



# Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

---



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

VERSIÓN PÚBLICA

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



*Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales*

**Bogotá, D.C, 30 de agosto de 2021**

## 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.	Análisis del BEI y comportamiento de la deuda soberana .....	3
1.2.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	9
1.3.	Expectativas de inflación local a partir de encuestas .....	10
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO .....	12
2.1.	Expectativas de TPM .....	12
2.2.	Expectativas de crecimiento económico .....	14
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO .....	15
4.	RECUADROS/ANEXOS .....	18
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros .....	18
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local.....	22
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local .....	24
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región .....	28
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	29
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg) .....	31
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes .....	31
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	32
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países .....	33

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

## 1.1. Análisis del BEI y comportamiento de la deuda soberana

Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR, 30 de julio), y con información hasta el 20 de agosto, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 13 pb, 24 pb, 30 pb, 32 pb y 22 pb para los plazos a 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, el 20 de agosto el BEI se ubicó en 2,25%, 2,81%, 3,22%, 3,75% y 4,25% para los plazos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, en su orden (Gráficos 1 y 2). Lo anterior fue resultado de desvalorizaciones de los TES en pesos y valorizaciones de los TES denominados en UVR (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de lo corrido de agosto contra las tasas promedio de julio, se observan aumentos del BEI de 11 pb, 8 pb, 7 pb, 8 pb y 10 pb para los tramos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente<sup>1</sup>.

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

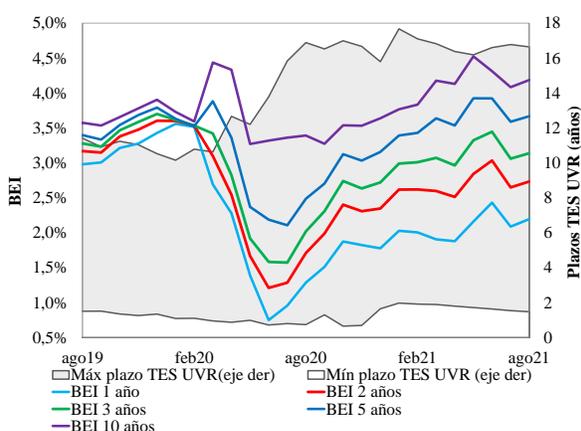
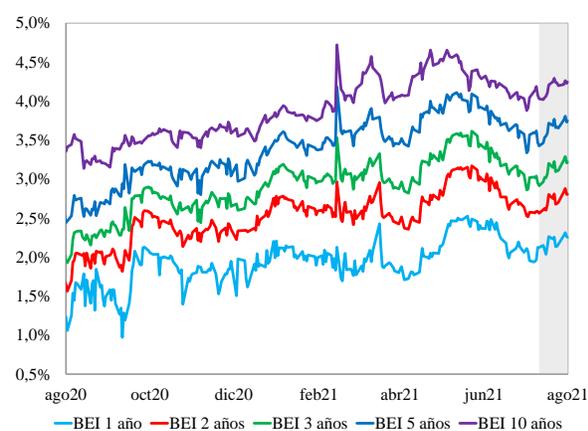


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

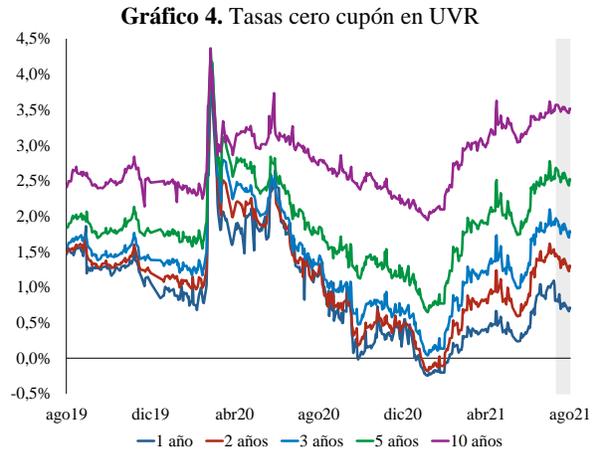
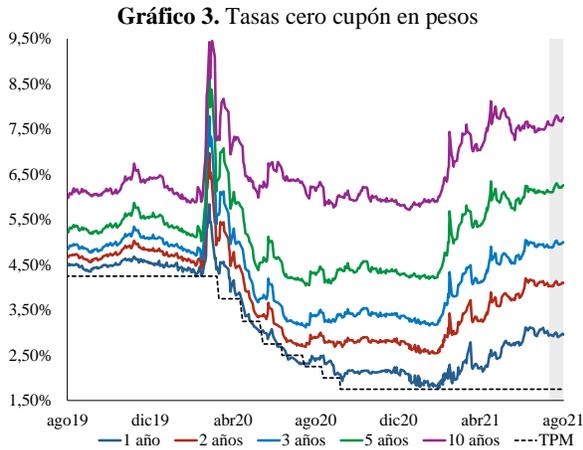
Cuadro 1. Variaciones TES pesos y UVR

Punto a punto (plazo en años)										
	TES pesos					TES UVR				
	1	2	3	5	10	1	2	3	5	10
30jul21	2,95%	4,03%	4,89%	6,11%	7,60%	0,83%	1,47%	1,97%	2,68%	3,57%
20ago21	2,96%	4,10%	4,99%	6,26%	7,76%	0,70%	1,29%	1,78%	2,51%	3,51%
	<b>Variaciones pb</b>									
	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>-12</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-17</b>	<b>-6</b>
<b>Var. BEI</b>	<b>13</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>22</b>					
Promedios mensuales										
jul21	3,03%	4,10%	4,94%	6,13%	7,54%	0,94%	1,45%	1,87%	2,53%	3,46%
ago21*	2,95%	4,08%	4,96%	6,21%	7,70%	0,75%	1,34%	1,82%	2,54%	3,51%
	<b>Variaciones pb</b>									
	<b>-8</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>16</b>	<b>-19</b>	<b>-11</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>5</b>
<b>Var. BEI</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>10</b>					

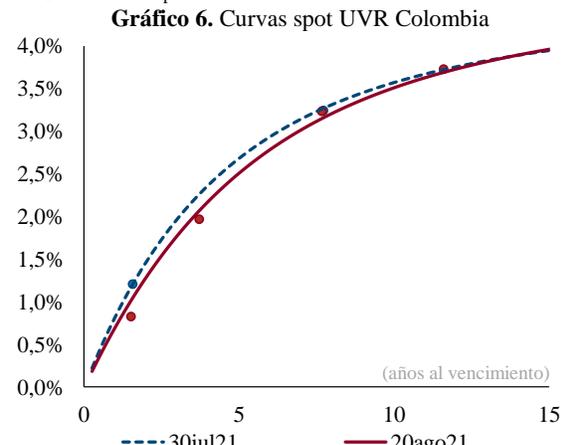
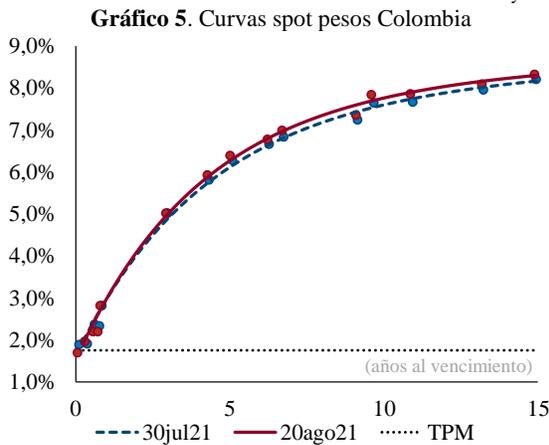
\*Información disponible al 20 de agosto de 2021.

Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

<sup>1</sup> El BEI promedio de agosto se ubica en 2,20%, 2,73%, 3,14%, 3,67% y 4,19% para los plazos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. En el Anexo 2 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los Swaps UVR (swap BEI).



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.



**Cambios en la curva por plazo**

2 años	3 años	5 años	10 años
7	11	15	16

Cifras en puntos básicos

**Cambios en la curva por plazo**

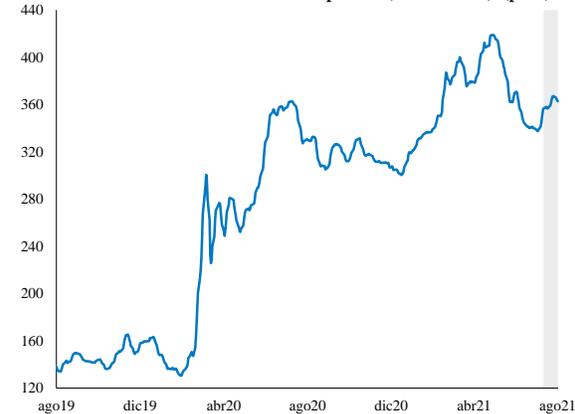
2 años	3 años	5 años	10 años
-18	-20	-17	-6

Cifras en puntos básicos

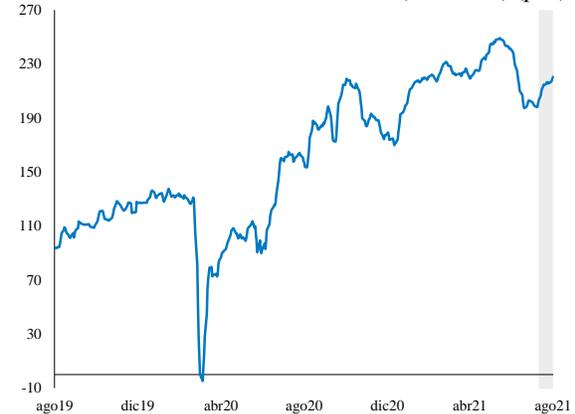
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años aumentó 9 pb para la curva de rendimientos de TES denominada en pesos, y 12 pb para la curva denominada en UVR (Gráficos 7 y 8).

**Gráfico 7. Pendiente curva TES pesos (10-2 años) (p.b.)**

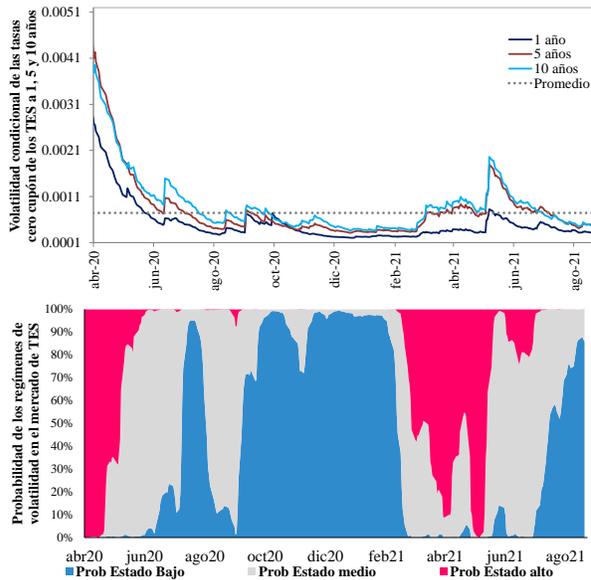


**Gráfico 8. Pendiente curva TES UVR (10-2 años) (p.b.)**



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep. Los datos corresponden al promedio móvil de cinco días.

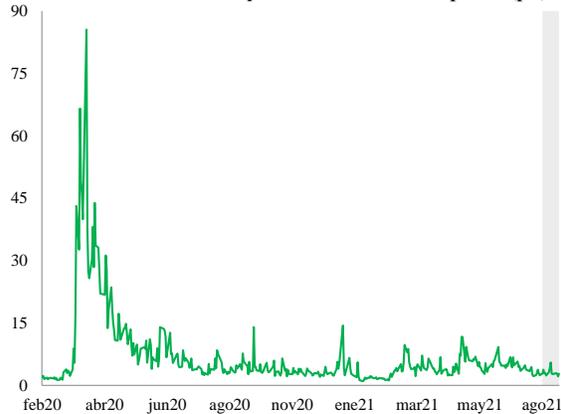
**Gráfico 9.** Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



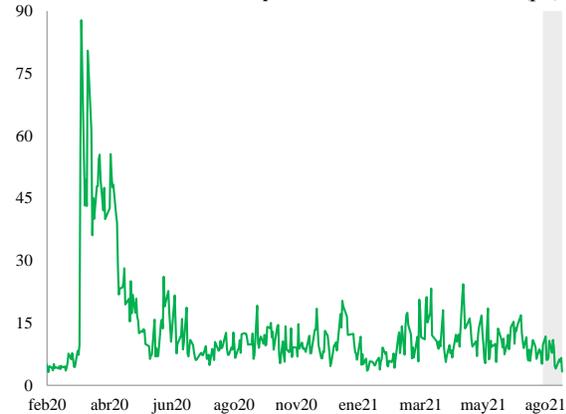
**Fuente:** Banrep, BVC. **Cálculos:** Banrep. **Nota:** La volatilidad condicional se estima mediante un modelo GARCH (1,1) sobre la tasa cero cupón de los TES en pesos para los plazos a 1, 5 y 10 años. Las probabilidades de los regímenes de volatilidad en el mercado de TES se calcularon con un modelo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

En lo corrido de agosto la volatilidad en el mercado de TES cayó y se ubicó por debajo del promedio histórico y en un estado de volatilidad bajo (Gráfico 9). Respecto a la liquidez del mercado de TES, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio durante lo corrido de agosto se ubicó por debajo de lo observado en julio (Gráficos 10 y 11); al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en pesos y UVR aumentó frente a la observada el mes anterior<sup>2</sup>. En el caso del BAS, este se encuentra para ambos mercados en niveles mínimos no observados desde enero de este año (Gráficos 12 y 13).

**Gráfico 10.** Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)

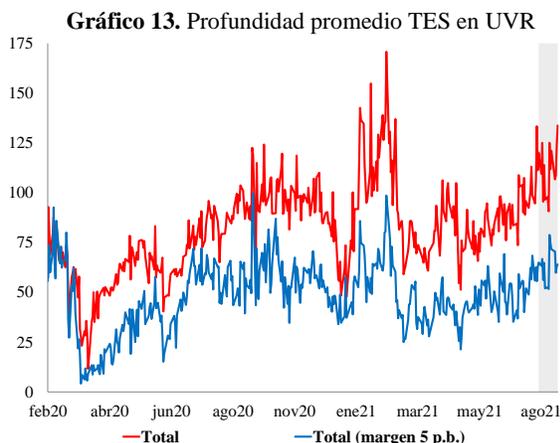
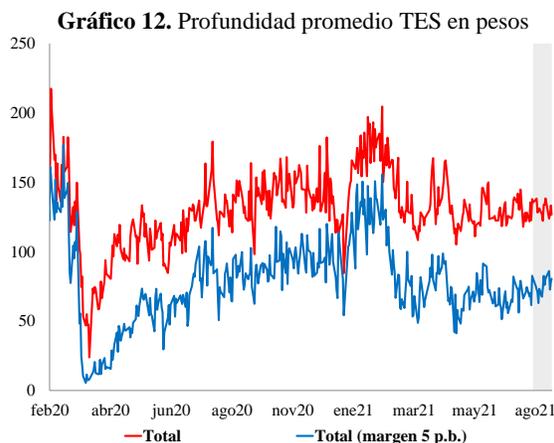


**Gráfico 11.** Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



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

<sup>2</sup> Al 20 de agosto el BAS promedio se ubicó en 3,1 pb y 7,1 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles promedio de 3,7 pb y 9,5 pb observados durante julio. Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de \$130,3 mm a \$130,7 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR aumentó de \$100,2 mm a \$111,5 mm.



