



# 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

## 1. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Desde la última reunión de la JDBR (26 de febrero), y con información hasta el 19 de marzo, la inflación implícita (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR cambió -28 pb, -17 pb, -8 pb, 6 pb y 17 pb para los plazos a 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, el 19 de marzo el BEI se ubicó en 1,77%, 2,49%, 2,99%, 3,60% y 4,16% 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 UVR, superiores a las de los TES denominados en pesos del tramo corto pero inferiores a las observadas en los tramos medio y largo (Cuadro 1 y Gráficos 3, 4, 5 y 6). Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de febrero contra las tasas promedio de lo corrido de marzo, se observan variaciones del BEI de -15 pb, -9 pb, -2 pb, 9 pb y 18 pb para los tramos de 1, 2, 3, 5 y 10 años, respectivamente<sup>1</sup>.

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

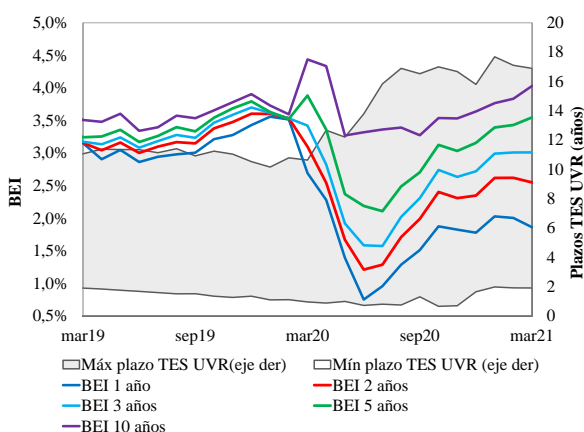
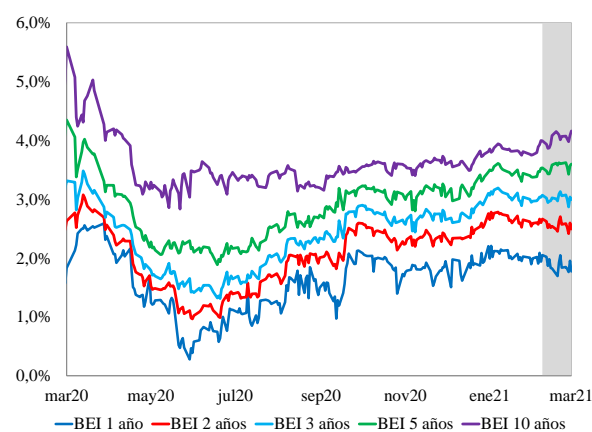


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



Fuentes: SEN y MEC. 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>26feb21</b>	2,10%	2,94%	3,65%	4,77%	6,44%	0,05%	0,28%	0,58%	1,23%	2,44%
<b>19mar21</b>	2,08%	3,17%	4,06%	5,36%	7,09%	0,31%	0,68%	1,06%	1,77%	2,93%
	<b>Variaciones pb</b>									
	<b>-2</b>	<b>23</b>	<b>40</b>	<b>59</b>	<b>65</b>	<b>26</b>	<b>40</b>	<b>48</b>	<b>53</b>	<b>49</b>
<b>Var. BEI</b>	<b>-28</b>	<b>-17</b>	<b>-8</b>	<b>6</b>	<b>17</b>					

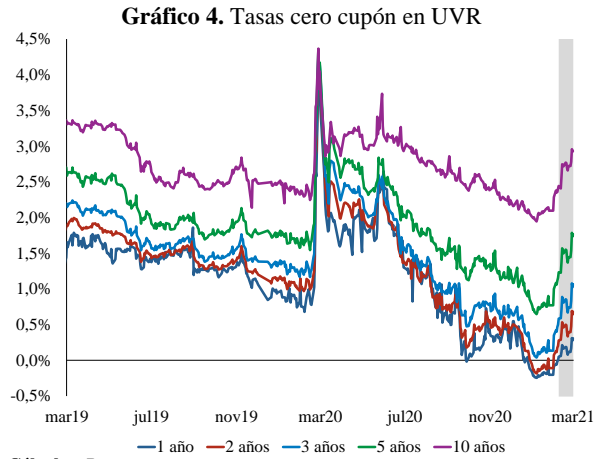
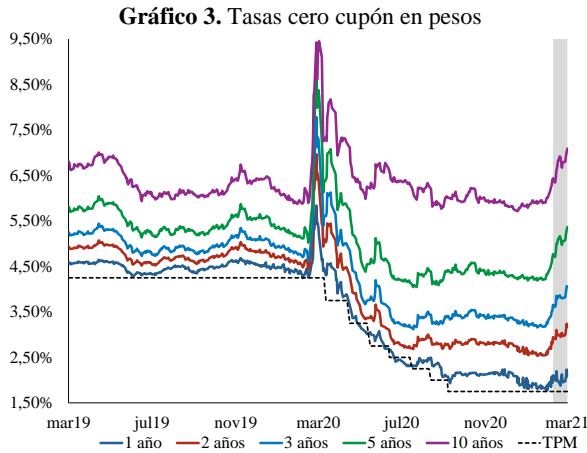
  

Promedios mensuales										
<b>feb21</b>	1,88%	2,63%	3,28%	4,34%	6,03%	-0,14%	-0,01%	0,24%	0,88%	2,18%
<b>mar21*</b>	2,03%	3,02%	3,84%	5,07%	6,77%	0,17%	0,47%	0,83%	1,52%	2,74%
	<b>Variaciones pb</b>									
	<b>16</b>	<b>40</b>	<b>56</b>	<b>73</b>	<b>74</b>	<b>31</b>	<b>49</b>	<b>58</b>	<b>64</b>	<b>56</b>
<b>Var. BEI</b>	<b>-15</b>	<b>-9</b>	<b>-2</b>	<b>9</b>	<b>18</b>					

