



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, 31 de enero de 2024

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALS

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS .	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas.....	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana	9
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	15
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región....	16
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	17
2.1.	Expectativas de TPM.....	17
2.2.	Expectativas de crecimiento económico.....	21
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO.....	22
4.	RECUADROS/ANEXOS	25
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.....	25
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	31
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local.....	32
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región.....	37
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos	39
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS	40
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes.....	41
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	41
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países.....	42

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

Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros presentaron aumentos para el corto plazo, y reducciones para los demás plazos, las cuales se evidenciaron tras la publicación del dato de inflación de diciembre. Por su parte, las expectativas provenientes de encuestas presentan reducciones para 2024 y estabilidad para 2025. En todo caso, estos indicadores aún sugieren expectativas de inflación por encima de la meta del Banco de la República (Banrep) en el horizonte de política. El aumento de las expectativas de corto plazo pudo haberse explicado por: *i*) la reunión de la JDBR de diciembre, en la que la decisión de recortar la TPM en 25 pb sorprendió a una parte importante del mercado que esperaba que ésta se mantuviera inalterada; *ii*) la incertidumbre frente a la senda de corto plazo de la inflación, la cual se vio reflejada en una mayor prima por riesgo inflacionario para este plazo, y en la dinámica que ha tenido la inflación sin alimentos y sus expectativas; y *iii*) la demanda de TES en UVR con vencimiento en 2025 por parte de entidades públicas, la cual pudo haber presionado a la baja la tasa de este título, y por consiguiente al alza la del BEI de corto plazo. En este contexto, el escenario más probable, según el mercado OIS, es una reducción de la tasa en 25 pb en la reunión de enero, aunque hay una probabilidad importante de un recorte de 50 pb.

El desempeño del mercado de deuda pública colombiana en pesos, del cual se extraen varias de las expectativas expuestas, se caracterizó por presentar valorizaciones importantes, en un contexto de mejora en la liquidez y reducciones en la volatilidad de los TES. Estas valorizaciones se presentaron pese al contexto internacional de comienzo del año, caracterizado por desvalorizaciones de los títulos de renta fija y por un menor apetito por riesgo. No obstante, el desempeño local estuvo favorecido por la publicación del dato de inflación de diciembre, la decisión del Banrep de recortar la TPM y la importante demanda por parte de agentes locales, la cual se vio reflejada en los resultados positivos de las subastas primarias que se han llevado a cabo durante enero.

Dentro de estos agentes, se destacan los fondos de pensiones, los cuales continuaron demandando montos importantes durante enero. En cuanto a los inversionistas extranjeros, si bien se continuaron evidenciando salidas, estas se presentaron en un contexto de recomposición de su portafolio hacia títulos de largo plazo, lo cual favoreció este tramo de la curva.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado												Expectativas de encuestas			
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI					
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-25	2 años	dic-25	2 años	1 año	2 años	dic-24	1 año	dic-25	2 años
dic-23	6,70%	6,24%	6,26%	5,57%	5,90%	5,42%	5,75%	5,77%	4,93%	4,86%	6,65%	4,47%	5,62%	5,62%	3,80%	3,80%
ene-24	7,21%	6,31%	6,80%	5,07%	5,69%	5,20%	5,48%	5,40%	4,79%	4,72%	7,13%	4,62%	5,42%	5,19%	3,79%	3,60%
Variación (pb)	51	7	54	-51	-21	-21	-27	-37	-14	-14	49	15	-20	-43	-1	-20

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

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

La inflación implícita en el mercado de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) aumentó a corto plazo, y se redujo para los demás plazos. Con información hasta el 25 de enero, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 51 pb para el plazo de un año, y disminuyó 44 pb y 48 pb para los plazos de cinco y diez años, respectivamente. De esta manera, el 25 de enero los BEI se ubicaron en 7,21% a un año, 5,30% a cinco años y 5,49% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior fue resultado de fuertes valorizaciones de los TES denominados en UVR de corto plazo, y valorizaciones de menor magnitud a lo largo de la curva de TES en pesos. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de enero contra las tasas promedio de diciembre, se observa un comportamiento similar para todos los plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

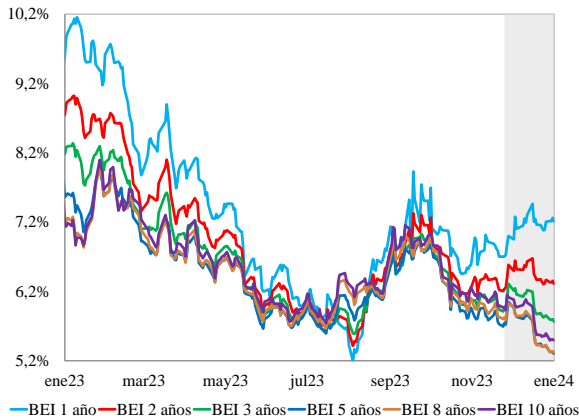
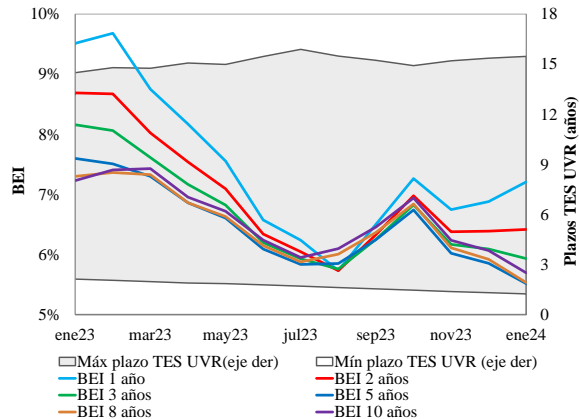


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

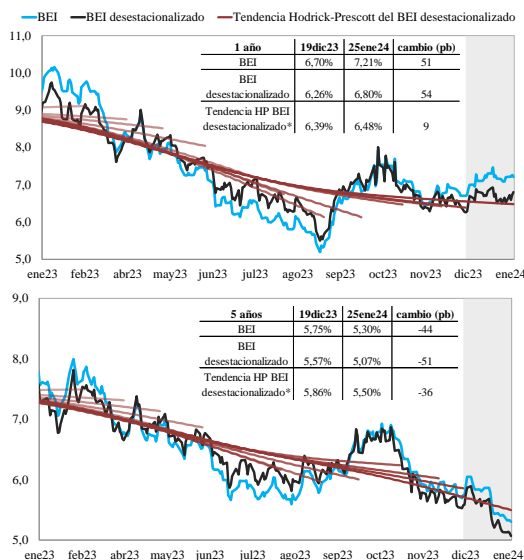
Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)											
	TES pesos					TES UVR						
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
19dic23	10,12%	9,90%	9,79%	9,76%	9,96%	10,14%	3,42%	3,66%	3,83%	4,02%	4,13%	4,17%
25ene24	9,56%	9,33%	9,22%	9,22%	9,48%	9,70%	2,35%	3,02%	3,46%	3,92%	4,16%	4,20%
	Variaciones (pb)											
	-56	-57	-57	-54	-48	-44	-107	-64	-37	-10	2	4
Var. BEI	51	7	-20	-44	-50	-48						
BEI	7,21%	6,31%	5,76%	5,30%	5,32%	5,49%						

	Promedios mensuales											
	TES pesos					TES UVR						
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
dic23	10,28%	10,07%	9,98%	9,97%	10,20%	10,40%	3,39%	3,69%	3,88%	4,12%	4,28%	4,33%
ene24*	9,83%	9,56%	9,42%	9,39%	9,63%	9,84%	2,62%	3,14%	3,48%	3,86%	4,08%	4,14%
	Variaciones (pb)											
	-45	-51	-55	-59	-58	-55	-77	-55	-41	-26	-20	-19
Var. BEI	33	4	-15	-32	-38	-36						
BEI	7,21%	6,42%	5,94%	5,53%	5,55%	5,71%						

*Información disponible al 25 de enero de 2024.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



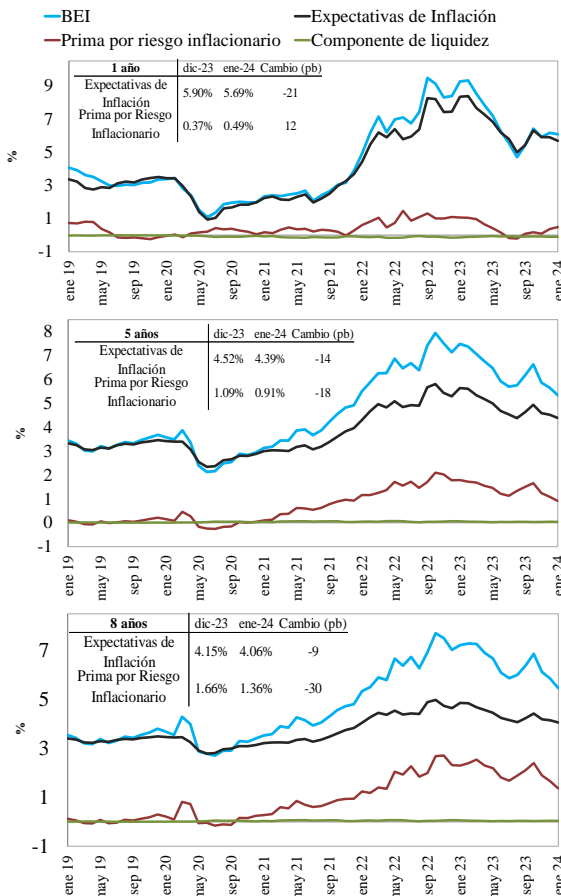
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

*El dato de la tendencia del 19 de diciembre se estimó con datos hasta esa fecha.

Al corregir el BEI por estacionalidad se corrobora esta tendencia. Con el fin de controlar por la estacionalidad que tienen los TES denominados en UVR a inicios y fin de cada año, en el Gráfico 3 se presentan los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Adicionalmente, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo cual permite observar cómo se ha ido ajustando la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado aumentó a 6,80% para el plazo de 1 año (ant: 6,26%), y se redujo a 5,07% para el plazo de 5 años (ant: 5,57%). Por su parte, la tendencia se mantuvo relativamente estable para el plazo de 1 año (obs: 6,48%; ant: 6,39%), y disminuyó a 5,50% para el plazo de 5 años (ant: 5,86%).

El componente de expectativas de inflación del BEI presentó reducciones para todos los plazos. Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI¹ para el periodo estudiado, a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De acuerdo con esta metodología, las expectativas de inflación cayeron y para el próximo año se ubicó alrededor de 5,69% (ant: 5,90%), para los próximos 5 años se ubicó en 4,39% (ant: 4,52%) y para los próximos 8 años en 4,06% (ant: 4,15%).

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



Fuentes: Precia. **Cálculos:** Banrep. La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 6,08% (ant: 6,16%), 5,33% (ant: 5,65%) y 5,41% (ant: 5,78%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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

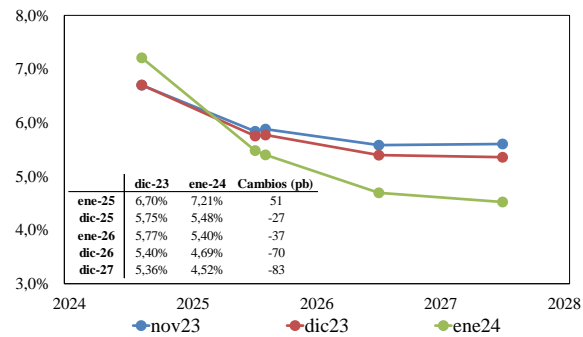
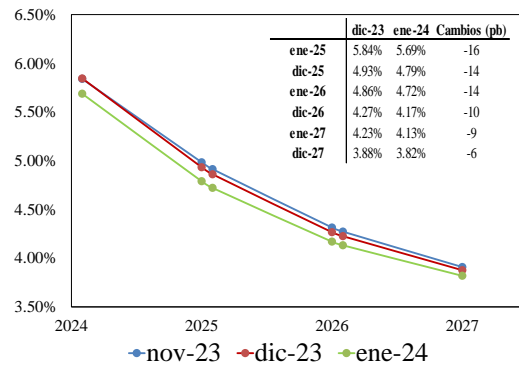


Gráfico 5B. FBEI a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



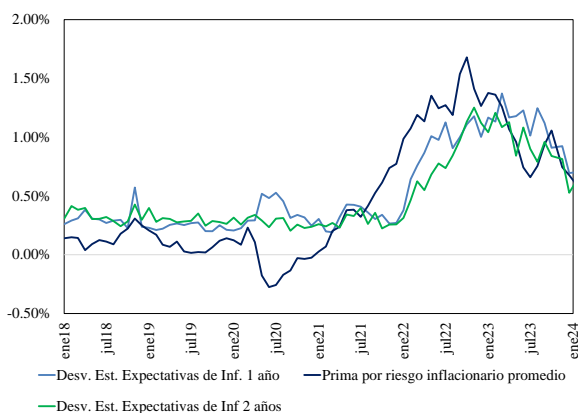
Fuentes: Precia, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. En el Gráfico 5B, la estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

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

Por su parte, las medidas del FBEL, con y sin ajuste por primas, muestran reducciones para diciembre de 2025 en adelante. Sin embargo, sus valores aún se mantienen por encima de la meta de inflación del Banrep. Con el objetivo de extraer las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como para finales de cada uno de los próximos tres años², considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para enero y diciembre de 2025, 2026 y 2027, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEL), con datos del 25 de enero, la cual corresponde a 7,21%, 5,48%, 5,40%, 4,69% y 4,52%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra la misma medida neta de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, la cual se ubicó en 5,69%, 4,79%, 4,72%, 4,17%, 4,13% y 3,82% para los mismos plazos.

Los movimientos promedio del BEI se explicaron principalmente por variaciones en las primas por riesgo inflacionario, las cuales cayeron para el mediano y largo plazo, y aumentaron para el corto plazo. La desviación estándar de la expectativa de inflación a 1 año y 2 años aumentó. Estas medidas, que pueden asociarse a la discrepancia de los agentes sobre la evolución de la inflación, continúan en niveles históricamente altos. Las primas por riesgo inflacionario promedio cayeron para los plazos de 5 y 8 años en 18 pb y 30 pb, ubicándose en 0,91% y 1,36% para estos plazos. La prima por riesgo inflacionario aumentó para el plazo a un año en 12 pb y se ubicó en 0,49%. Los altos niveles de la prima por riesgo inflacionario a largo plazo están en línea con la alta dispersión de las expectativas de inflación³ a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banco de la República (Banrep), las cuales se ubicaron en 0,70% y 0,63%, respectivamente (ant: 0,69% y 0,53%, Gráfico 6).

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



Fuente: Bloomberg.

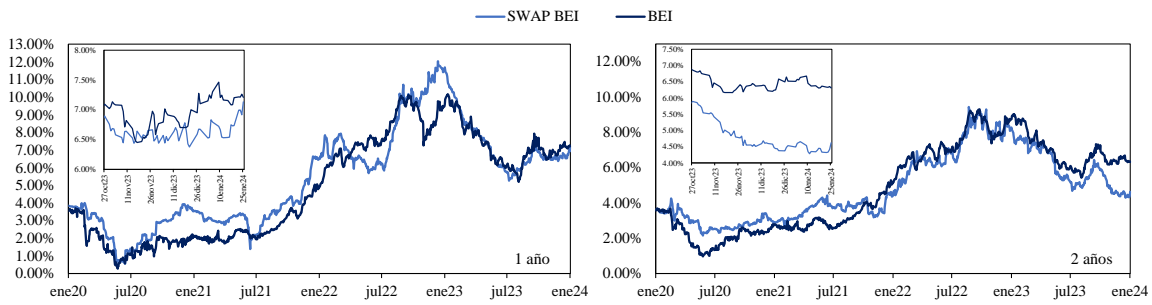
Las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los contratos derivados presentaron aumentos. En el Gráfico 7 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁴) y se contrastan con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 25 de enero de 2024, los *swaps* BEI a 1 y 2 años aumentaron 49 pb y 15 pb, y se ubicaron en 7,13% y 4,62%, respectivamente.

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

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

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

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁵ (ICEI) mantuvo la tendencia decreciente que había retomado durante los últimos meses (Gráficos 8 al 11).

Gráfico 8. ICEI de corto plazo

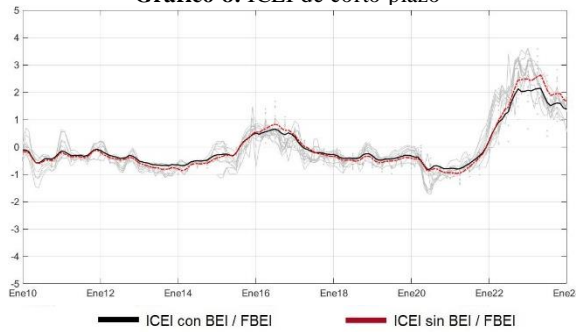


Gráfico 9. ICEI de mediano plazo

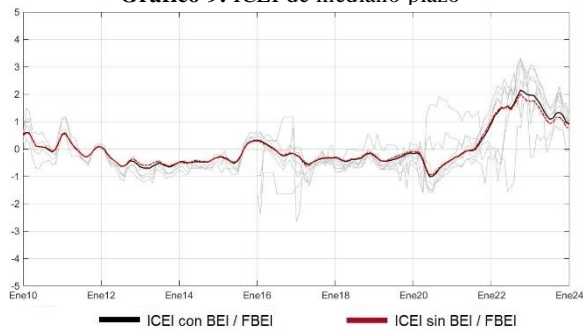


Gráfico 10. ICEI de largo plazo

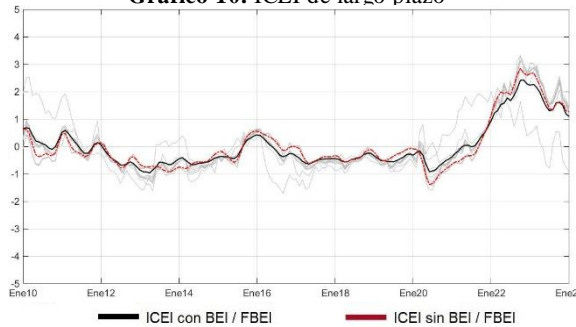
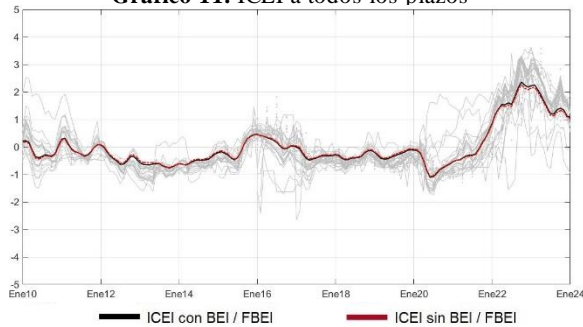


Gráfico 11. ICEI a todos los plazos



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

De acuerdo con los resultados de las encuestas, las expectativas de inflación total disminuyeron para 2024, y se mantuvieron estables para 2025. Por su parte, la expectativa de la inflación sin alimentos aumentó para ambos años. El promedio de las encuestas de expectativas de inflación total disminuyó 2024 (obs: 5,32%; ant: 5,46%), y se mantuvo relativamente estable para 2025 (obs: 3,78%; ant: 3,75%; Gráficos 12 y 13)⁶. Por otro lado, de acuerdo con la última EME del Banrep, los analistas aumentaron su perspectiva sobre la inflación sin alimentos para 2023 y 2024.

