



# Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

---



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

VERSIÓN PÚBLICA

## **DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES**

### **CONTENIDO**

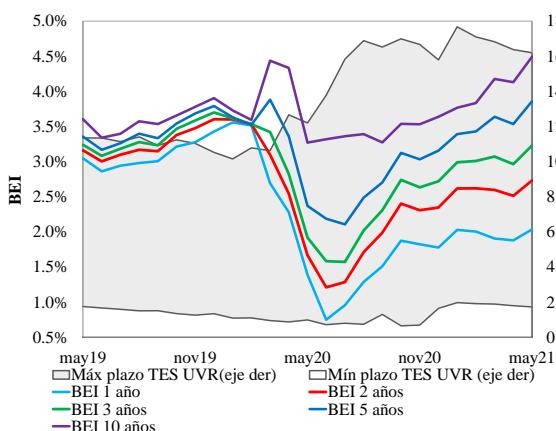
|      |   |    |
|------|---|----|
| 1.   | ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS .....  | 3  |
| 1.1. | Análisis del BEI y comportamiento de la deuda soberana.....   | 3  |
| 1.2. | Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....   | 8  |
| 1.3. | Expectativas de inflación local a partir de encuestas.....  | 9  |
| 1.4. | Comportamiento de los mercados de deuda pública en EE.UU. y en la región....  | 10 |
| 2.   | EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO ....   | 11 |
| 2.1. | Expectativas de TPM .....   | 11 |
| 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<br>región.....   | 28 |
|      | Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....  | 29 |
|      | Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas<br>reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg) ..... | 31 |
|      | Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes .....  | 32 |
|      | Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional .....  | 33 |
|      | Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países.....  | 34 |

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

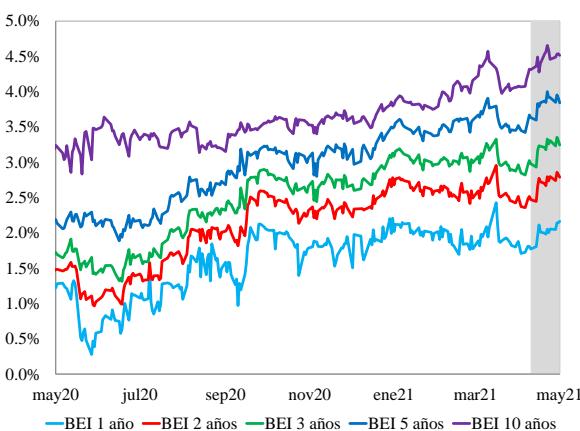
### 1.1. Análisis del BEI y comportamiento de la deuda soberana

Desde la última reunión de la JDBR (30 de abril), y con información hasta el 21 de mayo, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 39 pb, 32 pb, 27 pb, 21 pb y 20 pb para los plazos a 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, el 21 de mayo el BEI se ubicó en 2,16%, 2,79%, 3,25%, 3,84% y 4,52% 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, superiores a las desvalorizaciones de los TES en UVR (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de abril contra las tasas promedio de lo corrido de mayo, se observan variaciones del BEI de 16 pb, 22 pb, 27 pb, 33 pb y 37 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

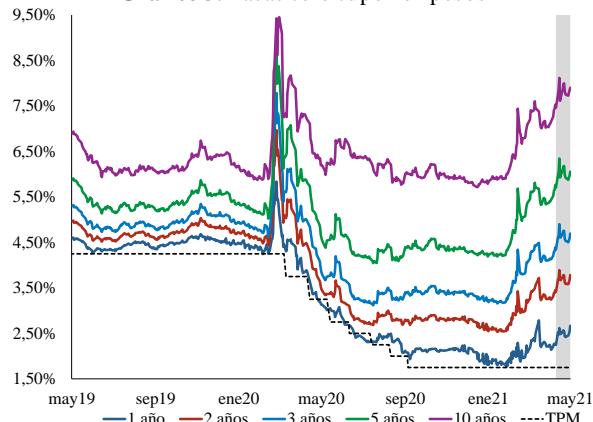
| Punto a punto (plazo en años) |           |           |           |           |           |          |           |           |           |           |  |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--|
|                               | TES pesos |           |           |           |           | TES UVR  |           |           |           |           |  |
|                               | 1         | 2         | 3         | 5         | 10        | 1        | 2         | 3         | 5         | 10        |  |
| <b>30abr21</b>                | 2,25%     | 3,41%     | 4,34%     | 5,71%     | 7,46%     | 0,48%    | 0,94%     | 1,36%     | 2,07%     | 3,15%     |  |
| <b>21may21</b>                | 2,67%     | 3,78%     | 4,69%     | 6,06%     | 7,90%     | 0,50%    | 0,99%     | 1,45%     | 2,21%     | 3,38%     |  |
| Variaciones pb                |           |           |           |           |           |          |           |           |           |           |  |
|                               | <b>42</b> | <b>37</b> | <b>35</b> | <b>35</b> | <b>44</b> | <b>3</b> | <b>6</b>  | <b>9</b>  | <b>14</b> | <b>23</b> |  |
| <b>Var. BEI</b>               | <b>39</b> | <b>32</b> | <b>27</b> | <b>21</b> | <b>20</b> |          |           |           |           |           |  |
| Promedios mensuales           |           |           |           |           |           |          |           |           |           |           |  |
| <b>abr21</b>                  | 2,28%     | 3,34%     | 4,20%     | 5,48%     | 7,19%     | 0,40%    | 0,83%     | 1,24%     | 1,95%     | 3,06%     |  |
| <b>may21*</b>                 | 2,52%     | 3,70%     | 4,65%     | 6,03%     | 7,84%     | 0,48%    | 0,97%     | 1,41%     | 2,17%     | 3,34%     |  |
| Variaciones pb                |           |           |           |           |           |          |           |           |           |           |  |
|                               | <b>24</b> | <b>36</b> | <b>44</b> | <b>55</b> | <b>64</b> | <b>8</b> | <b>14</b> | <b>18</b> | <b>23</b> | <b>27</b> |  |
| <b>Var. BEI</b>               | <b>16</b> | <b>22</b> | <b>27</b> | <b>33</b> | <b>37</b> |          |           |           |           |           |  |

\*Información disponible al 21 de mayo de 2021.

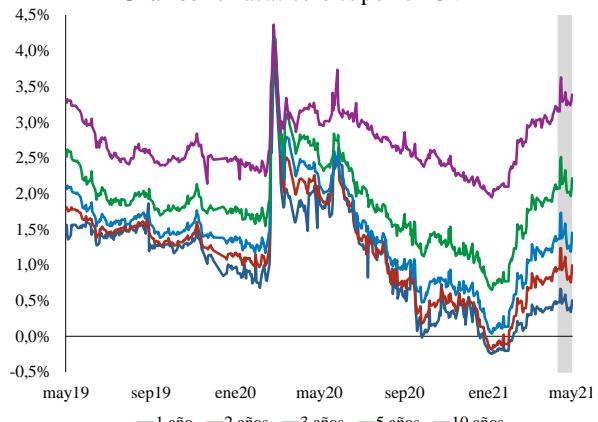
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

<sup>1</sup> En el Anexo 2 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los Swaps UVR (Swap BEI).

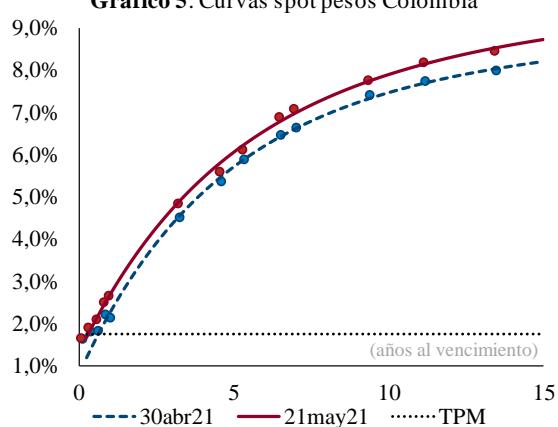
**Gráfico 3.** Tasas cero cupón en pesos



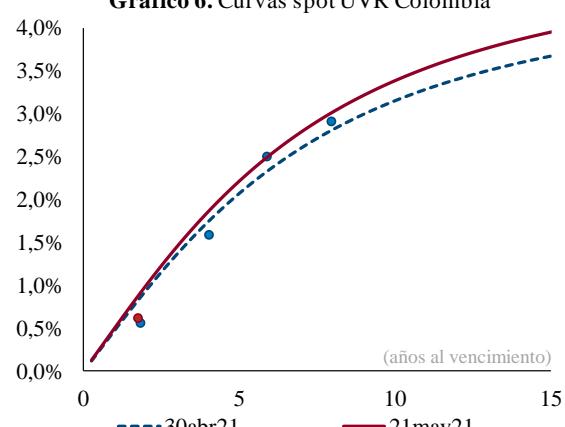
**Gráfico 4.** Tasas cero cupón en UVR



**Gráfico 5.** Curvas spot pesos Colombia



**Gráfico 6.** Curvas spot UVR Colombia



#### Cambios en la curva por plazo

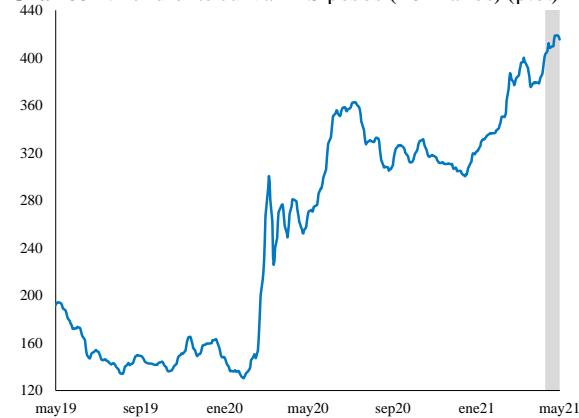
| 2    | 3    | 5    | 10   |
|------|------|------|------|
| años | años | años | años |
| 37   | 35   | 35   | 44   |

Cifras en puntos básicos

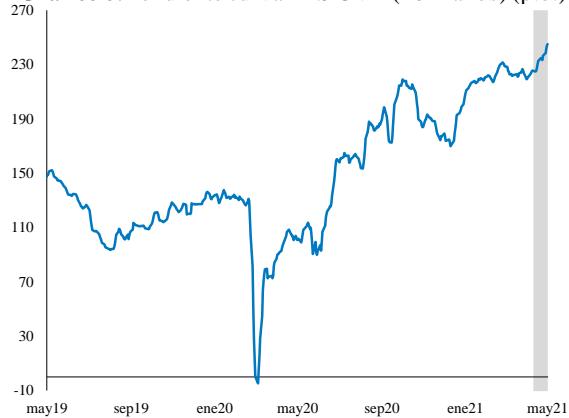
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años aumentó 6 pb para la curva de rendimientos de TES denominada en pesos, y 18 pb para la curva denominada en UVR (Gráficos 7 y 8).

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

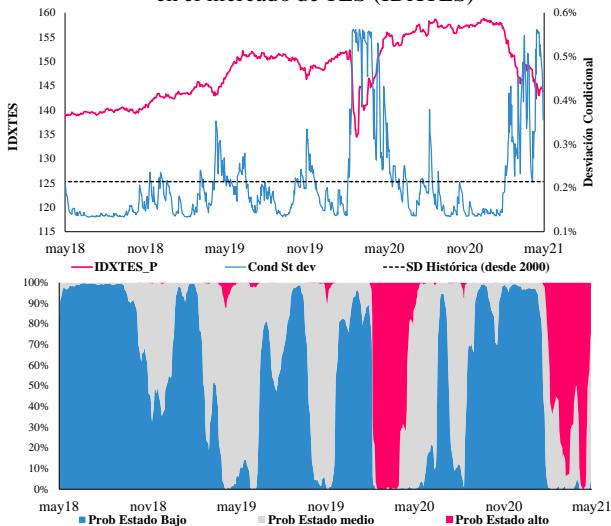


**Gráfico 8.** Pendiente curva TES UVR (10-2 años) (p.b.)



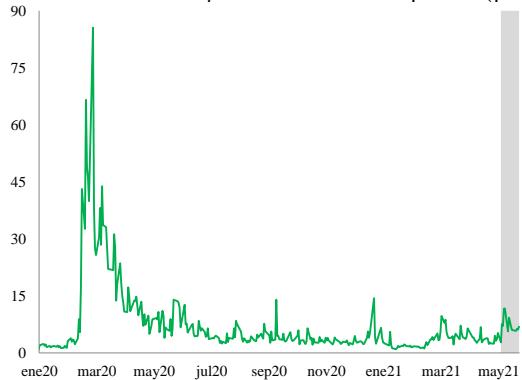
Fuentes: SEN y Master Trader, Cálculos: Banrep. Los datos corresponden al promedio móvil de cinco días.

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



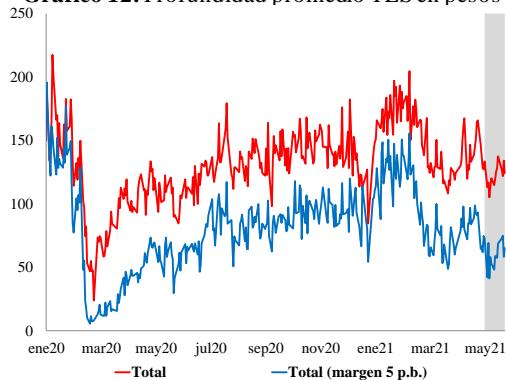
Fuente: Banco de la República, Cálculos: Banrep.

**Gráfico 10. Bid-Ask spread 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.

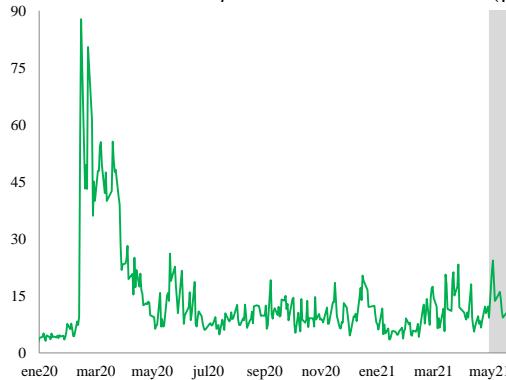
**Gráfico 12. Profundidad promedio TES en pesos\***



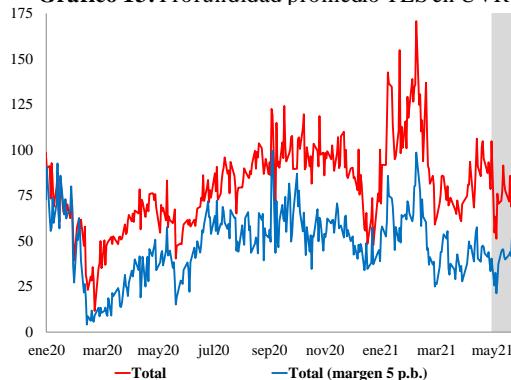
Fuente y Cálculos: Banrep. \* COP m. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total del mercado y las mejores 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.

En lo corrido de mayo la volatilidad en el mercado de TES aumentó y se ubicó en un nivel de volatilidad alto (Gráfico 9). Respecto a la liquidez del mercado de TES, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio durante lo corrido de mayo se ubicó por encima de lo observado en abril (Gráficos 10 y 11); al tiempo que la profundidad promedio de los TES en pesos y UVR disminuyó frente a la observada el mes anterior (Gráficos 12 y 13)<sup>2</sup>. Estos indicadores evidencian un deterioro de la liquidez del mercado de TES frente a lo observado en abril. Este deterioro se presentó principalmente durante la primera semana de mayo y corrigió parcialmente durante el resto del mes.

**Gráfico 11. Bid-Ask spread de los TES en UVR\* (p.b.)**



**Gráfico 13. Profundidad promedio TES en UVR\***

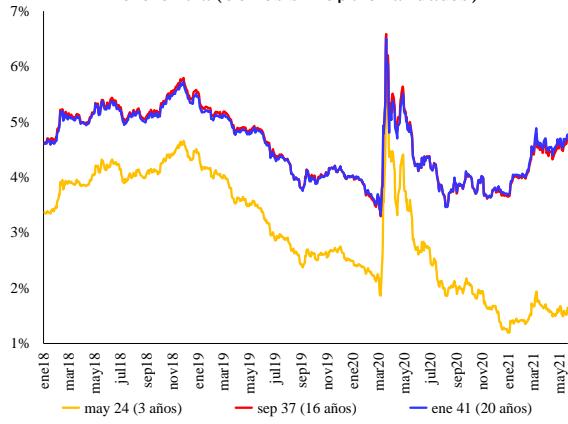


<sup>2</sup> Al 21 de mayo el BAS promedio se ubicó en 7,4 pb y 14,4 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles de 3,5 pb y 9,6 pb observados durante abril. Durante este mismo período, la profundidad promedio del mercado de TES denominados en pesos y UVR disminuyó \$20,4 mm y \$16,3 mm, respectivamente.

