



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

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



Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales

Bogotá, D.C, 30 de septiembre de 2024

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

CONTENIDO

1. ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS	3
1.1. Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas	4
1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana	10
1.3. Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona	16
1.4. Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región 17	
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	19
2.1. Expectativas de TPM	19
2.2. Expectativas de crecimiento económico.....	24
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO.....	25
4. RECUADROS/ANEXOS	27
Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.....	27
Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	33
Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local.....	35
Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	40
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos	42
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS	43
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	44
Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional	45
Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países.....	46

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 se redujo, mientras que las provenientes de encuestas para la inflación total se mantuvieron relativamente estables, y aquellas asociadas a la inflación sin alimentos ni regulados disminuyeron. De acuerdo con los *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) ajustados por primas, las expectativas de inflación cayeron a un año y para periodos superiores estas expectativas continúan dentro del rango de 2% a 4%. En este contexto, la senda de política monetaria implícita en el mercado OIS no presentó cambios importantes y para la reunión de septiembre indica expectativas divididas entre un recorte de 50 pb y uno de 75 pb. Para diciembre de 2024 la TPM se ubicaría en 9,0%, por encima de las expectativas registradas en las encuestas (8,75%). Estas últimas aumentaron de 8,50% a 8,75% durante septiembre. Desde julio, el mayor nivel de la TPM esperada por el mercado frente a las encuestas coincide con un menor nivel del FBEI ajustado frente a las expectativas de inflación de las encuestas (Cuadro 1).

Por su parte, las primas por riesgo inflacionario de corto plazo cayeron, en línea con el dato de inflación de agosto, que se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado. Sin embargo, estas primas se mantienen en niveles elevados, lo cual puede estar asociado con algunos factores destacados por analistas del mercado, como la incertidumbre sobre posibles fenómenos climáticos, ajustes futuros del precio del ACPM, la fluctuación de los precios internacionales de las materias primas, y el ajuste del salario mínimo que regirá en 2025.

Las reducciones de las expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda pública se explican por mayores valorizaciones de los TES en pesos frente a las valorizaciones de los TES denominados en UVR. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el entorno global favorable para la renta fija impulsado por expectativas de mayores recortes de la TPM en EE. UU. A nivel local, los TES en pesos de corto plazo se valorizaron tras la publicación del dato de inflación de agosto, y como consecuencia de las operaciones de manejo de deuda por parte del Ministerio de Hacienda (MHCP). Por su parte, las valorizaciones de los TES de plazos más largos pudieron haber estado contenidas por la mayor percepción de riesgo a nivel local, lo cual pudo estar asociado con la mayor incertidumbre fiscal ante la discusión en el Congreso del presupuesto del Gobierno para 2025, la necesidad expresada por parte del Gobierno de presentar una nueva ley de financiamiento, y la publicación de cifras de recaudo que no cumplieron con las expectativas del mercado.

En ese contexto, los inversionistas extranjeros continuaron vendiendo TES, encabezados por los fondos mutuos, al tiempo que los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora. Por su parte, las entidades públicas continuaron vendiendo en neto durante el periodo.

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		Total				Sin alimentos ni regulados			
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-25	2 años	dic-25	2 años	1 año	2 años	dic-24	1 año	dic-25	2 años	dic-24	1 año	dic-25	2 años
ago-24	5,42%	4,78%	5,74%	4,73%	3,30%	3,22%	4,66%	4,07%	3,19%	3,15%	4,16%	4,08%	5,66%	4,05%	3,81%	3,45%	5,09%	3,91%	3,63%	3,21%
sep-24	5,24%	4,64%	5,39%	4,58%	2,97%	3,19%	4,72%	3,97%	3,17%	3,40%	4,24%	3,86%	5,60%	4,13%	3,83%	3,50%	5,06%	3,84%	3,63%	3,10%
Variación (pb)	-18	-14	-34	-15	-33	-3	7	-10	-3	25	7	-22	-6	8	2	5	-3	-7	0	-11

*La expectativa de encuestas a diciembre de 2024 y 2025 corresponde a un promedio de las encuestas del BanRep, Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citi, 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) se redujo en el corto y mediano plazo, y presentó leves aumentos para el largo plazo. Con información hasta el 23 de septiembre, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR presentó variaciones de -18 puntos básicos (pb), -4 pb y +7 pb para los plazos de uno, cinco y diez años, respectivamente. Así, el 23 de septiembre, el BEI se situó en 5,24% a un año, 4,51% a cinco años y 5,52% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior se dio en un contexto de valorizaciones de los TES, caracterizado por un empinamiento de la curva en pesos y un aplanamiento de la curva en UVR. Al comparar las tasas promedio de lo corrido de septiembre con las tasas promedio de agosto, se observan reducciones para la mayoría de los plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

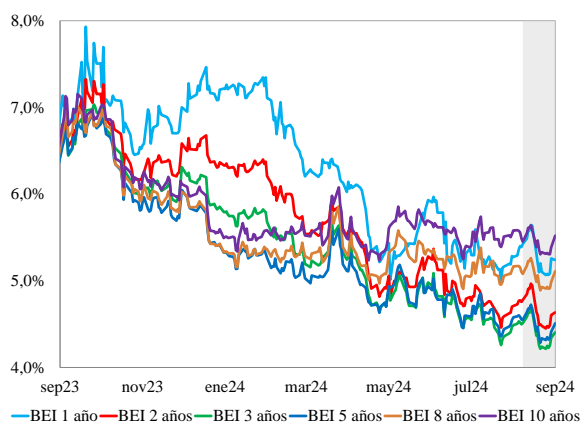
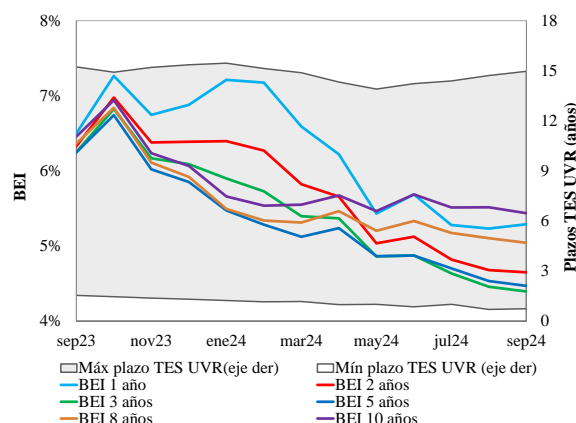


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



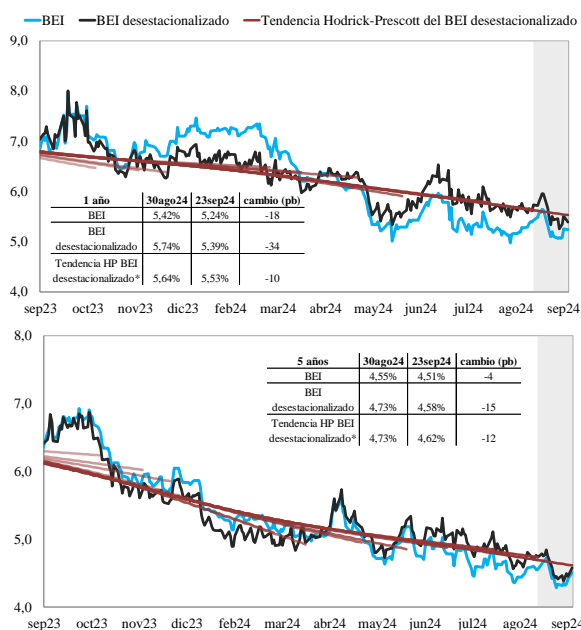
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

		Punto a punto (plazo en años)											
		TES pesos					TES UVR						
		1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
30ago24		8,25%	8,64%	8,99%	9,57%	10,21%	10,53%	2,83%	3,86%	4,48%	5,02%	5,14%	5,08%
23sep24		8,04%	8,44%	8,80%	9,41%	10,08%	10,42%	2,80%	3,81%	4,40%	4,90%	4,97%	4,90%
		Variaciones (pb)											
		-21	-20	-19	-17	-13	-12	-3	-6	-8	-12	-17	-18
Var. BEI		-18	-14	-11	-4	3	7						
BEI		5,24%	4,64%	4,41%	4,51%	5,11%	5,52%						
		Promedios mensuales											
		1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
ago24		8,51%	8,77%	9,04%	9,58%	10,30%	10,70%	3,28%	4,09%	4,58%	5,05%	5,20%	5,18%
sep24*		8,03%	8,45%	8,82%	9,42%	10,08%	10,40%	2,74%	3,80%	4,42%	4,95%	5,04%	4,96%
		Variaciones (pb)											
		-48	-32	-23	-16	-22	-30	-54	-29	-16	-10	-16	-22
Var. BEI		6	-3	-6	-7	-6	-8						
BEI		5,29%	4,65%	4,40%	4,47%	5,04%	5,44%						

*Información disponible al 23 de septiembre de 2024.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

*El dato de la tendencia del 30 de agosto se estimó con datos hasta esa fecha.

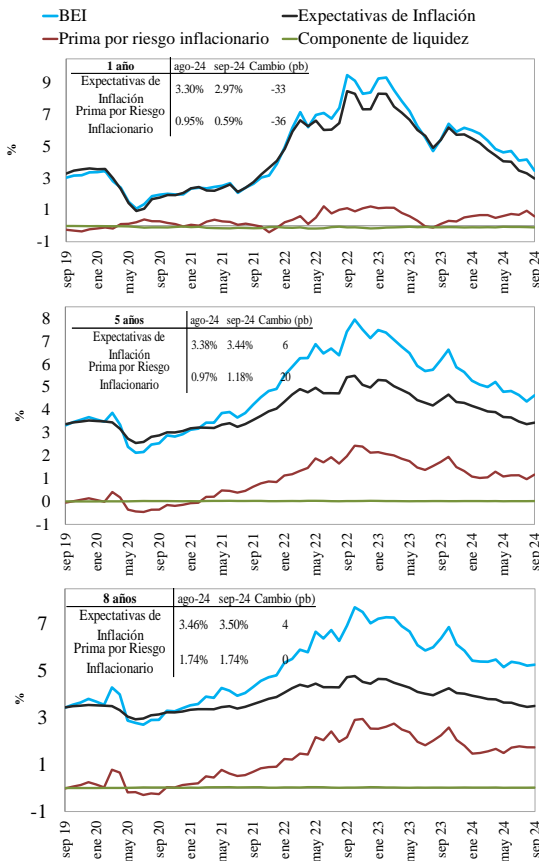
la tendencia también se redujo para los plazos de uno (obs: 5,53%; ant: 5,64%) y cinco años (obs: 4,62%; ant: 4,73%).

El componente de expectativas de inflación del BEI disminuyó en el corto plazo y tuvo ligeros aumentos para los demás plazos. Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI¹ para el periodo analizado, 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 TES UVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 2,97% (ant: 3,30%), 3,44% (ant: 3,38%) y 3,50% (ant: 3,46%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

Al ajustar el BEI por estacionalidad, se confirma la reducción de las expectativas de inflación de corto y mediano plazo. La tendencia de los BEI ajustados estacionalmente también refleja una reducción en esta medida de expectativas de inflación. Con el fin de controlar por la estacionalidad de los TES denominados en UVR a inicio y fin de cada año (durante los primeros y últimos meses de cada año los TES UVR suelen presentar mayores valorizaciones producto de las inflaciones mensuales altas), el Gráfico 3 presenta los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Además, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo que permite observar el ajuste de la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado se redujo a 5,39% para el plazo de un año (ant: 5,74%), y a 4,58% para el plazo de cinco años (ant: 4,73%). Por su parte,

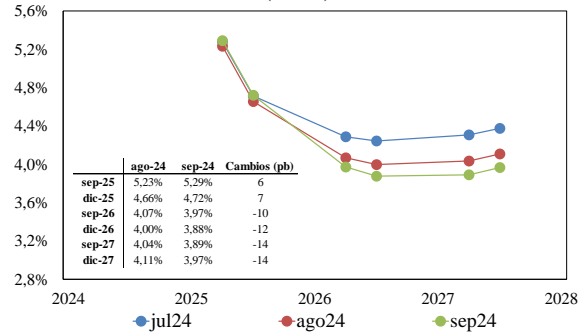
¹ Según Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano", las expectativas de inflación netas de 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.

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



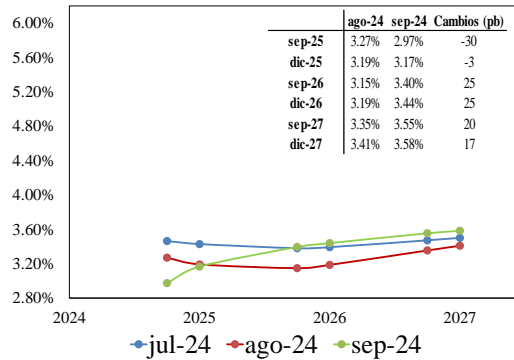
Fuentes: Precia. **Cálculos:** BanRep. La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precio, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 3,46% (ant: 4,17%), 4,63% (ant: 4,36%) y 5,26% (ant: 5,22%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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



Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes del BEI, el cual se estima con base en las tasas cero cupón de TES en pesos y UVR, calculadas por el BanRep.

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



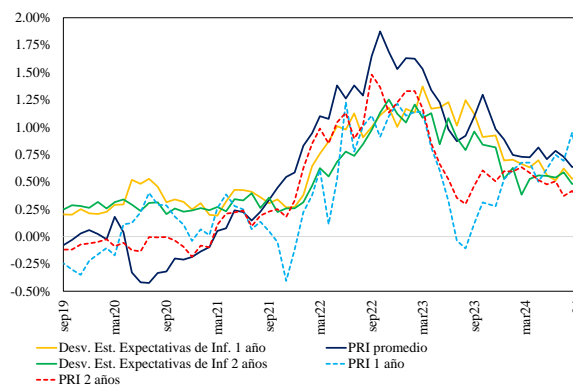
Fuentes: Precia. **Cálculos:** BanRep. La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

De acuerdo con los FBEI ajustados por primas, las expectativas de inflación cayeron a un año y para periodos superiores estas expectativas continúan dentro del rango de 2% a 4%. Para calcular las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como para el final de cada uno de los próximos tres años², y considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para los meses de septiembre y diciembre de 2025, 2026 y 2027 mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) (con datos del 23 de septiembre), las cuales se ubican en 5,29%, 4,72%, 3,97%, 3,88%, 3,89% y 3,97%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 2,97%, 3,17%, 3,40%, 3,44%, 3,55% y 3,58% para los mismos plazos. Estas últimas expectativas se encuentran por debajo del FBEI sin ajuste, toda vez que las primas por riesgo inflacionario son positivas.

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.

Las primas por riesgo inflacionario de corto plazo cayeron, mientras que la desviación estándar de las expectativas de inflación a 1 y 2 años se mantuvo estable, aunque estas medidas siguen ubicándose por encima de su promedio histórico. Las primas por riesgo inflacionario variaron -36 pb, -20 pb, +20 pb y +0 pb para los plazos de 1, 2, 5 y 8 años, y se ubicaron en 0,59%, 0,21%, 1,18% y 1,74%, 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 BanRep, las cuales se ubicaron en 0,55% y 0,50%, respectivamente (ant: 0,53% y 0,48%, Gráfico 6). Los altos niveles de estos indicadores pueden estar asociados con algunos factores destacados por analistas del mercado, como la incertidumbre sobre posibles fenómenos climáticos, ajustes futuros del precio del ACPM, la fluctuación de los precios internacionales de las materias primas, y el ajuste del salario mínimo que regirá en 2025. Además, la reducción de la prima por riesgo inflacionario de corto plazo estuvo en línea con el dato de inflación por debajo de lo esperado⁴.

Gráfico 6. Prima por riesgo inflacionario (PRI) y desviación estándar de las expectativas de inflación



Fuente: Banrep.

La probabilidad de que la expectativa de inflación a un año se ubique por fuera del rango entre 2% y 4% subió en la EME, pero cayó según las expectativas del mercado. Por su parte, la probabilidad de que la expectativa de inflación a dos años se ubique por fuera del rango permaneció estable. Empleando la distribución del BEI ajustado por primas y ajustando una distribución a las respuestas de la EME, se estima que la probabilidad de que las expectativas de inflación a un año se encuentren por fuera del rango entre 2% y 4% es del 2,8% (ant: 6,4%) y del 52,5% (ant: 51,2%), respectivamente (Gráfico 7.1). Para las expectativas a dos años, la probabilidad de que se encuentren por fuera del rango es del 0,2% (ant: 0,0%) y del 7,7% (ant: 7,1%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.2).

Gráfico 7.1. Probabilidad de que las expectativas de inflación a un año se ubiquen por fuera del rango entre 2% y 4%.

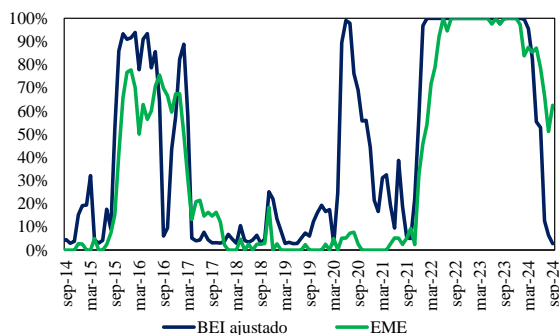
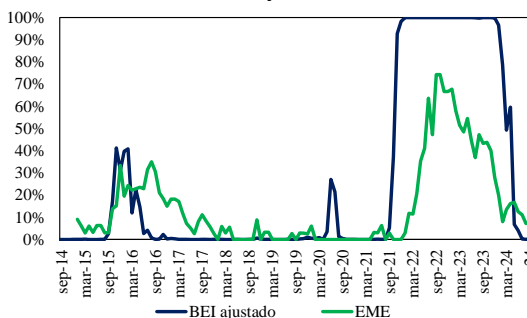


Gráfico 7.2. Probabilidad de que las expectativas de inflación a dos años se ubiquen por fuera del rango entre 2% y 4%.



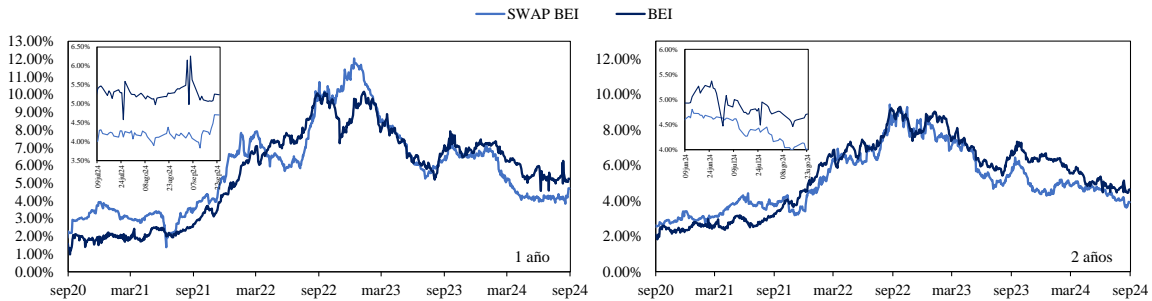
Fuentes: BanRep. Nota: Para más detalle sobre la metodología ver el Anexo 10 del documento Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales de agosto de 2024.