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

⁶ Al excluir la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2024 disminuyó de 5,62% a 5,42%, y para 2025 de 3,80% a 3,79%. Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banrep, la inflación total esperada a dos años disminuyó de 3,80% a 3,60%, y a cinco años se mantuvo estable en 3,00%.

Gráfico 12. Inflación esperada para cierre 2024

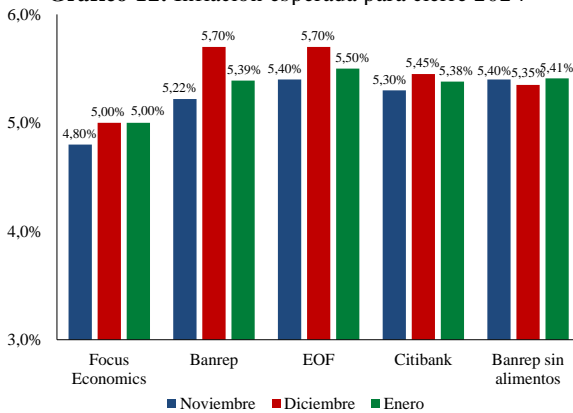
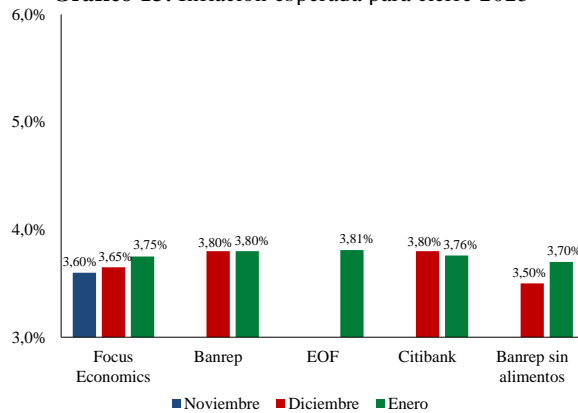
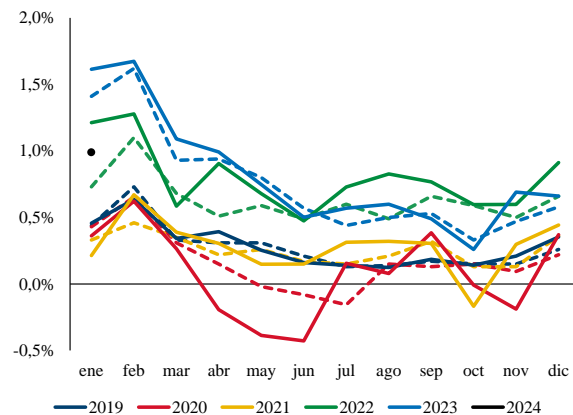


Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025



Fuente: Focus Economics, Banrep, Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citibank. Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 15 de enero, con encuestas recolectadas hasta el 14 de enero. La encuesta del Banrep se realizó entre el 11 y el 15 de enero. La EOF se publicó el 23 de enero con datos recolectados entre el 11 y el 18 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 29 de enero.

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



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

La inflación mensual sin alimentos volvió a ubicarse en diciembre por encima de lo esperado. Sin embargo, para este mes la expectativa se ubica por debajo de lo registrado en enero de 2022 y 2023. Para fin de este mes, los agentes encuestados por Citibank esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,99% m/m, por debajo de los niveles de 1,21% y 1,61% registrados en enero de 2022 y 2023, respectivamente (Gráfico 14).

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros aumentaron para el corto plazo y se redujeron para los demás plazos, mientras que las provenientes de encuestas disminuyeron para 2025. La

tendencia alcista del BEI de corto plazo se observó durante los días posteriores a la reunión de la JDBR de diciembre, en la que la decisión de recortar la TPM en 25 pb sorprendió a una parte importante del mercado que esperaba que ésta se mantuviera inalterada⁷. Posteriormente, esta tendencia se revirtió parcialmente, al tiempo que los BEI de mediano y largo plazo cayeron, tras la publicación del dato de inflación de diciembre (obs: 9,28%; esp: 9,45%). Este comportamiento también pudo haberse explicado por: *i*) la demanda de TES en UVR con vencimiento en 2025 por parte de entidades públicas, la cual pudo haber presionado a la baja la tasa de este título, y por consiguiente al alza la del BEI de corto plazo; y *ii*) la incertidumbre frente a la senda de corto plazo de la inflación, la cual se reflejó en la mayor prima por riesgo inflacionario para este plazo, y en la dinámica que ha tenido la inflación sin alimentos y sus expectativas. La incertidumbre frente a la inflación es consistente con la mención, por parte de los participantes del mercado, de varios riesgos al alza, dentro de los cuales se destaca el Fenómeno de El Niño, el ajuste de los precios de los peajes y de los combustibles, y el proceso de indexación tras el aumento de 12% del salario mínimo.

La brecha entre la expectativa de inflación proveniente del mercado de deuda pública y de las encuestas, aumentó. Ambas métricas se ubican por encima de la meta del Banrep. A 12 meses

⁷ De acuerdo con la encuesta de Bloomberg de diciembre, el 55% de los agentes encuestados esperaban un recorte de 25 pb, mientras que el 45% restante esperaba que la TPM se mantuviera inalterada. Por otro lado, las probabilidades implícitas en el mercado OIS mostraban que el mercado estaba descontando un recorte de 25 pb con un 65% de probabilidad, mientras que el 35% restante correspondía a un escenario en que no hubiera cambios.

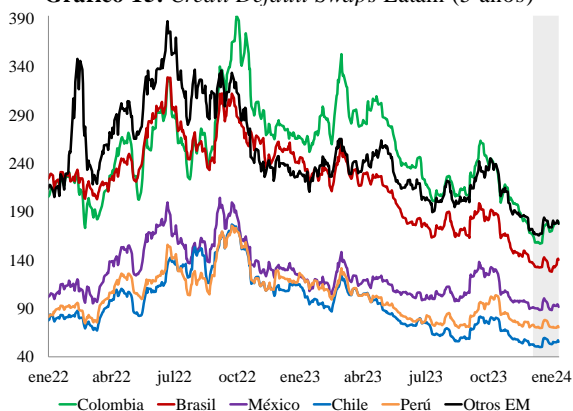
las encuestas muestran una expectativa de 5,19% (ant: 5,62%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 5,69% (ant: 5,90%). A 24 meses, la encuesta del Banrep indica una expectativa de 3,60% (ant: 3,80%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 4,72% (ant: 4,86%)⁸.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos presentó valorizaciones importantes. Estas valorizaciones se presentaron pese al contexto internacional de comienzo del año, caracterizado por desvalorizaciones de los títulos de renta fija ante un menor optimismo frente a un pronto inicio del ciclo de recortes de tasas en economías desarrolladas, y por un menor apetito por riesgo a nivel global⁹. No obstante, el desempeño local estuvo favorecido por la publicación del dato de inflación de diciembre, la decisión del Banrep de recortar la TPM y la importante demanda por parte de agentes locales, la cual se vio reflejada

en los resultados positivos de las subastas primarias que se han llevado a cabo durante enero¹⁰. Dentro de estos agentes, se destacan los fondos de pensiones, los cuales continuaron demandando montos importantes durante este mes. En cuanto a los inversionistas extranjeros, si bien se continuaron evidenciando salidas, estas se presentaron en un contexto de recomposición de su portafolio hacia títulos de largo plazo, lo cual favoreció este tramo de la curva (Gráficos 15, 16 y 17). Se destaca que la decisión de S&P Global de recortar la perspectiva de la calificación crediticia del Gobierno de estable a negativa, no tuvo impacto sobre el mercado.

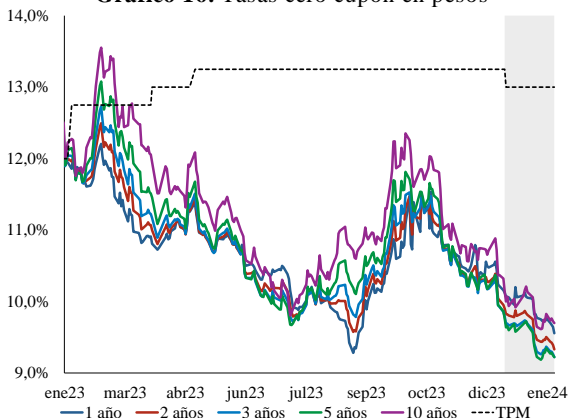
Gráfico 15. Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

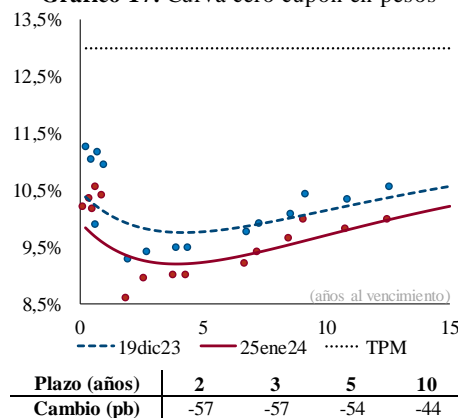
en los resultados positivos de las subastas primarias que se han llevado a cabo durante enero¹⁰. Dentro de estos agentes, se destacan los fondos de pensiones, los cuales continuaron demandando montos importantes durante este mes. En cuanto a los inversionistas extranjeros, si bien se continuaron evidenciando salidas, estas se presentaron en un contexto de recomposición de su portafolio hacia títulos de largo plazo, lo cual favoreció este tramo de la curva (Gráficos 15, 16 y 17). Se destaca que la decisión de S&P Global de recortar la perspectiva de la calificación crediticia del Gobierno de estable a negativa, no tuvo impacto sobre el mercado.

Gráfico 16. Tasas cero cupón en pesos



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

Gráfico 17. Curva cero cupón en pesos



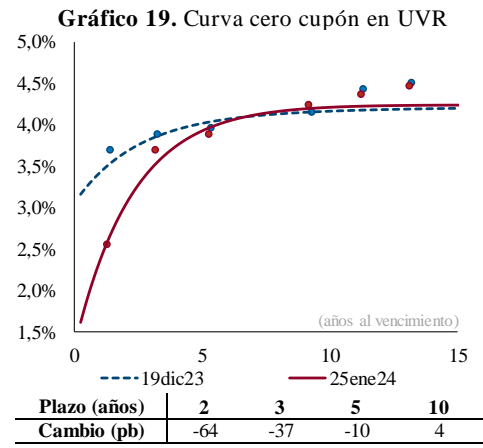
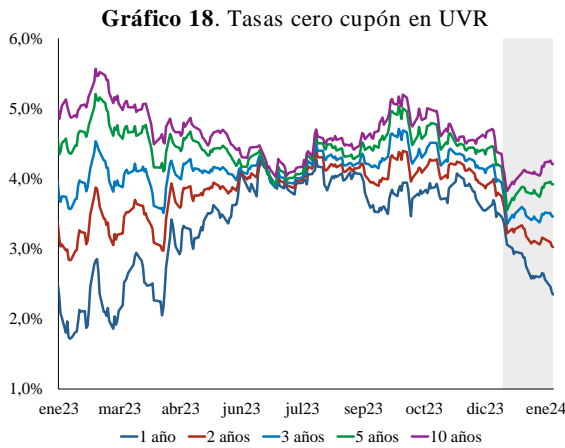
La curva de TES en UVR se espinó ante las importantes valorizaciones de los títulos de corto plazo, y las menores variaciones de los títulos de los demás tramos. Estas valorizaciones se observaron principalmente durante los días posteriores a la reunión de diciembre de la JDBR. También estuvieron soportadas por el comportamiento favorable de los TES en pesos durante enero

⁸ A diciembre de 2025, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,81% (ant: 3,80%), mientras que el FBEI a 2024 neto de primas se ubica en 4,79% (ant: 4,93%) para el mismo plazo.

⁹ Durante este periodo, el CDS a cinco años aumentó 13 pb en Colombia, 4 pb en Brasil y 3 pb en Chile, se mantuvo estable en México y disminuyó 2 pb en Perú. Por su parte, el índice CDX EM (que reúne una muestra de 22 economías emergentes) aumentó 7 pb.

¹⁰ El *bid/cover* de las dos subastas primarias que se han llevado a cabo en enero se ubicó en 5,5 y 6,0, por encima de los niveles inferiores a 5,0 observados durante la mayoría de las subastas llevadas a cabo en 2023.

y por la demanda de títulos con vencimiento en 2025 por parte de entidades públicas (Gráficos 18 y 19).



Los inversionistas extranjeros continuaron con su tendencia vendedora, con salidas netas por COP 1,4 billones (b) en TES en pesos, concentradas en el tramo medio de la curva (COP 902 mm). En cuanto a los TES en UVR, vendieron en neto COP 1,1 b en el mercado de contado, concentrados en el tramo largo (COP 759 miles de millones (mm)). Así, acumulan ventas netas por COP 2,5 b en lo corrido de 2024 en el mercado de contado de TES (Gráfico 20), con las cuales alcanzan una reducción del 11,7% de su portafolio a diciembre de 2022. No obstante, se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES (21% del total de TES circulando – ver Gráfico 21).

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

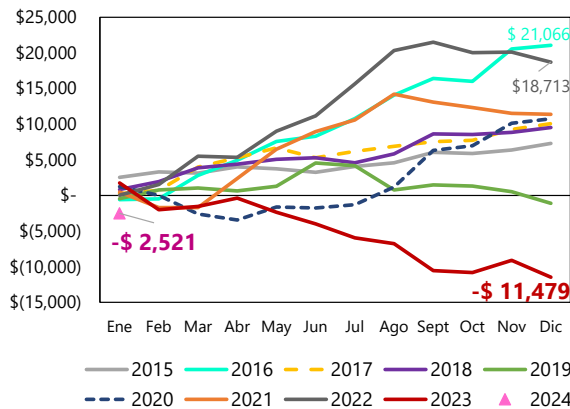
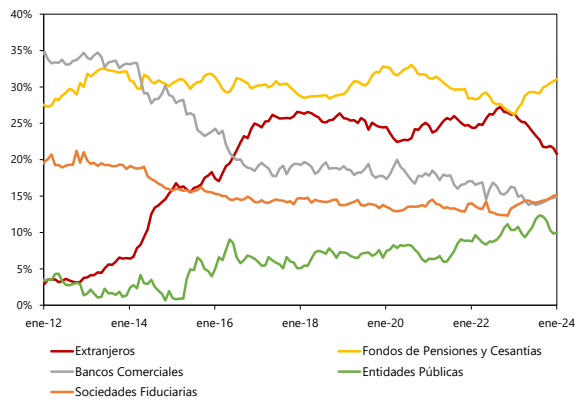


Gráfico 21. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencia del Fonpet



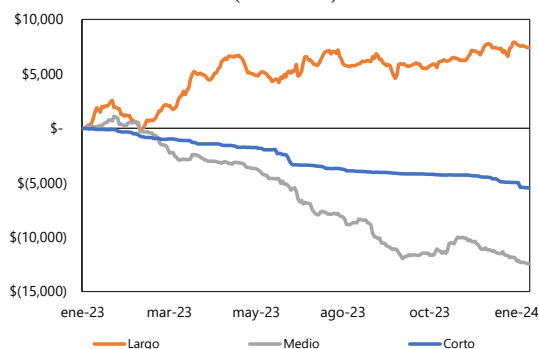
Nota: Excluye la transferencia del portafolio Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al Ministerio de Hacienda (entidades públicas) en abril de 2023. Para poder aproximar cuál sería la variación del portafolio excluyendo el efecto que se generó por la transferencia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

A pesar de las ventas en el agregado, los inversionistas extranjeros continuaron aumentando su posición en el tramo largo de la curva. Sus ventas durante este mes se concentraron en referencias de corto y mediano plazo, mientras que en TES del tramo largo en pesos realizaron compras por COP 120 mm (Gráfico 22). Este comportamiento podría estar relacionado con las expectativas de los inversionistas extranjeros sobre el ciclo de política monetaria en Colombia.

Por tipo de agente extranjero, se observa que los fondos soberanos y los fondos mutuos dirigieron las ventas durante enero, compensados parcialmente por compras de autoridades

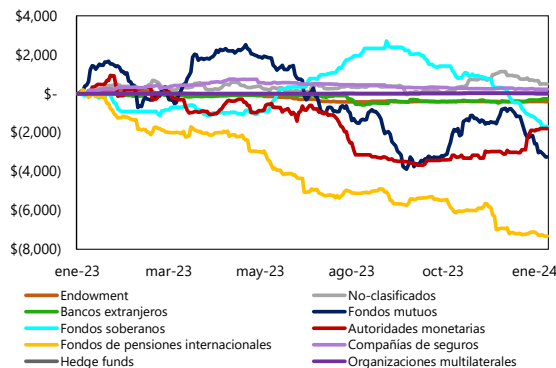
monetarias (Gráfico 23). Durante enero, las autoridades monetarias han realizado compras por COP 1.220 mm¹¹, mientras que las ventas se han concentrado en los fondos soberanos y fondos mutuos por COP 2.081 mm y COP 1.230 mm¹².