Desde la última reunión de la JDBR, los TES denominados en pesos presentaron desvalorizaciones en promedio de 39 pb. Estas desvalorizaciones estuvieron asociadas a la incertidumbre fiscal y política como consecuencia de: *i*) las protestas que comenzaron a finales de abril, inicialmente en rechazo a la reforma fiscal propuesta por el Gobierno; *ii*) el retiro de dicha reforma del Congreso y la posterior renuncia del ministro de hacienda y sus viceministros<sup>3</sup>; *iii*) la continuación de las protestas tras el retiro de la reforma, caracterizadas en varias partes del país por bloqueos de vías y restricciones a las cadenas de suministro; y *iv*) el anuncio de S&P Global Ratings de retirar el grado de inversión a la deuda de largo plazo en moneda extranjera emitida por Colombia. Tras la noticia de S&P, las desvalorizaciones promedio a lo largo de la curva (5 pb) fueron inferiores a las observadas durante los días posteriores al retiro de la reforma fiscal (25 pb), en línea con la percepción de que los precios ya habían incorporado en gran medida este escenario. Adicionalmente, las desvalorizaciones del tramo corto también se explican por las expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva como consecuencia de las mayores expectativas de inflación y la incertidumbre fiscal. Las desvalorizaciones de los tramos medio y largo pudieron haber sido atenuadas por la demanda de inversionistas extranjeros, quienes al 26 de mayo han realizado compras netas de TES pesos durante el mes en el mercado de contado por \$2.692 mm<sup>4</sup>. Posterior a la decisión de S&P, estos agentes han realizado compras netas de TES pesos por \$443 mm.

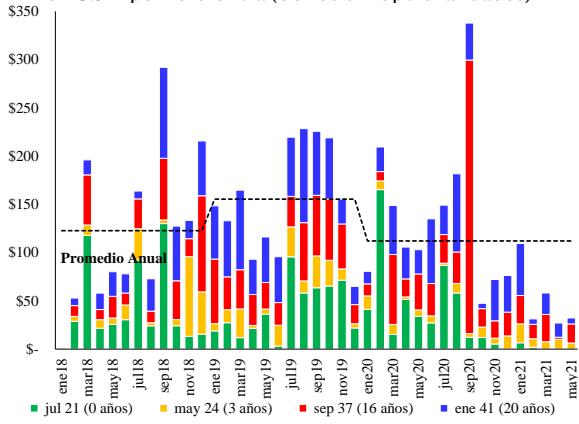
Por otro lado, la curva de TES denominados en UVR se empinó ante desvalorizaciones del tramo largo (23 pb) y ligeras desvalorizaciones del tramo corto (entre 3 pb y 6 pb). Las desvalorizaciones del tramo corto estuvieron contenidas, ante un dato de inflación en abril superior al esperado<sup>5</sup> (obs: 1,95%; esp: 1,69%) y las expectativas de mayor inflación ante la continuación de los bloqueos en el país. Por otro lado, las desvalorizaciones del tramo largo estuvieron en línea con el comportamiento de los títulos en pesos.

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg. USD m. El dato del último mes corresponde a una aproximación con información al 21 de mayo 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>6</sup>. Desde el 30 de abril, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 16 y 20 años presentaron variaciones de 7 pb, 17 pb y 18 pb, respectivamente, en un escenario donde persiste la

<sup>3</sup> Los TES corrigieron parcialmente las desvalorizaciones observadas al comienzo del mes, luego de que el mercado considerara positivo el nombramiento del nuevo ministro de hacienda, ante la expectativa de que lograría pasar en el Congreso una nueva reforma fiscal.

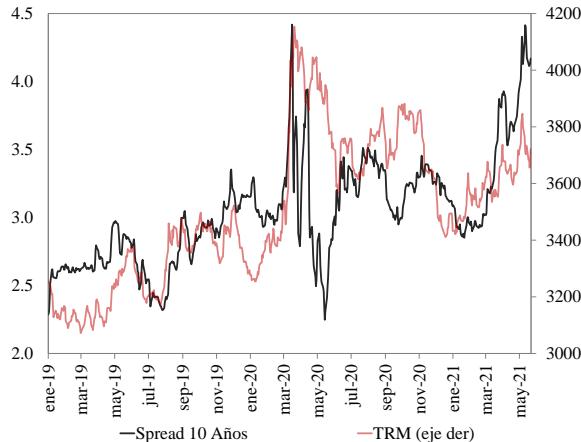
<sup>4</sup> En el mercado a futuro, estos agentes redujeron su posición compradora neta en \$236 mm.

<sup>5</sup> El día posterior a la publicación del dato de inflación de abril, los TES denominados en UVR con vencimiento en 2023 y 2025 se valorizaron 33 pb y 40 pb, respectivamente.

<sup>6</sup> Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada con alta liquidez.

baja liquidez frente a lo observado en años anteriores. En línea con lo anterior, 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 aumentó durante el periodo analizado, ante las mayores desvalorizaciones de la deuda local (Gráfico 16).

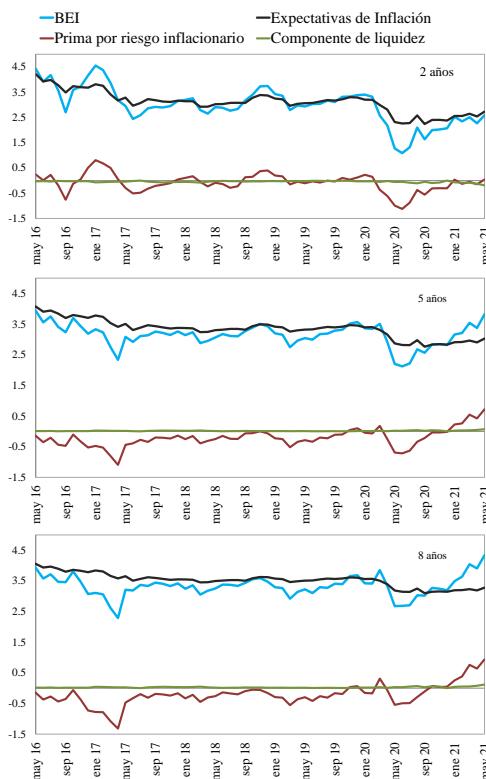
**Gráfico 16.** Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

desestacionalizado a 1 y 5 años con su tendencia estimada de acuerdo con el filtro de *Hodrick-Prescott*. El BEI desestacionalizado aumentó a 2,40% para el plazo de 1 año (ant: 2,02%) y a 3,90% para el plazo de 5 años (ant: 3,71%), al tiempo que su tendencia presenta un repunte y refleja expectativas de inflación promedio para los próximos 1 y 5 años de 1,96% (ant: 1,67%) y 3,80% (ant: 3,52%), respectivamente.

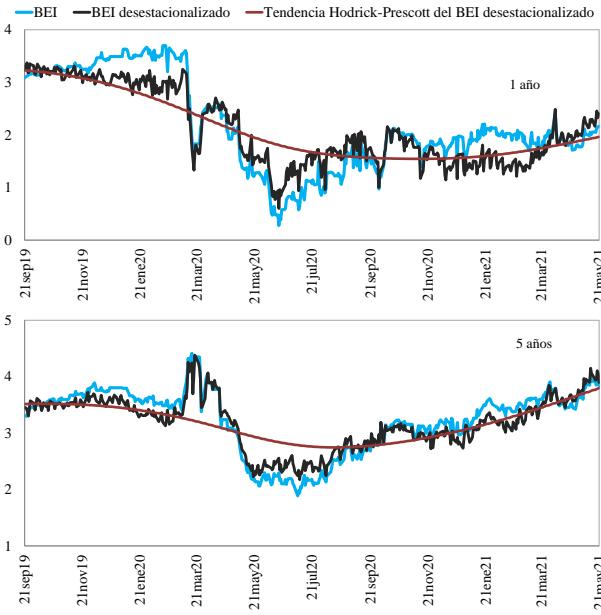
**Gráfico 17.** Descomposición BEI a 2 y 5 años



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

En el Gráfico 17, con información al 21 de mayo 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 2,73% (ant: 2,37%), para los próximos 5 años sea 3,03% (ant: 2,68%) y para los próximos 8 años sea 3,28% (ant: 2,96%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio variaron -6 pb, 14 pb y 19 pb y se ubicaron en 0,4%, 0,72% y 0,94% para los plazos a 2, 5 y 8 años, respectivamente. En el Gráfico 18 se compara el BEI

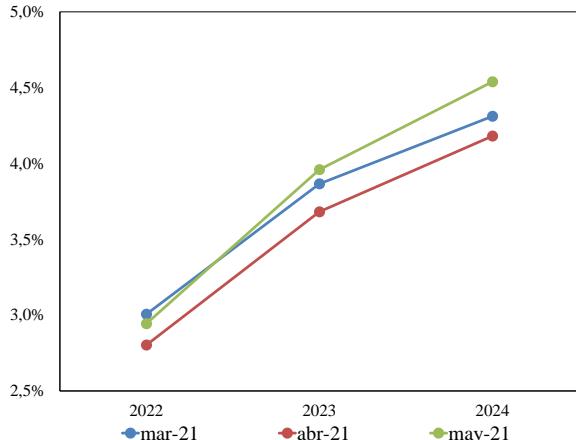
**Gráfico 18.** Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

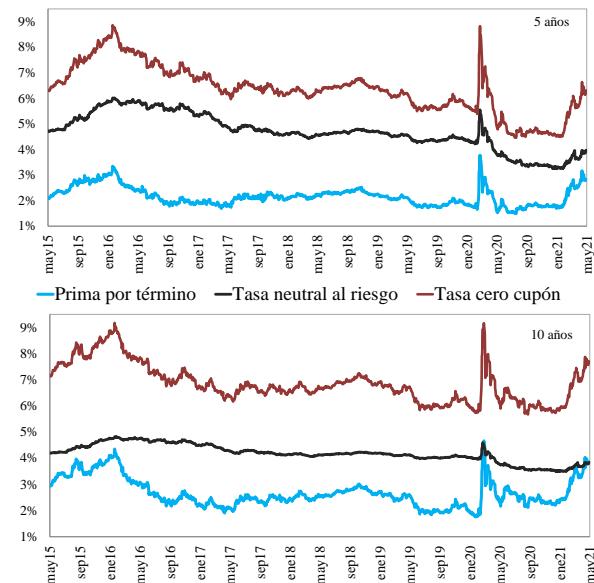
El Gráfico 19 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2022, 2023 y 2024, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 2,94%, 3,96% y 4,54%, respectivamente<sup>7</sup>. Por otro lado, respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término de los TES en pesos subieron 4 pb y 26 pb para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente. En cuanto a las tasas neutrales al riesgo, éstas aumentaron 26 pb y 13 pb, y se ubicaron en 3,47% y 3,84% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 20).

**Gráfico 19.** Inflación esperada a fin de año (FBEI)



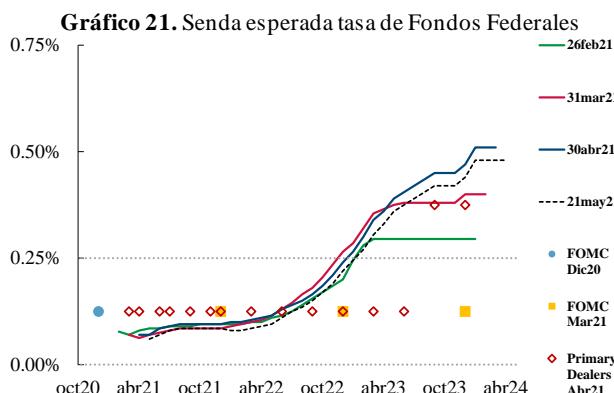
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

**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%.

en un nivel entre 0% y 0,25%, tal que no presente cambios frente al nivel actual, continúa ubicándose alrededor del 90%, la probabilidad de posibles incrementos disminuyó durante el periodo (Cuadro 2 y Anexo 5<sup>9</sup>).

Frente a lo observado el 30 de abril y con estimaciones 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 el 2023 cuando tendría lugar el primer incremento de este. La tasa esperada para diciembre de 2021 pasó de 0,095% el 30 de abril a 0,085% el 21 de mayo (Gráfico 21). Adicionalmente, según el CME<sup>8</sup>, si bien la probabilidad de que el rango de tasas de los Fondos Federales se ubique en diciembre del 2021

<sup>7</sup> Frente a las estimaciones del mes anterior, la inflación esperada para 2022 pasó de 2,80% a 2,94%, para 2023 de 3,68% a 3,96% y para 2024 de 4,18% a 4,54%.

<sup>8</sup> Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

<sup>9</sup> Específicamente, el Gráfico A5.1 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.

**Cuadro 2.** Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2021

|         | 0%-0,25% | 0,25%-0,5% | 0,5%-0,75% |
|---------|----------|------------|------------|
| 30abr21 | 84%      | 15%        | 1%         |
| 21may21 | 92%      | 8%         | 0%         |

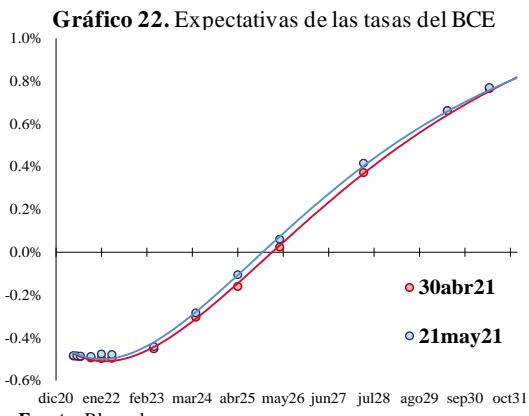
Fuente: Chicago Mercantile Exchange. \*Rango actual.

Según la encuesta de la Fed de Nueva York realizada a *Primary Dealers* en abril<sup>10</sup>, la mediana refleja que los analistas encuestados no anticipan cambios en el rango actual de la tasa de los Fondos Federales en el mediano plazo (Cuadro 3). Frente a la encuesta anterior (marzo), la tasa esperada para 2025 pasó de 1,63% a 1,75%.

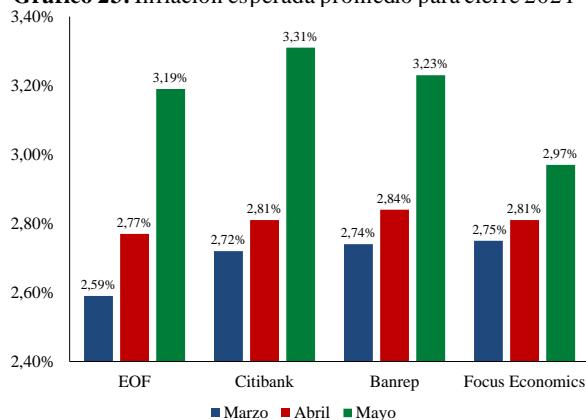
**Cuadro 3.** Pronósticos del Punto Medio del Rango de Fondos Federales de *Primary Dealers*

|                       | abr21       | jun21       | jul21       | sep21       | nov21       | dic21       | ene22       |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Mediana</b>        | 0.13%       | 0.13%       | 0.13%       | 0.13%       | 0.13%       | 0.13%       | 0.13%       |
| <b>No. Respuestas</b> | 24          | 24          | 24          | 24          | 24          | 24          | 24          |
|                       | <b>1T22</b> | <b>2T22</b> | <b>3T22</b> | <b>4T22</b> | <b>1T23</b> | <b>2T23</b> | <b>3T23</b> |
| <b>Mediana</b>        | 0.13%       | 0.13%       | 0.13%       | 0.13%       | 0.13%       | 0.13%       | 0.38%       |
| <b>No. Respuestas</b> | 24          | 24          | 24          | 24          | 21          | 21          | 21          |
|                       | <b>4T23</b> |             |             |             |             |             |             |
| <b>Mediana</b>        | 1.13%       | 1.75%       | 2.00%       | 2.38%       |             |             |             |
| <b>No. Respuestas</b> | 19          | 19          | 19          | 19          |             |             |             |
|                       | <b>2024</b> | <b>2025</b> | <b>2026</b> | <b>2027</b> |             |             |             |
| <b>Mediana</b>        |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>No. Respuestas</b> |             |             |             |             |             |             |             |

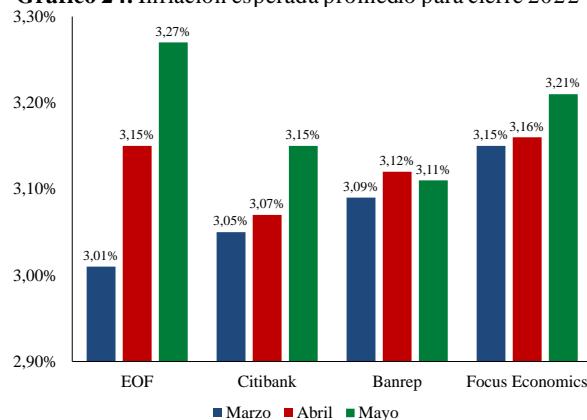
Fuente: Fed de NY.



