



# 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, 29 de febrero de 2024**

## DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALS

### CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS .	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas.....	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana .....	9
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	14
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región....	15
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO .....	16
2.1.	Expectativas de TPM.....	16
2.2.	Expectativas de crecimiento económico.....	21
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO.....	22
4.	RECUADROS/ANEXOS .....	25
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.....	25
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local .....	30
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local.....	32
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región .....	38
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos .....	39
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS .....	40
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes.....	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 (ajustadas por primas) continuaron su tendencia decreciente, al presentar disminuciones para todos los plazos. Además, de acuerdo con las expectativas *Forward Breakeven Inflation* ajustadas por primas, la inflación retornaría al rango de tolerancia del Banco de la República en 2026. Por su parte, las expectativas provenientes de encuestas se mantuvieron estables para 2024 y 2025. En este contexto, el escenario más probable según el mercado OIS es de una reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 pb en la reunión de marzo.

La continuación del descenso en las expectativas de inflación ajustadas, estuvo promovida por factores como el ritmo cauteloso de recortes de la TPM por parte de la JDBR, la publicación de cifras de actividad económica que evidencian una desaceleración más acentuada que la estimada previamente, y los datos de inflación recientes, que muestran una senda clara de descenso en este indicador. Con respecto a las otras medidas de expectativas de inflación, que presentaron aumentos, se identificó que en esta dinámica incidieron factores como la prima por riesgo inflacionario, así como la estacionalidad de los títulos denominados en UVR, y la mayor sensibilidad de los TES en pesos ante factores externos.

El mercado de deuda pública colombiana en pesos, del cual se extraen varias de las expectativas expuestas, se caracterizó por presentar desvalorizaciones, en un contexto de niveles similares de liquidez y mayor volatilidad frente al mes previo. Las desvalorizaciones de los títulos colombianos estuvieron en línea con el entorno desfavorable para la renta fija a nivel global en medio de un menor optimismo frente a un pronto inicio del ciclo de recortes de tasas en economías desarrolladas. A nivel local, estas desvalorizaciones también pudieron estar asociadas con la mayor incertidumbre en el frente fiscal tras la publicación del Plan Financiero por parte del Ministerio de Hacienda.

En ese contexto, continuó la importante demanda de agentes locales y los inversionistas extranjeros moderaron su tendencia vendedora. Estos últimos continúan presentando una preferencia importante por títulos de largo plazo, lo cual sugiere que mantienen su interés por el mercado colombiano. Dentro de los agentes locales, se destacan los fondos de pensiones, los cuales continuaron demandando montos importantes durante febrero.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado											Expectativas de encuestas				
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		dic-24	1 año	dic-25	2 años
ene-24	7,20%	6,22%	6,79%	4,89%	5,63%	5,13%	5,35%	5,24%	4,69%	4,56%	6,76%	4,38%	5,42%	5,19%	3,79%	3,60%
feb-24	7,35%	6,37%	6,77%	5,02%	5,42%	4,90%	5,59%	5,40%	4,52%	4,38%	6,31%	5,13%	5,42%	4,85%	3,78%	3,50%
Variación (pb)	15	15	-2	12	-21	-23	24	16	-17	-17	-45	75	0	-34	-1	-10

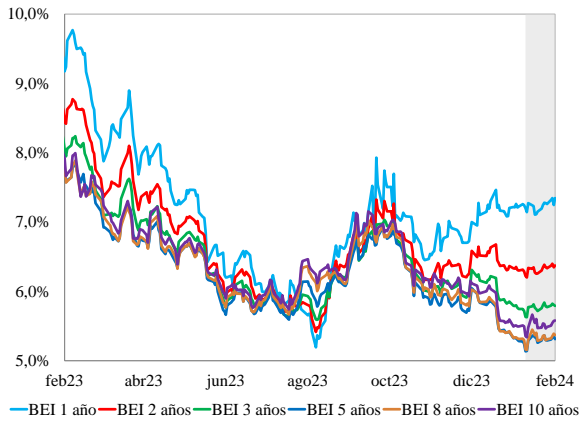
\*La expectativa de encuestas a diciembre de 2024 y 2025 corresponde a un promedio de las encuestas del Banco de la República (Banrep), EOF y Citibank, a un año corresponde a un promedio de las encuestas del Banrep y EOF, y a dos años corresponde únicamente a la encuesta del Banrep.

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

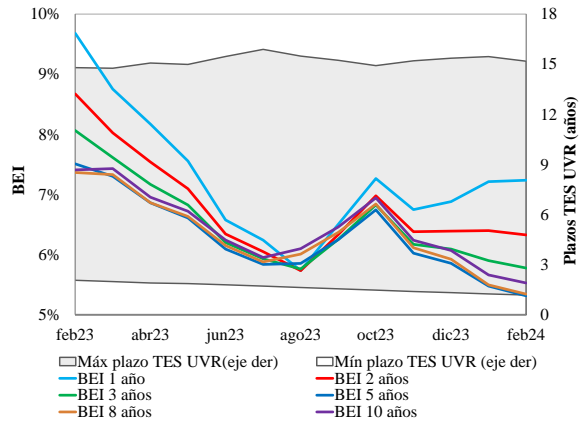
**La inflación implícita en el mercado de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) aumentó para todos los plazos.** Con información hasta el 22 de febrero, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 15 pb, 18 pb y 23 pb para los plazos de uno, cinco y diez años, respectivamente. De esta manera, el 22 de febrero los BEI se ubicaron en 7,35% a un año, 5,31% a cinco años y 5,58% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior fue resultado de desvalorizaciones de los TES en pesos, y leves desvalorizaciones de los títulos denominados en UVR. Por el contrario, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de febrero contra las tasas promedio de enero, se observan reducciones para la mayoría de los plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).



**Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias**



**Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación**



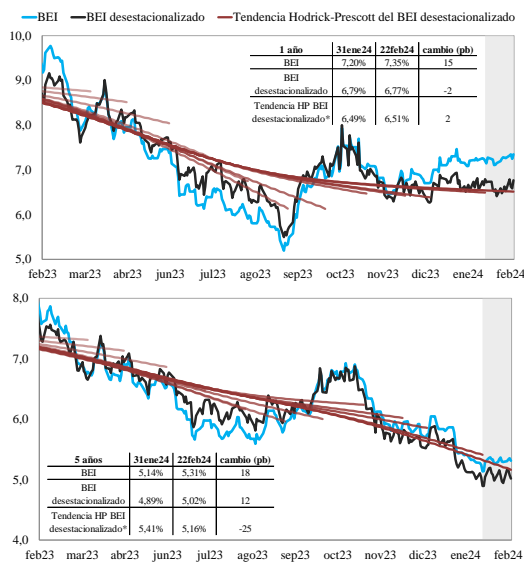
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

**Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR**

		Punto a punto (plazo en años)											
		TES pesos						TES UVR					
		1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
<b>31ene24</b>		9,37%	9,14%	9,03%	9,06%	9,36%	9,62%	2,17%	2,92%	3,40%	3,92%	4,20%	4,26%
<b>22feb24</b>		9,48%	9,29%	9,22%	9,31%	9,70%	9,99%	2,13%	2,92%	3,43%	4,00%	4,33%	4,41%
		Variaciones (pb)											
<b>Var. BEI</b>		<b>15</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>15</b>
<b>BEI</b>		<b>7,35%</b>	<b>6,37%</b>	<b>5,79%</b>	<b>5,31%</b>	<b>5,37%</b>	<b>5,58%</b>						
		Promedios mensuales											
<b>ene24</b>		9,76%	9,50%	9,37%	9,35%	9,59%	9,82%	2,55%	3,10%	3,47%	3,87%	4,10%	4,16%
<b>feb24*</b>		9,42%	9,24%	9,17%	9,24%	9,59%	9,86%	2,18%	2,91%	3,39%	3,93%	4,25%	4,33%
		Variaciones (pb)											
<b>Var. BEI</b>		<b>2</b>	<b>-7</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>-36</b>	<b>-19</b>	<b>-8</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>18</b>
<b>BEI</b>		<b>7,24%</b>	<b>6,33%</b>	<b>5,78%</b>	<b>5,31%</b>	<b>5,34%</b>	<b>5,53%</b>						

\*Información disponible al 22 de febrero de 2024.

**Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado**



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

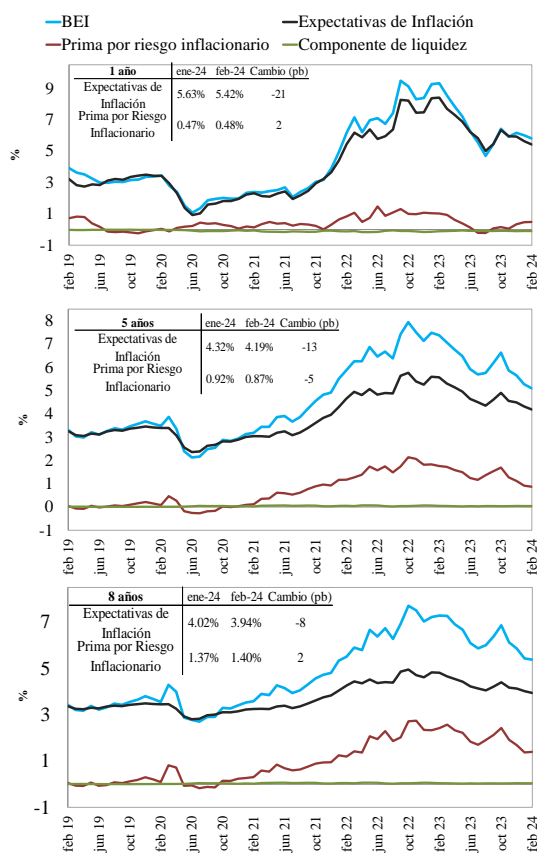
\*El dato de la tendencia del 31 de enero se estimó con datos hasta esa fecha.

**Al corregir el BEI por estacionalidad se desvanecen los aumentos de corto plazo y se moderan los de mediano plazo.** Con el fin de controlar por la estacionalidad que tienen los TES denominados en UVR a inicios y fin de cada año, en el Gráfico 3 se presentan los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Adicionalmente, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo cual permite observar cómo se ha ido ajustando la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado se mantuvo relativamente estable en 6,77% para el plazo de 1 año (ant: 6,79%), y aumentó a 5,02% para el plazo de 5 años (ant: 4,89%). Por su parte, la tendencia se mantuvo relativamente estable para

el plazo de 1 año (obs: 6,51%; ant: 6,49%), y disminuyó a 5,16% para el plazo de 5 años (ant: 5,41%).

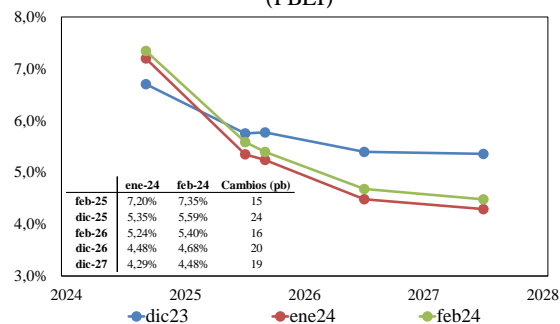
**El componente de expectativas de inflación del BEI presentó reducciones para todos los plazos.** Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI<sup>1</sup> para el periodo estudiado, a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De acuerdo con esta metodología, las expectativas de inflación cayeron y para el próximo año se ubicaron alrededor de 5,42% (ant: 5,63%), para los próximos 5 años se ubicó en 4,19% (ant: 4,32%) y para los próximos 8 años en 3,94% (ant: 4,02%).

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

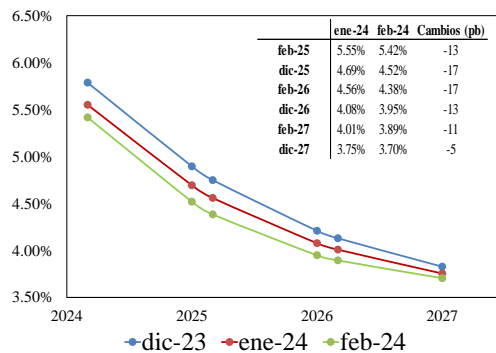


**Fuentes:** Precia. **Cálculos:** Banrep. La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precio, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 5,80% (ant: 6,00%), 5,09% (ant: 5,27%) y 5,38% (ant: 5,43%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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



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



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

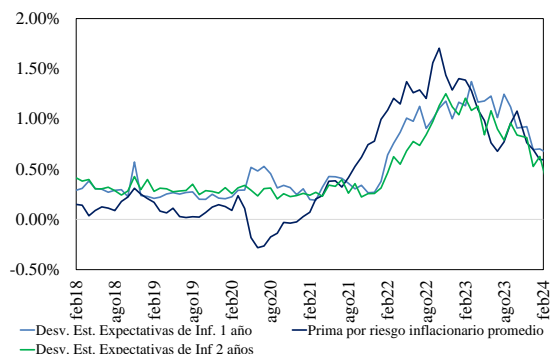
**Por su parte, las medidas del FBEI presentan aumentos para todos los plazos, mientras que las ajustadas por primas muestran reducciones. De acuerdo con estas últimas, la inflación**

<sup>1</sup> 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.

**retornaría al rango de tolerancia del Banrep en 2026.** 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 años<sup>2</sup>, considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para febrero y diciembre de 2025, 2026 y 2027, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), con datos del 22 de febrero, la cual corresponde a 7,35%, 5,59%, 5,40%, 4,68% y 4,48%, 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 5,42%, 4,52%, 4,38%, 3,95%, 3,89% y 3,70% para los mismos plazos.

**Los movimientos promedio del BEI se explicaron principalmente por variaciones en las expectativas de inflación, mientras que las primas por riesgo inflacionario promedio permanecieron relativamente estables. La desviación estándar de la expectativa de inflación a 1 año y 2 años disminuyó. Estas medidas, que pueden asociarse a la discrepancia de los agentes sobre la evolución de la inflación, continúan en niveles altos. Las primas por riesgo inflacionario promedio variaron 2 pb, -5 pb y 2 pb para los plazos de 1, 5 y 8 años, y se ubicaron en 0,48%, 0,87% y 1,40%, en su orden. Los altos niveles de la prima por riesgo inflacionario a largo plazo están en línea con la alta dispersión de las expectativas de inflación<sup>3</sup> a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banco de la República (Banrep), las cuales presentaron reducciones y se ubicaron en 0,66% y 0,38%, respectivamente (ant: 0,70% y 0,63%, Gráfico 6).**

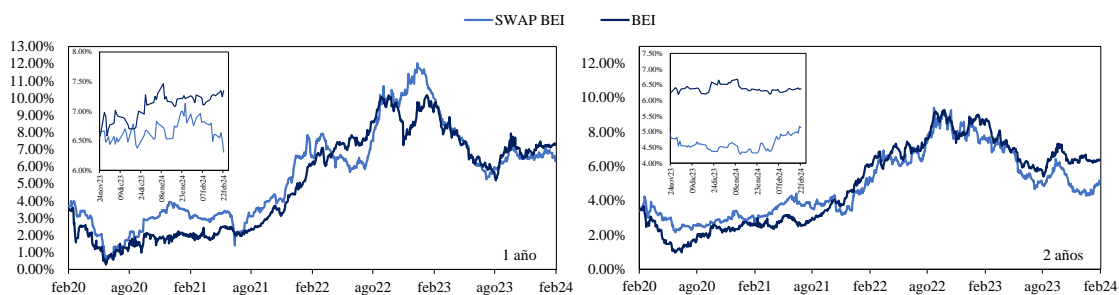
**Gráfico 6.** Prima por riesgo inflacionario promedio y desviación estándar de las expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg.

**Las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los contratos derivados presentaron movimientos mixtos y se ubicaron por debajo del BEI a 1 y 2 años.** En el Gráfico 7 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *swaps* UVR (*swap* BEI<sup>4</sup>) y se contrastan con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 22 de febrero de 2024, los *swaps* BEI a 1 y 2 años variaron -45 pb y +75 pb, y se ubicaron en 6,31% y 5,13%, respectivamente. El aumento del Swap BEI a dos años podría obedecer a un ajuste frente al nivel del BEI, el *spread* entre estas dos medidas alcanzó 124 pb.

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



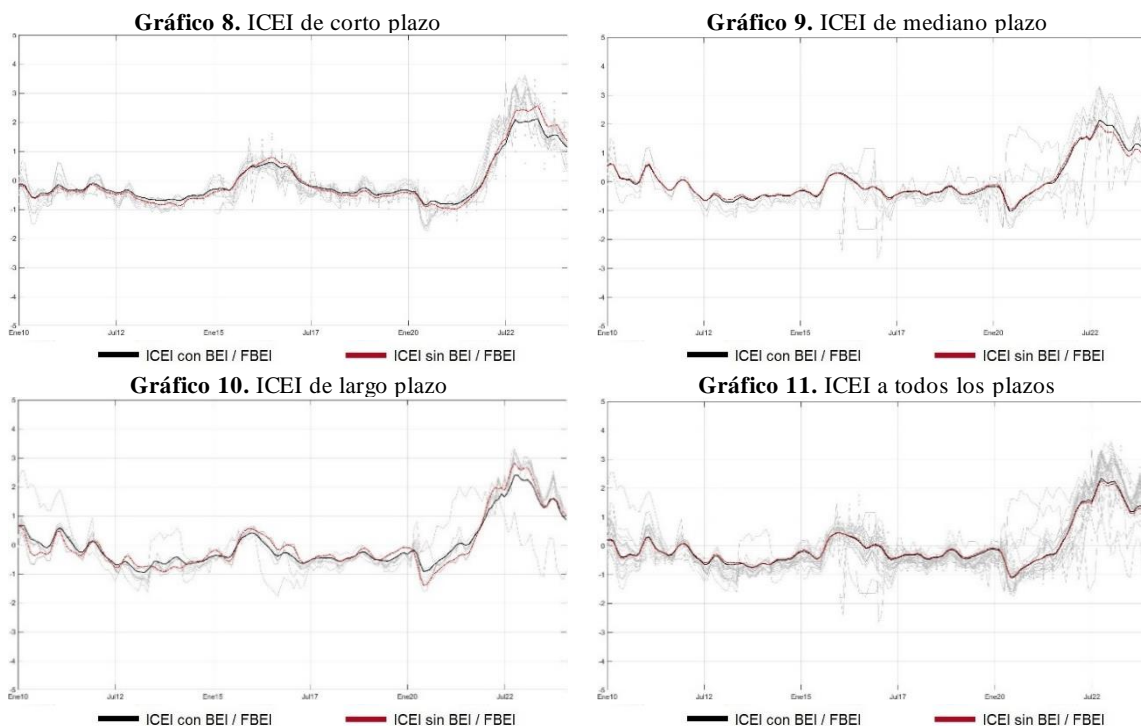
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.