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



Fuente: Banrep.

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



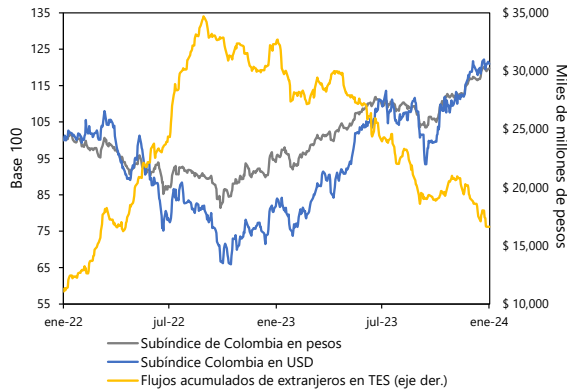
Fuente: Banrep.

Las ventas realizadas por los inversionistas extranjeros en lo corrido de 2024 podrían estar en línea con los factores resaltados por algunos de ellos. Estos agentes han mencionado que sus flujos al mercado de contado de deuda pública podrían estar asociados con sus políticas de inversión. En particular, han resaltado que las ventas se han dado debido a: *i*) tomas de utilidad, dadas las valorizaciones acumuladas por los títulos colombianos desde 2023 (Gráfico 24); *ii*) la apreciación del peso frente al dólar desde 2023, que incrementa el valor de los activos colombianos y lleva a inversionistas con una estrategia de exposición estable a vender títulos (Gráfico 25). En el Anexo 3 se detallan algunos motivos adicionales que han guiado la tendencia de ventas de estos inversionistas desde 2023.

¹¹ Con información al 25 de enero, durante enero los no-clasificados, fondos de pensiones internacionales, hedge funds, compañías de seguros, endowment, organizaciones multilaterales y bancos extranjeros, han presentado flujos netos por COP -414 mm, COP -107 mm, COP -18 mm, COP -16 mm, COP -2 mm, COP 3mm y COP 125 mm, respectivamente.

¹² En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos mutuos (COP -1.860 mm). Los no clasificados, los fondos soberanos, los fondos de pensiones internacionales, los hedge funds, las compañías de seguros, los endowment funds, las organizaciones multilaterales, los bancos extranjeros y las autoridades monetarias presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -412 mm, COP -388 mm, COP -66 mm, COP -18 mm, COP -9 mm, COP -2 mm, COP 3 mm, COP 125 mm y COP 1.232 mm. Las ventas en TES UVR se concentraron en los fondos soberanos (COP -842 mm). Los fondos mutuos, los fondos de pensiones internacionales, las autoridades monetarias, las compañías de seguros, los no clasificados y los bancos extranjeros presentaron flujos netos en TES UVR por COP -221 mm, COP -42 mm, COP -12 mm, COP -7 mm y COP -2 mm.

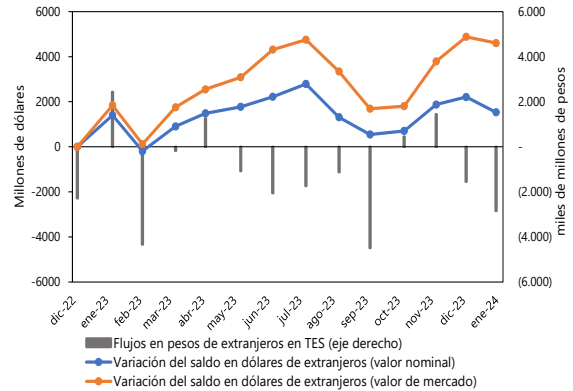
Gráfico 24. Flujos netos acumulados de extranjeros en TES vs subíndice en USD y en COP de Colombia en el GBI-EM*



Fuente: Banrep y JPMorgan

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

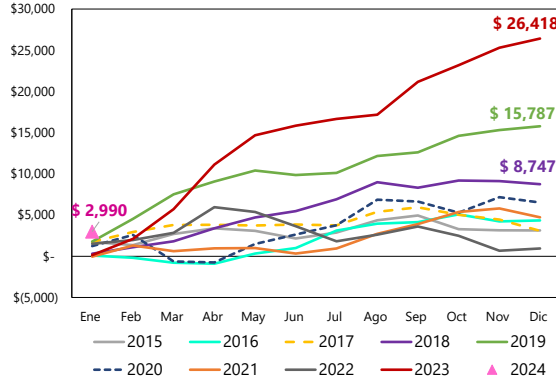
Gráfico 25. Variación del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



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



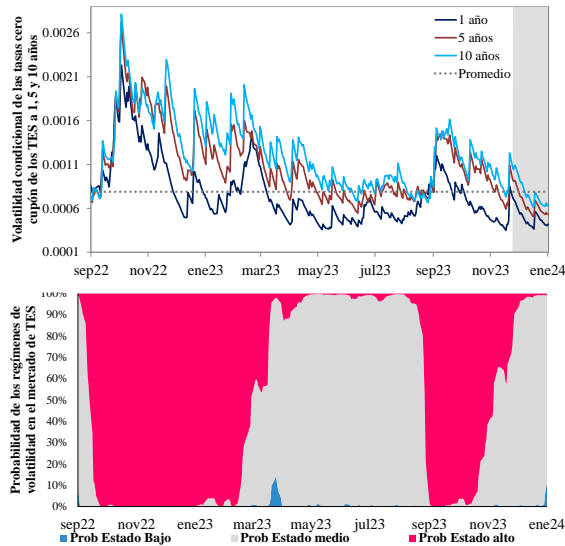
Fuente: Banrep

en el tramo medio. Así, se mantuvieron como los principales tenedores de TES (31% del total de TES circulando, ver Anexo 3).

Los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora en enero, siendo los mayores compradores de TES en pesos y UVR por COP 1.803 mm y COP 1.187 mm, respectivamente, principalmente en el tramo largo de la curva (COP 1.491 mm y COP 994 mm, en su orden) (Gráfico 26).

Estos agentes realizaron ventas netas por COP 29 mm en el tramo corto, y compras en el tramo medio por COP 340 mm de la curva en pesos. Mientras que en TES en UVR realizaron ventas netas por COP 143 mm en el tramo corto, y compras por COP 336 mm

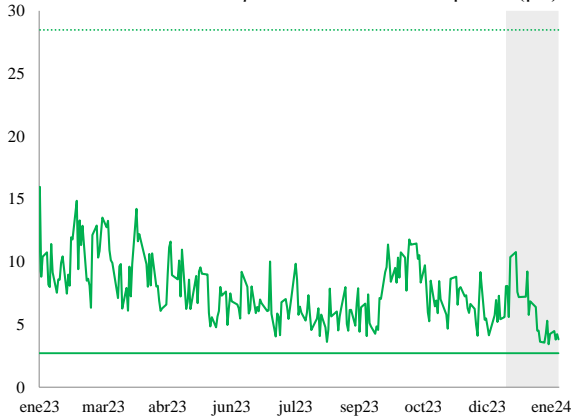
Gráfico 27. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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.

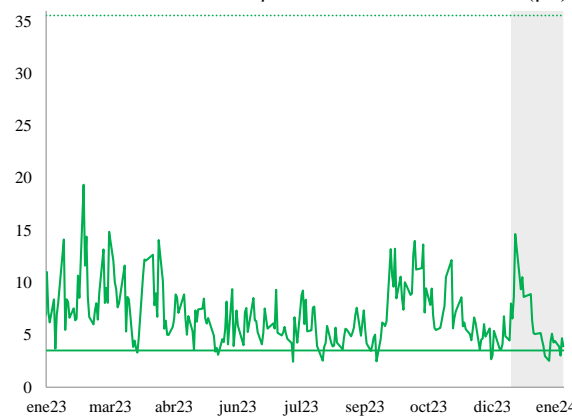
La volatilidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó para todos los plazos, y pasó de un estado alto a un nivel de volatilidad medio, al tiempo que la liquidez presentó una mejora frente al mes anterior. La volatilidad promedio de las tasas en el mercado de TES en pesos descendió para todos los plazos, y se ubicó en un estado de volatilidad medio tras ubicarse 4 meses consecutivos en un estado de volatilidad alto (Gráfico 27). Por su parte, los indicadores de liquidez muestran una mejora para los TES en pesos y UVR, frente a lo registrado en diciembre¹³. Pese a que estos indicadores aún sugieren niveles de liquidez inferiores a los registrados previo a la pandemia del Covid-19, estos se encuentran por encima de los registrados durante los primeros días de la pandemia. La afectación de los indicadores de liquidez y volatilidad es una dinámica común a los mercados desde 2020 (Anexo 2 - Gráficos 28 al 31).

Gráfico 28. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)



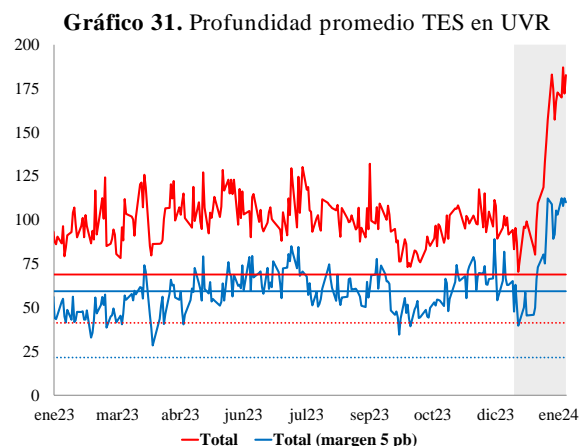
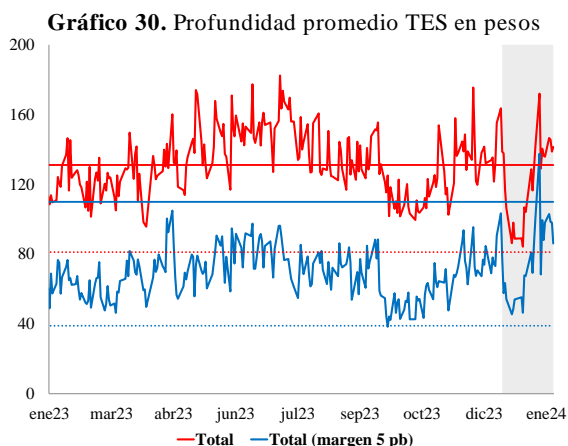
Fuente y Cálculos: Banrep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A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

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



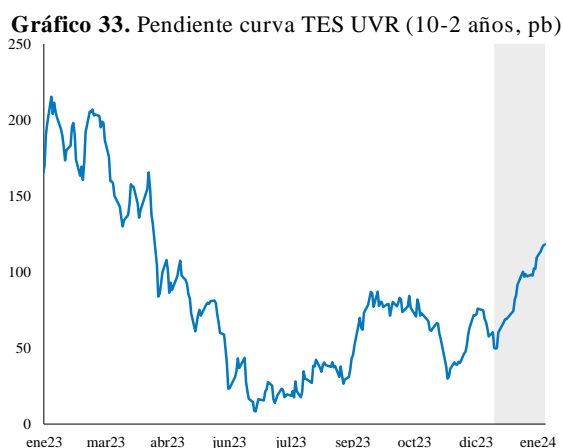
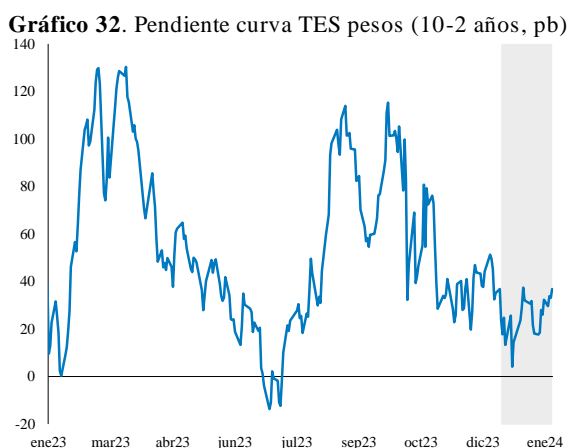
Fuente y Cálculos: Banrep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en UVR que se encuentran en el mercado. A los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

¹³ Al 25 de enero los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 5,0 pb para los TES en pesos y 4,6 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 6,8 pb y 6,4 pb observados durante diciembre, 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 127,0 mm a COP 128,6 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR lo hizo de COP 95,5 mm a COP 146,7 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).



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

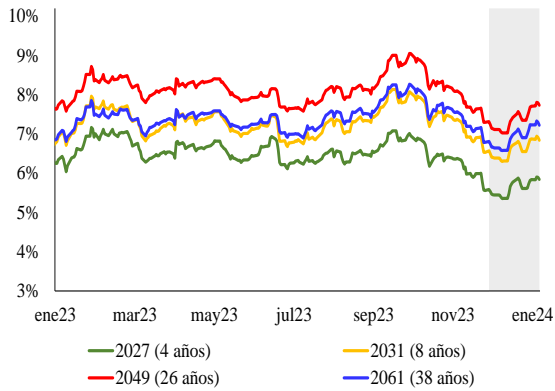
Las curvas de los TES en pesos y UVR se empinaron. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años aumentó 13 pb, hasta 37 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y 68 pb, hasta 118 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 32 y 33).



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

Las tasas de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares aumentaron y su diferencia con la tasa de los títulos locales disminuyó hasta niveles no observados desde mediados de 2023. Desde el 19 de diciembre, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 7, 25 y 37 años presentaron variaciones de 30 pb, 34 pb, 49 pb y 47 pb, respectivamente (Gráfico 34). El margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) disminuyó 83 pb debido a que la deuda local presentó valorizaciones durante el período, mientras que la denominada en moneda extranjera del tramo largo se desvalorizó (Gráfico 35).

Gráfico 34. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

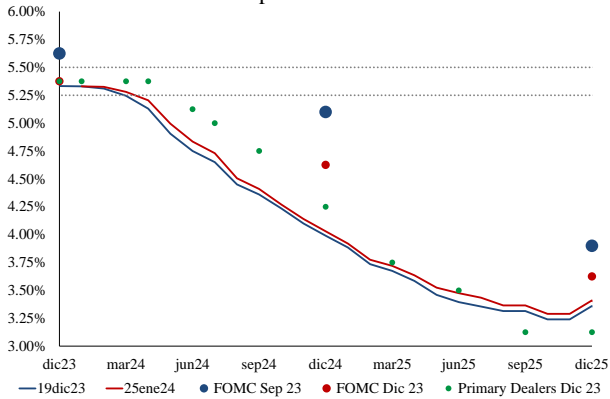
Gráfico 35. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

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

Gráfico 36. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

Las expectativas del mercado de futuros sobre la tasa de los Fondos Federales presentaron una volatilidad importante.

Estas disminuyeron en diciembre tras la reunión del FOMC, pero volvieron a aumentar en enero, afectadas por los mismos factores que incidieron sobre las desvalorizaciones de los Tesoros en EE.UU. Así, el mercado descuenta un primer recorte de tasas durante el segundo trimestre de 2024. Además, descuentan recortes por 150 pb durante el año, con una tasa terminal entre 3,75% y 4,00% en diciembre de 2024. Lo anterior contrasta con las proyecciones

del FOMC de diciembre, en donde estimaban recortes por 75 pb durante 2024 (Gráfico 36).

En esta misma línea, el CME¹⁴ muestra que el rango más probable de tasas de los fondos federales permaneció estable para diciembre de 2024. Según esta entidad, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre de 2024 es el rango entre 3,75% y 4,00% (probabilidad del 38%), el cual es seguido por el rango entre 4,00% y 4,25% (probabilidad de 30%, Cuadro 2).

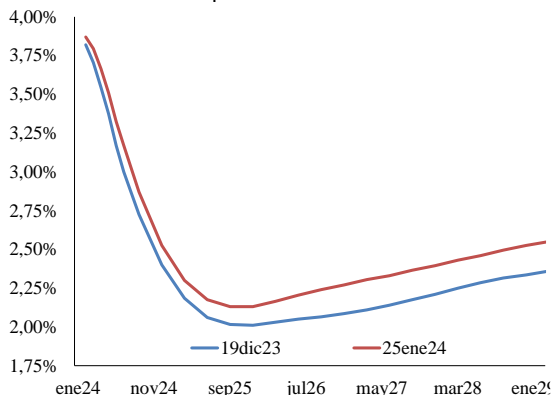
Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2024

	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00%	4,00%-4,25%	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%
19dic23	2%	23%	38%	26%	9%	2%
25ene24	1%	18%	38%	30%	11%	2%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

¹⁴ Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.

Gráfico 37. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

En Europa el mercado de futuros de la tasa Euribor descuenta una senda de política monetaria de mediano plazo más contractiva que la descontada a finales de diciembre.

Además, el mercado espera un primer recorte de las tasas del BCE durante el segundo trimestre de 2024 (Gráfico 37, Anexo 5).

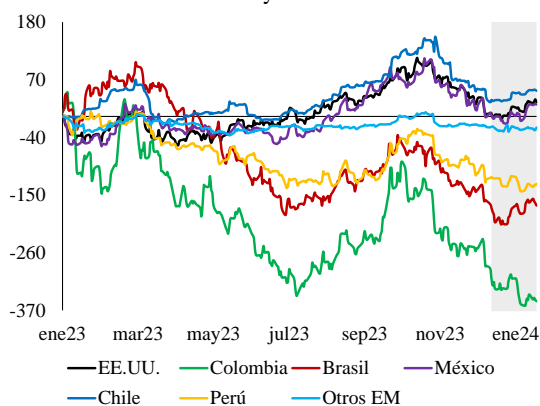
1.4. Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región

La curva de Tesoros de EE. UU. se empinó ante desvalorizaciones de los títulos de largo plazo.

Estas desvalorizaciones estuvieron asociadas con un aumento de la prima a término (Gráfico A4.4), la cual pudo estar explicada por: *i*) correcciones frente a la importante reducción observada en diciembre; *ii*) la publicación de cifras económicas que aún evidencian una importante resiliencia de la actividad económica¹⁵; *iii*) la publicación de las cifras de inflación de diciembre (total: 3,4%; núcleo: 3,9%), las cuales sorprendieron al alza al mercado (total: 3,2%; núcleo: 3,8%); y *iv*) los comentarios *hawkish* por parte de varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), quienes mostraron cautela frente al comienzo del ciclo de reducciones de las tasas de interés.