**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 25 de mayo con encuestas recolectadas entre el 11 y el 19 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 25 de mayo. La encuesta del Banrep se realizó entre el 6 y el 12 de mayo. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 18 de mayo, con encuestas realizadas entre el 11 y el 16 del mismo mes.

En conclusión, las encuestas reflejan expectativas de inflación para 2021 superiores a las observadas en abril (37 pb), en línea con los aumentos de corto plazo del BEI (40 pb), del BEI desestacionalizado (38 pb) y del componente tendencial del BEI desestacionalizado (29 pb). Por otro lado, al comparar el nivel del BEI de corto plazo frente al dato de las encuestas, este se encuentra en niveles inferiores, lo cual puede estar influenciado por una mayor prima de liquidez relativa de los TES en UVR frente a los títulos denominados en pesos<sup>11</sup>.

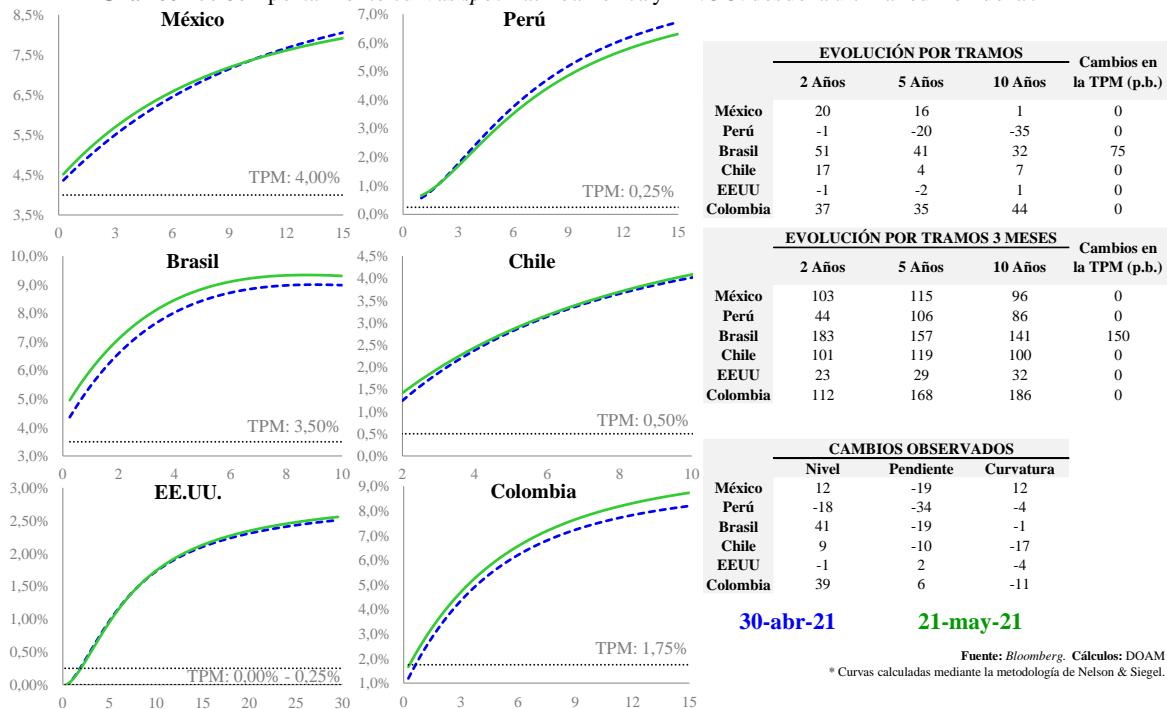
#### 1.4. Comportamiento de los mercados de deuda pública en EE.UU. y en la región

Durante este periodo, las curvas de deuda pública de la región se desvalorizaron, con excepción de la de Perú. En México, estas desvalorizaciones se presentaron en los tramos corto y medio ante las mayores expectativas de inflación y su impacto sobre la senda esperada de política monetaria. De manera similar, en Brasil y Chile, las tasas de corto plazo subieron en mayor medida como consecuencia de las expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva, luego que el mercado interpretara el mensaje de la última reunión de sus bancos centrales como *hawkish*. Por su parte, la curva de Brasil también continuó estando influenciada por la incertidumbre en el frente fiscal, mientras que la de Chile también se vio afectada por la victoria de partidos independientes y de oposición en las elecciones locales y de la Asamblea Constitucional encargada de redactar una nueva Constitución. Sin embargo, las desvalorizaciones estuvieron contenidas en Chile ante el aumento de los precios del cobre a niveles máximos históricos.

En Perú, los títulos de deuda pública de mediano y largo plazo también se vieron favorecidos por el aumento de los precios del cobre, mientras que el tramo corto se mantuvo estable dado que no ha habido cambios en las expectativas de política monetaria. Adicionalmente, estas valorizaciones se explican por: *i*) el aumento de las posibilidades de victoria de Keiko Fujimori en las próximas elecciones presidenciales, de acuerdo con las últimas encuestas; *ii*) la expectativa de que el Congreso limitaría las políticas anti-mercado del candidato de izquierda, Pedro Castillo, en caso de resultar ganador; y *iii*) los recientes mensajes conciliadores de Pedro Castillo con el fin de calmar al mercado. Por último, los *Treasuries* presentaron ligeros cambios durante este periodo ante la publicación de cifras económicas mixtas que soportaron las expectativas de estabilidad del rango de los fondos federales hasta 2023 (Gráfico 25; Anexo 4).

<sup>11</sup> El BAS de corto plazo de los TES UVR es mayor que para los demás plazos, y superior al BAS de corto plazo de los TES pesos (Gráfico A.2.6 y A2.7). Lo anterior puede estar soportando los bajos niveles del BEI.

**Gráfico 25. Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR**



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 6 pb hasta ubicarse en 412 pb. Por su parte, las pendientes de Perú (443 pb), Brasil (212 pb), México (181 pb) y Chile (263 pb) disminuyeron 34 pb, 19 pb, 19 pb y 10 pb, respectivamente, mientras que la pendiente de EE.UU (149 pb) aumentó 2 pb.

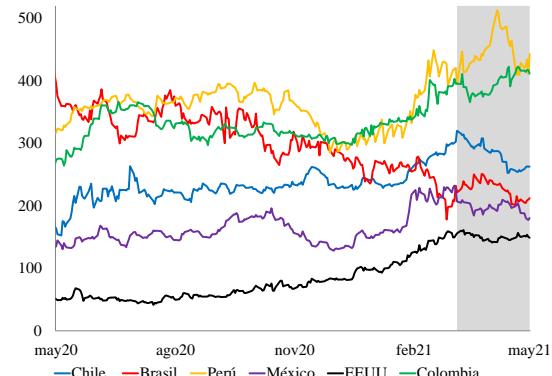
## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

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 los agentes esperan que la JDBR mantenga inalterada la TPM durante sus reuniones de mayo y junio. Según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)<sup>12</sup> el 100% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada en mayo. Por otra parte, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank<sup>13</sup> sobre la TPM para la reunión de junio del 2021, de las 25 entidades encuestadas el 100% no espera ni recomienda cambios en la TPM (Gráfico 27 y Anexo 1).

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

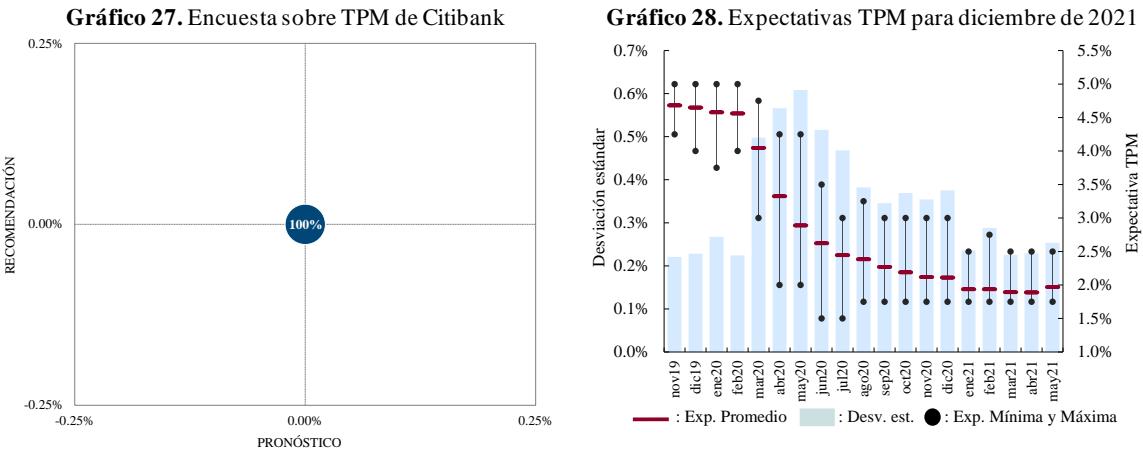


Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep. Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 2 años. Se presenta el promedio móvil de cinco días.

<sup>12</sup> Publicada el 25 de mayo. Datos recolectados entre el 11 y el 19 de mayo.

<sup>13</sup> Recibida el 25 de mayo.

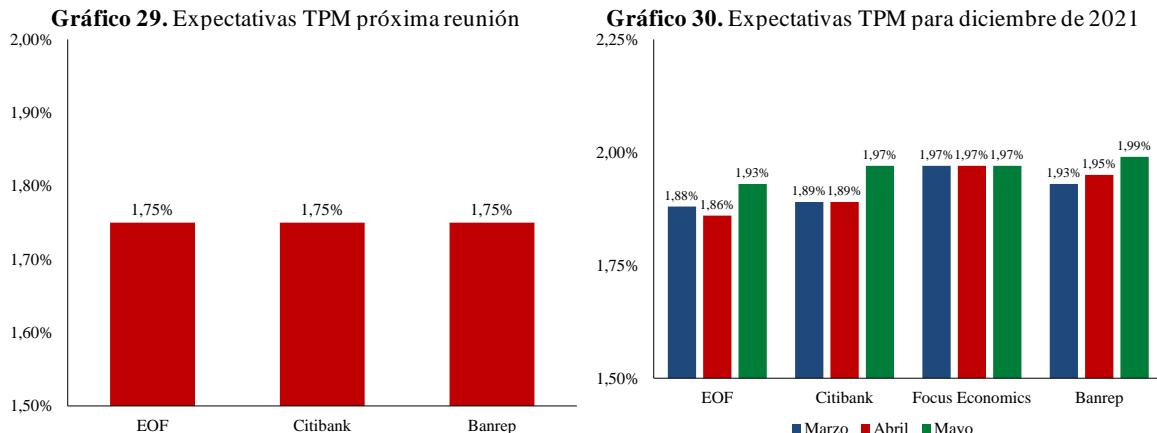
Por su parte, en el Gráfico 28 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2021 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre abril y mayo la tasa promedio esperada aumentó de 1,89% a 1,97%.



Fuente: Citibank.

Fuente: Citibank.

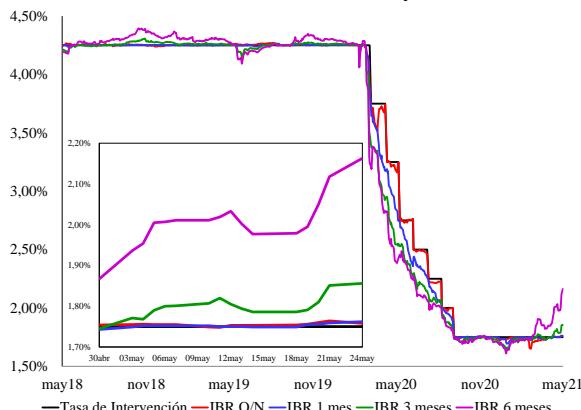
En los Gráficos 29 y 30 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y la de diciembre de 2021. En estas se observa que: *i*) los agentes esperan que no haya cambios de la TPM durante las reuniones de mayo y junio; y *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2021 aumentó de 1,92% a 1,97%.



**Nota:** La EOF indaga por la reunión de mayo, la encuesta de Citibank pregunta por la reunión de junio, mientras que la encuesta del Banrep indaga por ambas reuniones. **Fuente:** EOF, Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 25 de mayo con encuestas recolectadas entre el 11 y el 19 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 25 de mayo. La encuesta del Banrep se realizó entre el 6 y el 12 de mayo. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 18 de mayo, con encuestas realizadas entre el 11 y el 16 del mismo mes.

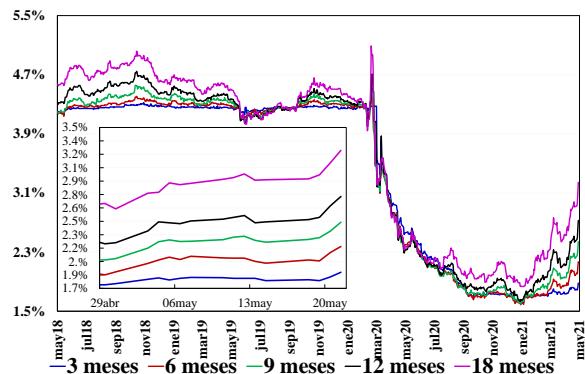
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 31 muestra la tasa de intervención del Banrep, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de abril de 2021, donde se mantuvo la TPM en 1,75%, la tasa O/N permaneció inalterada, mientras que las tasas a 1, 3 y 6 meses aumentaron 1 pb, 3 pb y 7 pb, respectivamente. Desde entonces, la tasa O/N ha continuado estable, mientras que las tasas a 1, 3 y 6 meses han aumentado 1 pb, 9 pb y 23 pb, en su orden. Así, el 24 de mayo las tasas IBR O/N y a 1 mes se ubicaron en 1,76%, mientras que las tasas IBR a 3 y 6 meses se ubicaron en 1,86% y 2,16%.