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

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación<sup>5</sup> (ICEI) mantuvo la tendencia decreciente que había retomado durante los últimos meses (Gráficos 8 al 11).

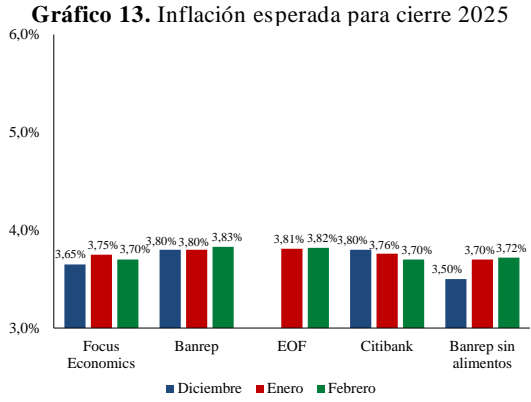
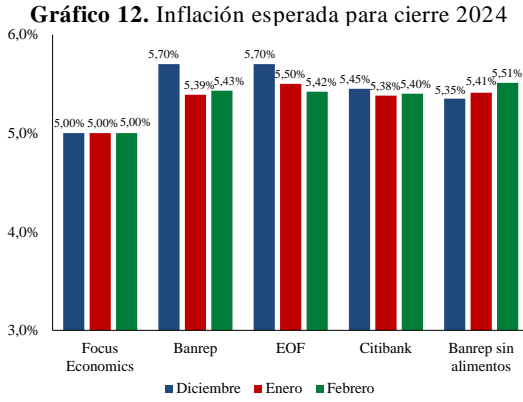


**Fuentes:** Banrep, Fedesarrollo, Focus Economics, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. La serie negra se estima con base en una muestra de expectativas de inflación que provienen de encuestas, de mercado (BEI/FBEI) y del BEI/FBEI sin primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa. La serie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

Las expectativas de inflación total provenientes de encuestas se mantuvieron estables para 2024 y 2025, mientras que la expectativa de inflación sin alimentos aumentó para 2024 pero se mantuvo estable para 2025. El promedio de las encuestas de expectativas de inflación total se mantuvo relativamente estable para 2024 (obs: 5,31%; ant: 5,32%), y 2025 (obs: 3,76%; ant: 3,78%; Gráficos 12 y 13)<sup>6</sup>. Por otro lado, de acuerdo con la última EME del Banrep, los analistas aumentaron su perspectiva sobre la inflación sin alimentos para 2024, pero la mantuvieron relativamente estable para 2025.

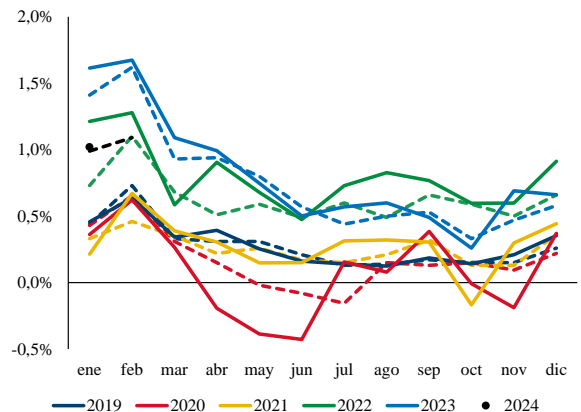
<sup>5</sup> Para la descripción del cálculo de este indicador véase el *Recuadro 1. Indicador común de expectativas de inflación para Colombia*, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de enero de 2022.

<sup>6</sup> Al excluir la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2024 se mantuvo en 5,42%, y para 2025 se redujo de 3,79% a 3,78%. Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banrep, la inflación total esperada a dos años disminuyó de 3,60% a 3,50%, y a cinco años se mantuvo estable en 3,00%.



**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 13 de febrero, con encuestas recolectadas hasta el 12 de febrero. La encuesta del Banrep se realizó entre el 9 y el 13 de febrero. La EOF se publicó el 19 de febrero con datos recolectados entre el 8 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 26 de febrero.

**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 se ubicó en enero ligeramente por encima de lo esperado. Sin embargo, para este mes la expectativa se ubica por debajo de lo registrado en febrero de 2022 y 2023.** Para fin de este mes, los agentes encuestados por Citibank esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 1,09% m/m, por debajo de los niveles de 1,28% y 1,67% registrados en febrero de 2022 y 2023, respectivamente (Gráfico 14).

**Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros (ajustadas por primas) disminuyeron para todos los plazos, mientras que las provenientes de encuestas**

**se mantuvieron relativamente estables.** La continuación del descenso en las expectativas de inflación ajustadas, estuvo promovida por factores como el ritmo cauteloso de recortes de la TPM por parte de la JDBR, la publicación de cifras de actividad económica que evidencian una desaceleración más acentuada que la estimada previamente, y los datos de inflación recientes, que muestran una senda clara de descenso en este indicador.

**A pesar de la tendencia decreciente de las expectativas de inflación ajustadas por primas, el BEI aumentó para todos los plazos.** Esto pudo explicarse en parte por la mayor sensibilidad de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, lo cual en un contexto de desvalorizaciones pudo llevar a una ampliación temporal del BEI. En particular, para el corto plazo este aumento también pudo obedecer a: *i*) el comportamiento estacional de los TES denominados en UVR, los cuales suelen ser apetecidos a finales e inicios de cada año, en línea con el comportamiento estacional de la inflación; *ii*) 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 *iii*) la incertidumbre frente a la senda de corto plazo de la inflación, la cual se reflejó 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.

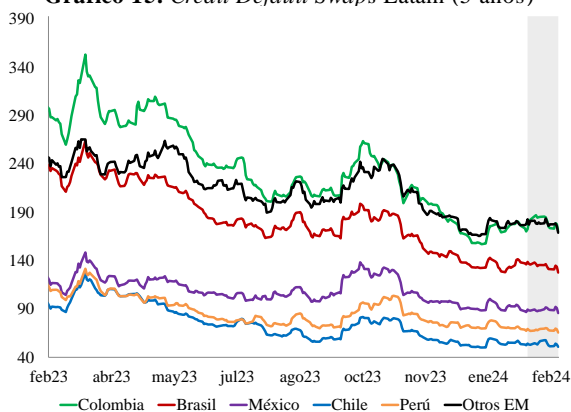
**La brecha entre la expectativa de inflación proveniente del mercado de deuda pública y de las encuestas se mantuvo relativamente estable. Ambas métricas se ubican por encima de la meta del Banrep.** A 12 meses las encuestas muestran una expectativa de 4,85% (ant: 5,19%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 5,42% (ant: 5,63%). A 24 meses, la encuesta del Banrep indica una expectativa de 3,50% (ant: 3,60%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 4,38% (ant: 4,56%)<sup>7</sup>.

## 1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

**Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se empinó ante mayores desvalorizaciones de los títulos de largo plazo frente a los de los demás plazos.** Este comportamiento estuvo en línea con el contexto internacional, caracterizado por desvalorizaciones de los títulos de renta fija ante un menor optimismo frente a un pronto inicio del ciclo de recortes de tasas en economías desarrolladas. A nivel local, estas desvalorizaciones también pudieron estar asociadas con la mayor incertidumbre en el frente fiscal tras la publicación del Plan Financiero por parte del Ministerio de Hacienda.

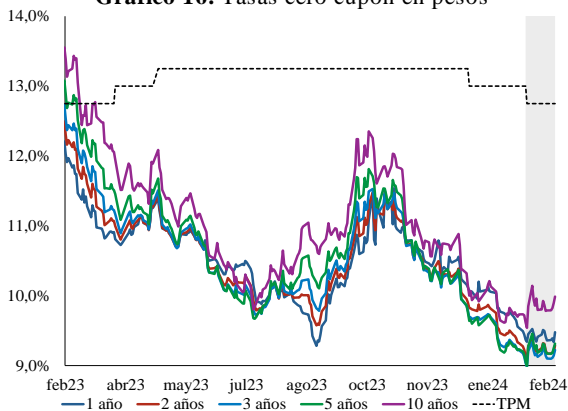
Con relación a los títulos de corto plazo, las desvalorizaciones también pudieron estar asociadas con la mayor incertidumbre frente a la evolución de la inflación (Gráficos 15, 16 y 17).

**Gráfico 15. Credit Default Swaps Latam (5 años)**



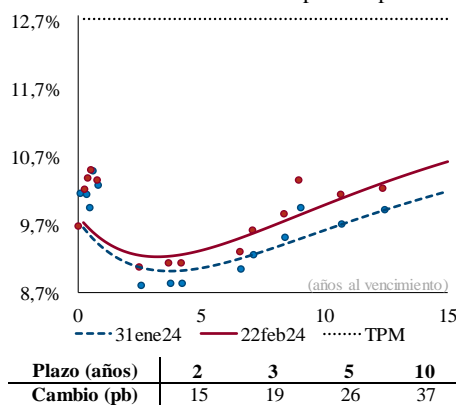
Fuente: Bloomberg.

**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.

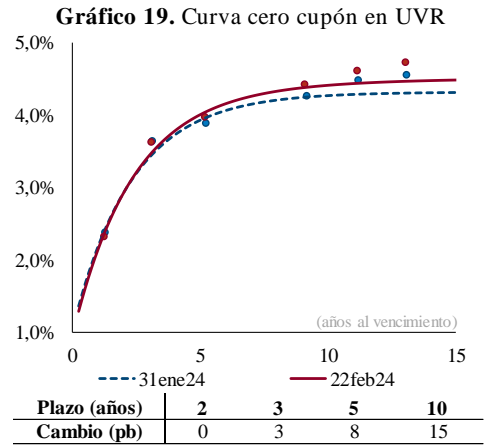
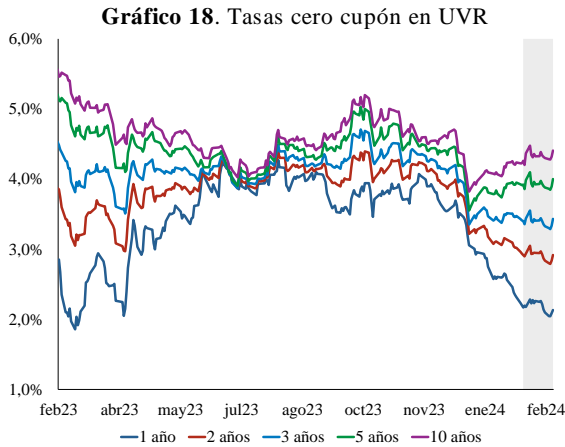
**Gráfico 17. Curva cero cupón en pesos**



**La curva de TES en UVR se empinó ante mayores desvalorizaciones de los títulos de largo plazo, frente a las de los demás tramos.** Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con la tendencia desfavorable de los títulos de renta fija a nivel local y global. No obstante, se destaca que los TES de corto plazo presentaron leves cambios ante el comportamiento estacional de estos títulos, y la demanda de aquellos con vencimiento en 2025 por parte de entidades públicas (Gráficos 18 y 19).

<sup>7</sup> A diciembre de 2025, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,78% (ant: 3,79%), mientras que el FBEI a 2024 neto de primas se ubica en 4,52% (ant: 4,69%) para el mismo plazo.

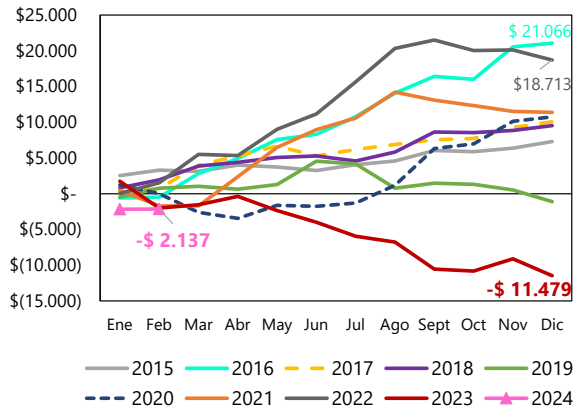




Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

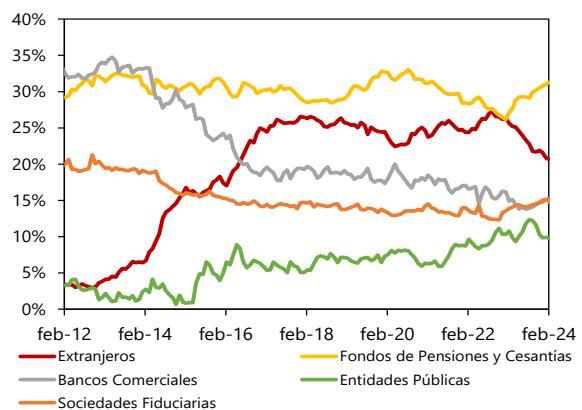
**Los inversionistas extranjeros moderaron su tendencia vendedora, con compras netas por COP 475 miles de millones (mm) en TES en pesos, concentradas en el tramo largo de la curva (COP 956 mm). En cuanto a los TES en UVR, vendieron en neto COP 243 mm en el mercado de contado, concentrados en el tramo largo (COP 238 mm). Así, acumulan ventas netas por COP 2,1 b en lo corrido de 2024 en el mercado de contado de TES (Gráfico 20), con las cuales alcanzan una reducción del 11,4% 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). En el Anexo 3 se detallan algunos motivos que han guiado la tendencia de ventas de estos inversionistas desde 2023.**

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



Fuente: Banrep.

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



Fuente: Banrep.

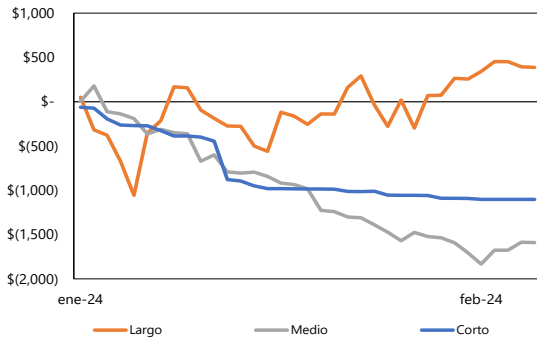
**Nota:** Excluye la transferencia del portafolio Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al Ministerio de Hacienda (entidades públicas) en abril de 2023. Para poder aproximar cuál sería la variación del portafolio excluyendo el efecto que se generó por la transferencia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

**Los inversionistas extranjeros continuaron aumentando la duración de su portafolio a través de compras en el tramo largo de la curva por COP 1 billones (b). Por el contrario, han realizado ventas en referencias de mediano y corto plazo, por COP 113 mm y COP 368 mm, respectivamente (Gráfico 22). Este comportamiento podría estar relacionado con las expectativas de los inversionistas extranjeros sobre el ciclo de política monetaria en Colombia.**

**Por tipo de agente, se observa que la recuperación en los flujos de los inversionistas extranjeros ha estado dirigida por compras de autoridades monetarias. Por el contrario, los fondos mutuos**

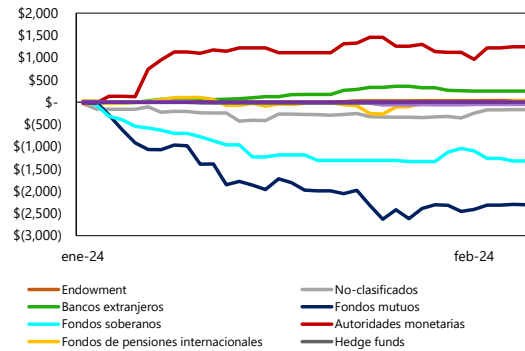
presentaron una posición vendedora, la cual han compensado parcialmente en el período reciente (Gráfico 23). Durante febrero, las autoridades monetarias han realizado compras por COP 134 mm<sup>8</sup>, mientras que las ventas se han concentrado en los fondos mutuos por COP 312 mm<sup>9</sup>.

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



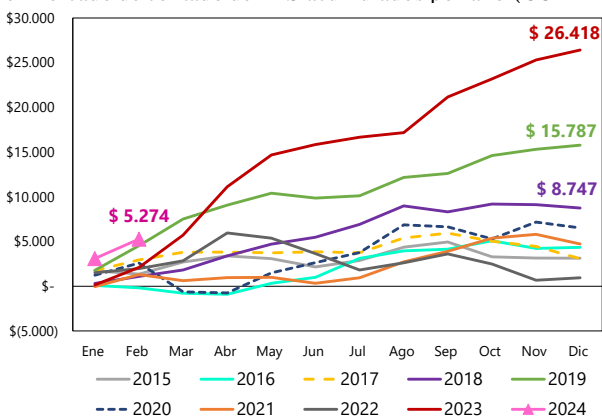
Fuente: Banrep.

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



Fuente: Banrep.

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



Fuente: Banrep.

Los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora en febrero, siendo los mayores compradores de TES en pesos y UVR por COP 1.280 mm y COP 936 mm, respectivamente, principalmente en el tramo largo de la curva (COP 1.857 mm y COP 655 mm, en su orden) (Gráfico 24). Estos agentes realizaron compras netas por COP 17 mm en el tramo corto, y ventas netas en el tramo medio por COP 594 mm de la curva en pesos. Mientras que en TES en UVR realizaron compras netas por COP 98 mm y COP 184 mm en los tramos corto y medio, respectivamente. Así, se

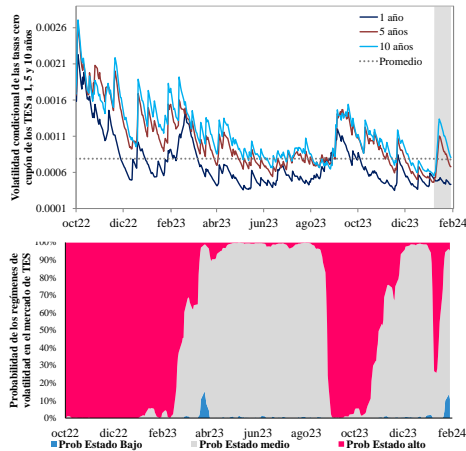
mantuvieron como los principales tenedores de TES (31% del total de TES circulando, ver Anexo 3).