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 Christensen, J & Ruiz, C. (2024) muestran que las primas por riesgo inflacionario en Colombia están influenciadas por factores internacionales. Esto se explica por la mayor participación de inversionistas extranjeros en el mercado de TES en Pesos frente a su participación en el mercado de UVR.

Las expectativas de inflación a un año en los contratos derivados subieron, mientras que las expectativas a dos años continuaron cayendo. Estas métricas siguen ubicándose por debajo del BEI. En el Gráfico 8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁵), en comparación con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, con información hasta el 23 de septiembre, los *swaps* BEI promedio mensual a 1 y 2 años variaron +7 pb y -22 pb, y se ubicaron en 4,24% y 3,49% (ant. 4,16% y 4,08%), respectivamente.

Gráfico 8. BEI y Swap BEI a 1 y 2 años



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁶ (ICEI) se mantuvo en niveles similares a los observados el mes anterior para todos los plazos (Gráficos 9 al 12).

Gráfico 9. ICEI de corto plazo

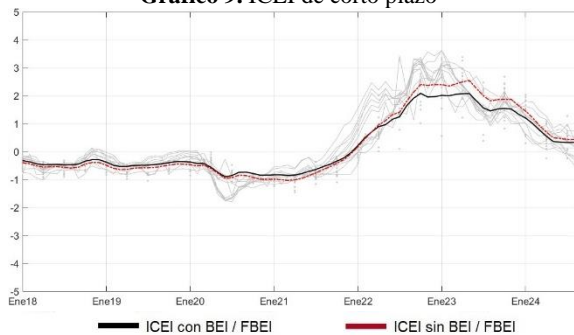


Gráfico 10. ICEI de mediano plazo

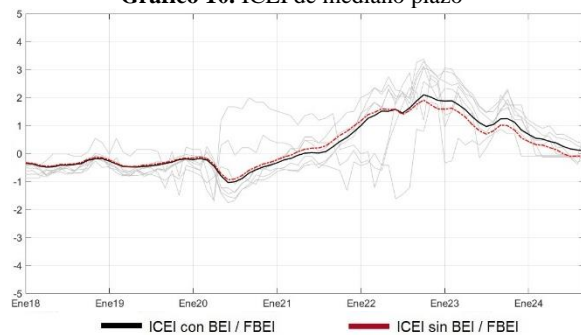


Gráfico 11. ICEI de largo plazo

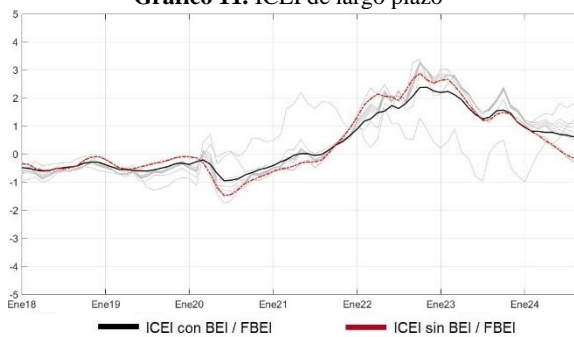
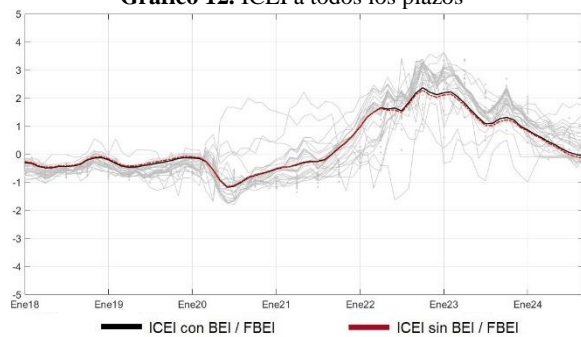


Gráfico 12. ICEI a todos los plazos



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.

⁵ 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.

⁶ 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.

Las expectativas de inflación total se mantuvieron relativamente estables, pese al aumento observado a doce meses, mientras que las de inflación básica presentaron un comportamiento mixto. El promedio de las encuestas de expectativas de inflación total se mantuvo relativamente estable para finales de 2024 (obs: 5,66%; ant: 5,69%), 2025⁷ (obs: 3,81%; ant: 3,81%) y a 24 meses (obs: 3,50%; ant: 3,45%), pero aumentó a 12 meses (obs: 4,13%; ant: 4,05%). Por otro lado, la última EME del BanRep mostró que los analistas redujeron su perspectiva sobre la inflación básica (sin alimentos, y sin alimentos ni regulados -SAR-) para el cierre de 2024 y a 24 meses, mientras que para finales del 2025 y a 24 meses el comportamiento fue mixto (Gráficos 13 al 16).

Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2024

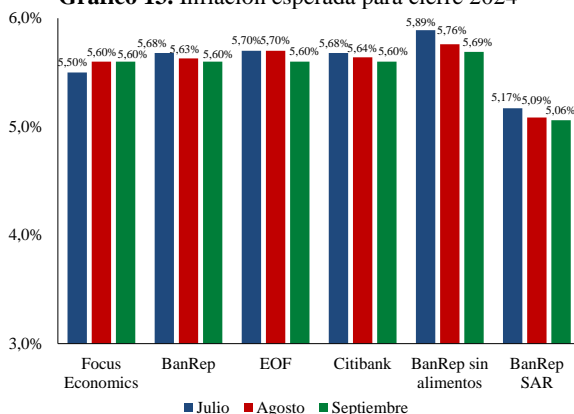


Gráfico 14. Inflación esperada para cierre 2025

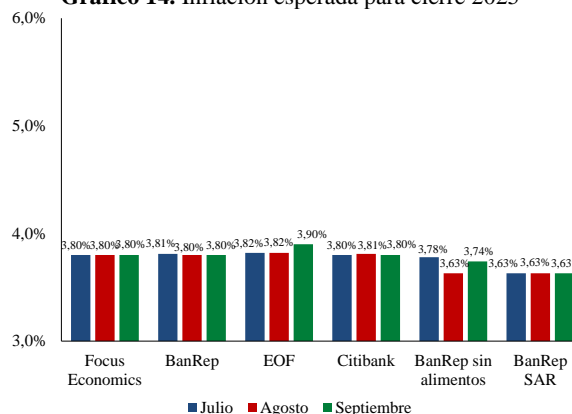


Gráfico 15. Inflación esperada a 12 meses

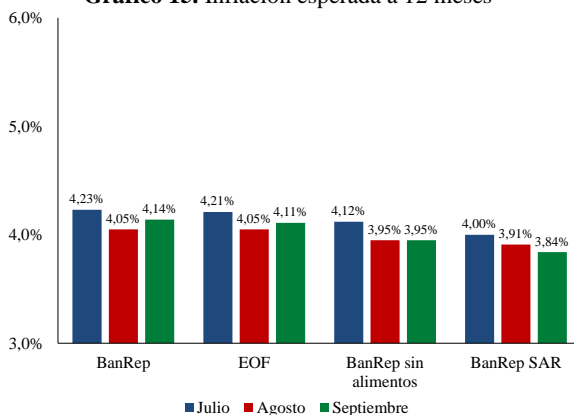
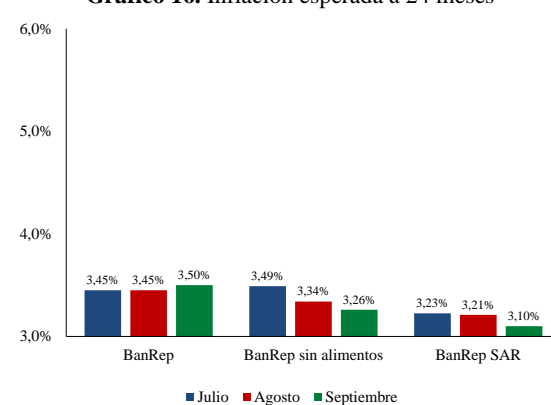


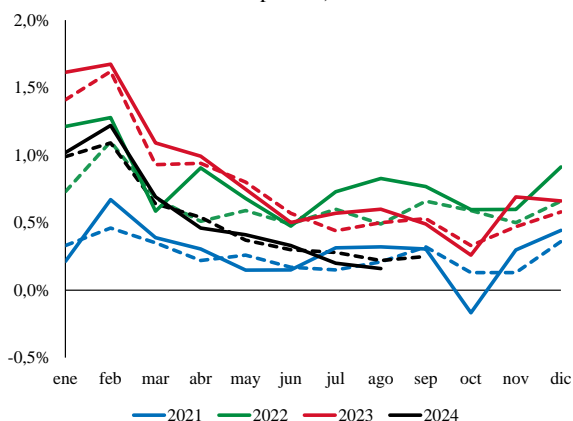
Gráfico 16. Inflación esperada a 24 meses



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citibank. Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 10 de septiembre, con encuestas recolectadas hasta el 9 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de septiembre. La EOF se publicó el 23 de septiembre con datos recolectados entre el 10 y el 16 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 25 de septiembre.

⁷ Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2024 se redujo de 5,64% a 5,60%, mientras que para 2025 aumentó de 3,81% a 3,83%, respectivamente.

Gráfico 17. Inflación mensual sin alimentos (observada vs. esperada)



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

En agosto, la inflación mensual sin alimentos se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado. Para septiembre, la expectativa se ubica por debajo de lo registrado en septiembre de 2022 y 2023, y por tercer mes consecutivo, por debajo de lo registrado en 2021. La inflación sin alimentos se ubicó en 0,16% m/m en agosto, por debajo de lo esperado por los analistas encuestados por Citi (0,22%). Para septiembre, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,25% m/m, por debajo de los niveles de 0,30%, 0,77% y 0,49% registrados en septiembre de 2021, 2022 y 2023, respectivamente (Gráfico 17).

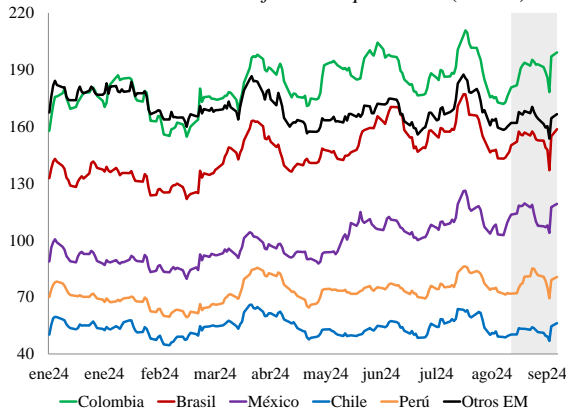
La mayoría de las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros se redujo, mientras que las provenientes de encuestas para la inflación total se mantuvieron relativamente estables, y aquellas asociadas a la inflación sin alimentos ni regulados disminuyeron. Estas reducciones se dieron en un contexto de sorpresa a la baja de la inflación de agosto (obs: 6,12%; esp: 6,36%). En este contexto, las expectativas de inflación que se extraen del FBEI ajustado por primas sugieren por primera vez en tres años que la inflación alcanzaría la meta de inflación del 3% del BanRep durante los próximos doce meses.

La brecha entre las expectativas de inflación de los encuestados y las del mercado de deuda pública continuó ampliándose, de manera que el mercado anticipa una convergencia más rápida a la meta del BanRep. A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 4,13% (ant: 4,05%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 2,97% (ant: 3,27%). A 24 meses, la encuesta del BanRep indica una expectativa de 3,50% (ant: 3,45%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 3,40% (ant: 3,15%)⁸.

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 valorizaciones de los títulos de corto plazo frente a los de los demás tramos. Las valorizaciones de los demás tramos pudieron estar contenidas por la mayor percepción de riesgo local, como se evidencia en el mayor aumento del CDS de Colombia frente a sus pares. Estas valorizaciones estuvieron en línea con un entorno global favorable para la renta fija, el cual estuvo asociado con las expectativas de mayores recortes de la TPM en EE. UU. A nivel local, los TES en pesos de corto plazo se valorizaron tras la publicación del dato de inflación de agosto (6,12%), que se ubicó por

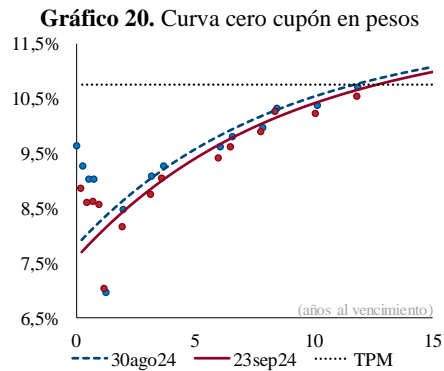
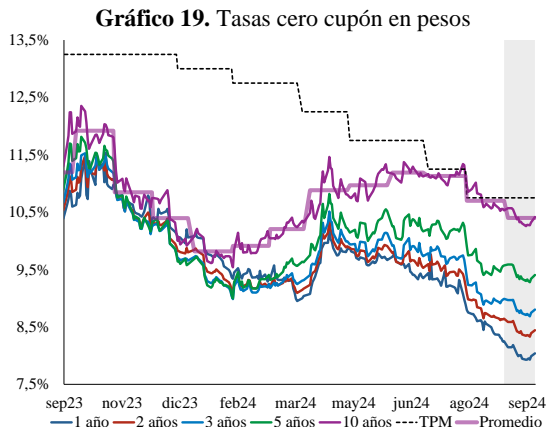
Gráfico 18. Credit Default Swaps Latam (5 años)



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.

⁸ A diciembre de 2025, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,83% (ant: 3,81%), mientras que el FBEI a 2025 neto de primas se ubica en 3,17% (ant: 3,19%) para el mismo plazo.

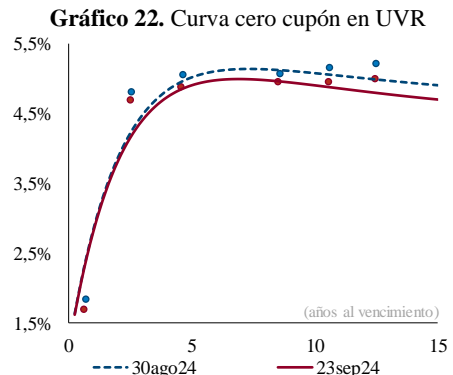
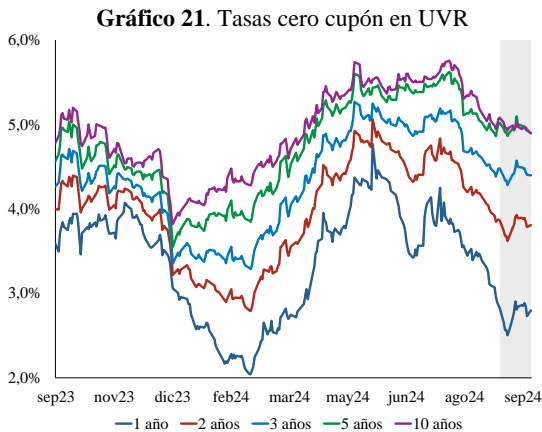
debajo de lo esperado por el mercado (6,36%), y como consecuencia de las operaciones de manejo de deuda por parte del Ministerio de Hacienda (MHCP). Por su parte, las valorizaciones de los TES de plazos más largos pudieron haber estado contenidas por la mayor percepción de riesgo a nivel local frente a lo observado en los demás países de la región⁹ (Gráfico 18). Lo anterior pudo estar asociado con la mayor incertidumbre fiscal ante la discusión en el Congreso del presupuesto del Gobierno para 2025 y de la propuesta de ley de financiamiento, y la publicación de cifras de recaudo que no cumplieron con las expectativas del mercado¹⁰. A lo anterior pudo sumarse: *i*) la incertidumbre en el frente energético ante los continuos atentados a la infraestructura petrolera y la suspensión del proyecto de exploración de gas Uchuva-2 en el mar Caribe; y *ii*) la liquidación de títulos por parte de inversionistas extranjeros, la cual pudo estar asociada con la inclusión gradual de India en el índice GBI-EM *Global Diversified* y con el menor apetito por riesgo a nivel internacional (Gráficos 19 y 20).



Plazo (años)	2	3	5	10
Cambio (pb)	-20	-19	-17	-12

Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep. Notas: *i*) 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; *ii*) la línea detrás de la serie morada corresponde al promedio mensual de la tasa de diez años.

La curva de TES denominados en UVR se aplanó, debido a mayores valorizaciones de los títulos de largo plazo frente a los de los demás tramos. Estas valorizaciones estuvieron en línea con lo observado en el mercado de TES en pesos y con el contexto internacional favorable para la renta fija (Gráficos 21 y 22).



Plazo (años)	2	3	5	10
Cambio (pb)	-6	-8	-12	-18

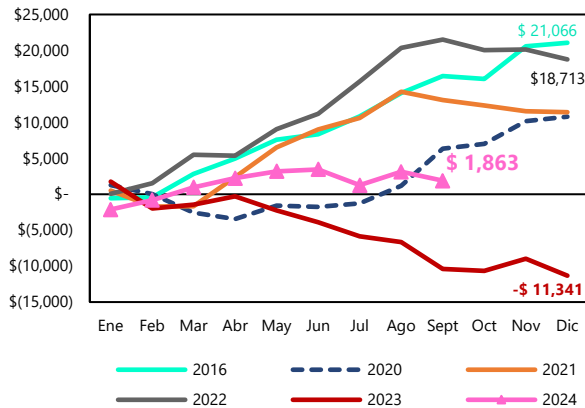
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

⁹ Durante este periodo el CDS a cinco años aumentó 18 pb en Colombia, 9 pb en Perú, 8 pb en Brasil, y 6 pb en México y Chile. En otros países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) aumentó 5 pb.

¹⁰ En adición a esto, el 17 de septiembre el director de Crédito Público aseguró que el país se encontraba en alto riesgo de default dado que la continua falta de quorum en la Comisión Interparlamentaria de Crédito Público ha imposibilitado la suscripción de contratos de banca multilateral.