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



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

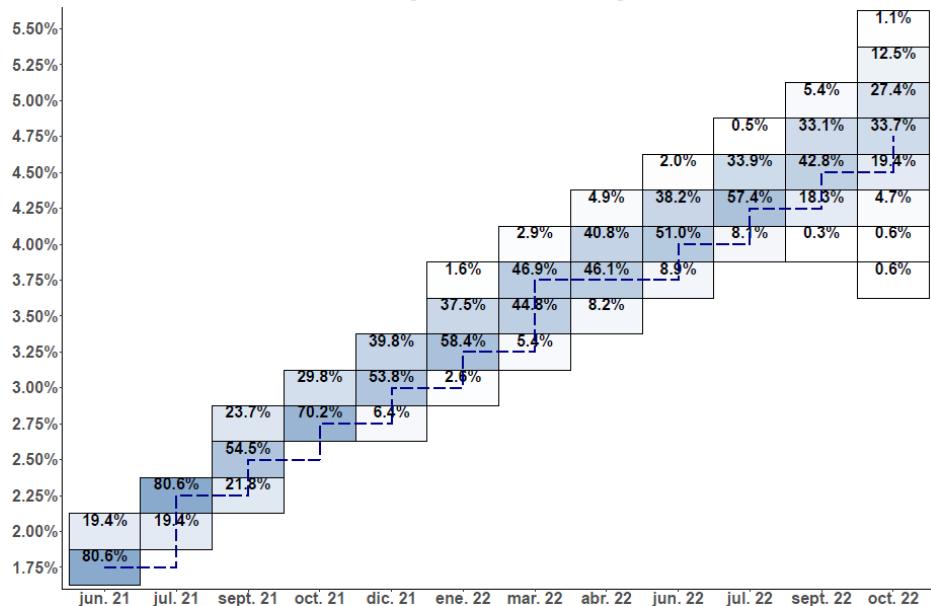
**Gráfico 32.** Tasas OIS



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

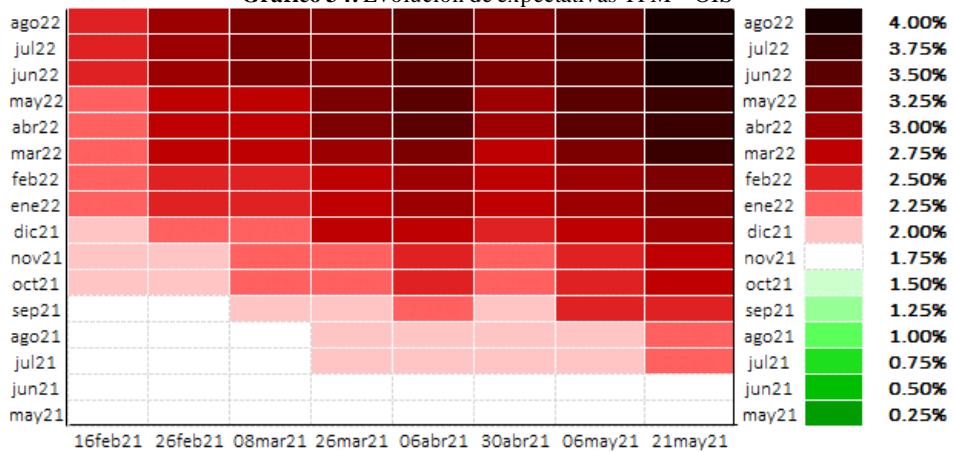
Respecto a las tasas del mercado OIS, el Gráfico 32 muestra las tasas a 3, 6, 9, 12 y 18 meses. Desde el día posterior a la reunión de la JDBR de abril y hasta el 6 de mayo, las tasas OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses subieron 6 pb, 14 pb, 19 pb, 21 pb y 27 pb, respectivamente. Estas tasas aumentaron debido a: *i*) el retiro de la reforma tributaria, que aumentó la incertidumbre frente a la posibilidad de que Colombia pierda el grado de inversión y generó expectativas de que el Banrep podría subir tasas para impedir una salida de capitales; y *ii*) un dato de inflación de abril superior al esperado. Posteriormente, tras el retiro del grado de inversión a Colombia por parte de S&P, las tasas subieron 9 pb, 16 pb, 17 pb, 23 pb y 27 pb, y el 21 de mayo se ubicaron en 1,88%, 2,17%, 2,44%, 2,73% y 3,24% para los plazos a 3, 6, 9, 12 y 18 meses, respectivamente.

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

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



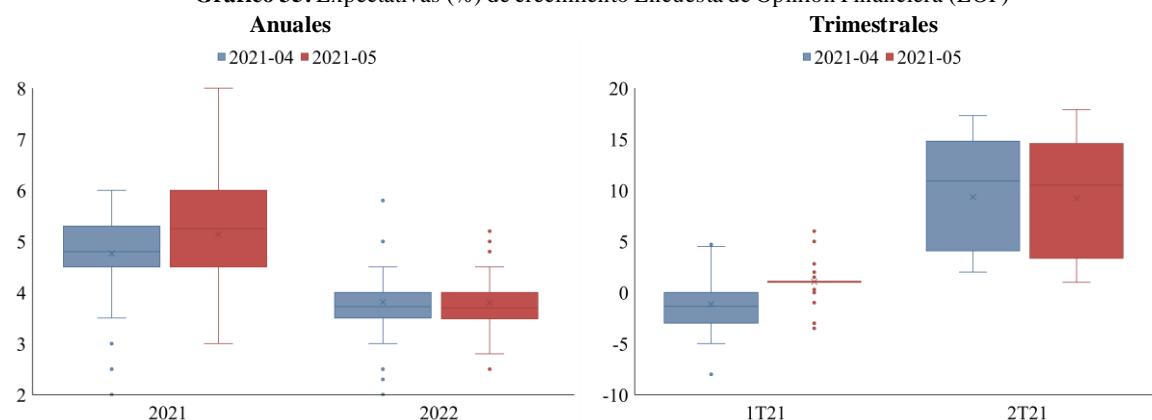
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

En el Gráfico 34 se observa que, después de la reunión de la JDBR de abril, el mercado anticipaba aumentos de 25 pb de la TPM durante las reuniones de julio, octubre y diciembre de 2021, y enero, abril y junio de 2022. Posteriormente, la incertidumbre frente a la posible pérdida del grado de calificación de Colombia y el mayor dato de inflación observado en abril, promovieron que las expectativas de TPM se tornaran menos expansivas frente a lo observado el 30 de abril, mostrando un aumento de 50 pb en la reunión de septiembre de 2021. Finalmente, desde que S&P recortó la calificación de Colombia, la senda de TPM se tornó menos expansiva y al 21 de mayo se espera que la TPM permanezca inalterada hasta julio de 2021, en donde el escenario más probable es un aumento de 50 pb y luego se espera que aumente en 25 pb durante las reuniones de septiembre, octubre y diciembre de 2021 (cerrando en diciembre de 2021 en 3%) y enero, marzo y junio 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 4,8% a 5,25%, y las redujeron para el 2022 de 3,73% a 3,7%, y para el 2T21 de 10,9% a 10,5%. El 14 de mayo el DANE dio a conocer que la economía colombiana creció 1,1% durante el 1T21.

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

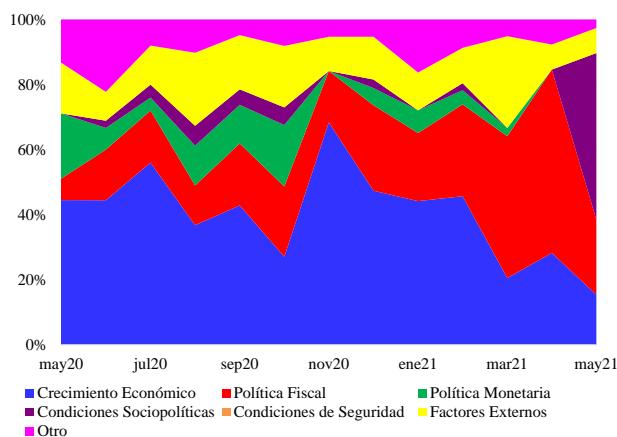


Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: Banrep. La línea del centro de la caja representa la mediana y la “x” la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos. Datos publicados el 25 de mayo con encuestas recolectadas entre el 11 y el 19 del mismo mes.

## Información adicional extraída de la EOF

Los analistas, con información hasta el 19 de mayo del 2021, esperaban que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presentaran una valorización cercana a 32 pb (ant: valorizaciones de 15 pb)<sup>14</sup>. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipaban que durante los próximos 3 meses éste registrara una valorización cercana a 4% (anterior: valorizaciones 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 51% resaltó las condiciones sociopolíticas (ant: 0%), un 23% la política fiscal (ant: 56%), un 15% el crecimiento económico (ant: 28%), un 8% los factores externos (ant: 8%), y el 3% restante señaló otros factores (ant: 8%). El agente que respondió otros factores mencionó todas las anteriores (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 marzo y abril, con datos definitivos, el IDOAM aumentó ligeramente toda vez que el deterioro en los indicadores de confianza fue parcialmente compensado por la reducción de los márgenes entre las tasas activas y las de los TES, la mayor inflación esperada y el menor EMBI Colombia esperado según la EOF, y la menor volatilidad en los mercados accionario y de deuda pública. Con datos preliminares para mayo (EOF<sup>15</sup>, volatilidades<sup>16</sup> y márgenes crediticios<sup>17</sup>) este indicador continuó aumentando ante el incremento del margen entre las tasas activas y las de los TES para la cartera de consumo, la mayor incertidumbre en torno a la inflación a 12 meses según la encuesta del Banrep, y la mayor volatilidad en los mercados accionario y de deuda pública (Gráfico 37 y Anexo 7).

En abril, la confianza de los consumidores (obs: -34,2; esp: -20,6%; ant: -11,4%) continuó en terreno negativo al presentar un deterioro frente a marzo y ubicarse por debajo de lo esperado por el mercado. Este resultado se explica por unas expectativas más pesimistas del consumidor (obs: -23,3%; ant: 9,6%) y una percepción más desfavorable de las condiciones económicas (obs: -50,5%; ant: -42,8%). Así mismo, la serie desestacionalizada disminuyó al pasar de -10,27% a -25,67% (Gráficos 37 y 38). Por otro lado, la confianza de los industriales (obs: -5,1%; ant: 6,8%) y comerciantes (obs: 25,6%; ant: 38,7%) presentó un deterioro durante abril, y en el caso de la confianza industrial volvió a ubicarse en terreno negativo. El resultado de la confianza industrial se explica por unas expectativas de menor producción para el próximo trimestre, y en menor medida por una reducción del volumen actual de pedidos. Por su parte, el deterioro de la confianza comercial obedece a una percepción menos favorable de la situación económica actual de la

<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.

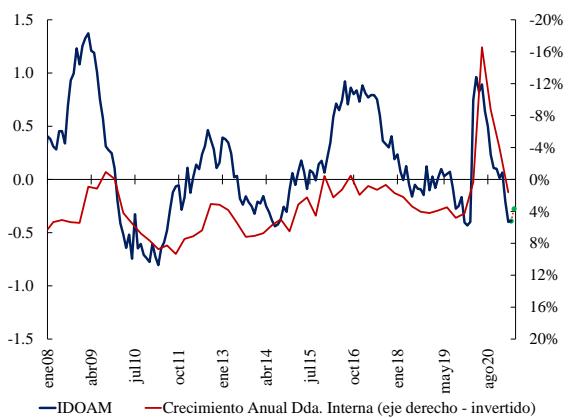
<sup>15</sup> Recibida el 25 de mayo.

<sup>16</sup> Datos al 21 de mayo.

<sup>17</sup> Datos al 14 de mayo.

empresa, y en menor medida a unas expectativas menos optimistas de la situación económica para el próximo semestre (Gráfico 38).

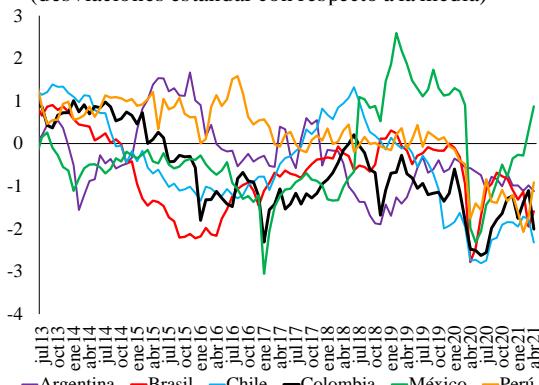
**Gráfico 37.** Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



**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.

Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor (obs: 20,1%; esp: 14,6%; ant: 1,2%) y producción manufacturera (obs: 20,7%; esp: 15,3%; ant: 0,6%) de marzo. Tanto las ventas al por menor como la producción manufacturera crecieron por encima de lo observado en febrero y de lo esperado por el mercado.

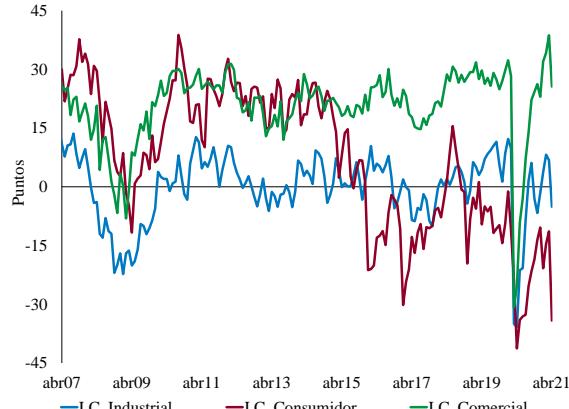
**Gráfico 39.** Índices de confianza de Latinoamérica\* (desviaciones estándar con respecto a la media)



**Fuentes:** INEGI, BIE, FGV IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO.  
**Cálculos:** Banrep. \*Series desestacionalizadas. Información mensual.

especialmente de las acciones tecnológicas; *ii*) temores de un sobrecalentamiento de la economía, lo que traería consigo presiones inflacionarias<sup>21</sup>; y *iii*) aumento de las tensiones geopolíticas entre China y varios países occidentales. En cuanto al *Move*<sup>22</sup>, este continuó corrigiendo a la baja ante la relativa estabilidad de las tasas de los *Treasuries* durante el mes de mayo. Finalmente, los CDS a

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



**Fuente:** Fedesarrollo.

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 marzo y abril desmejoraron los de Argentina, Chile y Colombia, al tiempo que mejoraron los de los demás países. Salvo el caso de México, todos estos indicadores se ubican por debajo de su media histórica.

Por su parte, la percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*<sup>18</sup>, el *Vstoxx*<sup>19</sup> y el *Skew*<sup>20</sup> aumentó ligeramente y presentó una alta volatilidad como consecuencia de: *i*) preocupaciones por una posible sobrevaloración del mercado accionario,

<sup>18</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

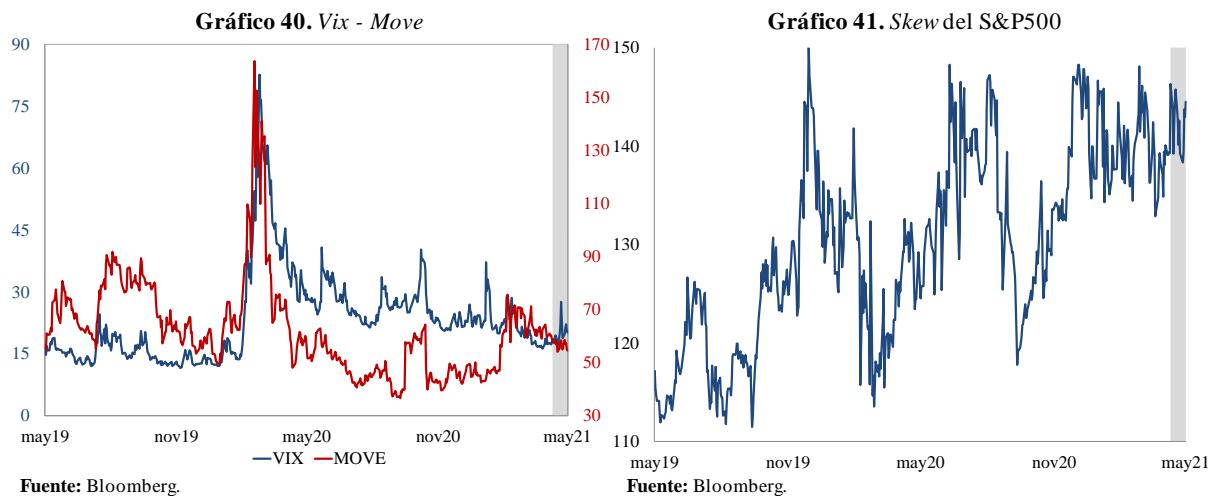
<sup>19</sup> El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>20</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>21</sup> El 12 de mayo el *Vix* aumentó de manera importante ante la publicación de la inflación total (4,2%) y núcleo (3%) del mes de abril, por encima de lo esperado por el mercado (3,6% y 2,3%, respectivamente).

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

cinco años y los índices EMBI de los países de la región presentaron un comportamiento mixto (Gráficos 40 y 41; Anexo 8).