<sup>8</sup> Con información al 22 de febrero, desde la última reunión de la JDDBR las compañías de seguros, fondos soberanos, organizaciones multilaterales, hedge funds, endowment, fondos de pensiones internacionales, bancos extranjeros y no-clasificados han presentado flujos netos por COP -27 mm, COP -10 mm, COP 1 mm, COP 18 mm, COP 33 mm, COP 68 mm, COP 128 mm y COP 138 mm, respectivamente.

<sup>9</sup> En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos mutuos (COP -290 mm). Las compañías de seguros, las organizaciones multilaterales, los hedge funds, los endowment funds, los fondos de pensiones internacionales, los bancos extranjeros, los no clasificados, las autoridades monetarias y los fondos soberanos presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -27 mm, COP 1 mm, COP 18 mm, COP 33 mm, COP 43 mm, COP 128 mm, COP 138 mm, COP 189 mm y COP 243 mm. Las ventas en TES UVR se concentraron en los fondos soberanos (COP -253 mm). Los fondos mutuos, las autoridades monetarias, los bancos extranjeros, los no clasificados y los fondos de pensiones internacionales presentaron flujos netos en TES UVR por COP -13 mm, COP -3 mm, COP -1 mm, COP 1 mm, COP 25 mm y COP -243 mm.



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

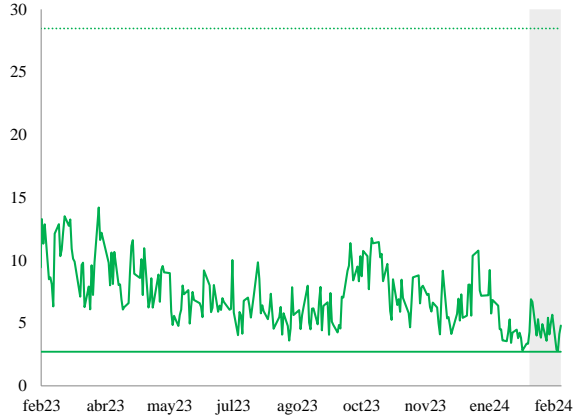


**Fuente:** Banrep y Precia. **Cálculos:** Banrep. **Nota:** La volatilidad condicional se estima mediante un modelo GARCH (1.1) sobre la tasa cero cupón de los TES en pesos para los plazos a 1, 5 y 10 años. Las probabilidades de los regímenes de volatilidad en el mercado de TES se calcularon con un modelo MS-GARCH sobre el índice IDXTES.

La volatilidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó para todos los plazos, pero permanece en un nivel de volatilidad medio, al tiempo que la liquidez presentó niveles similares a los registrados el mes anterior. La volatilidad promedio de las tasas en el mercado de TES en pesos aumentó para todos los plazos y continúa en un estado de volatilidad medio (Gráfico 25). Por su parte, los indicadores de liquidez muestran niveles similares para los TES en pesos y UVR, frente a lo registrado en enero<sup>10</sup>. 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

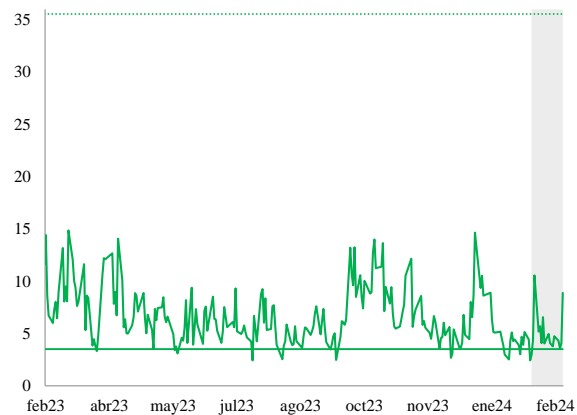
26 al 29).

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

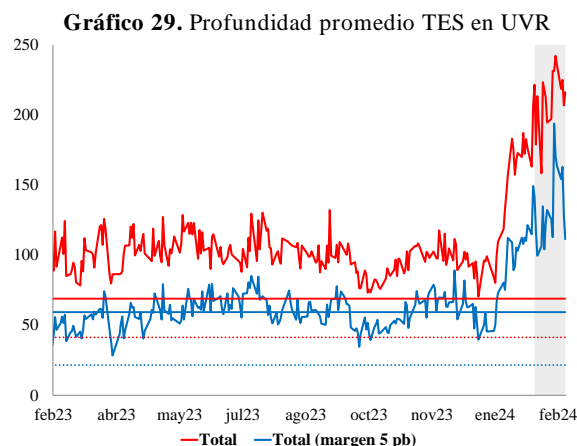
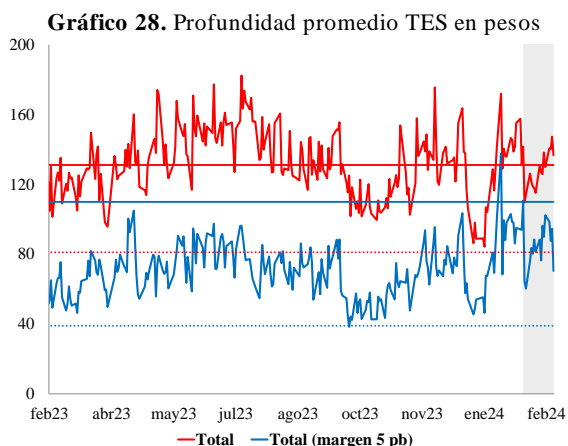


**Fuente y Cálculos:** Banrep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

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

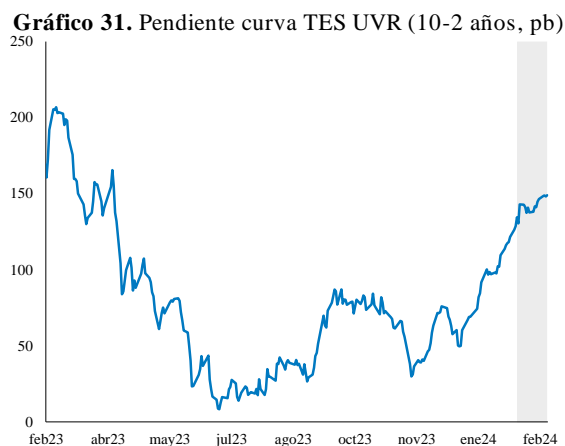
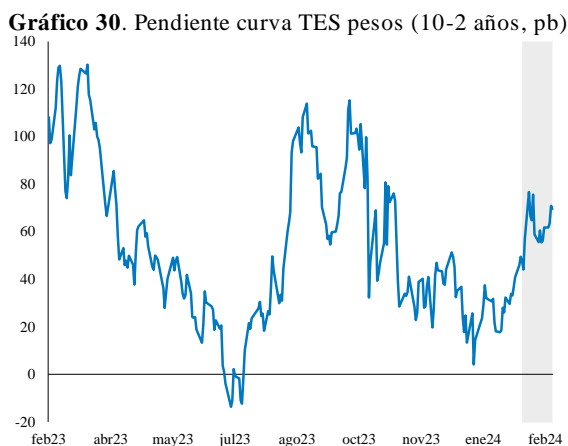


<sup>10</sup> Al 22 de febrero los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 4,7 pb para los TES en pesos y 5,2 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 4,7pb y 4,4 pb observados durante enero, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 132,0 mm a COP 127,5 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR aumentó de COP 155,3 mm a COP 212,7 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). Si bien durante lo corrido de 2024 se ha observado un aumento importante del volumen transado y de la profundidad del mercado de TES, varios agentes coinciden en mencionar que este comportamiento puede estar asociado con los incentivos del programa de creadores de mercado.



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

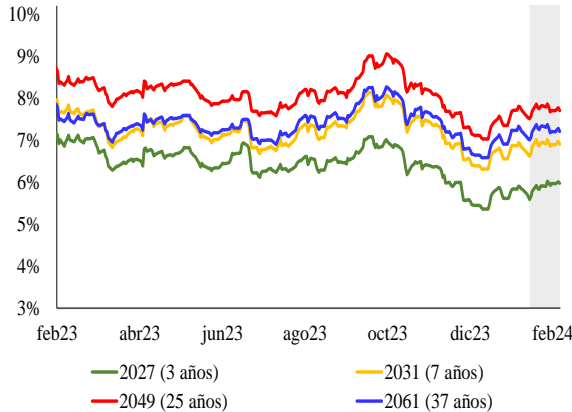
**Las curvas de los TES en pesos y UVR continuaron empinándose.** Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años aumentó 22 pb, hasta 70 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y 14 pb, hasta 149 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 32 y 33).



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

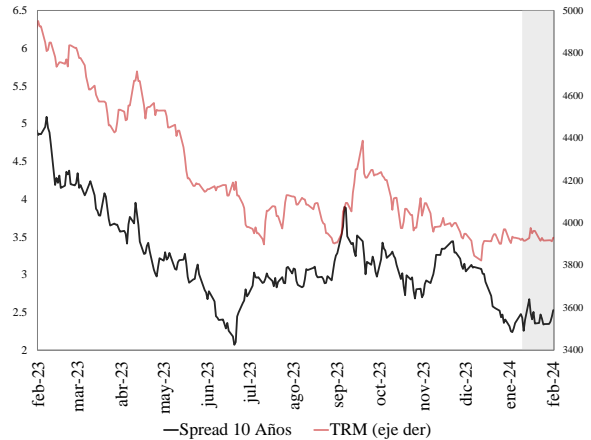
**Las tasas de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares aumentaron y su diferencia con la tasa de los títulos locales aumentó, frenando la fuerte tendencia de disminuciones observada desde diciembre.** Desde el 31 de enero, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 7, 25 y 37 años presentaron variaciones de 39 pb, 28 pb, 19 pb y 20 pb, respectivamente (Gráfico 32). El margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) aumentó 10 pb debido a que la deuda denominada en moneda extranjera presentó menores desvalorizaciones que la local del tramo largo durante el período (Gráfico 33).

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



Fuente: Bloomberg.

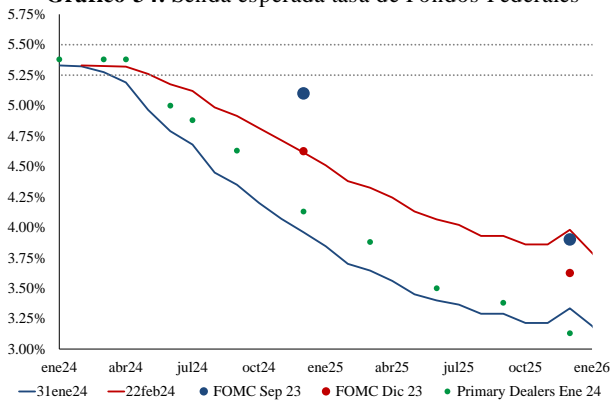
**Gráfico 33.** Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

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

**Gráfico 34.** Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

**Las expectativas del mercado de futuros sobre la tasa de los Fondos Federales aumentaron de manera importante durante febrero.** Tras la sorpresa inflacionaria en EE.UU. y el tono *hawkish* adoptado por la Fed, el mercado postergó el primer recorte de tasas del segundo al tercer trimestre de 2024 y ahora espera mayores niveles de tasas en el mediano plazo. Así, descuentan menores recortes durante el año (ant: 150 pb; act: 75 pb), con una tasa terminal entre 4,50% y 4,75% en diciembre de 2024. Lo anterior se encuentra ahora en línea con las proyecciones del FOMC de

diciembre (Gráfico 34).

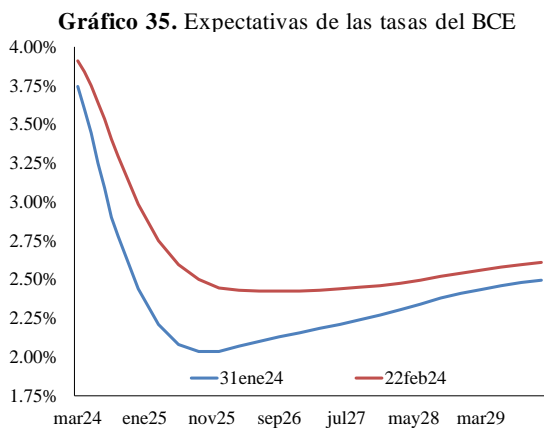
En esta misma línea, el CME<sup>11</sup> muestra que el rango más probable de tasas de los fondos federales aumentó 75 pb para diciembre de 2024. Según esta entidad, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre de 2024 se desplazó del rango entre 3,75% y 4,00% al rango entre 4,50% y 4,75% (probabilidad del 32 %) durante febrero (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%	4,75%-5,00%	5,00%-5,25%	5,25%-5,50%
31 ene 24	3%	24%	40%	26%	7%	1%	0%	0%	0%
22 feb 24	0%	0%	2%	12%	27%	32%	20%	6%	1%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

<sup>11</sup> Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.



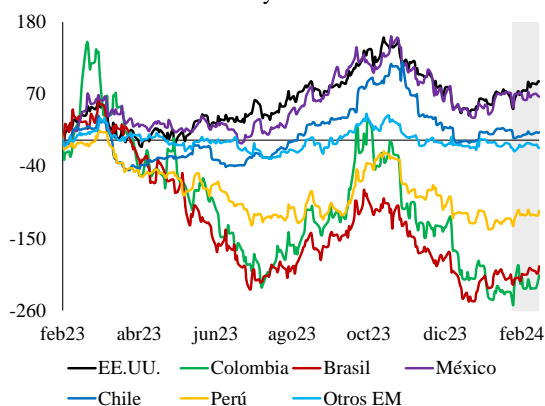
**En Europa el mercado de futuros de la tasa Euribor descuenta una senda de política monetaria de mediano plazo más contractiva que la descontada a finales de enero.** Además, el mercado postergó del primer al segundo trimestre de 2024 su expectativa sobre un primer recorte de las tasas del BCE (Gráfico 35, 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. volvió a adentrarse en terreno negativo ante mayores desvalorizaciones de los títulos de corto plazo frente a los de los demás plazos.** Estas desvalorizaciones estuvieron asociadas con el menor optimismo del mercado frente a un pronto inicio del ciclo de recortes de la TPM por parte de la Reserva Federal ante: *i*) la publicación de cifras económicas que aún evidencian una importante resiliencia de la actividad económica<sup>12</sup>; *ii*) la publicación de las cifras de inflación de enero (total: 3,1%; núcleo: 3,9%), las cuales sorprendieron al alza al mercado por segundo mes consecutivo (esp. total: 2,9%; esp. núcleo: 3,7%); y *iii*) 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.

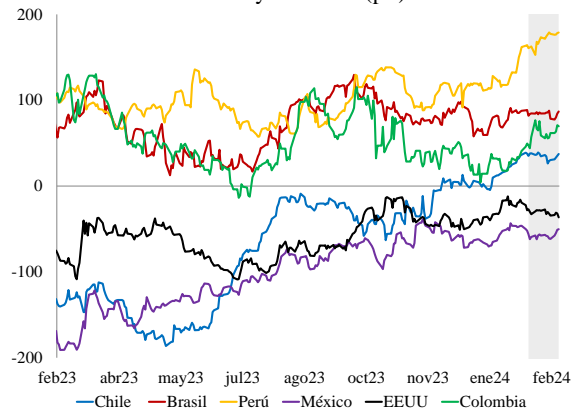
**La mayoría de las curvas de deuda pública de la región se empinó ante desvalorizaciones de los títulos de largo plazo.** Este comportamiento estuvo acorde con el desempeño de la mayoría de los títulos de deuda pública a nivel global. De esta manera, las pendientes 10 años-2 años aumentaron 15 pb en México (hasta un nivel de -50 pb), 13 pb en Perú (179 pb), 10 pb en Chile (37 pb) y 1 pb en Brasil (87 pb), mientras que la de EE.UU. se redujo 7 pb (-36 pb) (Gráficos 36 a 38 y Anexo 4).

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



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

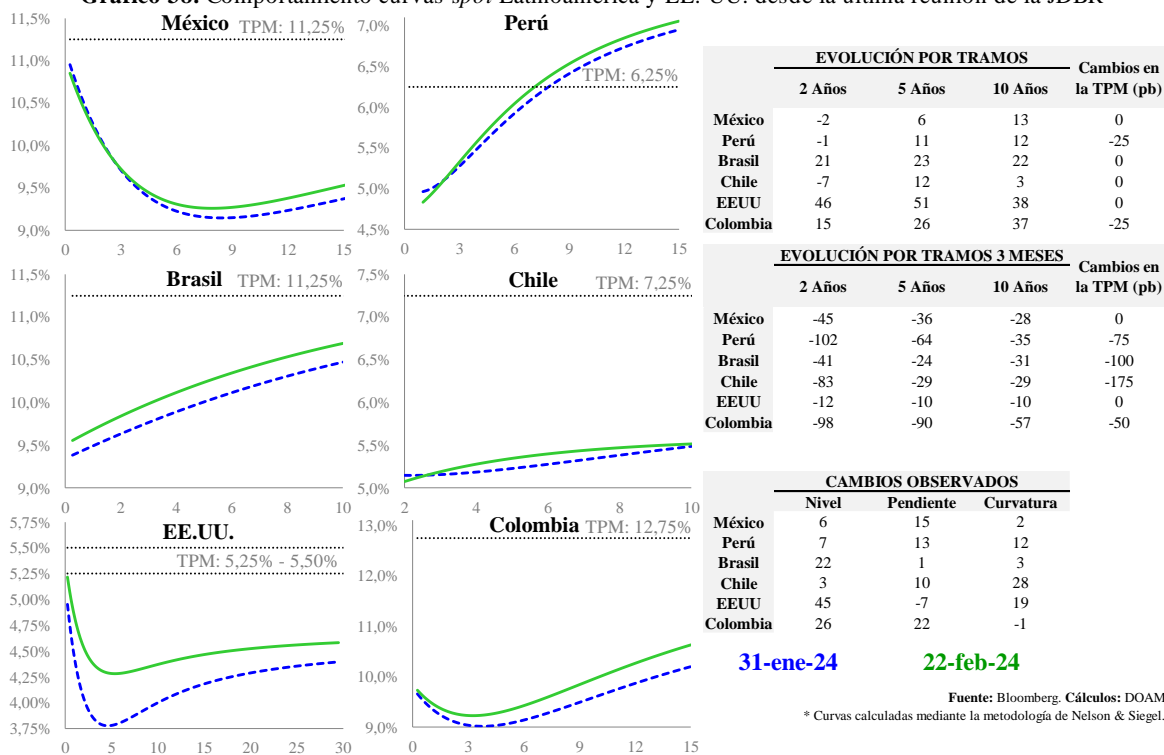
**Gráfico 37.** Pendiente 10 años - 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

<sup>12</sup> Dentro de estas cifras se destaca: *i*) el reporte de empleo de enero, el cual mostró que las nóminas no agrícolas aumentaron en 353 mil, por encima de las 185 mil esperadas por el mercado, al tiempo que la tasa de desempleo se mantuvo en 3,7% (esp: 3,8%) y los salarios aumentaron 4,5% a/a (esp: 4,1%); y *ii*) los ISM manufacturero (obs: 49,1; esp: 47,2) y de servicios (obs: 53,4; esp: 52,0) de enero.