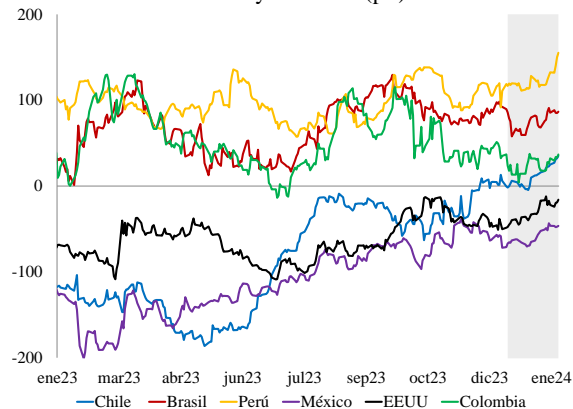
La mayoría de las curvas de deuda pública de la región se empinó ante desvalorizaciones de los títulos de largo plazo. Este comportamiento estuvo acorde con el desempeño de la mayoría de los títulos de deuda pública a nivel global, y con la mayor aversión al riesgo internacional. De esta manera, las pendientes 10 años-2 años aumentaron 33 pb en Chile (hasta un nivel de 35 pb), 31 pb en Perú (155 pb), 30 pb en EE. UU. (-16 pb) y 20 pb en México (-46 pb), mientras que la de Brasil se mantuvo estable (87 pb) (Gráficos 38 a 40 y Anexo 4).

Gráfico 38. 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 enero de 2023.

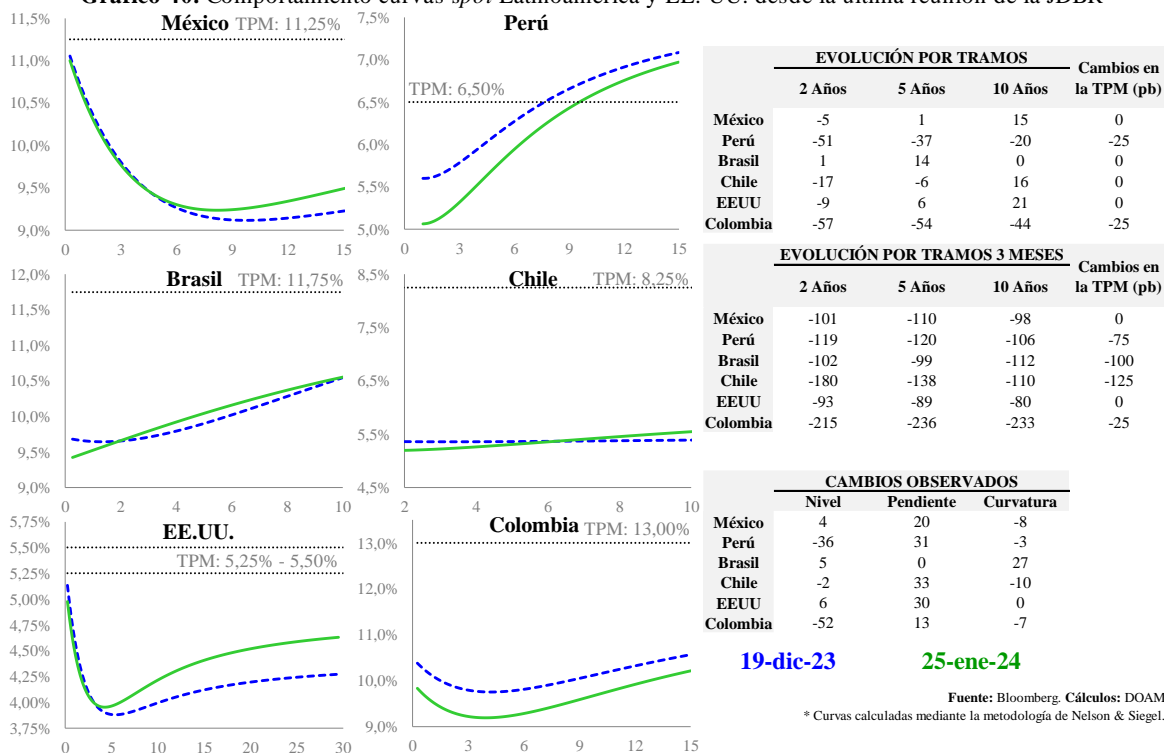
Gráfico 39. Pendiente 10 años - 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

¹⁵ Dentro de estas cifras se destaca: *i*) el reporte de empleo de diciembre, el cual mostró que las nóminas no agrícolas aumentaron en 216 mil, por encima de las 175 mil esperadas por el mercado, al tiempo que la tasa de desempleo se mantuvo en 3,7% (esp: 3,8%) y los salarios aumentaron 4,1% a/a (esp: 3,9%); y *ii*) la confianza del consumidor (estimada por el Conference Board), la cual mostró un aumento 110,7 en diciembre (esp: 104,5).

Gráfico 40. Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE. UU. desde la última reunión de la JDBR



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

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

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

2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes se encuentran divididos entre un recorte de la TPM de 25 pb o 50 pb en la reunión de enero. Primero, según la EME¹⁶, la mediana señala una tasa esperada de 12,63% en enero (desviación estándar de 15 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera¹⁷ (EOF), el 68% de los encuestados descuenta una reducción de 50 pb, el 21% espera un recorte de 25 pb, mientras que 11% restante está dividido entre quienes proyectan una reducción de 75 pb, 100 pb o que se mantenga inalterada. Por su parte, de las 23 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg¹⁸, 11 esperan un recorte de 25 pb, otras 11 estiman un recorte de 50 pb, mientras que la entidad restante proyecta una disminución de 75 pb. Por último, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank¹⁹, de las 23 entidades encuestadas el 61% espera y recomienda que la TPM disminuya 50 pb en enero; un 30% espera y recomienda que disminuya 25 pb; un 4% espera y recomienda que disminuya 75 pb; y el 4% restante espera que disminuya 50 pb, pero recomienda que disminuya 100 pb. La desviación estándar de las expectativas disminuyó de 0,17% en diciembre a 0,14% en enero (Gráfico 41 y Anexo 1).

Por su parte, en el Gráfico 42 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2024 de acuerdo con la encuesta de Citibank, en la cual se observa que entre diciembre y enero la

¹⁶ Datos recolectados entre el 11 y el 15 de enero.

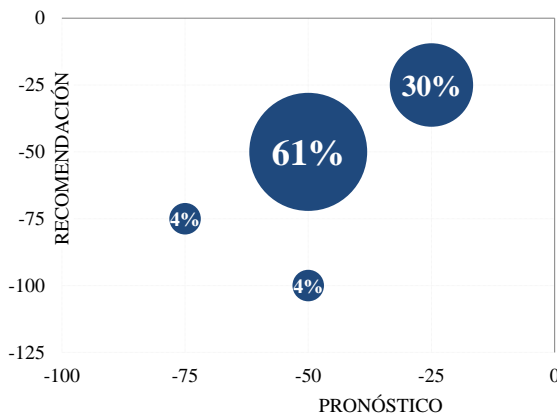
¹⁷ Publicada el 23 de enero con información recolectada entre el 11 y el 18 del mismo mes.

¹⁸ Datos recolectados al 29 de enero.

¹⁹ Publicada el 29 de enero.

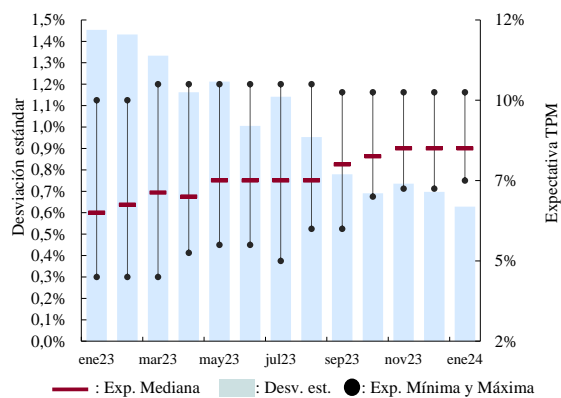
tasa mediana esperada se mantuvo estable en 8,00%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 0,70% a 0,63%.

Gráfico 41. Expectativa de cambio (pb) TPM



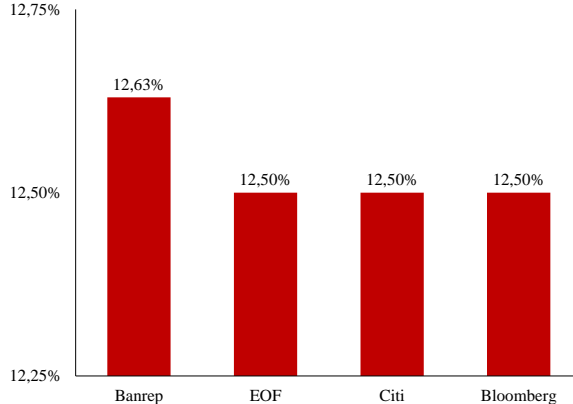
Fuente: Citibank.

Gráfico 42. Expectativas TPM para diciembre de 2024



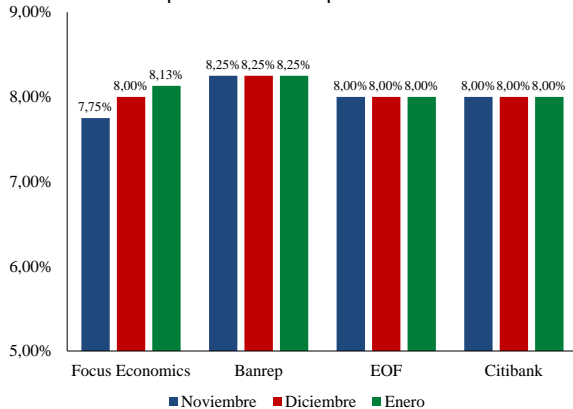
Fuente: Citibank.

Gráfico 43. Expectativas TPM próxima reunión



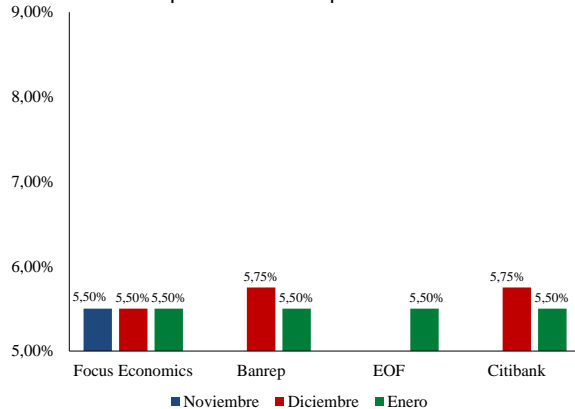
Fuente: Banrep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del Banrep se realizó entre el 11 y el 15 de enero. La EOF se publicó el 23 de enero con datos recolectados entre el 11 y el 18 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 29 de enero. Los datos de Bloomberg se tomaron con información hasta el 29 de enero.

Gráfico 44. 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 15 de enero, con encuestas recolectadas hasta el 14 de enero. La encuesta del Banrep se realizó entre el 11 y el 15 de enero. La EOF se publicó el 23 de enero con datos recolectados entre el 11 y el 18 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 29 de enero.

Gráfico 45. Expectativas TPM para diciembre de 2025



Fuente: Focus Economics, Banrep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 15 de enero, con encuestas recolectadas hasta el 14 de enero. La encuesta del Banrep se realizó entre el 11 y el 15 de enero. La EOF se publicó el 23 de enero con datos recolectados entre el 11 y el 18 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 29 de enero.

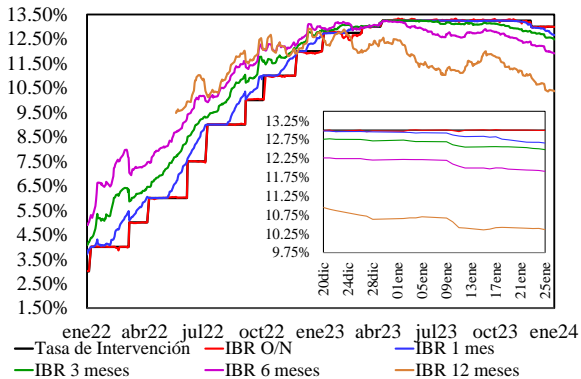
Las encuestas evidencian expectativas de política monetaria similares a las observadas el mes previo para finales de 2024, pero inferiores para 2025.

En los Gráficos 43, 44 y 45 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 se encuentran divididos entre quienes esperan un recorte de 25 pb en enero, y quienes estiman un recorte de 50 pb; *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 se mantuvo cercano a 8% (obs: 8,10%; ant: 8,06%); y *iii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2025 se redujo de 5,67% a 5,50%.

Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses cayeron ante expectativas de que continúen los recortes de la TPM. Desde la última reunión de la JDBR y hasta

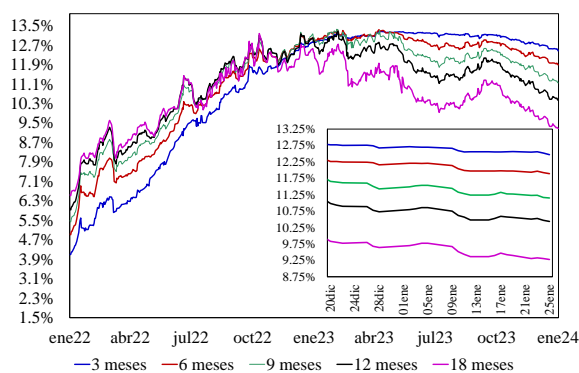
el 25 de enero de 2024 las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses cayeron 33 pb, 48 pb, 68 pb, 62 pb, 67 pb y 66 pb, respectivamente (Gráficos 46 y 47).

Gráfico 46. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

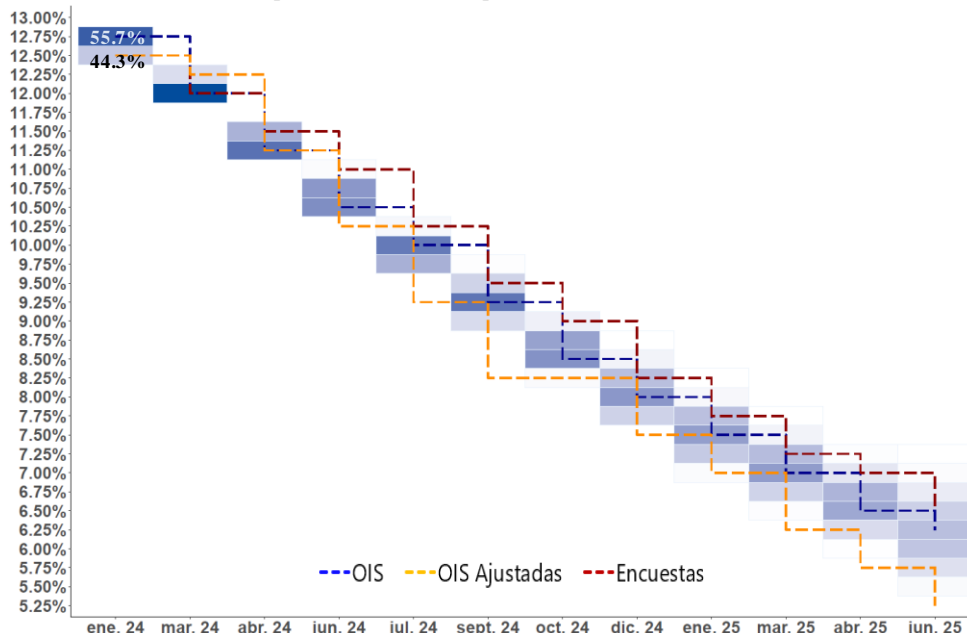
Gráfico 47. Tasas OIS



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

Las tasas del mercado OIS descuentan con mayor probabilidad una reducción de la TPM de 25 pb en la reunión de enero. Las tasas del mercado OIS presentaron una tendencia a la baja señalando expectativas de recortes de la TPM. Las mayores reducciones ocurrieron después de conocerse el dato de inflación de diciembre de 2023 el cual se ubicó por debajo de lo esperado (obs: 9,28% a/a; esp: 9,45% a/a). Así, el 25 de enero el mercado descuenta con una probabilidad del 55% una reducción de la TPM de 25 pb en la reunión de enero. Para 2024 el mercado descuenta en promedio reducciones entre 50 pb y 75 pb por cada reunión, alcanzado caídas de 225 pb y 275 pb durante el primer semestre y segundo semestre de 2024, respectivamente. De tal forma que en diciembre de 2024 la TPM se ubicaría en 8,00% (anterior: 8,50%). Por otra parte, la senda de TPM esperada por los analistas se ubica 25 pb en promedio por encima de las expectativas del mercado OIS, la menor diferencia entre estas expectativas está en línea con correcciones en la incertidumbre de la TPM²⁰, la cual se ubicaba en niveles altos en los meses anteriores (Gráfico 48 y 49).

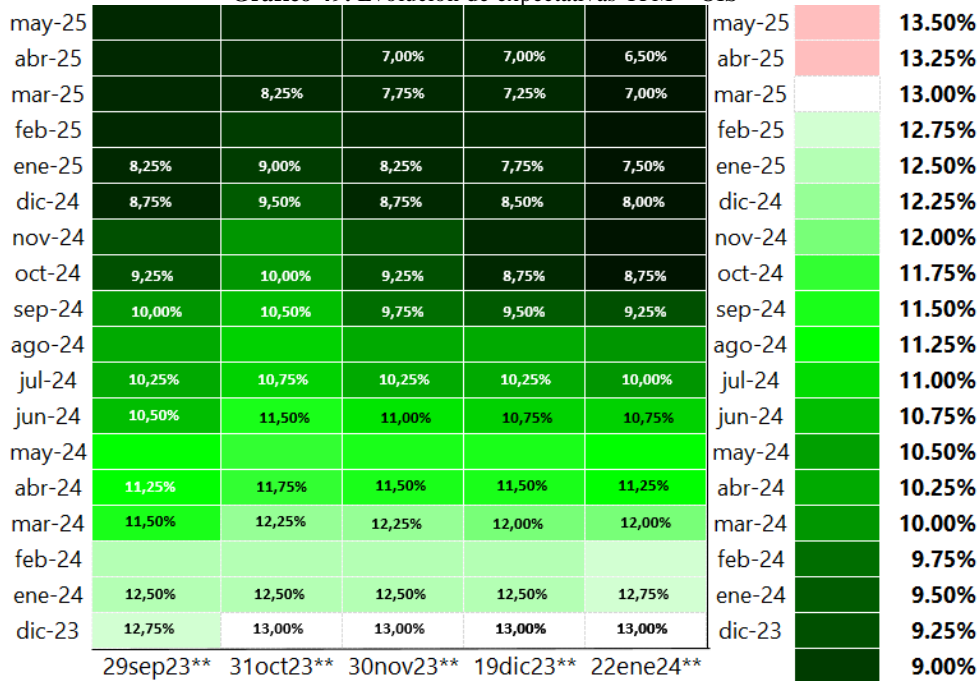
Gráfico 48. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 25 de enero de 2023)



Nota: En enero de 2024 las tasas OIS ajustadas asignan una probabilidad de 55,7% a una reducción de 25 pb en enero y de 44,3% a una reducción de 50 pb.