**Fuente y Cálculos:** Banrep. Las cifras están en \$mm. 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 p.b. 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.

Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES denominados en pesos se empinó ante las mayores desvalorizaciones de los títulos de los tramos medio y largo frente a los del tramo corto. Durante la primera quincena del mes, el comportamiento de los tramos medio y largo estuvo en línea con lo observado en los Tesoros de EE.UU. y en los títulos de los demás países de la región, ante la expectativa de un retiro del estímulo monetario en EE.UU. antes de lo previsto como consecuencia de la publicación de mejores cifras de actividad económica<sup>3</sup>. Posteriormente, los Tesoros presentaron valorizaciones, mientras que los títulos de la región continuaron presentando un comportamiento desfavorable, en un contexto de mayor percepción de riesgo a nivel internacional como consecuencia del aumento de casos de la variante delta, lo cual podría frenar el proceso de recuperación económica global. Estas desvalorizaciones estuvieron contenidas por la demanda de títulos del tramo largo por parte de inversionistas extranjeros (\$2.200 mm<sup>4</sup>).

Por otro lado, los títulos del tramo corto se desvalorizaron ante las expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva como consecuencia de: *i*) la publicación del dato de inflación de julio (3,97%), por encima de lo esperado por el mercado (3,76%); y *ii*) la última comunicación de política monetaria por parte de la JDBR, la cual fue percibida como *hawkish* por el mercado<sup>5</sup>. Estas desvalorizaciones estuvieron contenidas por la demanda de títulos de este tramo de la curva por parte de entidades públicas (\$3.227 mm<sup>6</sup>).

Por su parte, la curva de TES denominados en UVR se empinó, ante valorizaciones de los tramos corto y medio superiores a las del tramo largo. Las valorizaciones observadas en los títulos del tramo corto y medio estuvieron soportadas por la publicación del dato de inflación de julio por encima de lo esperado por el mercado. Por su parte, las valorizaciones del tramo largo estuvieron soportadas por la demanda por parte de fondos de pensiones (\$839 mm).

<sup>3</sup> El reporte de empleo de julio sorprendió favorablemente al mercado al presentar un aumento de las nóminas no agrícolas (943 mil) superior al esperado por el mercado (870 mil) y una tasa de desempleo (5,4%) inferior a la anticipada por los analistas (5,7%).

<sup>4</sup> Las compras pactadas en el mercado de contado fueron de \$2.185 mm, mientras que en el mercado a futuro se registraron compras netas de vencimientos por \$15 mm. Usando datos mensuales desde enero de 2010 y con información al 20 de agosto, en lo corrido del mes las compras netas de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES en pesos se ubicaron en el percentil 85.

<sup>5</sup> De acuerdo con varios analistas, la posición de la JDBR fue considerada *hawkish* porque: *i*) dos miembros votaron por aumentar la TPM en 25 pb; *ii*) el equipo técnico aumentó su expectativa de crecimiento para 2021 de 6,5% a 7,5%; y *iii*) durante la rueda de prensa posterior a la reunión, el Gerente afirmó que se estaría cerrando el espacio para mantener la magnitud actual del estímulo monetario, dado el comportamiento de la inflación y su posible persistencia, así como también la revisión al alza de los pronósticos de crecimiento.

<sup>6</sup> Con información al 20 de agosto estas compras corresponden principalmente a títulos TES en pesos con vencimiento en 2022.

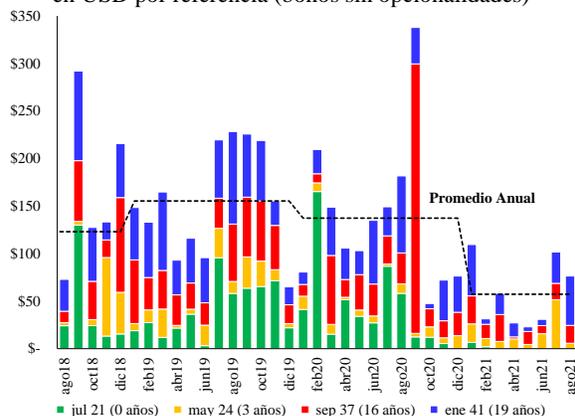
Por otro lado, el nivel del BEI de un año frente al dato promedio de las encuestas para el cierre de 2021 continúa ubicándose en niveles inferiores, sin embargo, la diferencia aumentó (de 161 pb a 186 pb) debido a la demanda de entidades públicas por TES en pesos.

**Gráfico 14.** Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia (bonos sin opcionalidades)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 15.** Montos negociados de deuda pública externa en USD por referencia (bonos sin opcionalidades)



Fuente: Bloomberg. USD m. El dato del último mes corresponde a una aproximación con información al 20 de agosto del 2021.

En los Gráficos 14 y 15 se muestra la evolución de los rendimientos y los montos negociados de los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares que se transan en los mercados internacionales<sup>7</sup>. Desde el 30 de julio, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 16 y 19 años presentaron variaciones de -1 pb, 11 pb y 12 pb, respectivamente, en un escenario de mejor liquidez frente a lo observado durante lo corrido del año. El margen entre la deuda pública local a 10 años denominada en pesos frente a la deuda pública externa a 10 años denominada en dólares se mantuvo estable durante el periodo analizado en un nivel cercano a 4 puntos porcentuales (pp), en línea con las desvalorizaciones de la deuda local y externa de similar magnitud (Gráfico 16).

**Gráfico 16.** Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio

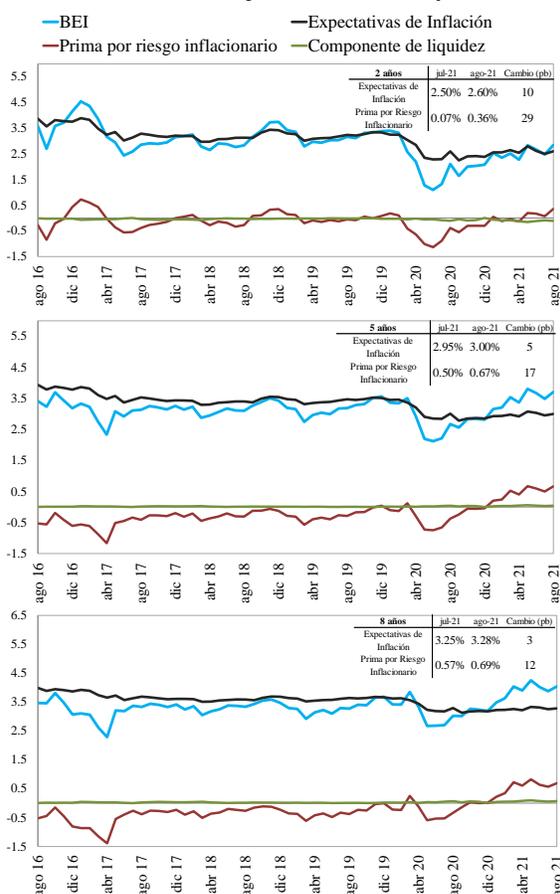


Fuente: Bloomberg y Banrep.

En el Gráfico 17, con información al 20 de agosto y tomando el último dato de cada mes, se presenta la descomposición del BEI a 2, 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. Se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,60% (ant: 2,50%), para los próximos 5 años sea 3,00% (ant: 2,95%) y para los próximos 8 años sea 3,28% (ant: 3,25%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio subieron 29 pb, 17 pb y 12 pb, y se ubicaron en 0,36%, 0,67% y 0,69% para los plazos a 2, 5 y 8 años, respectivamente. En el Gráfico 18 se compara el BEI desestacionalizado a 1 y 5 años con su tendencia estimada de acuerdo con el filtro de *Hodrick-Prescott*. El BEI desestacionalizado aumentó a 2,67% para el plazo de 1 año (ant: 2,59%), y a 3,92% para el plazo de 5 años (ant: 3,62%), al tiempo que su tendencia presenta estabilidad y refleja expectativas de inflación promedio para los próximos 1 y 5 años de 2,76% (ant: 2,69%) y 4,14% (ant: 4,16%), respectivamente.

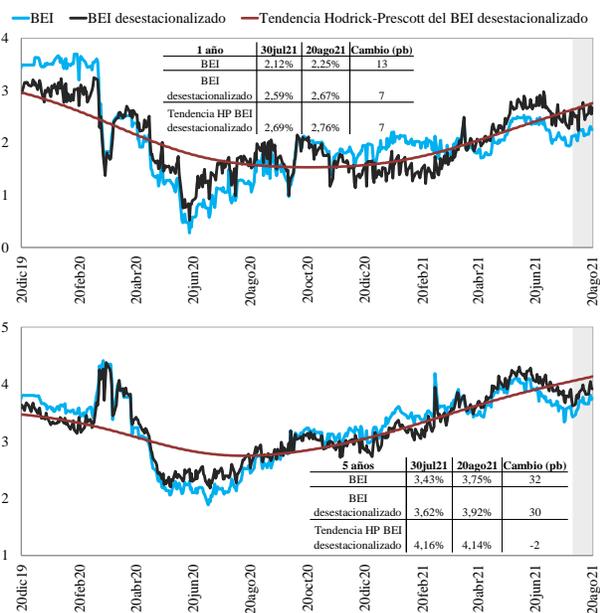
<sup>7</sup> Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada con alta liquidez.

**Gráfico 17. Descomposición BEI a 2, 5 y 8 años**



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

**Gráfico 18. Filtro HP BEI desestacionalizado**

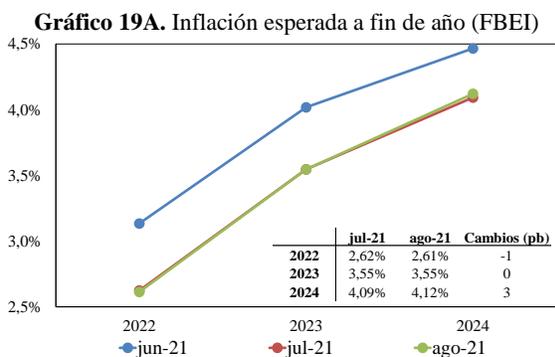


Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep. La tendencia del mes pasado se calcula con base en los datos disponibles hasta el 30 de julio de 2021.

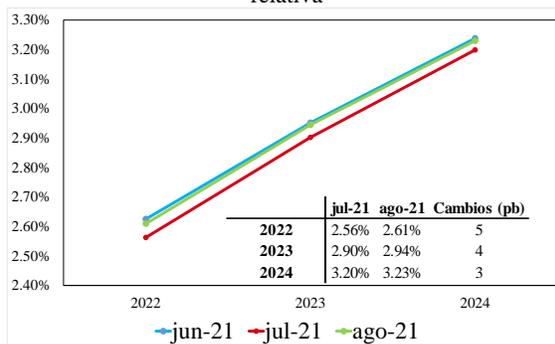
El Gráfico 19A muestra la estimación de la inflación anual para los años 2022, 2023 y 2024, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 2,61%, 3,55% y 4,12%, respectivamente<sup>8</sup>. El Gráfico 19B muestra la misma 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 2,61%, 2,94% y 3,23% para los mismos plazos<sup>9</sup>. Por otro lado, respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término de los TES en pesos subieron 9 pb y 13 pb para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente. En cuanto a las tasas neutras al riesgo, estas subieron 4 pb y 2 pb, y se ubicaron en 3,54% y 3,84% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 20).

<sup>8</sup> Frente a las estimaciones del mes anterior, la inflación esperada para 2022 disminuyó de 2,62% a 2,61%, para 2023 se mantuvo en 3,55%, y para 2024 pasó de 4,09% a 4,12%.

<sup>9</sup> Frente a las estimaciones del mes anterior, la inflación esperada para 2022 aumentaron de 2,56% a 2,61%, para 2023 de 2,9% a 2,94% y para 2024 de 3,20% a 3,23%.

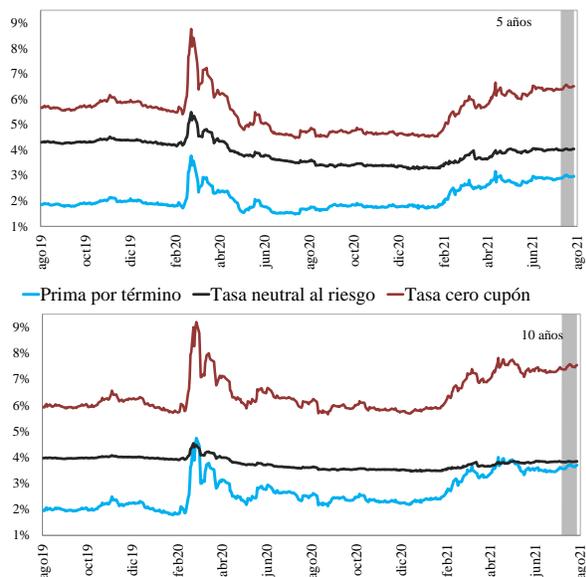


**Gráfico 19B. Inflación esperada a fin de año a partir del FBEI neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa**



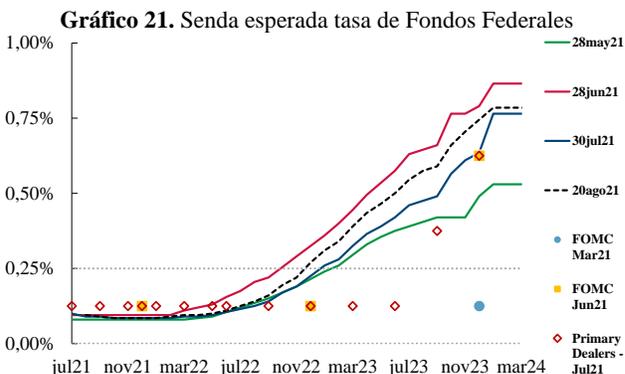
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

**Gráfico 20. Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años**



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

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



Fuente: Bloomberg y Fed. Las líneas punteadas representan el rango actual de los fondos federales: 0%-0,25%.

el nivel actual, pasó de 41% a 34%, mientras que la probabilidad de posibles incrementos aumentó de 59% a 66% (Cuadro 2 y Anexo 5<sup>11</sup>).

**Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2022**

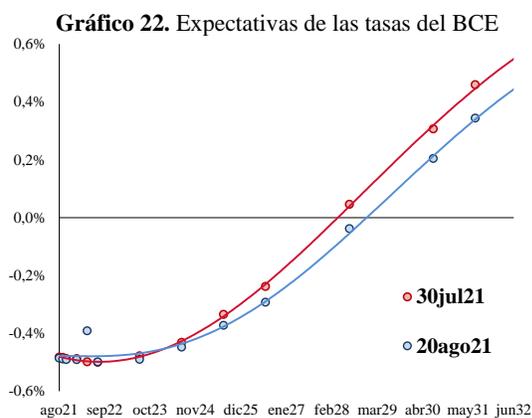
	0%-0,25%	0,25%-0,5%	0,5%-0,75%	0,75%-1%	1%-1,25%
30jul21	41%	42%	15%	2%	0%
20ago21	34%	41%	20%	5%	1%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange. \*Rango actual.