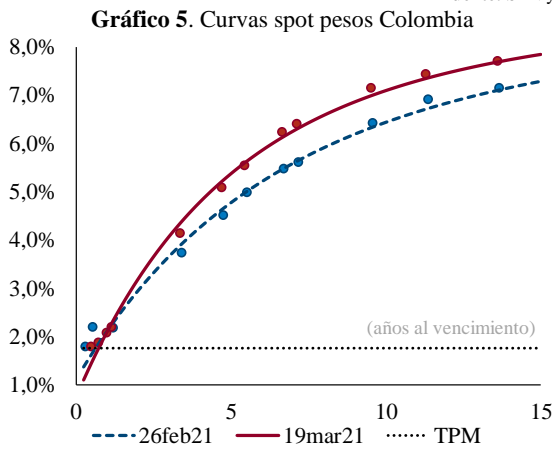
\*Información disponible al 19 de marzo de 2021.

Fuente: SEN y MEC. 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).

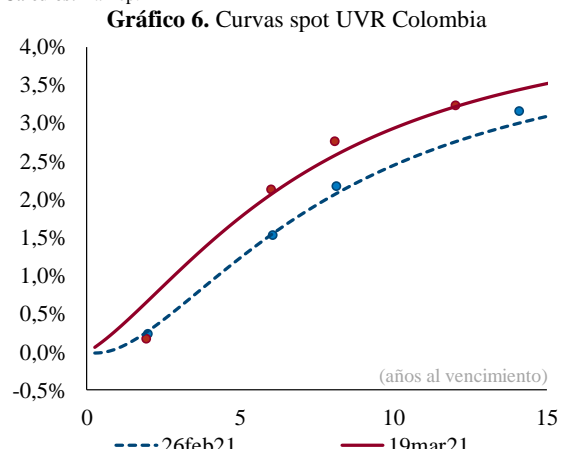


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.



Cambios en la curva por plazo			
2 años	3 años	5 años	10 años
23	40	59	65

Cifras en puntos básicos



Cambios en la curva por plazo			
2 años	3 años	5 años	10 años
40	48	53	49

Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Desde la última reunión de la JDBR, la pendiente 10 años - 2 años aumentó 42 pb para la curva de rendimientos de TES denominada en pesos, y 8 pb para la curva denominada en UVR. Este nivel de la pendiente no se observaba desde 2010 en el caso de la curva en pesos y desde 2015 en el caso de la curva en UVR (Gráficos 7 y 8).

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

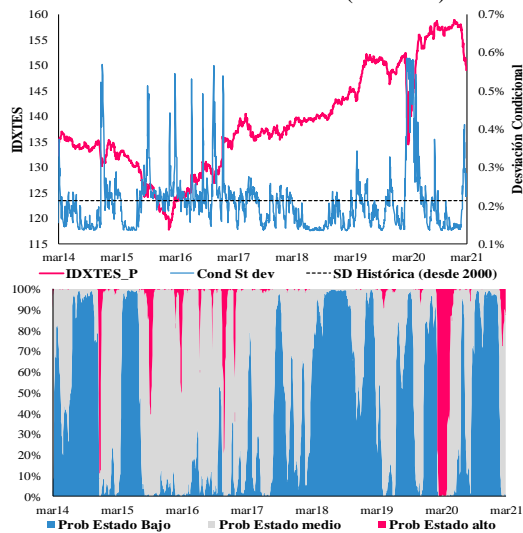


**Gráfico 8. Pendiente curva TES UVR (10-2 años) (p.b.)**



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

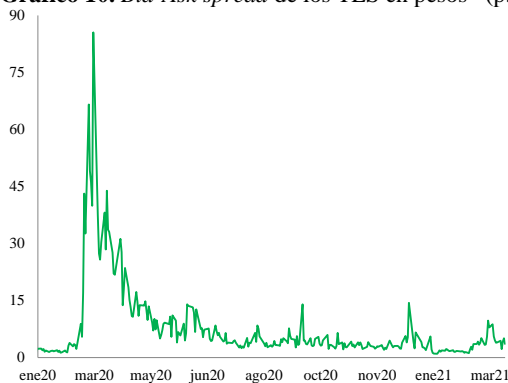
**Gráfico 9.** Volatilidad condicional y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



Fuente: Banco de la República, Cálculos: Banrep.

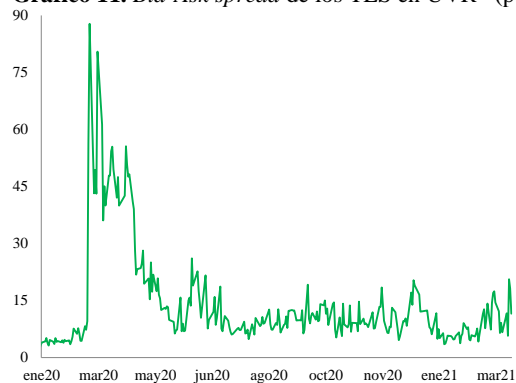
En lo corrido del mes de marzo la volatilidad en el mercado de TES aumentó y se ubicó en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 9). Respecto a la liquidez del mercado de TES, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio durante lo corrido de marzo se ubicó por encima de lo observado en febrero (Gráficos 10 y 11); al tiempo que la profundidad promedio de los TES en pesos y UVR disminuyó frente al 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 febrero, cuando los indicadores de liquidez se acercaban a niveles similares a los observados antes del comienzo de la pandemia.