#### 4. RECUADROS/ANEXOS

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

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

| Participantes        | TPM en la próxima reunión | ¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep? | RECOMENDACIÓN |
|----------------------|---------------------------|---|---------------|
|                      | Ajuste                    | Porcentaje                                    | Número        |
| Alianza              | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Asobancaria          | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Axa Colpatria        | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Banco Agrario        | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Banco de Bogotá      | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Banco de Occidente   | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Banco Popular        | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| BBVA                 | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| BNP Paribas          | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| BTG Pactual          | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Casa de Bolsa        | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Citi                 | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Corficolombiana      | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Credicorp Capital    | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Fiduoccidente        | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Fiduprevisora        | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Grupo Bancolombia    | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Grupo Bolívar        | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Itaú                 | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| JP Morgan            | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Moody's Analytics    | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Positiva             | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Scotiabank Colpatria | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Skandia              | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| XP Investments       | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| <b>Promedio</b>      | <b>1.75%</b>              | <b>1.75%</b>                                  |               |
| Mediana              | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| STDV                 | 0.00%                     | 0.00%   |               |
| Máximo               | 1.75%                     | 1.75%   |               |
| Mínimo               | 1.75%                     | 1.75%   |               |

| RECOMENDACIÓN | PRONÓSTICO   |             |             |           |           |
|---------------|--------------|-------------|-------------|-----------|-----------|
| Ajuste        | Ajuste       | Porcentaje  | Porcentaje  | Número    | Número    |
| 1.25%         | 1.25%        | 0%          | 0%          | 0         | 0         |
| 1.50%         | 1.50%        | 0%          | 0%          | 0         | 0         |
| 1.75%         | 1.75%        | 100%        | 100%        | 25        | 25        |
| 2.00%         | 2.00%        | 0%          | 0%          | 0         | 0         |
| 2.25%         | 2.25%        | 0%          | 0%          | 0         | 0         |
| <b>Total</b>  | <b>Total</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>25</b> | <b>25</b> |

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

| Participantes        | 2021         | 2022         |
|----------------------|--------------|--------------|
| Alianza              | 3.41%        | 3.80%        |
| Asobancaria          | 3.00%        | 3.10%        |
| Axa Colpatria        | 3.20%        | 3.40%        |
| Banco Agrario        | 3.40%        | 2.70%        |
| Banco de Bogotá      | 3.23%        | 2.99%        |
| Banco de Occidente   | 3.12%        | 3.29%        |
| Banco Popular        | 2.95%        | 3.57%        |
| BBVA                 | 3.20%        | 3.10%        |
| BNP Paribas          | 4.00%        | 3.50%        |
| BTG Pactual          | 3.66%        | 3.20%        |
| Casa de Bolsa        | 3.30%        | 3.00%        |
| Citi                 | 3.40%        | 3.00%        |
| Corficolombiana      | 3.30%        |              |
| Credicorp Capital    | 3.30%        | 3.50%        |
| Fiduoccidente        | 3.12%        | 3.29%        |
| Fiduprevisora        | 3.50%        | 3.22%        |
| Grupo Bancolombia    | 3.50%        | 3.00%        |
| Grupo Bolívar        | 3.36%        | 2.78%        |
| Itaú                 | 2.80%        | 3.00%        |
| JP Morgan            | 3.53%        | 3.18%        |
| Moody's Analytics    | 3.50%        | 3.00%        |
| Positiva             | 3.25%        | 3.20%        |
| Scotiabank Colpatria | 3.20%        | 3.00%        |
| Skandia              | 3.40%        | 2.70%        |
| XP Investments       | 3.10%        | 3.00%        |
| <b>Promedio</b>      | <b>3.31%</b> | <b>3.15%</b> |
| Mediana              | 3.30%        | 3.10%        |
| STDV                 | 0.25%        | 0.27%        |
| Máximo               | 4.00%        | 3.80%        |
| Mínimo               | 2.80%        | 2.70%        |

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

Encuestas realizadas entre el 11 y el 16 de mayo

|    | Empresa                      | Estimación 2021 | Estimación 2022 |
|----|------------------------------|-----------------|-----------------|
| 1  | AGPV                         | 2,00%           | 2,00%           |
| 2  | Banco Davivienda             | 1,75%           | -               |
| 3  | Bancolombia                  | 2,00%           | 3,25%           |
| 4  | Barclays Capital             | 2,00%           | 3,50%           |
| 5  | BBVA Research                | 1,75%           | 2,75%           |
| 6  | CABI                         | 1,75%           | 2,50%           |
| 7  | Capital Economics            | 2,25%           | 3,50%           |
| 8  | Citigroup Global Mkts        | 1,75%           | 3,25%           |
| 9  | Corficolombiana              | 1,75%           | -               |
| 10 | Credicorp Capital            | 1,75%           | 3,50%           |
| 11 | Credit Suisse                | 2,25%           | 3,00%           |
| 12 | Fedesarrollo                 | 1,75%           | 3,00%           |
| 13 | Fitch Ratings                | 2,00%           | 3,00%           |
| 14 | Fitch Solutions              | 1,75%           | 2,25%           |
| 15 | Goldman Sachs                | 1,75%           | 3,25%           |
| 16 | HSBC                         | 2,00%           | 3,00%           |
| 17 | Itaú Unibanco                | 1,75%           | 3,50%           |
| 18 | JPMorgan                     | 2,50%           | 3,50%           |
| 19 | Moody's Analytics            | 2,00%           | 3,50%           |
| 20 | Oxford Economics             | 1,75%           | 2,75%           |
| 21 | Pezco Economics              | 2,50%           | 3,50%           |
| 22 | Positiva Compañía de Seguros | 2,00%           | 4,00%           |
| 23 | S&P Global                   | 2,25%           | 3,25%           |
| 24 | Scotiabank                   | 2,50%           | 4,00%           |
| 26 | UBS                          | 1,75%           | 2,50%           |

| Tasa           | Obs. | Prob.        | Obs. | Prob.        |
|----------------|------|--------------|------|--------------|
| 1,75%          | 12   | 46,2%        | 0    | 0,0%         |
| 2,00%          | 7    | 26,9%        | 1    | 4,8%         |
| 2,25%          | 3    | 11,5%        | 1    | 4,8%         |
| 2,50%          | 3    | 11,5%        | 2    | 9,5%         |
| 2,75%          | 0    | 0,0%         | 2    | 9,5%         |
| 3,00%          | 0    | 0,0%         | 4    | 19,0%        |
| 3,25%          | 0    | 0,0%         | 4    | 19,0%        |
| 3,50%          | 0    | 0,0%         | 7    | 33,3%        |
| 4,00%          | 0    | 0,0%         | 2    | 9,5%         |
| <b>Media</b>   |      | <b>1,97%</b> |      | <b>3,14%</b> |
| <b>Mediana</b> |      | <b>2,00%</b> |      | <b>3,25%</b> |

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

Encuestas realizadas entre el 11 y el 16 de mayo

|    | Empresa                      | Estimación 2021 | Estimación 2022 |
|----|------------------------------|-----------------|-----------------|
| 1  | AGPV                         | 2,90%           | 3,10%           |
| 2  | Banco Davivienda             | 3,36%           | 2,78%           |
| 3  | Bancolombia                  | 3,09%           | 3,00%           |
| 4  | Barclays Capital             | 2,50%           | 3,30%           |
| 5  | BBVA Research                | 3,19%           | 3,36%           |
| 6  | CABI                         | 3,25%           | 4,50%           |
| 7  | Citigroup Global Mkts        | 2,80%           | 3,00%           |
| 8  | Corficolombiana              | 3,40%           | -               |
| 9  | Credicorp Capital            | 2,50%           | 3,35%           |
| 10 | Credit Agricole              | 2,80%           | 3,10%           |
| 11 | Credit Suisse                | 2,90%           | 3,20%           |
| 12 | Ecoanalítica                 | 2,95%           | 3,20%           |
| 13 | EIU                          | 3,20%           | 4,20%           |
| 14 | Fedesarrollo                 | 2,70%           | 3,00%           |
| 15 | Fitch Solutions              | 2,73%           | 2,99%           |
| 16 | Goldman Sachs                | 3,32%           | 3,20%           |
| 17 | HSBC                         | 2,70%           | 3,00%           |
| 18 | Itaú Unibanco                | 2,80%           | 3,00%           |
| 19 | JPMorgan                     | 3,50%           | 3,20%           |
| 20 | Moody's Analytics            | 3,00%           | 3,76%           |
| 21 | Oxford Economics             | 3,06%           | 3,15%           |
| 22 | Pezco Economics              | 2,60%           | 3,00%           |
| 23 | Polinomics                   | 2,70%           | 3,10%           |
| 24 | Positiva Compañía de Seguros | 3,25%           | 3,20%           |
| 25 | S&P Global                   | 3,80%           | 3,00%           |
| 26 | Scotiabank                   | 3,10%           | 3,00%           |
| 27 | Torino Capital               | 2,49%           | 3,06%           |
| 28 | UBS                          | 2,69%           | 3,00%           |

| Tasa           | Obs. | Prob.        | Obs. | Prob.        |
|----------------|------|--------------|------|--------------|
| 2,25% - 2,50%  | 1    | 3,57%        | 0    | 0,00%        |
| 2,50% - 2,75%  | 8    | 28,57%       | 0    | 0,00%        |
| 2,75% - 3,00%  | 6    | 21,43%       | 2    | 7,41%        |
| 3,00% - 3,25%  | 6    | 21,43%       | 19   | 70,37%       |
| 3,25% - 3,50%  | 5    | 17,86%       | 3    | 11,11%       |
| 3,50% - 3,75%  | 1    | 3,57%        | 0    | 0,00%        |
| 3,75% - 4,00%  | 1    | 3,57%        | 1    | 3,70%        |
| 4,00% - 4,25%  | 0    | 0,00%        | 1    | 3,70%        |
| 4,50% - 4,75%  | 0    | 0,00%        | 1    | 3,70%        |
| <b>Media</b>   |      | <b>2,97%</b> |      | <b>3,21%</b> |
| <b>Mediana</b> |      | <b>2,93%</b> |      | <b>3,10%</b> |

## Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de abril, 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 27 pb, 27 pb y 28 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR con vencimiento en 2023, 2029 y 2037 presentaron variaciones de 14 pb, 20 pb y 22 pb. Estas desvalorizaciones tuvieron lugar en medio de un escaso dinamismo del mercado de deuda en esa jornada que se reflejó en el bajo monto transado<sup>23</sup>, y se explicó por la incertidumbre generada en torno a las perspectivas fiscales luego del retiro de la Reforma Tributaria del trámite en el Congreso y la renuncia del ministro, del viceministro general y del viceministro técnico de Hacienda.

El Dane publicó el 5 de mayo la variación del índice de precios al consumidor en abril, el cual se ubicó en 0,59% mes a mes. Dicho resultado fue superior al dato de la encuesta del Banrep (0,34%), a las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,32%) y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2020 (0,16%). La variación anual fue de 1,95% (esp: 1,69%). Entre el 5 y el 6 de mayo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -19 pb, -42 pb y -50 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -31 pb, -37 pb y -29 pb para estos mismos plazos.

Según analistas del mercado, estas valorizaciones estuvieron asociadas a la demanda por TES y el cierre de posiciones cortas de agentes que estaban apostando a desvalorizaciones más marcadas, ante la situación política y la incertidumbre en torno a las perspectivas fiscales del país. Además, algunos agentes señalaron que no habían observado liquidaciones masivas por parte de inversionistas del exterior, y que incluso estos agentes continuaron comprando durante la primera semana de mayo. Por otra parte, algunos analistas del mercado indicaron que estas correcciones también pudieron estar soportadas por la percepción positiva del mercado ante el nombramiento del nuevo Ministro de Hacienda y expectativas de que lograría pasar en el Congreso una nueva reforma fiscal.

El 19 de mayo S&P Global Ratings cambió la calificación de la deuda a largo plazo en moneda extranjera de Colombia de *BBB-* a *BB+* y la calificación de la deuda a largo plazo en moneda local de *BBB* a *BBB-*. Sin embargo, la perspectiva de estas calificaciones pasó de negativa a estable. La entidad indicó que la decisión se soporta en expectativas de un ajuste más gradual y prolongado de los desafíos derivados de la pandemia. Entre el 19 y el 20 de mayo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 6 pb, 5 pb y 6 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 9 pb, 9 pb y 5 pb para estos mismos plazos.

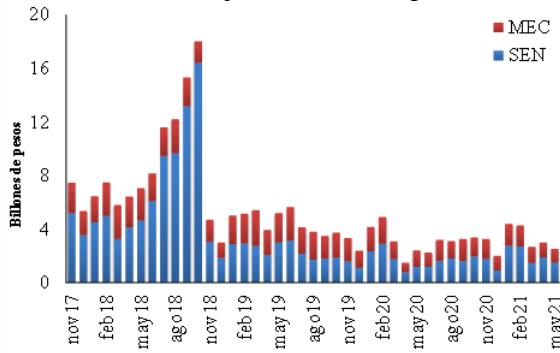
Algunos analistas destacaron que el mercado de deuda pública no reaccionó tan mal como se anticipaba a la rebaja en la calificación crediticia, toda vez que algunos agentes especulaban incluso incrementos de las tasas de alrededor de 30 pb, como cuando se retiró la Reforma Tributaria. Estas menores desvalorizaciones pudieron explicarse porque los precios de los TES ya habían incorporado en gran medida la posibilidad de que la deuda de Colombia perdiera el grado de inversión.

En lo corrido de mayo, el monto promedio diario negociado ha sido \$2,5 billones<sup>24</sup>, inferior al observado el mes anterior (\$2,9 billones), pero superior al registrado en mayo de 2020 (\$2,4 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 14,9% al 19,12%, seguidos por los que vencen en noviembre de 2027 cuya participación pasó de 12,36% al 11,58% (Gráfico A2.2).

<sup>23</sup> El menor desde el 12 de abril.

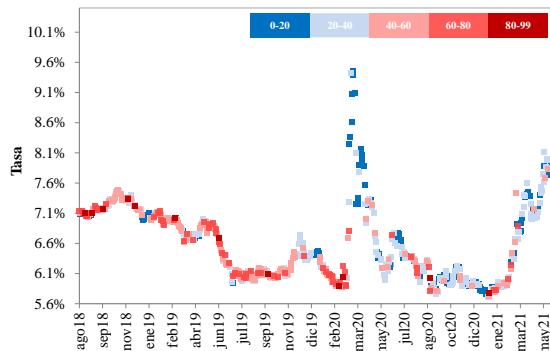
<sup>24</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de Master Trader (incluye registros).

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



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

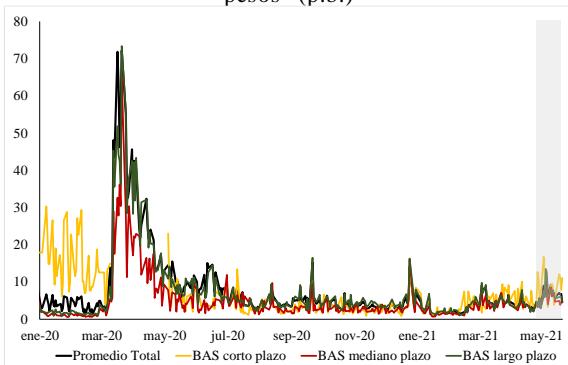
**Gráfico A2.4.** Tasa cero cupón pesos TFIT 2024 y volumen negociación por percentiles



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 mayo los montos de negociación del título en pesos del 2024 se ubicaron en su mayoría entre los percentiles 20 y 40, mientras que los montos de negociación del título en UVR del 2023 se ubicaron en su mayoría entre los percentiles 0 y 20.

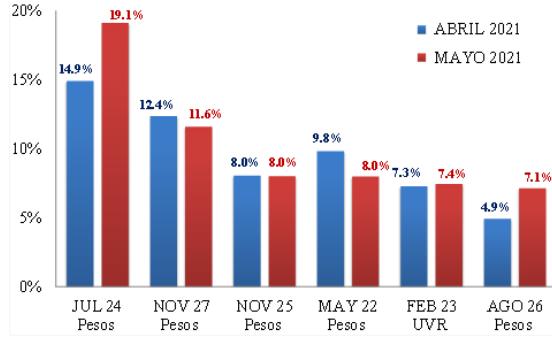
**Gráfico A2.6.** Bid-Ask spread por plazo de los TES en pesos\* (p.b.)



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.