A partir de los contratos de futuros sobre las tasas de los fondos federales, el mercado continúa anticipando que no habrá cambios en el rango de los fondos federales hasta finales del 2022, cuando tendría lugar el primer incremento. La tasa esperada para diciembre de 2021 se mantuvo estable en 0,09% (Gráfico 21). Adicionalmente, según el CME<sup>10</sup>, la probabilidad de que el rango de tasas de los Fondos Federales se ubique en diciembre del 2022 en un nivel entre 0% y 0,25%, tal que no presente cambios frente al

<sup>10</sup> Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

<sup>11</sup> Específicamente, el Gráfico A5.3 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.



Fuente: Bloomberg.

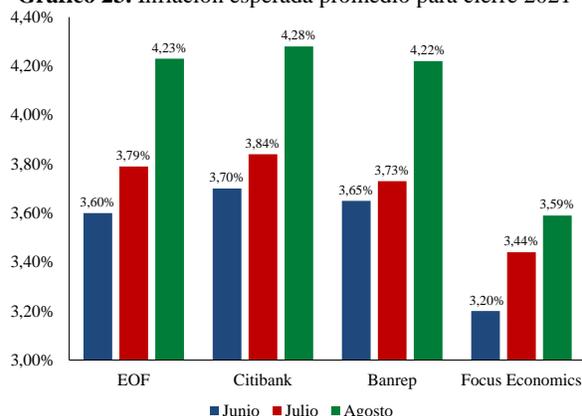
En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, con base en los futuros del índice Eonia, el mercado postergó la fecha en que espera que la tasa retorne a terreno positivo del 2T28 al 4T28 (Gráfico 22, Anexo 5).

### 1.3. Expectativas de inflación local a partir de encuestas

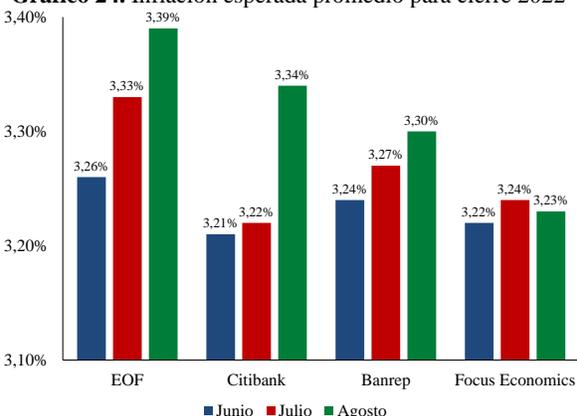
En Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de agosto aumentó para 2021 (obs: 4,08%; ant: 3,70%) y 2022 (obs: 3,32%; ant: 3,27%; Gráficos 23 y 24). Asimismo, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (Banrep)

la inflación sin alimentos esperada para 2021 aumentó de 2,97% a 3,13%, y para 2022 de 3,06% a 3,12%, mientras que la inflación total esperada a dos años (agosto de 2023) se ubicó en 3,18%, superior a la proyectada el mes anterior para julio de 2023 (3,14%).

**Gráfico 23. Inflación esperada promedio para cierre 2021**



**Gráfico 24. Inflación esperada promedio para cierre 2022**



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de agosto con encuestas recolectadas entre el 10 y el 18 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de agosto. La encuesta del Banrep se realizó entre el 9 y el 11 de agosto. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 10 de agosto, con encuestas realizadas entre el 3 y el 8 del mismo mes.

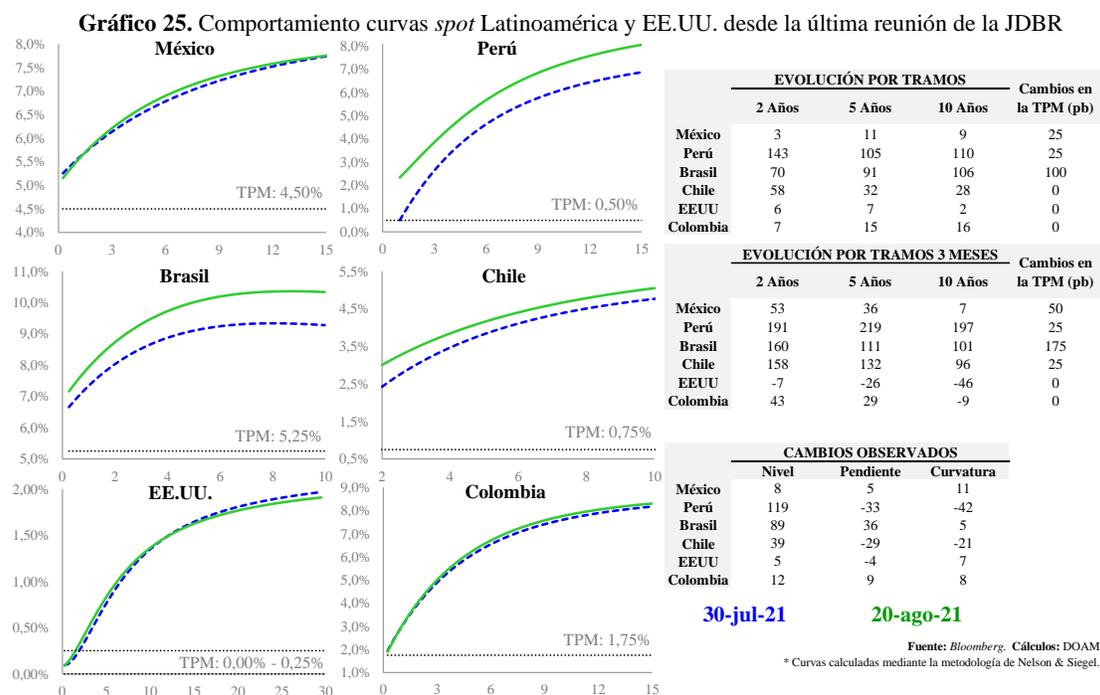
En conclusión, los distintos indicadores de expectativas de inflación presentaron aumentos durante agosto. Este comportamiento estuvo influenciado por la publicación del dato de inflación de julio, así como por las mejores expectativas de crecimiento de la economía colombiana. Adicionalmente, se observaron aumentos de las primas por riesgo inflacionario (en promedio aumentaron 19 pb), los cuales fueron superiores a los incrementos de las expectativas de inflación (en promedio subieron 6 pb) a diferentes plazos obtenidas en el mercado de deuda pública.

### Comportamiento de los mercados de deuda pública en EE.UU. y en la región

Durante la primera quincena de agosto, las tasas de los Tesoros de EE.UU. aumentaron ante la expectativa de un retiro del estímulo monetario en ese país antes de lo previsto como consecuencia de la publicación de mejores cifras de actividad económica. En línea con lo anterior, las tasas de los títulos de los países de la región se vieron presionadas al alza. Posteriormente, los Tesoros corrigieron dichas desvalorizaciones, mientras que los títulos de la región continuaron presentando un comportamiento desfavorable, en un contexto de mayor percepción de riesgo a nivel internacional como consecuencia del aumento de casos de la variante delta, lo cual podría frenar el proceso de recuperación económica global.

Por otro lado, la mayoría de los títulos de corto plazo de los países de la región continuaron estando afectados por las expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva en estos países ante las mayores presiones inflacionarias. En el caso de Perú, sus títulos de corto plazo presentaron el peor desempeño de la región tras la decisión sorpresiva del Banco Central de Reserva del Perú de aumentar su tasa de política en 25 pb durante su reunión del 12 de agosto, mientras que la mediana del mercado esperaba estabilidad de tasas. En el caso de Colombia y Brasil, a pesar de los aumentos de las tasas de corto plazo, las tasas reales de política monetaria se encuentran en niveles mínimos históricos, mientras que en los demás países de la región estas tasas se ubican en niveles no observados desde 2009 (ver Anexo 5).

Por su parte, las desvalorizaciones de los títulos de los tramos medio y largo de Brasil, Chile y Perú también se explican por factores idiosincráticos. En el caso de Brasil, los títulos se han visto afectados de manera importante por la mayor incertidumbre política y fiscal como consecuencia del aumento del gasto público para atender la pandemia en un contexto en que el presidente Bolsonaro se prepara para las elecciones del próximo año donde espera ser reelegido. A lo anterior, se han sumado las recientes tensiones entre el presidente y la rama judicial en torno a las investigaciones que se están adelantando al presidente por corrupción, y los alegatos por parte de él acerca de un posible fraude del sistema electoral durante las próximas elecciones. En Chile, ha pesado sobre el mercado de deuda pública: *i*) la incertidumbre política dadas las recientes huelgas en varias minas de cobre, así como la cercanía de las elecciones presidenciales de noviembre; *ii*) la incertidumbre fiscal dado el aumento del gasto de cara a las elecciones y el posible mayor gasto fiscal en caso de que resulte ganador un candidato, cuyas políticas no sean amigables con el mercado; y *iii*) la incertidumbre frente al resultado de la nueva Constitución. Por último, los títulos de Perú han presentado altas desvalorizaciones luego de que el nombramiento de los miembros del gabinete del nuevo Gobierno está generando mayor incertidumbre frente al futuro de la política económica en ese país (Gráfico 25; Anexo 4).



El Gráfico 26 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia aumentó 9 pb hasta ubicarse en 366 pb. Por su parte, las pendientes de Perú (411 pb), Chile (195 pb) y EE.UU. (103 pb) disminuyeron 33 pb, 29 pb, y 4 pb, respectivamente, mientras que las pendientes de Brasil (165 pb) y México (129 pb) aumentaron 36 pb y 5 pb, en su orden.

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

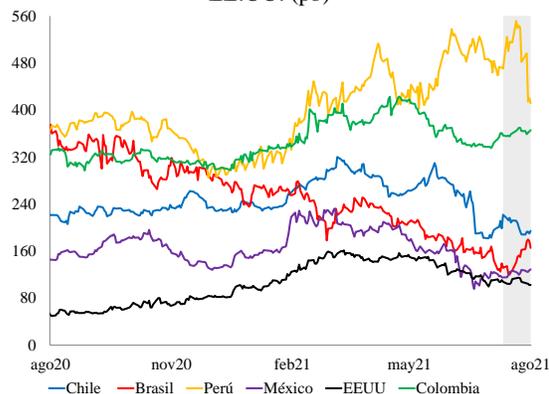
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas y de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*).

### 2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera que la JDBR mantenga inalterada la TPM durante la reunión de agosto y que la aumente en 25 pb durante la reunión de septiembre. Primero, a pesar de que la reunión de agosto no es de decisión de política monetaria, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)<sup>12</sup> el 90% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada en agosto, mientras que el 10% restante anticipa un aumento de 25 pb. Por su parte, según la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banrep, el 100% de los encuestados no anticipan cambios durante agosto, mientras que para septiembre la mediana de los agentes encuestados espera un aumento de 25 pb. Por otra parte, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank<sup>13</sup> sobre la TPM para la reunión de septiembre, de las 24 entidades encuestadas, 20 esperan y recomiendan un aumento de 25 pb, 3 esperan un aumento de 25 pb pero recomiendan que no haya cambios de la TPM, mientras que la entidad restante no espera ni recomienda cambios (Gráfico 27 y Anexo 1).

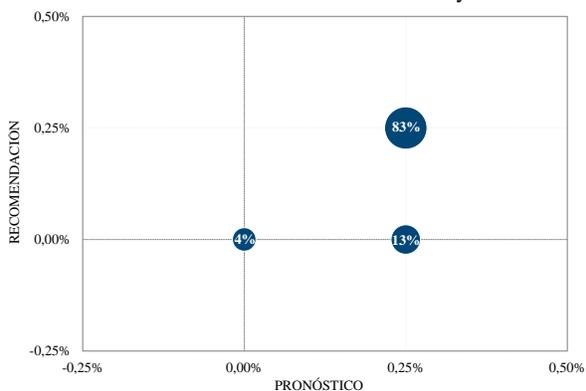
Por su parte, en el Gráfico 28 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2021 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre julio y agosto la tasa promedio esperada aumentó de 2,15% a 2,45%.

**Gráfico 26.** Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



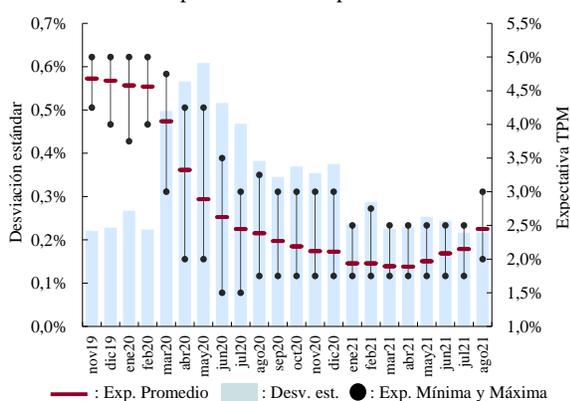
**Fuentes:** Bloomberg, SEN y Master Trader, **Cálculos:** Banrep. Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 2 años. Se presenta el promedio móvil de cinco días.

**Gráfico 27.** Encuestas sobre TPM de Anif y Citibank



**Fuente:** Anif y Citibank.

**Gráfico 28.** Expectativas TPM para diciembre de 2021



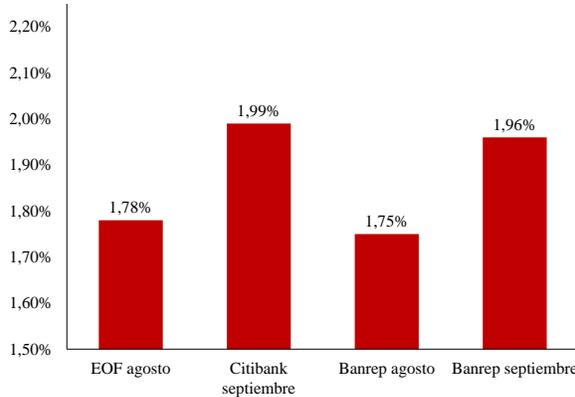
**Fuente:** Citibank.

<sup>12</sup> Publicada el 23 de agosto. Datos recolectados entre el 10 y el 18 de agosto.

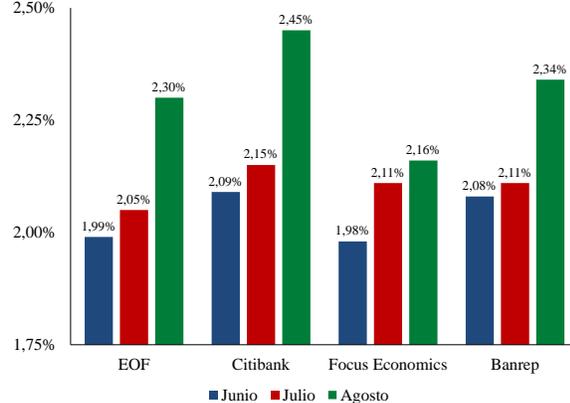
<sup>13</sup> Publicada el 23 de agosto.

