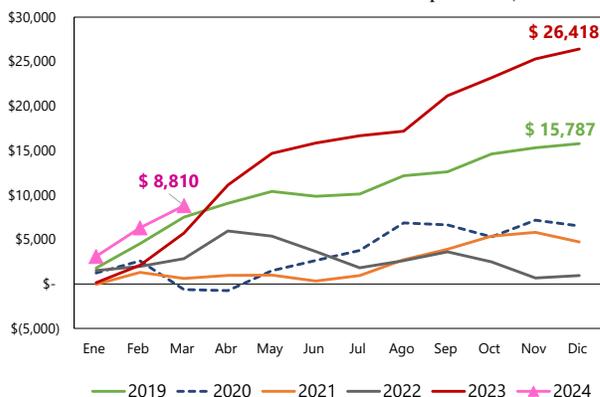
Fuente: Banrep.

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

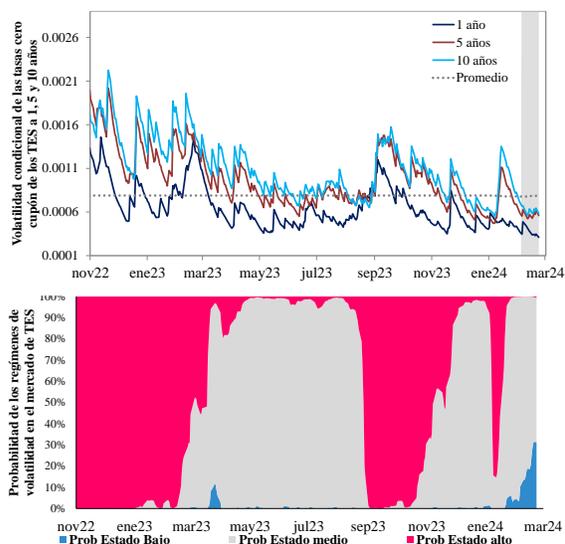
Nota: Se incorpora los últimos 4 años y se agregan los flujos de 2019 por ser un periodo de referencia de un monto importante de compras.

Los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora en marzo, siendo los mayores compradores de TES en pesos por COP 3.436 mm, principalmente en el tramo largo de la curva (COP 3.855 mm) (Gráfico 24). Estos agentes realizaron ventas netas en el tramo medio de la curva en pesos por COP 432 mm. Por el contrario, en TES en UVR tomaron una posición vendedora, realizando ventas por COP 773 mm, la mayoría de las cuales fueron en referencias del tramo medio de la curva (COP 803 mm). Así, se mantuvieron como los principales tenedores de TES (32% del total de TES circulando, ver Anexo 3).

⁸ Con información al 18 de marzo, desde la última reunión de la JDBR los endowment funds, hedge funds, organizaciones multilaterales, bancos extranjeros, no-clasificados, fondos de pensiones internacionales, compañías de seguros y fondos soberanos han presentado flujos netos por COP -14 mm, COP -10 mm, COP -1 mm, COP 3 mm, COP 21 mm, COP 80 mm, COP 128 mm, COP 90 mm y COP 170 mm, respectivamente.

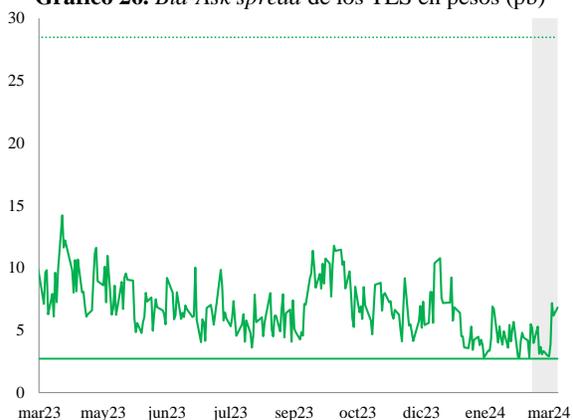
⁹ En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos mutuos (COP -144 mm). Los hedge funds, los endowment funds, las organizaciones multilaterales, los bancos extranjeros, los no-clasificados, las compañías de seguros, los fondos de pensiones internacionales, los fondos soberanos y las autoridades monetarias presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -10 mm, COP -6 mm, COP -1 mm, COP 3 mm, COP 21 mm, COP 90 mm, COP 95 mm, COP 170 mm y COP 936 mm. Las ventas en TES UVR se concentraron en los fondos de pensiones internacionales (COP -15 mm). Los endowment funds y los fondos mutuos presentaron flujos netos en TES UVR por COP -8 mm y COP 14 mm, respectivamente.

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.

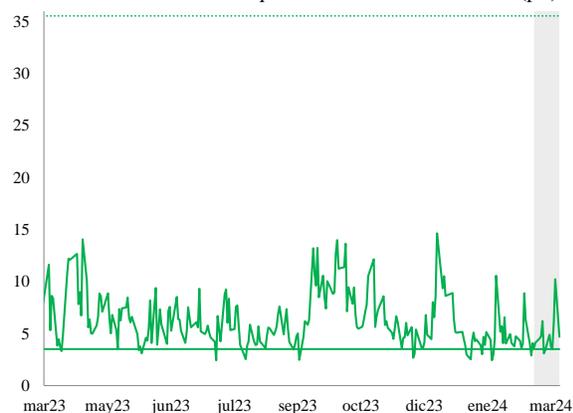
Gráfico 26. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)



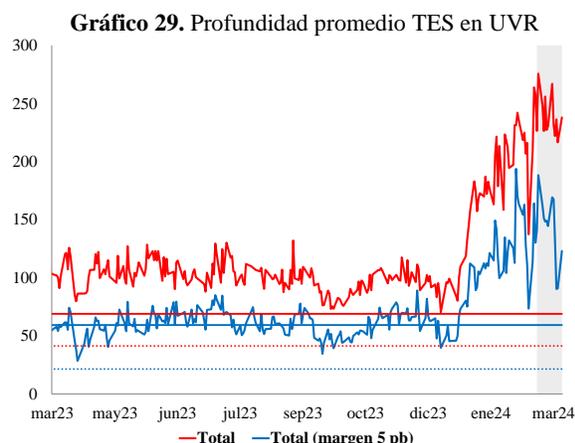
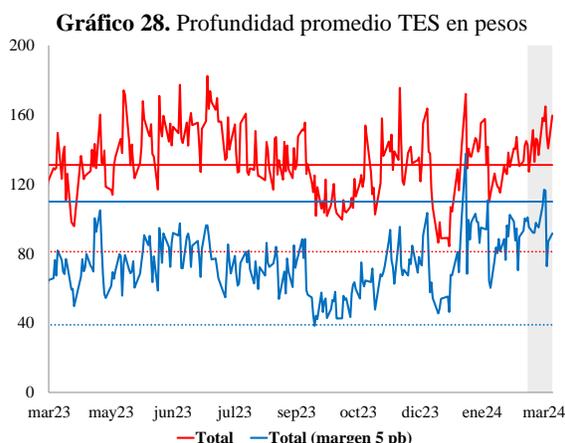
Fuente y Cálculos: Banrep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A 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 disminuyó para todos los plazos y permanece en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 25), al tiempo que la liquidez presentó un comportamiento mixto. Frente a los indicadores de liquidez, los Bid-Ask Spreads (BAS) promedio se ubicaron en niveles similares a los registrados en febrero, mientras que la profundidad promedio aumentó¹⁰. 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)

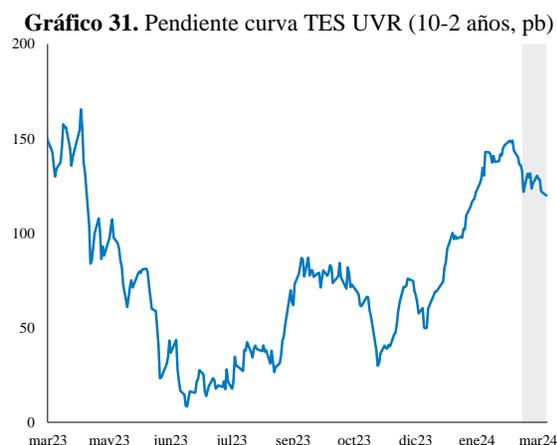
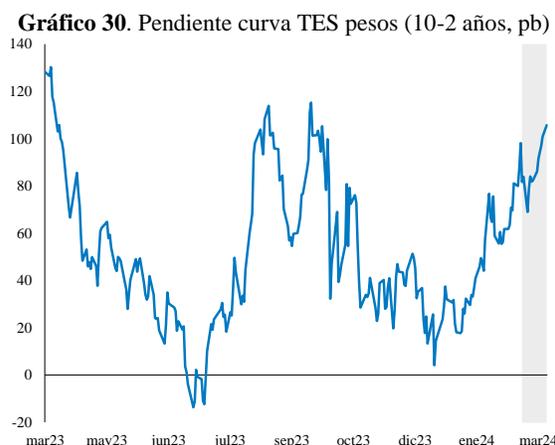


¹⁰ Al 18 de marzo los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 4,4 pb para los TES en pesos y 4,9 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 4,6 pb y 4,9 pb observados durante febrero, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de COP 130,2 mm a COP 147,3 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR lo hizo de COP 214,2 mm a COP 239,6 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). Si bien durante lo corrido de 2024 se ha observado un aumento importante del volumen transado y de la profundidad del mercado de TES, varios agentes coinciden en mencionar que este comportamiento puede estar asociado con los incentivos del programa de creadores de mercado.



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.

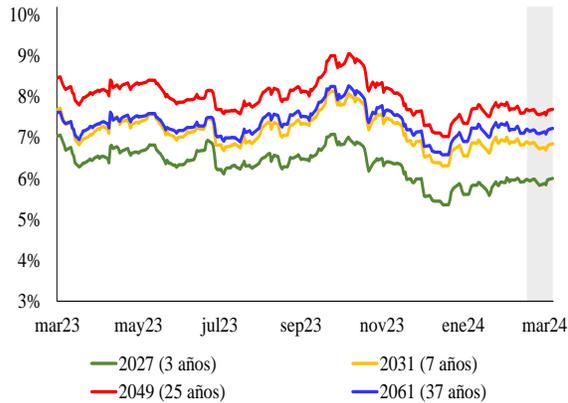
La curva de los TES en pesos se empinó, mientras que la de los TES denominados en UVR se aplanó. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años aumentó 24 pb, hasta 106 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y disminuyó 13 pb, hasta 120 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 32 y 33).



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

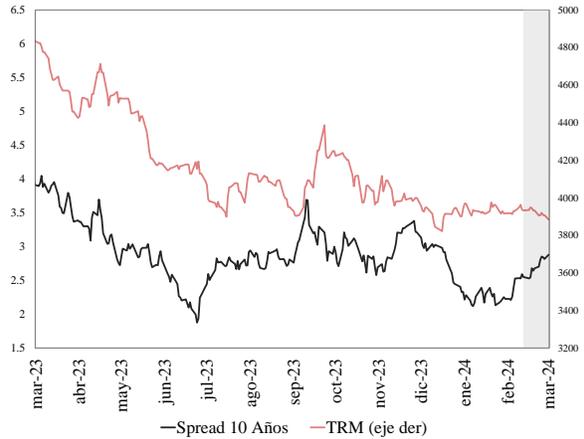
Las tasas de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares aumentaron y su diferencia con la tasa de los títulos locales aumentó, revirtiendo la tendencia de disminuciones observada hasta febrero. Desde el 29 de febrero, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 7, 25 y 37 años presentaron variaciones de 4 pb, -1 pb, 3 pb y 5 pb, respectivamente (Gráfico 32). El margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) aumentó 33 pb debido a que la deuda denominada en moneda extranjera a ese plazo se mantuvo estable, mientras que la local del tramo largo se desvalorizó durante el período (Gráfico 33).

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



Fuente: Bloomberg.

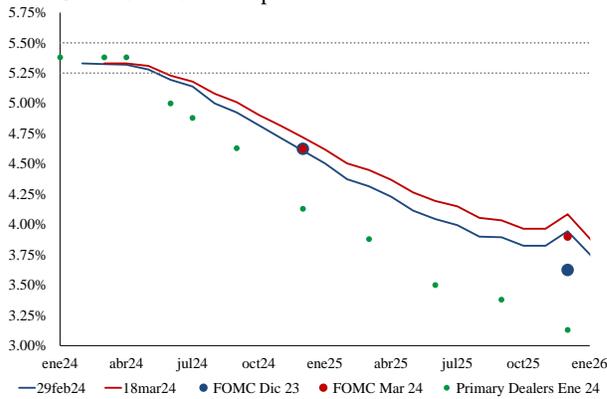
Gráfico 33. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



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 no presentaron una tendencia definida durante el mes y al 18 de marzo se ubicaron por encima de lo observado el 29 de febrero. Estas disminuyeron a principios de marzo tras la publicación de datos económicos más débiles de lo esperado y una interpretación *dovish* del mercado del discurso del presidente de la Fed ante el Congreso, pero volvieron a aumentar a mediados de mes, afectadas por la publicación de datos de inflación que superaron las expectativas. Así, el mercado

descuenta un primer recorte de tasas en el tercer trimestre (julio) de 2024 y recortes por 75 pb durante este año, con una tasa terminal entre 4,50% y 4,75% a diciembre de 2024. Lo anterior se encuentra en línea con las proyecciones del FOMC de marzo, que frente a las proyecciones de diciembre no presentó cambios en las expectativas a diciembre de 2024. Por su parte las proyecciones del FOMC para diciembre de 2025 aumentaron en 25 pb frente a la anterior estimación (Gráfico 34).