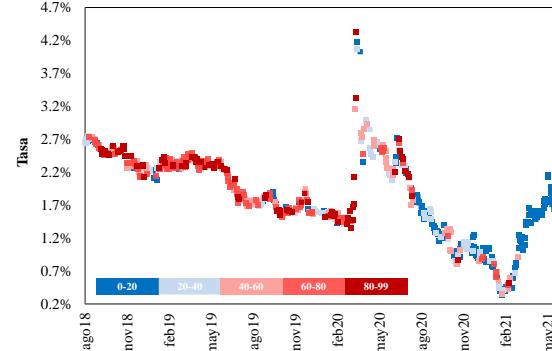
Frente a lo observado en abril, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio en lo corrido de mayo aumentó para los TES en pesos y UVR. Al 21 de mayo el BAS para los TES en pesos se ubicó en 5,9 pb (ant. 3,8 pb), 7,4 (ant. 3,7 pb) y 8,5 pb (ant. 3,8 pb) para los plazos de corto, mediano y largo plazo,

**Gráfico A2.3.** TES más transados



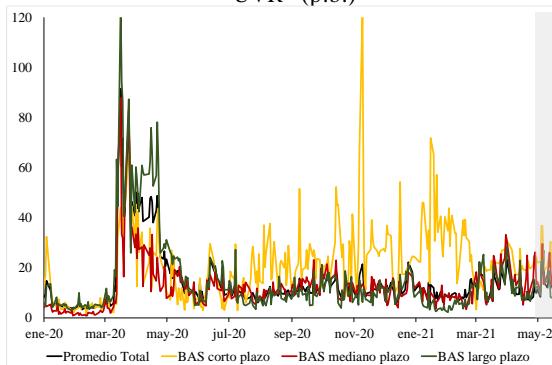
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep. \* Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 20 de mayo del 2021

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



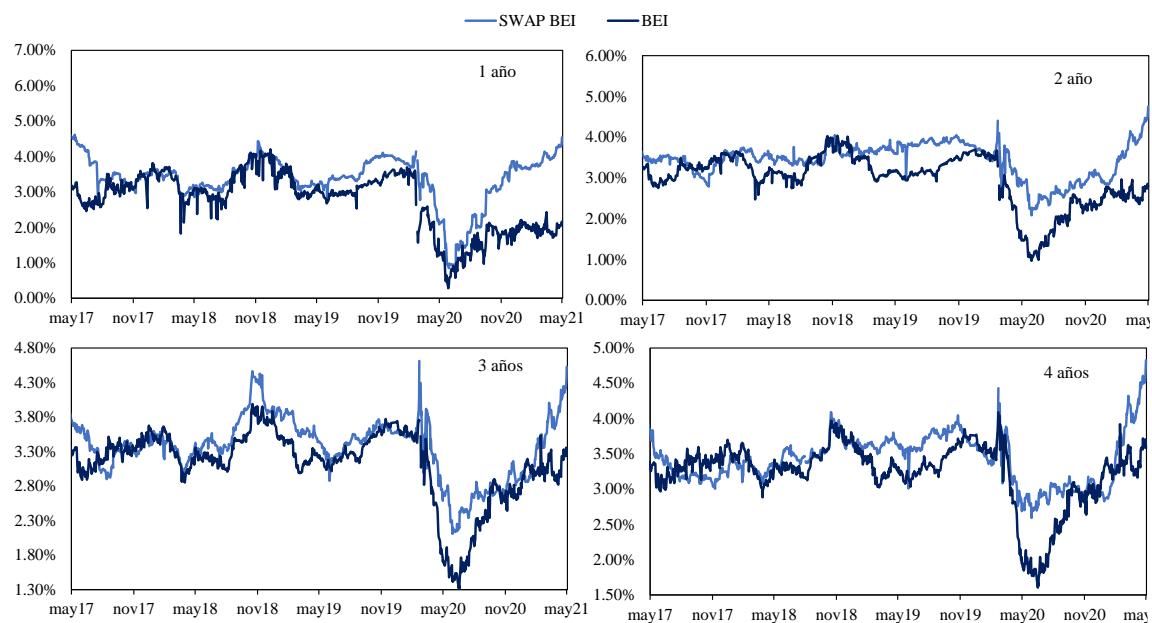
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

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



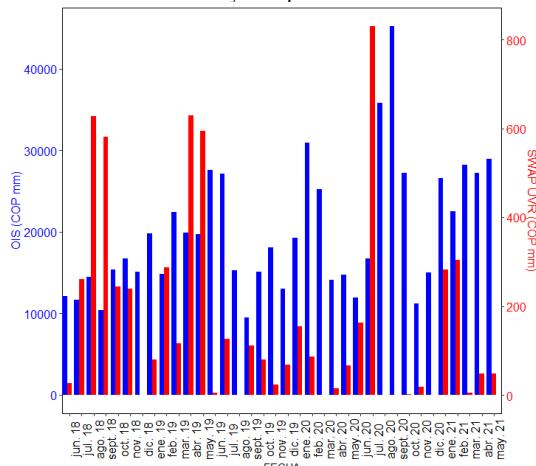
respectivamente. Por otro lado, el BAS para los TES UVR se ubicó en 16,7 pb (ant. 15,2 pb), 15,4 pb (ant. 11,1 pb) y 15,6 (ant. 9,3 pb) para estos mismos plazos (Gráficos A2.6 y A2.7).

**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 mayo de 2021 se obtienen como el monto promedio de operaciones pactadas al 14 de mayo multiplicado por los días hábiles de mayo de 2021.

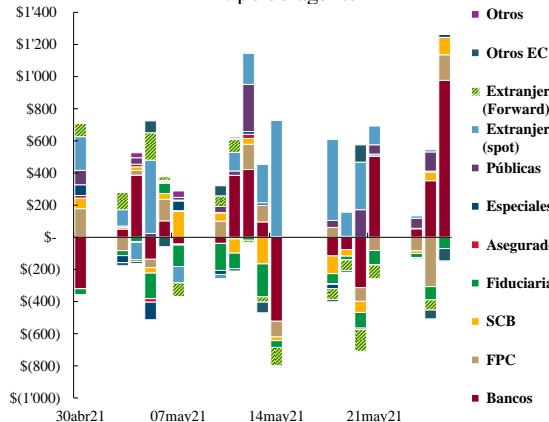
En el Gráfico A2.8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *Swaps* UVR (*Swap BEI*) y el BEI a 1, 2, 3 y 4 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 21 de mayo de 2021, los *Swap BEI* a 1, 2, 3 y 4 años presentaron variaciones de 52 pb, 76 pb, 65 pb y 62 pb, y se ubicaron en 4,54%, 4,76%, 4,53% y 4,83%, 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 subieron, mientras que los montos de los swap UVR se mantuvieron estables.

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

Entre el 30 de abril y el 26 de mayo, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los inversionistas del exterior (\$2.692 mm), los bancos comerciales (\$2.083 mm) y las entidades públicas (\$888 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los fondos de inversión colectiva (FIC), a través de sociedades fiduciarias (\$1.012 mm), y terceros a través de sociedades fiduciarias (\$581 mm, distintos a extranjeros, FIC y pasivos pensionales). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR

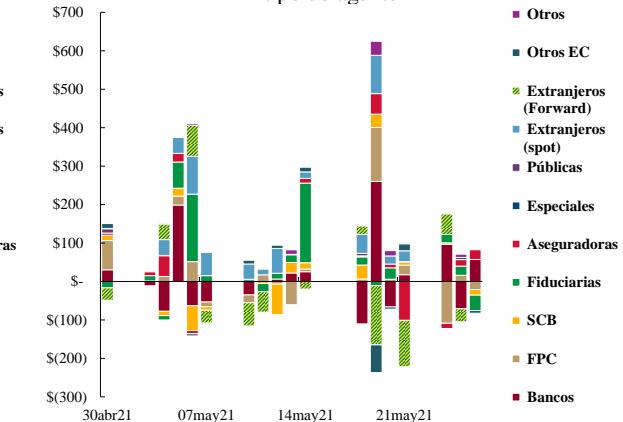
fueron los extranjeros (\$576 mm) y los terceros a través de sociedades fiduciarias (\$260 mm, distintos a extranjeros, FIC y pasivos pensionales) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

**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.

**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                              | 6'332                                    | (1'729)          | 1'515                  | (204)                  | 773                   | 2'083                              | (71)                   | 21                     | 246                   | 196                                |   |
| Compañía de Financiamiento Comercial            | 7  | -                | 2                      | -                      | -                     | 2                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |   |
| Cooperativas                                    | -  | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |   |
| Corporaciones Financieras                       | 704                                      | 510              | (137)                  | (41)                   | 130                   | (48)                               | (27)                   | (7)                    | (1)                   | (35)                               |   |
| <b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>        | <b>7'042</b>                             | <b>(1'219)</b>   | <b>1'379</b>           | <b>(245)</b>           | <b>903</b>            | <b>2'037</b>                       | <b>(97)</b>            | <b>14</b>              | <b>245</b>            | <b>162</b>                         |   |
| Fondos de Pensiones y Cesantías                 | (29)                                     | 110              | 9                      | (3)                    | 1                     | 7                                  | 0                      | 28                     | 28                    | -                                  |   |
| Propia  | 3'426                                    | (2'520)          | 213                    | (376)                  | 98                    | (65)                               | 29                     | 3                      | 17                    | 48                                 |   |
| Terceros  | -  | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |   |
| Fondos de Pensiones - Prima Media               | -  | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |   |
| Total Fondos de Pensiones y Cesantías           | 3'397                                    | (2'410)          | 221                    | (379)                  | 99                    | (59)                               | 29                     | 3                      | 45                    | 76                                 |   |
| Sociedades Comisionistas de Bolsa               | 560                                      | (131)            | 108                    | 9                      | (249)                 | (132)                              | (24)                   | 10                     | (38)                  | (52)                               |   |
| Propia  | 508                                      | (29)             | 37                     | 66                     | 69                    | 17                                 | 15                     | (12)                   | 19                    | -                                  |   |
| Terceros  | (Extranjeros FIC)                        | (0)              | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |   |
| Total Sociedades Comisionistas de Bolsa         | 1'068                                    | (159)            | 74                     | 45                     | (183)                 | (63)                               | (7)                    | 25                     | (50)                  | (32)                               |   |
| Sociedades Fiduciarias                          | 64                                       | 74               | (15)                   | (3)                    | 9                     | (9)                                | 13                     | 3                      | -                     | 15                                 |   |
| Propia  | 4'959                                    | 2'329            | (895)                  | 54                     | 2'273                 | 1'431                              | 190                    | (42)                   | 947                   | 1'095                              |   |
| Terceros  | (Extranjeros*** FIC Pasivos Pensionales) | 4'380 (1'050)    | 1'259 (340)            | 583 (296)              | 2'449 (222)           | 2'692 (1'012)                      | 11 (164)               | 0 (13)                 | 565 (24)              | 576 (128)                          | - |
| Pasivos Pensionales                             | 845                                      | 222              | 21                     | 64                     | 248                   | 332                                | 20                     | (24)                   | 134                   | 131                                |   |
| Total Sociedades Fiduciarias                    | 5'023                                    | 2'404            | (909)                  | 51                     | 2'282                 | 1'423                              | 202                    | (39)                   | 947                   | 1'110                              |   |
| Compañías de Seguros y Capitalización           | 567                                      | 751              | (6)                    | (5)                    | 47                    | 36                                 | (139)                  | -                      | 223                   | 84                                 |   |
| Propia  | 12                                       | 7                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |   |
| Terceros  | (Pasivos Pensionales)                    | 12               | 7                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |   |
| Total Compañías de Seguros y Capitalización     | 578                                      | 758              | (6)                    | (5)                    | 47                    | 36                                 | (139)                  | -                      | 223                   | 84                                 |   |
| Sociedades Administradoras de Inversión         | -  | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |   |
| Propia  | -  | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |   |
| Terceros  | (FIC)                                    | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |   |
| Total Sociedades Administradoras de Inversión   | -  | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |   |
| <b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b> | <b>10'066</b>                            | <b>593</b>       | <b>(620)</b>           | <b>(288)</b>           | <b>2'245</b>          | <b>1'337</b>                       | <b>85</b>              | <b>(11)</b>            | <b>1'165</b>          | <b>1'239</b>                       |   |
| Total Entidades Financieras Especiales**        | 1'330                                    | 79               | (2)                    | (77)                   | (8)                   | (86)                               | -                      | (3)                    | -                     | (3)                                |   |
| Total Entidades Públicas****                    | (2'035)                                  | 1'431            | 283                    | 589                    | 16                    | 888                                | -                      | -                      | 7                     | 7                                  |   |
| Otros*****                                      | 387                                      | (348)            | 10                     | 22                     | 46                    | 77                                 | 12                     | -                      | 68                    | 80                                 |   |
| Extranjeros                                     | -  | -                | -                      | -                      | -                     | -                                  | -                      | -                      | -                     | -                                  |   |
| <b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>                    | <b>16'790</b>                            | <b>535</b>       | <b>1'051</b>           | <b>-</b>               | <b>3'203</b>          | <b>4'254</b>                       | <b>(0)</b>             | <b>-</b>               | <b>1'484</b>          | <b>1'484</b>                       |   |

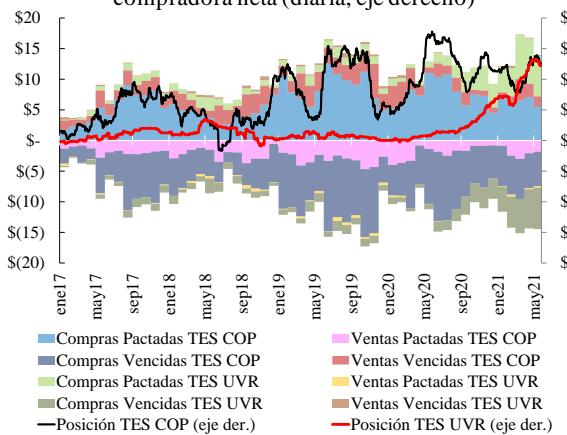
Fuente: Banrep. Información actualizada al 26 de mayo del 2021. \*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos y emisiones. \*\* Fogafín, Bancodelx, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Pro motoras de Vivienda de la Nación, la FDN, 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 lo corrido del 2021 los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES pesos y TES UVR en el mercado de contado por \$4.456 mm y \$1.294 mm, respectivamente (al tiempo que han registrado vencimientos por \$76 mm y \$35 mm, respectivamente). Desde el 30 de abril, estos inversionistas compraron en neto TES en pesos por \$583 mm y \$2.449 mm en los tramos medio y

largo, respectivamente, y vendieron en neto \$340 mm en el tramo corto. Por su parte, en este mismo periodo compraron en neto TES UVR por \$11 mm y \$565 mm en los tramos corto y largo, respectivamente.

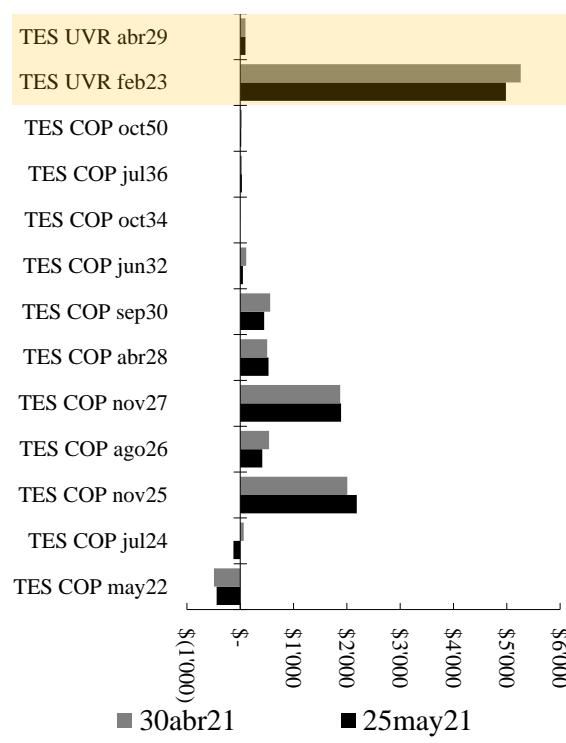
Por otra parte, con información al 25 de mayo, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por \$5.494 mm y \$1.836 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$5.610 mm y \$1.717 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$236 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por \$6.544 mm y \$244 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por \$6.789 mm y \$211 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF disminuyó \$278 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 \$5.228 mm el 30 de abril a \$4.992 mm el 25 de mayo del 2021; al tiempo que para TES UVR pasó de \$5.191 mm a \$4.913 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.

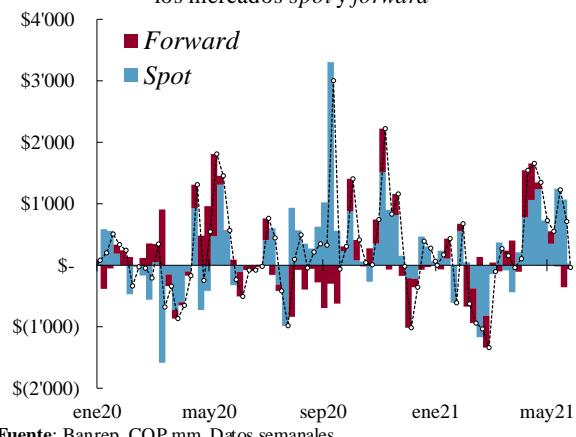
**Gráfico A3.4.** Saldo de compras netas offshore de TES en NDF por referencia



Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

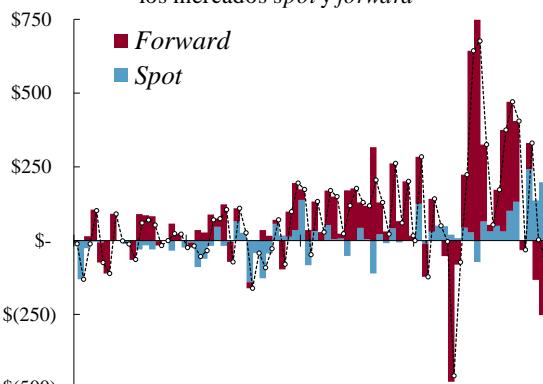
Fuente: Banrep. COP mm.