En los Gráficos 29 y 30 se muestran las expectativas sobre la TPM para las próximas dos reuniones y para la de diciembre de 2021. En estas se observa que: i) la mayoría de los agentes esperan que no haya cambios de la TPM durante la reunión de agosto y un aumento de 25 pb durante la reunión de septiembre; y ii) el promedio de las encuestas para el cierre de 2021 aumentó de 2,11% a 2,31%.

**Gráfico 29.** Expectativas TPM próxima reunión\*



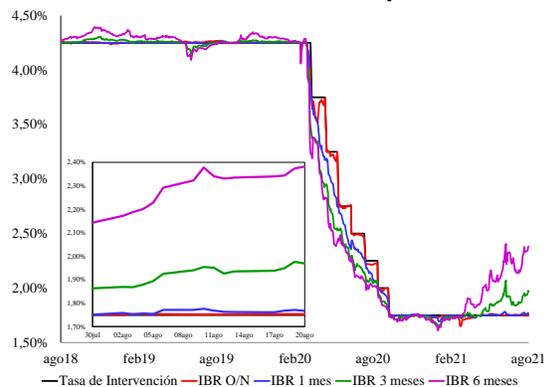
**Gráfico 30.** Expectativas TPM para diciembre de 2021



**Fuente:** EOF, Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de agosto con encuestas recolectadas entre el 10 y el 18 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de agosto. La encuesta del Banrep se realizó entre el 9 y el 11 de agosto. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 10 de agosto, con encuestas realizadas entre el 3 y el 8 del mismo mes. \*La EOF indaga por la reunión de agosto, la encuesta de Citibank pregunta por la reunión de septiembre, mientras que la encuesta del Banrep indaga por ambas reuniones.

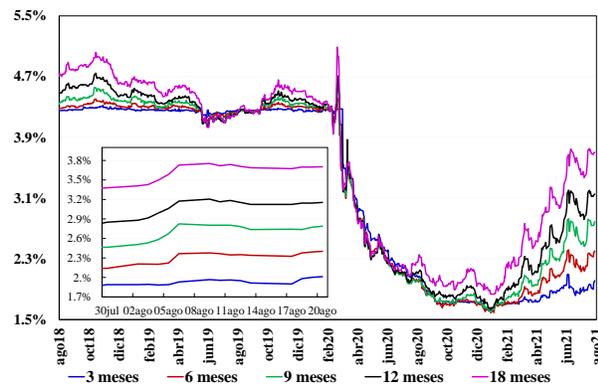
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 31 muestra la tasa de intervención del Banrep, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El Gráfico 32 muestra las tasas OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de julio de 2021, donde se mantuvo la TPM en 1,75%, la tasa O/N se mantuvo inalterada, mientras que las tasas IBR a 1, 3 y 6 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses aumentaron 1 pb, 1 pb, 3 pb, 4 pb, 3 pb y 3 pb, respectivamente, lo cual estuvo asociado a la percepción del mercado de que el mensaje de la JDBR fue *hawkish*. Tras la publicación del dato de inflación de julio, la tasa IBR O/N se mantuvo estable, mientras que las tasas IBR a 1, 3 y 6 meses aumentaron 2 pb, 3 pb y 6 pb, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses aumentaron 15 pb, 11 pb y 14 pb, en su orden. Desde entonces, las tasas han continuado aumentando ante expectativas de que la JDBR comenzará a partir de septiembre el ciclo de normalización monetaria. Al 20 de agosto estas tasas se ubicaron en 1,75%, 1,77%, 1,97%, 2,38%, 2,79%, 3,15% y 3,70% para las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, respectivamente.

**Gráfico 31.** Tasa de intervención y tasas IBR



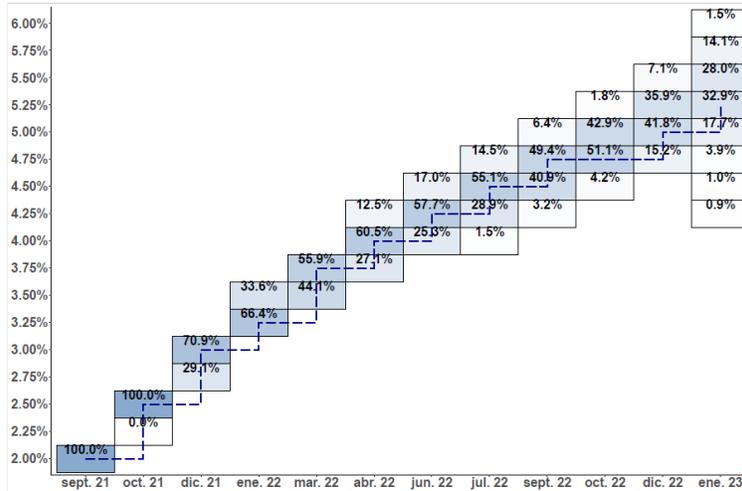
**Fuente:** Banrep. **Cálculos:** Banrep.

**Gráfico 32.** Tasas OIS



**Fuente:** Banrep. **Cálculos:** Banrep.

**Gráfico 33. Tasa de política monetaria implícita – OIS**



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

**Gráfico 34. Evolución de expectativas TPM – OIS**

sep22		3,750%	4,25%		4,50%	4,75%	sep22	4.00%
ago22							ago22	3.75%
jul22	3,50%	3,50%	4,25%	4,50%	4,25%	4,50%	jul22	3.50%
jun22		3,25%	4,00%		4,00%	4,25%	jun22	3.25%
may22							may22	3.00%
abr22	3,25%	3,00%	3,50%	4,25%	3,75%	4,00%	abr22	2.75%
mar22	3,00%		3,25%	4,00%	3,50%	3,75%	mar22	2.50%
feb22							feb22	2.25%
ene22		2,75%	3,00%	3,75%	3,00%	3,25%	ene22	2.00%
dic21	2,75%	2,50%	2,75%	3,25%	2,75%	3,00%	dic21	1.75%
nov21							nov21	1.50%
oct21	2,25%	2,25%	2,50%	2,75%	2,25%	2,50%	oct21	1.25%
sep21			2,25%	2,50%	2,00%	2,00%	sep21	1.00%
ago21							ago21	0.75%
jul21	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%			jul21	0.50%

26mar21 30abr21 31may21 29jun21 30jul21 20ago21

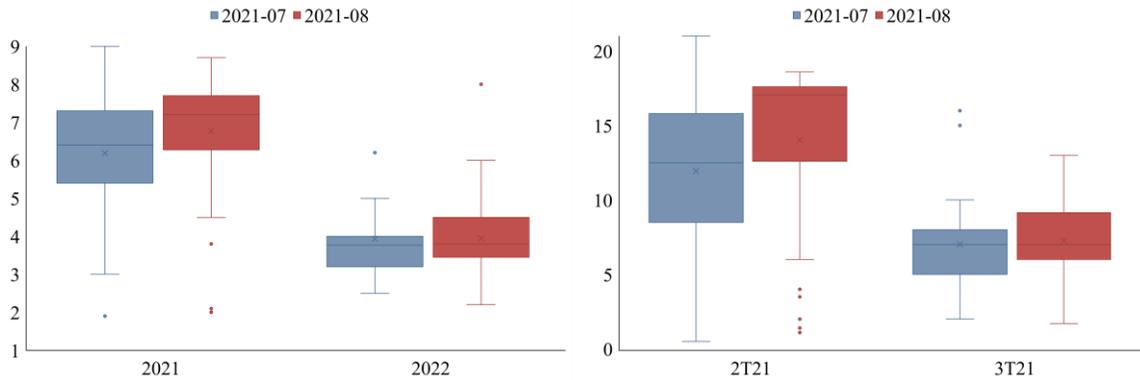
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep. Nota: Cada cifra de color blanco indica un cambio de tasa de política.

En el Gráfico 34 se observa que el día de la reunión de la JDBR de julio el mercado anticipaba un aumento de 25 pb de la TPM durante la reunión de septiembre de 2021 y luego aumentos de 25 pb en octubre y 50 pb en diciembre de 2021 (cerrando 2021 en 2,75%). Luego, ante una percepción de una postura menos expansiva del Banco de la República y a que el dato de inflación se ubicó por encima de las expectativas del mercado, la senda de política monetaria esperada se tornó menos expansiva, y con datos al 20 de agosto las tasas OIS descuentan aumentos de 25 pb en la reunión de septiembre, 50 pb en octubre y 50 pb en diciembre de 2021 (cerrando 2021 en 3,00%), luego se espera que aumente 25 pb en enero, 50 pb en marzo y 25 pb en abril, junio, julio y septiembre de 2022 (Gráficos 33, 34 y Anexo 6).

## 2.2. Expectativas de crecimiento económico

En el Gráfico 35 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros aumentaron sus expectativas de crecimiento para el 2021 de 6,4% a 7,2%, para el 2022 de 3,77% a 3,8%, y para el 2T21 de 12,5% a 17,05%. Para el 3T21 los analistas mantuvieron sus proyecciones de crecimiento en 7%.

**Gráfico 35. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)**  
**Anuales** **Trimestrales**



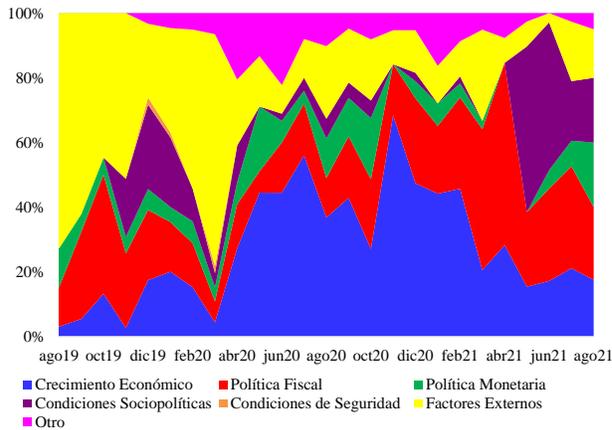
**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. La línea del centro de la caja representa la mediana y la "x" la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos. Datos publicados el 23 de agosto con encuestas recolectadas entre el 10 y el 18 del mismo mes.

El 17 de agosto el DANE dio a conocer que la economía colombiana creció 17,6% a/a durante el 2T21 y -2,4% t/t. El 19 de agosto, S&P Global reafirmó su expectativa de crecimiento para 2021 en 7% y para 2022 en 3%.

### Información adicional extraída de la EOF

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una desvalorización cercana a 3 pb (ant: valorización esperada de 25 pb)<sup>14</sup>. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este registrará una valorización cercana a 5% (anterior: valorización esperada de 5%).

**Gráfico 36. 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?* un 23% resaltó la política fiscal (ant: 32%), un 20% la política monetaria (ant: 8%<sup>15</sup>), otro 20% las condiciones sociopolíticas (ant: 18%), un 18% el crecimiento económico (ant: 21%), un 15% los factores externos (ant: 18%), mientras que el 5% restante señaló otros factores (ant: 3%). El analista que mencionó otros factores hace referencia a todos los posibles factores de respuesta (Gráfico 36).

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

### 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Entre junio y julio, con datos definitivos, el IDOAM cayó principalmente por la caída de la volatilidad en el mercado de TES, la reducción de los márgenes entre las tasas activas y las de los TES para las carteras preferencial y los mejores resultados de confianza industrial y del consumidor. Con datos preliminares para agosto (EOF<sup>16</sup>, volatilidades<sup>17</sup> y márgenes crediticios<sup>18</sup>),

<sup>14</sup> Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa promedio esperada por los analistas.

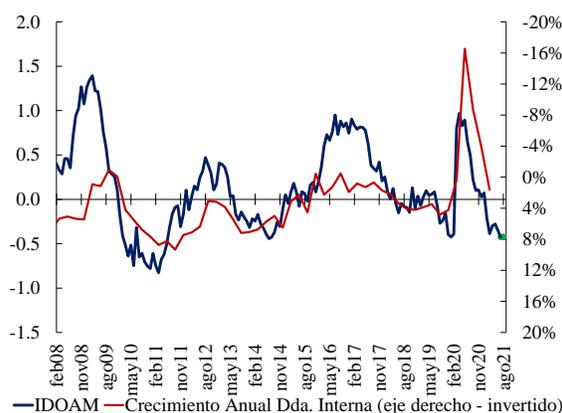
<sup>15</sup> Nivel no observado desde octubre de 2020.

<sup>16</sup> Recibida el 26 de julio.

este indicador se mantuvo estable toda vez que el incremento en los márgenes entre las tasas activas y las de los TES fue compensado por la reducción de la volatilidad en el mercado accionario y de TES (Gráfico 37 y Anexo 7).

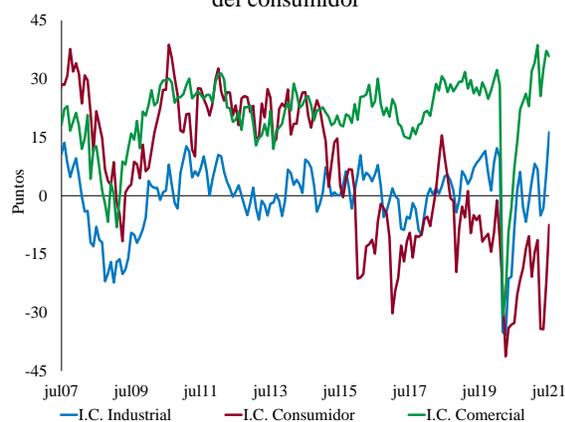
En julio, la confianza de los consumidores (obs: -7,5%; esp: -17,7%; ant: -22,3%) aumentó frente a lo observado el mes anterior y por encima de lo esperado por el mercado, aunque continúa en terreno negativo. Este resultado se explica por una percepción menos desfavorable de las condiciones económicas (obs: -31,7%; ant: -48,8%) y unas expectativas optimistas del consumidor (obs: 8,6%; ant: -4,6%). Por otro lado, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -22,63% a -8,13% (Gráficos 37 y 38). Así mismo, la confianza de los industriales (obs: 16,3%; ant: 5,8%) presentó una mejora durante julio, mientras que la confianza de los comerciantes (obs: 35,8%; ant: 37,2%) registró un leve deterioro. La mejora de la confianza industrial se explica principalmente por el mayor volumen actual de pedidos, y en menor medida por las expectativas de una mayor producción durante el próximo trimestre. Por su parte, el resultado de la confianza comercial obedece principalmente al mayor nivel de existencias, y en menor medida a las expectativas menos optimistas frente a la situación económica para el próximo semestre (Gráfico 38).

**Gráfico 37.** Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



**Fuentes:** Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

**Gráfico 38.** Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor



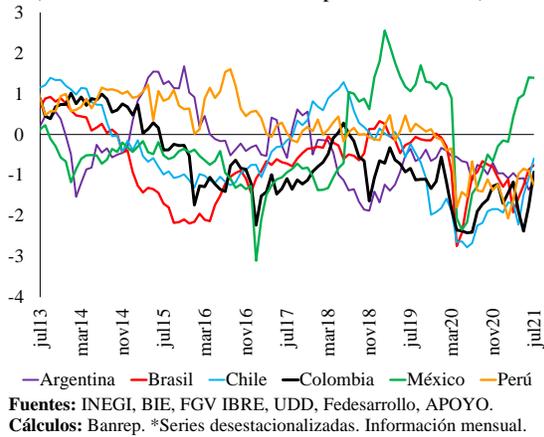
**Fuente:** Fedesarrollo.

Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor (obs: 24,7%; esp: 20,6%; ant: 22,8%) y producción manufacturera (obs: 20,8%; esp: 16,5%; ant: 8,6%) de junio. Tanto las ventas al por menor como la producción manufacturera crecieron por encima de lo observado el mes anterior y de lo esperado por el mercado.

<sup>17</sup> Datos al 20 de agosto.

<sup>18</sup> Datos al 16 de julio.

**Gráfico 39.** Índices de confianza de Latinoamérica\* (desviaciones estándar con respecto a la media)



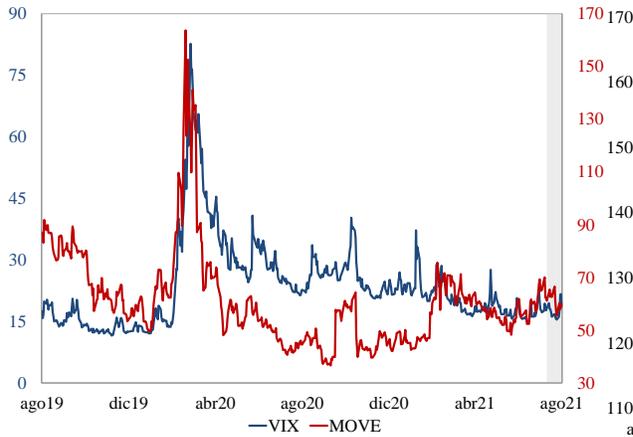
El Gráfico 39 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media histórica en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Entre junio y julio el indicador disminuyó para México y Perú, mientras que para los demás países observados aumentó. Además, salvo el caso de México, todos estos indicadores se ubican por debajo de su respectiva media histórica.

Por su parte, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*<sup>19</sup>, el *Vstox*<sup>20</sup> y el *Skew*<sup>21</sup> aumentó durante la segunda mitad de agosto como consecuencia de: *i*) el rápido aumento de casos de

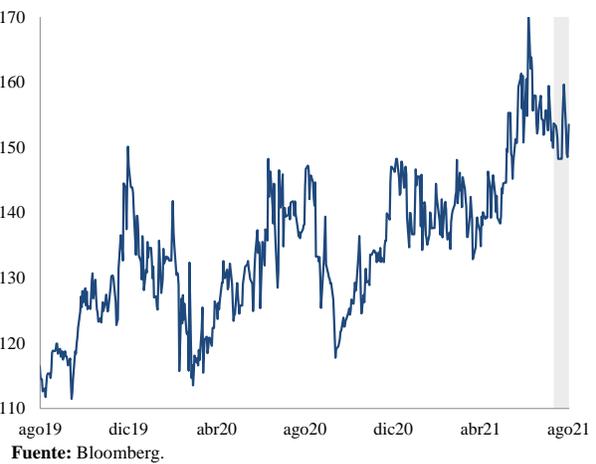
Covid-19 asociados a la expansión de la variante delta y la incertidumbre frente al impacto que tendría sobre el proceso de recuperación económica global; y *ii*) la publicación de cifras de actividad económica en China, por debajo de lo esperado, lo que ha generado expectativas de una ralentización importante del proceso de recuperación de la economía china y sus implicaciones para el proceso de recuperación a nivel global.

En cuanto al *Move*<sup>22</sup>, este disminuyó ante las leves variaciones de las tasas de los Tesoros durante agosto. En este contexto, los CDS a cinco años y los índices EMBI presentaron un comportamiento mixto en los países de la región (Gráficos 40 y 41; Anexo 8).

**Gráfico 40.** *Vix - Move*



**Gráfico 41.** *Skew del S&P500*



<sup>19</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

<sup>20</sup> El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>21</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>22</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

#### 4. RECUADROS/ANEXOS

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

*Cuadro A1.1. Encuestas de expectativas de Anif y Citibank sobre la tasa de política monetaria para septiembre del 2021*

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza	2,00%	2,00%
Asobancaria	1,75%	1,75%
Axa Colpatría	2,00%	2,00%
Banco Agrario	2,00%	2,00%
Banco de Bogotá	2,00%	2,00%
Banco de Occidente	2,00%	2,00%
Banco Popular	2,00%	2,00%
BBVA	2,00%	1,75%
BTG Pactual	2,00%	2,00%
Casa de Bolsa	2,00%	2,00%
Corficolombiana	2,00%	2,00%
Credicorp Capital	2,00%	1,75%
Fidubogotá	2,00%	2,00%
Fiduoccidente	2,00%	2,00%
Fiduprevisora	2,00%	2,00%
Grupo Bancolombia	2,00%	2,00%
Grupo Bolívar	2,00%	2,00%
Itaú	2,00%	2,00%
JP Morgan	2,00%	2,00%
Moody's Analytics	2,00%	2,00%
Positiva	2,00%	2,00%
Scotiabank Colpatría	2,00%	2,00%
Skandia	2,00%	2,00%
XP Investments	2,00%	1,75%
<b>Promedio</b>	<b>1,99%</b>	<b>1,96%</b>
Mediana	2,00%	2,00%
STDV	0,05%	0,10%
Máximo	2,00%	2,00%
Mínimo	1,75%	1,75%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
1,25%	0%	0
1,50%	0%	0
1,75%	17%	4
2,00%	83%	20
2,25%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>24</b>

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
1,25%	0%	0
1,50%	0%	0
1,75%	4%	1
2,00%	96%	23
2,25%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>24</b>

**Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de Citibank sobre inflación**

<b>Participantes</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Alianza	4,33%	3,64%
Asobancaria	4,22%	3,36%
Axa Colpatría	3,90%	3,30%
Banco Agrario	4,40%	3,20%
Banco de Bogotá	4,24%	2,99%
Banco de Occidente	4,11%	3,41%
Banco Popular	3,97%	3,57%
BBVA	4,70%	3,60%
BNP Paribas	4,50%	4,00%
BTG Pactual	4,36%	3,20%
Casa de Bolsa	4,20%	3,10%
Corficolombiana	4,30%	3,20%
Credicorp Capital	4,10%	3,50%
Fidubogotá	4,33%	3,10%
Fiduoccidente	4,25%	3,40%
Fiduprevisora	4,10%	3,33%
Grupo Bancolombia	4,20%	3,30%
Grupo Bolívar	4,88%	3,50%
Itaú	4,40%	3,00%
JP Morgan	4,27%	3,18%
Moody's Analytics	4,30%	3,50%
Positiva	4,22%	3,39%
Scotiabank Colpatría	4,40%	3,42%
Skandia	4,30%	3,00%
XP Investments	4,10%	3,40%
<b>Promedio</b>	<b>4,28%</b>	<b>3,34%</b>
Mediana	4,27%	3,36%
STDV	0,21%	0,23%
Máximo	4,88%	4,00%
Mínimo	3,90%	2,99%

**Cuadro A1.3. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre tasa de política monetaria**

Encuestas realizadas entre el 3 y el 8 de agosto

Empresa		Estimación 2021	Estimación 2022	
1	AGPV	2,00%	3,00%	
2	Banco Davivienda	2,00%	-	
3	Bancolombia	2,25%	3,75%	
4	Barclays Capital	2,25%	4,00%	
5	CABI	1,75%	2,50%	
6	Capital Economics	2,25%	3,50%	
7	Citigroup Global Mkts	2,00%	3,50%	
8	Corficolombiana	2,25%	3,50%	
9	Credicorp Capital	1,75%	3,50%	
10	Credit Suisse	2,25%	3,25%	
11	Ecoanalítica	1,75%	3,00%	
12	Fedesarrollo	2,00%	2,75%	
13	Fitch Solutions	2,25%	3,00%	
14	Goldman Sachs	2,00%	3,50%	
15	HSBC	2,00%	3,00%	
16	Itaú Unibanco	2,00%	3,50%	
17	JPMorgan	2,50%	3,50%	
18	Moody's Analytics	2,00%	3,50%	
19	Oxford Economics	2,75%	3,75%	
20	Pezco Economics	3,00%	3,50%	
21	Positiva Compañía de Seguros	2,25%	4,00%	
22	S&P Global	2,25%	3,25%	
23	Scotiabank	2,50%	4,00%	
24	Société Générale	1,75%	-	
25	UBS	2,25%	3,00%	
Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
1,75%	4	16,0%	0	0,0%
2,00%	8	32,0%	0	0,0%
2,25%	9	36,0%	0	0,0%
2,50%	2	8,0%	1	4,3%
2,75%	1	4,0%	1	4,3%
3,00%	1	4,0%	5	21,7%
3,25%	0	0,0%	2	8,7%
3,50%	0	0,0%	9	39,1%
3,75%	0	0,0%	2	8,7%
4,00%	0	0,0%	3	13,0%
<b>Media</b>	<b>2,16%</b>		<b>3,38%</b>	
<b>Mediana</b>	<b>2,25%</b>		<b>3,50%</b>	

**Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre inflación**

Encuestas realizadas entre el 3 y el 8 de agosto

Empresa		Estimación 2021	Estimación 2022		
1	AGPV	3,20%	3,00%		
2	Banco Davivienda	4,05%	-		
3	Bancolombia	3,60%	3,30%		
4	Barclays Capital	3,34%	3,30%		
5	BBVA Research	3,70%	3,30%		
6	CABI	3,25%	4,50%		
7	Citigroup Global Mkts	3,70%	3,20%		
8	Corficolombiana	3,80%	3,10%		
9	Credicorp Capital	3,52%	3,31%		
10	Credit Agricole	3,50%	3,10%		
11	Credit Suisse	3,53%	3,52%		
12	Ecoanalítica	3,73%	2,92%		
13	EIU	3,80%	4,00%		
14	Fedesarrollo	3,70%	3,10%		
15	Fitch Solutions	3,69%	3,14%		
16	Goldman Sachs	3,69%	3,24%		
17	HSBC	2,70%	3,00%		
18	Itaú Unibanco	3,70%	2,80%		
19	JPMorgan	4,20%	3,20%		
20	Moody's Analytics	3,70%	3,52%		
21	Oxford Economics	4,00%	3,16%		
22	Pezco Economics	3,20%	3,00%		
23	Polinomics	3,00%	3,10%		
24	Positiva Compañía de Seguros	3,80%	3,20%		
25	S&P Global	4,00%	3,20%		
26	Scotiabank	3,90%	3,00%		
27	Torino Capital	2,49%	3,06%		
28	UBS	4,00%	3,00%		
Tasa		Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2,25% - 2,50%		1	3,57%	0	0,00%
2,50% - 2,75%		1	3,57%	0	0,00%
2,75% - 3,00%		0	0,00%	2	7,41%
3,00% - 3,25%		3	10,71%	17	62,96%
3,25% - 3,50%		2	7,14%	4	14,81%
3,50% - 3,75%		12	42,86%	2	7,41%
3,75% - 4,00%		4	14,29%	0	0,00%
4,00% - 4,25%		5	17,86%	1	3,70%
4,25% - 4,50%		0	0,00%	0	0,00%
4,50% - 4,75%		0	0,00%	1	3,70%
<b>Media</b>		<b>3,59%</b>		<b>3,23%</b>	
<b>Mediana</b>		<b>3,70%</b>		<b>3,16%</b>	

## Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de julio, en la cual la tasa de referencia se mantuvo sin cambios en 1,75% tal como anticipaba el mercado, las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 0 pb, 0 pb y -1 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -4 pb, -4 pb y 0 pb para estos mismos plazos.

El Dane publicó el 5 de agosto la variación del índice de precios al consumidor de julio, la cual se ubicó en 0,32% mes a mes. Dicho resultado fue superior al dato de la encuesta del Banrep (0,04%), a las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,12%), y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2020 (0,00%). La variación anual fue de 3,97% (esp: 3,76%). Entre el 5 y el 6 de agosto las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 5 pb, 6 pb y 6 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR tuvieron variaciones de -8 pb, -7 pb y -4 pb, para los mismos plazos.

El 11 de agosto, la petrolera estatal Ecopetrol firmó un acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), para adquirir su participación en la empresa Interconexión Eléctrica (ISA). Ecopetrol pagará un monto total de \$14,24 b por la participación del gobierno en la compañía, la cual equivale al 51,4% de las acciones. El costo de cada acción fue estimado en \$25.000 y su pago se realizaría en dólares, los cuales se irán convirtiendo gradualmente a pesos. Esta transacción es acorde con el Plan Financiero y el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2021, dado que estos ingresos ya estaban descontados dentro del presupuesto de este año. Además, se planea usarlos para dar continuidad a programas de inversión social y reactivación económica. Entre el 11 y el 12 de agosto las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -2 pb, -2 pb y -2 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR tuvieron variaciones de -3 pb, -3 pb y -1 pb, para los mismos plazos.

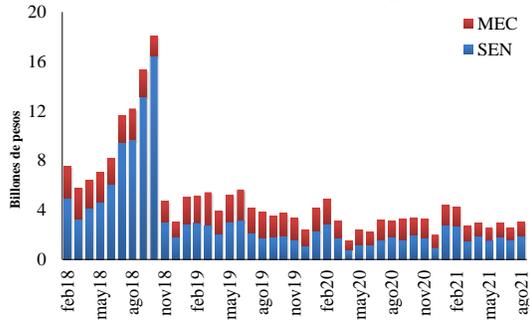
Posteriormente, el 17 de agosto el MHCP completó la segunda operación de manejo de deuda interna del 2021. Mediante un acuerdo con la Caja Promotora de Vivienda Militar y de Policía, se redujeron los vencimientos para 2023 en \$260 mm mediante el intercambio de TES UVR con vencimiento en 2023 por TES UVR con vencimientos en 2035. Con esto, la vida media ponderada del portafolio de deuda se extiende de 8,54 años a 8,55 años, mientras que el cupón promedio se mantiene en 7,33%. Entre el 17 y 18 de agosto las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 2 pb, 3 pb y 5 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -2 pb, -1 pb y 0 pb, para los mismos plazos.

En lo corrido de agosto, el monto promedio diario negociado ha sido \$3,04 billones<sup>23</sup>, superior al observado el mes anterior (\$2,5 billones) pero inferior al registrado en agosto de 2020 (\$3,1 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en mayo de 2022, cuya participación pasó de 10,2% al 12,9%, seguidos por los que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 15,7% al 11% (Gráfico A2.2).

---

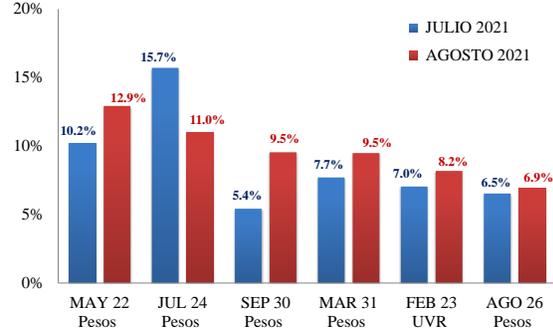
<sup>23</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de Master Trader (incluye registros).