En esta misma línea, el CME¹¹ muestra que el rango más probable de tasas de los fondos federales se mantuvo estable para diciembre de 2024. Según esta entidad, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre de 2024 se mantuvo en el rango entre 4,50% y 4,75% (probabilidad del 34%) durante marzo (Cuadro 2).

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

	3,75%-4,00%	4,00%-4,25%	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%	4,75%-5,00%	5,00%-5,25%	5,25%-5,50%
29feb24	2%	12%	28%	32%	19%	6%	1%
18mar24	0%	5%	21%	34%	27%	11%	2%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

¹¹ Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.

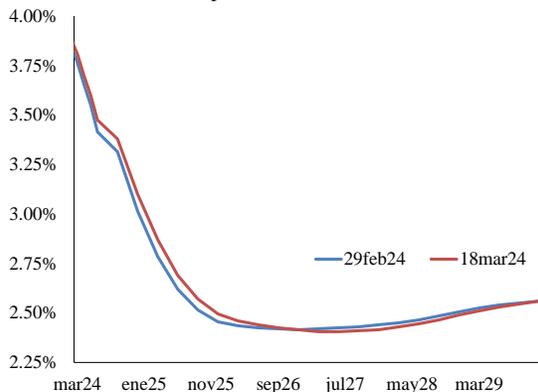
Tras su reunión del 20 de marzo el FOMC mantuvo el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales en 5,25% - 5,5%. Por otro lado, la Reserva Federal actualizó sus proyecciones económicas. En estas se evidencia una mejora de las perspectivas de la actividad económica y estabilidad de la inflación, frente a sus estimaciones de diciembre (Cuadro 3).

Cuadro 3. Mediana de las proyecciones del FOMC (marzo de 2024)

		Tasa de crecimiento económico	Tasa de desempleo	Inflación PCE	Inflación PCE núcleo	Tasa de los Fondos Federales
2024	dic-23	1.4%	4.1%	2.4%	2.4%	4.6%
	mar-24	2.1% ▲	4.0% ▼	2.4% ▬	2.6% ▲	4.6% ▬
2025	dic-23	1.8%	4.1%	2.1%	2.2%	3.6%
	mar-24	2.0% ▲	4.1% ▬	2.2% ▲	2.2% ▬	3.9% ▲
2026	dic-23	1.9%	4.1%	2.0%	2.0%	2.9%
	mar-24	2.0% ▲	4.0% ▼	2.0% ▬	2.0% ▬	3.1% ▲
Largo Plazo	dic-23	1.8%	4.1%	2.0%	-	2.5%
	mar-24	1.8% ▬	4.1% ▬	2.0% ▬	-	2.6% ▲

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

Gráfico 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). Así, los futuros de la tasa Euribor descuentan una senda de política monetaria de mediano plazo en línea con la descontada a finales de febrero.

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

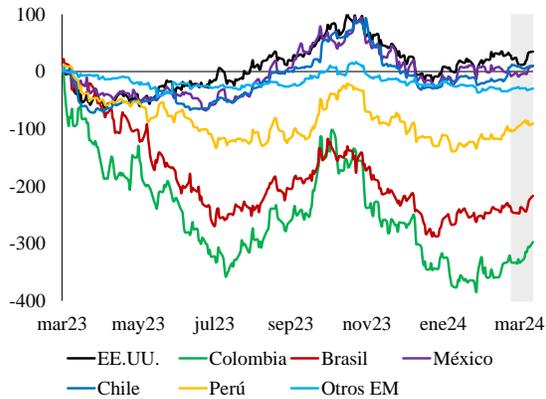
Los Tesoros de EE.UU. no presentaron una tendencia definida durante el mes y al 18 de marzo presentaban desvalorizaciones a lo largo de toda la curva. Durante los primeros días del mes, estos títulos se valorizaron ante la publicación de algunos datos económicos por debajo de las expectativas¹² y el discurso del presidente de la Fed, Jerome Powell, ante el Congreso, del cual el mercado destacó sus menciones sobre la posibilidad de reducir las tasas de interés este año si la economía evoluciona según lo previsto, y su advertencia de que reducir demasiado tarde, o demasiado poco, las tasas, podría debilitar indebidamente la actividad económica y el empleo. Posteriormente los Tesoros se desvalorizaron ante la publicación de las cifras de inflación total (3,2%), inflación núcleo (3,8%) e IPP (1,6%) de febrero, las cuales se ubicaron por encima de lo que esperaba el mercado (inflación total: 3,1%; inflación núcleo: 3,7%; IPP: 1,2%).

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. De esta

¹² El índice de sentimiento de la Universidad de Michigan (76,9, previo: 79,6, esperado: 79,6, publicado el 1 de marzo), el ISM manufacturero de febrero (47,8, previo: 49,1, esperado: 49,5, publicado el 1 de marzo), el ISM de nuevas órdenes (49,2, previo: 52,5, esperado: 52,7, publicado el 1 de marzo), el ISM de empleo de febrero (45,9, previo: 47,1, esperado: 48,5, publicado el 1 de marzo), el ISM de servicios de febrero (52,6, previo: 53,4, esperado: 53,0, publicado el 5 de marzo), y la tasa de desempleo del mes de febrero (3,9%, previo: 3,7%, esperado: 3,7%, publicado el 8 de marzo).

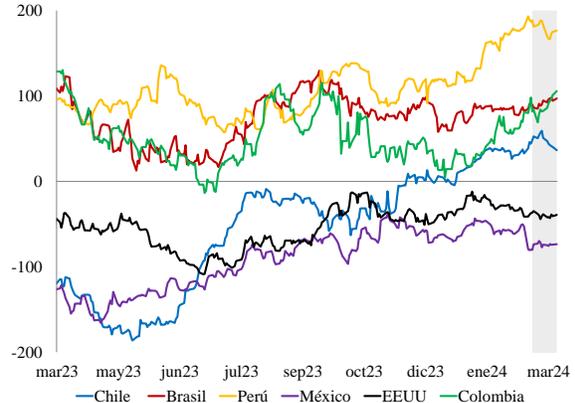
manera, las pendientes 10 años-2 años disminuyeron 14 pb en Perú (hasta un nivel de 177 pb), 7 pb en Chile (36 pb) y 3 pb en EE.UU. (-39 pb), mientras que las de México y Brasil aumentaron 11 pb (-74 pb) y 9 pb (97 pb), respectivamente (Gráficos 36 a 38 y Anexo 4).

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



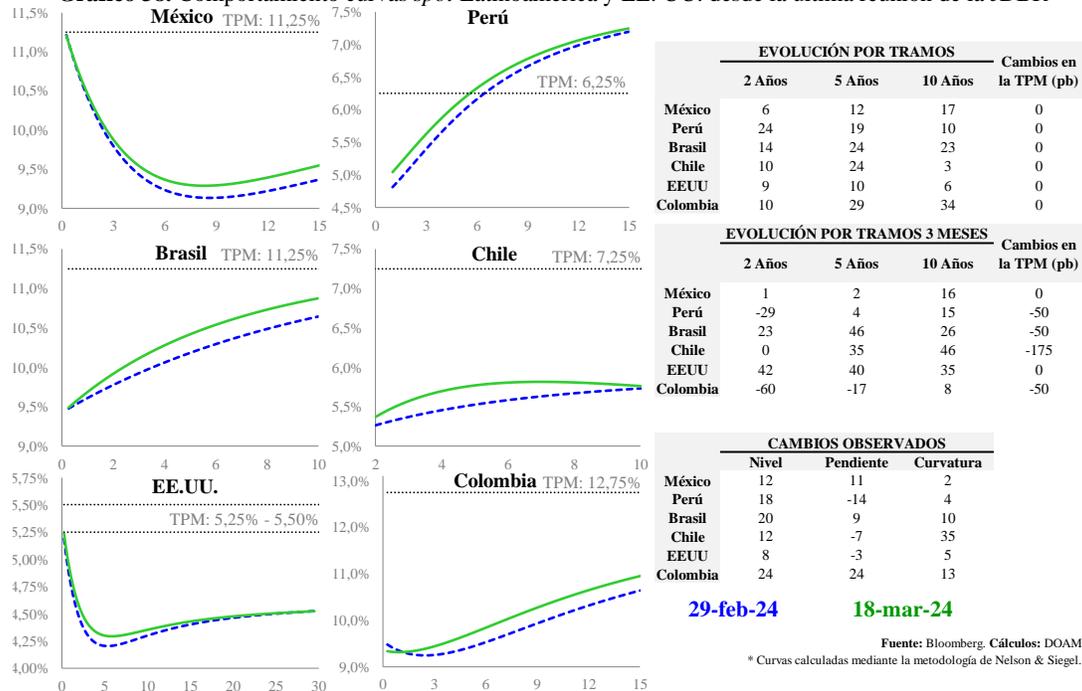
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: Banrep. Cambios (pb) desde el 1 de marzo de 2023.

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



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

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

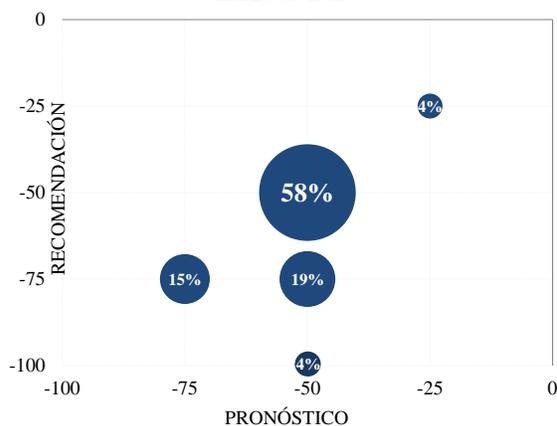
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas, de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*) y del mercado de TES en pesos.

2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera un recorte de 50 pb en marzo. Primero, según la EME¹³, la mediana señala una tasa esperada de 12,25% en marzo (desviación estándar de 14 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera¹⁴ (EOF), el 66% de los encuestados proyecta que la TPM baje 50 pb, 26% espera una reducción de 75 pb, el 4% descuenta un recorte de 25 pb, mientras que el 4% restante espera una reducción de 100 pb. Por su parte, de las 26 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg¹⁵, 22 esperan un recorte de 50 pb, dos descuentan un recorte de 75 pb, una proyecta un recorte de 25 pb, mientras que la entidad restante espera que la TPM se mantenga inalterada. Por último, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank¹⁶, de las 26 entidades encuestadas el 58% espera y recomienda que la TPM disminuya 50 pb en marzo; un 19% espera que disminuya 50 pb, pero recomienda que disminuya 75 pb; un 15% espera y recomienda que disminuya 75 pb; un 4% espera y recomienda que disminuya 25 pb; un 4% espera que disminuya 50 pb, pero recomienda que disminuya 100 pb. La desviación estándar de las expectativas se mantuvo estable en 0,11% entre febrero y marzo (Gráfico 39 y Anexo 1).

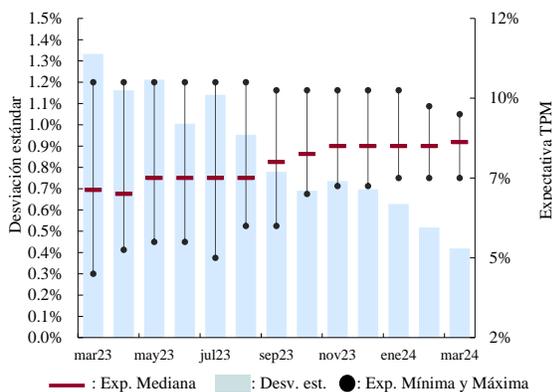
Por su parte, en el Gráfico 40 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2024 de acuerdo con la encuesta de Citibank, en la cual se observa que entre febrero y marzo la tasa mediana esperada aumentó de 8,00% a 8,13%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 0,52% a 0,42%.

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



Fuente: Citibank.

Gráfico 40. Expectativas TPM para diciembre de 2024



Fuente: Citibank.

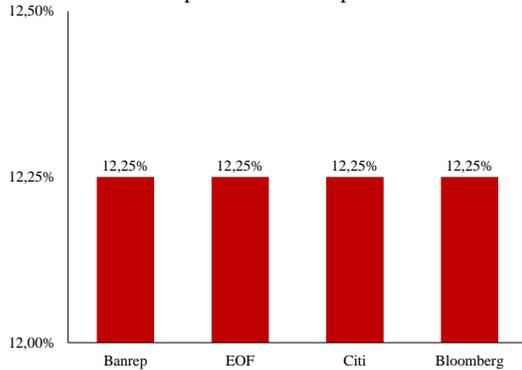
¹³ Datos recolectados entre el 11 y el 13 de marzo.