**Gráfico 10.** Bid-Ask spread de los TES en pesos\* (p.b.)

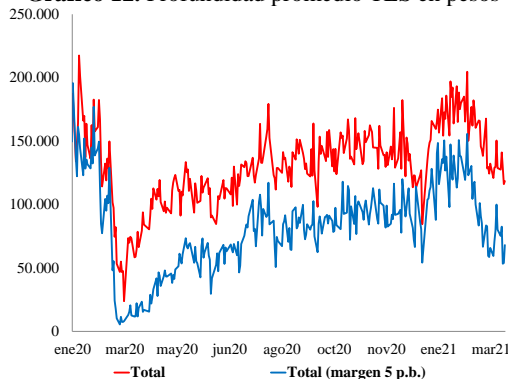


Fuente y Cálculos: Banrep. \*El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

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

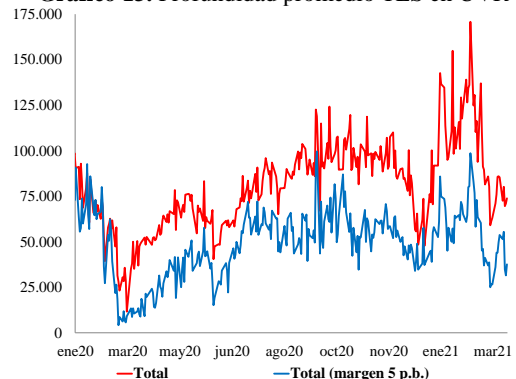


**Gráfico 12.** Profundidad promedio TES en pesos\*



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.

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

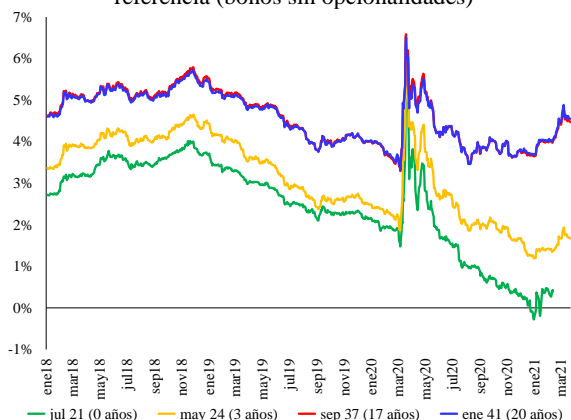


<sup>2</sup> Al 19 de marzo el BAS promedio se ubicó en 5,1 pb y 12,1 pb para los TES en pesos y UVR, respectivamente, frente a los niveles de 2,4 pb y 7,4 pb observados durante febrero. Durante este mismo periodo, la profundidad promedio del mercado de TES denominados en pesos y UVR disminuyó en \$38,5 mm y \$44,3 mm, respectivamente.

Luego de la última reunión de la JDBR, la curva de TES denominada en pesos continuó empujándose ante desvalorizaciones de los tramos medio y largo superiores a las del tramo corto. Estas desvalorizaciones, así como las observadas en los títulos de los demás países de la región, respondieron al empujamiento de la curva de *Treasuries* en EE.UU. Este empujamiento se ha dado desde mediados de febrero como consecuencia de las expectativas de una rápida recuperación económica en EE.UU. ante el buen ritmo de vacunación y la rápida reducción del número de casos de Covid-19, así como la aprobación del paquete de estímulo fiscal por USD 1,9 billones propuesto por el Gobierno Biden, la cual vendría acompañada de presiones inflacionarias. Adicionalmente, las desvalorizaciones de Colombia fueron superiores a las observadas en los demás países de la región. De acuerdo con analistas del mercado, lo anterior obedece a: *i*) la publicación del Plan Financiero 2021 que se sumó a la incertidumbre fiscal que ha venido afectando el desempeño de los TES durante los últimos meses<sup>3</sup> (Anexo 2); y *ii*) en menor medida la incertidumbre frente a la velocidad del plan de vacunación en comparación con otros países de la región<sup>4</sup>. Durante este periodo los agentes extranjeros dejaron de realizar ventas netas en el mercado de contado de TES en pesos y en lo corrido de marzo se ha observado una recomposición de su portafolio: compras en el corto plazo por \$995 mm, al tiempo que vendieron en los tramos medio y largo \$26 mm y \$827 mm, para un neto de compras netas de \$142 mm (Anexo 3).

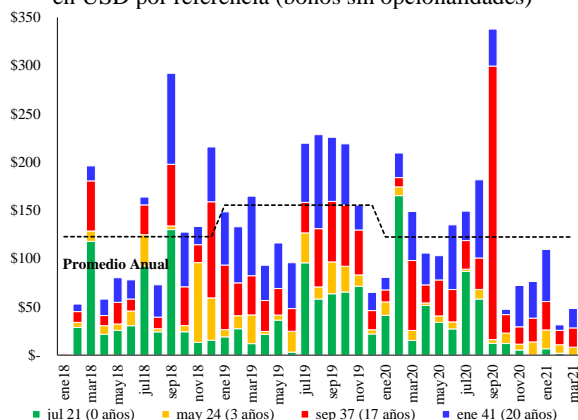
Por otro lado, la curva de TES en UVR también se empujó durante este periodo ante desvalorizaciones del tramo largo superiores a las del tramo corto, comportamiento que estuvo en línea con el desempeño de la curva de TES denominados en pesos. Las desvalorizaciones promedio de la curva UVR fueron superiores a las de la curva en pesos, lo cual pudo estar influenciado por el mayor deterioro de la liquidez de los títulos en UVR. El día posterior a la publicación del dato de inflación de febrero (1,56%), superior a lo estimado por el mercado (1,44%), los títulos UVR con vencimiento en 2023 y 2025 se valorizaron 4 pb y 18 pb, respectivamente.

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



**Fuente:** Bloomberg. No se presentan los rendimientos de los títulos con vencimiento en julio del 2021 para marzo del 2021 debido a la ausencia de registros de negociación y de estimaciones razonables de su valoración.