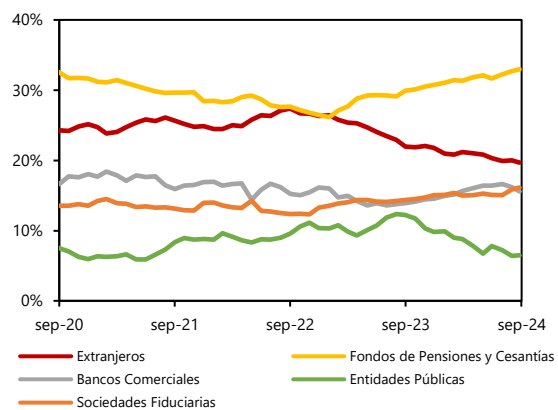
A diferencia de lo ocurrido en agosto, los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas de TES denominados en pesos por COP 1 billón (b), concentradas en el tramo largo de la curva (COP 541 miles de millones -mm-)¹¹. Asimismo, en TES denominados en UVR vendieron en neto COP 334 mm en el mercado de contado, concentrados en el tramo largo (COP 396 mm). Así, acumulan compras netas por COP 1,9 b en lo corrido de 2024 en el mercado de contado de TES (Gráfico 23), y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES (20% del total de TES en circulación, Gráfico 24).

Gráfico 23. Flujos netos de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)



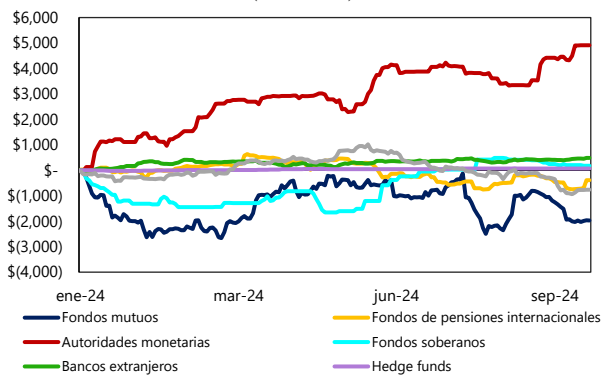
Fuente: BanRep.
Nota: Se incorpora los últimos 4 años y se agregan los flujos de 2016 por ser un periodo de referencia de un monto importante de compras.

Gráfico 24. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencia del Fonpet (% del total)



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, así como la posterior transferencia del 25% de ese portafolio del Ministerio de Hacienda a Fiduprevisora en diciembre 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.

Gráfico 25. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros por tipo de agente en el mercado de contado de TES (COP mm)



Fuente: BanRep.

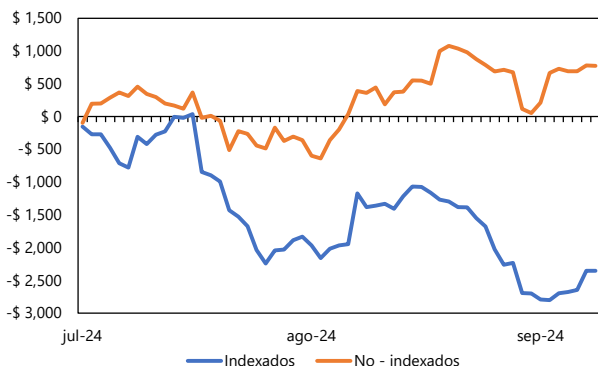
autoridades monetarias, con compras de COP 4,9 b.

Desde la última reunión de la JDBR, los fondos mutuos y los no-clasificados encabezaron las ventas realizadas por inversionistas extranjeros, mientras que las autoridades monetarias compensaron parcialmente esta tendencia. En el acumulado del año, continúa observándose una recomposición hacia estas últimas entidades (Gráfico 25). En lo corrido de septiembre, los fondos mutuos y los no-clasificados realizaron ventas netas por COP 997 mm, y COP 513 mm, respectivamente¹². Por su parte, las autoridades monetarias compraron en neto COP 555 mm durante este período. En el acumulado del año, continúa observándose una recomposición hacia las

¹¹ En TES denominados en pesos del tramo corto y medio realizaron ventas netas por COP 406 mm y COP 69 mm, respectivamente.

¹² Con información al 23 de septiembre, desde la última reunión de la JDBR los endowment funds, fondos de pensiones internacionales, fondos soberanos, compañías de seguros, organizaciones multilaterales y bancos extranjeros han presentado flujos netos por COP -175 mm, COP -130 mm, COP -122 mm, COP -32 mm, COP -20 mm y COP 69 mm, respectivamente.

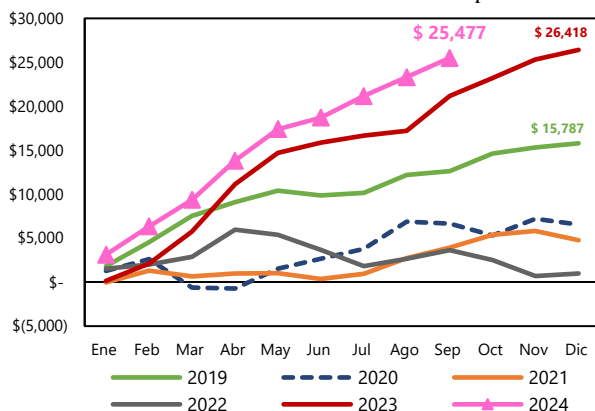
Gráfico 26. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros (No) indexados en el mercado de contado de TES (COP mm)



Fuente: BanRep.

Los inversionistas extranjeros con una mayor propensión a estar indexados¹³ al índice *GBI-EM Global Diversified*¹⁴ lideraron las ventas desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 26). Estos agentes realizaron ventas netas por COP 973 mm, superando las de los inversionistas no-indexados (COP 262 mm). En el contexto de la disminución de la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM por la inclusión de India¹⁵, se espera que los flujos de los inversionistas indexados enfrenen una presión a la baja, ya que estos deben rebalancear sus portafolios para ajustarse al nuevo peso de Colombia¹⁶.

Gráfico 27. Flujos netos de los fondos de pensiones locales en el mercado de contado de TES acumulados por año



Fuente: BanRep.

Los fondos de pensiones locales, por su parte, continuaron con su tendencia compradora en septiembre y fueron los mayores demandantes de TES en pesos durante el período (COP 2,5 b), principalmente en el tramo largo de la curva (COP 3,6 b)¹⁷ (Gráfico 27). Por el contrario, en TES en UVR vendieron en neto COP 152 mm, principalmente en referencias del tramo medio de la curva (COP 500 mm). Así, se mantienen como los principales tenedores de TES (33% del total de TES en circulación, ver Anexo 3)

denominados en pesos desde la última reunión de la JDBR, siendo los segundos mayores vendedores en este mercado por detrás de los bancos comerciales¹⁸. Durante septiembre, las entidades públicas realizaron ventas por COP 1,3 b en TES en pesos, principalmente en el tramo largo de la curva (COP 1,6 b), mientras que en los tramos corto y medio realizaron flujos netos por COP 576 mm y COP -266 mm, respectivamente. Durante este mismo periodo, compraron en neto COP 185 mm, COP -100 mm y COP 4 mm, en los tramos corto, medio y largo de la curva de TES en UVR, en su orden.

Las entidades públicas continuaron realizando ventas netas de TES

¹³ La clasificación se basa en un documento de investigación en desarrollo, elaborado por Oscar Botero, Andrés Murcia y Mauricio Villamizar, en el cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

¹⁴ Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes. Este índice basa sus cotizaciones en el valor de mercado de los títulos incluidos en la canasta, por lo tanto, las ponderaciones de los emisores incluidos no son constantes a través del tiempo

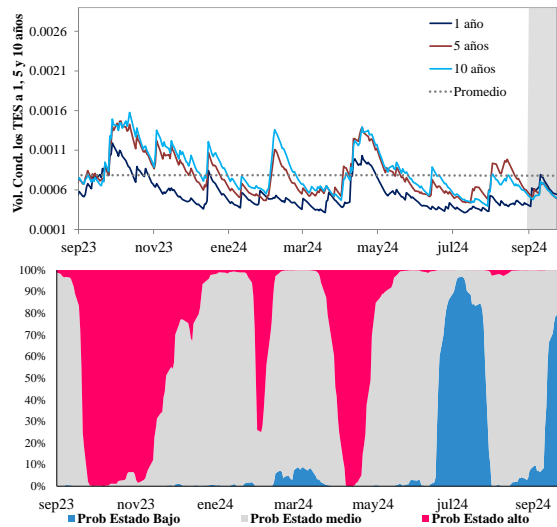
¹⁵ Según JP Morgan, la inclusión de India en el índice GBI-EM se realizará con incrementos uniformes de 1% cada mes, desde junio de 2024 hasta llegar a un techo de 10% en marzo de 2025.

¹⁶ En agosto, la ponderación de India subió de 2,00% a 3,00%, mientras que la de Colombia pasó de 4,42% a 4,19%.

¹⁷ Estos agentes realizaron ventas netas en los tramos medio y corto de la curva en pesos por COP 1,2 b y COP 1 mm, respectivamente.

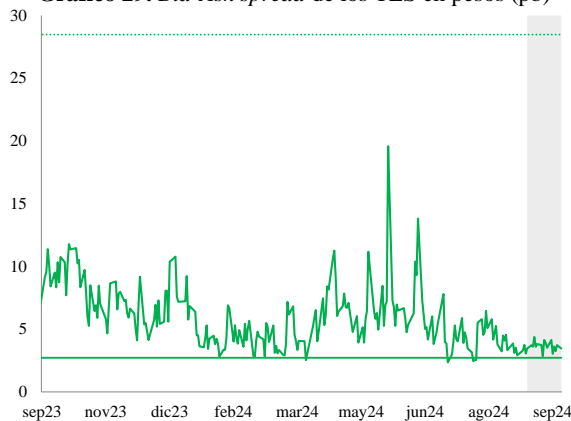
¹⁸ Los bancos comerciales vendieron en neto TES en pesos por COP 2,1 b desde la última reunión de la JDBR. En particular, realizaron flujos netos por COP -3,7 b, COP 823 mm y COP 777 mm en los tramos corto, medio y largo de la curva, respectivamente.

Gráfico 28. 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.

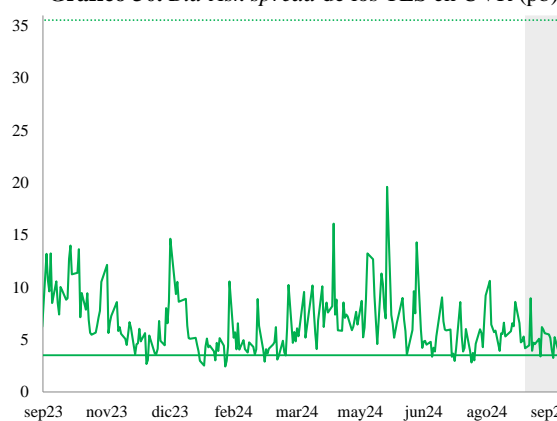
Gráfico 29. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)



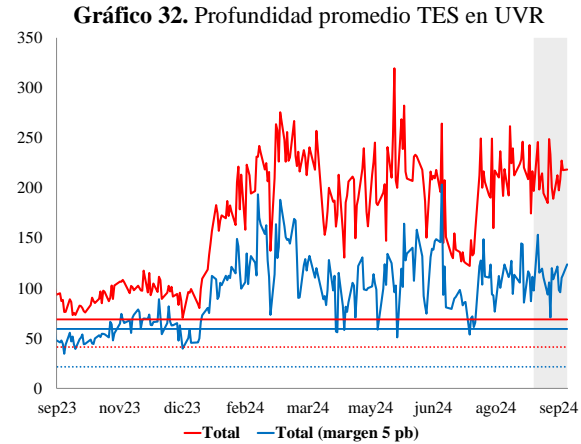
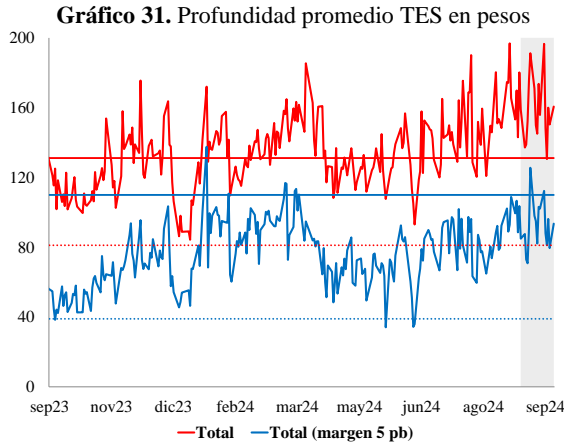
Fuente y Cálculos: BanRep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A 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 se ubicó con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad bajo (Gráfico 28), al tiempo que la liquidez presentó un desempeño mixto frente a lo observado en agosto. Respecto a los indicadores de liquidez, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio de los TES en pesos y UVR se ubicó por debajo del observado en agosto. Por su parte, la profundidad promedio de estos títulos se mantuvo relativamente estable en ambos casos¹⁹ (Anexo 2 – Gráficos 29 al 32).

Gráfico 30. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)

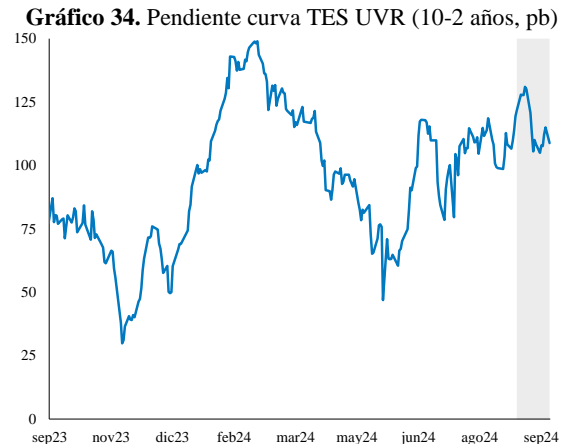
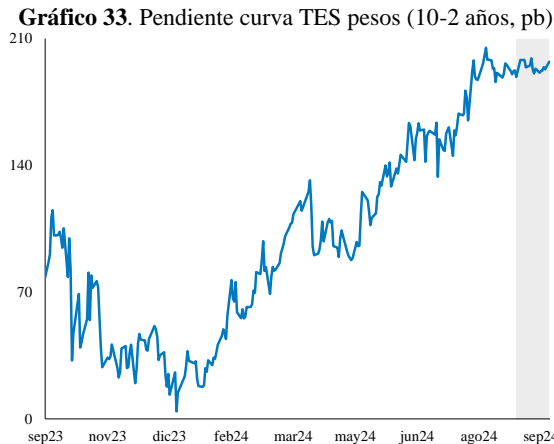


¹⁹ Al 23 de septiembre, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 3,7 pb para los TES en pesos y 5,0 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 4,0 pb y 6,2 pb observados durante agosto, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de COP 157,4 mm a COP 158,6 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR se redujo de COP 216,4 mm a COP 212,8 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).



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

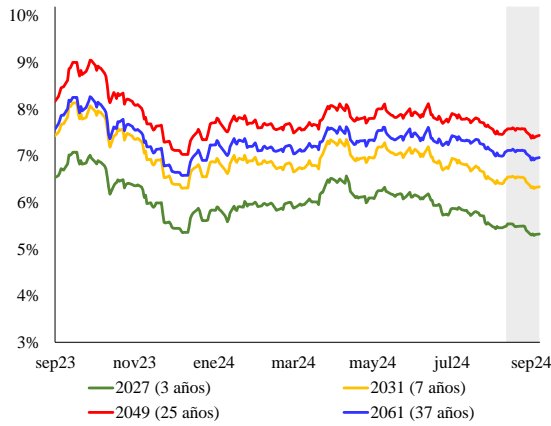
La curva de los TES pesos se empinó, mientras que la de los TES UVR se aplanó. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años aumentó 8 pb, alcanzando un nivel de 197 pb en la curva de TES pesos, mientras que se redujo 13 pb, hasta un nivel de 109 pb, para la curva de TES UVR (Gráficos 33 y 34).



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

Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se valorizaron, y la diferencia de sus tasas con las de los títulos locales permaneció estable. Desde el 30 de agosto, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 7, 25 y 37 años presentaron variaciones de -22 pb, -21 pb, -14 pb y -15 pb, respectivamente (Gráfico 35). En ese período, el margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) se mantuvo estable, con una variación de 2 pb, debido a que tanto los títulos locales como los externos se valorizaron en magnitudes similares (Gráfico 36).

Gráfico 35. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

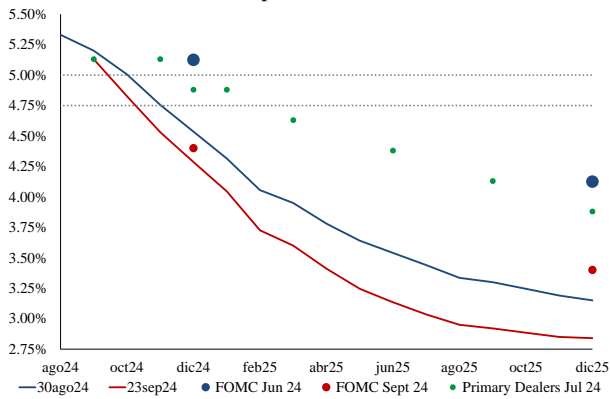
Gráfico 36. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

Gráfico 37. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

Durante septiembre, las expectativas del mercado de futuros sobre la tasa de los Fondos Federales continuaron disminuyendo. El mercado anticipa que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) recortará la tasa en 75 pb en lo que resta de 2024, adicionales al recorte de 50 pb de su reunión de septiembre. A mediano plazo, se esperan mayores recortes frente a lo que se descontaba el mes pasado. Estas expectativas se vieron soportadas por la publicación de algunas cifras de actividad económica y del mercado laboral que sorprendieron a la baja al mercado en

EE.UU. (Ver sección 1.4.). Así, el mercado espera recortes adicionales de 75 pb en las próximas dos reuniones del FOMC²⁰, para cerrar 2024 con un rango de la tasa de los Fondos Federales entre 4,00% y 4,25%. Además, para 2025 se descuentan recortes por 150 pb (ant: 125 pb). Estas proyecciones del mercado se ubican 25 pb y 75 pb por debajo de las proyecciones del FOMC publicadas en septiembre para los cierres de 2024 y 2025, respectivamente (Gráfico 37).

En esta misma línea, el CME²¹ muestra que el mercado descuenta con mayor probabilidad escenarios de menores tasas, siendo el rango más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre de 2024 aquel consistente con recortes por 75 pb en lo que resta del año. Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de año se ubicó en el rango entre 4,00% y 4,25% (probabilidad del 50%) durante septiembre (Cuadro 3).

²⁰ Para la reunión de octubre del FOMC, el rango más probable de tasas de los Fondos Federales es consistente con un recorte de 50 pb, ubicándose entre 4,25% y 4,50% (probabilidad de 53%). Por su parte, para la reunión de diciembre, el rango más probable de tasas de los Fondos Federales es consistente con un recorte de 25 pb, ubicándose entre 4,00% y 4,25% (probabilidad de 50%).