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



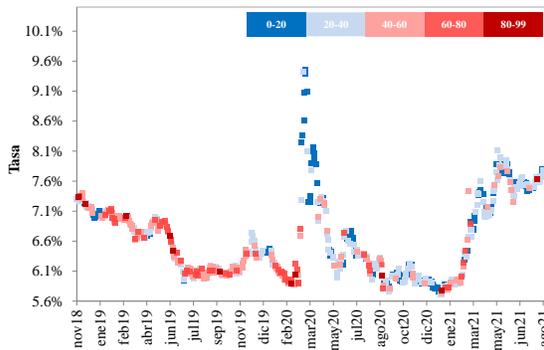
**Fuente y Cálculos:** DCV - Banrep.  
Datos al 20 de agosto de 2021.

**Gráfico A2.3.** TES más transados



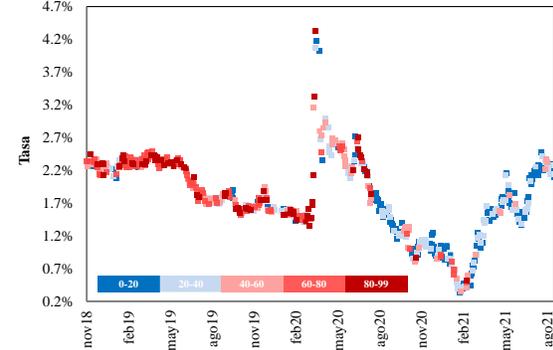
**Fuentes:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. \* Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 20 de agosto del 2021.

**Gráfico A2.4.** Tasa cero cupón pesos TFIT 2024 y volumen negociación por percentiles



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

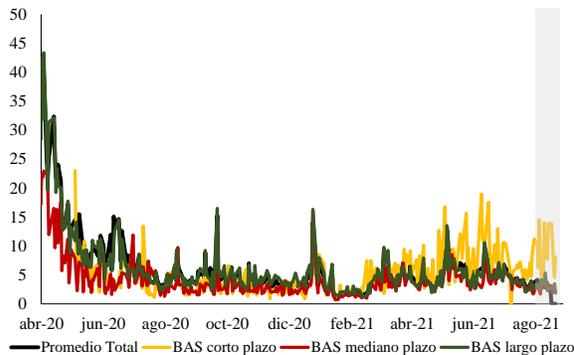
**Gráfico A2.5.** Tasa cero cupón TUVT 2023 y volumen Negociación por percentiles



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

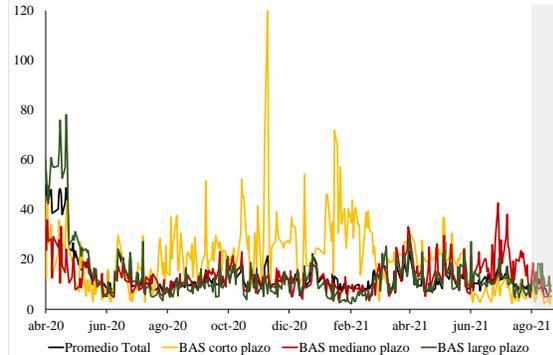
En los Gráficos A2.4 y A2.5 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 3 años, UVR: 2 años). En agosto los montos de negociación del título en pesos del 2024 y del título en UVR del 2023 se ubicaron en su mayoría entre los percentiles 20 y 40.

**Gráfico A2.6.** Bid-Ask spread por plazo de los TES en pesos\* (p.b.)



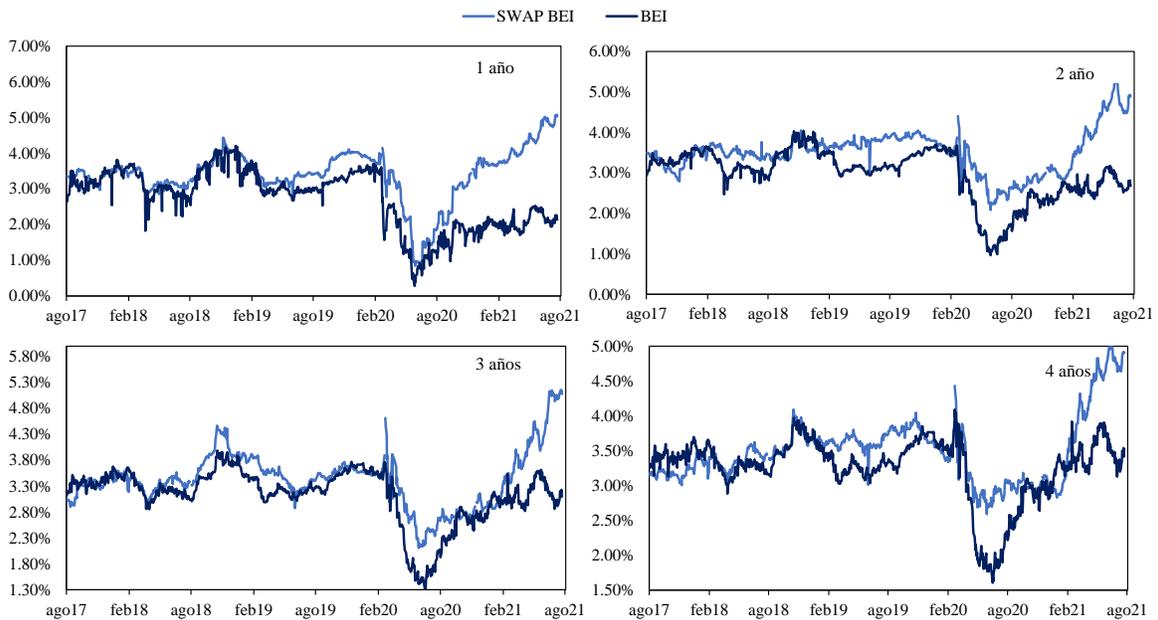
**Fuente y Cálculos:** Banrep. \*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

**Gráfico A2.7.** Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR\* (p.b.)



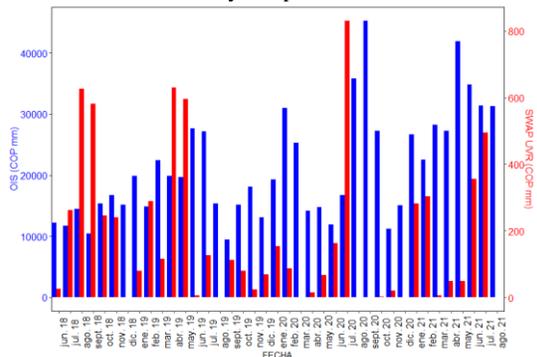
Con información al 20 de agosto, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 9,3 pb (ant. 6,3 pb), 2,8 pb (ant. 3,3 pb) y 3,2 pb (ant. 3,7 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 5,3 pb (ant. 7,1 pb), 8,7 pb (ant. 18,6 pb) y 10,1 pb (ant. 9,6 pb), para los plazos de corto, mediano y largo plazo, en su orden.

**Gráfico A2.8. BEI y Swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años**



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

**Gráfico A2.9. Operaciones pactadas de los contratos OIS y swaps UVR**



Fuente: SFC. Cálculos: Banrep. Las operaciones pactadas de julio de 2021 se obtienen como el monto promedio de operaciones pactadas al 13 de agosto multiplicado por los días hábiles de agosto de 2021.

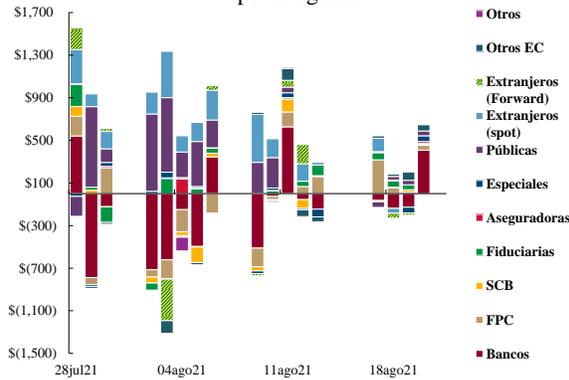
disminuyeron.

En el Gráfico A2.8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los swaps UVR (swap BEI) y el BEI a 1, 2, 3 y 4 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 20 de agosto de 2021, los swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años presentaron variaciones de 26 pb, 41 pb, 11 pb y 26 pb, y se ubicaron en 5,03%, 4,90%, 5,08% y 4,91%, respectivamente. De esta manera, la diferencia entre los swap BEI y los BEI aumentó. En el Gráfico A2.9 se presentan los montos de las operaciones pactadas de los contratos OIS y swaps UVR realizados por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Se observa que los montos de los contratos OIS y de los swap UVR

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

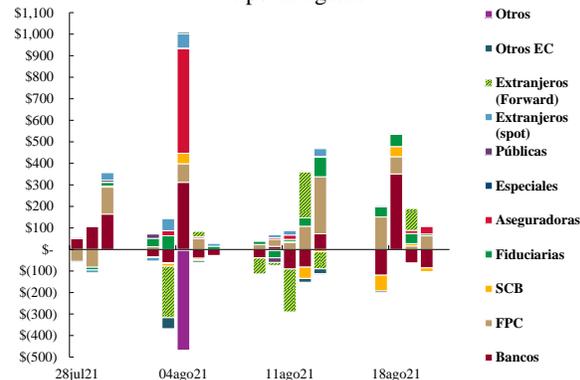
Entre el 30 de julio y el 20 de agosto, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron las entidades públicas (\$3.042 mm) y los inversionistas extranjeros (\$2.148 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (\$1.672 mm) y las sociedades comisionistas de bolsa (\$179 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR fueron los Fondos de Pensiones y Cesantías (\$915 mm), al tiempo que los principales vendedores fueron otras entidades (\$449 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 del 2021 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES pesos y TES UVR en el mercado de contado por \$10.443 mm y \$2.495 mm, respectivamente (al tiempo que han registrado vencimientos por \$76 mm y \$35 mm, respectivamente). Desde el 30 de julio, estos inversionistas vendieron en neto TES en pesos en el mercado de contado por \$14 mm y \$23 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, y compraron en neto \$2.185 mm en el tramo largo. Por su parte, en este mismo periodo compraron en neto TES UVR en el mercado de contado por \$63 mm y \$131 mm en el tramo corto y largo, respectivamente.

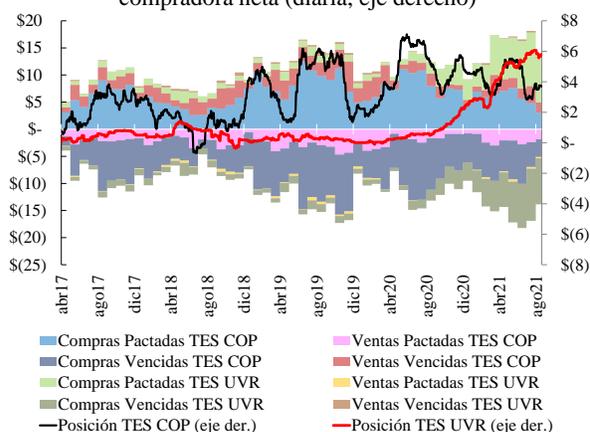
**Cuadro A3.1.** Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)\*  
(valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2021	Corrido del 2021	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	3,598	92	(2,078)	147	259	(1,672)	(141)	(7)	252	103
Compañía de Financiamiento Comercial	21	-	(5)	-	-	(5)	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	327	579	(16)	(83)	155	56	(95)	0	6	(89)
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>	<b>3,946</b>	<b>672</b>	<b>(2,099)</b>	<b>64</b>	<b>414</b>	<b>(1,621)</b>	<b>(236)</b>	<b>(7)</b>	<b>258</b>	<b>15</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(21)	97	(9)	9	-	-	-	-	-	-
Terceros	2,596	(697)	375	(16)	(414)	(55)	93	(17)	839	915
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	2,575	(600)	366	(7)	(414)	(55)	93	(17)	839	915
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	332	88	(205)	(73)	61	(216)	(21)	(76)	10	(87)
Terceros	795	35	(18)	3	52	37	(3)	20	1	18
Extranjeros FIC	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	1,127	123	(223)	(69)	113	(179)	(25)	(56)	11	(69)
Sociedades Fiduciarias Propia	67	94	(14)	3	9	(3)	3	4	1	9
Terceros	12,393	3,952	89	62	2,526	2,677	156	46	371	572
Extranjeros*** FIC	10,443	2,495	(14)	(23)	2,185	2,148	63	-	131	194
Pasivos Pensionales	(483)	103	142	124	72	338	147	43	6	196
Total Sociedades Fiduciarias	12,460	4,046	75	65	2,534	2,674	159	50	373	581
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	839	1,671	7	74	110	190	47	26	528	601
Terceros	9	14	-	-	1	1	-	-	1	1
Pasivos Pensionales	9	14	-	-	1	1	-	-	1	1
Total Compañías de Seguros y Capitalización	848	1,685	7	74	111	191	47	26	529	602
Sociedades Administradoras de Inversión Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>	<b>17,011</b>	<b>5,254</b>	<b>224</b>	<b>62</b>	<b>2,344</b>	<b>2,630</b>	<b>275</b>	<b>2</b>	<b>1,752</b>	<b>2,029</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	1,965	77	(225)	110	178	62	(6)	-	-	(6)
Total Entidades Públicas****	4,341	484	3,227	(204)	18	3,042	-	-	(1)	(1)
Otros*****	307	(691)	(2)	(32)	(81)	(115)	(292)	5	(162)	(449)
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>	<b>27,570</b>	<b>5,796</b>	<b>1,125</b>	<b>0</b>	<b>2,873</b>	<b>3,998</b>	<b>(260)</b>	<b>-</b>	<b>1,847</b>	<b>1,588</b>

Fuente: Banrep. Información actualizada al 20 de agosto del 2021. \*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos y emisiones. \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Por otra parte, con información al 19 de agosto, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por \$3.022 mm y \$1.855 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$3.260 mm y \$1.901 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$192 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por \$8.237 mm y \$253 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$8.501 mm y \$253 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF disminuyó \$265 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$3.883 mm el 30 de julio a \$3.691 mm el 19 de agosto del 2021; al tiempo que para TES UVR pasó de \$6.060 mm a \$5.796 mm entre ambas fechas.

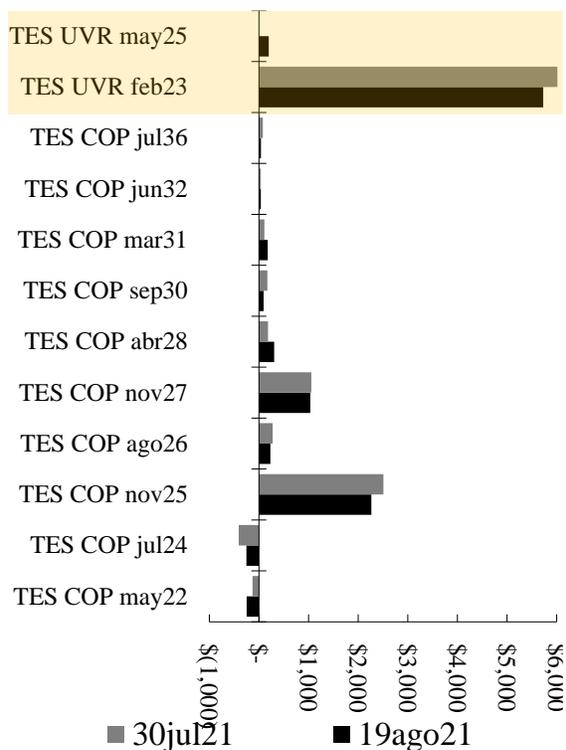
**Gráfico A3.3.** Compraventas pactadas y vencidas\* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



\*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.