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



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

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

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

### 2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera un recorte de 50 pb en marzo. Primero, según la EME<sup>13</sup>, la mediana señala una tasa esperada de 12,25% en marzo (desviación estándar de 15 pb). Por otro lado, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank<sup>14</sup>, de las 24 entidades encuestadas el 54% espera y recomienda que la TPM disminuya 50 pb en marzo; un 21% espera que disminuya 50 pb pero recomienda que disminuya 75 pb; un 13% espera y recomienda que disminuya 75 pb; un 4% espera y recomienda que disminuya 25 pb; un 4% espera que disminuya 50 pb pero recomienda que disminuya 100 pb; y el 4% restante espera que disminuya 75 pb pero recomienda que disminuya 100 pb. La desviación estándar de las expectativas disminuyó de 0,14% en enero a 0,11% en febrero (Gráfico 39 y Anexo 1). En cuanto a la reunión de febrero, según la EME la mediana espera que la TPM se mantenga en 12,75% (desviación estándar de 4 pb). Por su parte, según la Encuesta de Opinión Financiera<sup>15</sup> (EOF), el 86% de los encuestados proyecta que la TPM se mantenga inalterada, el 7% espera un recorte de 50 pb, el 4% descuenta un recorte de 25 pb, mientras que el 4% restante espera una reducción de 100 pb.

Por su parte, en el Gráfico 40 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2024 de acuerdo con la encuesta de Citibank, en la cual se observa que entre enero y febrero la

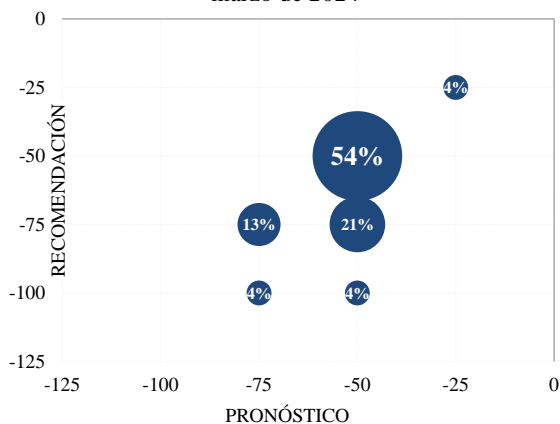
<sup>13</sup> Datos recolectados entre el 9 y el 13 de febrero.

<sup>14</sup> Publicada el 26 de febrero

<sup>15</sup> Publicada el 19 de febrero con información recolectada entre el 8 y el 14 del mismo mes.

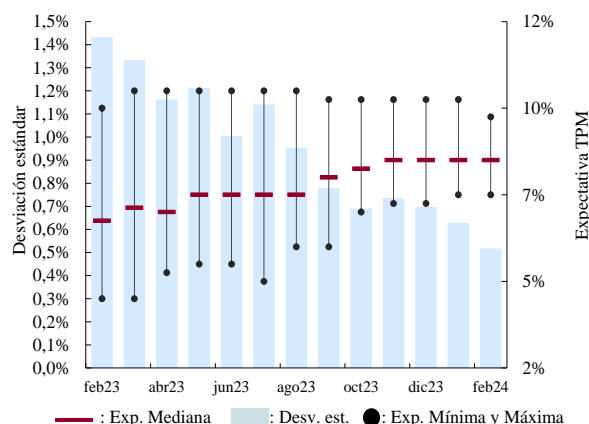
tasa mediana esperada se mantuvo estable en 8,00%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 0,63% a 0,52%.

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



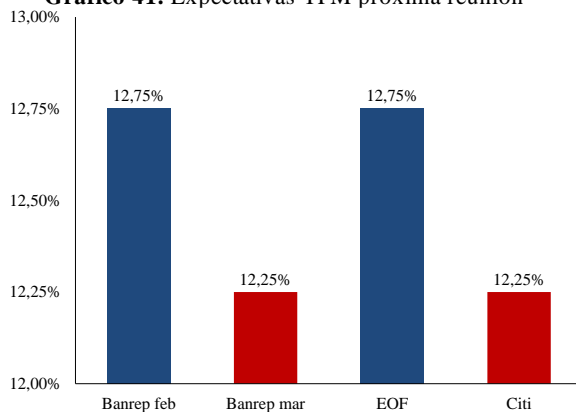
Fuente: Citibank.

**Gráfico 40.** Expectativas TPM para diciembre de 2024



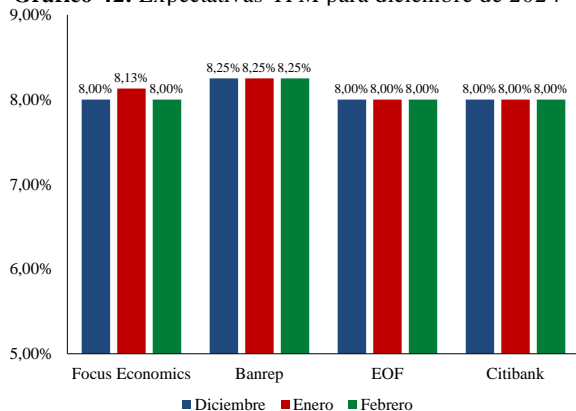
Fuente: Citibank.

**Gráfico 41.** Expectativas TPM próxima reunión\*



Fuente: Banrep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del Banrep se realizó entre el 9 y el 13 de febrero. La EOF se publicó el 19 de febrero con datos recolectados entre el 8 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 26 de febrero. \*La EOF indaga por la reunión de febrero (azul), la encuesta de Citi pregunta por la reunión de marzo (rojo), mientras que la encuesta del Banrep averigua por las reuniones de febrero y marzo.

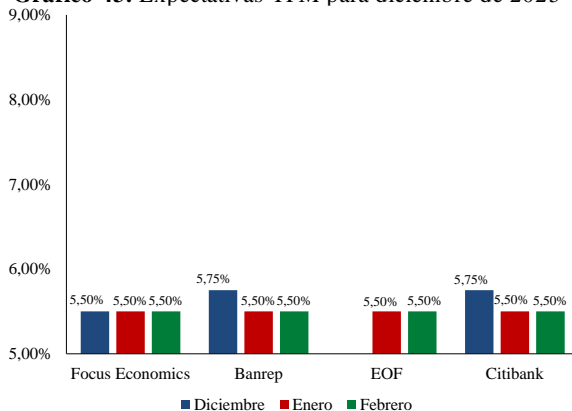
**Gráfico 42.** Expectativas TPM para diciembre de 2024



Fuente: Focus Economics, Banrep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 13 de febrero, con encuestas recolectadas hasta el 12 de febrero. La encuesta de Banrep se realizó entre el 9 y el 13 de febrero. La EOF se publicó el 19 de febrero con datos recolectados entre el 8 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 26 de febrero.

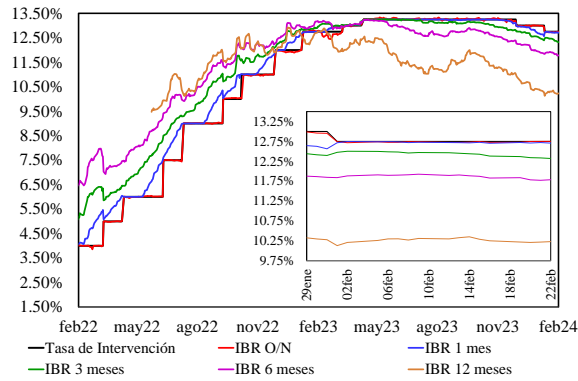
**Las encuestas evidencian expectativas de política monetaria similares a las observadas el mes previo para finales de 2024 y 2025.** En los Gráficos 41, 42 y 43 se muestran las expectativas sobre la TPM para las próximas dos reuniones y para las de diciembre de 2024 y 2025. En estas se observa que: *i*) la mayoría de los agentes espera que la TPM se mantenga inalterada en febrero y disminuya en 50 pb en marzo; *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 se mantuvo cercano a 8% (obs: 8,06%; ant: 8,10%); y *iii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2025 se mantuvo en 5,50%.

**Gráfico 43.** Expectativas TPM para diciembre de 2025



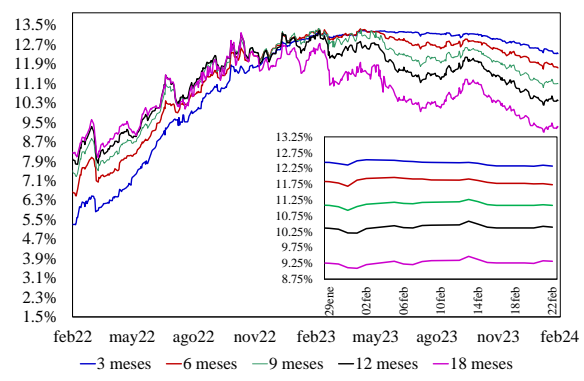
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses en promedio subieron ante expectativas de que continúen los recortes de la TPM, pero a un menor ritmo al descontado en enero. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 22 de febrero las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses variaron -8 pb, -6 pb, -5 pb, +16 pb, +18 pb y +20 pb, respectivamente (Gráficos 46 y 47).

**Gráfico 44. Tasa de intervención y tasas IBR**



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

**Gráfico 45. Tasas OIS**



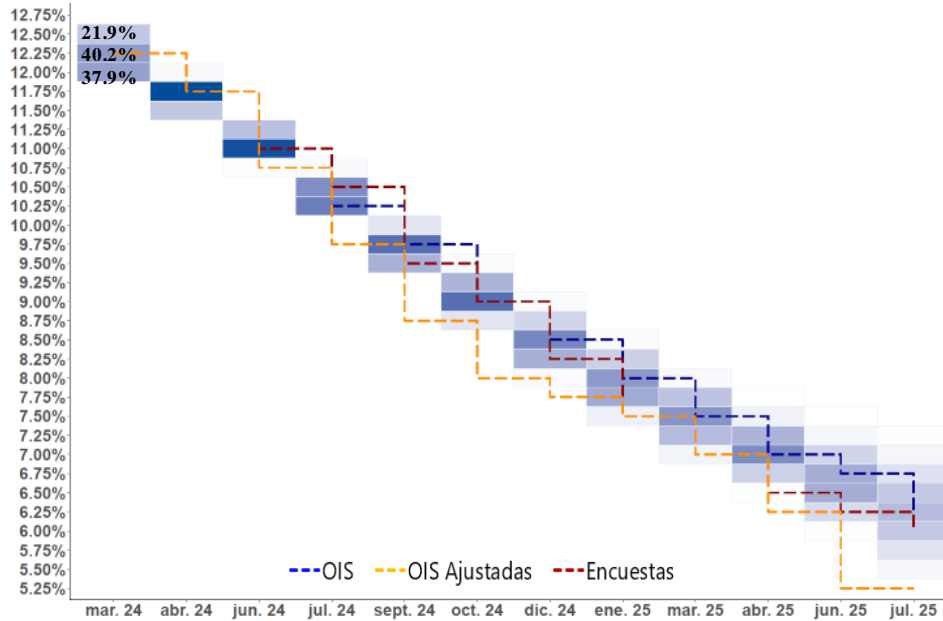
Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

**Las tasas del mercado OIS descuentan con mayor probabilidad una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de marzo.** Las tasas del mercado OIS subieron levemente después de la decisión de la JDBR de enero donde la TPM se redujo en 25 pb, mientras que el mercado estaba dividido entre una reducción de 25 pb y 50 pb. Posteriormente, las tasas del mercado cayeron en respuesta a la publicación del dato de PIB del 4T23. Así, el 22 de febrero el mercado descuenta con una probabilidad del 40% una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de marzo. Para 2024 el mercado descuenta reducciones de 425 pb y en diciembre se espera que la TPM se ubique en 8,50% (anterior: 8,00%). El aumento de la senda de la TPM está en línea con algunos comentarios de miembros de la JDBR, los cuales evidencian una postura prudente, que señala la necesidad de tener mayor claridad sobre los impactos del fenómeno del Niño y los posibles efectos del incremento del salario mínimo. Por otra parte, la senda de TPM esperada por los analistas se ubica 25 pb en promedio por debajo de las expectativas del mercado OIS, la menor diferencia entre estas expectativas está en línea con correcciones en la incertidumbre de la TPM<sup>16</sup>, la cual se ubicaba en niveles altos en los meses anteriores (Gráfico 46 y 47).

<sup>16</sup> 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).

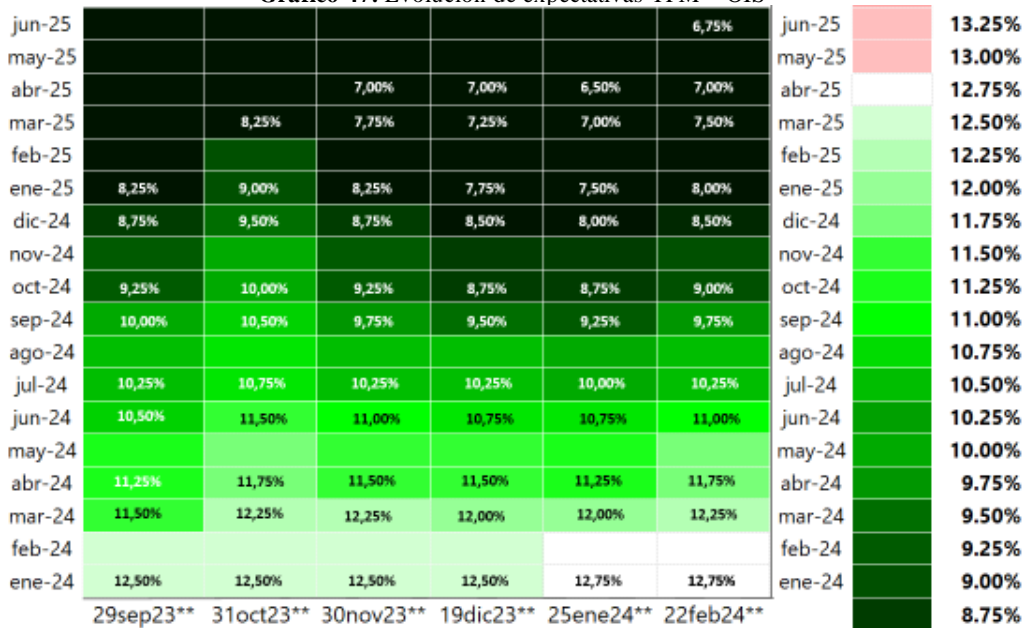


**Gráfico 46.** Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 25 de enero de 2023)



**Nota:** En febrero de 2024 las tasas OIS ajustadas asignen una probabilidad de 40,2% a una reducción de 50 pb, 37,9% de 75 pb y 21,9% una reducción de 25 pb en la reunión de marzo.

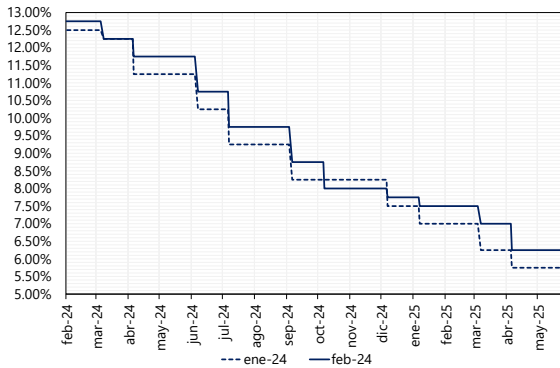
**Gráfico 47.** Evolución de expectativas TPM – OIS



**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.

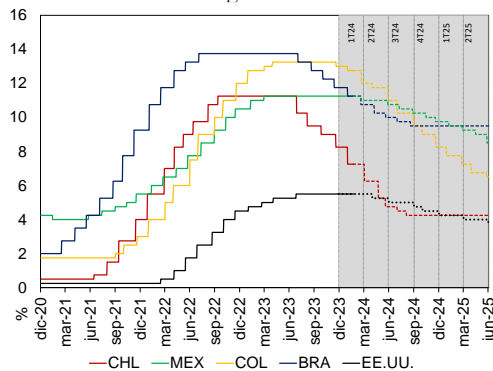


**Gráfico 48.** Expectativas de mercado sin la prima a término



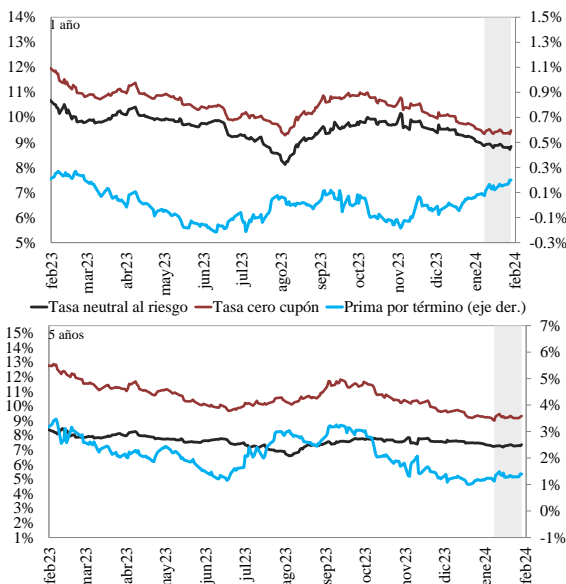
**Fuente:** Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 31 de enero de 2024 y 22 de febrero de 2024.