¹⁴ Publicada el 20 de marzo con información recolectada entre el 11 y el 15 del mismo mes.

¹⁵ Datos actualizados al 19 de marzo.

¹⁶ Publicada el 19 de marzo.

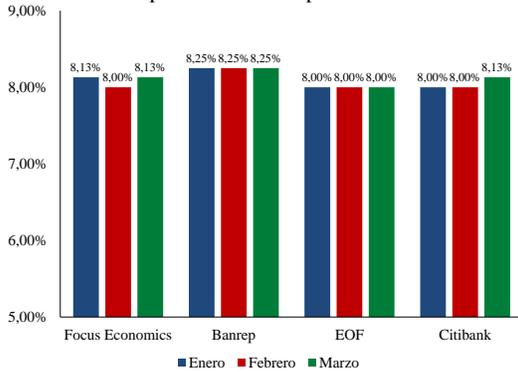
Gráfico 41. Expectativas TPM próxima reunión



Fuente: Banrep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del Banrep se realizó entre el 11 y el 13 de marzo. La EOF se publicó el 20 de marzo con datos recolectados entre el 11 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 19 de marzo. La encuesta de Bloomberg se tomó con datos hasta el 19 de marzo.

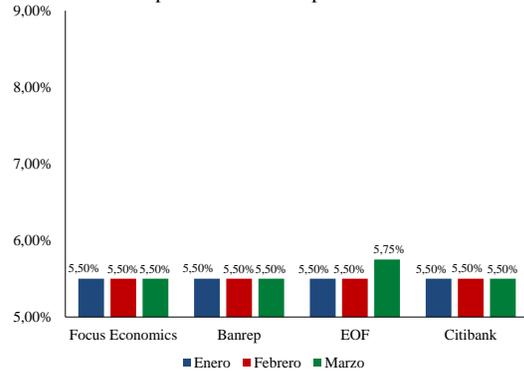
Las encuestas evidencian expectativas de política monetaria similares a las observadas el mes previo para finales de 2024 y 2025. En los Gráficos 41, 42 y 43 se muestran las expectativas sobre la TPM para la reunión de marzo y para las de diciembre de 2024 y 2025. En estas se observa que: *i)* la mayoría de los agentes espera que la TPM disminuya en 50 pb en marzo; *ii)* el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 se mantuvo cercano a 8,0% (obs: 8,13%; ant: 8,06%); 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 42. Expectativas TPM para diciembre de 2024



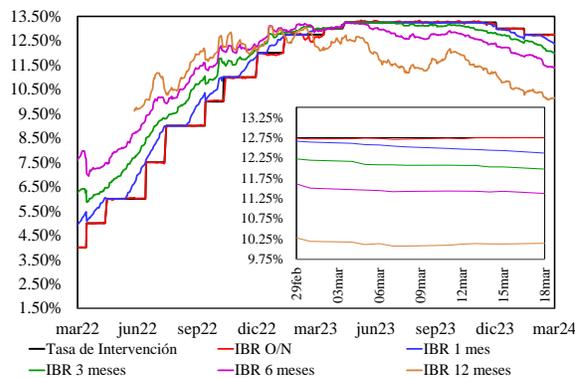
Fuente: Focus Economics, Banrep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 12 de marzo, con encuestas recolectadas hasta el 11 de marzo. La encuesta del Banrep se realizó entre el 11 y el 13 de marzo. La EOF se publicó el 20 de marzo con datos recolectados entre el 11 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 19 de marzo.

Gráfico 43. Expectativas TPM para diciembre de 2025



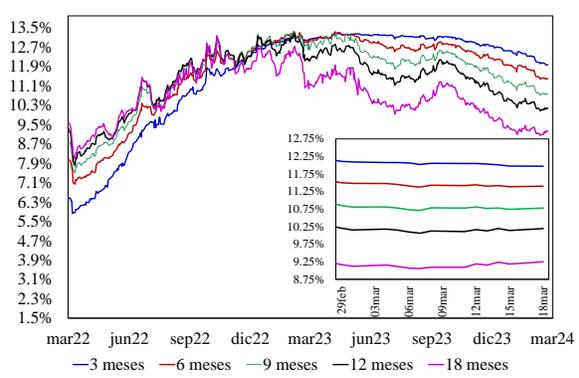
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses en promedio cayeron ante expectativas de que continúen los recortes de la TPM. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 18 de marzo las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses variaron -25 pb, -24 pb, -23 pb, -7 pb, -1 pb y 8 pb, respectivamente (Gráficos 46 y 47).

Gráfico 44. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. **Cálculos:** Banrep.

Gráfico 45. Tasas OIS

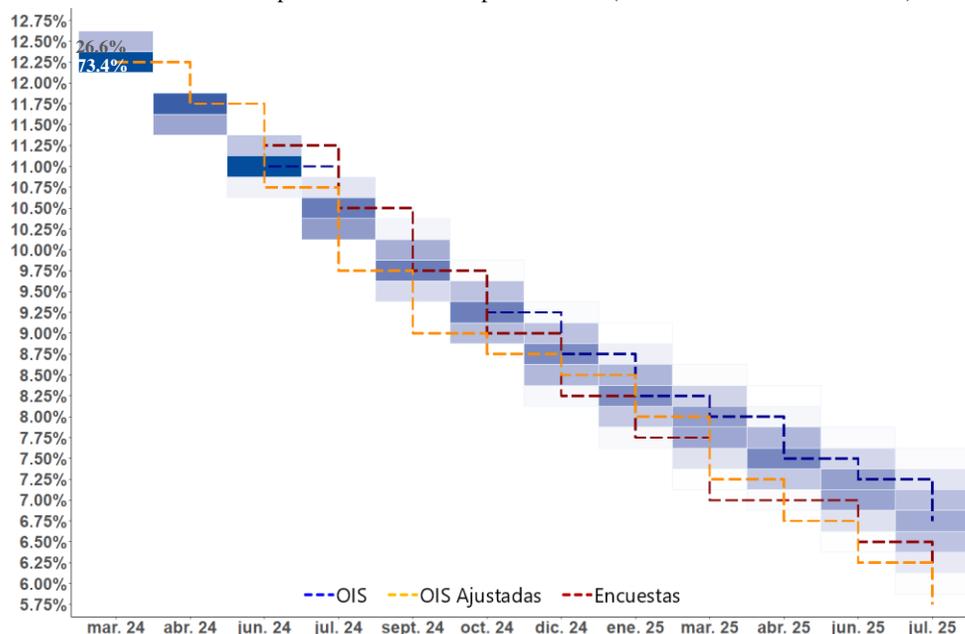


Fuente: Banrep. **Cálculos:** Banrep.

Las tasas del mercado OIS descuentan con mayor probabilidad una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de marzo. Las tasas del mercado OIS en promedio cayeron desde la última reunión de la JDBR de febrero, pero las tasas mayores a un año cayeron a un menor ritmo. Esta dinámica

podría atribuirse a que los operadores del mercado esperan que el banco realice recortes prudentes de la TPM dado que aún persisten riesgos asociados a la evolución de la inflación, en particular, la incertidumbre sobre los impactos del fenómeno del Niño y los posibles efectos del incremento del precio del ACPM. Adicionalmente, el ajuste de las expectativas de la TPM en EE. UU también influyó en la dinámica de las tasas OIS. Así, el 18 de marzo el mercado descuenta con una probabilidad del 73% una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de marzo. Para 2024 el mercado descuenta reducciones de 400 pb y en diciembre se espera que la TPM se ubique en 8,75% (anterior: 8,50%).

Gráfico 46. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 18 de marzo de 2024)



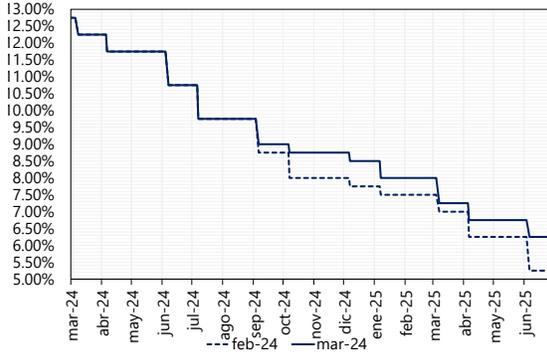
Nota: En marzo de 2024 las tasas OIS ajustadas asignan una probabilidad de 73,4% a una reducción de 50 pb y 26,6% una reducción de 25 pb en la reunión de marzo.

Gráfico 47. Evolución de expectativas TPM – OIS

ago-25						ago-25	13.25%
jul-25				6,25%	6,75%	jul-25	13.00%
jun-25				6,75%	7,25%	jun-25	12.75%
may-25						may-25	12.50%
abr-25	7,00%	7,00%	6,50%	7,00%	7,50%	abr-25	12.25%
mar-25	8,25%	7,75%	7,25%	7,00%	7,50%	mar-25	12.00%
feb-25						feb-25	11.75%
ene-25	9,00%	8,25%	7,75%	7,50%	8,00%	ene-25	11.50%
dic-24	9,50%	8,75%	8,50%	8,00%	8,50%	dic-24	11.25%
nov-24						nov-24	11.00%
oct-24	10,00%	9,25%	8,75%	8,75%	9,00%	oct-24	10.75%
sep-24	10,50%	9,75%	9,50%	9,25%	9,75%	sep-24	10.50%
ago-24						ago-24	10.25%
jul-24	10,75%	10,25%	10,25%	10,00%	10,25%	jul-24	10.00%
jun-24	11,50%	11,00%	10,75%	10,75%	11,00%	jun-24	9.75%
may-24						may-24	9.50%
abr-24	11,75%	11,50%	11,50%	11,25%	11,75%	abr-24	9.25%
mar-24	12,25%	12,25%	12,00%	12,00%	12,25%	mar-24	9.00%
31oct23**							8.75%

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.

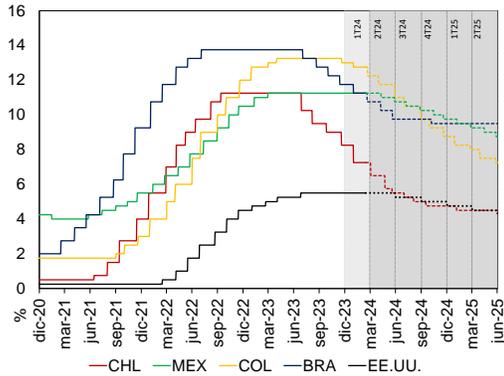
Gráfico 48. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 29 de febrero de 2024 y 18 de marzo de 2024.

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 29 de febrero y 18 de marzo. Según esta medida la expectativa para diciembre de 2024 se ubicó en 8,50% (ant: 7,75%).

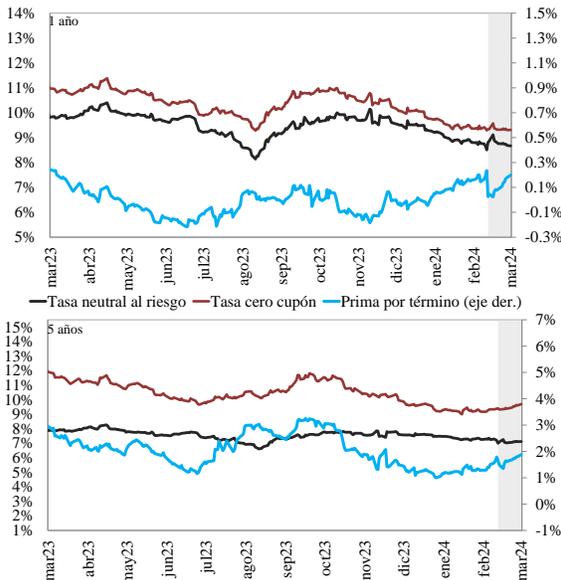
Gráfico 49. Expectativas de TPM en los países de la región.



Fuente: Bloomberg. Cálculos propios.

Los mercados OIS continúan vislumbrando reducciones de la TPM para los países de la región en el 2024 (Gráfico 49). Para 2024 los mercados descuentan reducciones de la TPM en 175 pb, 250 pb y 150 pb en Brasil, Chile y México, cerrando 2024 en 9,50%, 4,75% y 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.