²¹ Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.

Cuadro 3. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2024

	3,50%-3,75%	3,75%-4,00%	4,00%-4,25%	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%
30ago24	0%	3%	22%	45%	30%
23sep24	0%	27%	50%	23%	0%

Fuente: CME.

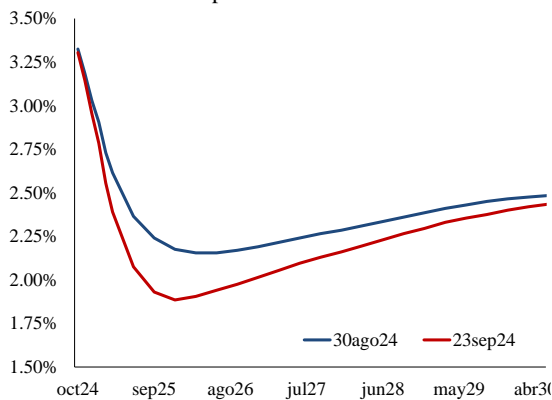
En su reunión del 17 y 18 de septiembre, el FOMC redujo la tasa objetivo de los Fondos Federales en 50 pb a un rango entre 4,75% y 5,00% y actualizó sus proyecciones económicas. Frente a sus estimaciones de junio, se observó un incremento en las perspectivas de desempleo, junto con una reducción en sus proyecciones de inflación, crecimiento económico y de la tasa de los Fondos Federales (Cuadro 4).

Cuadro 4. Mediana de las proyecciones del FOMC (septiembre de 2024)

		Tasa de crecimiento económico	Tasa de desempleo	Inflación PCE	Inflación PCE núcleo	Tasa de los Fondos Federales
2024	jun-24	2,1%	4,0%	2,6%	2,8%	5,1%
	sep-24	2,0% ▼	4,4% ▲	2,3% ▼	2,6% ▼	4,4% ▼
2025	jun-24	2,0%	4,2%	2,3%	2,3%	4,1%
	sep-24	2,0% ▬	4,4% ▲	2,1% ▼	2,2% ▼	3,4% ▼
2026	jun-24	2,0%	4,1%	2,0%	2,0%	3,1%
	sep-24	2,0% ▬	4,3% ▲	2,0% ▬	2,0% ▬	2,9% ▼
Largo Plazo	jun-24	1,8%	4,2%	2,0%	-	2,8%
	sep-24	1,8% ▬	4,2% ▬	2,0% ▬	-	2,9% ▲

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 38. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

En Europa, el mercado anticipa dos recortes adicionales de 25 pb cada uno durante 2024 (Gráfico 38, Anexo 5). Además, los futuros de la tasa Euribor descuentan una senda de política monetaria de mediano plazo menos contractiva que en agosto, con recortes acumulados por 125 pb durante 2025.

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

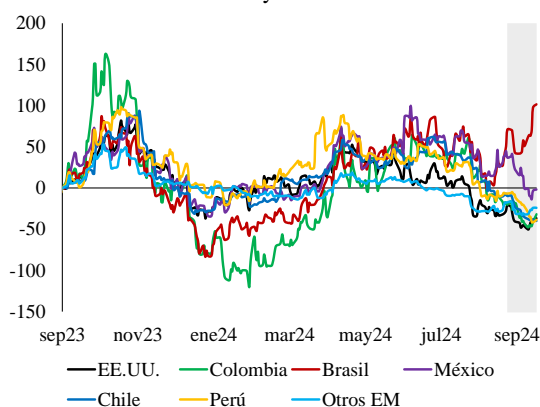
La curva de Tesoros de EE. UU. se empinó ante mayores valorizaciones de los títulos del tramo corto frente a los demás tramos. Este comportamiento estuvo en línea con unas menores expectativas de política monetaria ante la publicación de cifras del mercado laboral²² y de actividad

²² De acuerdo con el reporte del mercado laboral de agosto: *i*) las nóminas no agrícolas (142 mil) se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado (165 mil); y *ii*) se revisaron a la baja las nóminas no agrícolas de julio de 114 mil a 89 mil. Adicionalmente, el informe JOLTS mostró que las ofertas de empleo de julio (7,7 m) se ubicaron por debajo de lo registrado en junio (7,9 m) y de lo esperado por el mercado (8,1 m), mientras que el informe ADP mostró que las nóminas privadas crecieron en agosto (99 mil) por debajo de lo observado en julio (111 mil) y de lo esperado por el mercado (145 mil).

económica²³ que sorprendieron a la baja al mercado, y algunos comentarios de miembros de la Reserva Federal (FED), los cuales fueron calificados como *dovish* por el mercado²⁴. Lo anterior soportó la decisión de esta entidad de recortar el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales en 50 bp, mientras que el mercado esperaba a inicios del mes un recorte de 25 pb.

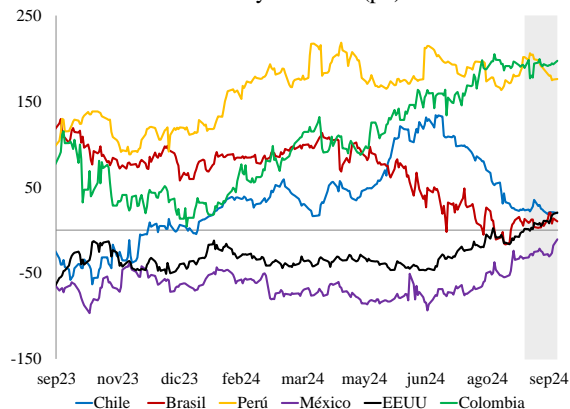
La mayoría de los títulos de deuda pública de la región también presentó valorizaciones. De manera análoga a lo observado en el caso de Colombia, la mayoría de los títulos de deuda pública de la región se valorizó durante la mayor parte del mes, en línea con el desempeño de los Tesoros de EE. UU. En el caso de México y Chile, las valorizaciones de los títulos de corto plazo también se explicaron por las expectativas de una senda de política monetaria menos contractiva en estos países, tras la publicación de cifras de inflación favorables y de las minutas del Banco Central de Chile, que fueron interpretadas como *dovish* por el mercado²⁵. Por el contrario, el comunicado que acompañó la decisión del Banco Central de Reserva del Perú fue percibido como menos *dovish* de lo esperado por el mercado²⁶, lo que limitó las ganancias de los títulos de corto plazo en ese país. Por último, los títulos brasileños presentaron desvalorizaciones importantes como consecuencia de: *i*) la expectativa de una senda de política monetaria más contractiva, tras cifras de actividad económica e inflación que sorprendieron al alza al mercado, lo que llevó al Banco Central a aumentar la TPM en 25 pb y a evaluar la posibilidad de incrementos adicionales en sus próximas reuniones; y *ii*) la mayor incertidumbre fiscal luego que el Gobierno redujera el monto total de recursos congelados para el presupuesto de este año, mientras que los inversionistas esperaban mayores recortes del gasto. En este contexto, las pendientes 10 años-2 años aumentaron 20 pb (hasta 20 pb) en EE. UU. y 13 pb (hasta -11 pb) en México, se mantuvieron relativamente estables en Brasil (10 pb) y Chile (20 pb), y disminuyó 15 pb (hasta 176 pb) en Perú (179 pb, Gráficos 39 a 41 y Anexo 4).

Gráfico 39. 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 septiembre de 2023.

Gráfico 40. Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, **Cálculos:** BanRep.

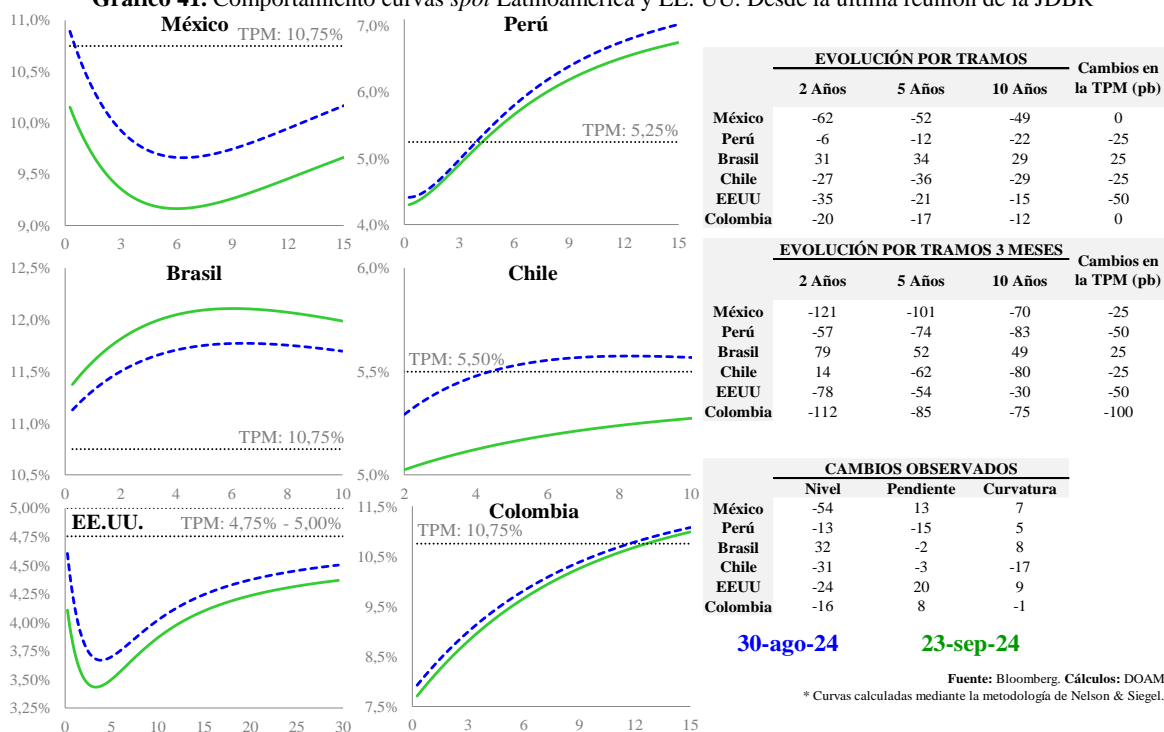
²³ El ISM manufacturero de agosto se ubicó en 47,2 (esp: 47,5; ant: 46,8), mientras que el PMI manufacturero preliminar de septiembre se ubicó en 47,0 (esp: 48,6; ant: 47,9).

²⁴ El viernes 23 de agosto, Jerome Powell realizó un discurso en el simposio de Jackson Hole, donde afirmó que “ha llegado el momento de ajustar la política monetaria”, dejando clara su intención de evitar un mayor enfriamiento del mercado laboral y su mayor confianza en que la inflación está en un camino sostenible de regreso al objetivo de 2%.

²⁵ De la publicación de las minutas de la reunión de septiembre, se destaca que: *i*) se evidencian menores riesgos de “una persistencia inflacionaria en el mediano plazo”; *ii*) la tasa de interés de referencia puede continuar disminuyendo hacia su nivel neutral; y *iii*) dicho descenso sería algo más rápido que lo considerado previamente.

²⁶ De acuerdo con el comunicado, la decisión de bajar la tasa “no necesariamente implica reducciones sucesivas en la tasa de interés. Futuros ajustes en la tasa de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes”.

Gráfico 41. 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 y del mercado de TES en pesos.

2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que los agentes se encuentran divididos entre un recorte de 50 pb y uno de 75 pb para la reunión de septiembre. Según la EME²⁷, la mediana de la tasa esperada es de 10% (desviación estándar de 13 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera²⁸ (EOF), de los 27 agentes encuestados, 14 esperan una reducción de 75 pb, 11 estiman un recorte de 50 pb, y 2 proyectan que la TPM se mantenga inalterada. Por su parte, las 10 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg²⁹ esperan un recorte de 50 pb. Por último, según las encuestas de analistas de mercados financieros de ANIF³⁰ y Citibank³¹, de las 34 entidades encuestadas, el 44% espera y recomienda que la TPM disminuya 50 pb en octubre; un 38% espera y recomienda que disminuya 75 pb; un 9% espera que disminuya 75 pb, pero recomienda que disminuya 50 pb; un 6% espera que disminuya 50 pb, pero recomienda que disminuya 75 pb; y el 3% restante espera que disminuya 75 pb, pero recomienda que disminuya 100 pb. La desviación estándar de estas expectativas se mantuvo estable en 0,12% entre agosto y septiembre (Gráfico 42 y Anexo 1).

Para diciembre de 2024 aumentaron las expectativas de TPM extraídas de encuestas de 8,50% a 8,75%. En el Gráfico 43 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de

²⁷ Datos recolectados entre el 9 y el 11 de septiembre.

²⁸ Publicada el 23 de septiembre con información recolectada entre el 10 y el 16 del mismo mes.

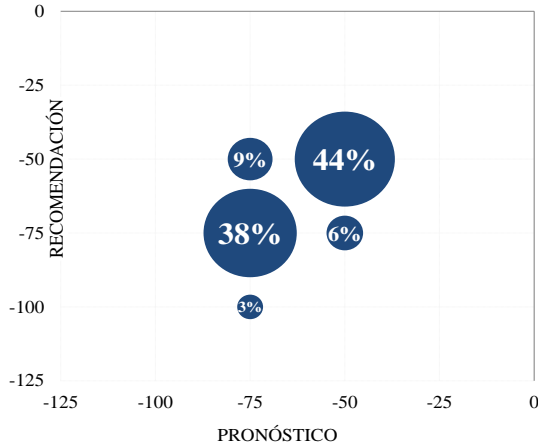
²⁹ Datos actualizados al 25 de septiembre.

³⁰ Publicada el 23 de septiembre.

³¹ Publicada el 25 de septiembre.

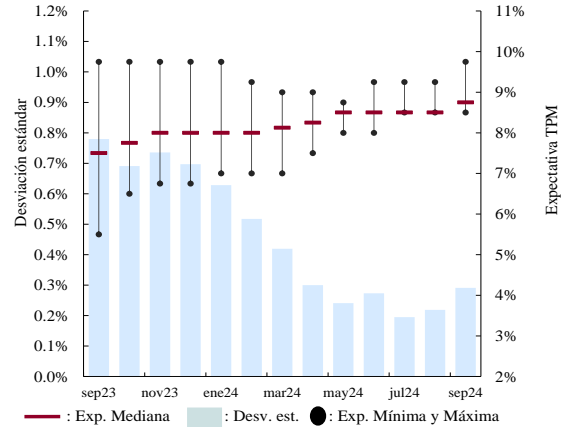
2024 de acuerdo con la encuesta de Citibank, en la cual se observa que entre agosto y septiembre la tasa mediana esperada aumentó de 8,50% a 8,75%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas aumentó de 0,22% a 0,29%.

Gráfico 42. Expectativa de cambio (pb) TPM Para la reunión de septiembre



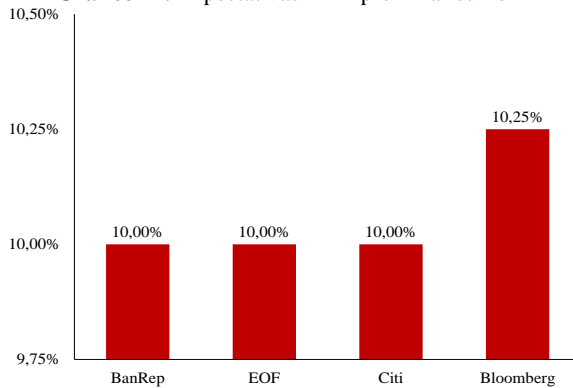
Fuente: ANIF y Citibank.

Gráfico 43. Expectativas TPM para diciembre de 2024



Fuente: Citibank.

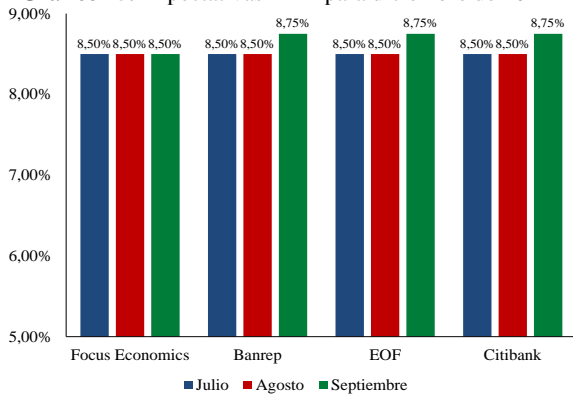
Gráfico 44. Expectativas TPM próxima reunión



Fuente: BanRep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de septiembre. La EOF se publicó el 23 de septiembre con datos recolectados entre el 10 y el 16 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 25 de septiembre. Los datos de Bloomberg se recopilaban hasta el 25 de septiembre.

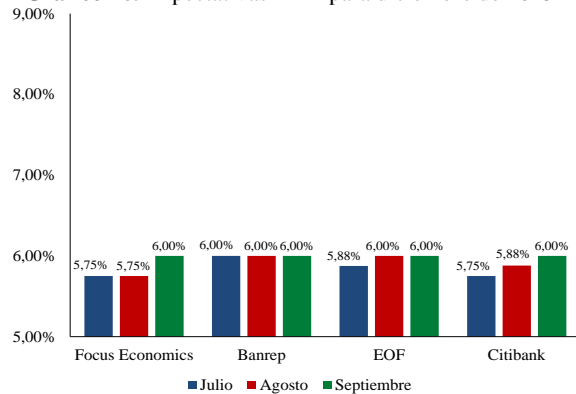
Las encuestas indican expectativas de tasa de política monetaria ligeramente superiores a las registradas en agosto. En los Gráficos 44, 45 y 46 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y para las de diciembre de 2024 y 2025. En estas se observa que: *i*) los agentes están divididos entre un recorte de 50 pb y 75 pb en septiembre; *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 aumentó de 8,50% a 8,69%; y *iii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2025 aumentó de 5,91% a 6,00%.

Gráfico 45. Expectativas TPM para diciembre de 2024



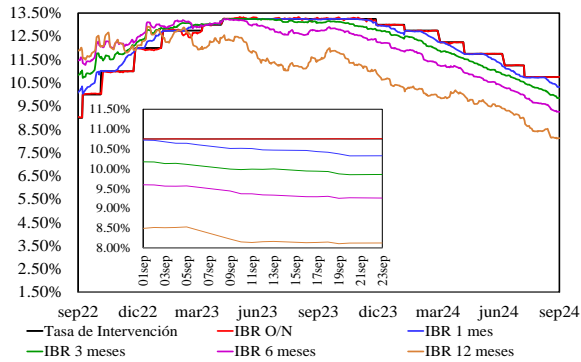
Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 10 de septiembre, con encuestas recolectadas hasta el 9 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de septiembre. La EOF se publicó el 23 de septiembre con datos recolectados entre el 10 y el 16 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 25 de septiembre.