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



**Fuente:** Bloomberg. Cálculos propios.

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



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

**La expectativa de TPM ajustada por la prima a término del mercado OIS anticipa menos reducciones para 2024.**

En el Gráfico 48 se presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los días 31 de enero y 22 de febrero de 2024. Según esta medida la expectativa para diciembre de 2024 se ubicó en 7,75% (ant: 7,50%).

**Los mercados OIS continúan vislumbrando reducciones de la TPM para los países de la región en el 2024 (Gráfico 49).**

Para 2024 los mercados descuentan reducciones de la TPM en 175 pb, 300 pb y 150 pb en Brasil, Chile y México, cerrando 2024 en 9,50%, 4,25% y 9,75%, en su orden. De tal forma que el mercado descuenta una mayor reducción de la TPM para Colombia (425 pb), este hecho ha favorecido el comportamiento en lo corrido del año de la deuda pública a nivel local según algunos agentes del mercado local (Anexo 9).

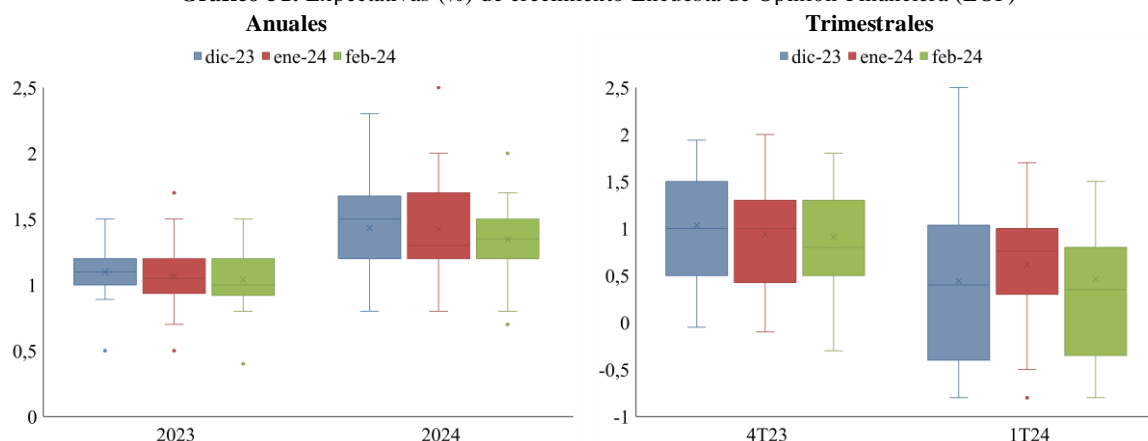
**El movimiento en las tasas de los TES en pesos se puede explicar por mayores aumentos de las primas a término, las tasas neutras al riesgo permanecieron relativamente estables.**

En el Gráfico 50 se presentan estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutras al riesgo promedio variaron -4 pb y +5 pb a 1 y 5 años respectivamente, y se ubicaron en 8,84% y 7,35%, en su orden. Por su parte, la prima a término a un año (0,20%) subió 12 pb y a 5 años (1,40%) aumentó 22 pb, este aumento está en línea con el aumento de las primas a término en EEUU (Gráfico A4.4.).

## 2.2. Expectativas de crecimiento económico

**La última lectura de crecimiento de la economía colombiana sorprendió de manera negativa al mercado.** De acuerdo con el DANE, la economía colombiana creció 0,3% durante el 4T23, y 0,6% durante 2023. Lo anterior contrastó con la expectativa de 0,8% y 1,05%, respectivamente, registrada por la EOF. Con respecto al 1T24, los agentes encuestados por la EOF redujeron su perspectiva de crecimiento de 0,76% a 0,35%, pero la mejoraron para 2024 de 1,30% a 1,35% (Gráfico 51). Luego de conocerse la cifra de crecimiento, Citi dio a conocer que los agentes que respondieron su encuesta recortaron su proyección de crecimiento para 2024 de 1,5% a 1,2%.

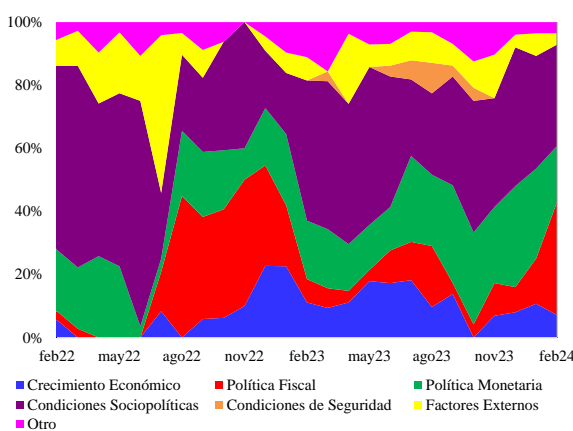
**Gráfico 51.** Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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

**Los analistas esperan valorizaciones de los TES y el MSCI COLCAP en el corto plazo.** Frente a los TES que vencen en 2028 y 2032, los analistas esperan que durante los próximos tres meses estos se valoricen 6 pb y 11 pb, respectivamente<sup>17</sup> (desviaciones estándar de 44 pb y 35 pb). Para fin de año, los mismos analistas proyectan valorizaciones de 81 pb y 51 pb, en ese orden (desviaciones estándar de 105 pb y 103 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se valore más de 3%, mientras que a 12 meses esperan una valorización superior al 5% (desviaciones estándar de 5% y 7%, respectivamente).

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



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC.

**Ante la pregunta: ¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión? La política fiscal presentó el mayor aumento en la participación de las respuestas y pasó a ocupar el primer lugar.** El 36% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 14%, var: 22 pp) como el factor más relevante, el 32% resaltó las condiciones sociopolíticas (ant: 36%; var: -4 pp), el 18% la política monetaria (ant: 29%, var: -11 pp), el 7% el crecimiento económico (ant: 11%; var: -4 pp), el 4% los factores externos (ant: 7%; var: -3 pp), mientras que el 4% restante señaló otros factores (ant: 4%; var: 0 pp, Gráfico 52). El agente que mencionó otros

<sup>17</sup> 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.

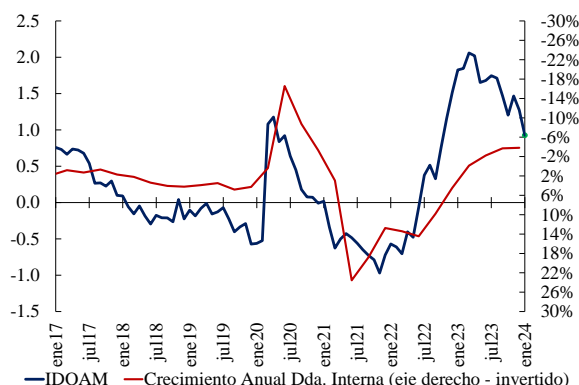
factores destacó al tiempo la política fiscal y monetaria. Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

### 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

**Con datos definitivos de enero de 2024, 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 y consumo frente a las tasas de los TES, una menor volatilidad del mercado de TES y una reducción de las expectativas de inflación. El alto nivel del indicador se mantiene ante el mayor valor de los spreads de las tasas mencionadas arriba, como también a los altos niveles de las expectativas de inflación frente a la meta del Banrep (Gráfico 53).

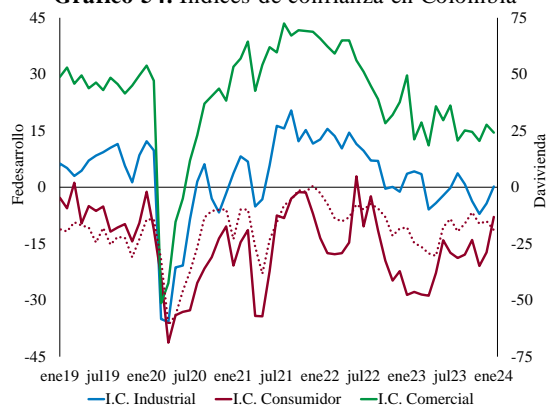
**Los indicadores de confianza empresarial y del consumidor repuntaron en enero.** El indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, aumentó en enero por segundo mes consecutivo (obs: -7,9%; ant: -17,3%), como consecuencia de unas expectativas menos pesimistas, y de una percepción menos desfavorable de las condiciones económicas (Gráfico 54). Asimismo, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -19,9% a -6,0% (Gráfico 55), mientras que la confianza del consumidor estimada por Davivienda presentó un deterioro durante el mismo mes (obs: -19,0%; ant: -15,0%). Por otro lado, el indicador de confianza industrial (obs: 0,2%; ant: -4,3%) volvió a terreno positivo, mientras que el de confianza comercial (obs: 14,5%; ant: 16,6%) se redujo durante enero. 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, el deterioro de la confianza comercial se explicó ante una percepción menos favorable de la situación económica, y un mayor nivel de existencias, lo cual fue parcialmente contrarrestado por unas mayores expectativas de producción para el próximo semestre.

**Gráfico 53.** Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



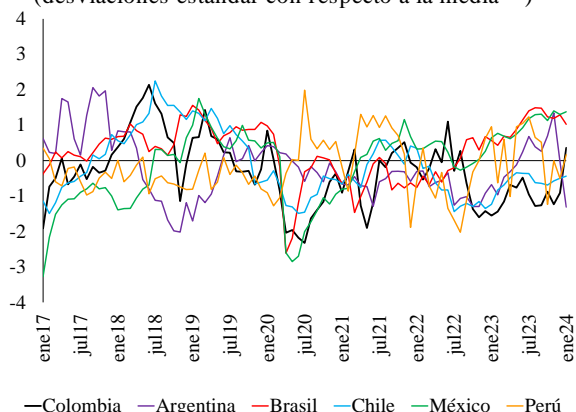
—IDOAM —Crecimiento Anual Dda. Interna (eje derecho - invertido)  
**Fuentes:** Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible. **Nota:** Se usa la volatilidad implícita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

**Gráfico 54.** Índices de confianza en Colombia



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

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

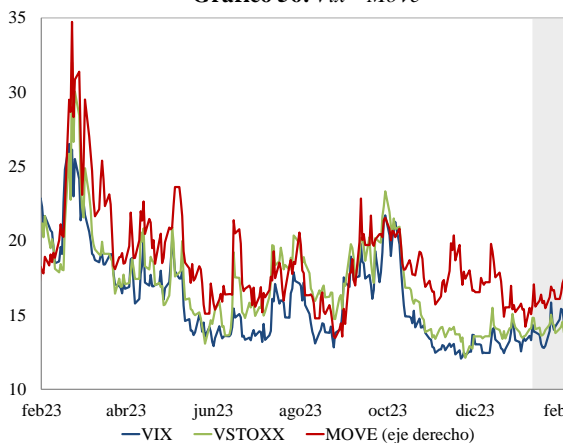


—Colombia —Argentina —Brasil —Chile —México —Perú  
**Fuentes:** INEGI<sup>18</sup>, FGV<sup>19</sup>, UDD, Banrep, Fedesarrollo, APOYO.  
**Cálculos:** Banrep. \*Series desestacionalizadas. Información mensual.  
 \*\* La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

**Colombia fue el país que registró el mayor aumento en el indicador de confianza desestacionalizado y se ubicó por encima de su media histórica por primera vez desde agosto de 2022.** Este indicador disminuyó para Argentina y Brasil a diferencia de los demás países de la muestra entre diciembre y enero. El Gráfico 55 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Los indicadores de Argentina y Chile se encuentran por debajo de su media histórica, a diferencia de los demás países<sup>20</sup>.

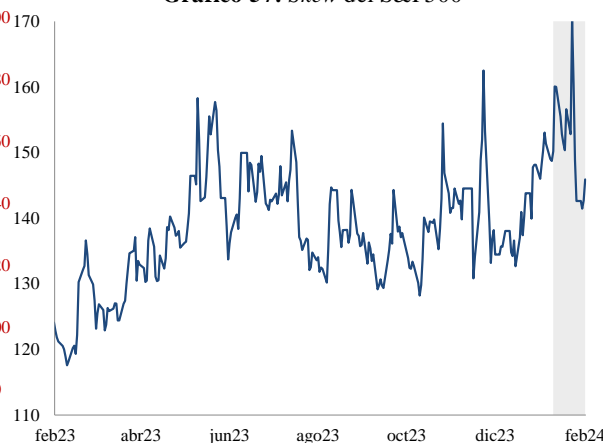
**La volatilidad implícita de las opciones de índices bursátiles (Vix<sup>21</sup> y Vstox<sup>22</sup>) y de Tesoros (Move<sup>23</sup>) aumentó.** Este comportamiento pudo estar asociado con la mayor incertidumbre por parte del mercado frente al futuro de la política monetaria en las principales economías desarrolladas, y la debilidad que continúa exhibiendo la economía china (Gráfico 56). Por su parte, el *Skew*<sup>24</sup> alcanzó un nivel no observado desde junio de 2021, en línea con el desempeño sobresaliente del S&P500, el cual continuó marcando máximos históricos durante este periodo (Gráfico 57).

**Gráfico 56. Vix - Move**



**Fuente:** Bloomberg.

**Gráfico 57. Skew del S&P500**



**Fuente:** Bloomberg.

**Finalmente, el EMBI<sup>25</sup> disminuyó en Latinoamérica, en línea con lo observado a nivel global.** En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) se redujo 25 pb (24 pb) en Brasil, 13 pb (12 pb) en Colombia,

<sup>18</sup> Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

<sup>19</sup> Instituto Brasileiro de economía

<sup>20</sup> La serie para Colombia se puede descomponer en 3 componentes: tendencia, estacionalidad y un componente irregular. Usando la metodología Census-X12 aditiva se encuentra que durante los meses de enero el componente estacional tiende a ser negativo. Así, al restar este componente a la serie original (la cual presentó un repunte al alza) se obtiene un repunte mayor de la serie ajustada estacionalmente.

<sup>21</sup> El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

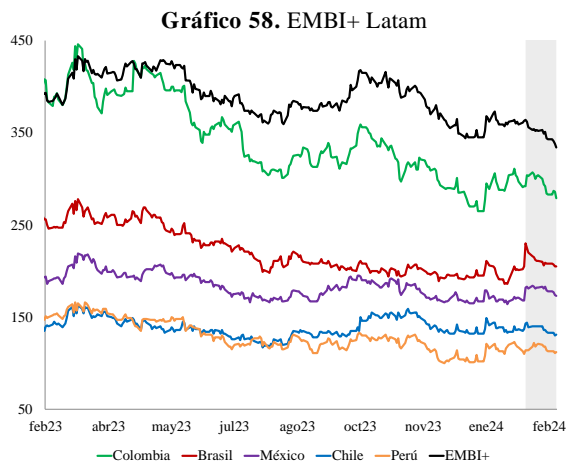
<sup>22</sup> El Vstox es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

<sup>23</sup> El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.

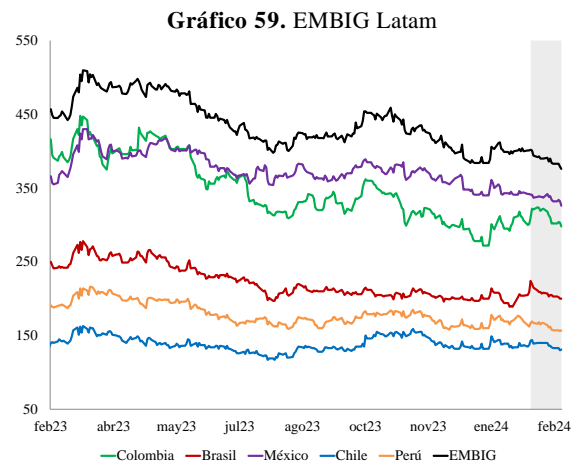
<sup>24</sup> El Skew es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del S&P 500, de forma tal que un incremento del Skew -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

<sup>25</sup> A diferencia del EMBI+, que incorpora solamente títulos soberanos, el EMBIG también incorpora títulos cuasi soberanos (por ejemplo, los bonos emitidos por Pemex). *Information has been obtained from sources believed to be reliable, but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.*

12 pb (corresponde al EMBIG) en Chile, 9 pb (15 pb) en México y 2 pb (10 pb) en Perú (Gráficos 58 y 59).