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



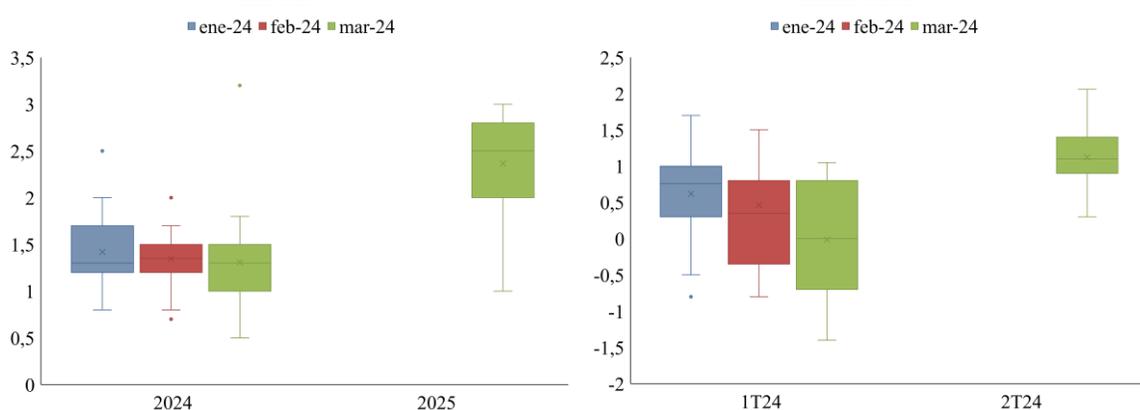
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

El movimiento en las tasas de los TES en pesos se puede explicar principalmente por las variaciones en 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 cayeron 1 pb y 17 pb a 1 y 5 años respectivamente, y se ubicaron en 8,80% y 7,09%, en su orden. Las reducciones de las tasas neutras están en línea con la caída de las tasas OIS. Por su parte, la prima a término a un año (0,11%) cayó 4 pb y a 5 años (1,66%) aumentó 26 pb (Gráfico A4.4.).

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 1,35% a 1,30%, y para el 1T24 de 0,35% a 0,00% (Gráfico 51). Para el 2T24 y 2025, los mismos analistas proyectan una tasa de crecimiento de 1,1% y 2,5%, respectivamente. Por otro lado, los agentes encuestados por Citi mejoraron su perspectiva de crecimiento para 2024 de 1,2% a 1,3%, y para 2025 de 2,5% a 2,6%.

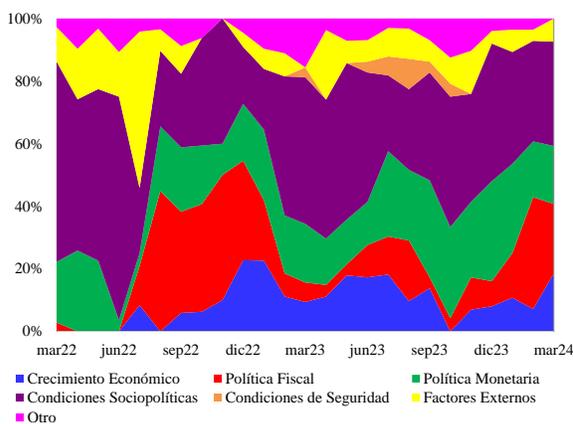
Gráfico 51. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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 28 pb y 33 pb, respectivamente¹⁷ (desviaciones estándar de 33 pb). Para fin de año, los mismos analistas proyectan valorizaciones de 78 pb y 69 pb, en ese orden (desviaciones estándar de 65 pb y 51 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se valore más de 1%, mientras que a 12 meses esperan una valorización superior al 3% (desviaciones estándar de 3% y 6%, 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? Las condiciones sociopolíticas volvieron a ocupar el primer lugar. El 33% de los encuestados señaló las condiciones sociopolíticas (ant: 32%, var: 1 pp) como el factor más relevante, el 22% resaltó la política fiscal (ant: 36%; var: -14 pp), el 19% el crecimiento económico (ant: 7%, var: 12 pp), otro 19% la política monetaria (ant: 18%; var: 1 pp), mientras que el 8% restante señaló los factores externos (ant: 4%; var: 4 pp, Gráfico 52). Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

¹⁷ 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.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos definitivos de febrero de 2024, el IDOAM mantiene su tendencia de mejores condiciones financieras, sin embargo, en el margen sugiere un ligero deterioro. La caída de este indicador se da ante aumentos de los spreads de las tasas de tesorería frente a las tasas de los TES, una mayor volatilidad del mercado de TES y una reducción de la confianza del consumidor. El alto nivel del indicador se mantiene ante el mayor valor de los spreads de las tasas mencionadas arriba, como también a los altos niveles de las expectativas de inflación frente a la meta del Banrep (Gráfico 53).

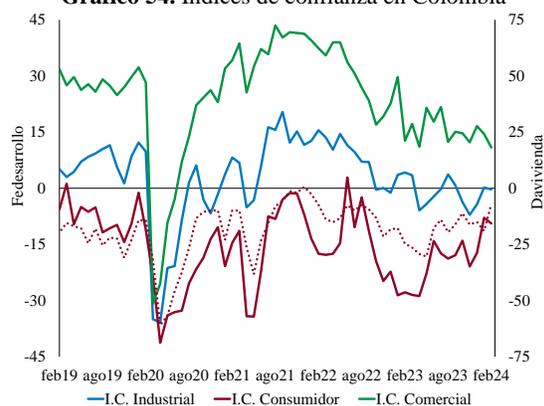
Los indicadores de confianza empresarial y del consumidor, estimados por Fedesarrollo, presentaron un deterioro en febrero. El indicador de confianza del consumidor¹⁸, estimado por Fedesarrollo, presentó un deterioro en febrero (obs: -9,4%; ant: -7,9%), como consecuencia de una percepción más desfavorable de las condiciones económicas, la cual contrarrestó la mejora de las expectativas del consumidor (Gráfico 54). Por el contrario, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -6,2% a -5,9% (Gráfico 55). Por otro lado, los indicadores de confianza industrial (obs: -0,3%; ant: 0,2%) y comercial (obs: 10,9%; ant: 14,5%) se redujeron durante febrero. El desempeño del primero estuvo explicado por unas menores expectativas de producción para el próximo trimestre, y un mayor nivel de existencias, lo cual fue compensado parcialmente por un mayor volumen actual de pedidos. Asimismo, el deterioro de la confianza comercial se explicó por unas menores expectativas de producción para el próximo semestre, y un mayor nivel de existencias, lo cual también fue parcialmente contrarrestado por una percepción más favorable de la situación económica.

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.

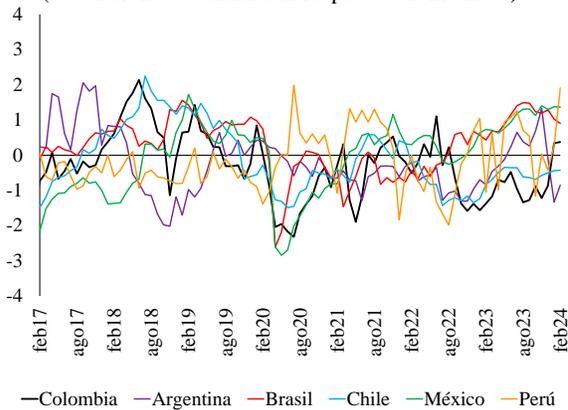
Gráfico 54. Índices de confianza en Colombia



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

¹⁸ El índice de confianza del consumidor estimado por Davivienda presentó un incremento (obs: -7,0%; ant: -19,0%).

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

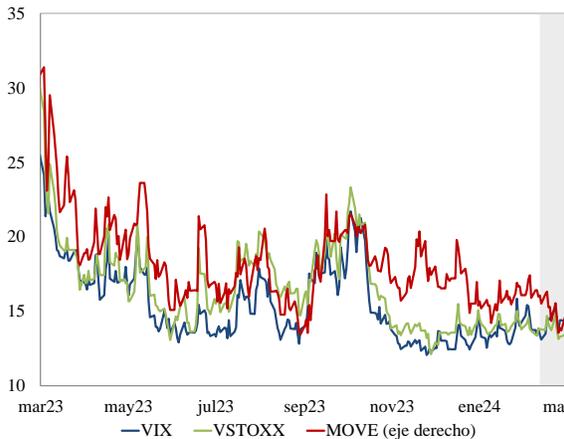


—Colombia —Argentina —Brasil —Chile —México —Perú
 Fuentes: INEGI¹⁹, FGV²⁰, UDD, Banrep, Fedesarrollo, APOYO.
 Cálculos: Banrep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.
 ** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

El indicador de confianza desestacionalizado de Colombia continuó aumentando en febrero y registra su mayor valor desde noviembre de 2021. Este indicador disminuyó para México, Chile y Brasil, a diferencia de los demás países de la muestra entre enero y febrero. Perú registró el mayor aumento, ubicándose en niveles no observados desde julio de 2020. 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 países²¹.

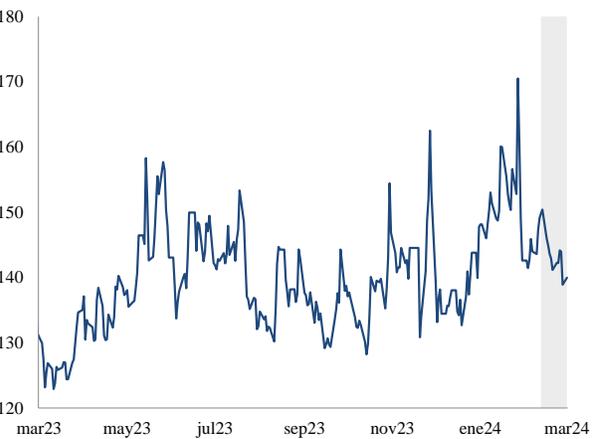
La volatilidad implícita de las opciones de índices bursátiles (Vix²² y Vstoxx²³) se mantuvo en niveles bajos, al tiempo que la implícita en las opciones sobre Tesoros (Move²⁴) disminuyó. Este comportamiento se dio en un contexto de continuación del *rally* de los activos de renta variable a nivel global, y en ausencia de eventos generadores de incertidumbre durante el mes (Gráfico 56). Por su parte, el *Skew*²⁵ corrigió a la baja, aunque sigue en niveles altos lo que sugiere que el mercado está descontando con alta probabilidad una caída del S&P500 (Gráfico 57).

Gráfico 56. Vix - Move



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 57. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

Finalmente, el EMBI²⁶ disminuyó en Latinoamérica, en línea con lo observado a nivel global. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) se redujo 10 pb (6 pb) en Colombia, 6 pb (corresponde al

¹⁹ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

²⁰ Instituto Brasileiro de economía

²¹ La serie para Colombia se puede descomponer en 3 componentes: tendencia, estacionalidad y un componente irregular. Usando la metodología Census-X12 aditiva se encuentra que durante los meses de enero el componente estacional tiende a ser negativo. Así, al restar este componente a la serie original (la cual presentó un repunte al alza) se obtiene un repunte mayor de la serie ajustada estacionalmente.

²² El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

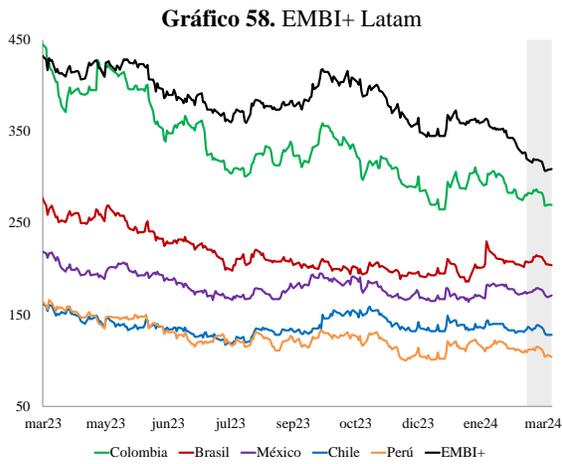
²³ El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²⁴ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

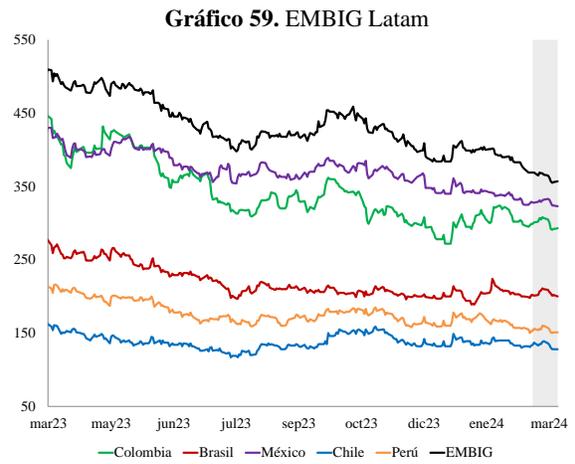
²⁵ El *Skew* es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

²⁶ 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*

EMBIG) en Chile, 5 pb (2 pb) en Perú, 4 pb (2 pb) en Brasil y 2 pb (5 pb) en México (Gráficos 58 y 59).