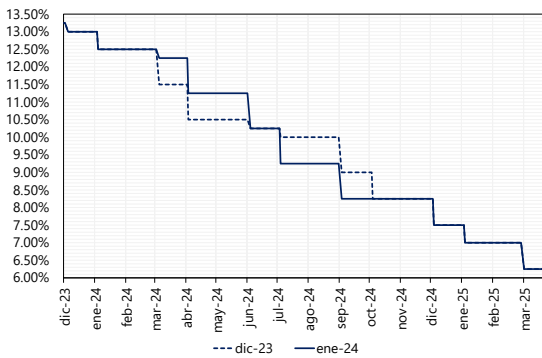
²⁰ Medida por la desviación estándar de las cotizaciones de la IBR, la desviación estándar de las expectativas de TPM y la volatilidad implícita de las tasas OIS (Anexo 6).

Gráfico 49. Evolución de expectativas TPM – OIS



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

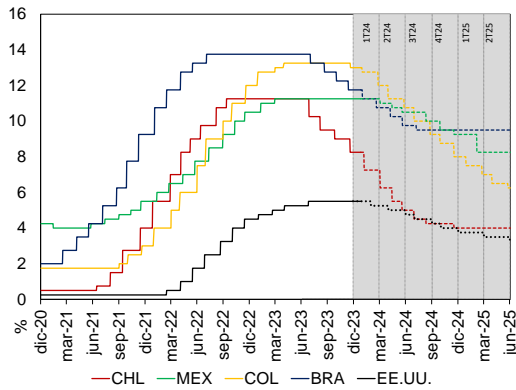
Gráfico 50. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 28 de diciembre de 2023 y 25 de enero de 2024.

La expectativa de TPM ajustada por la prima a término del mercado OIS no presentó cambios significativos y anticipa una reducción de 550 pb durante 2024. En el Gráfico 50 se presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los días 28 de diciembre de 2023 y 25 de enero de 2024. Según esta medida la expectativa para diciembre de 2024 se ubicó en 7,50% (ant: 7,50%).

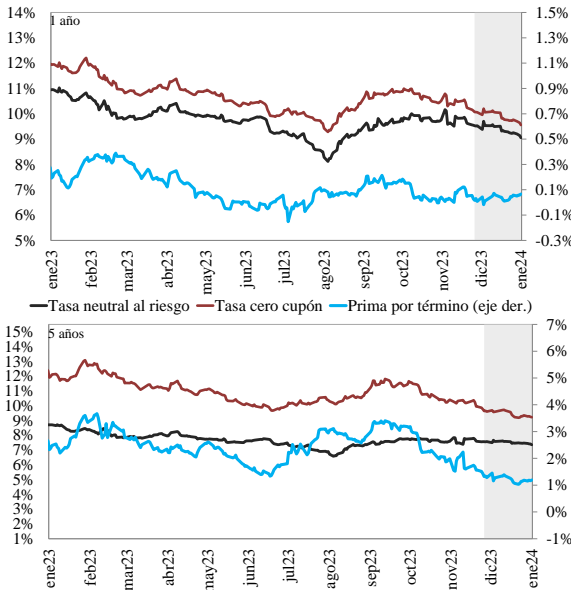
Gráfico 51. Expectativas de TPM en los países de la región.



Fuente: Bloomberg. Cálculos propios.

Los mercados OIS continúan vislumbrando reducciones de la TPM para los países de la región en el 2024 (Gráfico 51). Para 2024 los mercados descuentan reducciones de la TPM en 225 pb, 425 pb y 200 pb en Brasil, Chile y México, cerrando en 2024 en 9,50%, 4,00% y 9,25%, en su orden. De tal forma que el mercado descuenta una mayor reducción de la TPM para Colombia (500 pb), este hecho ha favorecido el comportamiento de la deuda pública a nivel local según algunos agentes del mercado local. Las mayores reducciones esperadas para Colombia, comparado con los pares de la región, está en línea con el alto nivel de inflación de Colombia frente a su meta (Anexo 9).

Gráfico 52. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años



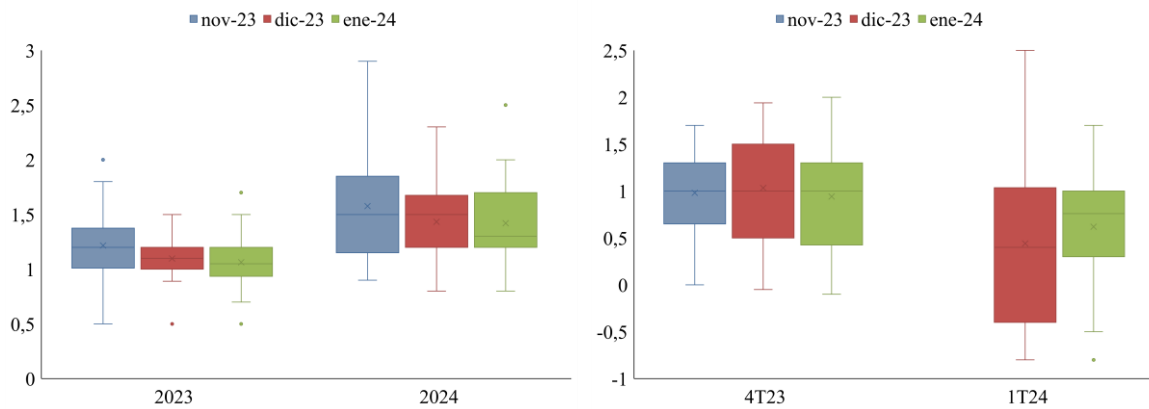
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

La disminución de las tasas de los TES en pesos se puede explicar por reducciones en las tasas neutras al riesgo, en línea con el ajuste de las expectativas de TPM. En el Gráfico 52 se presentan estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutras al riesgo promedio cayeron 56 pb y 24 pb a 1 y 5 años respectivamente, y se ubicaron en 9,05% y 7,36%, en su orden. Por su parte, la prima a término a un año (0,07%) subió 4 pb y a 5 años (1,19%) cayó 24 pb.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento de la economía colombiana disminuyeron para 2023 y 2024. De acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros redujeron sus expectativas de crecimiento para 2023 de 1,10% a 1,05%, y para 2024 de 1,5% a 1,3%. Para el 4T23 estos analistas mantuvieron su proyección en 1,0%, mientras que para el 1T24 la aumentaron de 0,4% a 0,76% (Gráfico 53). Por otro lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la expectativa de crecimiento disminuyó para 2023 de 1,06% a 1,00%, pero aumentó para 2024 de 1,38% a 1,50%.

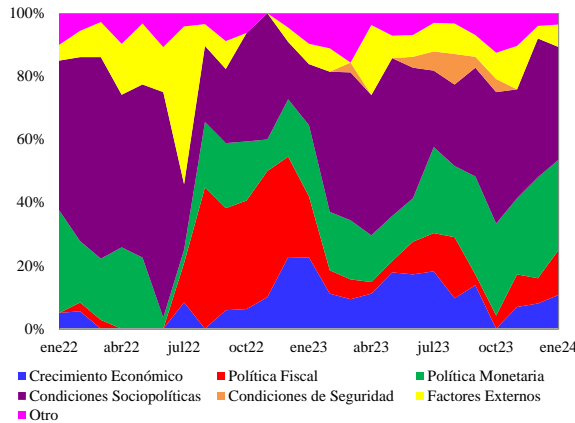
Gráfico 53. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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

Los analistas esperan valorizaciones de los TES y el MSCI COLCAP durante los próximos tres meses y para fin de año. Frente a los TES que vencen en 2028 y 2032, los analistas esperan que durante los próximos tres meses estos se valoricen 17 pb y 23 pb, respectivamente²¹ (desviaciones estándar de 55 pb y 65 pb). Para fin de año, los mismos analistas proyectan valorizaciones de 62 pb y 53 pb, en ese orden (desviaciones estándar de 125 pb y 121 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se valorice más de 1%, mientras que a 12 meses esperan una valorización cercana al 9% (desviaciones estándar de 4% y 7%, respectivamente%).

Gráfico 54. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta: ¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión? Las condiciones sociopolíticas continuaron ocupando el primer lugar. El 36% de los encuestados señaló las condiciones sociopolíticas (ant: 44%, var: -8 pp) como el factor más relevante, el 29% resaltó la política monetaria (ant: 32%; var: -3 pp), el 14% la política fiscal (ant: 8%, var: 6 pp), el 11% el crecimiento económico (ant: 8%; var: 3 pp), el 7% los factores externos (ant: 4%; var: 3 pp), mientras que el 4% restante señaló otros factores (ant: 4%; var: 0 pp, Gráfico 52). El agente que mencionó otros factores destacó puntualmente la incertidumbre regulatoria.

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

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

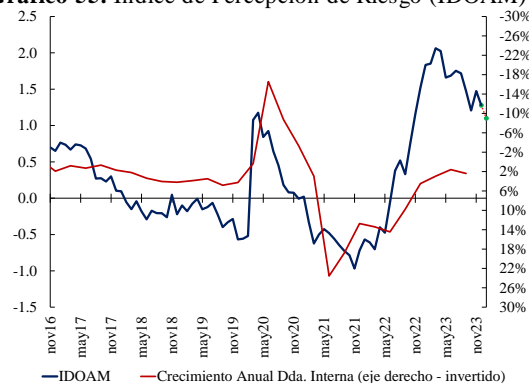
Con datos definitivos de diciembre de 2023, el IDOAM sugiere una mejora de las condiciones financieras. El mejor resultado de este indicador se da ante reducciones de los spreads de las tasas de la cartera preferencial, consumo y tesorería frente a las tasas de los TES, una menor volatilidad del mercado accionario y de TES, y una reducción de las expectativas de inflación. El alto nivel del

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

indicador se mantiene ante el mayor valor de los spreads de las tasas mencionadas arriba, como también a los altos niveles de las expectativas de inflación frente a la meta del Banco (Gráfico 55).

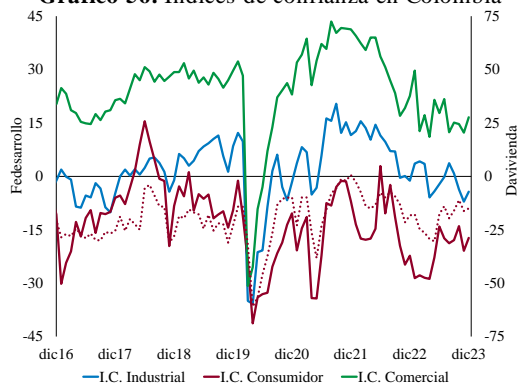
Los indicadores de confianza empresarial y del consumidor repuntaron en diciembre. El indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, aumentó en diciembre (obs: -17,3%; ant: -20,9%), como consecuencia de unas expectativas menos pesimistas, las cuales fueron parcialmente contrarrestadas por una percepción más desfavorable de las condiciones económicas (Gráfico 56). Asimismo, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -24,1% a -21,2% (Gráfico 55), al tiempo que la confianza del consumidor estimada por Davivienda presentó una mejora durante el mismo mes (obs: -15,0%; ant: -16,2%). Por otro lado, los indicadores de confianza industrial (obs: -4,3%; ant: -7,1%) y comercial (obs: 16,6%; ant: 12,3%) también repuntaron durante diciembre. El desempeño del primero estuvo explicado por unas mejores expectativas de producción para el próximo trimestre, y un menor nivel de existencias, lo cual compensó el deterioro del volumen actual de pedidos. Por último, la confianza comercial aumentó ante una mejor percepción de la situación económica, unas mayores expectativas de producción para el próximo semestre, y un menor nivel de existencias.

Gráfico 55. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



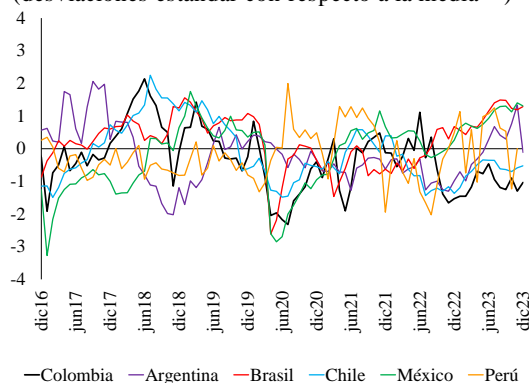
Fuentes: Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible. **Nota:** Se usa la volatilidad implícita promedio de los TES a 1, 5 y 10 años extraída de un modelo GARCH(1,1)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

Gráfico 56. Índices de confianza en Colombia



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

Gráfico 57. Índices de confianza de Latinoamérica*
(desviaciones estándar con respecto a la media**)



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

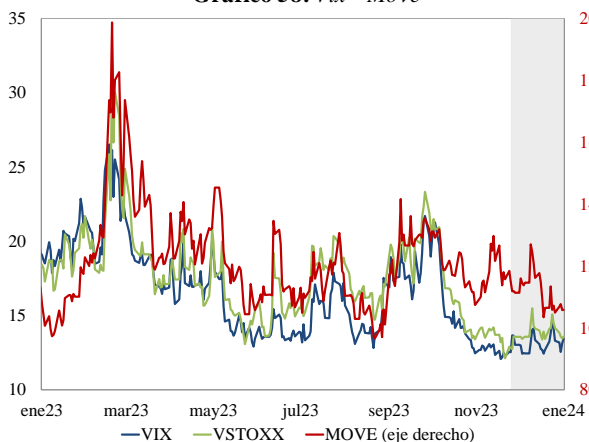
Colombia fue el país que registró el mayor aumento en el indicador de confianza desestacionalizado, a pesar de lo cual continúa siendo el país con el nivel más bajo. Este indicador disminuyó para Argentina y México a diferencia de los demás países de la muestra entre noviembre y diciembre. El Gráfico 57 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 Colombia, Chile y Perú se encuentran por debajo de su media histórica, a diferencia de los demás países.

²² Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

²³ Instituto Brasileiro de economía

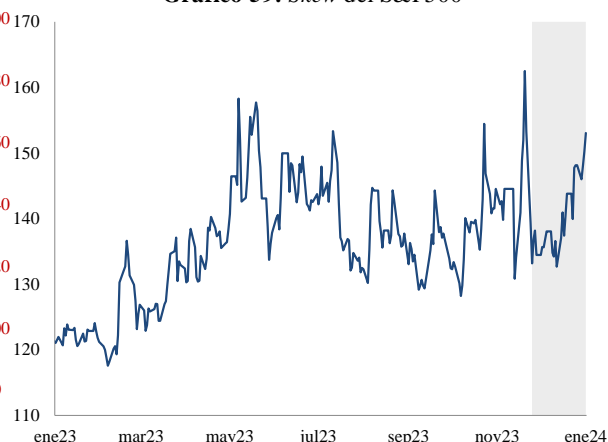
La volatilidad implícita en las opciones de índices bursátiles (Vix y Vstoxx) presentó un repunte, mientras que la implícita en las opciones sobre Tesoros (Move) disminuyó. El *Vix*²⁴ y el *Vstoxx*²⁵ volvieron a aumentar durante el periodo de análisis luego de haber alcanzado a mediados de diciembre niveles no observados desde inicios de 2020. Este comportamiento pudo estar asociado con el aumento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y la continua debilidad de la economía china, lo que llevó al Banco Central a recortar el requisito de encaje bancario a fin de mes. Por el contrario, el *Move*²⁶ se redujo de manera importante ante la expectativa de un pronto comienzo del ciclo de recortes de la tasa de política monetaria en Estados Unidos (Gráfico 58). Por su parte, el *Skew*²⁷ corrigió al alza de manera importante, ante el desempeño sobresaliente del S&P 500 (Gráfico 59).

Gráfico 58. Vix - Move



Fuente: Bloomberg.

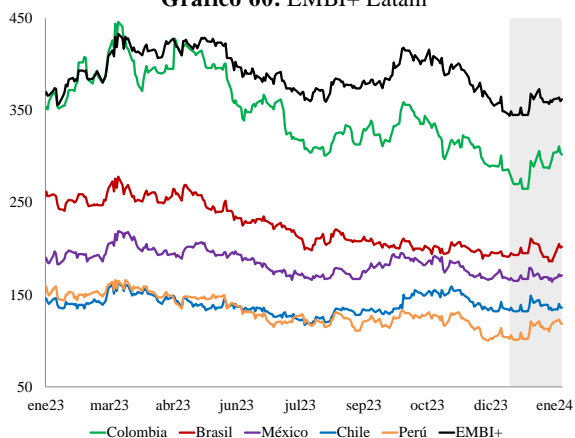
Gráfico 59. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

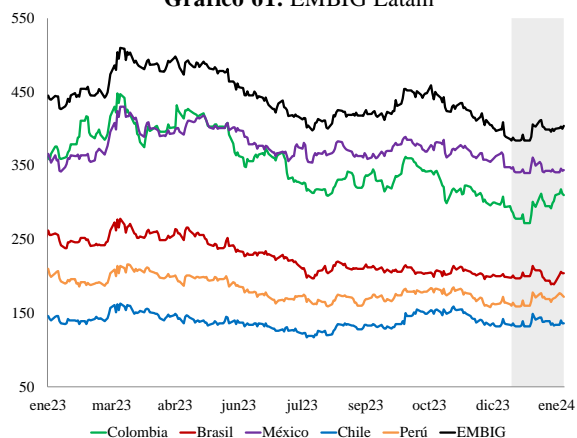
Finalmente, el EMBI²⁸ aumentó en Latinoamérica, en línea con lo observado a nivel global. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) aumentó 20 pb (21 pb) en Colombia, 16 pb (12 pb) en Perú, 10 pb (6 pb) en Brasil, 5 pb (- 2 pb) en México y 3 pb (corresponde al EMBIG) en Chile (Gráficos 60 y 61).