Gráfico 46. Expectativas TPM para diciembre de 2025



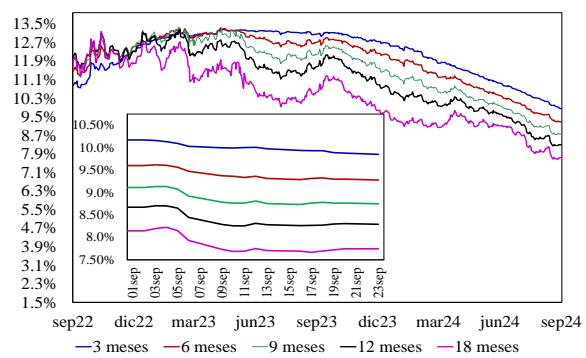
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses cayeron, reflejando las expectativas de que continúen las reducciones de la TPM para las próximas reuniones. Hasta el 23 de septiembre, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, disminuyeron 33 pb, 34 pb, 33 pb, 36 pb, 38 pb y 40 pb, respectivamente (Gráficos 47 y 48).

Gráfico 47. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

Gráfico 48. Tasas OIS



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

Las expectativas del mercado OIS se mantuvieron estables. A principios de mes, el dato de inflación por debajo de lo esperado generó expectativas de mayores recortes de la TPM en 2025. Sin embargo, la incertidumbre en torno al plan de financiamiento condujo a una corrección en estas expectativas. Así, para la reunión de septiembre se espera una reducción de la TPM entre 50 pb y 75 pb, con probabilidades de 51% y 49%, respectivamente. Al cierre de 2024 la TPM se ubicaría en 9,00%. Durante las primeras semanas del mes, las tasas del mercado OIS mostraron presiones a la baja tras la publicación de las cifras de inflación en Colombia, lo que llevó al mercado OIS a descontar con mayor probabilidad una menor TPM a diciembre de 2024 (8,75%). Luego, posiblemente ante la incertidumbre en torno al plan de financiamiento y su impacto en el frente fiscal, las tasas OIS corrigieron de manera que, hacia el final del periodo, las tasas descontaron la misma senda observada el mes anterior. Así, al 23 de septiembre el mercado descuenta con mayor probabilidad una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de septiembre, y durante las últimas reuniones de 2024 anticipa reducciones acumuladas de 125 pb, de manera que en diciembre se espera que la TPM se ubique en 9,00% (anterior: 9,00%, Gráficos 49 y 50).

Gráfico 49. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 23 de septiembre de 2024)

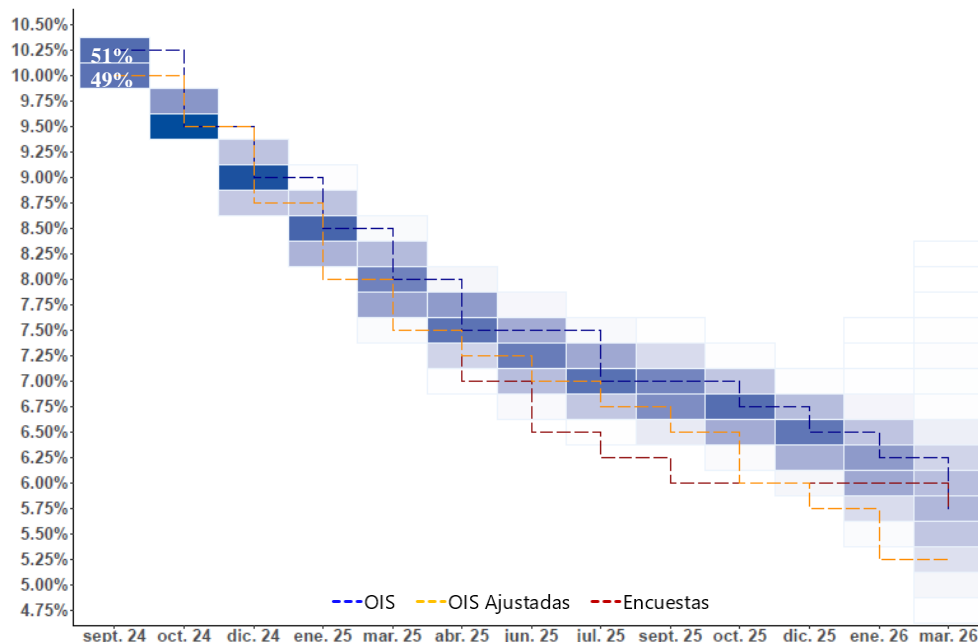


Gráfico 50. Evolución de expectativas TPM – OIS

ene-26					6,25%	6,25%	ene-26	10.75%
dic-25			7,25%	7,25%	6,50%	6,50%	dic-25	10.50%
nov-25							nov-25	10.25%
oct-25		7,25%	7,50%	7,50%	6,75%	6,75%	oct-25	10.00%
sep-25	7,50%	7,75%	7,75%	7,75%			sep-25	9.75%
ago-25							ago-25	9.50%
jul-25	7,75%	8,00%			7,00%	7,00%	jul-25	9.25%
jun-25	8,25%	8,25%	8,25%	8,00%			jun-25	9.00%
may-25							may-25	8.75%
abr-25	8,50%	8,50%	8,50%	8,25%	7,50%	7,50%	abr-25	8.50%
mar-25	8,75%	8,75%	8,75%	8,50%	8,00%	8,00%	mar-25	8.25%
feb-25							feb-25	8.00%
ene-25	9,25%	9,00%	9,00%	8,75%	8,50%	8,50%	ene-25	7.75%
dic-24	9,50%	9,25%	9,25%	9,00%	9,00%	9,00%	dic-24	7.50%
nov-24							nov-24	7.25%
oct-24	9,75%	9,75%	9,75%	9,50%	9,50%	9,50%	oct-24	7.00%
sep-24	10,25%	10,00%	10,25%	10,00%	10,25%	10,25%	sep-24	6.75%
ago-24							ago-24	6.50%
								6.25%

24abr24** 31may24** 24jun24** 25jul24** 23ago24** 23sep24**

Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Los resultados del modelo OIS para las fechas marcadas con ** permiten aumentos o reducciones de hasta 200 pb de la TPM. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo se estima el modelo con tasas hasta 18 meses, para valores superiores a estas maduraciones las tasas OIS presentan cupón.

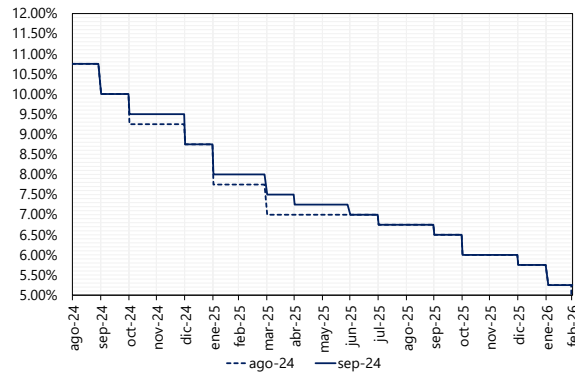
Frente a agosto, las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS también se encuentran divididas entre un recorte de 50 pb y uno de 75 pb para la reunión de septiembre, con probabilidades de 48% y 52%, respectivamente. El Gráfico 51 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de agosto y septiembre. Según esta medida, la expectativa para diciembre de 2024 se ubicó en 8,75% (ant: 8,75%), y para diciembre de 2025 se ubicó en 5,75% (ant: 5,75%).

En los países de la región, las expectativas de TPM para 2024 se han visto influenciadas principalmente por factores idiosincráticos (Gráfico 52). Para las últimas reuniones de 2024, se espera que el Banco Central de Brasil aumente la TPM 125 pb a 12% (ant. 12,00%), mientras que en Chile y México se esperan reducciones de 75 pb y 50 pb de manera que sus TPM se ubicarían en 4,75% (ant. 5,25%) y 10,25% (ant. 10,50%), respectivamente. Las presiones al alza de la TPM en Brasil pueden atribuirse a cifras de IPC y datos de actividad económica mayores a lo anticipado por el mercado³². En Chile, los menores niveles esperados de TPM pueden asociarse con menores riesgos inflacionarios, según las actas de su última decisión de política monetaria. Para México el ajuste en las expectativas estuvo soportado por datos de inflación menores a los esperados³³.

³²A inicios de mes, se publicaron los datos de PIB para el segundo trimestre en los que el crecimiento del PIB t/t estuvo en 1,4% (esp: 0,9%; ant: 0,8%) y el PIB a/a registró 3,3% (esp: 2,7%; ant: 2,5%). Por su parte, las cifras de inflación sorprendieron al mercado, ubicándose en -0,02% m/m (esp: 0,01%; ant: 0,38%) y 4,24% a/a (esp: 4,27%; ant: 4,50%). Adicionalmente, el informe de actividad económica de julio mostró un crecimiento anual de 5,30% y mensual de -0,40%, cuando se esperaban 4,80% y -0,70%, respectivamente.

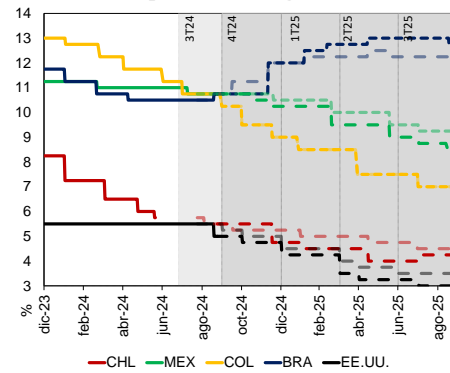
³³La inflación m/m se ubicó en 0,01% (esp: 0,07%; ant: 1,05%), mientras la inflación total a/a registró 4,99% (esp: 5,06%; ant: 5,57%). Por su parte, la inflación núcleo estuvo en línea con lo esperado en 4,0% a/a y 0,22% m/m. La confianza del consumidor aumentó a 47,63 en agosto de un dato en julio de 47,08.

Gráfico 51. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 23 de agosto de 2024 y 23 de septiembre de 2024.

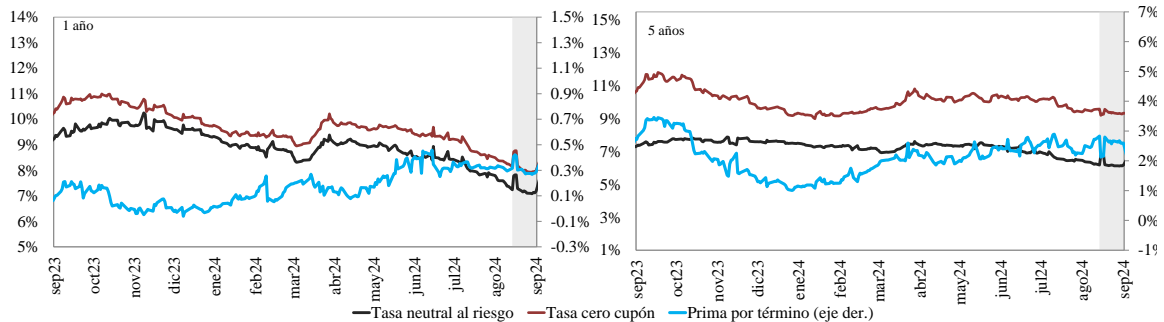
Gráfico 52. Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Citi. **Cálculos** BanRep. **Nota:** Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 23 de septiembre, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 30 de agosto de 2024.

La caída promedio mensual de las tasas de los TES en pesos de corto plazo puede explicarse principalmente por reducciones en las tasas neutras y está en línea con las expectativas de recortes de la TPM para los próximos meses. Por su parte, las primas a término permanecieron relativamente estables. El Gráfico 53 presenta estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo, evaluando 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 mensual cayeron 42 pb y 13 pb a 1 y 5 años respectivamente, situándose en 7,32% y 6,30%. Estas caídas están en línea con las reducciones de las tasas del mercado OIS. Por su parte, las primas a término variaron 0 pb y 6 pb a 1 y 5 años, respectivamente. La variación marginal de la prima a término a 5 años estuvo en línea con el aumento del CDS de Colombia (Gráfico A4.4).

Gráfico 53. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años

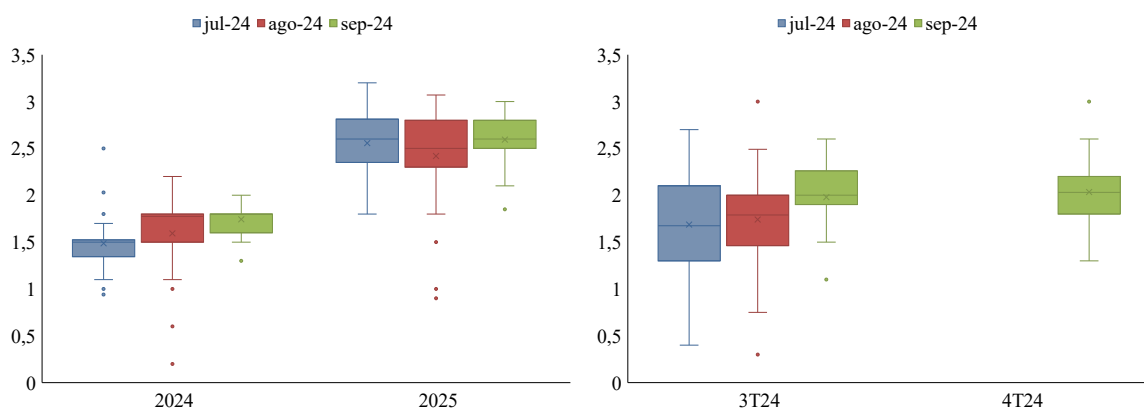


Fuente: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep .

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento mejoraron. De acuerdo con la EOF, los analistas aumentaron su perspectiva de crecimiento para 2024 de 1,78% a 1,80%, para el 3T24 de 1,79% a 2,00%, y para 2025 de 2,50% a 2,60%. Para el 4T24, se estima una tasa de crecimiento del 2,03% (Gráfico 54). Asimismo, los agentes encuestados por Citi aumentaron su perspectiva de crecimiento para 2024 de 1,72% a 1,78%, y la mantuvieron en 2,60% para 2025.

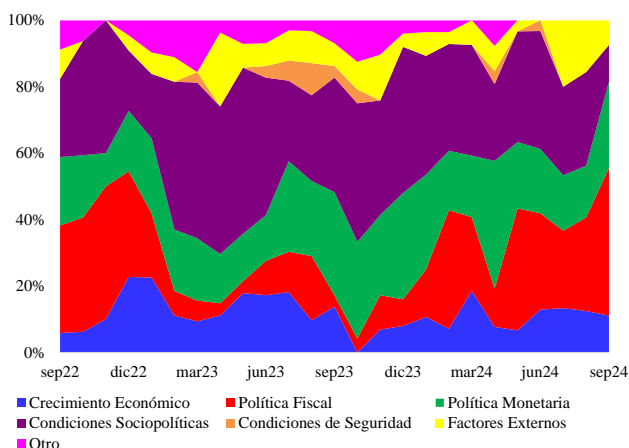
Gráfico 54. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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 prevén 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 43 pb y 30 pb, respectivamente³⁴ (desviaciones estándar de 44 y 40 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se valorice cerca de 3%, mientras que a 12 meses esperan una valorización superior a 8% (desviaciones estándar de 3% y 8%, respectivamente).

Gráfico 55. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

En cuanto a la toma de decisiones de inversión, la política fiscal sigue siendo el factor más relevante. Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: *¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?*, el 44% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 28%, var: 16 pp), el 26% la política monetaria (ant: 16%; var: 10 pp), el 11% las condiciones sociopolíticas (ant: 28%, var: -17 pp), otro 11% el crecimiento económico (ant: 13%; var: -2 pp), y el 7% restante señaló los factores externos (ant: 16%; var: -9 pp; Gráfico 55). Cabe resaltar que, con respecto a la política fiscal, la presentación

del plan de presupuesto para 2025, que requiere una ley de financiamiento por cerca de COP 12 b, ha suscitado cuestionamientos sobre la solidez fiscal. Por otra parte, el Anexo 9 presenta las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

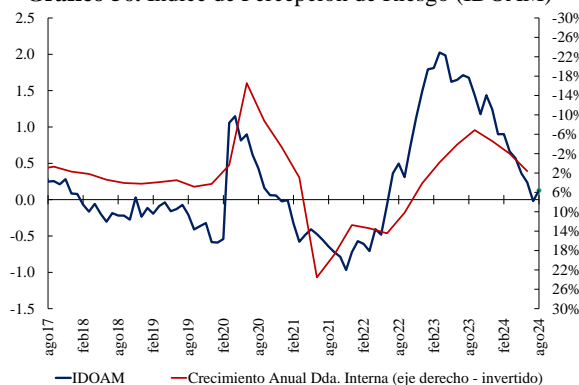
³⁴ Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa mediana esperada por los analistas.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos definitivos de agosto de 2024, el IDOAM aumentó levemente y continúa ubicándose cerca de su promedio histórico. El deterioro de este indicador se da ante aumentos del *spread* de las tasas de la cartera preferencial frente a las tasas de los TES y un repunte de la volatilidad en agosto del mercado accionario y de TES (Gráfico 56).

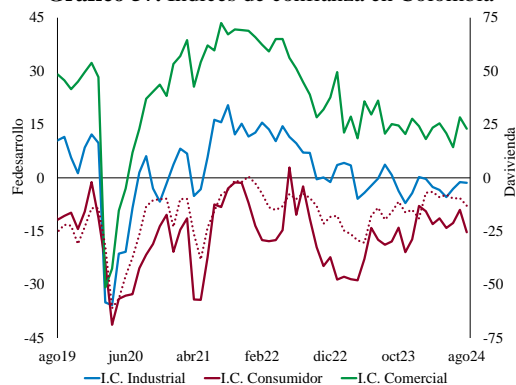
Los indicadores de confianza empresarial y del consumidor disminuyeron en agosto. El indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, se redujo en agosto (obs: -15,3%; ant: -9,0%) como consecuencia del deterioro de la percepción de las condiciones económicas y, en menor medida, de expectativas más desfavorables a doce meses (Gráfico 57). Asimismo, la serie desestacionalizada disminuyó al pasar de -13,4% a -20,1% (Gráfico 58), al igual que la confianza del consumidor estimada por Davivienda (obs: -13,1%; ant: -9,5%). Además, los indicadores de confianza industrial (obs: -1,4%; ant: -1,2%) y comercial (obs: 13,8%; ant: 17,0%) disminuyeron en agosto. El desempeño del primero estuvo explicado por menores expectativas de producción para el próximo trimestre, las cuales fueron parcialmente compensadas por un mayor volumen actual de pedidos y un menor nivel de existencias. Por su parte, el deterioro de la confianza comercial se explicó por menores expectativas de producción para el próximo semestre y un mayor nivel de existencias, lo cual fue parcialmente contrarrestado por una percepción más favorable de la situación económica.