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros
Cuadro A1.1. Encuesta de expectativas de Bloomberg sobre tasa de política monetaria para la
reunión de la JDBR de marzo de 2024

Actualizada el 19 de marzo

Empresa	Estimación	Fecha
1 Acciones y Valores	12,25%	14/03/2024
2 Alianza Valores	12,00%	14/03/2024
3 Asobancaria	12,25%	14/03/2024
4 Banco Agrario	12,25%	11/03/2024
5 Banco Rabobank	12,25%	14/03/2024
6 Banco de Bogotá	12,25%	14/03/2024
7 Bancolombia	12,75%	16/03/2024
8 Barclays Capital	12,25%	18/03/2024
9 Bloomberg Economics	12,25%	13/03/2024
10 BNP Paribas	12,25%	13/03/2024
11 BTG Pactual	12,25%	8/03/2024
12 Capital Economics	12,25%	14/03/2024
13 Casa de Bolsa	12,00%	8/03/2024
14 Fiduciaria Corficolombiana	12,25%	14/03/2024
15 Fiduciaria de Occidente	12,25%	14/03/2024
16 Goldman Sachs	12,25%	14/03/2024
17 Itaú Colombia	12,25%	14/03/2024
18 Pantheon Macroeconomics	12,25%	16/03/2024
19 Positiva Compañía de Seguros	12,25%	19/03/2024
20 Santander US Capital Markets	12,50%	19/03/2024
21 Standard Chartered Bank	12,25%	14/03/2024
22 UBS Securities	12,25%	14/03/2024
23 Universidad Jorge Tadeo Lozano	12,25%	14/03/2024
24 Vinland Capital Investments	12,25%	18/03/2024
25 Vinland Capital Management	12,25%	19/03/2024
26 Wells Fargo Securities	12,25%	11/03/2024

Tasa	Obs.	Prob.
12,00%	2	8%
12,25%	22	85%
12,50%	1	4%
12,75%	1	4%
Tasa esperada ponderada	12,26%	

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?
Acciones y Valores	12.25%	12.25%
Alianza	12.00%	12.00%
Anif	12.25%	12.00%
Asobancaria	12.25%	12.25%
Axa Colpatria	12.00%	12.00%
Banco Agrario	12.25%	12.00%
Banco de Bogotá	12.25%	11.75%
Banco de Occidente	12.25%	12.25%
Banco Popular	12.25%	12.00%
Banco Santander	12.50%	12.50%
BBVA	12.00%	12.00%
BTG Pactual	12.25%	12.25%
Casa de Bolsa	12.25%	12.25%
Citi	12.25%	12.00%
Colfondos	12.25%	12.25%
Corficolombiana	12.25%	12.25%
Credicorp Capital	12.25%	12.25%
Fidubogotá	12.25%	12.25%
Fiduoccidente	12.25%	12.25%
Grupo Bancolombia	12.25%	12.25%
Grupo Bolívar	12.25%	12.25%
Itaú	12.25%	12.25%
Moody's Analytics	12.25%	12.25%
Positiva	12.25%	12.00%
Scotiabank Colpatria	12.00%	12.00%
Skandia	12.25%	12.25%
Promedio	12.22%	12.15%
Mediana	12.25%	12.25%
Desv. Estándar	0.11%	0.16%
Máximo	12.50%	12.50%
Mínimo	12.00%	11.75%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
12.00%	15%	4
12.25%	81%	21
12.50%	4%	1
Total	100%	26

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
11.75%	4%	1
12.00%	35%	9
12.25%	58%	15
12.50%	4%	1
Total	100%	26

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	7.50%	5.00%
Anif	8.25%	5.50%
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	7.75%	5.25%
Banco Popular	8.00%	6.00%
Banco Santander	8.00%	6.00%
BBVA	7.00%	5.50%
BTG Pactual	7.75%	5.25%
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	7.75%	5.25%
Grupo Bancolombia	8.75%	6.00%
Grupo Bolívar	8.00%	5.25%
Itaú	8.25%	5.25%
Moody's Analytics	8.00%	5.75%
Positiva	8.25%	5.00%
Scotiabank Colpatria	7.50%	5.50%
Skandia	8.50%	4.50%
Promedio	8.11%	5.49%
Mediana	8.13%	5.50%
Desv. Estándar	0.42%	0.40%
Máximo	9.00%	6.00%
Mínimo	7.00%	4.50%
No. Respuestas	26	26

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

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	5.91%	3.79%
Alianza	5.60%	3.80%
Anif	5.40%	3.00%
Asobancaria	5.30%	3.70%
Axa Colpatria	4.60%	3.80%
Banco Agrario	5.76%	3.93%
Banco de Bogotá	5.69%	3.62%
Banco de Occidente	5.85%	4.20%
Banco Popular	5.53%	3.88%
Banco Santander	5.04%	3.64%
BBVA	5.40%	3.80%
BTG Pactual	5.12%	3.07%
Casa de Bolsa	5.51%	3.82%
Citi	4.40%	3.00%
Colfondos	5.40%	3.70%
Corficolombiana	5.51%	3.82%
Credicorp Capital	5.50%	3.70%
Fidubogotá	5.40%	3.92%
Fiduoccidente	5.85%	4.20%
Grupo Bancolombia	5.70%	4.30%
Grupo Bolivar	5.09%	3.50%
Itaú	4.80%	3.00%
Moody's Analytics	5.60%	3.60%
Positiva	5.40%	3.40%
Scotiabank Colpatria	5.54%	3.72%
Skandia	5.90%	4.20%
Promedio	5.42%	3.70%
Mediana	5.51%	3.76%
Desv. Estándar	0.38%	0.36%
Máximo	5.91%	4.30%
Mínimo	4.40%	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 11 de marzo

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	7,75%	-
7 Banco de Bogotá	8,25%	5,75%
8 Bancolombia	9,25%	6,50%
9 BancTrust & Co.	8,50%	7,00%
10 Barclays Capital	8,00%	6,75%
11 BBVA Research	7,00%	5,50%
12 BTG Pactual	7,75%	5,25%
13 CABI	7,00%	-
14 Capital Economics	9,00%	6,50%
15 Citigroup Global Mkts	8,50%	5,50%
16 Corficolombiana	8,00%	6,00%
17 Credicorp Capital	6,00%	-
18 Ecoanalítica	7,00%	4,50%
19 Econosignal	8,00%	-
20 EIU	8,75%	4,75%
21 Fedesarrollo	7,75%	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	8,00%	5,25%
26 JPMorgan	8,25%	-
27 Oxford Economics	9,50%	7,75%
28 Pantheon Macroeconomics	7,00%	5,00%
29 Rabobank	8,50%	6,00%
30 S&P Global Ratings	10,00%	7,00%
31 Scotiabank Colpatría	7,00%	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%	3	10,7%
5,25%	0	0,0%	5	17,9%
5,50%	0	0,0%	6	21,4%
5,75%	0	0,0%	2	7,1%
6,00%	1	2,9%	3	10,7%
6,50%	0	0,0%	2	7,1%
6,75%	0	0,0%	1	3,6%
7,00%	7	20,6%	2	7,1%
7,50%	1	2,9%	1	3,6%
7,75%	3	8,8%	1	3,6%
8,00%	5	14,7%	0	0,0%
8,25%	3	8,8%	0	0,0%
8,50%	5	14,7%	0	0,0%
8,75%	3	8,8%	0	0,0%
9,00%	2	5,9%	0	0,0%
9,25%	2	5,9%	0	0,0%
9,50%	1	2,9%	0	0,0%
10,00%	1	2,9%	0	0,0%
Media	8,10%		5,79%	
Mediana	8,13%		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 11 de marzo

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	7	21,9%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	1	3,1%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	9	28,1%
3,75% - 4,00%	1	2,7%	7	21,9%
4,00% - 4,25%	1	2,7%	5	15,6%
4,25% - 4,50%	2	5,4%	2	6,3%
4,50% - 4,75%	4	10,8%	1	3,1%
4,75% - 5,00%	6	16,2%	0	0,0%
5,00% - 5,25%	8	21,6%	0	0,0%
5,25% - 5,50%	5	13,5%	0	0,0%
5,50% - 5,75%	5	13,5%	0	0,0%
5,75% - 6,00%	4	10,8%	0	0,0%
6,25% - 6,50%	1	2,7%	0	0,0%
Media	5,12%		3,68%	
Mediana	5,00%		3,70%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 7 de marzo, el DANE reportó que la inflación anual para febrero del 2024 se encontró levemente por encima de las expectativas del mercado (7,74% a/a vs 7,68% esp) y por debajo de la lectura anterior (8,35%). El IPC registró una variación m/m de 1,09% (ant: 0,92% m/m, esp: 1,01% m/m). Según agentes del mercado, el dato de febrero aumenta 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 1 pb, 3 pb y 2 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -8 pb, -4 pb y -6 pb para dichos vencimientos.

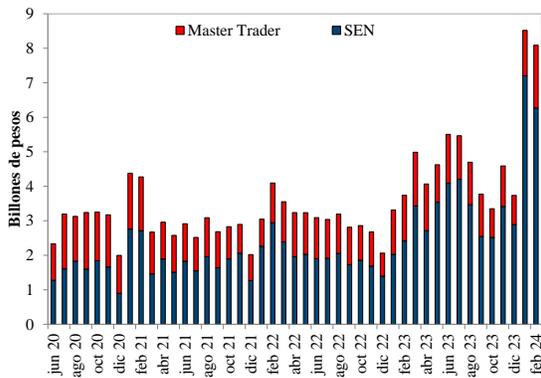
El 15 de marzo el Gobierno planteó convocar a una Asamblea Nacional Constituyente que permita destrabar las reformas cuyo trámite se ha visto obstaculizado en el Congreso. Tras el planteamiento, agentes del mercado señalaron que esta propuesta no tuvo impacto significativo en el mercado de deuda pública, debido a que no ven viable la instauración de una Asamblea Nacional Constituyente por la falta de apoyo político al Gobierno.

Además, El 18 de marzo, el DANE reportó que el ISE, indicador sobre la actividad económica a enero de 2024 se ubicó por encima de las expectativas del mercado (1,6% a/a vs -0,4% esp) y de la lectura del mes anterior (0,1%). Según analistas, estos resultados fueron catalogados como neutros producto de que las mejoras en algunos aspectos de la economía fueron contrarrestadas con los malos resultados presentados en la industria y el comercio. Esto aumentó las expectativas de mayores recortes de la tasa de política monetaria en próximas reuniones. Al finalizar la sesión de negociación de ese día, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 4 pb, 9 pb y 9 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 7 pb, 6 pb y 6 pb para dichos vencimientos.

Durante el último mes, se han realizado dos subastas de TES por un monto total de \$2,1 billones y un Bid to Cover promedio de 4,3 veces el monto inicial. El 28 de febrero y el 13 de marzo se subastaron TES COP con vencimiento en 2033, 2042 y 2050. Se destaca la sesión del 28 de febrero por su Bid to Cover de 4,6 veces.

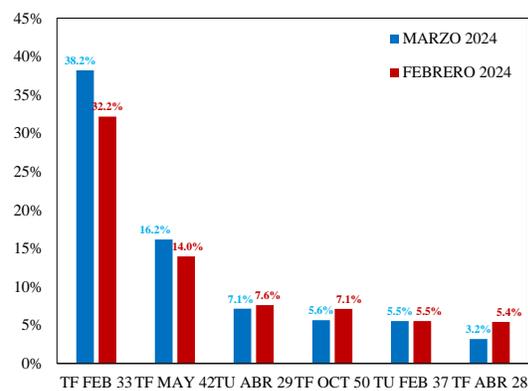
En lo corrido de marzo, el monto promedio diario negociado ha sido \$8,8 billones, mayor al observado el mes anterior (\$8,1 billones) y al registrado en marzo de 2023 (\$4,9 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en febrero de 2033, cuya participación pasó de 32,2% al 38,2%, seguidos por los que vencen en mayo de 2042 cuya participación aumentó de 14,0% a 16,2% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



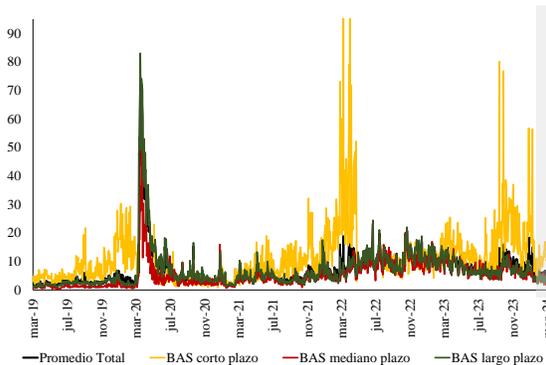
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 15 de marzo de 2024.

Gráfico A2.3. TES más transados



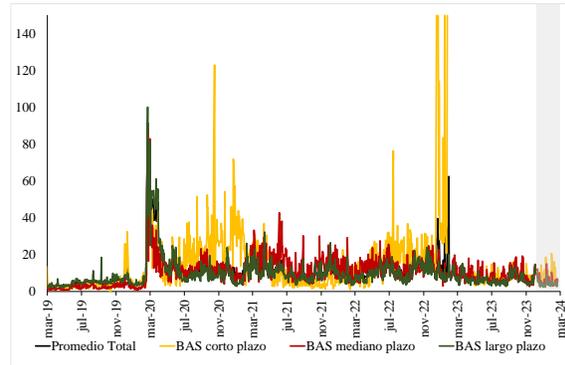
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 15 de marzo de 2024.