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



**Fuente:** Bloomberg. USD m. El dato del último mes corresponde a una aproximación con información al 19 de febrero 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>5</sup>. Desde el 26 de febrero, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 17 y 20 años presentaron variaciones de 0 pb, 0 pb y 4 pb, respectivamente. Este comportamiento estuvo en línea

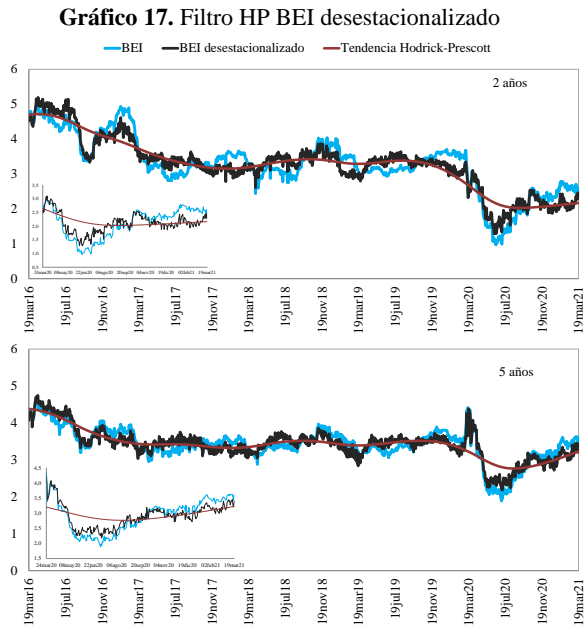
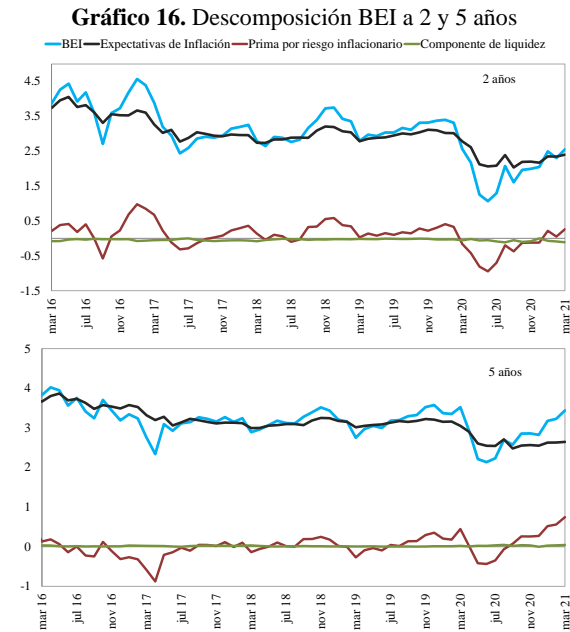
<sup>3</sup> De acuerdo con varios analistas, el mercado tomó de manera negativa la publicación del Plan Financiero 2021, dado que consideran que la meta de déficit fiscal para este año, junto con la mayor emisión de deuda necesaria para financiar este déficit, superaron las expectativas de la mediana del mercado.

<sup>4</sup> Al 24 de marzo, el 2,5% de la población colombiana ha recibido al menos una dosis de alguna vacuna contra el Covid-19. En Chile, esta cifra se ubica en 48%, seguido por Brasil y Argentina con 7,3%, México con 4,7% y Perú con 2,2%.

<sup>5</sup> Incluyendo únicamente aquellos sin opción de redención anticipada con alta liquidez.

con las curvas de la región<sup>6</sup>, pero estas desvalorizaciones se ubicaron por debajo de lo registrado en los TES pesos y UVR; lo anterior reflejó probablemente correcciones a las mayores desvalorizaciones de la deuda externa colombiana frente a la deuda local durante los primeros meses del 2021<sup>7</sup>. En cuanto a los montos negociados, en lo corrido de marzo estos fueron superiores a lo observado el mes anterior, aunque permanecen siendo bajos frente a su historia.

En el Gráfico 16, con información al 19 de marzo y tomando el último dato de cada mes, se presenta la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De esta manera, se espera que la inflación promedio para los próximos dos años sea 2,40% (ant: 2,19%) y para los próximos 5 años sea 2,65% (ant: 2,45%). Por su parte, las primas por riesgo inflacionario promedio subieron 21 pb y 19 pb y se ubicaron en 0,26% y 0,75% para los plazos a 2 y 5 años, respectivamente. En el Gráfico 17 se compara el BEI desestacionalizado a 2 y 5 años con su tendencia estimada de acuerdo con el filtro de *Hodrick-Prescott*. La tendencia presenta un repunte y refleja expectativas de inflación promedio para los próximos 2 y 5 años de 2,17% (ant: 2,10%) y 3,23% (ant: 3,08%), respectivamente.



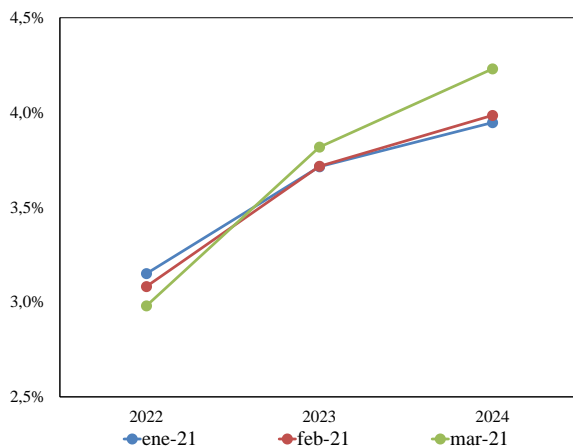
El Gráfico 18 muestra la estimación de la inflación anual para los años 2022, 2023 y 2024, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI) –utilizando el cambio en el BEI promedio mensual-, la cual corresponde a 2,98%, 3,82% y 4,23%, respectivamente<sup>8</sup>. Por otro lado, respecto a la última reunión de la JDBR, las primas a término de los TES en pesos subieron 49 pb y 50 pb para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente. En cuanto a las tasas neutras al riesgo, éstas aumentaron 12 pb y 7 pb, y se ubicaron en 2,67% y 3,45% para los plazos a 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 19).