Gráfico 56. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



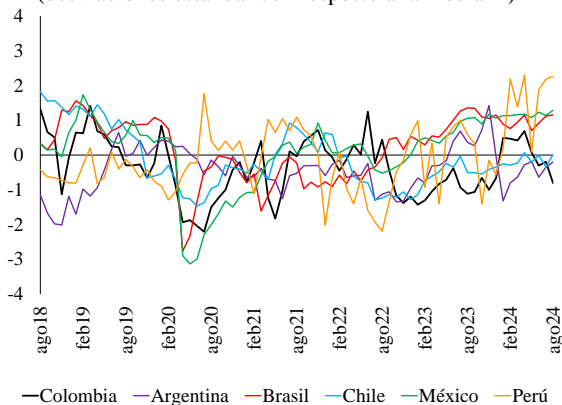
Fuentes: BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. Nota: La volatilidad se calcula con un modelo GARCH(1,1).

Gráfico 57. Índices de confianza en Colombia



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

Gráfico 58. Índices de confianza de Latinoamérica* (desviaciones estándar con respecto a la media**)



Fuentes: INEGI³⁵, FGV³⁶, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO. Cálculos: BanRep. *Series desestacionalizadas. Información mensual. ** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

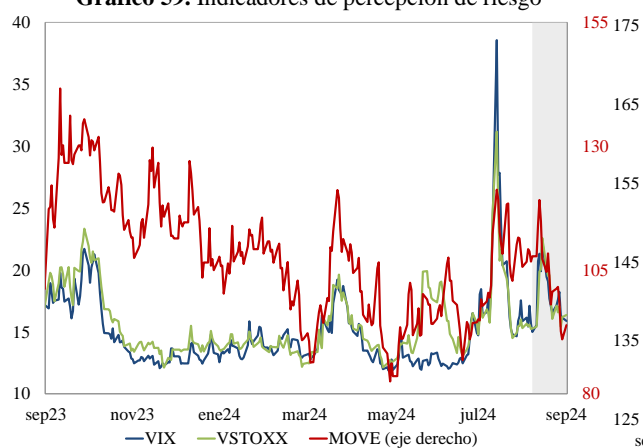
El indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia continuó disminuyendo en agosto. Por el contrario, este indicador aumentó para los demás países de la muestra durante el mes. El Gráfico 58 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Los indicadores de Argentina y Colombia se encuentran por debajo de su media histórica, a diferencia de los demás países.

³⁵ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

³⁶ Instituto Brasileiro de economía

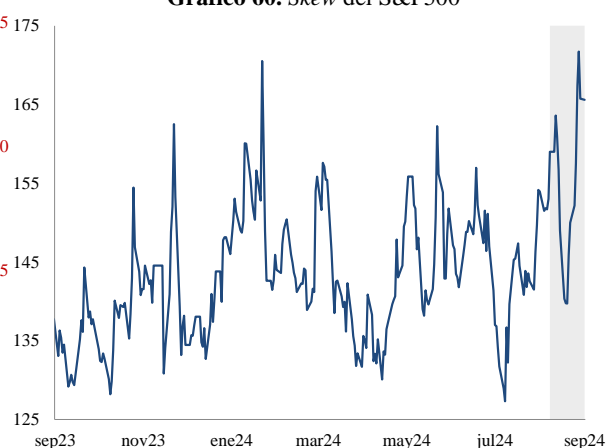
La volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. (Vix³⁷) y Europa (Vstox³⁸) aumentó de manera importante durante los primeros días de septiembre, pero cerró el periodo en niveles similares a los observados a finales de agosto. El incremento de la aversión al riesgo pudo obedecer a: *i*) los temores de una potencial desaceleración de la economía estadounidense tras la publicación de cifras de empleo y actividad económica que sorprendieron a la baja al mercado; *ii*) posibles liquidaciones adicionales de posiciones de *carry trade* ante la apreciación del yen japonés durante la primera quincena del mes; y *iii*) factores técnicos relacionados con estilos de inversión predominantes en el mercado y que se caracterizan por realizar compras o ventas automáticamente a partir de ciertos niveles (trading algorítmico), lo cual genera episodios temporales de alta volatilidad en el mercado. En este contexto, la volatilidad implícita de las opciones sobre Tesoros de EE.UU. (Move³⁹) y el Skew⁴⁰ también aumentaron durante los primeros días del mes, y en el caso del Move corrigió a la baja posteriormente (Gráficos 59 y 60).

Gráfico 59. Indicadores de percepción de riesgo



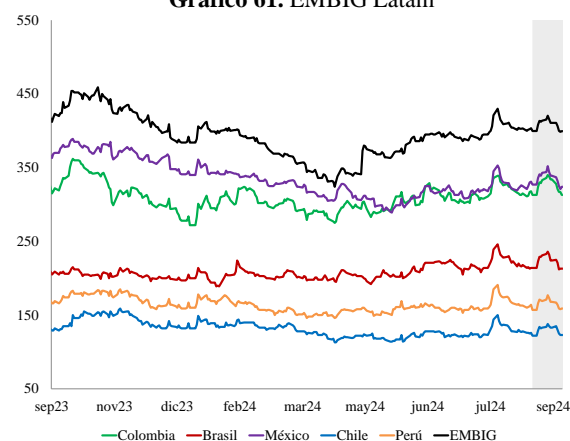
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 60. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 61. EMBIG Latam



Fuente: J.P. Morgan y Banco Central de Chile.

Finalmente, el EMBIG aumentó durante la primera mitad del periodo y corrigió posteriormente. Así, en Latinoamérica, con información al 20 de septiembre, el índice EMBIG⁴¹ se redujo 3 pb en México y 1 pb en Brasil, aumentó 2 pb en Perú y 1 pb en Chile, y se mantuvo estable en Colombia (Gráfico 61).

³⁷ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

³⁸ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

³⁹ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

⁴⁰ 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.

⁴¹ 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*

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 septiembre de 2024

Actualizada el 25 de septiembre

Empresa	Estimación	Fecha
1 Alianza Valores	10,25%	20/09/2024
2 Asobancaria	10,25%	19/09/2024
3 Barclays Capital	10,25%	23/09/2024
4 BNP Paribas	10,25%	22/09/2024
5 BTG Pactual	10,25%	19/09/2024
6 Casa de Bolsa	10,25%	22/09/2024
7 Natixis North America	10,25%	24/09/2024
8 Pacifico Research	10,25%	23/09/2024
9 Vinland Capital Management	10,25%	24/09/2024
10 Wells Fargo Securities	10,25%	19/09/2024

Tasa	Obs.	Prob.
10,25%	10	100%
Tasa esperada ponderada	10,25%	

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	10.25%	10.25%
Alianza	10.25%	10.25%
AllianceBernstein	10.00%	9.75%
Anif	10.00%	10.00%
Asobancaria	10.25%	10.25%
Axa Colpatria	10.25%	10.25%
Banco Agrario	10.00%	10.00%
Banco Davivienda	10.00%	10.00%
Banco de Bogotá	10.25%	10.25%
Banco de Occidente	10.25%	10.25%
Banco Popular	10.00%	10.00%
Banco Santander	10.25%	10.25%
Barclays	10.25%	10.25%
BBVA	10.00%	10.00%
BTG Pactual	10.25%	10.25%
Camacol	10.00%	10.00%
Casa de Bolsa	10.25%	10.25%
Citi	10.00%	10.00%
Colfondos	10.00%	10.00%
Corficolombiana	10.00%	10.00%
Credicorp	10.25%	10.00%
EAFIT	10.25%	10.25%
Fedesarrollo	10.00%	10.00%
Findeter	10.00%	10.00%
Grupo Bancolombia	10.00%	10.25%
Grupo Bolívar	10.00%	10.00%
Itaú	10.25%	10.25%
Lulo Bank	10.25%	10.00%
Moody's Analytics	10.25%	10.25%
Positiva	10.25%	10.25%
Scotiabank Colpatria	10.00%	10.00%
Skandia	10.00%	10.25%
Universidad Javeriana	10.25%	10.25%
XP Investments	10.00%	10.25%
Promedio	10.13%	10.13%
Mediana	10.13%	10.25%
Desv. Estándar	0.13%	0.14%
Máximo	10.25%	10.25%
Mínimo	10.00%	9.75%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
10.00%	50%	17
10.25%	50%	17
Total	100%	34

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.75%	3%	1
10.00%	44%	15
10.25%	53%	18
Total	100%	34

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

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	8.50%	6.00%
Alianza	9.00%	5.50%
Anif	8.50%	5.50%
Axa Colpatria	9.00%	6.00%
Banco Agrario	8.50%	5.50%
Banco de Bogotá	8.75%	5.75%
Banco de Occidente	8.75%	6.50%
Banco Popular	8.50%	6.50%
Banco Santander	9.00%	6.50%
BBVA	8.50%	6.00%
BTG Pactual	9.00%	6.50%
Casa de Bolsa	9.75%	6.00%
Citi	8.50%	5.50%
Colfondos	8.50%	6.00%
Corficolombiana	8.50%	6.00%
Grupo Bancolombia	8.75%	6.00%
Grupo Bolivar	8.50%	6.00%
Itaú	8.75%	6.00%
Moody's Analytics	8.75%	6.00%
Positiva	8.75%	5.00%
Scotiabank Colpatria	8.50%	5.50%
Skandia	8.75%	5.50%
XP Investments	8.75%	6.50%
Promedio	8.73%	5.92%
Mediana	8.75%	6.00%
Desv. Estándar	0.29%	0.41%
Máximo	9.75%	6.50%
Mínimo	8.50%	5.00%
No. Respuestas	23	23

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

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	5.67%	3.68%
Alianza	5.80%	4.00%
Anif	5.62%	3.94%
Axa Colpatria	5.20%	3.80%
Banco Agrario	5.60%	4.00%
Banco de Bogotá	5.64%	3.62%
Banco de Occidente	5.57%	4.03%
Banco Popular	5.34%	3.96%
Banco Santander	5.68%	4.42%
BBVA	5.40%	3.80%
BTG Pactual	5.64%	4.00%
Casa de Bolsa	5.55%	3.82%
Citi	5.50%	3.70%
Colfondos	5.50%	3.80%
Corficolombiana	5.60%	3.80%
Grupo Bancolombia	5.70%	4.30%
Grupo Bolivar	5.53%	3.49%
Itaú	5.60%	3.50%
Moody's Analytics	5.60%	3.70%
Positiva	5.60%	3.60%
Scotiabank Colpatria	5.23%	3.09%
Skandia	5.45%	3.92%
XP Investments	5.40%	3.70%
Promedio	5.54%	3.81%
Mediana	5.60%	3.80%
Desv. Estándar	0.15%	0.28%
Máximo	5.80%	4.42%
Mínimo	5.20%	3.09%
No. Respuestas	23	23

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 9 de septiembre

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
5,00%	0	0,0%	2	6,3%
5,25%	0	0,0%	4	12,5%
5,50%	0	0,0%	6	18,8%
5,75%	0	0,0%	3	9,4%
6,00%	0	0,0%	11	34,4%
6,50%	1	2,9%	3	9,4%
6,75%	0	0,0%	1	3,1%
7,00%	0	0,0%	1	3,1%
7,50%	0	0,0%	1	3,1%
8,00%	2	5,9%	0	0,0%
8,50%	15	44,1%	0	0,0%
8,75%	7	20,6%	0	0,0%
9,00%	4	11,8%	0	0,0%
9,25%	3	8,8%	0	0,0%
9,50%	1	2,9%	0	0,0%
9,75%	1	2,9%	0	0,0%
Media	8,65%		5,88%	
Mediana	8,50%		6,00%	

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 9 de septiembre

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	2	5,4%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	2	5,4%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	11	29,7%
3,75% - 4,00%	0	0,0%	11	29,7%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	6	16,2%
4,25% - 4,50%	0	0,0%	3	8,1%
4,50% - 4,75%	0	0,0%	2	5,4%
4,75% - 5,00%	1	2,6%	0	0,0%
5,00% - 5,25%	3	7,9%	0	0,0%
5,25% - 5,50%	6	15,8%	0	0,0%
5,50% - 5,75%	15	39,5%	0	0,0%
5,75% - 6,00%	6	15,8%	0	0,0%
6,00% - 6,25%	6	15,8%	0	0,0%
6,25% - 6,50%	1	2,6%	0	0,0%
Media	5,65%		3,82%	
Mediana	5,60%		3,80%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 30 de agosto del 2024, la Junta Directiva del Banco de la República decidió reducir el requerimiento de encaje bancario, disminuyéndolo en un punto porcentual para cuentas corrientes y de ahorro (de 8% a 7%) y para CDT de menos de 18 meses (de 3,5% a 2,5%). Algunos analistas del mercado señalaron que estas mayores disponibilidades de liquidez podrían trasladarse en una proporción importante al mercado de TES, impulsando las valorizaciones de los títulos denominados en pesos.

Durante el mismo día, el Gobierno anunció un aumento de COP 1.904 en el precio por galón de ACPM a partir del 31 de agosto de 2024. Tras esta decisión, el gremio de transportadores anunció un cese de actividades y protestas. Al respecto, analistas comentaron que, de persistir el paro, se podría generar un rebote en la inflación, lo cual podría desanclar las expectativas de inflación y presionar al alza los rendimientos de los bonos en pesos. No obstante, la incertidumbre fiscal aumentaría de no efectuarse el alza en los precios del ACPM. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -6 pb, 2 pb y 4 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -12 pb, -7 pb y -6 pb para dichos vencimientos.

El 6 de septiembre, el Gobierno llegó a un acuerdo con el gremio de transportadores, luego de cerca de una semana de bloqueos y protestas. Según lo acordado, los precios del ACPM aumentarán COP 800 este año, en dos incrementos de COP 400, que se realizarán en septiembre y diciembre cada uno. De acuerdo con algunos operadores, esta noticia mantiene el sesgo hacia el empinamiento de la curva de TES en pesos. Este comportamiento es resultado de la disminución de las preocupaciones en el frente inflacionario, por la menor magnitud en los aumentos del ACPM para 2024, al tiempo que persiste la incertidumbre fiscal ante la falta de certeza sobre los futuros aumentos en el precio de este combustible, necesarios para cerrar la brecha frente al precio internacional.

Durante el mismo día, el DANE reportó que la inflación anual para agosto de 2024 se encontró por debajo de las expectativas del mercado (6,12% a/a vs 6,36% esp) y de la lectura del mes anterior (6,86%). El IPC no presentó cambios durante ese mes (ant: 0,20% m/m, esp: 0,20% m/m). Según agentes del mercado, el dato de agosto soporta las expectativas sobre mayores recortes en la tasa de política monetaria por parte de la Junta Directiva del Banco de la República a partir de la reunión de septiembre. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -18 pb, -21 pb y -17 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 12 pb, 5 pb y 3 pb para dichos vencimientos.

El 10 de septiembre, el Gobierno radicó ante el Congreso la Ley de Financiamiento (LF) con la meta de recaudar COP 11,8 billones para financiar el Presupuesto General de la Nación para 2025 (PGN). Algunos analistas indicaron que esta discusión y una futura aprobación de la LF y del PGN, puede afectar la parte larga de la curva de los TES en pesos, debido a que exacerba las preocupaciones en el frente fiscal. 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 -2 pb, -7 pb y -8 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 9 pb, 5 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

El 18 de septiembre, el DANE reportó que el ISE, indicador sobre la actividad económica a julio de 2024, se ubicó por encima de las expectativas del mercado (3,7% a/a vs 2,0% esp) y de la lectura del mes anterior (-1,0%). Analistas del mercado catalogaron estos resultados como positivos, dado que indican que se estaría superando la tendencia de desaceleración de la economía. Además, mostraron un crecimiento generalizado, en donde sectores claves como la industria, la construcción y el

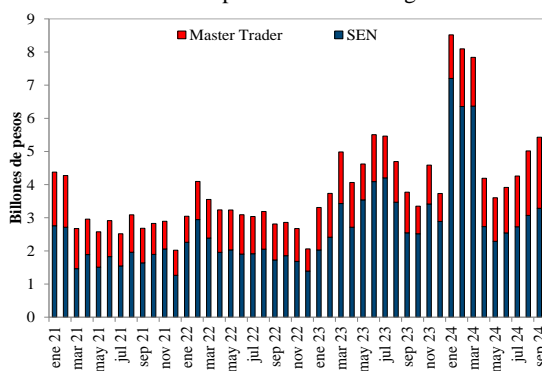
comercio mostraron resultados sólidos. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2 y 5 años presentaron variaciones de -2 pb y -2 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -5 pb y -4 pb para dichos vencimientos.

El 23 de septiembre, se publicó un informe de investigaciones económicas del Banco de Bogotá, el cual dio a conocer que Colombia tuvo a junio un déficit fiscal de 3,3% del PIB. Según estos analistas, la noticia aumenta la incertidumbre fiscal en el país, al tratarse de una de las cifras más altas de déficit en los últimos años. Así, los rendimientos del mercado de TES podrían verse presionados al alza. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 5 pb, 7 pb y 9 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 2 pb, -3 pb y -4 pb para dichos vencimientos.

Durante septiembre, se han realizado tres subastas de TES por un monto total de COP 1,95 billones y un *Bid to Cover* promedio de 5,4 veces el monto inicial. El 4 y 19 de septiembre se subastaron TES UVR con vencimiento en 2029, 2037 y 2049, y el 11 de septiembre se subastaron TES COP con vencimiento en 2036, 2046 y 2050. Se destaca la sesión del 11 de septiembre por su Bid to Cover de 5,9 veces.

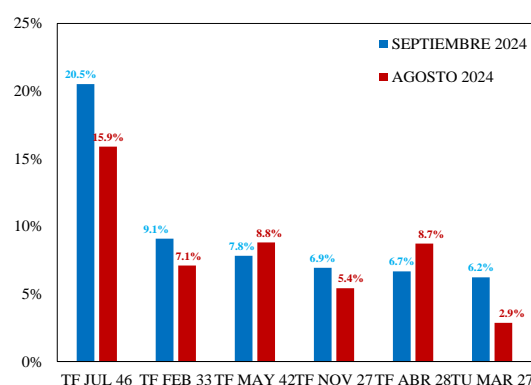
En lo corrido de septiembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$5,4 billones, mayor al observado el mes anterior (\$5,0 billones) y al registrado en septiembre de 2023 (\$3,7 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2046, cuya participación pasó de 15,9% a 20,5%, seguidos por los que vencen en febrero de 2033 cuya participación pasó de 7,1% a 9,1% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



Fuente y Cálculos: DCV - Banrep. Datos al 23 de septiembre 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 23 de septiembre de 2024.