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)

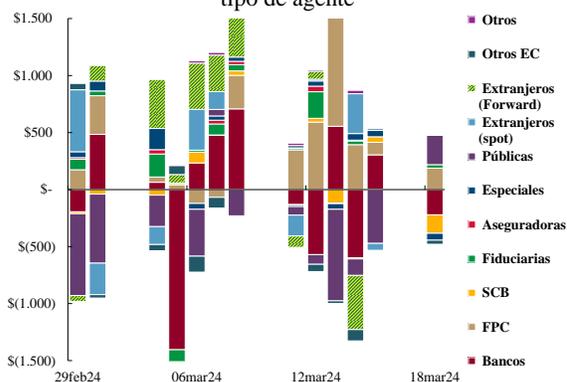


Con información al 15 de marzo de 2024, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 13,0 pb (ant: 11,8 pb), 3,8 pb (ant: 4,1 pb) y 3,5 pb (ant: 4,2 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 8,8 pb (ant: 9,3 pb), 5,5 pb (ant: 6,1 pb) y 4,2 pb (ant: 4,4 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

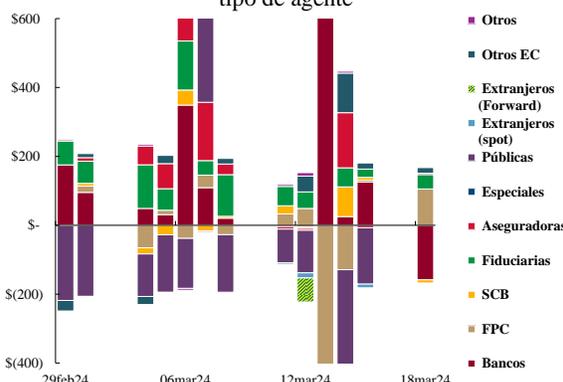
Posterior a la última reunión de la JDBR y con información hasta el 18 de marzo de 2024, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los fondos de pensiones y cesantías (COP 3.436 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (COP 4.108 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (COP 1.448 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (COP 1.349 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 4.801 mm²⁷ y ventas netas por COP 1.410 mm²⁸ de TES en UVR. Desde el 29 de febrero en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas compraron en neto COP 12 mm en el tramo corto, COP 996 mm en el tramo medio y COP 1.521 mm en el tramo largo de TES en pesos. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES en UVR por COP 81 mm en el tramo medio, y compraron en neto COP 2 mm en el tramo largo (Cuadro A3.1).

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

		Corrido del 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		2,777	1,677	(2,826)	1,454	1,074	(299)	204	347	897	1,448
Compañía de Financiamiento Comercial		-	(0)	(7)	-	-	(7)	-	-	(3)	(3)
Cooperativas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras		(590)	272	(97)	(116)	(53)	(266)	(69)	354	12	297
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO		2,188	1,949	(2,930)	1,338	1,020	(571)	135	701	906	1,742
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	17	-	7	5	12	-	-	-	-	-
	Terceros	8,119	674	(0)	(432)	3,855	3,424	(80)	(803)	110	(773)
	Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías		8,136	674	7	(427)	3,855	3,436	(80)	(803)	110	(773)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	(59)	297	(21)	(85)	(169)	(275)	(16)	184	42	210
	Terceros	292	129	(32)	56	86	110	(4)	15	54	65
	Extranjeros	(0)	-	-	-	(0)	(0)	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa		233	426	(53)	(29)	(83)	(166)	(20)	199	96	275
Sociedades Fiduciarias	Propia	11	38	(10)	20	16	25	(7)	11	10	13
	Terceros	2,848	819	(358)	320	1,429	1,392	3	51	917	970
	Extranjeros***	1,369	(1,550)	(58)	131	1,093	1,165	-	(11)	2	(9)
	Extranjeros (TES verdes)****	(72)	-	-	-	(12)	(12)	-	-	-	-
	FIC	1,221	213	(4)	116	77	189	10	30	51	90
	Posivos Pensionales	29	(8)	(0)	2	3	5	-	-	6	6
	Administración FONPET	-	-	-	-	(720)	(720)	-	-	(979)	(979)
Total Sociedades Fiduciarias		2,859	857	(368)	340	1,445	1,417	(5)	61	926	983
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	374	822	(72)	(2)	157	83	(27)	(9)	584	547
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Posivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización		374	822	(72)	(2)	157	83	(27)	(9)	584	547
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS		11,601	2,779	(486)	(118)	5,373	4,770	(132)	(552)	1,716	1,032
Total Entidades Financieras Especiales**		848	(32)	(228)	182	335	289	-	-	-	-
Total Entidades Públicas****		(7,172)	(481)	(702)	(1,305)	(2,174)	(4,181)	(894)	(163)	(223)	(1,281)
	Administración FONPET	720	-	-	-	720	720	-	-	979	979
Otros*****		237	23	(47)	83	22	58	-	12	5	16
	Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO		7,702	4,238	(4,392)	181	4,576	365	(891)	(2)	2,402	1,509

Fuente: Banrep. Información actualizada al 18 de marzo 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

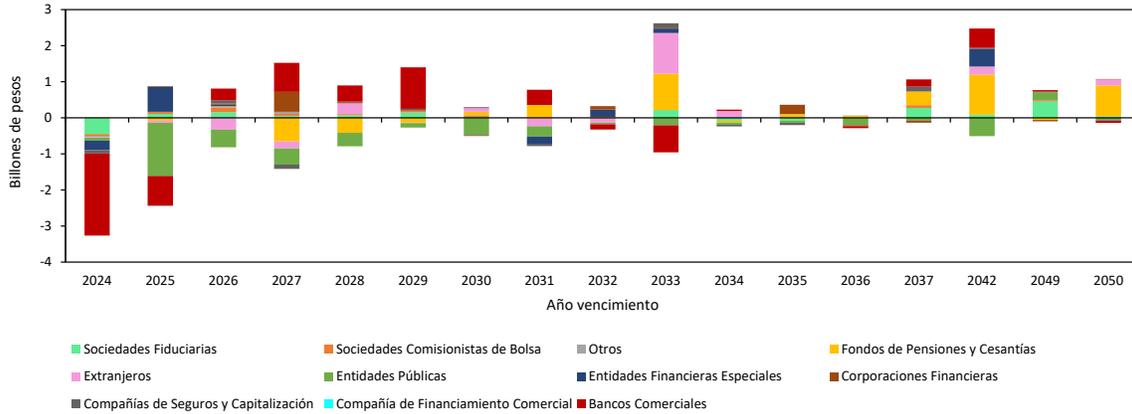
²⁷ Las compras en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 1.294 mm, mientras que en el mercado a futuro han realizado compras por COP 3.507 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado ventas durante el 2024 del TES verde por valor de COP 12 mm.

²⁸ Las ventas netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 1.550 mm, mientras que en el mercado a futuro realizaron compras por COP 141 mm.

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.

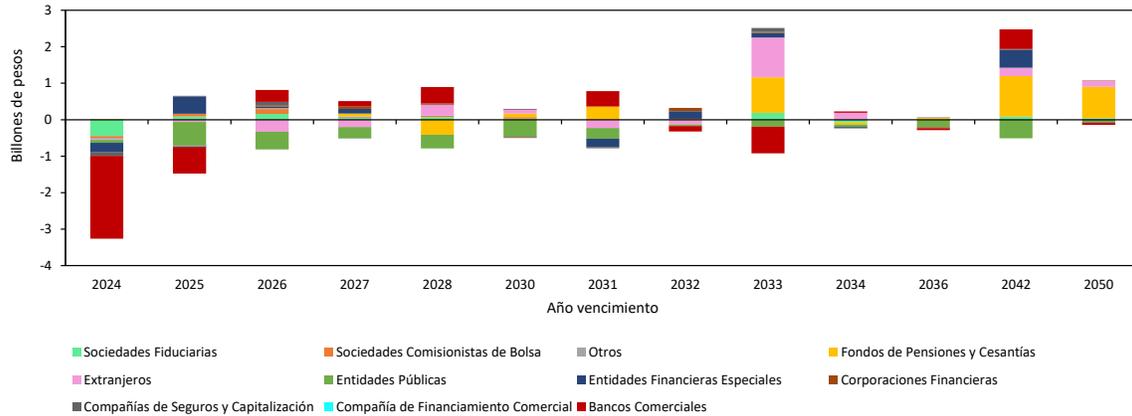
En los gráficos A3.3., A.3.4. y A3.5., se observa la variación en el saldo por tipo de agente y año de vencimiento de TES en el mercado de contado desde la última reunión de la JDBR.

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



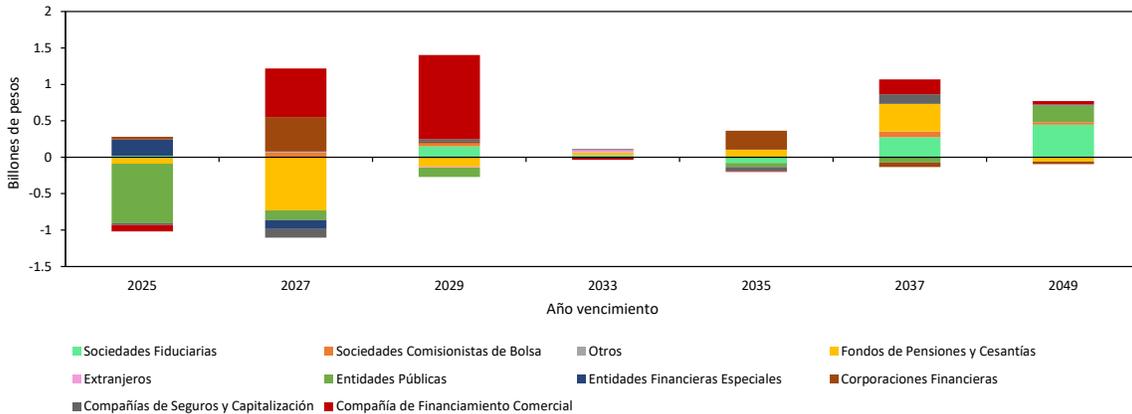
Fuente: Banrep.

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



Fuente: Banrep.

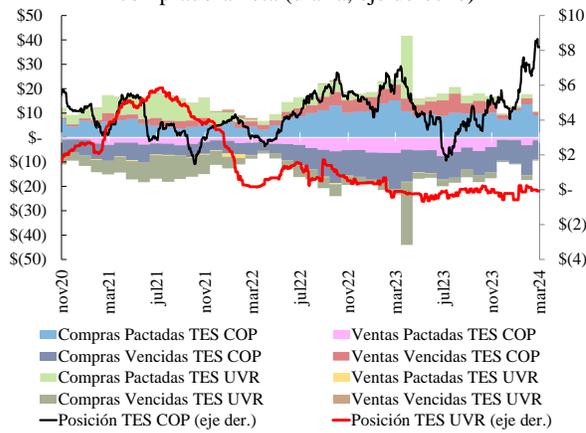
Gráfico A3.5. Variación en el saldo en TES UVR en el mercado spot por año de vencimiento desde la última JDBR



Fuente: Banrep.

Por otra parte, con información al 15 de marzo, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por COP 9.091 mm y COP 1.160 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 7.971 mm y COP 1.416 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó COP 1.375 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por COP 295 mm y COP 70 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra por COP 295 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF disminuyó COP 70 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 6.862 mm el 28 de febrero a COP 8.184 mm el 15 de marzo del 2024; al tiempo que para TES UVR se ubicó en -COP 70 mm al final del periodo.