<sup>6</sup> En lo corrido de marzo del 2021, las tasas genéricas de la deuda externa denominada en dólares a 10 años presentaron variaciones de 15 pb, 24 pb, 13 pb y 11 pb para Brasil, Perú, México y Colombia, respectivamente.

<sup>7</sup> Al comparar las tasas promedio mensual de la deuda local (TES pesos) y la deuda externa denominada en dólares a 10 años (tasa genérica), se encuentra que la deuda local en enero y febrero se desvalorizó 15 pb mientras que la deuda externa, 39 pb.

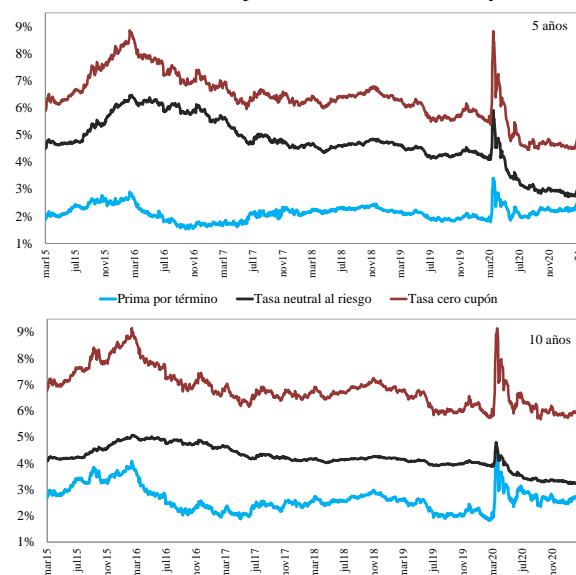
<sup>8</sup> Frente a las estimaciones del mes anterior, la inflación esperada para 2022 pasó de 3,08% a 2,98%, para 2023 de 3,72% a 3,82% y para 2024 de 3,98% a 4,23%.

**Gráfico 18.** Inflación esperada a fin de año (FBEI)



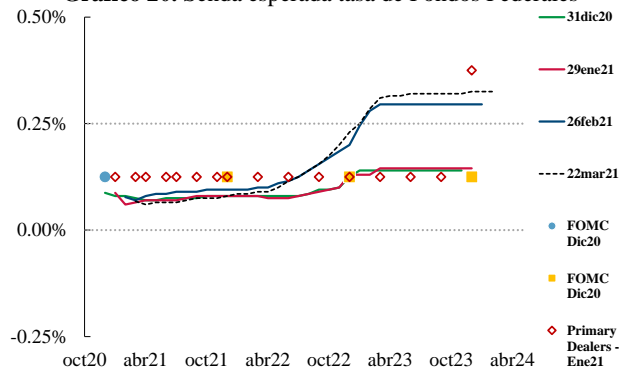
Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

**Gráfico 19.** Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

**Gráfico 20.** Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

2021 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 aumentó durante lo corrido del mes (Cuadro 2 y Anexo 5<sup>10</sup>).

**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%
26feb21	98%	2%	0%
22mar21	87%	12%	1%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange. \*Rango actual.

Frente a lo observado el 26 de febrero 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 del mismo. La tasa esperada para diciembre de 2021 pasó de 0,095% el 26 de febrero a 0,080% el 22 de marzo (Gráfico 20). Adicionalmente, según el CME<sup>9</sup>, si bien la probabilidad de que el rango de tasas de los Fondos Federales se ubique en diciembre del

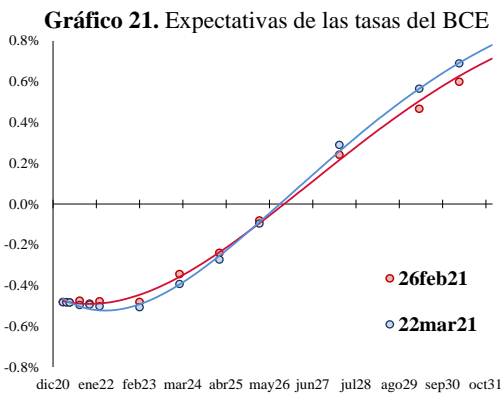
El 17 de marzo la Reserva Federal actualizó sus proyecciones económicas. En estas se evidencia en general mejores perspectivas sobre la recuperación de la economía estadounidense, frente a sus estimaciones de diciembre del 2020:

<sup>9</sup> Por sus siglas en inglés, *Chicago Mercantile Exchange*.

<sup>10</sup> Específicamente, el Gráfico A5.3 presenta la evolución diaria de estas probabilidades.

- La tasa de crecimiento esperada para 2021 y 2022 aumentó a 6,5% y 3,3%, respectivamente (desde 4,2% y 3,2%, respectivamente), al tiempo que su pronóstico para 2023 se redujo de 2,4% a 2,2% y para el largo plazo (LP) se mantuvo en 1,8%.
- La tasa de desempleo esperada para 2021, 2022, 2023 y el LP disminuyó a 4,5%, 3,9%, 3,5% y 4,0%, en su orden (desde 5%, 4,2%, 3,7% y 4,1%, respectivamente).
- La inflación PCE esperada para 2021, 2022 y 2023 aumentó a 2,4%, 2%, y 2,1%, respectivamente (desde 1,8%, 1,9% y 2%, respectivamente). Para el LP continuó ubicándose en 2%.
- La inflación PCE núcleo esperada para 2021, 2022 y 2023 también aumentó a 2,2%, 2% y 2,1%, respectivamente (desde 1,8%, 1,9% y 2%, respectivamente).
- Por último, la mediana de la tasa de los fondos federales se mantuvo estable en el nivel actual hasta 2023 y en 2,5% en el largo plazo. Sin embargo, el número de participantes del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) que prevén un rango superior al actual en 2023 aumentó de 5 en diciembre a 7.