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

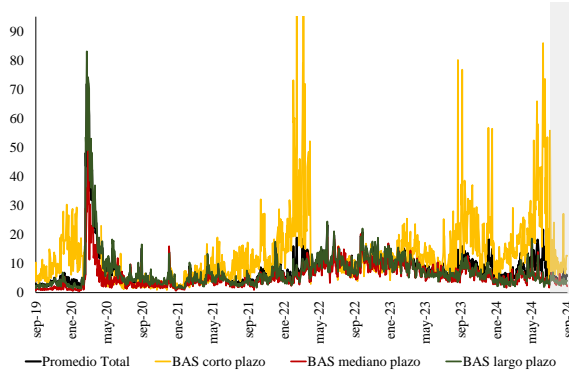
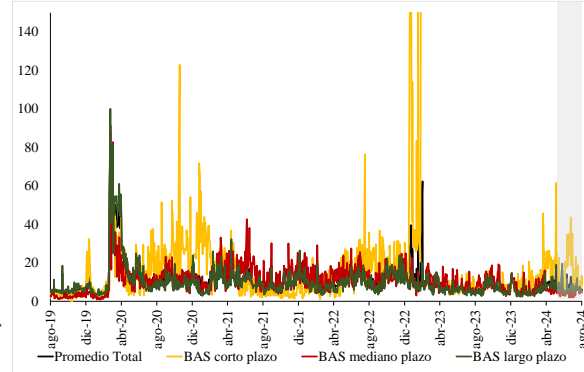


Gráfico A2.5. Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR* (pb)



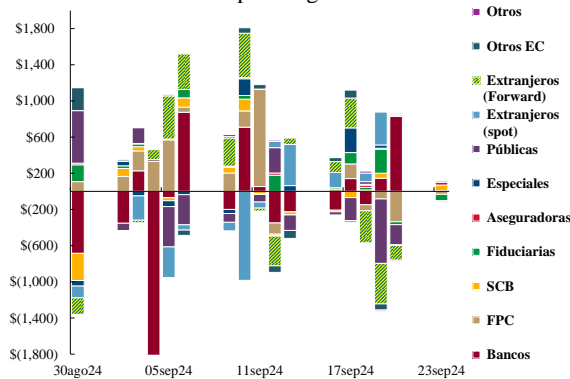
Fuente y Cálculos: BanRep. * El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

Con información al 23 de septiembre de 2024, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 10,9 pb (ant: 10,5 pb), 3,4 pb (ant: 4,2 pb) y 3,7 pb (ant: 4,0 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 14,6 pb (ant: 11,9 pb), 4,1 pb (ant: 5,6 pb) y 5,3 pb (ant: 6,4 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

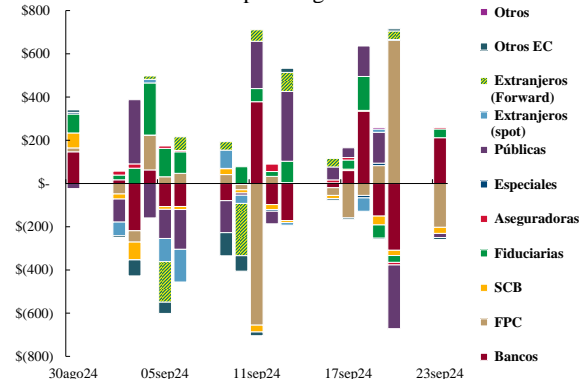
Posterior a la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 23 de agosto de 2024, los principales agentes compradores netos de TES denominados en pesos en el mercado de contado fueron los fondos de pensiones locales (COP 2.455 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (COP 2.148 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron las sociedades fiduciarias (COP 728 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los inversionistas extranjeros (COP 334 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 11.624 mm⁴² y de TES en UVR por COP 1.531 mm⁴³. Desde el 30 de agosto en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas presentaron flujos netos por COP -458 mm, COP 393 mm y COP -31 mm en los tramos corto, medio y largo de TES en pesos, respectivamente. Por su parte, en este mismo periodo presentaron flujos netos de TES en UVR por COP 110 mm y COP -384 mm en los tramos medio y largo, en su orden (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	6,955	2,499	(3,748)	823	777	(2,148)	(1,167)	986	129	(52)
Compañía de Financiamiento Comercial	468	(0)	190	-	-	190	-	(0)	-	(0)
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(480)	(281)	(110)	85	60	35	(182)	(97)	(38)	(317)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	6,943	2,218	(3,668)	907	838	(1,923)	(1,349)	889	91	(369)
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	26	-	30	10	-	40	-	-	-	-
Terceros	28,076	(2,624)	(41)	(1,109)	3,566	2,416	(2)	(500)	350	(152)
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media										
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	28,102	(2,624)	(11)	(1,100)	3,566	2,455	(2)	(500)	350	(152)
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	476	527	(94)	82	11	0	(103)	(120)	42	(181)
Terceros	(155)	310	(235)	91	65	(79)	(34)	(16)	20	(30)
Extranjeros	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	321	837	(329)	173	77	(79)	(138)	(136)	62	(212)
Sociedades Fiduciarias										
Propia	(45)	(67)	3	(8)	11	6	(11)	17	(17)	(11)
Terceros	(4,935)	8,758	(1,623)	107	(437)	(1,953)	(86)	111	715	740
Extranjeros***	1,079	707	(436)	(69)	(565)	(1,070)	-	62	(396)	(334)
Extranjeros (TES verdes)****	(53)	-	-	-	25	25	-	-	-	-
FIC	(534)	126	(798)	47	14	(737)	(49)	8	(0)	(41)
Pasivos Pensionales	290	(220)	(164)	(18)	9	(173)	(10)	(4)	15	2
Administración FONPET	(779)	14	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	(4,980)	8,690	(1,620)	99	(427)	(1,948)	(98)	128	698	728
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	964	2,345	(28)	5	149	126	-	3	107	110
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	964	2,345	(28)	5	149	126	-	3	107	110
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	24,406	9,248	(1,988)	(822)	3,365	555	(237)	(506)	1,218	475
Total Entidades Financieras Especiales**	935	239	(50)	117	(270)	(203)	(38)	34	8	4
Total Entidades Públicas****	(26,056)	(2,725)	576	(266)	(1,648)	(1,338)	185	(100)	4	89
Administración FONPET	720	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****	997	254	(4)	60	(20)	36	-	7	12	19
Extranjeros	3	128	-	-	-	-	-	3	12	15
TOTAL MOVIMIENTO NETO	7,225	9,234	(5,134)	(4)	2,265	(2,873)	(1,439)	325	1,332	218

Fuente: BanRep. Información actualizada al 23 de septiembre de 2024. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 14 de diciembre de 2023. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

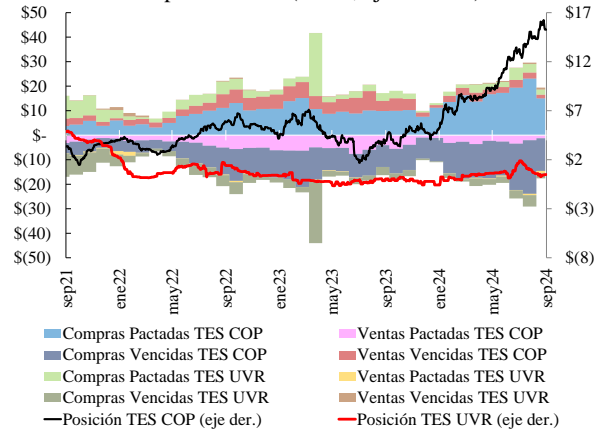
Por otra parte, con información al 23 de septiembre, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES denominados en pesos en el mercado a futuro por COP 16.580 mm y COP 2.443 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 15.542 mm y COP 2.354 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES denominados en pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó COP 949 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES denominados en UVR en este mercado por COP 2.196 mm y COP 910 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 2.150 mm y COP 774 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES denominados en UVR a través de contratos NDF disminuyó COP 91 mm (Gráfico A3.6). Así, el saldo de compras netas de NDF de TES denominados en pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó

⁴² Las compras en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 1.028 mm, mientras que en el mercado a futuro han realizado compras por COP 10.596 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado ventas durante el 2024 del TES verde por valor de COP 53 mm.

⁴³ Las compras netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 835 mm, mientras que en el mercado a futuro realizaron compras por COP 697 mm.

de COP 14.508 mm el 29 de agosto a COP 15.273 mm el 23 de septiembre del 2024; al tiempo que para TES denominados en UVR pasó de COP 577 mm a COP 486 mm entre ambas fechas.

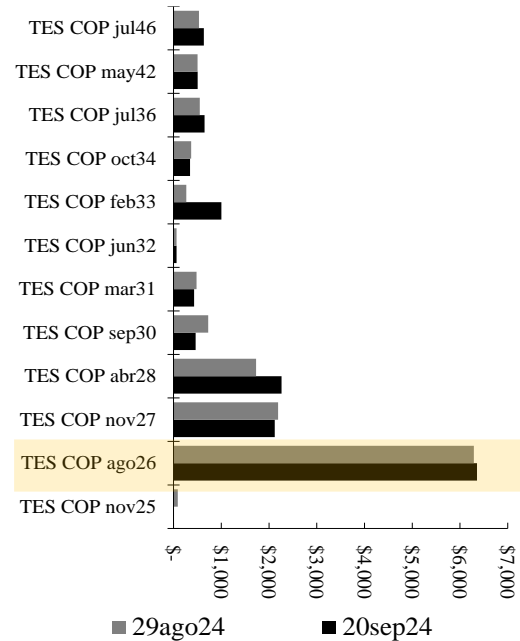
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



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

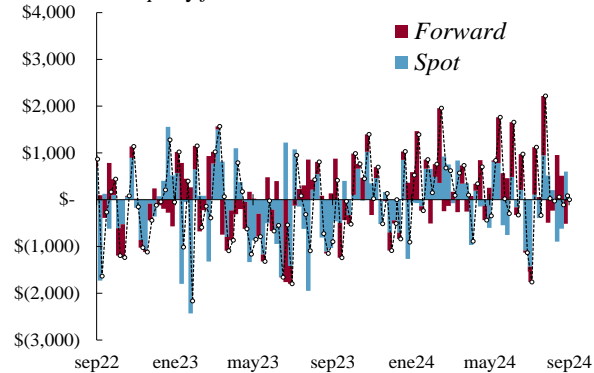
Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

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



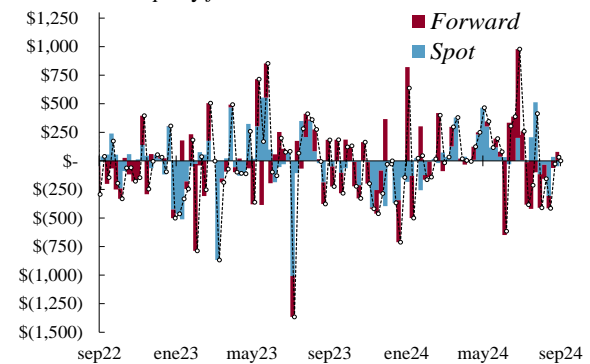
Fuente: BanRep. COP mm.

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



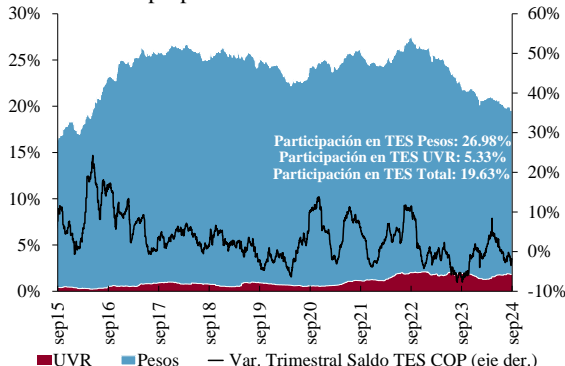
Fuente: BanRep. COP mm. Datos semanales.

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



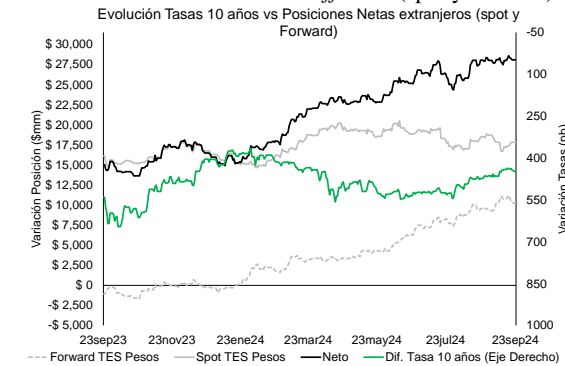
Fuente: BanRep. COP mm. Datos semanales.

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



Fuente: BanRep

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



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

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2026, 2028, 2033, 2036, 2042 y 2046, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2025, 2027, 2030, 2031, 2034 y 2050, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2032 (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 denominados en pesos disminuyó COP 96 mm, y la posición neta en TES denominados en UVR disminuyó COP 410 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)	-\$ 1,045	-\$ 319	-\$ 1,365
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 949	-\$ 91	\$ 858
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 16,580	\$ 2,196	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 2,443	\$ 910	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 15,542	\$ 2,150	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 2,354	\$ 774	
Posición compradora neta agregada (A+B)	-\$ 96	-\$ 410	-\$ 506

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*.

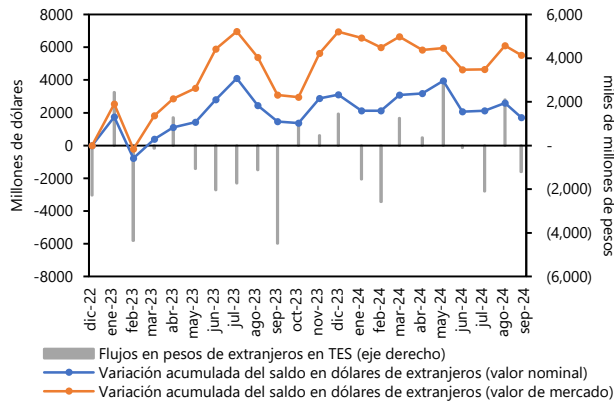
Cuadro A3.3. Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

		2023			Corrido de 2024			jul-24			ago-24			Corrido de sep-24		
		Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES	Sistema Financiero*	\$ 3,145	\$ 287	\$ 3,433	\$ 6,943	\$ (10,924)	\$ (3,981)	\$ (4,733)	\$ (200)	\$ (4,933)	\$ 1,862	\$ (1,636)	\$ 226	\$ (1,492)	\$ (949)	\$ (2,441)
Pesos	Offshore	\$ (9,061)	\$ (287)	\$ (9,348)	\$ 1,028	\$ 10,924	\$ 11,952	\$ (2,384)	\$ 200	\$ (2,183)	\$ 1,299	\$ 1,636	\$ 2,935	\$ (916)	\$ 949	\$ 33
TES	Sistema Financiero*	\$ (3,064)	\$ 605	\$ (2,458)	\$ 2,218	\$ (697)	\$ 1,521	\$ 2,768	\$ (1,545)	\$ 1,223	\$ (2,001)	\$ 1,103	\$ (898)	\$ (528)	\$ 91	\$ (437)
UVR	Offshore	\$ (2,281)	\$ (605)	\$ (2,886)	\$ 835	\$ 697	\$ 1,531	\$ 168	\$ 1,545	\$ 1,713	\$ 569	\$ (1,103)	\$ (534)	\$ (319)	\$ (91)	\$ (410)

Cifras en COP mm. Información actualizada al 23 de agosto 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*.

En los gráficos A3.12, A3.13 y A3.14 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en los mercados de deuda de la región.

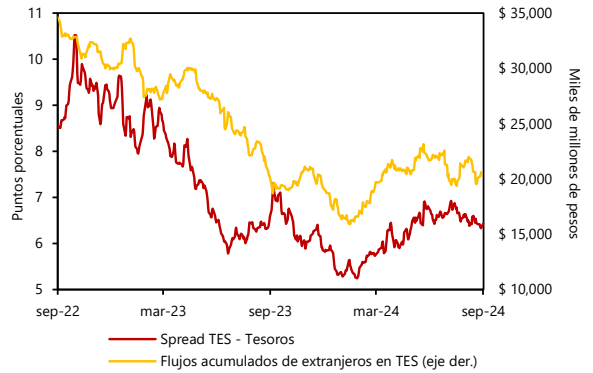
Gráfico A3.12. Variación del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



Fuente: BanRep.

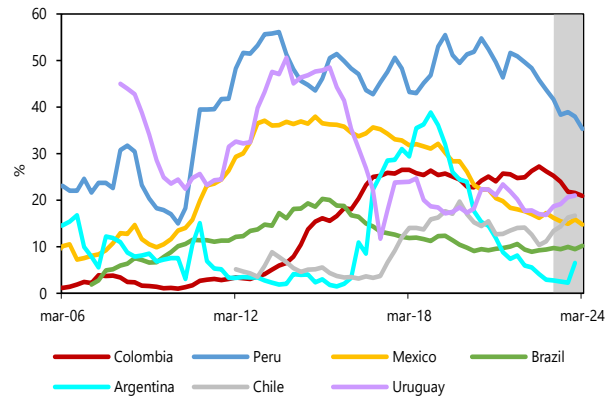
Nota: i) * Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).
 ii) Para la conversión 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 A3.13. Margen entre la deuda local a 10 años y los Tesoros vs flujos netos acumulados de extranjeros en TES



Fuente: BanRep.

Gráfico A3.14. Participación de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública en moneda local para una muestra de países de la región

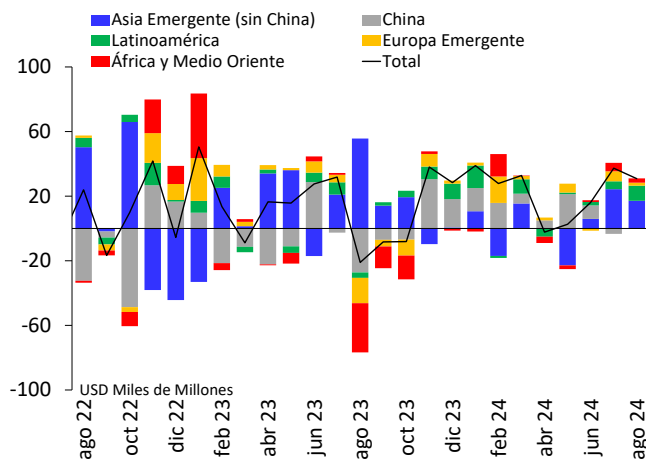


Fuente: IIF y FMI. **Nota:** Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. Esta información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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

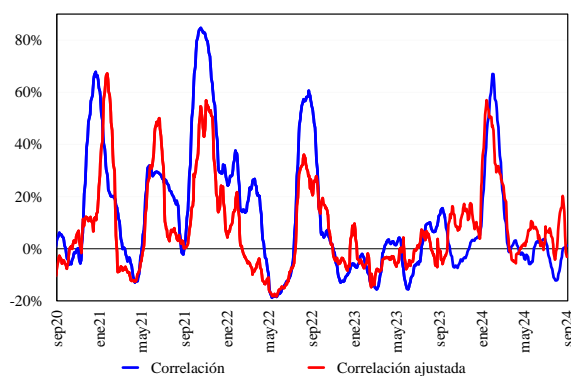
el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio en economías emergentes por USD 30,9 mm durante agosto, conformadas por entradas netas de USD 29,2 mm en renta fija y de USD 1,7 mm en renta variable.