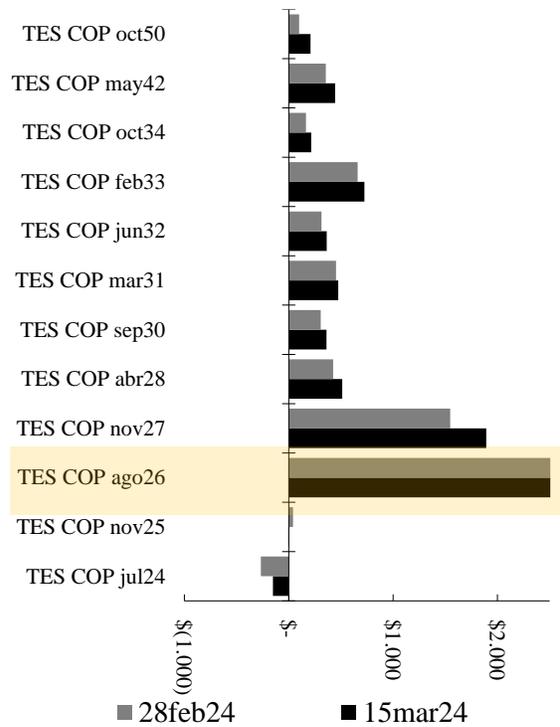
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



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

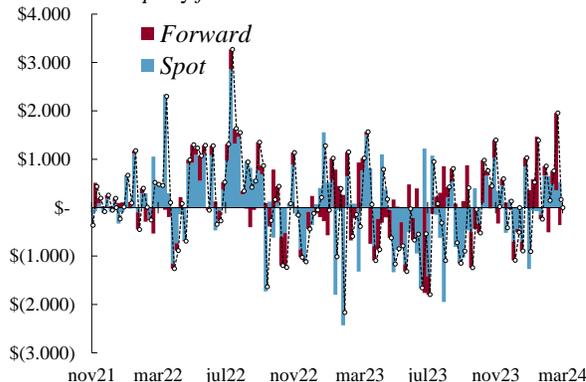
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



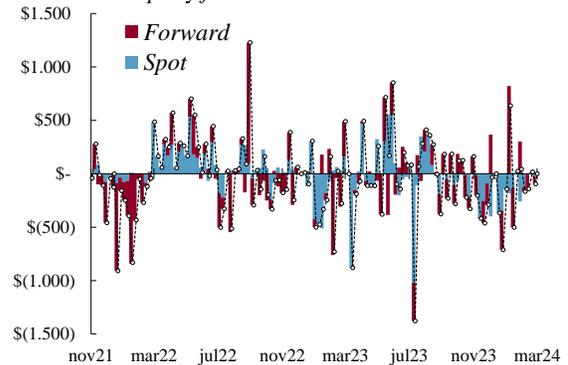
Fuente: Banrep. COP mm.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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

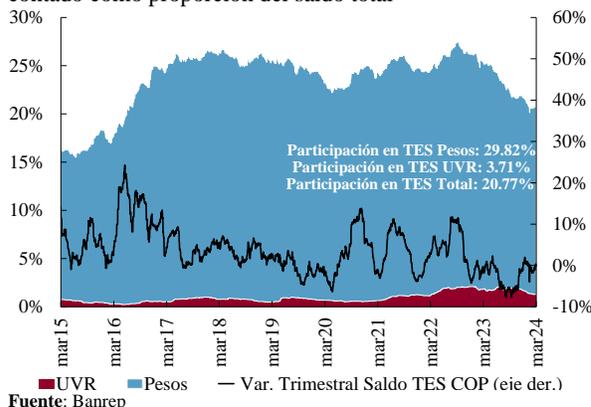
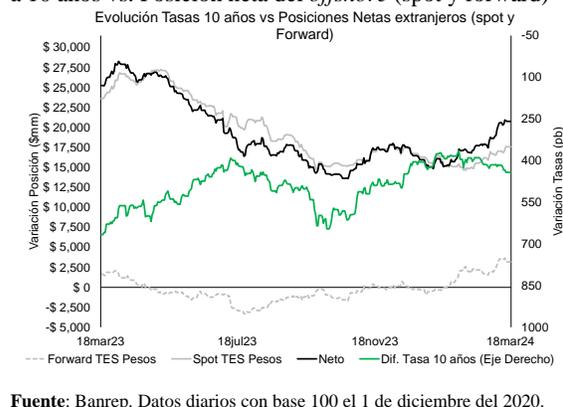


Gráfico A3.11. Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición neta del *offshore* (spot y forward)



Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2024, 2026, 2027, 2028, 2030, 2031, 2032, 2033, 2034, 2042 y 2050, y disminuyó para aquellos con vencimiento en 2025 (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 2.528 mm, y la posición neta en TES UVR disminuyó COP 78 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)	\$ 1,154	-\$ 9	\$ 1,145
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 1,375	-\$ 70	\$ 1,305
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 9,091	\$ 295	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 1,160	\$ 70	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 7,971	\$ 295	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 1,416	\$ 0	
Posición compradora neta agregada (A+B)	\$ 2,528	-\$ 78	\$ 2,450

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*.

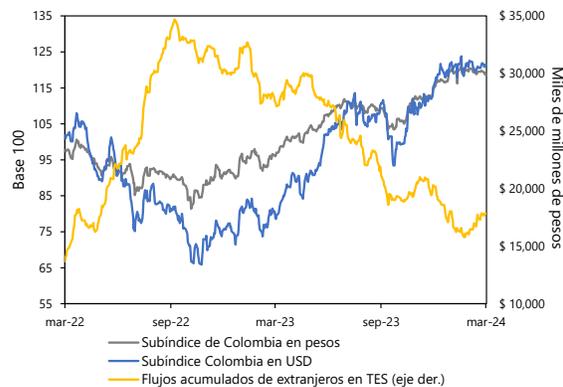
Cuadro A3.3. Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

		2023			Corrido de 2024			ene-24			feb-24			Corrido de mar-24		
		Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES	Sistema Financiero*	\$ 3,145	\$ 287	\$ 3,433	\$ 2,188	\$ (3,559)	\$ (1,371)	\$ 1,753	\$ (1,558)	\$ 194	\$ 866	\$ (574)	\$ 292	\$ (431)	\$ (1,375)	\$ (1,806)
Pesos	Offshore	\$ (9,072)	\$ (287)	\$ (9,359)	\$ 1,297	\$ 3,559	\$ 4,856	\$ (978)	\$ 1,558	\$ 581	\$ 1,664	\$ 574	\$ 2,238	\$ 611	\$ 1,375	\$ 1,985
TES	Sistema Financiero*	\$ (3,064)	\$ 605	\$ (2,458)	\$ 1,949	\$ (141)	\$ 1,808	\$ 443	\$ (453)	\$ (10)	\$ (92)	\$ 243	\$ 151	\$ 1,597	\$ 70	\$ 1,667
UVR	Offshore	\$ (2,407)	\$ (605)	\$ (3,013)	\$ (1,550)	\$ 141	\$ (1,410)	\$ (1,173)	\$ 453	\$ (720)	\$ (368)	\$ (243)	\$ (611)	\$ (9)	\$ (70)	\$ (78)

Cifras en COP mm. Información actualizada al 18 de marzo 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 se han dado 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).

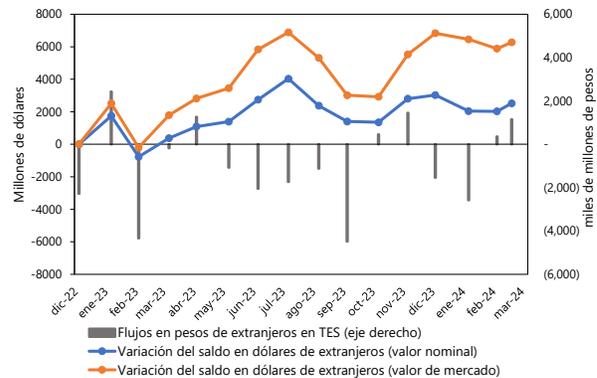
Gráfico A3.12. Flujos netos acumulados de extranjeros en TES vs subíndice en USD y en COP de Colombia en el GBI-EM*



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.

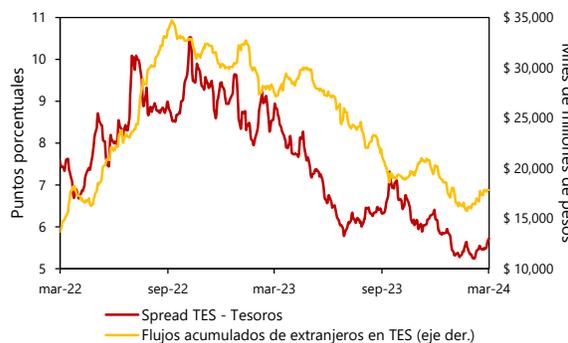
Gráfico A3.13. Variación del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



Fuente: Banrep.

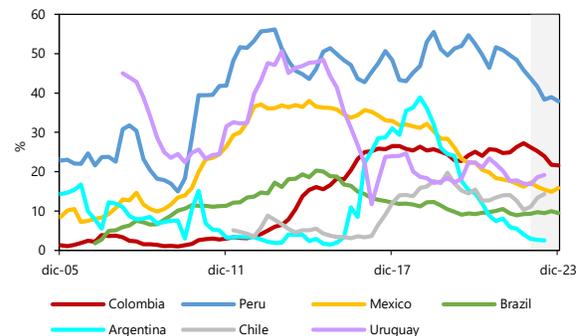
Nota: *i*) *Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio). *ii*) Para la conversión 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



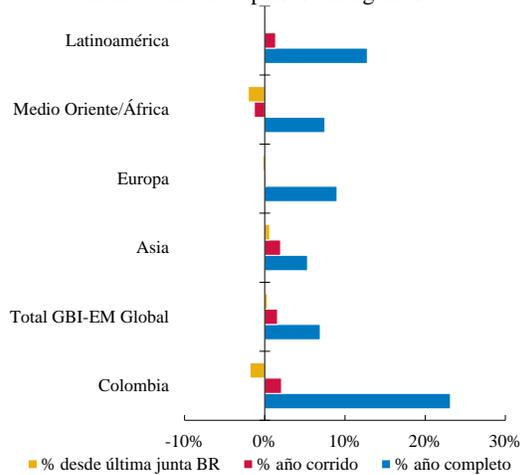
Fuente: IIF y FMI. Nota: Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el outstanding de deuda pública emitida en moneda local. Esta información presenta un rezago en su disponibilidad. La información para Argentina, Chile y Uruguay está disponible hasta junio de 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 31 de enero 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 (-0,1%), Europa (-0,2%) y Medio Oriente/África (-2,0%). El índice Total GBI-EM Global aumentó 0,34% y el de Colombia disminuyó -1,85%.

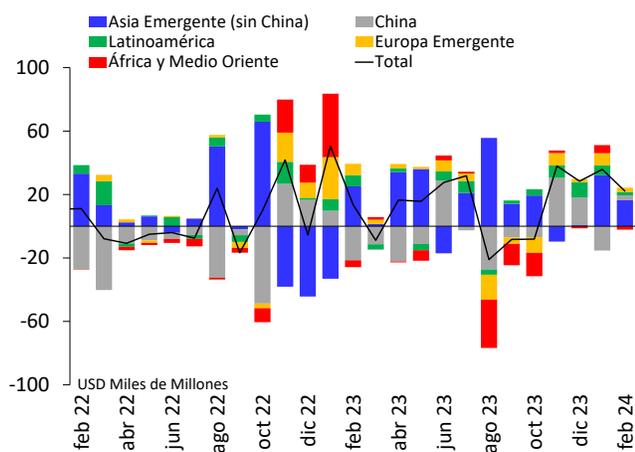
Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio de economías emergentes por USD 22,2 mm, conformadas por entradas netas de USD 5,0 mm de renta fija y de USD 17,2 mm de renta variable.

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



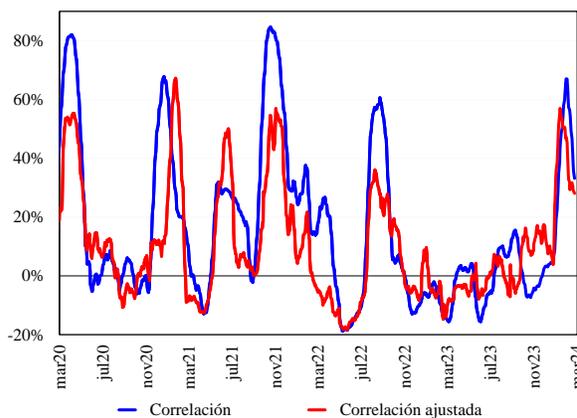
Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

Gráfico A4.2. Flujos de portafolio hacia economías emergentes



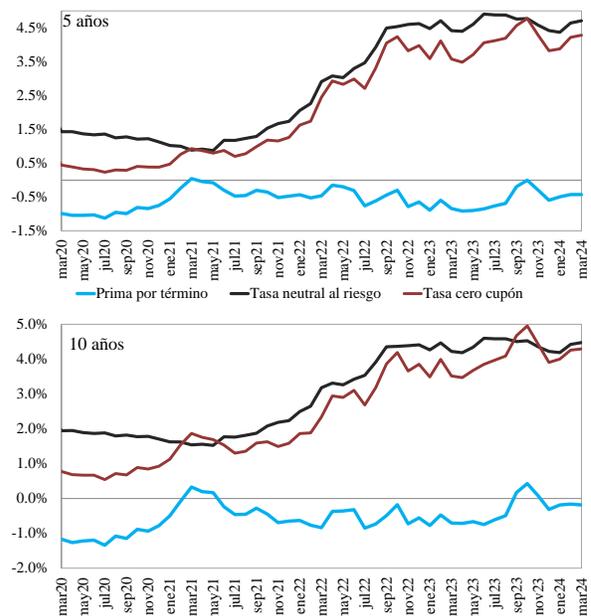
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

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 33,18%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también cayó y se ubicó en 28,1%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en parte por factores internacionales. Por su parte, con información al 18 de marzo de 2024, desde finales de febrero las primas por vencimiento de los Tesoros permanecieron relativamente estables para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,43% y -0,18%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo subieron 7 pb y 6 pb, y se ubicaron en 4,71% y 4,48% 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