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



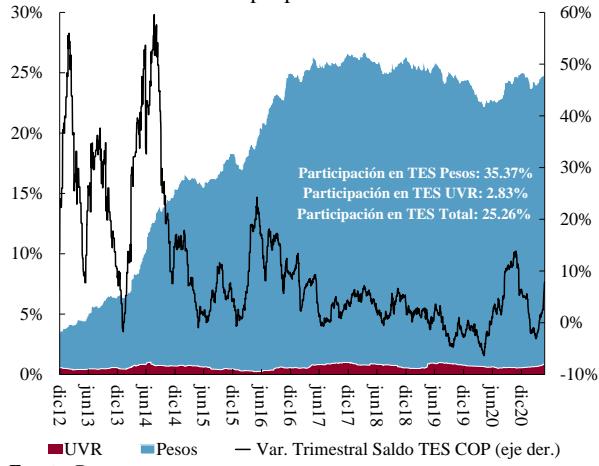
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



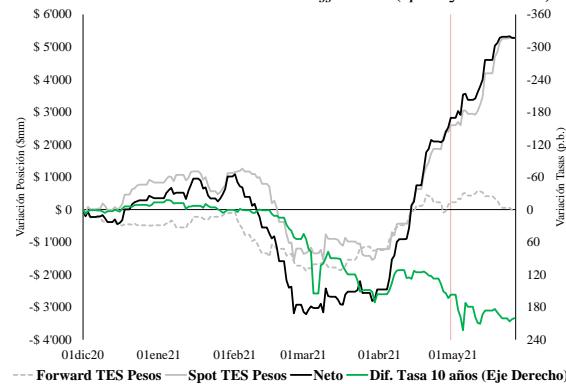
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



Fuente: Banrep.

**Gráfico A3.8.** 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 2022, 2025, 2027 y 2028, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2024, 2026, 2030, 2032, 2034, 2050 y 2023, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2036 y 2029 (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 \$2457 mm, y la posición neta en TES UVR aumentó \$298 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)     | \$ 2'692        | \$ 576        | \$ 3'269        |
| Posición compradora neta a futuro (B)          | -\$ 236         | -\$ 278       | -\$ 514         |
| Compras pactadas en el mercado a futuro (+)    | \$ 5'494        | \$ 6'544      |                 |
| Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)     | \$ 1'836        | \$ 244        |                 |
| Compras vencidas en el mercado a futuro (-)    | \$ 5'610        | \$ 6'789      |                 |
| Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)     | \$ 1'717        | \$ 211        |                 |
| <b>Posición compradora neta agregada (A+B)</b> | <b>\$ 2'457</b> | <b>\$ 298</b> | <b>\$ 2'755</b> |

Cifras en COP mm. Información actualizada al 25 y 26 de mayo 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 |            |            | mar-21    |            |            | abr-21   |           |          | Corrido de may-21 |         |          |
|-------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------------|------------|------------|-----------|------------|------------|----------|-----------|----------|-------------------|---------|----------|
|                         | Spot      | Forward   | Total     | Spot            | Forward    | Total      | Spot      | Forward    | Total      | Spot     | Forward   | Total    | Spot              | Forward | Total    |
| TES Sistema Financiero* | \$ 4'239  | \$(2'293) | \$ 1'946  | \$ 7042         | \$(472)    | \$ 6'571   | \$ 2'546  | \$(480)    | \$ 2'066   | \$ 1'961 | \$(1'470) | \$ 491   | \$ 2'037          | \$ 236  | \$ 2'273 |
| Pesos Offshore          | \$ 11'280 | \$ 2'293  | \$ 13'573 | \$ 4'380        | \$ 472     | \$ 4'851   | \$ (87)   | \$ 480     | \$ 393     | \$ 3'806 | \$ 1'470  | \$ 5'276 | \$ 2'692          | \$(236) | \$ 2'457 |
| TES Sistema Financiero* | \$ 3'356  | \$(2'731) | \$ 625    | \$ (1'219)      | \$ (2'173) | \$ (3'392) | \$ (2920) | \$ (1'769) | \$ (4'689) | \$ 806   | \$ (954)  | \$ (148) | \$ 162            | \$ 278  | \$ 439   |
| UVR Offshore            | \$ (525)  | \$ 2'731  | \$ 2'206  | \$ 1'259        | \$ 2'173   | \$ 3'432   | \$ 102    | \$ 1'769   | \$ 1'871   | \$ 265   | \$ 954    | \$ 1'219 | \$ 576            | \$(278) | \$ 299   |

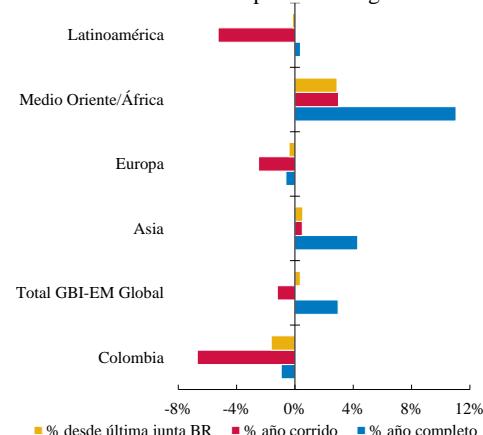
Cifras en COP mm. Información actualizada al 25 y 26 de mayo del 2021 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. \*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones 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>25</sup> (incluyendo Colombia) desde el 30 de abril, en lo corrido de 2021 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR los indicadores para Asia y Medio Oriente/Africa aumentaron, al tiempo que los de Europa y Latinoamérica disminuyeron. Los índices *Total GBI-EM Global* y el de Colombia presentaron variaciones de 0,37% y -1,62%, respectivamente.

Adicionalmente, el IIF<sup>26</sup> estimó flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes en abril por US\$45,5 mm, conformado por entradas de US\$31,2 mm en renta fija y US\$14,2 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$2,8 mm (Gráfico A4.2).

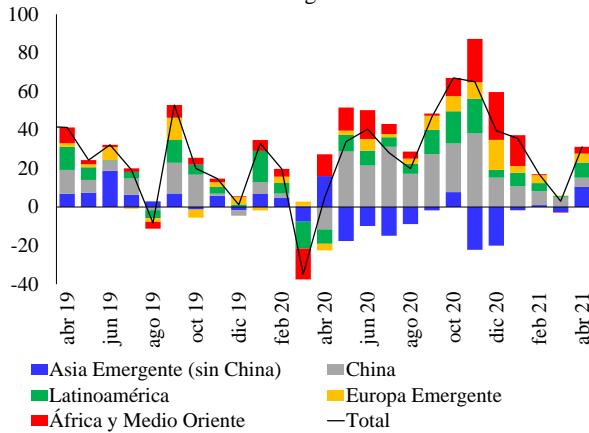
**Gráfico A4.1.** Variaciones de los índices de deuda en moneda local de países emergentes\*



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM.

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

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



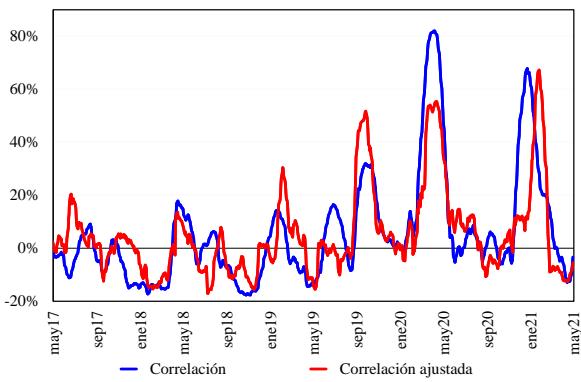
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

<sup>25</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.

<sup>26</sup> Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

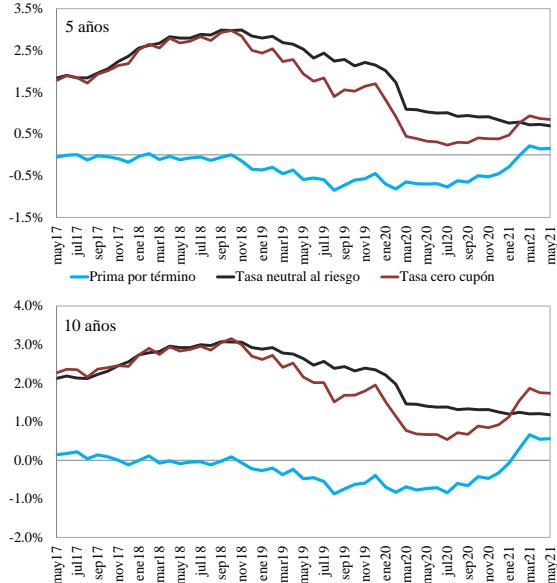
En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) subió y se ubicó en niveles cercanos a -3,35%. Así mismo, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) aumentó y se ubicó en -5,43%. Lo anterior indica que las curvas de la región se han movido por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 21 de mayo, entre abril y mayo las primas por vencimiento de los *Treasuries* permanecieron estables para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,15% y 0,56%, respectivamente. Por otro lado, las tasas neutrales al riesgo cayeron levemente y se ubicaron en 0,69% y 1,18% 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 *Treasuries***



Fuente y Cálculos: Fed.

## Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

### Países Desarrollados

Los bancos centrales de Australia, Noruega y Reino Unido decidieron mantener su tasa de política monetaria en 0,1%, 0% y 0,1%, respectivamente, al tiempo que el Banco Central de Islandia la aumentó 25 pb a 1%. El Banco de Reserva de Australia anunció que no extendería la Facilidad de Financiamiento a Término (*Term Funding Facility*), que culmina el 30 de junio de 2021, ante el buen desempeño registrado en los mercados financieros australianos; y señaló que durante su reunión de julio evaluará la necesidad de realizar compras adicionales de bonos gubernamentales una vez culmine en septiembre la segunda ronda de compras por AUD 100 mm.

Por su parte, el Banco de Inglaterra indicó que mantendrá la compra de bonos corporativos no financieros con grado de inversión y bonos soberanos con el propósito de mantener un saldo objetivo de £20 mm y £875 mm, respectivamente. Además, señaló que reduciría el ritmo semanal de compras de bonos soberanos de £4,4 mm a £3,4 mm, sin embargo, aclaró que esta decisión operativa no debe interpretarse como un cambio en la postura de la política monetaria.

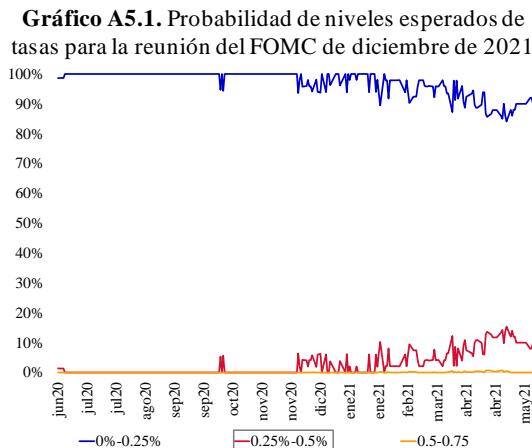
La Reserva Federal anunció que aumentará las compras de bonos con vencimientos de mayor plazo y reducirá ligeramente las compras de bonos atados a la inflación (TIPS, por sus siglas en inglés) y de notas del tesoro de corto plazo, sin alterar el total de compras de bonos gubernamentales por USD 80 mm mensuales.

## Países Emergentes

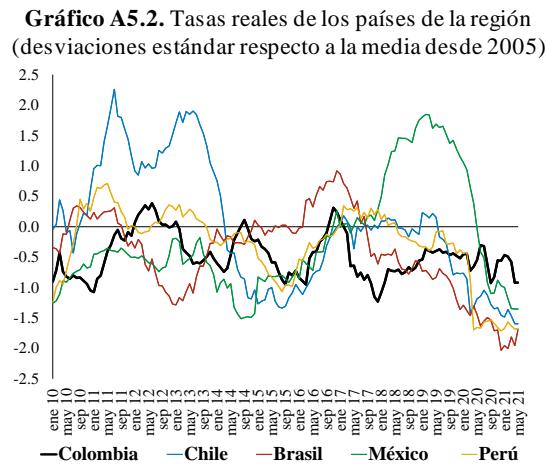
El Banco Central de India anunció de manera extraordinaria nuevas medidas con el fin de garantizar una adecuada liquidez en medio de la actual crisis, dentro de las cuales se destaca: *i*) la segunda ronda de compras de bonos gubernamentales por un monto de INR 350 mm (USD 4,7 mm) a partir del 20 de mayo de 2021; *ii*) un programa de Facilidad de Liquidez a Término (*Term Liquidity Facility*) por INR 500 mm (USD 6,8 mm) con el fin de apoyar la provisión de crédito de los bancos al sector salud (para aumentar la infraestructura y los servicios de salud relacionados con el Covid-19 en el país); *iii*) un esquema de operaciones repo de largo plazo (*Special Long-Term Repo Operations*; por 3 años) para bancos pequeños por INR 100 mm (USD 1,4 mm), el cual estará disponible hasta el 31 de octubre de 2021.

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. Adicionalmente, el Banco Nacional de la República Checa decidió mantener la tasa repo a dos semanas, la tasa de descuento y la tasa *lombard* en 0,25%, 0,05% y 1%, respectivamente, al tiempo que el de Egipto mantuvo su tasa de depósito *overnight*, su tasa de préstamos *overnight* y su tasa de operación principal (*main operation rate*) en 8,25%, 9,25%, y 8,75%, respectivamente. Los bancos centrales de Turquía (19%), Malasia (1,75%), Tailandia (0,5%), Polonia (0,1%), México (4%), Filipinas (2%), Serbia (1%), Chile (0,5%), Perú (0,25%), Sudáfrica (3,5%), Guatemala (1,75%), Honduras (3%) y Uruguay (4,5%) decidieron mantener su tasa de política monetaria inalterada. Por último, el Banco Central de Brasil la aumentó 75 pb a 3,5%.

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>27</sup> desde el año 2005. Se puede observar que en abril disminuyeron todos estos indicadores, al tiempo que, con los últimos datos disponibles, en lo corrido de mayo<sup>28</sup> este indicador aumentó para Brasil y no ha presentado variaciones para los demás países analizados. En todos los casos se ubica por debajo de su media histórica.



Fuente: Chicago Mercantile Exchange.



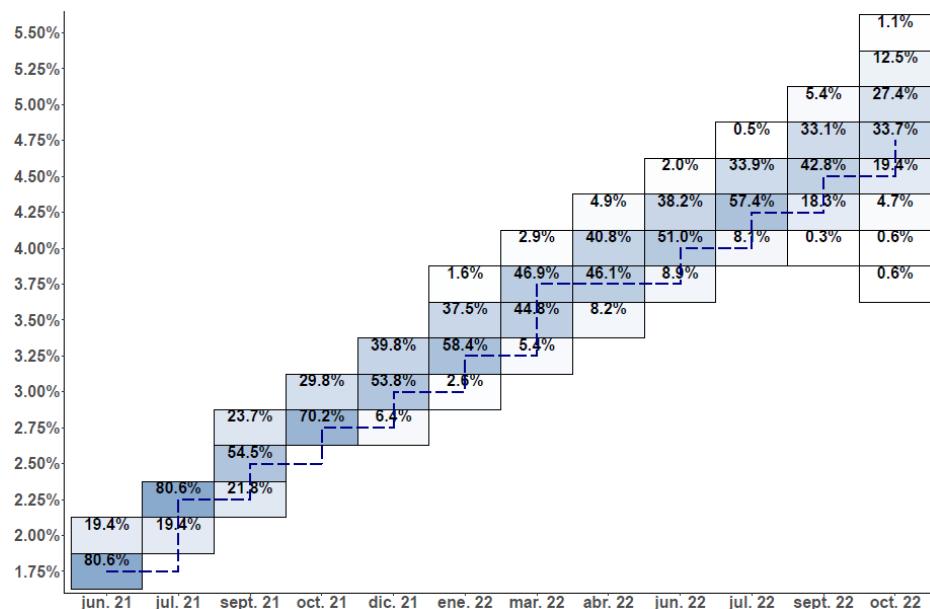
Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

<sup>27</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

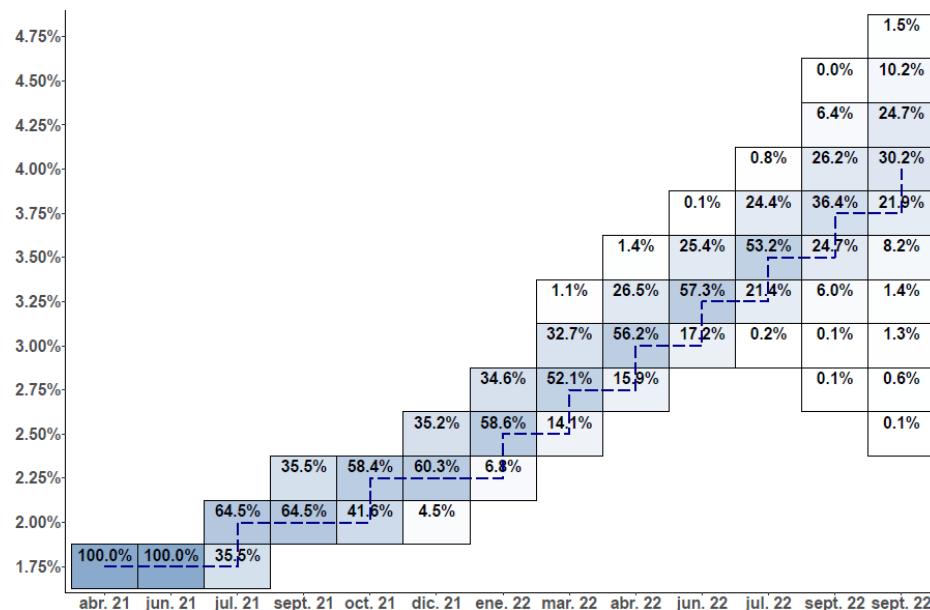
<sup>28</sup> Información al 21 de mayo con datos de inflación núcleo de abril.