Gráfico 60. EMBI+ Latam



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 61. EMBIG Latam



Fuente: Bloomberg.

²⁴ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

²⁵ El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

²⁶ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

²⁷ 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.

²⁸ *Information has been obtained from sources believed to be reliable, but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.*

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 29 de enero

Empresa	Estimación	Fecha
1 Acciones y Valores	12,25%	25/01/2024
2 Alianza Valores	12,50%	21/01/2024
3 Banco Agrario	12,75%	18/01/2024
4 Bancolombia	12,75%	27/01/2024
5 Barclays Capital	12,50%	24/01/2024
6 BBVA Colombia	12,50%	28/01/2024
7 BNP Paribas	12,75%	18/01/2024
8 BofA Securities	12,75%	28/01/2024
9 BTG Pactual	12,75%	21/01/2024
10 Capital Economics	12,50%	25/01/2024
11 Casa de Bolsa	12,75%	18/01/2024
12 Fiduciaria de Occidente	12,50%	18/01/2024
13 Goldman Sachs	12,75%	26/01/2024
14 Itaú Colombia	12,50%	25/01/2024
15 JP Morgan Securities	12,50%	25/01/2024
16 Mapfre Seguros Generales de Colombia	12,50%	18/01/2024
17 Pacifico Research	12,75%	25/01/2024
18 Pantheon Macroeconomics	12,50%	29/01/2024
19 Positiva Compañía de Seguros	12,50%	25/01/2024
20 Santander US Capital Markets	12,75%	25/01/2024
21 Skandia	12,50%	19/01/2024
22 Standard Chartered Bank	12,75%	25/01/2024
23 UBS Securities	12,75%	26/01/2024
Tasa	Obs.	Prob.
12,25%	1	4%
12,50%	11	48%
12,75%	11	48%
Tasa esperada ponderada	12,61%	

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	12,25%	12,25%
Alianza	12,50%	12,50%
Asobancaria	12,50%	12,50%
Axa Colpatría	12,50%	12,50%
Banco Agrario	12,75%	12,75%
Banco de Bogotá	12,50%	12,00%
Banco de Occidente	12,50%	12,50%
Banco Santander	12,75%	12,75%
BBVA	12,50%	12,50%
BTG Pactual	12,75%	12,75%
Casa de Bolsa	12,75%	12,75%
Citi	12,50%	12,50%
Colfondos	12,50%	12,50%
Corficolombiana	12,75%	12,75%
Credicorp Capital	12,50%	12,50%
Fiduoccidente	12,50%	12,50%
Grupo Bancolombia	12,75%	12,75%
Grupo Bolívar	12,50%	12,50%
Itaú	12,50%	12,50%
Moody's Analytics	12,50%	12,50%
Positiva	12,50%	12,50%
Scotiabank Colpatría	12,50%	12,50%
XP Investments	12,75%	12,75%
Promedio	12,57%	12,54%
Mediana	12,50%	12,50%
Desv. Estándar	0,14%	0,18%
Máximo	12,75%	12,75%
Mínimo	12,25%	12,00%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
12,25%	4%	1
12,50%	65%	15
12,75%	30%	7
Total	100%	23

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
12,00%	4%	1
12,25%	4%	1
12,50%	61%	14
12,75%	30%	7
Total	100%	23

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

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	8,00%	5,25%
Alianza	7,50%	5,00%
Asobancaria	8,25%	5,50%
Axa Colpatría	8,00%	5,50%
Banco Agrario	9,75%	5,75%
Banco de Bogotá	8,00%	5,50%
Banco de Occidente	7,75%	5,25%
Banco Santander	7,50%	6,00%
BBVA	7,00%	5,50%
BTG Pactual	7,75%	5,25%
Casa de Bolsa	8,00%	6,00%
Citi	8,50%	5,50%
Colfondos	8,00%	5,50%
Corficolombiana	8,00%	6,00%
Credicorp Capital	8,00%	5,75%
Fiduoccidente	8,25%	5,25%
Grupo Bancolombia	9,25%	6,50%
Grupo Bolívar	7,00%	
Itaú	8,00%	5,25%
Moody's Analytics	8,00%	6,00%
Positiva	8,25%	5,00%
Scotiabank Colpatría	7,00%	5,50%
XP Investments	8,00%	6,00%
Promedio	7,99%	5,58%
Mediana	8,00%	5,50%
Desv. Estándar	0,63%	0,38%
Máximo	9,75%	6,50%
Mínimo	7,00%	5,00%
No. Respuestas	23	22

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

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	5,80%	3,77%
Alianza	5,50%	3,80%
Asobancaria	5,20%	3,70%
Axa Colpatria	4,60%	3,90%
Banco Agrario	6,30%	3,80%
Banco de Bogotá	5,74%	3,62%
Banco de Occidente	5,38%	4,03%
Banco Santander	5,00%	3,60%
BBVA	5,40%	3,80%
BTG Pactual	4,98%	3,07%
Casa de Bolsa	5,13%	3,82%
Citi	4,40%	3,00%
Colfondos	5,50%	3,80%
Corficolombiana	5,10%	3,82%
Credicorp Capital	5,50%	3,74%
Fiduoccidente	5,38%	4,03%
Grupo Bancolombia	5,90%	4,40%
Grupo Bolivar	4,52%	
Itaú	4,80%	3,00%
Moody's Analytics	5,50%	3,50%
Positiva	5,40%	3,40%
Scotiabank Colpatria	4,42%	3,30%
XP Investments	5,00%	3,50%
Promedio	5,24%	3,65%
Mediana	5,38%	3,76%
Desv. Estándar	0,49%	0,35%
Máximo	6,30%	4,40%
Mínimo	4,40%	3,00%
No. Respuestas	23	22

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 14 de enero

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,50%	0	0,0%	1	4,0%
4,75%	0	0,0%	1	4,0%
5,00%	0	0,0%	2	8,0%
5,25%	0	0,0%	3	12,0%
5,50%	0	0,0%	7	28,0%
5,75%	0	0,0%	1	4,0%
6,00%	0	0,0%	3	12,0%
6,25%	0	0,0%	1	4,0%
6,50%	0	0,0%	1	4,0%
7,00%	6	18,8%	3	12,0%
7,25%	1	3,1%	0	0,0%
7,50%	1	3,1%	0	0,0%
7,75%	2	6,3%	1	4,0%
8,00%	6	18,8%	1	4,0%
8,25%	2	6,3%	0	0,0%
8,50%	4	12,5%	0	0,0%
8,75%	1	3,1%	0	0,0%
9,00%	2	6,3%	0	0,0%
9,25%	3	9,4%	0	0,0%
9,50%	2	6,3%	0	0,0%
9,75%	1	3,1%	0	0,0%
10,00%	1	3,1%	0	0,0%
Media	8,25%		5,87%	
Mediana	8,13%		5,50%	

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 14 de enero

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	4	15,4%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	1	3,8%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	8	30,8%
3,75% - 4,00%	1	3,0%	7	26,9%
4,00% - 4,25%	2	6,1%	3	11,5%
4,25% - 4,50%	3	9,1%	1	3,8%
4,50% - 4,75%	4	12,1%	1	3,8%
4,75% - 5,00%	5	15,2%	0	0,0%
5,00% - 5,25%	4	12,1%	0	0,0%
5,25% - 5,50%	4	12,1%	0	0,0%
5,50% - 5,75%	3	9,1%	1	3,8%
5,75% - 6,00%	1	3,0%	0	0,0%
6,00% - 6,25%	4	12,1%	0	0,0%
6,25% - 6,50%	2	6,1%	0	0,0%
Media	5,13%		3,77%	
Mediana	5,00%		3,75%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 19 de diciembre del 2023, la Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría reducir en 25 puntos básicos (pbs) la tasa de interés de política monetaria a 13%. Tras esta decisión, aumentan las expectativas de los analistas respecto a que el Banco de la República continúe la senda de normalización de la política monetaria en sus próximas reuniones, lo cual podría impulsar los rendimientos de los TES a la baja. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -8 pb, -12 pb y -14 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -9 pb, -10 pb y -9 pb para dichos vencimientos.

El 29 de diciembre el Gobierno decretó el incremento en el salario mínimo legal vigente para el 2024 en 12,07%, fijando la remuneración en \$1.300.000. Tras la decisión, los agentes del mercado comentaron que estuvo en línea con lo que estimaban, por lo que no esperan que este incremento tenga un impacto de gran magnitud sobre la inflación del 2024. Así, no hubo un efecto significativo sobre el mercado de TES después de anunciarse esta decisión. 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, 9 pb y 14 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 5 pb, 13 pb y 11 pb para dichos vencimientos.

El 9 de enero, el DANE reportó que la inflación anual de 2023 se encontró por debajo de las expectativas del mercado (9,28% a/a vs 9,45% esp) y de la lectura anterior (10,15%). El IPC registró una variación m/m de 0,45% (ant: 0,47% m/m, esp: 0,58% m/m). Según analistas del mercado, persisten las dudas sobre la velocidad en la que seguirán bajando los precios en los próximos meses, aunque estos resultados pueden apoyar más recortes en la tasa de política monetaria, impulsando mayores valorizaciones de los TES. 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 -20 pb, -18 pb y -19 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 2 pb, 0 pb y -1 pb para dichos vencimientos.

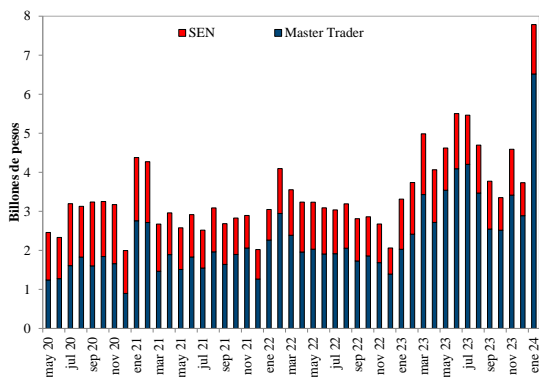
El 18 de enero, el DANE reportó que el ISE, indicador sobre la actividad económica a noviembre de 2023 se ubicó por encima de las expectativas del mercado (2,3% a/a vs 1,2% esp) y de la lectura del mes anterior (-0,5%). Según analistas, este resultado reduce las preocupaciones en torno a una posible recesión, a pesar de que sectores como la industria y el comercio aún reportan resultados desafiantes. No obstante, durante el mismo día, S&P Global Ratings rebajó la perspectiva de la calificación soberana de Colombia de estable a negativa, producto de un pronóstico de crecimiento por debajo de lo esperado, una confianza inversionista débil y unos déficits fiscal y externo persistentes.

Los analistas del mercado tomaron la anterior noticia como una alerta ante posibles afectaciones en las entradas de capital para el sector privado, lo que a su vez reduciría las expectativas de crecimiento del PIB del país en los próximos años e incrementaría las presiones fiscales. Sin embargo, concuerdan en que el mercado ya había descontado esta perspectiva de la calificadora, por lo que su efecto no sería de gran magnitud. 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 4 pb, 6 pb y 11 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -1 pb, 6 pb y 7 pb para dichos vencimientos.

En lo transcurrido de enero, se han realizado cuatro subastas de TES por un monto total de COP 3 b y un *Bid to Cover* promedio de 5 veces el monto inicial. El 3 y 17 de enero se subastaron TES UVR con vencimiento en 2029, 2037 y 2049. El 10 de enero se subastaron TES COP con vencimiento en 2042 y 2050. Y finalmente el 24 de enero se subastaron TES COP con vencimiento en 2033, 2042 y 2050. Se destaca la sesión del 24 de enero por su *Bid to Cover* de 6 veces el monto inicialmente ofrecido.

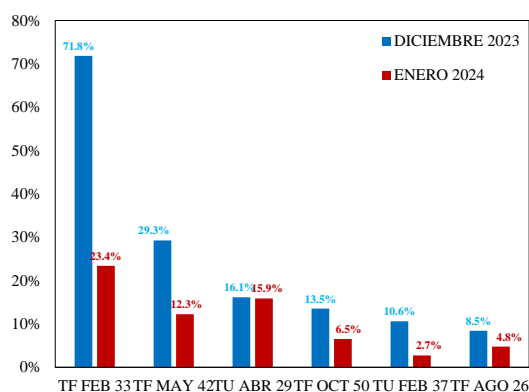
En lo corrido de diciembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$7,78 billones, superior al observado el mes anterior (\$3,73 billones), y mayor al registrado en enero de 2023 (\$3,31 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en febrero de 2033, cuya participación pasó de 23,8% al 71,8%, seguidos por los que vencen en mayo de 2042 cuya participación aumentó de 12,3% a 29,3% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



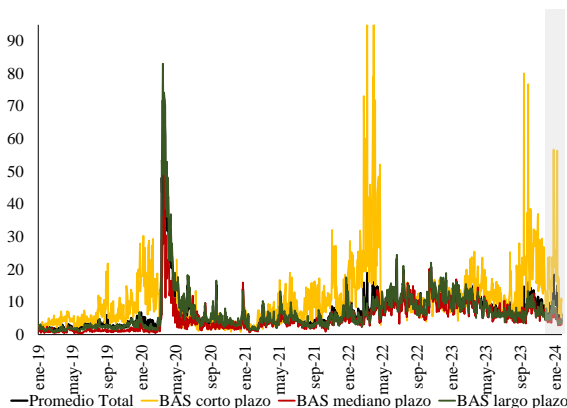
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep. Datos al 25 de enero de 2024.

Gráfico A2.3. TES más transados



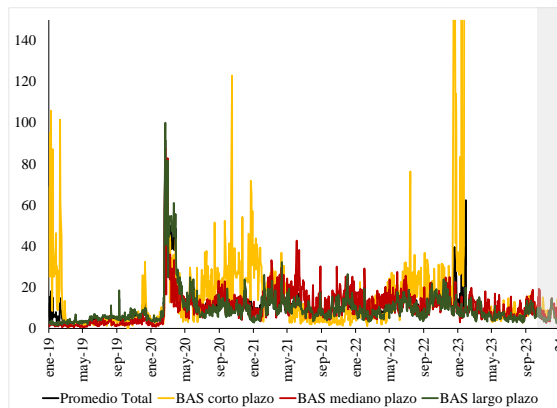
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 25 de enero de 2024.

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



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

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



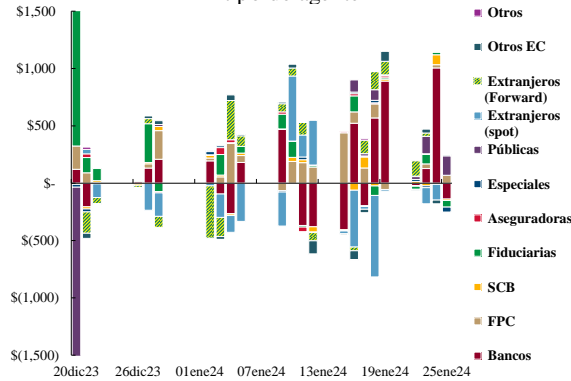
Con información al 25 de enero de 2024, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 16,3 pb (ant: 17,8 pb), 4,5 pb (ant: 5,4 pb) y 4,8 pb (ant: 6,7 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 8,25 pb (ant: 7,55 pb), 6,20 pb (ant: 6,56 pb) y 4,08 pb (ant: 6,54 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 25 de enero de 2024, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los fondos de pensiones y cesantías (COP 2.376 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los inversionistas extranjeros (COP 2.450 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos

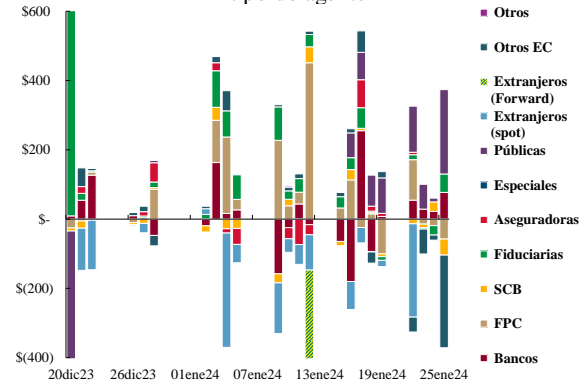
de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron los Fondos de Pensiones y Cesantías (COP 1.240 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los inversionistas extranjeros (COP 1.425 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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 ventas netas de TES en pesos por COP 881 mm²⁹ y ventas netas por COP 1.493 mm³⁰ de TES en UVR. Desde el 19 de diciembre en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas vendieron en neto COP 990 mm en el tramo corto y COP 1.616 mm en el tramo medio, mientras que en el tramo largo compraron COP 236 mm de TES en pesos. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES en UVR por COP 529 mm y COP 896 mm en los tramos corto y largo, respectivamente (Cuadro A3.1).