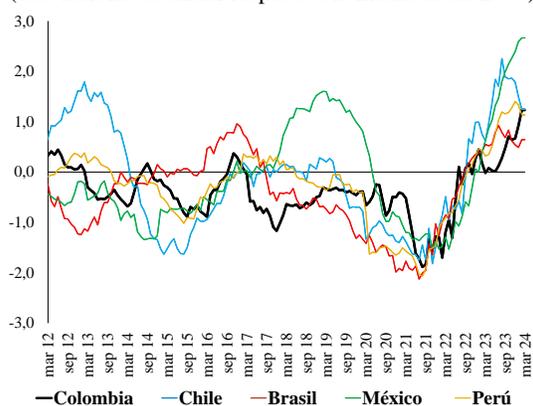
Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<i>Países desarrollados</i>				
6mar24	Banco de Canadá	0	0	5,00%
7mar24	Banco Central Europeo	0	0	4,50% / 4,75% / 4,00% *
18mar24	Banco de la Reserva de Australia	0	0	4,35%
18mar24	Banco de Japón	10 - 20	0	0,00% - 0,10% **
20mar24	Banco Central de Islandia	0	-	9,25%
20mar24	Reserva Federal	0	0	5,25% - 5,50%
<i>Países emergentes</i>				
6mar24	Banco Central de Egipto	600	-	27,25%
6mar24	Banco de Uganda	50	-	10,00%
6mar24	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
7mar24	Banco Central de Malasia	0	0	3,00%
7mar24	Banco Nacional de Serbia	0	0	6,50%
7mar24	Banco Central de Reserva del Perú	0	-25	6,25%
13mar24	Banco Nacional de Georgia	-75	-	8,25%
14mar24	Banco Nacional de Ucrania	-50	0	14,50%
15mar24	Banco Nacional de Angola	100	-	19,00%
18mar24	Banco Estatal de Pakistán	0	0	22,00%
19mar24	Banco Popular de China	0	0	3,45% / 3,95% ***
19mar24	Bank Al-Maghrib	0	-	3,00%
20mar24	Banco de Indonesia	0	0	6,00%

*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 al rango objetivo de la tasa de política monetaria.

***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)



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

En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales desde el 2005. Se puede observar que Colombia presenta el segundo nivel más bajo de este indicador dentro de la muestra, por encima de Brasil. En febrero, Chile y Perú fueron los únicos países para los que el indicador disminuyó, mientras que Colombia fue el que presentó el mayor aumento. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de marzo este indicador se mantuvo estable 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. 29 de febrero de 2024

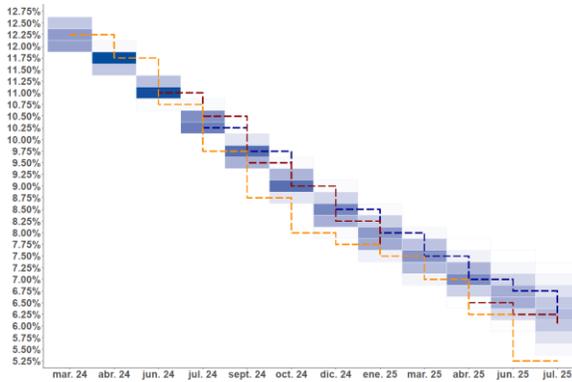
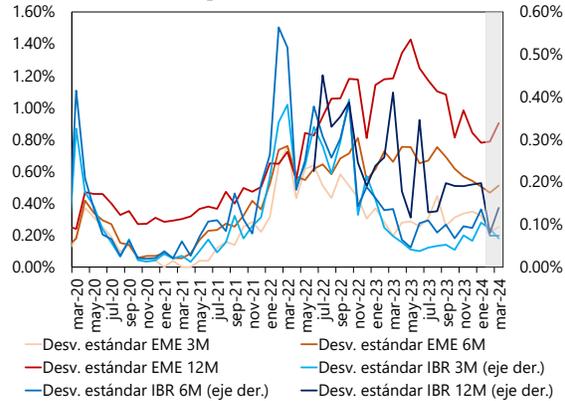


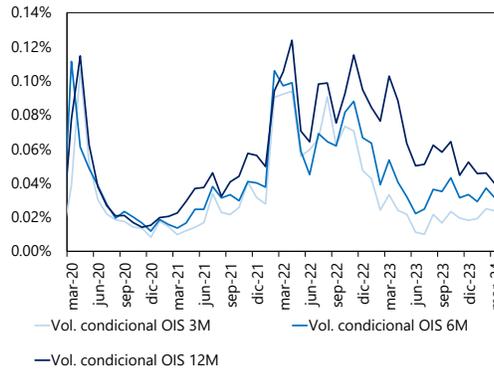
Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

Fuente y Cálculos: Banrep.

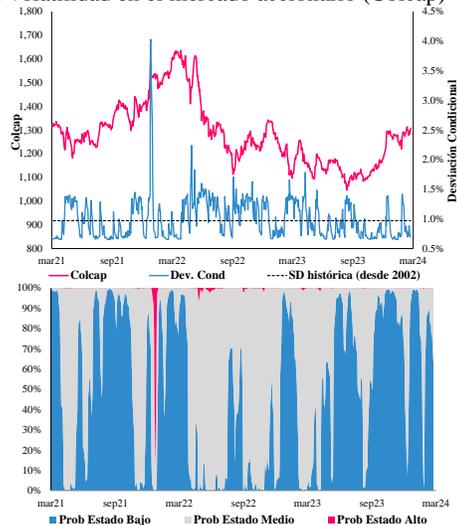
Gráfico A6.2. Volatilidad condicional de las tasas OIS



Fuente y Cálculos: Banrep.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

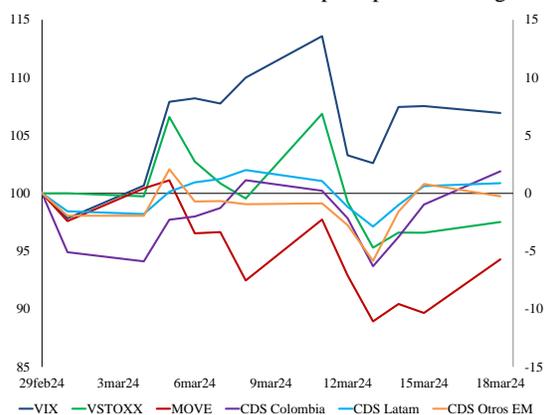
De acuerdo con la EOF, el 52% de los agentes encuestados espera que el EMBI de Colombia aumente (ant: 54%) durante los próximos tres meses, el 37% que se mantenga estable (ant: 25%), mientras que el 11% restante espera que disminuya (ant: 21%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 36% espera que aumente (ant: 37%), un 28% que permanezca sin cambios (ant: 30%) y un 8% que disminuya (ant: 11%)²⁹.

En lo corrido de marzo de 2024, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó y el 18 de marzo el MSCI COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.1).

²⁹ Al 28% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 22%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



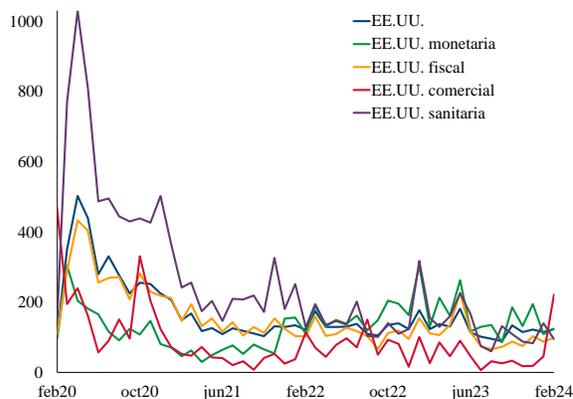
Fuente: Bloomberg. Los CDS se muestran en el eje derecho como cambios en pb.

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*³⁰, el *Vstox*³¹ y el *Move*³², así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) aumentó en EE.UU. al pasar de 115 en enero a 124 en febrero. Asimismo, los indicadores de política comercial (obs: 222; ant: 45), monetaria (obs: 124; ant: 109) y fiscal (obs: 99; ant: 88) aumentaron, mientras que el indicador de política sanitaria (obs: 95; ant:

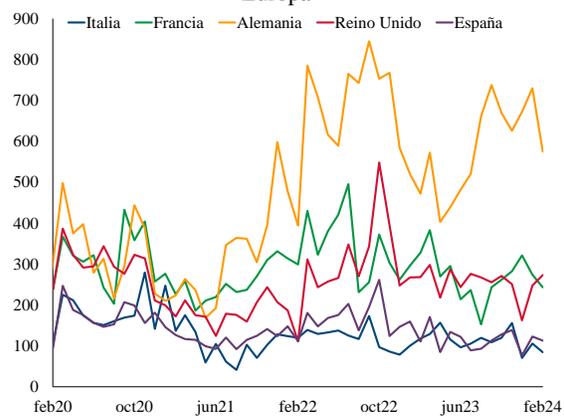
140) disminuyó. Por su parte, en Europa estos indicadores disminuyeron en Alemania (obs: 575; ant: 730), Francia (obs: 243; ant: 274), Italia (obs: 84; ant: 106) y España (obs: 113; ant: 123), mientras que en Reino Unido (obs: 273; ant: 248) aumentó (Gráficos A8.2 y A8.3).

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

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

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

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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación			Esperada a Diciembre 2024		Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Feb. 2024			Esperada a Diciembre 2024		Vigente	Esperada a Diciembre 2024		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2024	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Feb. 24	Mar. 24		Feb. 24	Mar. 24	Esp.	Obs.	Feb. 24	Mar. 24
Colombia	7.68%	7.74%	4.74%	5.38%	5.51%	12.75%	8.00%	8.13%	0.80%	0.30%	1.50%	1.30%
Chile	4.10%	4.50%	1.50%	3.00%	3.50%	7.25%	4.75%	4.50%	0.20%	0.41%	1.70%	1.80%
México	4.42%	4.40%	1.40%	4.00%	4.10%	11.25%	9.16%	9.26%	2.40%	2.46%	2.30%	2.30%
Perú	2.90%	3.29%	1.29%	2.80%	2.80%	6.25%	4.62%	4.64%	-0.40%	-0.40%	2.20%	2.30%
Brasil	4.45%	4.50%	1.50%	3.86%	3.79%	11.25%	9.00%	9.00%	2.20%	2.10%	1.60%	1.80%
Ecuador	n.d.	1.43%	-0.57%	1.90%	1.90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0.37%	1.40%	1.20%
Argentina	282.10%	276.20%	n.d.	226.80%	214.70%	80.00%	72.19%	76.36%	-1.50%	-1.40%	-2.40%	-2.70%
EE.UU.	3.10%	3.20%	1.20%	2.70%	2.80%	5.25% - 5.5%	4.50%	4.55%	3.20%	3.20%	2.00%	2.10%
India	5.04%	5.09%	1.09%	4.80%	4.70%	6.50%	5.85%	5.85%	6.60%	8.36%	6.30%	6.40%
Sudáfrica	5.50%	5.60%	1.10%	5.00%	5.00%	8.25%	7.45%	7.45%	0.90%	1.20%	1.20%	1.20%
China	0.30%	0.70%	-2.30%	1.40%	1.40%	1.80%	1.53%	1.59%	5.30%	5.20%	4.60%	4.60%
Rusia	7.61%	7.69%	3.69%	6.50%	6.50%	16.00%	11.50%	11.50%	5.50%	5.50%	1.70%	1.85%
Turquía	66.00%	67.07%	62.07%	55.65%	55.70%	45.00%	40.25%	40.25%	3.50%	3.97%	2.80%	2.80%
Noruega	4.70%	4.50%	2.80%	3.60%	3.60%	4.50%	3.75%	3.75%	0.10%	0.20%	0.60%	0.60%
Costa Rica	n.d.	-1.13%	-4.13%	2.40%	2.40%	5.75%	4.77%	4.79%	n.d.	5.10%	3.60%	3.70%
El Salvador	n.d.	0.50%	-2.80%	2.10%	2.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.50%	2.00%	1.90%
Guatemala	n.d.	3.30%	-0.70%	3.80%	3.80%	5.00%	3.63%	3.96%	n.d.	3.70%	3.10%	3.20%
Honduras	n.d.	4.50%	-0.50%	4.50%	4.50%	3.00%	3.40%	3.33%	n.d.	4.30%	3.10%	3.20%
Panamá	n.d.	1.50%	-0.08%	1.80%	1.80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	9.00%	3.40%	3.20%
Paraguay	n.d.	2.90%	-1.10%	3.60%	3.60%	6.25%	5.50%	5.38%	n.d.	3.60%	3.70%	3.70%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 19 de marzo.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 19 de marzo.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 11 de marzo.

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

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 4T23, excepto Ecuador, Rusia, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay cuya información corresponde al 3T23.

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