**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)**

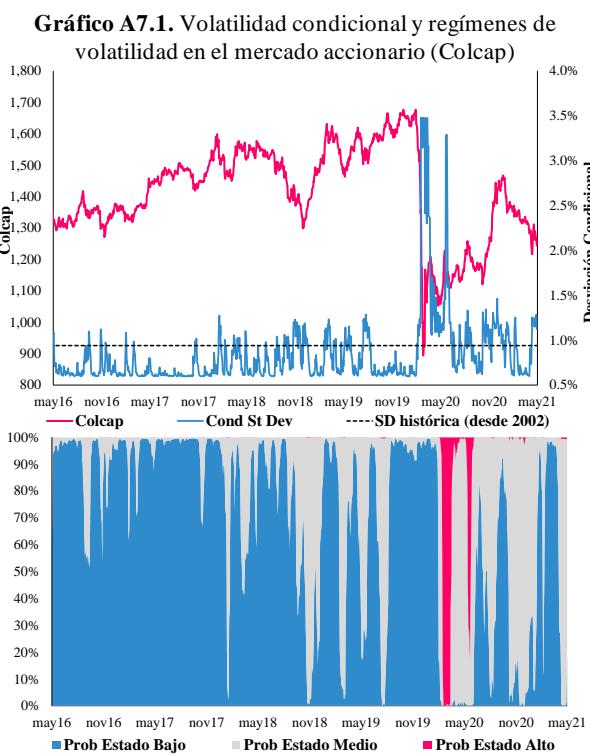
**Cuadro A6.1. Mes actual**



**Cuadro A6.2. 23 de abril de 2021**



## Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

reflejó la caída de las tasas activas y el aumento de las de los TES (activas -50 pb versus TES 42 pb), al tiempo que el comportamiento del *spread* de la cartera de consumo se explicó por el mayor aumento de las tasas activas (activas 55 pb versus TES 42 pb).

Entre el 30 de abril y el 24 de mayo de 2021 el COLCAP se desvalorizó 1,8%. Las acciones que tuvieron el peor desempeño durante el periodo fueron Banco de Bogotá (-12,7%), ETB (-7,3%) y GEB (-5,4%). En lo corrido de mayo, la volatilidad promedio del mercado accionario subió y el 21 de mayo el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1).

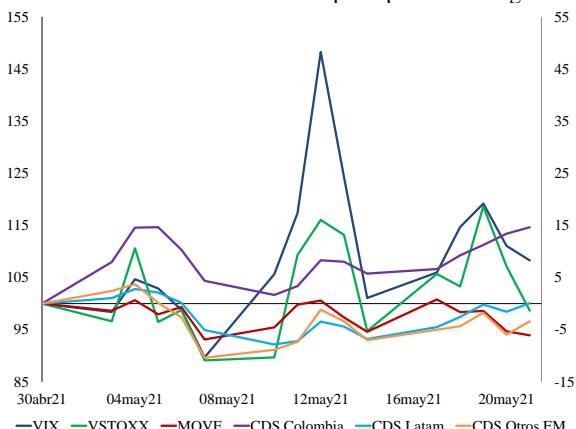
De acuerdo con la EOF, el 41,5% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia aumente (ant: 40%) durante los próximos tres meses, el 31,7% espera que se mantenga estable (45%), mientras que el 26,8% restante espera que disminuya (ant: 15%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 30% espera que aumente (ant: 40%), otro 30% que permanezca sin cambios (ant: 25%) y un 22,5% que disminuya (ant: 17,5%)<sup>29</sup>.

Con información al 14 de mayo, 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 -24 pb, -85 pb y 10 pb para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del margen para la cartera de tesorería reflejó la mayor caída de las tasas activas frente a la de los TES (activas -33 pb versus TES -8 pb), mientras que el de la cartera preferencial

<sup>29</sup> Al 17,5% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 17,5%).

## Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

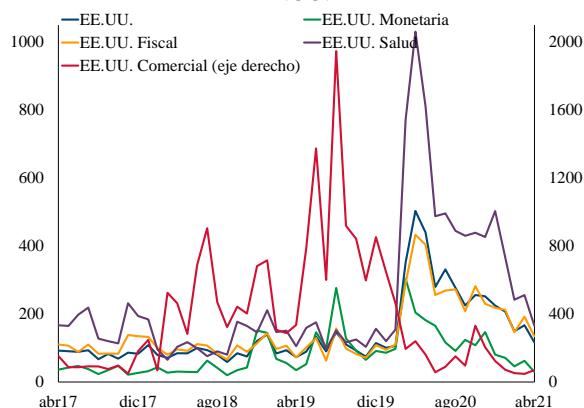
**Gráfico A8.1.** Indicadores de percepción de riesgo



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

Europa, estos indicadores también presentaron reducciones en Francia (obs: 186; ant: 258), Italia (obs: 134; ant: 175), Reino Unido (obs: 177; ant: 205) y Alemania (obs: 241; ant: 264), mientras que en España (obs: 115; ant: 117) se mantuvo estable (Gráficos A8.2 y A8.3).

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

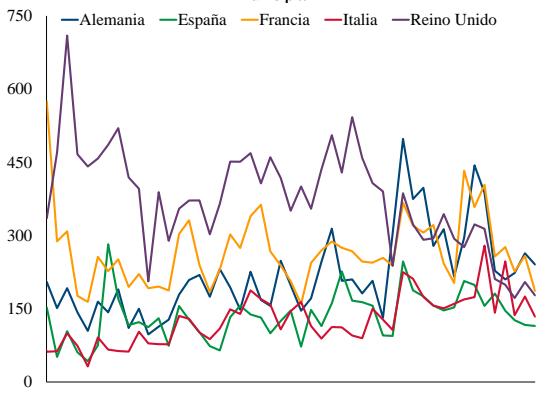


Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

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>30</sup>, el *Vstoxx*<sup>31</sup> y el *Move*<sup>32</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) disminuyó en EE.UU. al pasar de 167 en marzo a 117 en abril. Así mismo, los indicadores de política sanitaria (obs: 166; ant: 256), fiscal (obs: 135; ant: 192) y monetaria (obs: 30; ant: 63) presentaron reducciones, mientras que el indicador de política comercial (obs: 70; ant: 48) aumentó. En Europa, estos indicadores también presentaron reducciones en Francia (obs: 186; ant: 258), Italia (obs: 134; ant: 175), Reino Unido (obs: 177; ant: 205) y Alemania (obs: 241; ant: 264), mientras que en España (obs: 115; ant: 117) se mantuvo estable (Gráficos A8.2 y A8.3).

**Gráfico A8.3.** Incertidumbre en política económica en Europa



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

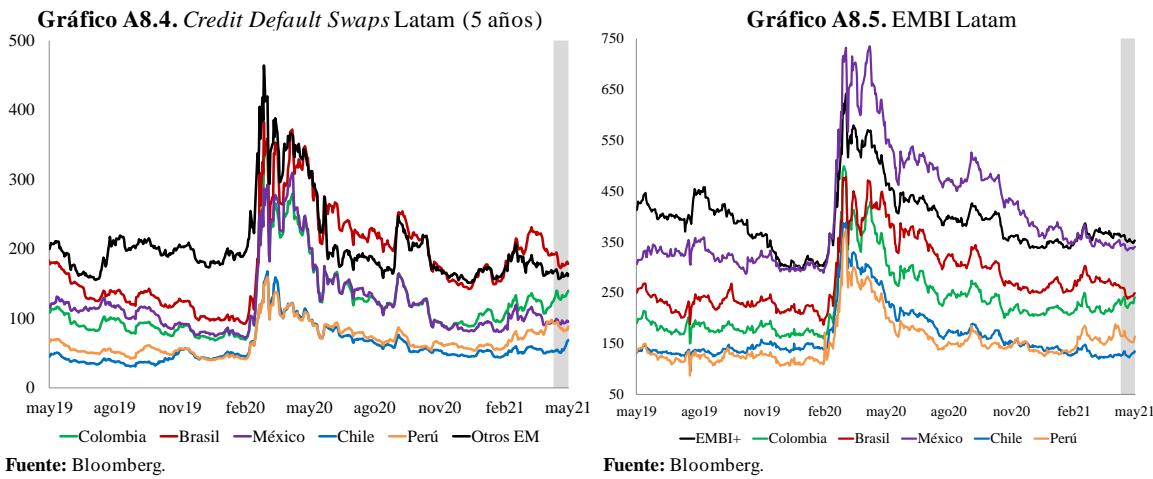
Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años y los índices EMBI<sup>33</sup> presentaron un comportamiento mixto. El CDS a 5 años aumentó 16 pb en Chile, 15 pb en Colombia y 1 pb en México, mientras que disminuyó 13 pb en Brasil y 4 pb en Perú. Por su parte, el EMBI aumentó 15 pb en Colombia y 8 pb en Chile, mientras que disminuyó 11 pb en Brasil, 2 pb en México y 1 pb en Perú (Gráficos A8.4 y A8.5). Luego de la decisión de S&P Global frente a la calificación crediticia de Colombia, el CDS de Colombia y el EMBI aumentaron 3 pb y 11 pb durante la semana. Para esas mismas fechas, el CDS aumentó 3 pb en Perú y 2 pb en Chile, mientras que disminuyó 3 pb en Brasil y 1 pb en México. Por su parte, el EMBI aumentó 9 pb en Perú, 4 pb en Brasil, 3 pb en Chile y 2 pb en México.

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

<sup>31</sup> El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

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

<sup>33</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.



Fuente: Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.

### Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

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

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

|                    | Inflación      |        |                           |         | Tasa de Política Monetaria |                           | Tasa de crecimiento del PIB |                           |         |                           |         |
|--------------------|----------------|--------|---------------------------|---------|----------------------------|---------------------------|-----------------------------|---------------------------|---------|---------------------------|---------|
|                    | Datos Abr 2021 |        | Esperada a Diciembre 2021 |         | Vigente                    | Esperada a Diciembre 2021 |                             | Últimos datos publicados* |         | Esperada a Diciembre 2021 |         |
|                    | Esp.           | Obs.   | Abr. 21                   | May. 21 |                            | Abr. 21                   | May. 21                     | Esp.                      | Obs.    | Abr. 21                   | May. 21 |
| <b>Colombia</b>    | 1,69%          | 1,95%  | 2,81%                     | 3,31%   | 1,75%                      | 1,89%                     | 1,97%                       | -4,50%                    | -3,60%  | 4,99%                     | 5,53%   |
| <b>Chile</b>       | 3,20%          | 3,30%  | 3,20%                     | 3,30%   | 0,50%                      | 0,50%                     | 0,50%                       | -0,40%                    | 0,01%   | 6,00%                     | 6,20%   |
| <b>México</b>      | 6,02%          | 6,08%  | 4,01%                     | 4,29%   | 4,00%                      | 3,93%                     | 3,99%                       | -4,48%                    | -4,31%  | 4,77%                     | 4,97%   |
| <b>Perú</b>        | 2,59%          | 2,38%  | 2,18%                     | 2,28%   | 0,25%                      | 0,34%                     | 0,33%                       | -3,20%                    | -1,70%  | 9,49%                     | 9,41%   |
| <b>Brasil</b>      | 6,74%          | 6,76%  | 4,92%                     | 5,24%   | 3,50%                      | 5,25%                     | 5,50%                       | -1,60%                    | -1,14%  | 3,04%                     | 3,52%   |
| <b>Ecuador</b>     | n.d.           | -1,47% | 0,86%                     | 0,88%   | n.d.                       | n.d.                      | n.d.                        | n.d.                      | -7,20%  | 3,34%                     | 3,23%   |
| <b>Argentina</b>   | 46,20%         | 36,30% | 46,00%                    | 47,31%  | 38,00%                     | 36,66%                    | 36,23%                      | -4,40%                    | -4,30%  | 6,17%                     | 6,10%   |
| <b>EE.UU.</b>      | 3,60%          | 1,20%  | 2,60%                     | 3,00%   | 0,25%                      | 0,25%                     | 0,25%                       | 4,10%                     | 4,30%   | 6,25%                     | 6,50%   |
| <b>India</b>       | 4,10%          | 4,29%  | 4,55%                     | 4,75%   | 4,00%                      | 4,05%                     | 4,04%                       | 0,60%                     | 0,41%   | 10,61%                    | 10,67%  |
| <b>Sudáfrica</b>   | 4,30%          | 4,40%  | 4,10%                     | 4,10%   | 3,50%                      | 3,60%                     | 3,55%                       | -4,60%                    | -4,10%  | 3,70%                     | 4,00%   |
| <b>China</b>       | 1,00%          | 0,90%  | 1,67%                     | 1,58%   | 2,20%                      | 2,21%                     | 2,22%                       | 6,20%                     | 6,50%   | 8,48%                     | 8,50%   |
| <b>Rusia</b>       | 5,60%          | 5,53%  | 5,10%                     | 5,10%   | 5,00%                      | 5,48%                     | 5,50%                       | -2,20%                    | -1,80%  | 3,00%                     | 3,20%   |
| <b>Turquía</b>     | 17,30%         | 17,14% | 14,85%                    | 15,15%  | 19,00%                     | 14,57%                    | 14,60%                      | 6,90%                     | 5,87%   | 5,00%                     | 4,80%   |
| <b>Noruega</b>     | 3,10%          | 3,00%  | 2,70%                     | 2,80%   | 0,00%                      | 0,25%                     | 0,25%                       | 1,30%                     | 2,00%   | 3,70%                     | 3,60%   |
| <b>Costa Rica</b>  | n.d.           | 1,21%  | 2,08%                     | 2,13%   | 0,75%                      | 1,33%                     | 1,19%                       | n.d.                      | -2,70%  | 3,20%                     | 3,13%   |
| <b>El Salvador</b> | n.d.           | -0,20% | 1,35%                     | 1,33%   | n.d.                       | n.d.                      | n.d.                        | n.d.                      | -2,30%  | 4,31%                     | 4,50%   |
| <b>Guatemala</b>   | n.d.           | 5,20%  | 3,96%                     | 3,97%   | 1,75%                      | 1,83%                     | 1,88%                       | n.d.                      | 3,00%   | 3,63%                     | 3,75%   |
| <b>Honduras</b>    | n.d.           | 4,00%  | 4,23%                     | 4,24%   | 3,00%                      | n.d.                      | n.d.                        | n.d.                      | 1,30%   | 5,74%                     | 5,24%   |
| <b>Panamá</b>      | n.d.           | -1,60% | 1,08%                     | 1,21%   | n.d.                       | n.d.                      | n.d.                        | n.d.                      | -10,90% | 9,19%                     | 10,38%  |
| <b>Paraguay</b>    | n.d.           | 2,50%  | 3,29%                     | 3,29%   | 0,75%                      | 1,12%                     | 1,08%                       | n.d.                      | 1,00%   | 3,91%                     | 3,91%   |

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

**Brasil:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 24 de mayo.

**Chile:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 10 de mayo.

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

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

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

\* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 4T20 con respecto al 4T19, excepto China, 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 anular.

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

\*\*\* La tasa de crecimiento del PIB de honduras es extraída del banco central de honduras.