Los días posteriores a la reunión del 17 de marzo, los mercados se caracterizaron por preocupaciones inflacionarias generadas por la percepción de relajamiento de la Reserva Federal frente al riesgo de un posible recalentamiento económico, después de que Powell anunciara que va a esperar a confirmar un fortalecimiento económico antes de señalar un cambio en su política monetaria, y que no lo hará por un cambio en los pronósticos. Adicionalmente, hubo preocupaciones por falta de claridad de los objetivos de la política monetaria, debido a que la Reserva Federal no especificó hasta qué nivel está dispuesta a permitir un incremento de la inflación por encima del 2%, ni durante cuánto tiempo éste sería tolerado.

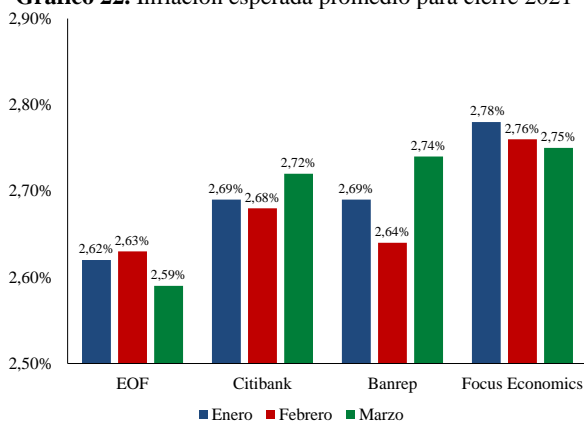
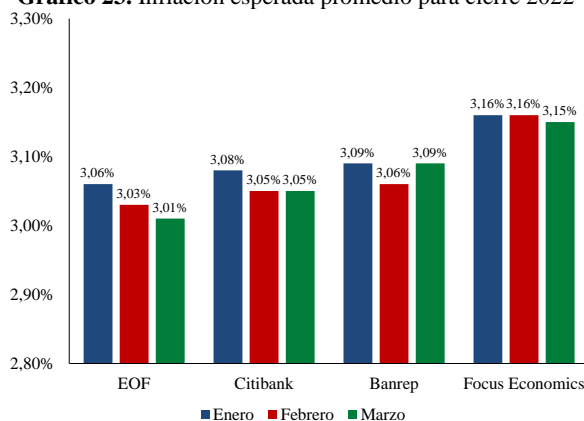


(3,08%).

En cuanto a las expectativas de la tasa interbancaria europea, el mercado continúa anticipando que la tasa retornará a terreno positivo en el 3T26, con base en los futuros del índice *Eonia* (Gráfico 21).

En Colombia, el promedio de las encuestas de expectativas de inflación de marzo se mantuvo estable para 2021 (obs: 2,7%; ant: 2,68%) y 2022 (obs: 3,08%; ant: 3,08%; Gráficos 22 y 23). Por otro lado, de acuerdo con la encuesta del Banco de la República (Banrep) la inflación esperada a dos años (marzo de 2023) se ubicó en 3,12%, por encima de la proyectada el mes anterior para febrero de 2023



**Gráfico 22.** Inflación esperada promedio para cierre 2021**Gráfico 23.** Inflación esperada promedio para cierre 2022

**Fuente:** Encuesta de Opinión Financiera (EOF), Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de marzo con encuestas recolectadas entre el 9 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de marzo. La encuesta del Banrep se realizó entre el 7 y el 10 de marzo. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 16 de marzo, con encuestas realizadas entre el 9 y 14 del mismo mes.

En conclusión, las encuestas reflejan expectativas de inflación para 2021 y 2022 similares a las observadas en febrero, en línea con la relativa estabilidad del componente tendencial del BEI de corto plazo. De acuerdo con analistas del mercado, los aumentos del BEI de mediano y largo plazo se explican por una mayor prima de riesgo inflacionario. Se destaca que los movimientos del BEI pudieron estar también influenciados por el deterioro en la liquidez que han presentado los títulos durante el último mes, en mayor medida los títulos en UVR.

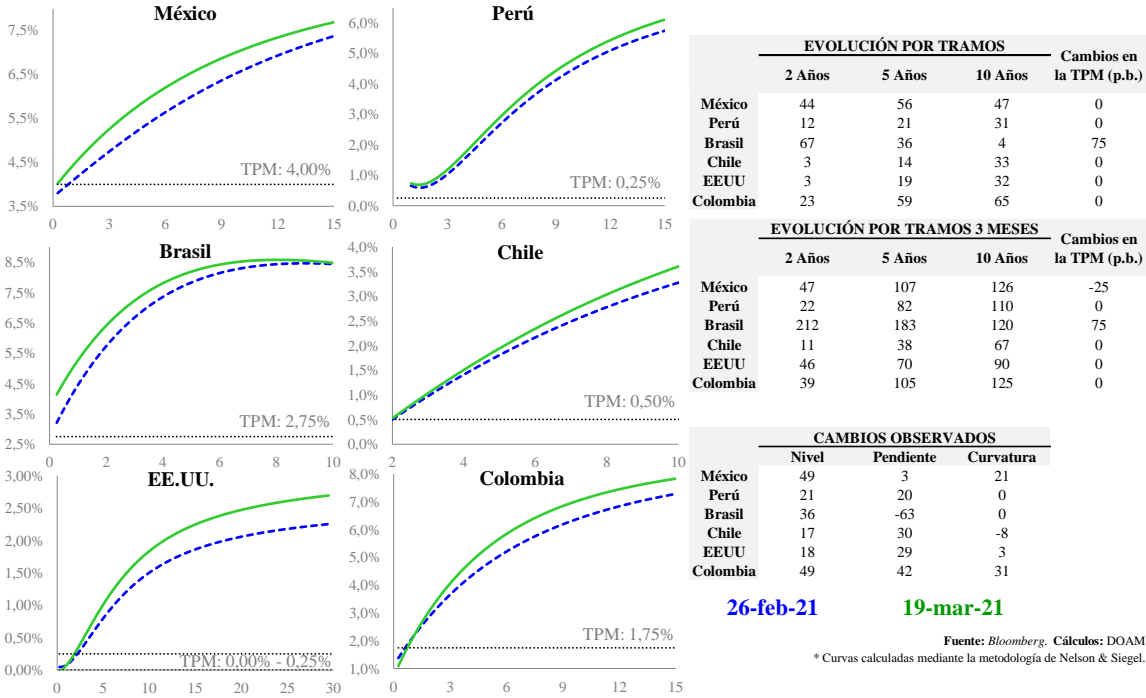
### ***Comportamiento de los mercados de deuda pública en la región***