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

#### 4. RECUADROS/ANEXOS

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

**Cuadro A1.1. Encuesta de expectativas de Citibank sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de marzo de 2024**

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?	PRONÓSTICO		
			Ajuste	Porcentaje	Número
Acciones y Valores	12,25%	12,00%			
Alianza	12,00%	12,00%			
Asobancaria	12,25%	12,25%	12,00%	17%	4
Axa Colpatría	12,25%	12,00%	12,25%	79%	19
Banco Agrario	12,25%	12,00%	12,50%	4%	1
Banco de Bogotá	12,25%	11,75%	<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>24</b>
Banco de Occidente	12,25%	12,25%			
Banco Popular	12,25%	12,00%			
Banco Santander	12,50%	12,50%			
BBVA	12,00%	12,00%			
BTG Pactual	12,25%	12,25%			
Casa de Bolsa	12,25%	12,25%			
Citi	12,25%	12,00%			
Colfondos	12,00%	12,00%			
Corficolombiana	12,25%	12,25%			
Credicorp Capital	12,25%	12,25%			
Fiduoccidente	12,25%	12,25%			
Grupo Bancolombia	12,25%	12,25%			
Grupo Bolívar	12,25%	12,25%			
Itaú	12,25%	12,25%			
Moody's Analytics	12,25%	12,25%			
Positiva	12,25%	12,25%			
Scotiabank Colpatría	12,00%	11,75%			
Skandia	12,25%	12,25%			
<b>Promedio</b>	<b>12,22%</b>	<b>12,14%</b>			
Mediana	12,25%	12,25%			
Desv. Estándar	0,11%	0,18%			
Máximo	12,50%	12,50%			
Mínimo	12,00%	11,75%			

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
11,75%	8%	2
12,00%	33%	8
12,25%	54%	13
12,50%	4%	1
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>24</b>

**Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de Citibank sobre tasa de política monetaria**

<b>Participantes</b>	<b>dic-24</b>	<b>dic-25</b>
Acciones y Valores	9,00%	6,25%
Alianza	7,50%	5,00%
Asobancaria	8,25%	5,75%
Axa Colpatría	8,00%	5,50%
Banco Agrario	8,50%	5,00%
Banco de Bogotá	8,25%	5,75%
Banco de Occidente	7,75%	5,00%
Banco Popular	8,00%	6,00%
Banco Santander	8,00%	6,00%
BBVA	7,00%	5,50%
BTG Pactual	7,75%	5,25%
Casa de Bolsa	8,00%	6,00%
Citi	8,50%	5,50%
Colfondos	8,50%	5,50%
Corficolombiana	8,00%	6,00%
Credicorp Capital	8,00%	5,75%
Fiduoccidente	7,75%	5,00%
Grupo Bancolombia	9,25%	6,50%
Grupo Bolívar	7,75%	5,50%
Itaú	8,00%	5,25%
Moody's Analytics	8,00%	6,00%
Positiva	8,25%	5,00%
Scotiabank Colpatría	7,00%	5,50%
Skandia	8,50%	5,25%
<b>Promedio</b>	<b>8,06%</b>	<b>5,57%</b>
<b>Mediana</b>	<b>8,00%</b>	<b>5,50%</b>
<b>Desv. Estándar</b>	<b>0,52%</b>	<b>0,43%</b>
<b>Máximo</b>	<b>9,25%</b>	<b>6,50%</b>
<b>Mínimo</b>	<b>7,00%</b>	<b>5,00%</b>
<b>No. Respuestas</b>	<b>24</b>	<b>24</b>

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

<b>Participantes</b>	<b>dic-24</b>	<b>dic-25</b>
Acciones y Valores	5,82%	3,78%
Alianza	5,50%	3,80%
Anif	5,44%	2,99%
Asobancaria	5,29%	3,70%
Axa Colpatria	4,60%	3,90%
Banco Agrario	5,84%	3,93%
Banco de Bogotá	5,73%	3,62%
Banco de Occidente	5,59%	4,30%
Banco Popular	5,43%	3,88%
Banco Santander	5,01%	3,64%
BBVA	5,40%	3,80%
BTG Pactual	5,01%	3,07%
Casa de Bolsa	5,13%	3,82%
Citi	4,40%	3,00%
Colfondos	5,40%	3,70%
Corficolombiana	5,13%	3,82%
Credicorp Capital	5,50%	3,70%
Fiduoccidente	5,59%	4,30%
Grupo Bancolombia	5,90%	4,40%
Grupo Bolivar	4,78%	3,00%
Itaú	4,80%	3,00%
Moody's Analytics	5,50%	3,50%
Positiva	5,40%	3,40%
Scotiabank Colpatria	4,99%	3,64%
Skandia	6,40%	4,10%
<b>Promedio</b>	<b>5,34%</b>	<b>3,67%</b>
<b>Mediana</b>	<b>5,40%</b>	<b>3,70%</b>
<b>Desv. Estándar</b>	<b>0,45%</b>	<b>0,41%</b>
<b>Máximo</b>	<b>6,40%</b>	<b>4,40%</b>
<b>Mínimo</b>	<b>4,40%</b>	<b>2,99%</b>
<b>No. Respuestas</b>	<b>25</b>	<b>25</b>



**Cuadro A1.4. 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 12 de febrero

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	8,25%	5,75%
5 Banco Agrario de Colombia	9,75%	5,75%
6 Banco de Bogotá	8,00%	5,50%
7 Bancolombia	9,25%	6,50%
8 BancTrust & Co.	8,50%	7,00%
9 Barclays Capital	8,00%	7,00%
10 BBVA Research	7,00%	5,50%
11 BTG Pactual	7,75%	5,25%
12 CABI	7,00%	-
13 Capital Economics	8,25%	6,25%
14 Citigroup Global Mkts	8,50%	5,50%
15 Corficolombiana	8,00%	6,00%
16 Credicorp Capital	8,00%	-
17 Ecoanalítica	7,00%	4,50%
18 Econosignal	8,00%	-
19 EIU	8,75%	4,75%
20 Fedesarrollo	7,75%	5,50%
21 Fitch Solutions	9,50%	5,25%
22 Goldman Sachs	9,25%	5,50%
23 HSBC	8,50%	7,50%
24 Itaú Unibanco	8,00%	5,25%
25 JPMorgan	8,25%	-
26 Oxford Economics	9,50%	7,75%
27 Pantheon Macroeconomics	7,00%	5,00%
28 Positiva Compañía de Seguros	7,50%	4,00%
29 Rabobank	8,50%	6,25%
30 S&P Global Ratings	10,00%	7,00%
31 Scotiabank Colpatria	7,00%	5,50%
32 Sectorial	8,50%	5,50%
33 Société Générale	8,75%	-
34 Torino Capital	7,00%	-
35 UBS	8,00%	5,50%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,00%	0	0,0%	1	3,4%
4,50%	0	0,0%	1	3,4%
4,75%	0	0,0%	1	3,4%
5,00%	0	0,0%	2	6,9%
5,25%	0	0,0%	4	13,8%
5,50%	0	0,0%	8	27,6%
5,75%	0	0,0%	2	6,9%
6,00%	0	0,0%	2	6,9%
6,25%	0	0,0%	2	6,9%
6,50%	0	0,0%	1	3,4%
7,00%	7	20,0%	3	10,3%
7,50%	2	5,7%	1	3,4%
7,75%	2	5,7%	1	3,4%
8,00%	8	22,9%	0	0,0%
8,25%	3	8,6%	0	0,0%
8,50%	5	14,3%	0	0,0%
8,75%	2	5,7%	0	0,0%
9,25%	2	5,7%	0	0,0%
9,50%	2	5,7%	0	0,0%
9,75%	1	2,9%	0	0,0%
10,00%	1	2,9%	0	0,0%
<b>Media</b>	<b>8,16%</b>		<b>5,76%</b>	
<b>Mediana</b>	<b>8,00%</b>		<b>5,50%</b>	

**Cuadro A1.5. 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 12 de febrero

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	7	22,6%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	2	6,5%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	9	29,0%
3,75% - 4,00%	1	2,8%	7	22,6%
4,00% - 4,25%	1	2,8%	3	9,7%
4,25% - 4,50%	4	11,1%	1	3,2%
4,50% - 4,75%	6	16,7%	1	3,2%
4,75% - 5,00%	4	11,1%	0	0,0%
5,00% - 5,25%	6	16,7%	0	0,0%
5,25% - 5,50%	4	11,1%	0	0,0%
5,50% - 5,75%	5	13,9%	1	3,2%
5,75% - 6,00%	3	8,3%	0	0,0%
6,25% - 6,50%	2	5,6%	0	0,0%
<b>Media</b>	<b>5,06%</b>		<b>3,68%</b>	
<b>Mediana</b>	<b>5,00%</b>		<b>3,70%</b>	

## Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 31 de enero del 2024, la Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría reducir en 25 puntos básicos (pb) la tasa de interés de política monetaria a 12,75%. Tras esta decisión, analistas del mercado comentaron que estuvo en línea con lo esperado y que dada la coyuntura económica esperan aumentos en el ritmo de normalización de la política monetaria en próximas reuniones, lo cual podría impulsar los rendimientos de los TES a la baja. Al finalizar la sesión de negociación de ese día, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -9 pb, -10 pb y -11 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -2 pb, 1 pb y 4 pb para dichos vencimientos.

En la tarde del primero de febrero, el Gobierno presentó el Plan Financiero para el 2024 resaltando una caída en los ingresos esperados y en los gastos respecto al Marco Fiscal de Mediano Plazo del 2023. Tras la presentación, los agentes del mercado comentaron que fue una sorpresa negativa principalmente porque el aumento en la meta del déficit fiscal implicaría que el gobierno financie este faltante de recursos con más deuda generando incertidumbre sobre el cumplimiento de la regla fiscal. Así, se presentaron desvalorizaciones en el mercado de TES después de estos resultados. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 18 pb, 28 pb y 31 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 4 pb, 13 pb y 17 pb para dichos vencimientos.

El 7 de febrero, el DANE reportó que la inflación anual para enero del 2024 se encontró levemente por debajo de las expectativas del mercado (8,35% a/a vs 8,37% esp) y de la lectura anterior (9,28%). El IPC registró una variación m/m de 0,92% (ant: 0,45% m/m, esp: 0,95% m/m). Según analistas del mercado, a pesar de que existen desafíos producto de la indexación de algunos precios, dichos datos fueron catalogados como positivos y apoyan mayores recortes en la tasa de política monetaria en próximas reuniones, 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 0 pb, 6 pb y 10 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 1 pb, 7 pb y 5 pb para dichos vencimientos.

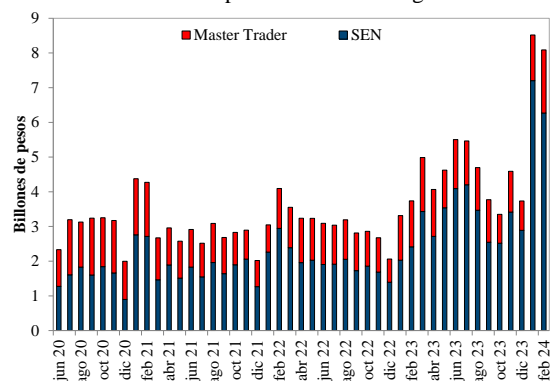
El 15 de febrero, el DANE reportó que el ISE, indicador sobre la actividad económica a diciembre de 2023 se ubicó por debajo de las expectativas del mercado (0,1% a/a vs 0,8% esp) y de la lectura del mes anterior (1,9%). Durante el mismo día, se publicaron las cifras del PIB, el cual creció 0,3% a/a durante el 4T23 (esp: 0,8%; ant: -0,6%), de manera que durante el año creció 0,6% (ant: 7,3%). Según analistas, estos resultados fueron catalogados como débiles y negativos aumentando las expectativas de mayores recortes de la tasa de política monetaria en próximas reuniones. 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 -9 pb, -10 pb y -8 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -6 pb, -3 pb y -2 pb para dichos vencimientos.

En lo transcurrido de febrero, se han realizado tres subastas de TES por un monto total de \$2,2 billones y un *Bid to Cover* promedio de 4,5 veces el monto inicial. El 7 y 21 de febrero se subastaron TES UVR con vencimiento en 2029, 2037 y 2049. El 14 de febrero se subastaron TES COP con vencimiento en 2033, 2042 y 2050. Se destaca la sesión del 14 de febrero por su *Bid to Cover* de 5,0 veces.

En lo corrido de febrero, el monto promedio diario negociado ha sido \$8,1 billones, inferior al observado el mes anterior (\$8,5 billones), y mayor al registrado en febrero de 2023 (\$3,7 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en

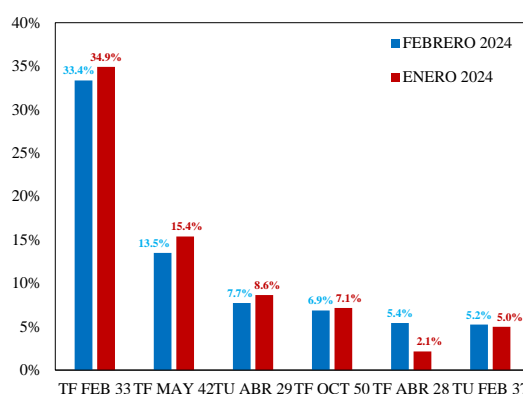
febrero de 2033, cuya participación pasó de 34,9% al 33,4%, seguidos por los que vencen en mayo de 2042 cuya participación aumentó de 15,4% a 13,5% (Gráfico A2.3).

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



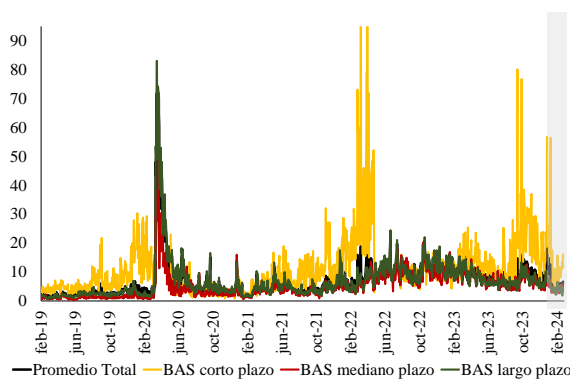
**Fuente y Cálculos:** DCV - Banrep.  
Datos al 22 de febrero de 2024.

**Gráfico A2.3.** TES más transados



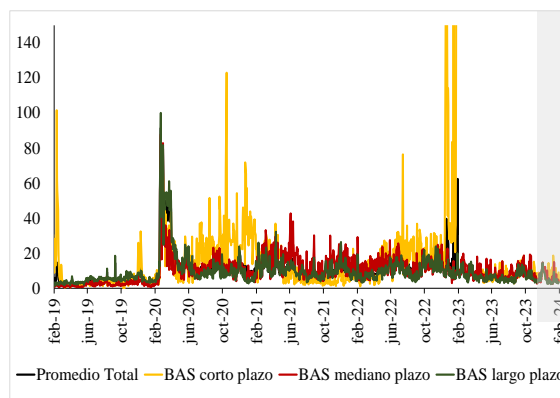
**Fuentes:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. \*Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 22 de febrero de 2024.

**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)

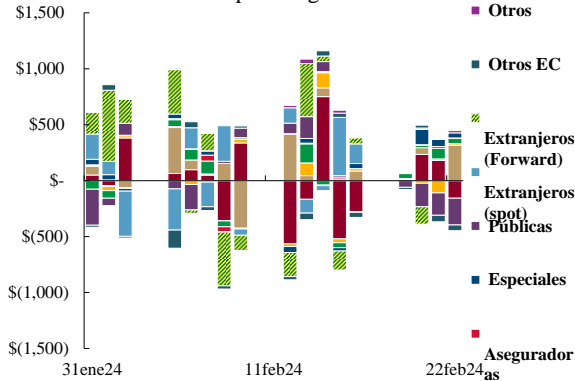


Con información al 22 de febrero de 2024, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 11,2 pb (ant: 14,7 pb), 4,5 pb (ant: 4,2 pb) y 4,2 pb (ant: 4,4 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 9,4 pb (ant: 8,1 pb), 6,6 pb (ant: 5,8 pb) y 4,5 pb (ant: 3,8 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

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

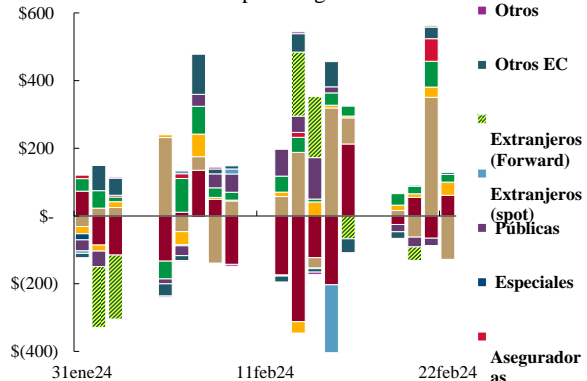
Posterior a la última reunión de la JDBR y con información hasta el 22 de febrero de 2024, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los fondos de pensiones y cesantías (COP 1.280 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (COP 795 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 936 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (COP 783 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

En lo corrido de 2024, los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por COP 1.621 mm<sup>26</sup> y ventas netas por COP 1.063 mm<sup>27</sup> de TES en UVR. Desde el 31 de enero en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas vendieron en neto COP 242 mm en el tramo corto, mientras que compraron en neto COP 797 mm y COP 713 mm en los tramos medio y largo de TES en pesos, en su orden. Por su parte, en este mismo periodo vendieron en neto TES en UVR por COP 3 mm, COP 111 mm y COP 238 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente (Cuadro A3.1).

<sup>26</sup> Las ventas en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 730 mm, mientras que en el mercado a futuro han realizado compras por COP 2.350 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado ventas durante el 2024 del TES verde por valor de COP 62 mm.

<sup>27</sup> Las ventas netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 1.409 mm, mientras que en el mercado a futuro realizaron compras por COP 346 mm.