Gráfico A4.1. Flujos de portafolio hacia economías emergentes



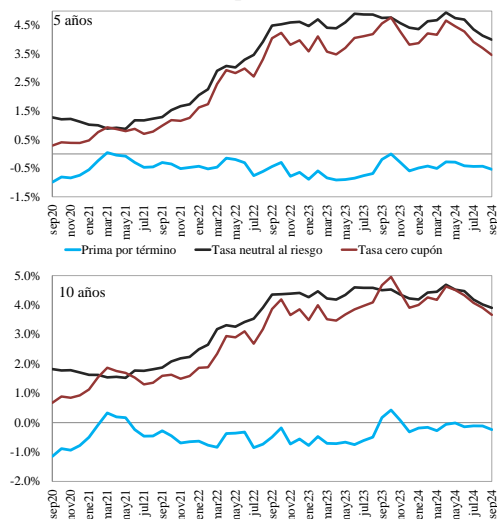
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Gráfico A4.2. Correlación pendientes región



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

Gráfico A4.3. Prima por vencimiento Tesoros

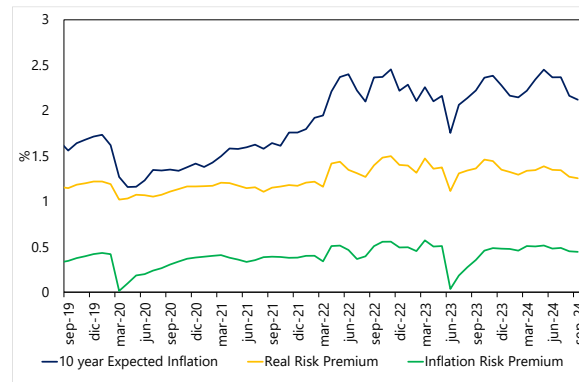


Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) subió y se ubicó en 1,28%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) cayó y se ubicó en -3,11%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 23 de septiembre, desde finales de agosto las primas por vencimiento de los Tesoros disminuyeron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,54% y -0,24%, respectivamente. Las tasas neutras al riesgo cayeron 14 pb y 11 pb, y se ubicaron en 4,10% y 3,90% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). Por otra parte, los mercados en EE. UU descuentan una ligera reducción de la prima por riesgo inflacionaria (0,44%,

ant. 0,45%) y prima por riesgo real (1,25%, ant. 1,27%). La expectativa de inflación de largo plazo también cayó (2,12%, ant. 2,16%).

Gráfico A4.5. Expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionaria y real a 10 años en EE.UU.



Fuente: Fed.

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>				
4sep24	Banco de Canadá	-25	-25	4,25%
12sep24	Banco Central Europeo	-25	-25	3,50% / 3,65% / 3,90%*
18sep24	Reserva Federal	-50	-25	4,75% - 5,00%**
19sep24	Banco de Noruega	0	0	4,50%
19sep24	Banco de Inglaterra	0	0	5,00%
20sep24	Banco de Japón	0	0	0,25%
24sep24	Banco de la Reserva de Australia	0	0	4,35%
<i>Países emergentes/frontera</i>				
3sep24	Banco Central de Chile	-25	-25	5,50%
4sep24	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
5sep24	Banco Central de Malasia	0	0	3,00%
5sep24	Banco Central de Egipto	0	0	27,25%
10sep24	Banco Central de Armenia	-25	-	7,50%
11sep24	Banco Nacional de Georgia	0	-	8,00%
12sep24	Banco Central de la Rep. de Uzbekistán	0	-	13,50%
12sep24	Banco Nacional de Serbia	-25	-25	5,75%
12sep24	Banco Estatal de Pakistán	-200	-150	17,50%
12sep24	Banco Central de Reserva del Perú	-25	-25	5,25%
13sep24	Banco de Rusia	100	0	19,00%
18sep24	Banco de Indonesia	-25	0	6,00%
18sep24	Banco Central de Brasil	25	25	10,75%
19sep24	Banco Central de la República de China (Taiwan)	0	0	2,00%
19sep24	Banco Nacional de Ucrania	0	0	13,00%
19sep24	Banco Central de la República de Turquía	0	0	50,00%
19sep24	Banco de la Reserva de Sudáfrica	-25	-25	8,00%
19sep24	Banco Nacional de Angola	0	-	19,50%
20sep24	Banco Popular de China	0	0	3,35% / 3,85%***
20sep24	Banco de Mauricio	-50	-	4,00%
20sep24	Banco Central de Esuatini	-25	-	7,25%
20sep24	Banco Central del Paraguay	0	0	6,00%
23sep24	Banco Popular de China	-10	-	1,85%****
24sep24	Banco Popular de China	-20	-	1,50%*****
24sep24	Banco Popular de China	-50	-	9,50%*****
24sep24	Banco Nacional de Hungría	-25	-25	6,50%
24sep24	Bank Al-Maghrib	0	-	2,75%
24sep24	Banco Central de Nigeria	50	0	27,25%

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

**Corresponde al rango objetivo de la tasa de política monetaria.

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

****Corresponde a la tasa de operaciones repo a 14 días.

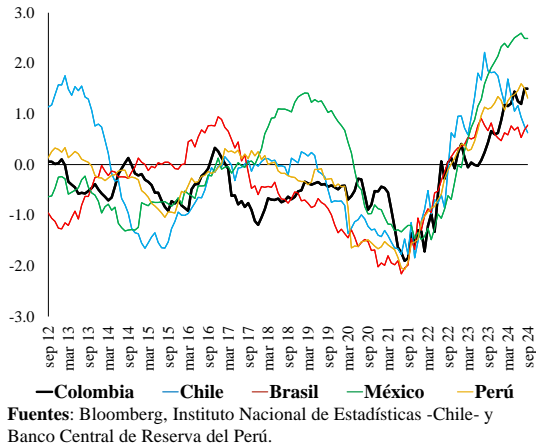
*****Corresponde a la tasa de operaciones repo a 7 días.

*****Corresponde al requisito de reservas para los principales bancos.

En el caso del Banco Popular de China, además de la reducción de las tasas de las operaciones repo y del requisito de reservas, el Banco también anunció otra serie de medidas con el fin de apoyar la actividad económica. En el frente inmobiliario, el Banco anunció el recorte de aproximadamente 50 pb de las tasas sobre préstamos hipotecarios existentes, la reducción de la cuota inicial para hipotecas de segunda propiedad en 10 pp, y el incremento del 60% al 100% en el apoyo del Banco para préstamos de vivienda asequible, entre otras medidas. En cuanto a medidas de apoyo al mercado de

capitales, el Banco anunció el establecimiento de una facilidad *swap* a la que podrán acceder comisionistas, fondos y aseguradoras con el fin de adquirir liquidez para fondear posiciones en el mercado accionario, y de una facilidad de préstamo para apoyar la recompra de acciones.

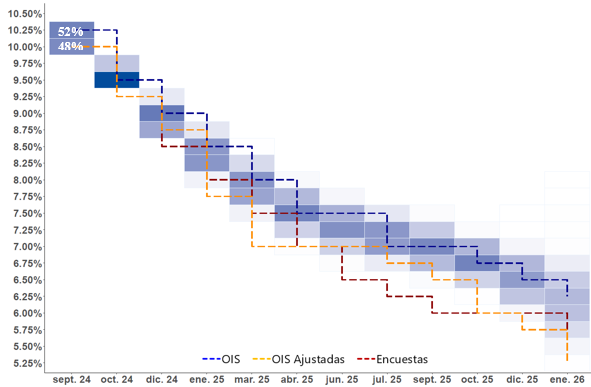
Gráfico A5.4. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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 reales⁴⁴ desde el año 2005. Se puede observar que los indicadores de Brasil y Colombia fueron los únicos de la muestra que aumentaron durante agosto. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de septiembre este indicador ha disminuido para Chile y Perú y ha aumentado para Brasil. El indicador se encuentra por encima de su media histórica para todos los países de la muestra.

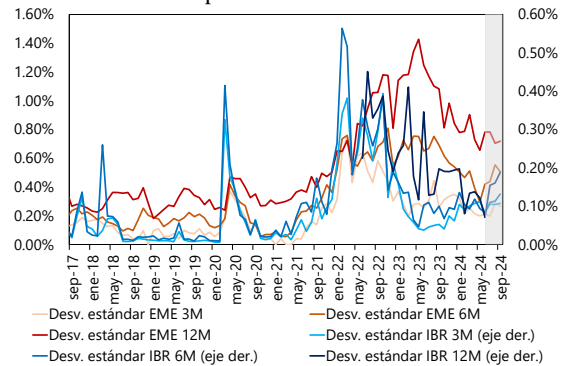
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS

Cuadro A6.1. 23 de agosto de 2024



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

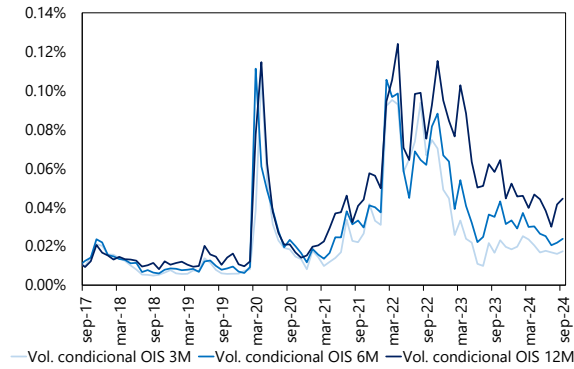
Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



Fuente y Cálculos: BanRep.

Gráfico A6.2. Volatilidad condicional de las tasas OIS

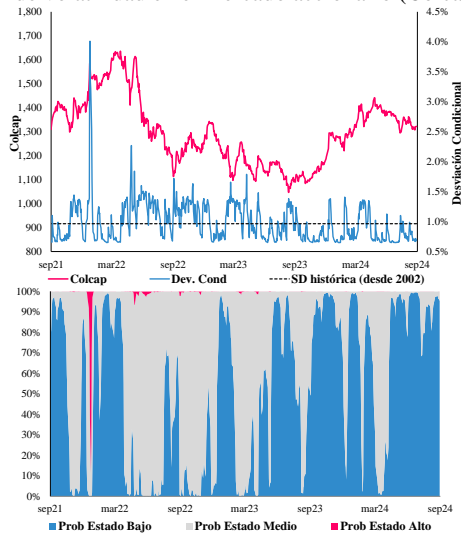
⁴⁴ Las tasas reales se calculan como la diferencia entre la TPM y la inflación básica de cada país en la muestra.



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.

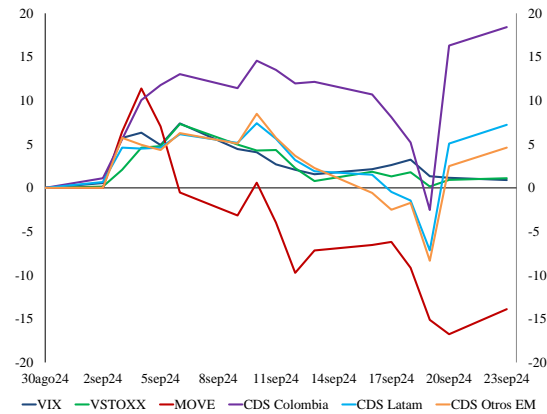
De acuerdo con la EOF, el 56% de los agentes encuestados espera que el EMBI de Colombia aumente (ant: 40%) durante los próximos tres meses, el 22% que permanezca sin cambios (ant: 30%), mientras que el otro 22% restante espera que disminuya (ant: 30%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 39% espera que permanezca sin cambios (ant: 47%), un 23% que aumente (ant: 20%) y un 12% que disminuya (ant: 7%)⁴⁵.

En lo corrido de agosto de 2024, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó y el 23 de septiembre el MSCI COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1).

⁴⁵ Al 27% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 27%).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo

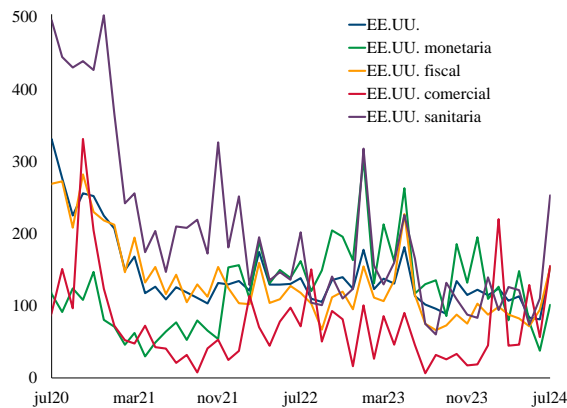


Fuente: Bloomberg. Los indicadores Vix, Vstoxx y Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

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*⁴⁶, el *Vstoxx*⁴⁷ y el *Move*⁴⁸, así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes.

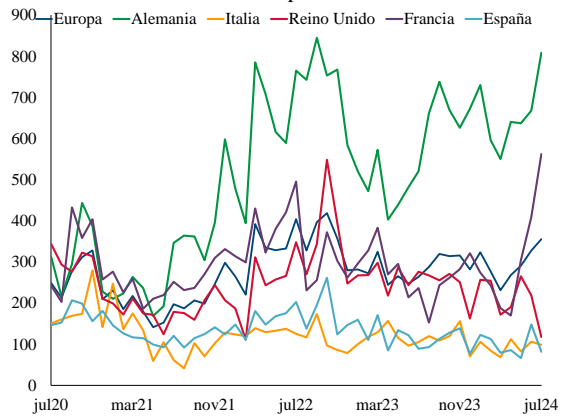
El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) disminuyó en EE. UU. al pasar de 113 en julio a 101 en agosto. Asimismo, el indicador de política sanitaria se redujo (obs: 123; ant: 180), mientras que los indicadores de política comercial (obs: 255; ant: 141), monetaria (obs: 128; ant: 85) y fiscal (obs: 112; ant: 103) aumentaron. Por su parte, en Europa este indicador disminuyó de 365 a 257. Asimismo, estos indicadores se redujeron en Alemania (obs: 525; ant: 849), Francia (obs: 389; ant: 562), Italia (obs: 71; ant: 99) y España (obs: 72; ant: 82), mientras que en aumentó en Reino Unido (obs: 168; ant: 113, 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).

⁴⁶ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

⁴⁷ El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

⁴⁸ 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					Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Ago. 2024			Esperada a Diciembre 2024		Vigente	Esperada a Diciembre 2024		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2024	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Ago. 24	Sep. 24		Ago. 24	Sep. 24	Esp.	Obs.	Ago. 24	Sep. 24
Colombia	6.36%	6.12%	3.12%	5.64%	5.60%	10.75%	8.50%	8.75%	2.80%	2.10%	1.72%	1.80%
Chile	4.70%	4.70%	1.70%	4.50%	4.50%	5.50%	5.25%	5.00%	1.60%	1.63%	2.30%	2.40%
México	5.06%	4.99%	1.99%	4.30%	4.50%	10.75%	10.26%	10.19%	2.20%	2.09%	2.00%	1.80%
Perú	2.00%	2.03%	0.03%	2.60%	2.60%	5.25%	4.97%	4.93%	3.60%	3.60%	2.60%	2.60%
Brasil	4.27%	4.24%	1.24%	4.25%	4.37%	10.75%	10.50%	11.50%	2.70%	3.33%	2.43%	3.00%
Ecuador	n.d.	1.28%	-0.72%	2.30%	2.40%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.18%	0.70%	0.60%
Argentina	235.80%	236.70%	n.d.	141.70%	133.90%	40.00%	41.60%	40.43%	-1.40%	-1.70%	-3.40%	-3.50%
EE.UU.	2.50%	2.50%	0.50%	2.90%	2.90%	4.75% - 5%	4.75%	4.65%	3.00%	3.00%	2.50%	2.50%
India	3.47%	3.65%	-0.35%	4.70%	4.70%	6.50%	6.11%	6.11%	6.80%	6.65%	7.00%	7.00%
Sudáfrica	4.50%	4.40%	-0.10%	4.85%	4.70%	8.00%	7.80%	7.75%	0.30%	0.30%	1.00%	1.00%
China	0.70%	0.60%	-2.40%	1.20%	1.10%	1.70%	1.68%	1.65%	5.10%	4.70%	4.90%	4.80%
Rusia	9.00%	9.05%	5.05%	7.40%	7.50%	19.00%	18.25%	18.25%	4.00%	4.10%	3.30%	3.30%
Turquía	51.87%	51.97%	46.97%	58.90%	59.00%	50.00%	47.17%	47.15%	3.20%	2.49%	3.35%	3.20%
Noruega	2.80%	2.60%	2.80%	3.40%	3.40%	4.50%	4.35%	4.35%	0.20%	0.10%	0.70%	0.70%
Costa Rica	n.d.	0.31%	-2.69%	1.80%	1.80%	4.25%	4.30%	4.31%	n.d.	5.50%	3.80%	3.90%
El Salvador	n.d.	1.20%	-2.10%	1.80%	1.70%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.60%	2.60%	2.60%
Guatemala	n.d.	3.07%	-0.93%	3.80%	3.80%	5.00%	4.33%	4.29%	n.d.	3.30%	3.40%	3.40%
Honduras	n.d.	5.00%	0.00%	4.50%	4.60%	4.00%	3.13%	3.83%	n.d.	3.30%	3.50%	3.50%
Panamá	n.d.	0.30%	-0.08%	1.80%	1.70%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.30%	2.40%	2.50%
Paraguay	n.d.	4.30%	0.30%	3.70%	3.70%	6.00%	5.60%	5.65%	n.d.	6.60%	3.90%	3.90%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 25 de septiembre.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 23 de septiembre.

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

China: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de septiembre. La TPM corresponde a la tasa repo de siete días.

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

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

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 2T24, excepto en Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras y Paraguay, cuya información corresponde al 1T24, y en Panamá, cuya información corresponde al 4T23.

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