De manera análoga a lo observado en Colombia, desde la última reunión de la JDBR la mayoría de las curvas de deuda pública de la región continuaron presentando empinamientos, en línea con la curva de *Treasuries* en EE.UU. En el caso de México, el tramo corto de la curva también presentó desvalorizaciones importantes ante las recientes presiones inflacionarias, las cuales han generado expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva frente a la proyectada anteriormente por los analistas.

Por el contrario, la curva de Brasil se aplanó ante mayores desvalorizaciones del tramo corto frente a las observadas en el tramo medio. Estas desvalorizaciones también se explican por las recientes presiones inflacionarias, lo que ha generado expectativas de aumentos de la tasa de política por parte del Banco Central de Brasil (BCB). El primero de estos aumentos se dio durante la reunión del 17 de marzo (obs: 2,75%; esp: 2,5%; ant: 2%). Por el contrario, el tramo largo se mantuvo relativamente estable, luego del mal desempeño que había presentado durante los últimos meses ante las preocupaciones frente a un exceso del gasto gubernamental para hacer frente a las necesidades producto de la pandemia. Este tramo de la curva también se vio favorecido por el respaldo que dio el Congreso a las medidas compensatorias propuestas por el ministro Guedes<sup>11</sup>, con el fin de reducir la carga fiscal del nuevo plan de gasto de emergencia (Gráfico 24; Anexo 4).

<sup>11</sup> El ministro de economía, Paulo Guedes, logró incluir dentro del plan de gasto de emergencia ahorros fiscales que compensen el mayor gasto en que incurriría el Gobierno con el fin de atender la pandemia. Dentro de estos ahorros se encuentran el congelamiento de los salarios de los empleados públicos y el anclaje del crecimiento de los gastos obligatorios a la inflación.

**Gráfico 24.** Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE.UU. desde la última reunión de la JDBR



El Gráfico 25 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 42 pb hasta ubicarse en 391 pb. Por su parte, las pendientes de Chile (296 pb), EE.UU. (159 pb), Perú (393 pb) y México (229 pb) aumentaron 30 pb, 29 pb, 20 pb y 3 pb, respectivamente, mientras que la pendiente de Brasil (198 pb) disminuyó 63 pb.

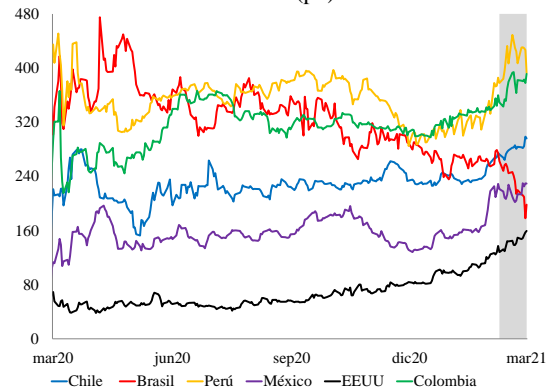
## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO

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*).

### Expectativas de TPM

Las encuestas indican que los agentes esperan que la JDBR mantendrá inalterada la TPM durante su reunión de marzo. Primero, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)<sup>12</sup> el 100% de los encuestados estima que la tasa se mantendrá inalterada en marzo. En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg<sup>13</sup>, los 17 analistas encuestados esperan que la TPM se mantenga inalterada. Por último, según las encuestas de analistas de mercados financieros de Anif y Citibank<sup>14</sup>, de las 34 entidades encuestadas el 91% no espera ni recomienda cambios en la TPM, al tiempo que el 9% restante no espera cambios, pero recomienda un recorte de 25 pb (Gráfico 26 y Anexo 1).

**Gráfico 25.** Pendiente curva cero cupón Latam y EE.UU. (pb)



**Fuentes:** Bloomberg, SEN y MEC. **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.

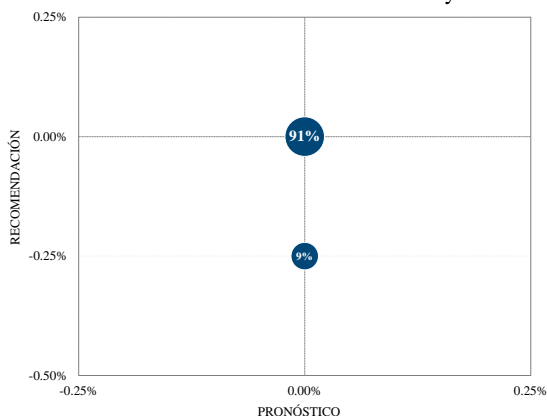
<sup>12</sup> Publicada el 23 de marzo. Datos recolectados entre el 9 y el 17 de marzo.

<sup>13</sup> Datos al 23 de marzo.