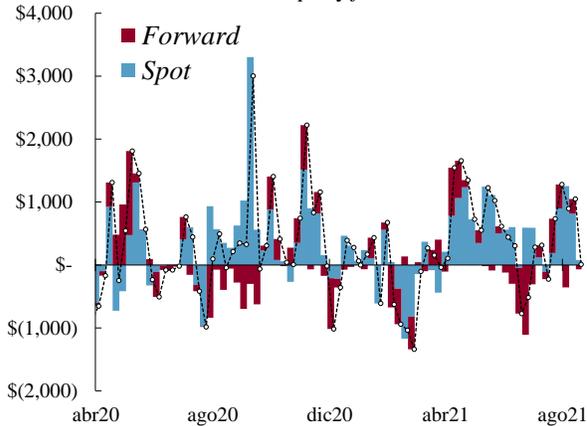
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

**Gráfico A3.4.** Saldo de compras netas *offshore* de TES en NDF por referencia



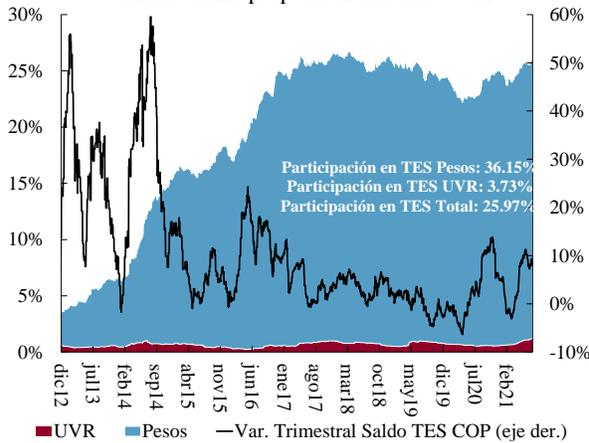
Fuente: Banrep. COP mm.

**Gráfico A3.5.** Compras netas de TES en pesos *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



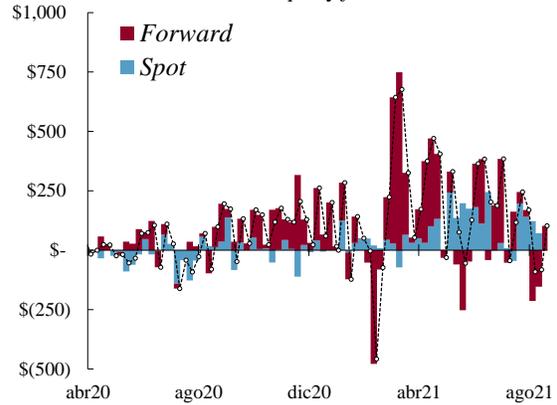
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

**Gráfico A3.7.** Saldo de TES del *offshore* en el mercado de contado como proporción del saldo total



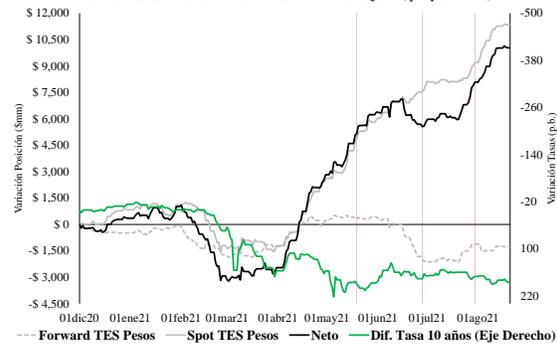
Fuente: Banrep.

**Gráfico A3.6.** Compras netas de TES UVR *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

**Gráfico A3.8.** Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición neta del *offshore* (*spot* y *forward*)



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

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2024, 2025, 2028 y 2031, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2022, 2023, 2025, 2026, 2027, 2030 y 2036, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2032 (Gráfico A3.4). 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 \$1.956 mm, y la posición neta en TES UVR disminuyó \$71 mm.

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

	TES pesos	TES UVR	Total
Compras netas en el mercado de contado (A)	\$ 2,148	\$ 194	\$ 2,342
Posición compradora neta a futuro (B)	-\$ 192	-\$ 265	-\$ 457
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 3,022	\$ 8,237	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 1,855	\$ 253	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 3,260	\$ 8,501	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 1,901	\$ 253	
<b>Posición compradora neta agregada (A+B)</b>	<b>\$ 1,956</b>	<b>-\$ 71</b>	<b>\$ 1,885</b>

Cifras en COP mm. Información actualizada al 19 y 20 de agosto del 2021 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente.

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5, A3.6, A3.7, A3.8 y en el Cuadro A3.2. Los Gráficos A3.5 y A3.6 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 *spot*, estas incorporan vencimientos). El Gráfico A3.7 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 Cuadro A3.8 presenta, a partir del 1 de diciembre del 2020, la evolución de las compras netas en TES 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

	2020			Corrido de 2021			jun-21			jul-21			Corrido de ago-21		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 4,239	\$ (2,293)	\$ 1,946	\$ 3,946	\$ 830	\$ 4,776	\$ (2,135)	\$ 2,538	\$ 402	\$ 1,549	\$ (984)	\$ 565	\$ (1,621)	\$ 192	\$ (1,429)
Offshore	\$ 11,280	\$ 2,293	\$ 13,573	\$ 10,443	\$ (830)	\$ 9,613	\$ 1,951	\$ (2,538)	\$ (587)	\$ 1,304	\$ 984	\$ 2,287	\$ 2,148	\$ (192)	\$ 1,956
Sistema Financiero*	\$ 3,356	\$ (2,731)	\$ 625	\$ 672	\$ (3,055)	\$ (2,383)	\$ 1,118	\$ (886)	\$ 233	\$ 953	\$ (256)	\$ 696	\$ 15	\$ 265	\$ 279
Offshore	\$ (525)	\$ 2,731	\$ 2,206	\$ 2,495	\$ 3,055	\$ 5,550	\$ 549	\$ 886	\$ 1,434	\$ 319	\$ 256	\$ 575	\$ 194	\$ (265)	\$ (71)

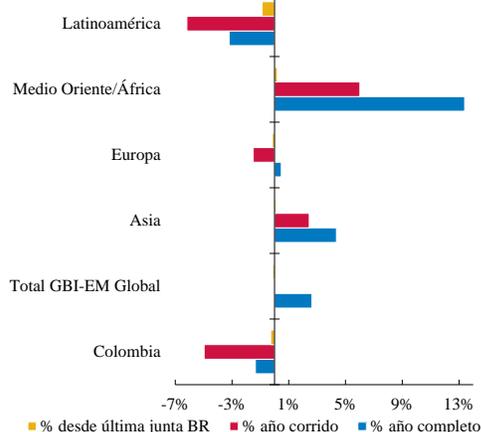
Cifras en COP mm. Información actualizada al 19 y 20 de agosto del 2021 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

#### 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<sup>24</sup> (incluyendo Colombia) desde el 30 de julio, en lo corrido de 2021 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador para Europa y Latinoamérica disminuyó (-0,2% y -0,9%, respectivamente), mientras que el de las demás regiones aumentó. Los índices *Total GBI-EM Global* y el de Colombia presentaron variaciones de -0,13% y -0,27%, respectivamente.

Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en julio por US\$7,7 mm, conformado por entradas de US\$18,2 mm en renta fija y salidas de US\$10,5 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$3,6 mm (Gráfico A4.2).

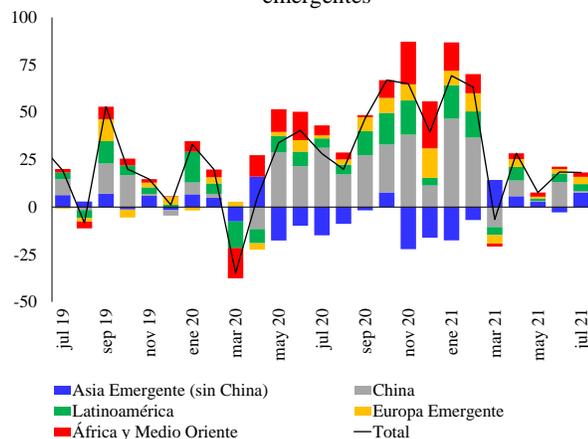
**Gráfico A4.1.** Variaciones de los índices de deuda en moneda local de países emergentes\*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

\*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

**Gráfico A4.2:** Flujos de portafolio hacia renta fija economías emergentes

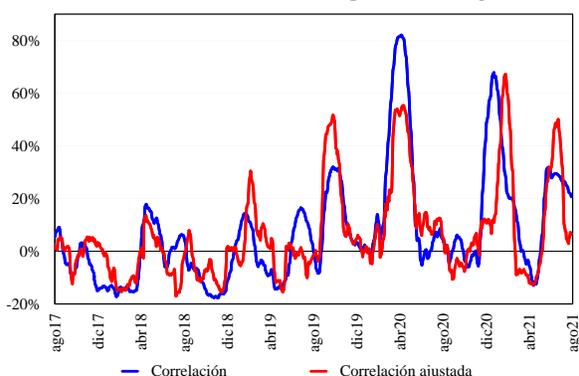


Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

<sup>24</sup> El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

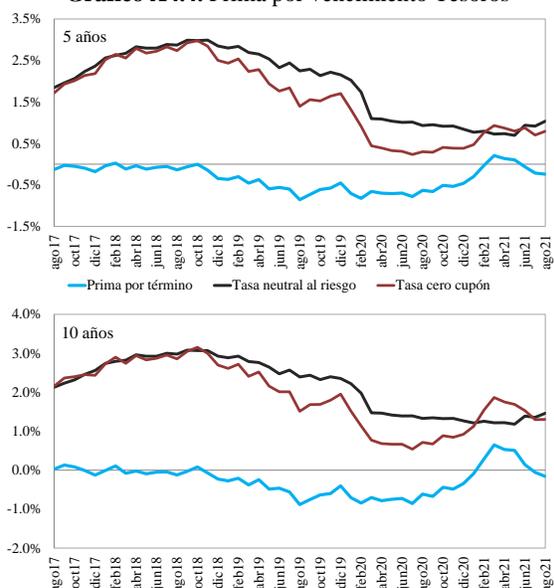
En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) cayó y se ubicó en 20,66%. Por otro lado, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) disminuyó y se ubicó en 6,64%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en parte por factores externos. Por su parte, con información al 20 de agosto, entre julio y agosto las primas por vencimiento de los Tesoros cayeron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,24% y -0,16%, respectivamente. Por otra parte, las tasas neutras al riesgo subieron y se ubicaron en 1,04% y 1,46% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico A4.4).

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



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

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



Fuente y Cálculos: Fed.

## Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

### *Países desarrollados*

Desde la última reunión de la JDBR, los bancos centrales de Australia, Inglaterra, Nueva Zelanda, Noruega e Israel decidieron mantener su tasa de política monetaria en 0,1%, 0,1%, 0,25%, 0% y 0,1%, respectivamente. De acuerdo con el Banco de Noruega, lo más probable es que la tasa de interés aumente en septiembre.

El Banco de Australia también decidió mantener la tasa objetivo del bono soberano a tres años en 0,1%. Asimismo, el Banco anunció que mantendrá el programa actual de compras por AUD 5 mm semanales hasta septiembre, y después reducirá el ritmo a AUD 4 mm a la semana al menos hasta mediados de noviembre. Adicionalmente, el Banco indicó que no aumentará la tasa de política monetaria hasta que la inflación se ubique sosteniblemente dentro del rango de 2% a 3%. Bajo el escenario central del Banco, esta condición no se cumpliría antes de 2024.

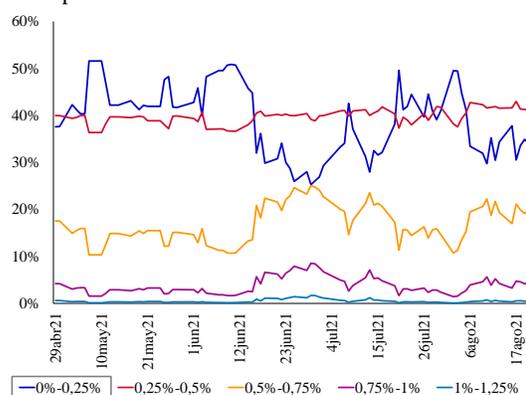
El Banco de Inglaterra señaló que mantendrá la compra de bonos corporativos no financieros con grado de inversión y bonos soberanos con un stock objetivo de GBP 20 mm y GBP 875 mm, respectivamente.

## Países Emergentes

Los bancos centrales de Brasil, Uruguay, Perú, México y Paraguay aumentaron sus tasas de política monetaria en 100 pb, 50 pb, 25 pb, 25 pb y 25 pb a 5,25%, 5%, 0,5%, 4,5% y 1%, respectivamente. Adicionalmente, los bancos centrales de Honduras (3%), Tailandia (0,5%), Egipto (8,25%), India (4%), Filipinas (2%), Serbia (1%), Turquía (19%) e Indonesia (3,5%) mantuvieron sus tasas de política monetaria inalteradas. Asimismo, el Banco Popular de China mantuvo la 1-Year Loan Prime Rate y la 5-Year Loan Prime Rate en 3,85% y 4,65%, respectivamente, en línea con lo esperado por el mercado.

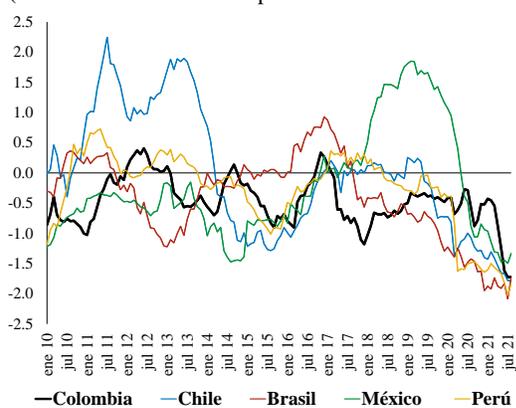
En el Gráfico A5.2 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales<sup>25</sup> desde el año 2005. Se puede observar que en julio estos indicadores disminuyeron para todos los países. En particular, los datos de Colombia y Brasil para este mes son mínimos históricos, mientras que para Chile, México y Perú corresponden a las tasas reales observadas más bajas desde marzo, julio y agosto del 2009, respectivamente. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de agosto<sup>26</sup> este indicador aumentó para Brasil, México y Perú, y no ha presentado variaciones para Colombia y Chile. En todos los casos se ubica por debajo de su media histórica.