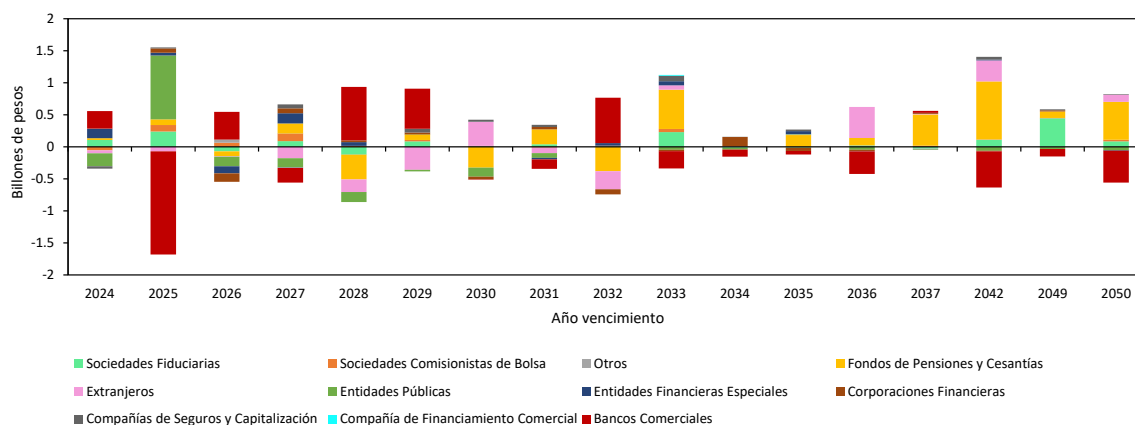
**Cuadro A3.1.** Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)(valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2024	Corrido del 2024	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	1,796	(54)	(485)	1,885	(1,338)	62	(519)	(578)	314	(783)
Compañía de Financiamiento Comercial	-	(0)	-	-	-	-	-	-	(0)	(0)
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(298)	(59)	(78)	(267)	60	(284)	(184)	304	167	287
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>	<b>1,497</b>	<b>(112)</b>	<b>(563)</b>	<b>1,619</b>	<b>(1,278)</b>	<b>(222)</b>	<b>(702)</b>	<b>(274)</b>	<b>481</b>	<b>(495)</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías	5	-	4	2	-	6	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	3,694	1,575	13	(596)	1,857	1,274	98	184	655	936
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	3,699	1,575	17	(594)	1,857	1,280	98	184	655	936
Sociedades Comisionistas de Bolsa	100	59	(9)	111	(67)	36	30	(12)	75	93
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	164	53	(2)	19	28	46	-	46	13	58
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	263	112	(10)	130	(39)	81	30	33	88	151
Sociedades Fiduciarias	(12)	28	(9)	1	15	7	18	5	1	24
Propia	210	(148)	115	(705)	1,435	844	125	77	134	336
Terceros	(666)	(1,409)	(113)	(368)	1,005	524	(3)	(3)	(238)	(243)
Extranjeros***	(62)	-	-	-	(49)	(49)	-	-	-	-
Extranjeros (TES verdes)****	850	147	113	(87)	91	118	0	58	6	64
FIC	20	(14)	-	(2)	27	26	(1)	-	(3)	(3)
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	198	(119)	106	(704)	1,450	851	143	82	135	360
Compañías de Seguros y Capitalización	244	71	(34)	2	126	95	-	9	98	107
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	244	71	(34)	2	126	95	-	9	98	107
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>	<b>4,405</b>	<b>1,638</b>	<b>79</b>	<b>(1,165)</b>	<b>3,393</b>	<b>2,307</b>	<b>271</b>	<b>309</b>	<b>975</b>	<b>1,555</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	448	(25)	138	156	111	405	-	(22)	-	(22)
Total Entidades Públicas****	(460)	1,220	424	(577)	(641)	(795)	359	(14)	(139)	205
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****	156	4	1	53	57	110	-	1	(1)	0
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>	<b>6,046</b>	<b>2,724</b>	<b>78</b>	<b>85</b>	<b>1,641</b>	<b>1,805</b>	<b>(72)</b>	<b>-</b>	<b>1,316</b>	<b>1,244</b>

**Fuente:** Banrep. Información actualizada al 22 de febrero de 2024. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 14 de diciembre de 2023. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.\*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. \*\* Fogafin, Bancoldex, ICEIX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

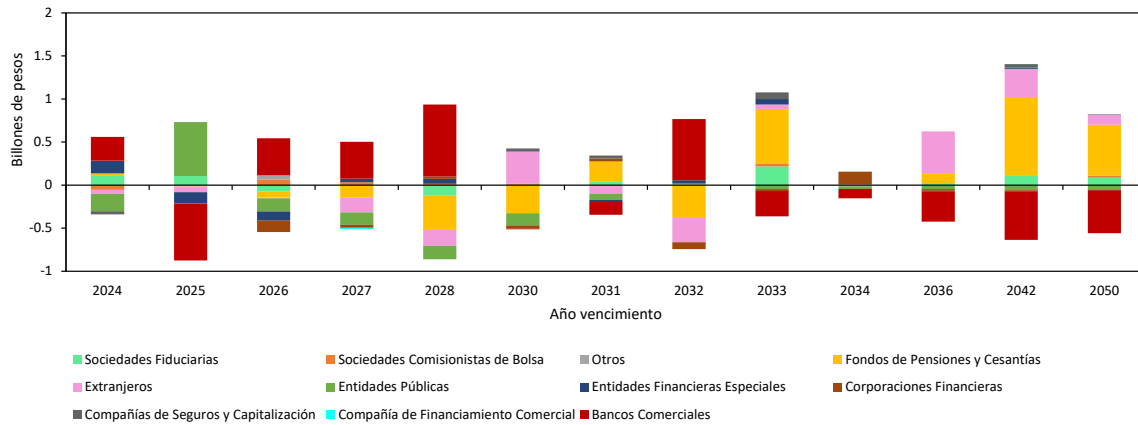
En los gráficos A3.3., A.3.4. y A3.5., se observa la variación en el saldo por tipo de agente y año de vencimiento de TES en el mercado de contado desde la última reunión de la JDBR.

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



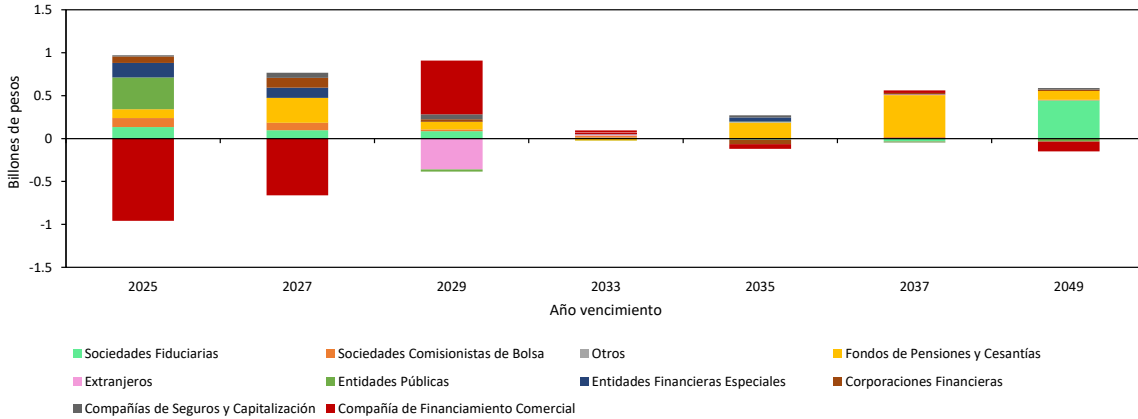
**Fuente:** Banrep.

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



Fuente: Banrep.

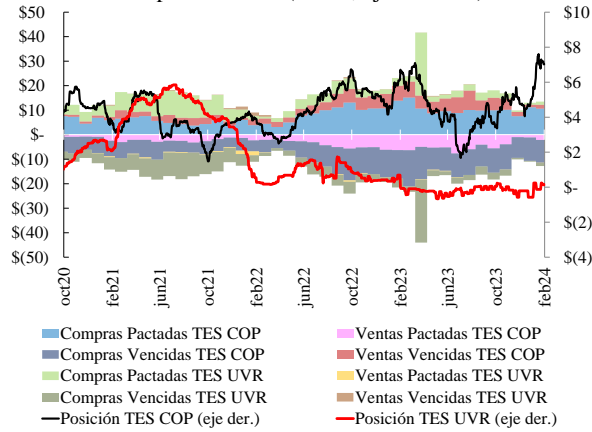
**Gráfico A3.5.** Variación en el saldo en TES UVR en el mercado spot por año de vencimiento desde la última JDBR



Fuente: Banrep.

Por otra parte, con información al 21 de febrero, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES en pesos en el mercado a futuro por COP 10.634 mm y COP 2.124 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 9.299 mm y COP 1.581 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó COP 792 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por COP 1.280 mm y COP 108 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra por COP 1.280 mm) de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF disminuyó COP 108 mm (Gráfico A3.6). Así, el saldo de compras netas NDF de TES en pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de COP 6.042 mm el 30 de enero a COP 7.028 mm el 21 de febrero del 2024; al tiempo que para TES UVR pasó de COP 243 mm a COP 136 mm entre ambas fechas.

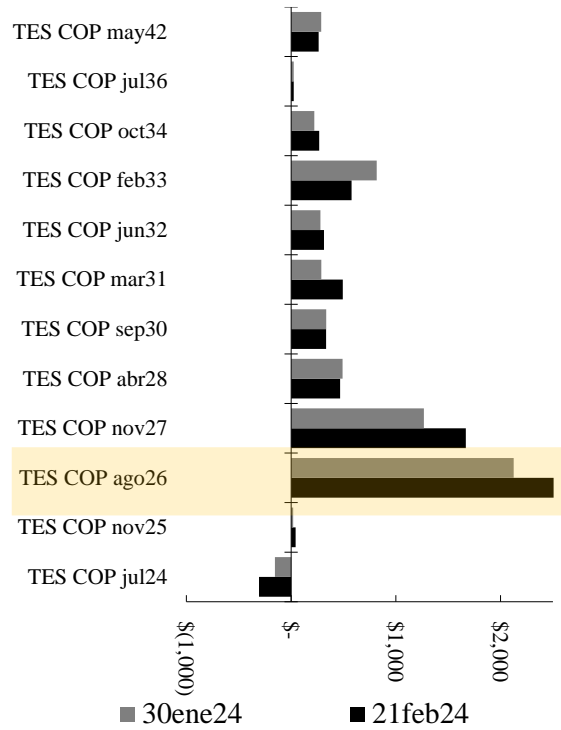
**Gráfico A3.6.** Compraventas pactadas y vencidas\* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



\*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.

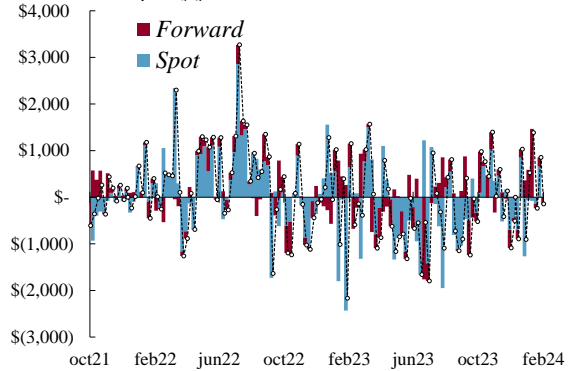
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



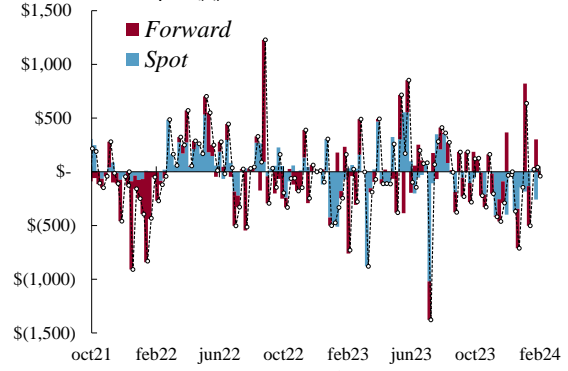
Fuente: Banrep. COP mm.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

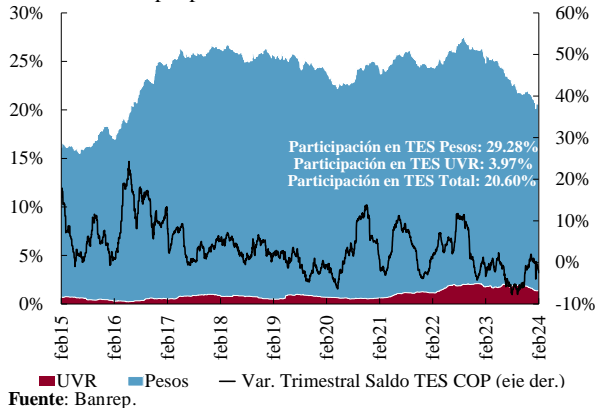
**Gráfico A3.9.** Compras netas de TES UVR *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



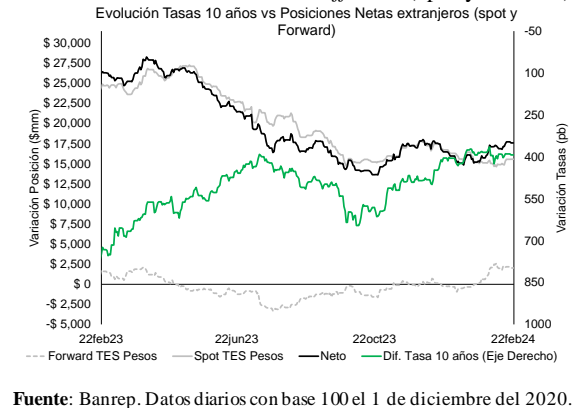
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.



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



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



Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2025, 2026, 2027, 2031, 2032 y 2034, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2024, 2028, 2030, 2033, 2042 y 2050, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2036 (Gráfico A3.7). Por último, en el Cuadro A3.2 se presenta en agregado la evolución de la posición compradora neta de los inversionistas del exterior en TES, tanto en el mercado de contado como a futuro. Se observa que, desde la última reunión de la JDBR, la posición neta en TES pesos aumentó COP 1.267 mm, y la posición neta en TES UVR disminuyó COP 351 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)	\$ 475	-\$ 243	\$ 232
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 792	-\$ 108	\$ 684
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 10,634	\$ 1,280	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 2,124	\$ 108	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 9,299	\$ 1,280	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 1,581	\$ 0	
<b>Posición compradora neta agregada (A+B)</b>	<b>\$ 1,267</b>	<b>-\$ 351</b>	<b>\$ 916</b>

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*.

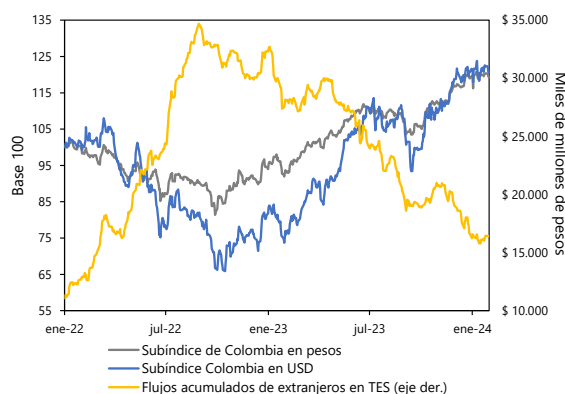
**Cuadro A3.3.** Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

		2023			Corrido de 2024			dic-23			ene-24			Corrido de feb-24		
		Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES	Sistema Financiero*	\$ 3,145	\$ 287	\$ 3,433	\$ 1,497	\$ (2,350)	\$ (853)	\$ 1,030	\$ 147	\$ 1,177	\$ 1,753	\$ (1,558)	\$ 194	\$ (256)	\$ (792)	\$ (1,048)
Pesos	Offshore	\$ (9,072)	\$ (287)	\$ (9,359)	\$ (728)	\$ 2,350	\$ 1,622	\$ (1,294)	\$ (147)	\$ (1,441)	\$ (978)	\$ 1,558	\$ 581	\$ 250	\$ 792	\$ 1,042
TES	Sistema Financiero*	\$ (3,064)	\$ 605	\$ (2,458)	\$ (112)	\$ (346)	\$ (459)	\$ 297	\$ 41	\$ 338	\$ 443	\$ (453)	\$ (10)	\$ (556)	\$ 107	\$ (449)
UVR	Offshore	\$ (2,407)	\$ (605)	\$ (3,013)	\$ (1,409)	\$ 346	\$ (1,063)	\$ (1,069)	\$ (41)	\$ (1,110)	\$ (1,173)	\$ 453	\$ (720)	\$ (236)	\$ (107)	\$ (343)

Cifras en COP mm. Información actualizada al 22 de febrero de 2024 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

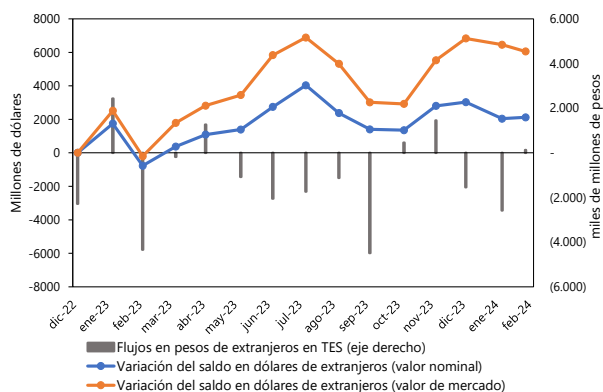
**Gráfico A3.12.** Flujos netos acumulados de extranjeros en TES vs subíndice en USD y en COP de Colombia en el GBI-EM\*



**Fuente:** Banrep y JPMorgan

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

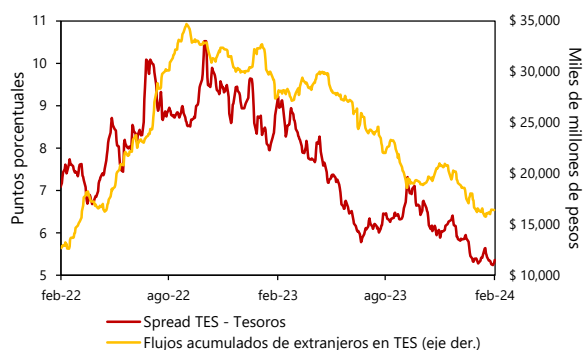
**Gráfico A3.13.** Variación del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares\* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



**Fuente:** Banrep.

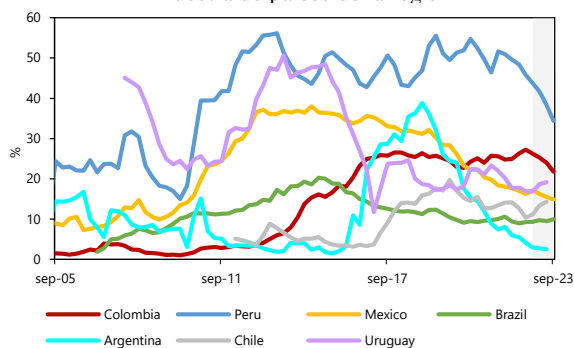
**Nota:** *i*) \*Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio). *ii*) Para la conversión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

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



**Fuente:** Banrep.

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



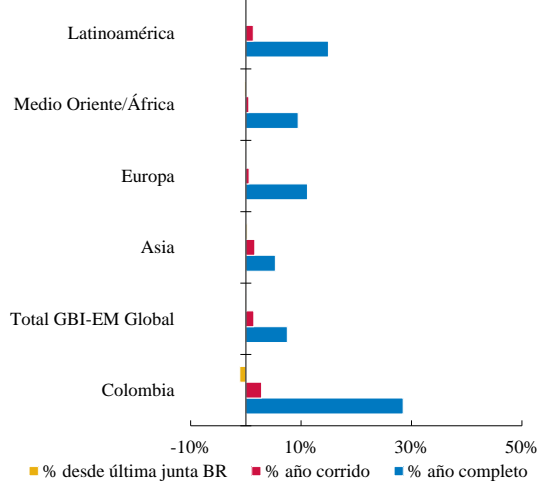
**Fuente:** IIF y FMI. **Nota:** Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el outstanding de deuda pública emitida en moneda local. Esta información presenta un rezago en su disponibilidad. La información para Argentina, Chile y Uruguay está disponible hasta 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 31 de enero del 2024, en lo corrido de 2024 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador aumentó para Asia (0,2%) y Europa (0,2%) y disminuyó para Latinoamérica (-0,1%) y Medio Oriente/África (-0,2%). El índice Total GBI-EM Global aumentó 0,18% y el de Colombia disminuyó -1,11%.