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

	Corrido del 2023	Corrido del 2023	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	4,619	(3,406)	1,042	379	936	2,357	247	(542)	593	298
Compañía de Financiamiento Comercial	-	(3)	-	-	-	-	-	-	(0)	(0)
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	558	282	(16)	267	(310)	(59)	(367)	83	62	(222)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	5,177	(3,127)	1,025	646	626	2,298	(119)	(460)	655	75
Fondos de Pensiones y Cesantías	154	(0)	2	(2)	-	-	-	-	-	-
Propia	24,084	(4,892)	(31)	335	2,072	2,376	(168)	335	1,072	1,240
Terceros	(7,666)	(2,762)	-	-	-	-	-	-	-	-
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	24,238	(4,892)	(29)	333	2,072	2,376	(168)	335	1,072	1,240
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(365)	46	67	(61)	82	89	(50)	(65)	45	(70)
Propia	404	45	(15)	54	42	81	(5)	5	5	5
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	39	92	52	(7)	124	170	(56)	(60)	51	(65)
Sociedades Fiduciarias	25	42	(32)	-	14	(18)	(31)	13	17	(1)
Propia	(10,831)	(1,436)	(472)	1,291	4,358	5,176	(424)	362	1,510	1,449
Terceros	(11,400)	(3,533)	(951)	(1,235)	(242)	(2,428)	(529)	0	(896)	(1,425)
Extranjeros***	934	-	-	-	(22)	(22)	-	-	-	-
Extranjeros (TES verdes)****	2,114	(564)	410	363	12	785	61	77	9	147
FIC	(10,829)	(4,676)	41	(3)	(24)	14	(8)	2	(3)	(9)
Pasivos Pensionales	(7,827)	(2,956)	8	2,308	3,944	6,260	4	227	1,907	2,138
Administración FONPET	(10,806)	(1,394)	(504)	1,291	4,372	5,158	(454)	375	1,527	1,448
Total Sociedades Fiduciarias	1,326	2,491	80	-	100	180	-	36	23	59
Compañías de Seguros y Capitalización	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	1,326	2,491	80	-	100	180	-	36	23	59
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	14,796	(3,703)	(401)	1,617	6,667	7,883	(678)	687	2,673	2,682
Total Entidades Financieras Especiales**	(161)	(588)	(137)	43	81	(13)	-	-	-	-
Total Entidades Públicas****	15,156	8,387	565	(2,308)	(3,927)	(5,670)	797	(227)	(1,900)	(1,330)
Administración FONPET	16,586	657	(8)	(2,308)	(3,944)	(6,260)	(4)	(227)	(1,907)	(2,138)
Otros*****	215	(290)	(3)	2	37	36	-	-	2	2
Extranjeros	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	35,184	679	1,050	-	3,484	4,534	(0)	-	1,429	1,429

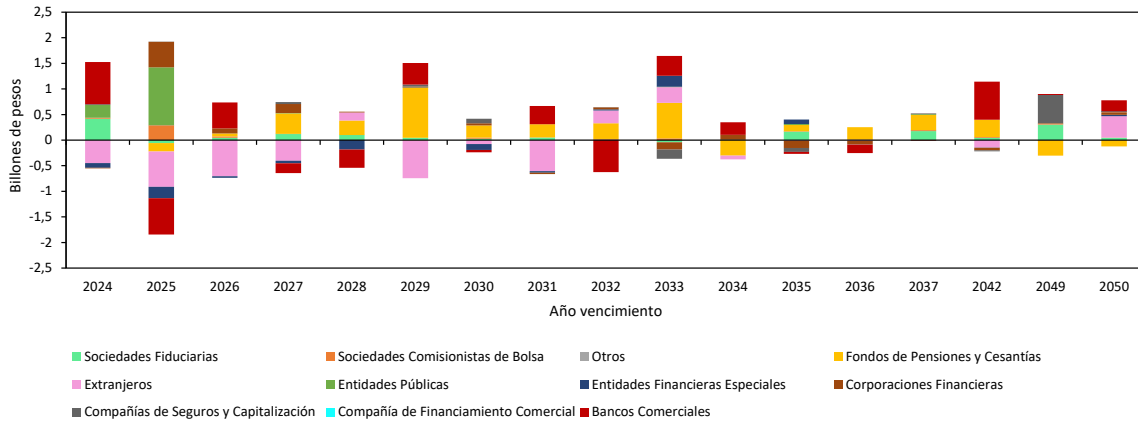
²⁹ Las ventas en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 1.395 mm, mientras que en el mercado a futuro han realizado compras por COP 514 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado ventas durante el 2024 del TES verde por valor de COP 20 mm.

³⁰ Las ventas netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 1.126 mm y en el mercado a futuro de COP 367 mm.

Fuente: Banrep. Información actualizada al 25 de enero 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, Banco Idex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

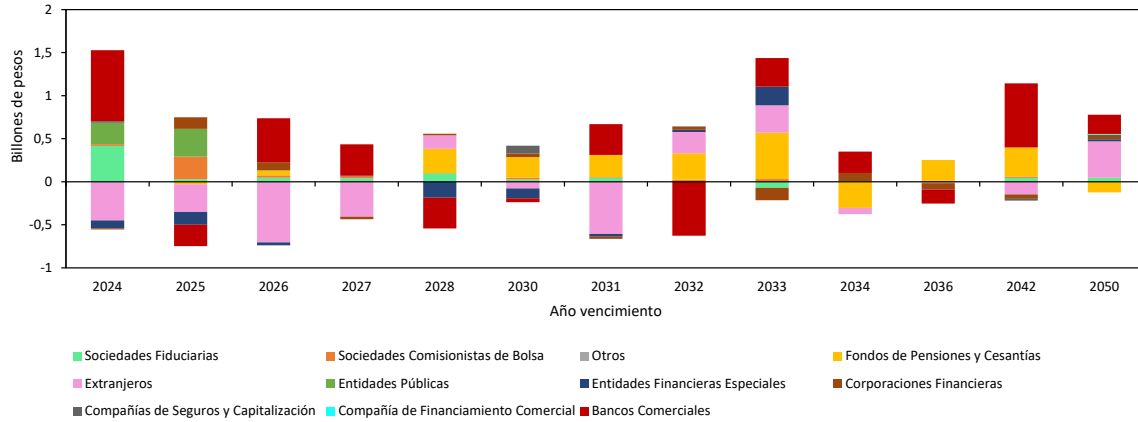
En los gráficos A3.3., A.3.4. y A3.5., se observa la variación en el saldo por tipo de agente y año de vencimiento de TES en el mercado de contado desde la última reunión de la JDBR.

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



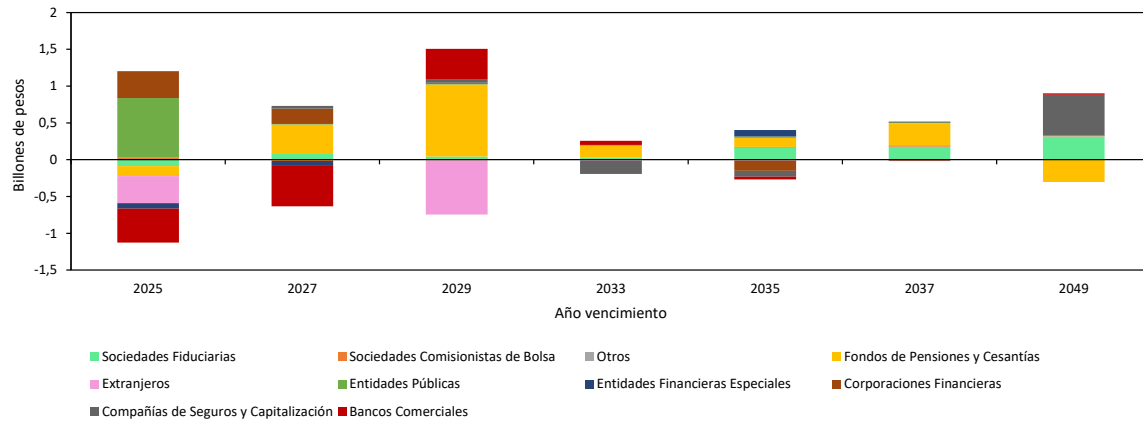
Fuente: Banrep.

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



Fuente: Banrep.

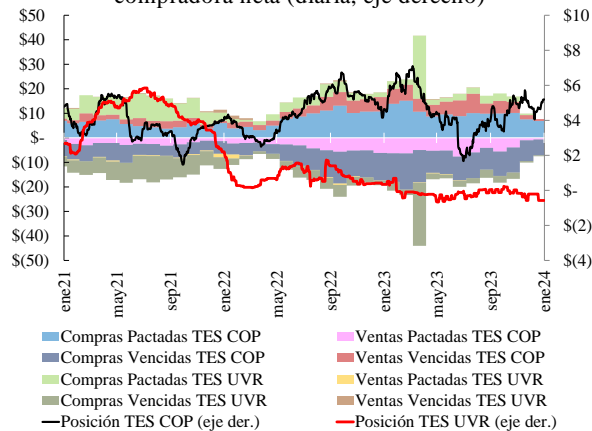
Gráfico A3.5. Variación en el saldo en TES UVR en el mercado spot por año de vencimiento desde la última JDBR



Fuente: Banrep.

Por otra parte, con información al 24 de enero, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por COP 8.652 mm y COP 887 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 8.690 mm y COP 1.006 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó COP 81 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron TES UVR en este mercado por COP 368 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por COP 368 mm) (Gráfico A3.6). Así, el saldo de compras netas NDF de TES pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de COP 5.111 mm el 19 de diciembre a COP 5.191 mm el 24 de enero del 2024; al tiempo que para TES UVR pasó de -COP 577 mm a -COP 578 mm entre ambas fechas.

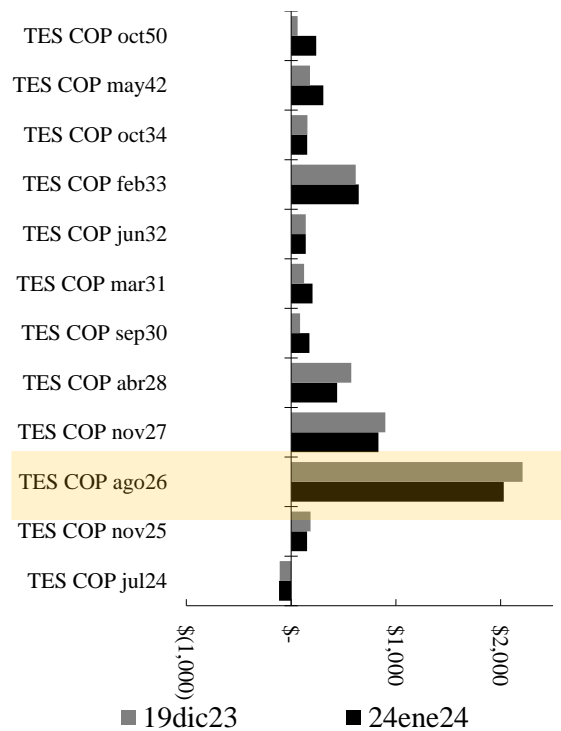
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



*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.

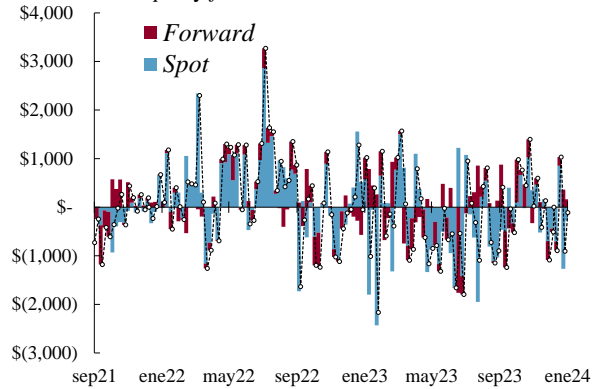
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



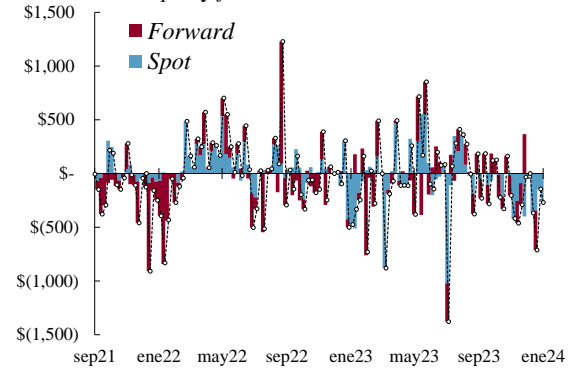
Fuente: Banrep. COP mm.

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



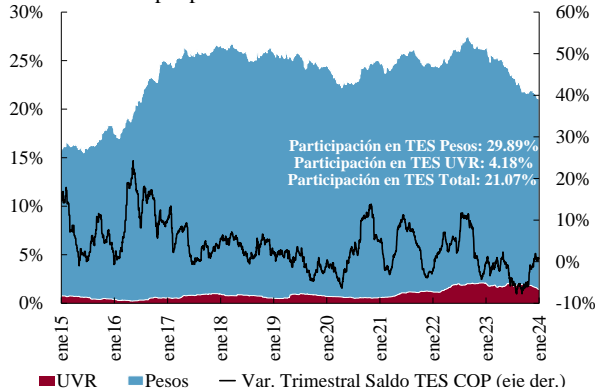
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



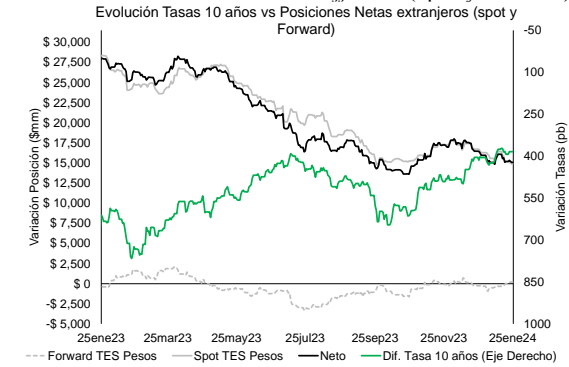
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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 2030, 2031, 2033, 2042 y 2050, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2024, 2025, 2026, 2027, 2028 y 2034, 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 pesos disminuyó COP 2.370 mm, y la posición neta en TES UVR disminuyó COP 1.425 mm.

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

	TES pesos	TES UVR	Total
Compras netas en el mercado de contado (A)	-\$ 2,450	-\$ 1,425	-\$ 3,875
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 81	\$ 0	\$ 81
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 8,652	\$ 368	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 887	\$ 0	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 8,690	\$ 368	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 1,006	\$ 0	
Posición compradora neta agregada (A+B)	-\$ 2,370	-\$ 1,425	-\$ 3,794

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*.

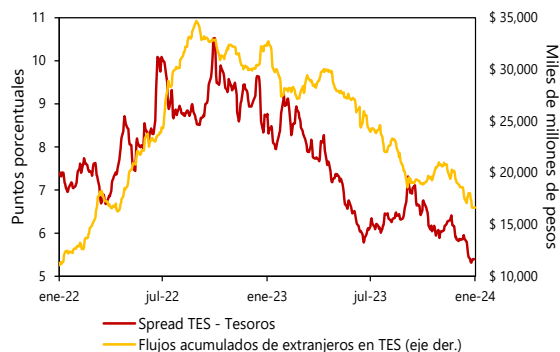
Cuadro A3.3. Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

		2023			Corrido de 2024			nov-23			dic-23			Corrido de ene-24		
		Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES	Sistema Financiero*	\$ 3,145	\$ 287	\$ 3,433	\$ 2,031	\$ (514)	\$ 1,517	\$ 1,704	\$ (515)	\$ 1,188	\$ 1,030	\$ 147	\$ 1,177	\$ 2,031	\$ (514)	\$ 1,517
	Offshore	\$ (9,072)	\$ (287)	\$ (9,359)	\$ (1,395)	\$ 514	\$ (881)	\$ 2,048	\$ 515	\$ 2,564	\$ (1,294)	\$ (147)	\$ (1,441)	\$ (1,395)	\$ 514	\$ (881)
TES	Sistema Financiero*	\$ (3,064)	\$ 605	\$ (2,458)	\$ (63)	\$ 367	\$ 304	\$ 553	\$ 364	\$ 917	\$ 297	\$ 41	\$ 338	\$ (63)	\$ 367	\$ 304
UVR	Offshore	\$ (2,407)	\$ (605)	\$ (3,013)	\$ (1,126)	\$ (367)	\$ (1,493)	\$ (356)	\$ (364)	\$ (721)	\$ (1,069)	\$ (41)	\$ (1,110)	\$ (1,126)	\$ (367)	\$ (1,493)

Cifras en COP mm. Información actualizada al 14 de diciembre del 2023 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

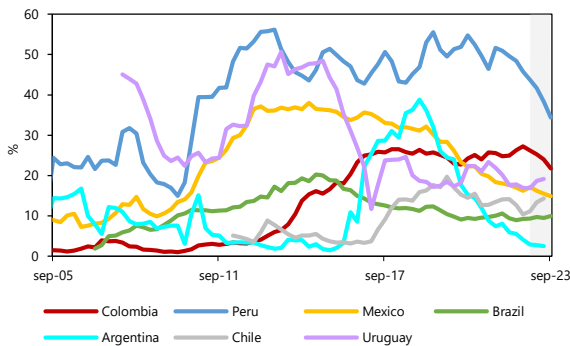
Con base en las conversaciones sostenidas con agente extranjeros, se destacan algunos factores adicionales que podrían explicar su tendencia reciente de ventas: *iii*) la reducción en el *spread* de los TES frente a los Tesoros debido a la postura *hawkish* de la Fed (Gráfico A3.12). A pesar de esto último, el nivel del *spread* de Colombia sigue siendo alto comparado con el de los pares de la región, mitigando las posibles salidas de inversionistas extranjeros. Además, la tendencia de ventas por parte de inversionistas extranjeros es un fenómeno común a los mercados de deuda pública de países emergentes, debido a lo cual su participación ha disminuido en la mayoría de ellos (Gráfico A3.13).

Gráfico A3.12. Margen entre la deuda local a 10 años y los Tesoros vs flujos netos acumulados de extranjeros en TES



Fuente: Banrep.

Gráfico A3.13. Participación de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública en moneda local para una muestra de países de la región



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

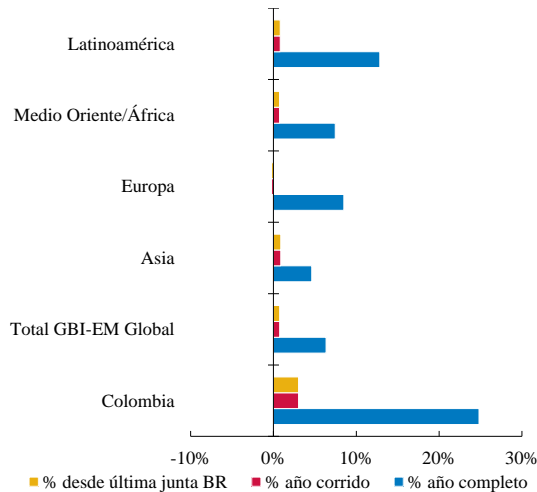
Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región

En el Gráfico A4.1 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes (incluyendo Colombia) desde el 19 de diciembre del 2023, en lo corrido de 2024 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador aumentó para Asia (0,9%), Latinoamérica (0,8%) y Medio Oriente/África (0,7%), y disminuyó para Europa (-0,2%). El índice Total GBI-EM Global y el de Colombia presentaron aumentos de 0,76% y 3,03%, respectivamente.