**Gráfico A5.1.** Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2022



Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

**Gráfico A5.2.** Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



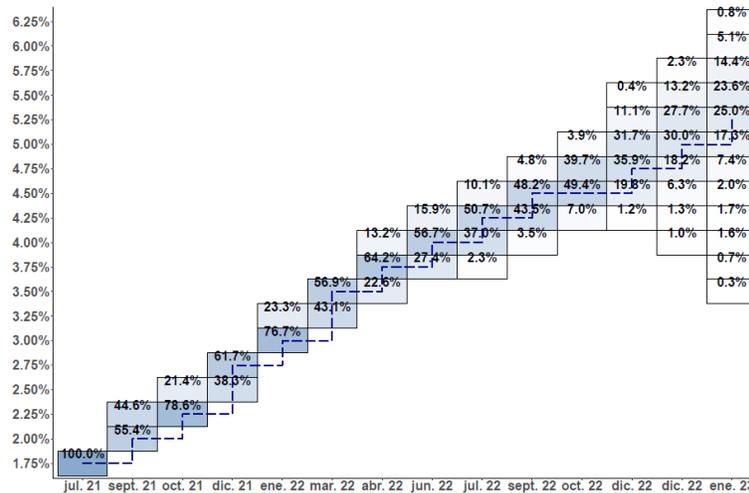
Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

<sup>25</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

<sup>26</sup> Información al 20 de agosto con datos de inflación núcleo de julio.

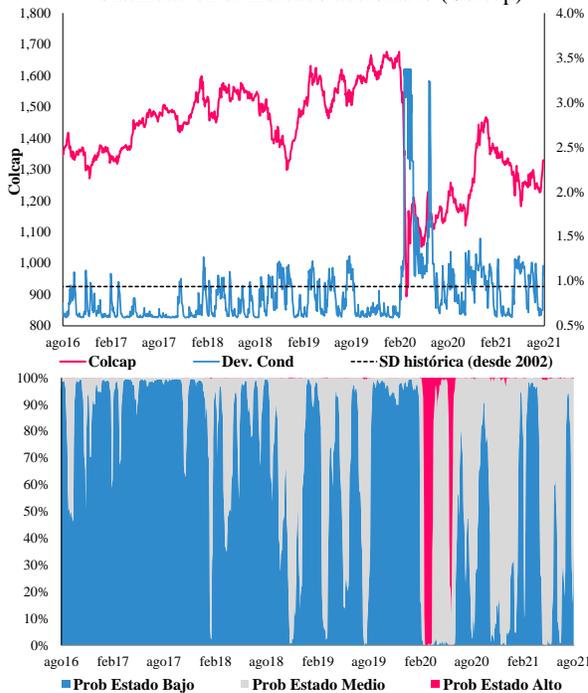
**Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)**

**Cuadro A6.1. 30 de julio de 2021**



**Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes**

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

aumento de las tasas activas, mientras que en el caso de la cartera de consumo estas cayeron, y se observó un aumento de las tasas de los TES (Preferencial: activas 26 pb versus TES 2 pb; Consumo: activas -5 pb versus TES 2 pb).

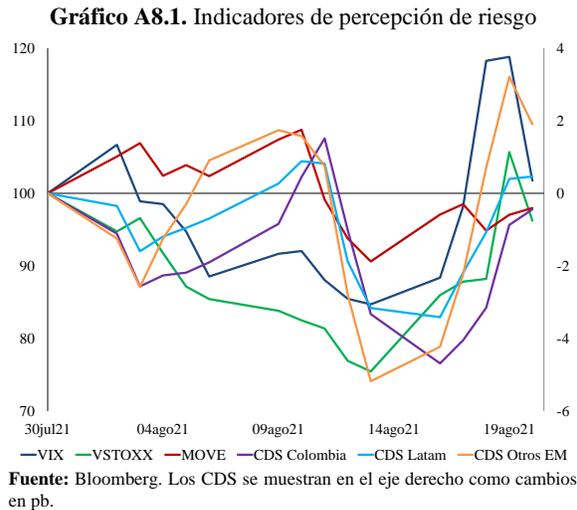
De acuerdo con la EOF, el 54% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia se mantenga estable (ant: 46%) durante los próximos tres meses, el 29% espera que aumente (44%), mientras que el 17% restante espera que disminuya (ant: 10%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 49% espera que permanezca sin cambios (ant: 44%), un 22% que aumente (ant: 31%) y un 12% que disminuya (ant: 8%)<sup>27</sup>.

Con información al 13 de agosto, los márgenes para el promedio de lo corrido del mes entre las tasas activas y las tasas de los TES presentaron variaciones frente al mes anterior de -13 pb, 2 pb y 2 pb para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del margen para la cartera de tesorería reflejó el mayor aumento de las tasas activas frente a las de los TES (activas 38 pb versus TES -13 pb), la cartera preferencial mostró un

<sup>27</sup> Al 17% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 18%).

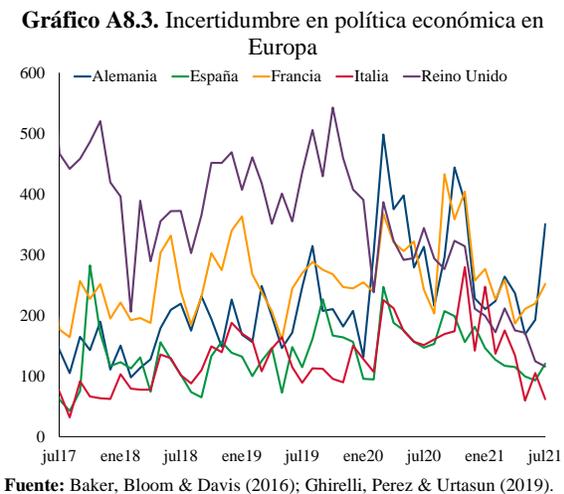
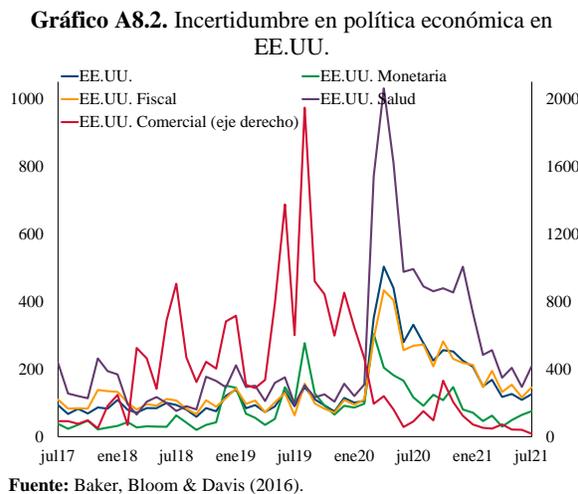
Entre el 30 de julio y el 23 de agosto de 2021 el MSCI COLCAP se valorizó 7,9%. Las acciones que tuvieron el mejor desempeño durante el periodo fueron Bancolombia (16,2%), PF-Davivienda (15,1%) y PF-Bancolombia (13,4%), soportadas por la publicación de resultados corporativos del segundo trimestre de 2021<sup>28</sup>. En lo corrido de agosto, la volatilidad promedio del mercado accionario descendió y el 20 de agosto el COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1).

### Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional



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) aumentó en EE.UU. al pasar de 109 en junio a 126 en julio. Así mismo, los indicadores de política sanitaria (obs: 208; ant: 147), fiscal (obs: 146; ant: 116) y monetaria (obs: 76; ant: 64) presentaron aumentos, mientras que el indicador de política comercial (obs: 17; ant: 41) disminuyó. En Europa, estos indicadores también presentaron aumentos en Alemania (obs: 350; ant: 192), Francia (obs: 252; ant: 220) y España (obs: 120; ant: 93), mientras que disminuyeron en Italia (obs: 62; ant: 105) y Reino Unido (obs: 116; ant: 124, Gráficos A8.2 y A8.3).



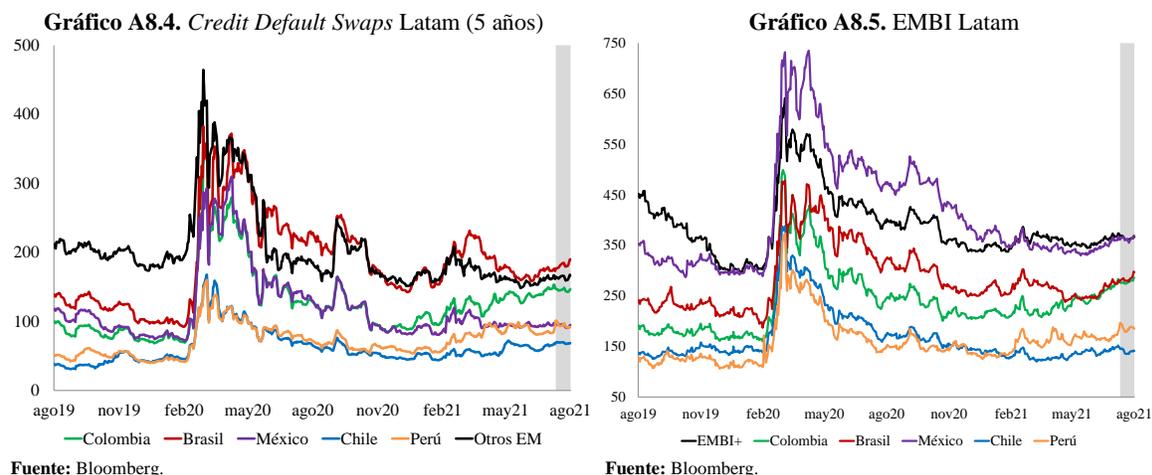
<sup>28</sup> El 11 de agosto Bancolombia reportó una utilidad neta de \$1,2 b en el 2T21, lo cual representa un aumento de 113,2% respecto al 1T21. Por su parte, Davivienda reportó el 12 de agosto que la utilidad neta del 2T21 alcanzó los \$432,3 mm, lo cual representó un aumento frente al 1T21 y el 2T20 debido a la reducción en el gasto de provisiones neto, mayores ingresos por interés de cartera e inversiones y estabilidad en los ingresos operacionales.

<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*.

Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI<sup>32</sup> presentaron un comportamiento mixto en los países de la región. El CDS a 5 años disminuyó 10 pb en Perú y 1 pb en México y Chile, mientras que permaneció estable en Colombia y aumentó 13 pb en Brasil. Por su parte, el EMBI aumentó 17 pb en Brasil, 10 pb en Colombia y 7 pb en México, mientras que disminuyó 12 pb en Perú y 4 pb en Chile (Gráficos A8.4 y A8.5).



### Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2021 disminuyeron en Brasil, EE.UU, India, Sudáfrica y China, aumentaron en Chile, México, Argentina, Turquía y El Salvador, y permanecieron constantes en los demás países analizados. Los datos de inflación en julio se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado en India, Sudáfrica y Rusia, y por encima de los demás países de la muestra. Las expectativas de inflación para diciembre de 2021 disminuyeron para Ecuador, se mantuvieron constantes para China, Noruega, Costa Rica, Guatemala y Honduras, y aumentaron para el resto de los países de la muestra. En cuanto a las expectativas de TPM para diciembre de 2021, estas disminuyeron para Rusia y Costa Rica, aumentaron para Chile, México, Perú, Brasil, Argentina, India y Turquía, y permanecieron iguales para los demás países. En Colombia, la inflación observada en julio resultó superior a las expectativas del mercado, y de acuerdo con la última encuesta publicada, aumentaron las expectativas de crecimiento, inflación y tasa de política monetaria para diciembre de 2021 (Cuadro A9.1).

<sup>32</sup> 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.

**Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas**

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Jul 2021		Esperada a Diciembre 2021		Vigente	Esperada a Diciembre 2021		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2021	
	Esp.	Obs.	Jul. 21	Ago. 21		Jul. 21	Ago. 21	Esp.	Obs.	Jul. 21	Ago. 21
<b>Colombia</b>	3,76%	3,97%	3,84%	4,28%	1,75%	2,15%	2,45%	18,50%	17,60%	6,72%	7,54%
<b>Chile</b>	4,10%	4,50%	3,70%	4,20%	0,75%	1,00%	1,50%	17,40%	18,10%	8,00%	8,50%
<b>México</b>	5,78%	5,81%	5,20%	5,60%	4,50%	4,77%	4,90%	19,70%	19,56%	5,70%	5,80%
<b>Perú</b>	3,30%	3,81%	2,60%	3,20%	0,50%	0,36%	0,47%	41,50%	41,90%	9,60%	9,60%
<b>Brasil</b>	8,98%	8,99%	6,56%	7,05%	5,25%	7,00%	7,50%	0,50%	0,95%	5,29%	5,28%
<b>Ecuador</b>	n.d.	0,45%	0,90%	0,70%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-5,57%	3,40%	3,40%
<b>Argentina</b>	51,70%	51,80%	48,40%	48,90%	38,00%	35,02%	35,13%	2,40%	2,50%	6,30%	6,60%
<b>EE.UU.</b>	5,30%	5,40%	3,80%	4,20%	0% - 0,25%	0,25%	0,25%	6,70%	6,60%	6,50%	6,20%
<b>India</b>	5,72%	5,59%	5,10%	5,30%	4,00%	4,03%	4,04%	0,95%	1,64%	9,50%	9,20%
<b>Sudáfrica</b>	4,70%	4,60%	4,33%	4,40%	3,50%	3,65%	3,65%	-3,00%	-3,20%	4,50%	4,30%
<b>China</b>	0,80%	1,00%	1,60%	1,60%	2,20%	2,21%	2,21%	8,00%	7,90%	8,70%	8,60%
<b>Rusia</b>	6,60%	6,46%	5,70%	5,85%	6,50%	6,92%	6,90%	10,00%	10,30%	3,50%	3,50%
<b>Turquía</b>	18,60%	18,95%	16,15%	16,20%	19,00%	16,72%	16,95%	6,30%	7,01%	5,90%	6,00%
<b>Noruega</b>	2,90%	3,00%	2,80%	2,80%	0,00%	0,45%	0,45%	1,60%	1,40%	3,70%	3,70%
<b>Costa Rica</b>	n.d.	1,44%	2,10%	2,10%	0,75%	0,93%	0,75%	n.d.	-1,60%	3,30%	3,30%
<b>El Salvador</b>	n.d.	3,40%	1,50%	1,60%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,00%	4,80%	5,00%
<b>Guatemala</b>	n.d.	3,82%	3,90%	3,90%	1,75%	1,80%	1,80%	n.d.	4,80%	3,90%	3,90%
<b>Honduras</b>	n.d.	4,30%	4,30%	4,30%	3,00%	n.d.	n.d.	n.d.	1,30%	5,60%	5,60%
<b>Panamá</b>	n.d.	2,40%	1,70%	1,80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-8,50%	10,70%	10,70%
<b>Paraguay</b>	n.d.	5,20%	3,20%	3,30%	0,75%	1,08%	1,08%	n.d.	5,00%	3,90%	3,90%

**Colombia:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 24 de agosto.

**Brasil:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 20 de agosto.

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

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

\* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 2T21 con respecto al 2T20, excepto para Brasil, Ecuador, Argentina, India, Sudáfrica, Turquía, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay, cuya información corresponde al 1T21. Para EE.UU, el dato del trimestre es anualizado respecto al trimestre inmediatamente anterior. Para Noruega, el dato corresponde a la variación trimestral sin anualizar.

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