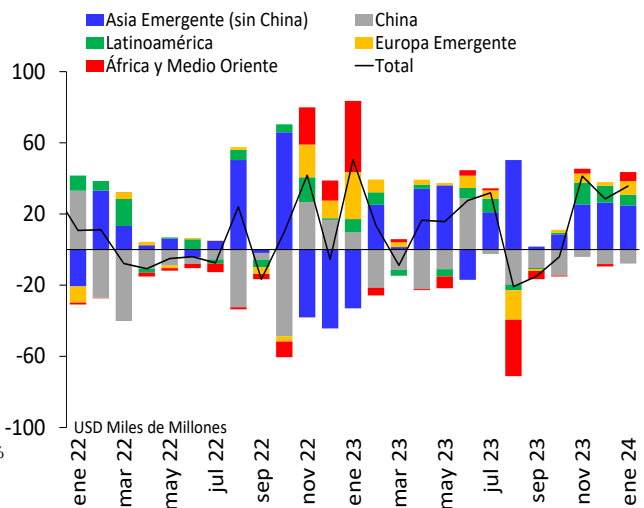
Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio de economías emergentes por USD 35,7 mm, conformadas por entradas netas de USD 42,7 mm de renta fija y salidas de USD 6,9 mm de renta variable.

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



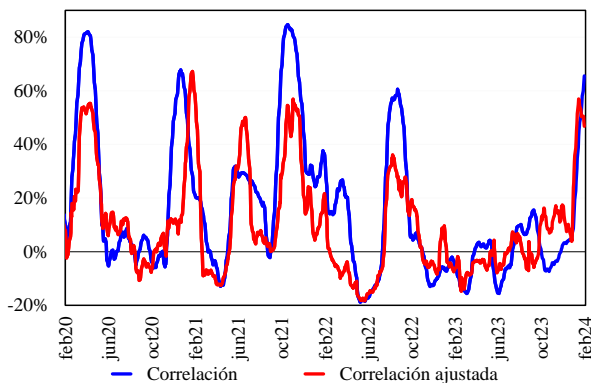
Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM.  
\*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

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



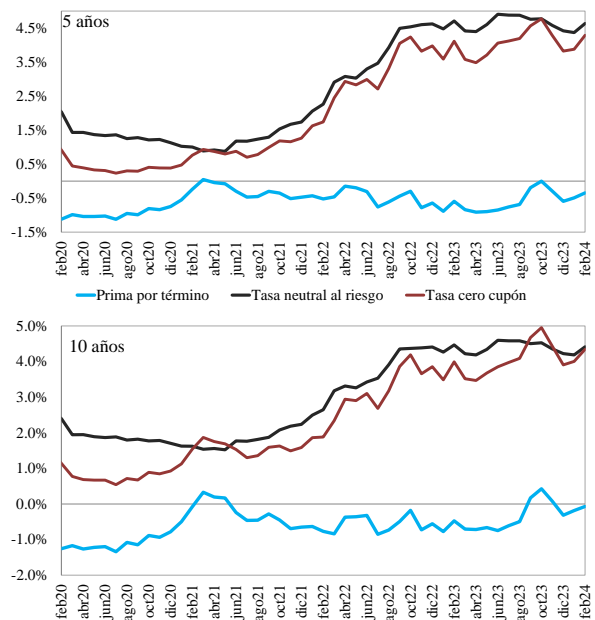
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

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



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

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



Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) aumentó y se ubicó en 65,56%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también subió y se ubicó en 46,8%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en buena parte por factores internacionales. Por su parte, con información al 22 de febrero de 2024, desde finales de enero las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron 15 pb y 12 pb para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,35% y -0,07%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo subieron 26 pb y 22 pb, y se ubicaron en 4,64% y 4,41% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4).

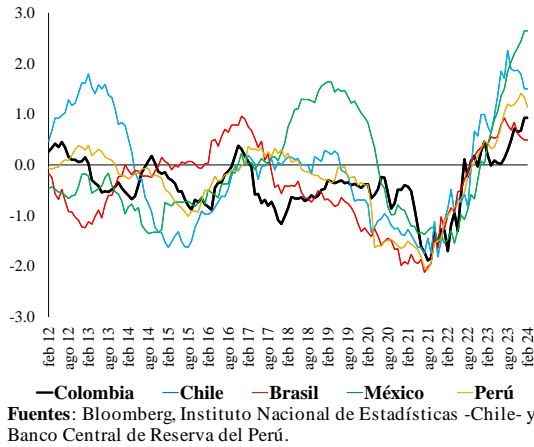
### Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<i>Países desarrollados</i>				
1feb24	Banco de Suecia	0	0	4,00%
1feb24	Banco de Inglaterra	0	0	5,25%
5feb24	Banco de la Reserva de Australia	0	0	4,35%
7feb24	Banco Central de Islandia	0	-	9,25%
<i>Países emergentes</i>				
1feb24	Banco Central de Egipto	200	0	21,25%
2feb24	Banco Central de Túnez	0	-	8,00%
6feb24	Banco de Uganda	0	-	9,50%
6feb24	Banco Central de Kenia	50	0	13,00%
7feb24	Banco de Tailandia	0	0	2,50%
7feb24	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
7feb24	Banco de la Reserva de la India	0	0	6,50%
8feb24	Banco Nacional de Serbia	0	0	6,50%
8feb24	Banco Nacional Checo	-50	-25	6,25%
8feb24	Banco de México	0	0	11,25%
8feb24	Banco Central de Reserva del Perú	-25	-25	6,25%
13feb24	Banco Nacional de Rumania	0	0	7,00%
14feb24	Banco de Namibia	0	0	7,75%
14feb24	Banco de Zambia	150	100	12,50%
15feb24	Banco Central de Filipinas	0	0	6,00%
16feb24	Banco de Rusia	0	0	16,00%
19feb24	Banco Popular de China	0 / -25	-5 / -10	3,45% / 3,95%*
19feb24	Banco Central del Paraguay	-25	-	6,25%
21feb24	Banco de Indonesia	0	0	6,00%
21feb24	Banco de Corea	0	0	3,50%
21feb24	Banco de Guatemala	0	-	5,00%
22feb24	Banco de Botsuana	0	-	2,40%
22feb24	Banco Central de la República de Turquía	0	0	45,00%
22feb24	Banco Central del Uruguay	0	0	9,00%

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

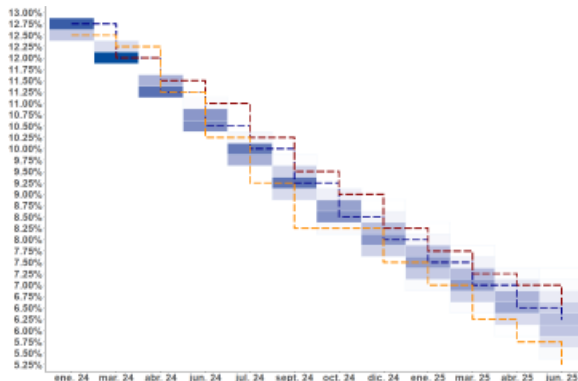
**Gráfico A5.4.** Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



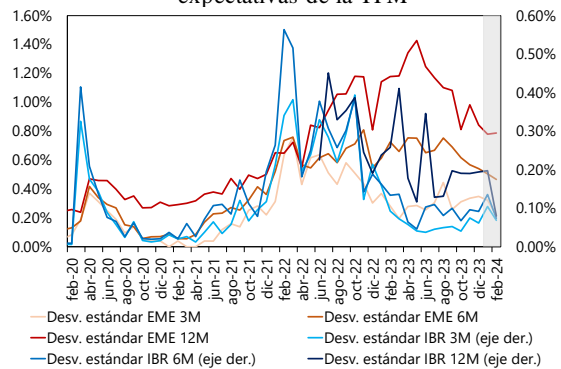
En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales desde el 2005. Se puede observar que Colombia presenta el segundo nivel más bajo de este indicador dentro de la muestra, por encima de Brasil. En enero, Colombia y México fueron los únicos países para los que el indicador aumentó. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de febrero este indicador disminuyó para Perú y se mantuvo estable para los demás países de la muestra. Además, se encuentra por encima de su media histórica para todos estos.

## 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.** 30 de enero de 2024



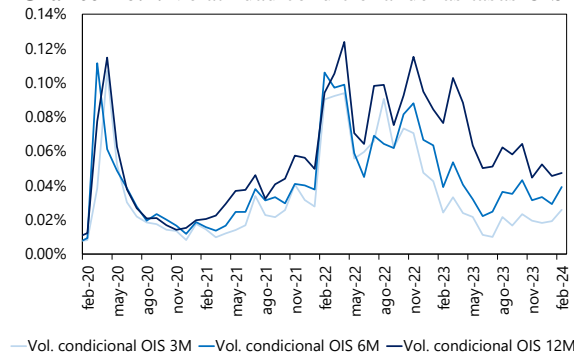
**Gráfico A6.2.** Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

Fuente y Cálculos: Banrep.

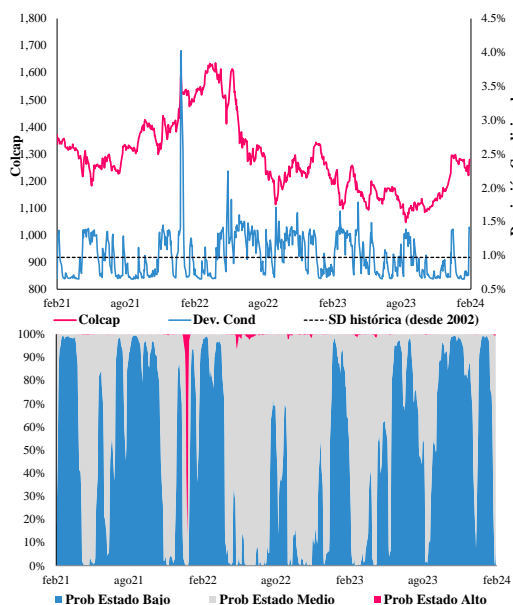
**Gráfico A6.2.** Volatilidad condicional de las tasas OIS



Fuente y Cálculos: Banrep.

## Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



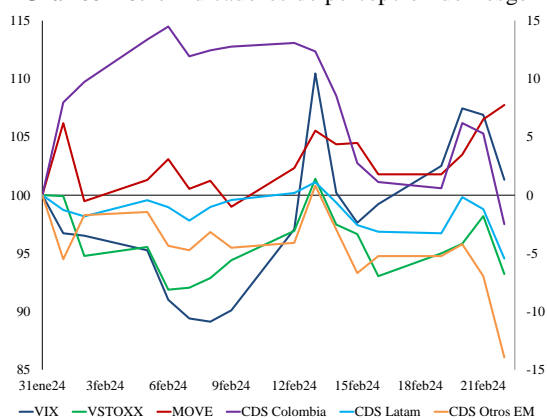
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

De acuerdo con la EOF, el 54% de los agentes encuestados espera que el EMBI de Colombia aumente (ant: 41%) durante los próximos tres meses, el 25% que se mantenga estable (ant: 30%), mientras que el 21% restante espera que disminuya (ant: 30%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 37% espera que aumente (ant: 37%), un 30% que permanezca sin cambios (ant: 22%) y un 11% que disminuya (ant: 11%)<sup>28</sup>.

En lo corrido de febrero de 2024, la volatilidad promedio del mercado accionario aumentó y el 22 de febrero el MSCI COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1).

## Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

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



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

El Gráfico A8.1. ilustra, desde la última reunión de la JDBR, la evolución de la percepción de riesgo internacional en economías desarrolladas, medida a través del *Vix*<sup>29</sup>, el *Vstox*<sup>30</sup> y el *Move*<sup>31</sup>, así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) se redujo en EE.UU. al pasar de 123 en diciembre a 113 en enero. Asimismo, los indicadores de política monetaria (obs: 113; ant: 196) y fiscal (obs: 83; ant: 104) disminuyeron, mientras que los indicadores de política sanitaria (obs: 138; ant: 84) y comercial (obs: 51; ant: 19) aumentaron. Por su

parte, en Europa estos indicadores aumentaron en Reino Unido (obs: 216; ant: 161), España (obs: 123; ant: 77), Italia (obs: 106; ant: 71) y Alemania (obs: 716; ant: 699), mientras que en Francia (obs: 274; ant: 321) disminuyó (Gráficos A8.2 y A8.3).

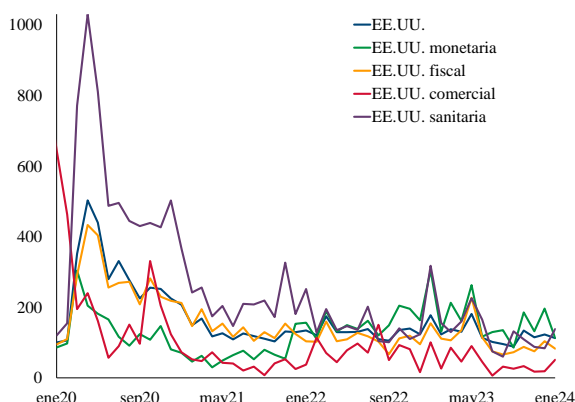
<sup>28</sup> Al 22% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 30%).

<sup>29</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

<sup>30</sup> El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

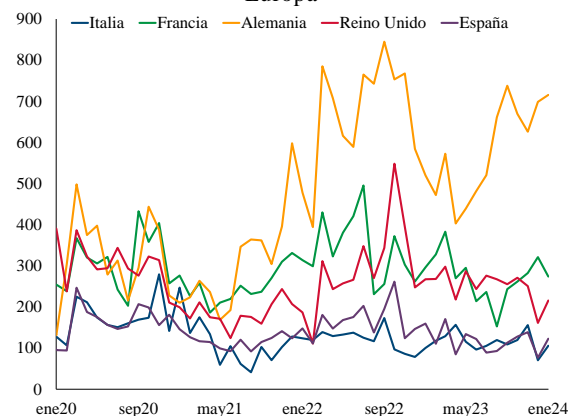
<sup>31</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

**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 Ene. 2024			Esperada a Diciembre 2024		Vigente	Esperada a Diciembre 2024		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2024	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Ene. 24	Feb. 24		Ene. 24	Feb. 24	Esp.	Obs.	Ene. 24	Feb. 24
<b>Colombia</b>	8.37%	8.35%	5.35%	5.38%	5.40%	12.75%	8.00%	8.00%	0.80%	0.30%	1.50%	1.20%
<b>Chile</b>	3.46%	3.80%	0.80%	3.00%	3.00%	7.25%	4.75%	4.25%	0.20%	0.59%	1.70%	1.70%
<b>México</b>	4.88%	4.88%	1.88%	3.90%	4.00%	11.25%	9.19%	9.16%	2.40%	2.46%	2.20%	2.30%
<b>Perú</b>	3.16%	3.02%	1.02%	2.90%	2.80%	6.25%	4.64%	4.62%	-0.40%	-0.40%	2.20%	2.20%
<b>Brasil</b>	4.42%	4.51%	1.51%	3.86%	3.81%	11.25%	9.00%	9.00%	1.80%	1.96%	1.60%	1.68%
<b>Ecuador</b>	n.d.	1.35%	-0.65%	1.80%	1.90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0.37%	1.30%	1.40%
<b>Argentina</b>	255.90%	254.20%	n.d.	222.10%	226.80%	100.00%	70.50%	72.19%	-0.70%	-0.80%	-2.00%	-2.40%
<b>EE.UU.</b>	2.90%	3.10%	1.10%	2.70%	2.70%	5.25% - 5.5%	4.35%	4.50%	3.30%	3.30%	1.50%	1.90%
<b>India</b>	5.00%	5.10%	1.10%	4.70%	4.80%	6.50%	5.83%	5.85%	6.82%	7.64%	6.30%	6.30%
<b>Sudáfrica</b>	5.40%	5.30%	0.80%	4.90%	5.00%	8.25%	7.40%	7.45%	-0.10%	-0.70%	1.30%	1.20%
<b>China</b>	-0.50%	-0.80%	-3.80%	1.60%	1.40%	1.80%	1.59%	1.53%	5.30%	5.20%	4.50%	4.60%
<b>Rusia</b>	7.30%	7.44%	3.44%	6.40%	6.50%	16.00%	11.15%	11.50%	5.50%	5.50%	1.40%	1.60%
<b>Turquía</b>	64.56%	64.86%	59.86%	54.90%	55.85%	45.00%	39.95%	40.25%	5.25%	5.93%	2.80%	2.80%
<b>Noruega</b>	4.60%	4.70%	2.80%	3.50%	3.60%	4.50%	3.75%	3.75%	0.10%	0.20%	0.70%	0.60%
<b>Costa Rica</b>	n.d.	-1.87%	-4.87%	2.50%	2.40%	5.75%	4.70%	4.77%	n.d.	5.10%	3.70%	3.60%
<b>El Salvador</b>	n.d.	1.20%	-2.10%	2.10%	2.10%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.50%	1.90%	2.00%
<b>Guatemala</b>	n.d.	3.82%	-0.18%	4.10%	3.80%	5.00%	3.70%	3.63%	n.d.	3.70%	3.20%	3.10%
<b>Honduras</b>	n.d.	5.00%	0.00%	4.50%	4.50%	3.00%	3.60%	3.40%	n.d.	4.30%	3.10%	3.10%
<b>Panamá</b>	n.d.	1.20%	-0.08%	1.80%	1.80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	9.00%	3.60%	3.40%
<b>Paraguay</b>	n.d.	3.40%	-0.60%	3.60%	3.60%	6.25%	n.d.	5.50%	n.d.	3.60%	3.60%	3.70%

**Colombia:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 26 de febrero.

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

**Chile:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 5 de febrero.

**China:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de febrero. 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 febrero.

\* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 3T23, excepto en Colombia, México, Perú, EE.UU, China, Noruega y Costa Rica, cuya información corresponde al 4T23.

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