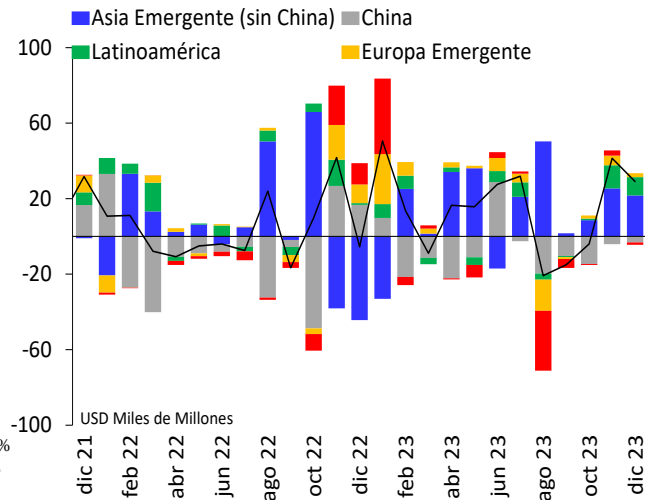
Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio de economías emergentes por USD 29,0 mm, conformadas por entradas netas de USD 11,1 mm de renta fija y entradas de USD 18,0 mm de renta variable.

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

Gráfico A4.2. Flujos de portafolio hacia economías emergentes*

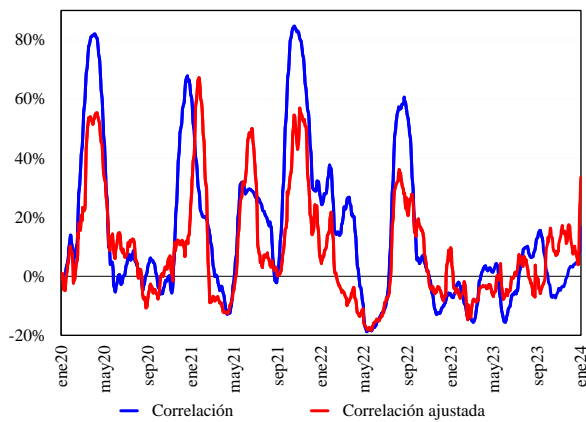


Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.



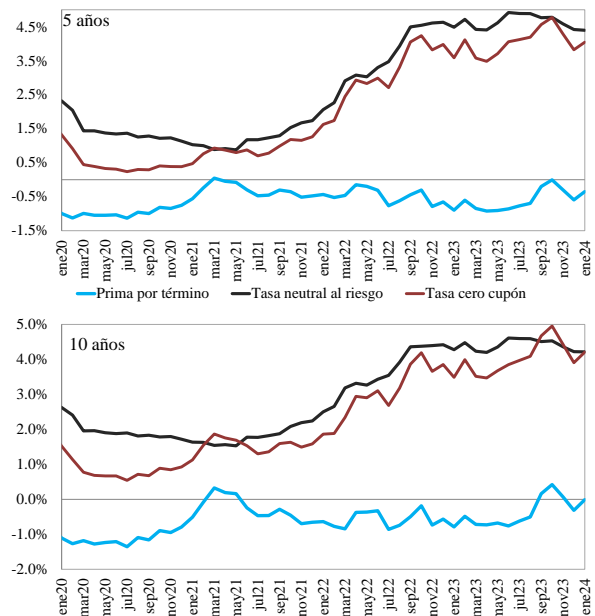
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Gráfico A4.3. Correlación pendientes región



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

Gráfico A4.4. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) aumentó y se ubicó en 16,77%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también subió y se ubicó en 33,49%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en mayor parte por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 25 de enero de 2024, desde finales de diciembre las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron 25 pb y 31 pb para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,35% y -0,01%, respectivamente. Las tasas neutras al riesgo cayeron 2,2 pb y 0,5 pb, y se ubicaron en 4,40% y 4,22% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4).

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<i>Países desarrollados</i>				
22ene24	Banco de Japón	0	0	-0,1% / 0,00%*
24ene24	Banco de Canadá	0	0	5,00%
25ene24	Banco de Noruega	0	0	4,50%
25ene24	Banco Central Europeo	0	0	4,50% / 4,75% / 4,00%**
<i>Países emergentes</i>				
20dic23	Banco Nacional de Georgia	-50	-	9,50%
20dic23	Banco Central del Paraguay	-50	-	6,75%
21dic23	Banco de Indonesia	0	0	6,00%
21dic23	Banco Central de la República de Turquía	250	250	42,50%
21dic23	Banco Nacional Checo	-25	-25	6,75%
21dic23	Banco Central de Egipto	0	0	19,25%
28dic23	Banco Central de la República Dominicana	0	-	7,00%
29dic23	Banco Central de Trinidad y Tobago	0	-	3,50%
29dic23	Banco Nacional de Bulgaria	-1	-	3,79%
29dic23	Banco Central del Uruguay	-25	-	9,00%
1ene24	Banco de Israel	-25	-25	4,50%
9ene24	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
10ene24	Banco de Corea	0	0	3,50%
11ene24	Banco Nacional de Serbia	0	0	6,50%
11ene24	Banco Central de Reserva del Perú	-25	-25	6,50%
12ene24	Banco Nacional de Rumania	0	0	7,00%
17ene24	Banco de Indonesia	0	0	6,00%
19ene24	Banco Nacional de Kazajistán	-50	-50	15,25%
19ene24	Banco Nacional de Angola	0	-	18,00%
19ene24	Banco Central del Paraguay	-25	-	6,50%
21ene24	Banco Popular de China	0	0	3,45% / 4,20%***
22ene24	Banco Central de Sri Lanka	0	0	10,00%
24ene24	Banco Central de Malasia	0	0	3,00%
24ene24	Banco Popular de China	-50	-	10%****
25ene24	Banco Central de la República de Turquía	250	250	45,00%
25ene24	Banco Nacional de Ucrania	0	0	15,00%
25ene24	Banco de la Reserva de Sudáfrica	0	0	8,25%

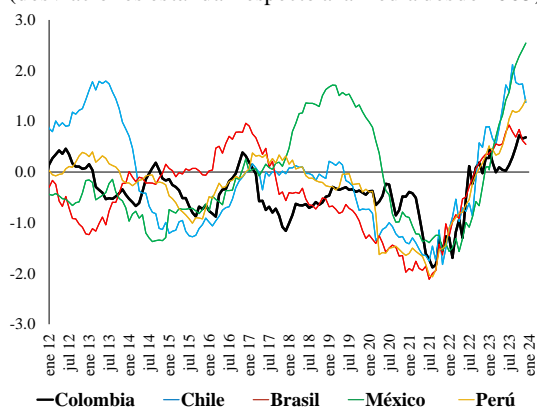
*Corresponde a la tasa de política monetaria y al rango de tolerancia del bono soberano de diez años.

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

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

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

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



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

En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales desde el 2005. Se puede observar que Colombia presenta el segundo nivel más bajo de este indicador dentro de la muestra, por encima de Brasil. En diciembre, Chile y Brasil fueron los únicos países para los que el indicador disminuyó en diciembre. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de diciembre este indicador disminuyó, pero 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. 28 de diciembre de 2023

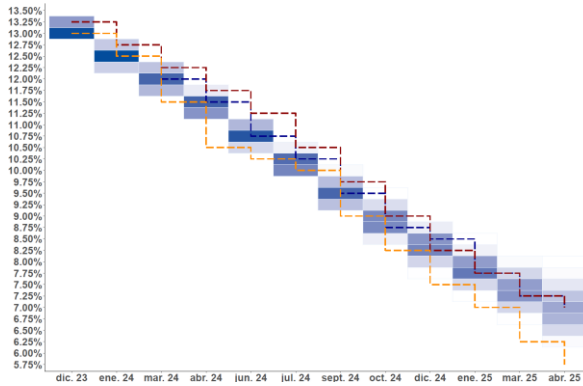
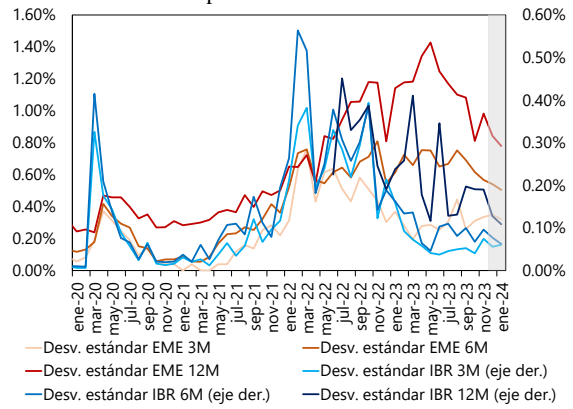


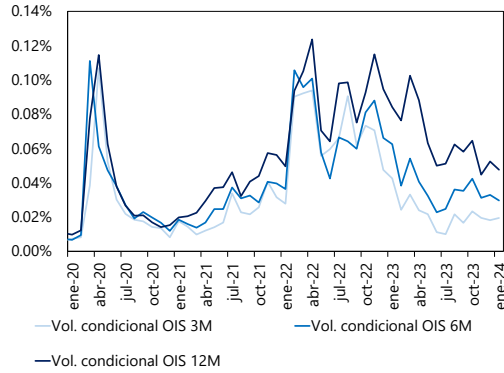
Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

Fuente y Cálculos: Banrep.

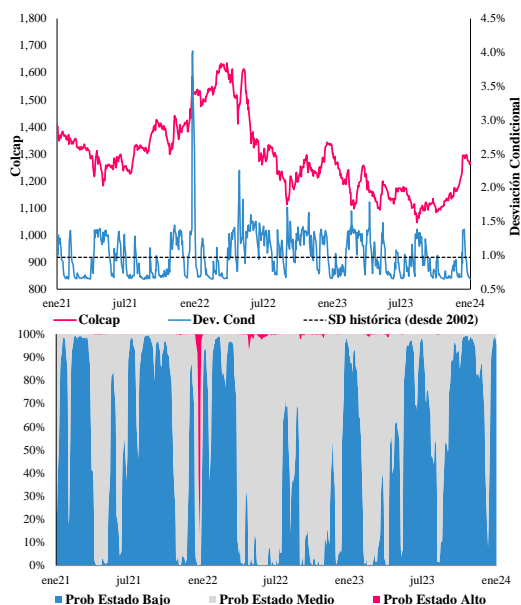
Gráfico A6.2. Volatilidad condicional de las tasas OIS



Fuente y Cálculos: Banrep.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



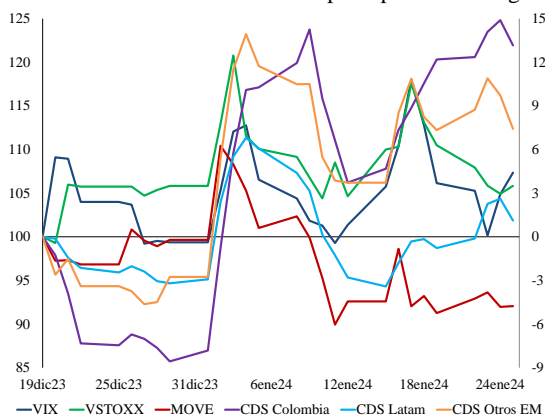
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

De acuerdo con la EOF, el 40% de los agentes encuestados espera que el EMBI de Colombia aumente (ant: 17%) durante los próximos tres meses, el 30% que disminuya (ant: 44%), mientras que el otro 30% restante espera que se mantenga estable (ant: 39%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 37% espera que aumente (ant: 43%), un 22% que permanezca sin cambios (ant: 17%) y un 11% que disminuya (ant: 9%)³¹.

En lo corrido de enero de 2024, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó y el 25 de enero el MSCI COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.1).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgos



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

(obs: 104; ant: 76) aumentaron, mientras que el sanitario (obs: 80; ant: 88) disminuyó. Por su parte, en Europa estos indicadores disminuyeron en Italia (obs: 71; ant: 156), España (obs: 77; ant: 139), Reino Unido (obs: 185; ant: 237) y Alemania (obs: 597; ant: 622), mientras que en Francia (obs: 321; ant: 282) aumentó (Gráficos A8.2 y A8.3).

El Gráfico A8.1. ilustra, desde la última reunión de la JDBR, la evolución de la percepción de riesgo internacional en economías desarrolladas, medida a través del *Vix*³², el *Vstox*³³ y el *Move*³⁴, así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) se mantuvo relativamente estable en EE. UU. al pasar de 115 en noviembre a 117 en diciembre. Asimismo, el indicador de política comercial (obs: 15; ant: 17) se mantuvo estable, mientras que los indicadores de política monetaria (obs: 186; ant: 132) y fiscal

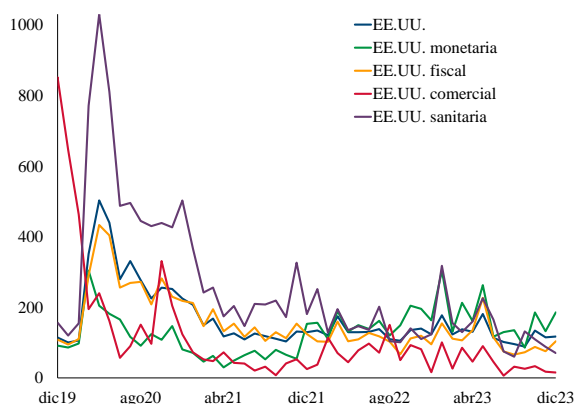
³¹ Al 30% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 30%).

³² El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

³³ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

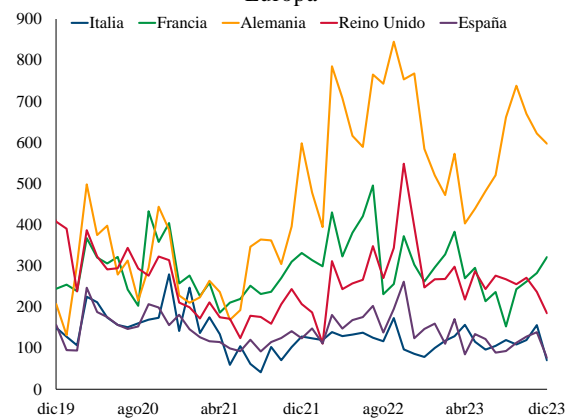
³⁴ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación					Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Dic. 2023			Esperada a Diciembre 2024		Vigente	Esperada a Diciembre 2024		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2024	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Dic. 23	Ene. 24		Dic. 23	Ene. 24	Esp.	Obs.	Dic. 23	Ene. 24
Colombia	9.45%	9.28%	6.28%	5.45%	5.38%	13.00%	8.00%	8.00%	0.50%	-0.30%	1.38%	1.50%
Chile	4.40%	3.90%	0.90%	3.00%	3.00%	8.25%	5.00%	4.75%	0.20%	0.59%	1.70%	1.70%
México	4.57%	4.66%	1.66%	3.90%	3.90%	11.25%	9.14%	9.19%	3.20%	3.31%	2.10%	2.20%
Perú	3.20%	3.24%	1.24%	3.00%	2.90%	6.50%	4.74%	4.64%	-1.00%	-1.00%	2.30%	2.20%
Brasil	4.55%	4.62%	1.62%	3.93%	3.86%	11.75%	9.25%	9.00%	1.80%	1.96%	1.51%	1.60%
Ecuador	n.d.	1.35%	-0.65%	1.90%	1.80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0.40%	1.60%	1.30%
Argentina	222.00%	211.40%	n.d.	181.20%	222.10%	100.00%	88.30%	70.50%	-0.70%	-0.80%	-1.40%	-2.00%
EE.UU.	3.20%	3.40%	1.40%	2.60%	2.70%	5.25% - 5.5%	4.30%	4.35%	2.00%	3.30%	1.30%	1.50%
India	5.88%	5.69%	1.69%	4.70%	4.70%	6.50%	5.77%	5.83%	6.82%	7.64%	6.20%	6.30%
Sudáfrica	5.20%	5.10%	0.60%	5.00%	4.90%	8.25%	7.40%	7.40%	-0.10%	-0.70%	1.30%	1.30%
China	-0.40%	-0.30%	-3.30%	1.60%	1.60%	1.80%	1.67%	1.59%	5.30%	5.20%	4.50%	4.50%
Rusia	7.60%	7.42%	3.42%	6.25%	6.40%	16.00%	11.20%	11.15%	5.50%	5.50%	1.30%	1.40%
Turquía	64.95%	64.77%	59.77%	54.80%	54.70%	45.00%	39.35%	39.95%	5.25%	5.93%	2.70%	2.75%
Noruega	4.90%	4.80%	2.80%	3.25%	3.50%	4.50%	3.65%	3.75%	0.20%	0.10%	0.70%	0.70%
Costa Rica	n.d.	-1.77%	-4.77%	2.60%	2.50%	5.75%	4.52%	4.70%	n.d.	5.60%	3.40%	3.70%
El Salvador	n.d.	1.20%	-2.10%	2.10%	2.10%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.50%	1.90%	1.90%
Guatemala	n.d.	4.18%	0.18%	4.10%	4.10%	5.00%	3.44%	3.70%	n.d.	3.70%	3.20%	3.20%
Honduras	n.d.	5.20%	0.20%	4.60%	4.50%	3.00%	3.60%	3.60%	n.d.	4.30%	3.00%	3.10%
Panamá	n.d.	1.92%	-0.08%	1.90%	1.80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	9.00%	4.20%	3.60%
Paraguay	n.d.	3.70%	-0.30%	3.60%	3.60%	6.50%	5.65%	n.d.	n.d.	3.60%	3.70%	3.60%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 29 de enero.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 22 de enero.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 3 de enero.

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

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 3T23, excepto en China y EE.UU, cuya información corresponde al 4T23.

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