<sup>14</sup> Recibidas el 23 y 24 de marzo, respectivamente.

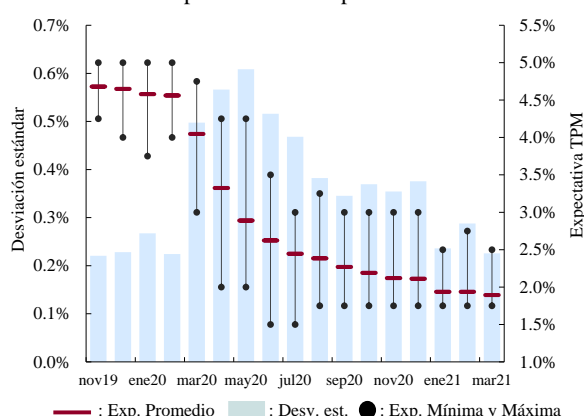
Por su parte, en el Gráfico 27 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2021 de acuerdo con la encuesta de Citibank, donde se observa que entre febrero y marzo la tasa promedio esperada disminuyó de 1,94% a 1,89%.

**Gráfico 26.** Encuestas sobre TPM de Anif y Citibank



Fuente: Citibank.

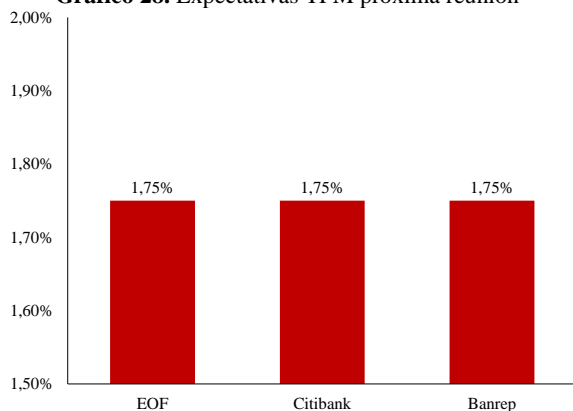
**Gráfico 27.** Expectativas TPM para diciembre de 2021



Fuente: Encuesta Citibank.

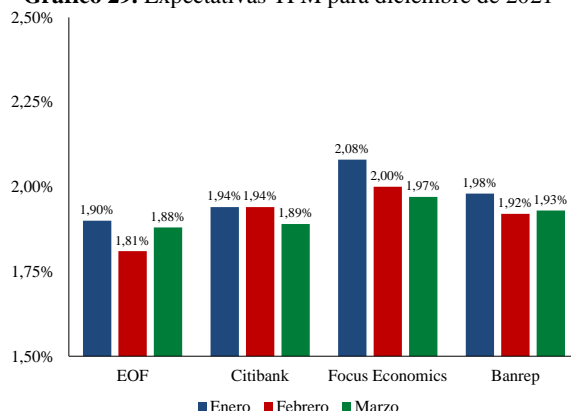
En los Gráficos 28 y 29 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y la de diciembre de 2021. En estas se observa que: *i*) los agentes esperan que no haya cambios de la TPM durante la reunión de marzo; y *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2021 se mantuvo estable en 1,92%.

**Gráfico 28.** Expectativas TPM próxima reunión



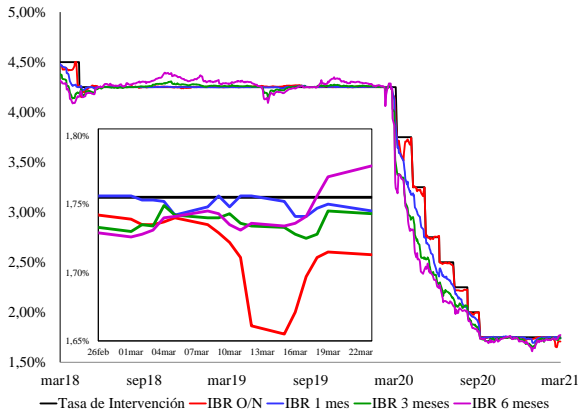
Fuente: EOF, Citibank, Banrep y Focus Economics. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de marzo con encuestas recolectadas entre el 9 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 23 de marzo. La encuesta del Banrep se realizó entre el 7 y el 10 de marzo. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 16 de marzo, con encuestas realizadas entre el 9 y el 14 del mismo mes.

**Gráfico 29.** Expectativas TPM para diciembre de 2021



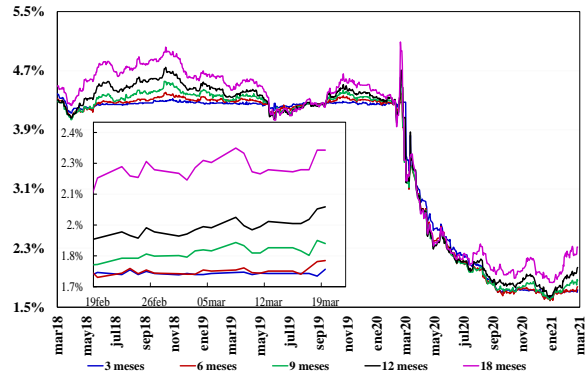
En cuanto al mercado monetario, el Gráfico 30 muestra la tasa de intervención del Banrep, el IBR *overnight* (O/N) y el de los plazos a 1, 3 y 6 meses. El día posterior a la reunión de la JDBR de febrero de 2021, donde se mantuvo la TPM en 1,75%, estas tasas permanecieron estables. Desde entonces, las tasas O/N y a 1 mes han disminuido 3 pb y 1 pb, respectivamente, mientras que las tasas a 3 y 6 meses han aumentado 1 pb y 5 pb, en orden. Así, el 23 de marzo las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses se ubicaron en 1,71%, 1,74%, 1,74% y 1,77%, en su orden.

**Gráfico 30. Tasa de intervención y tasas IBR**



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

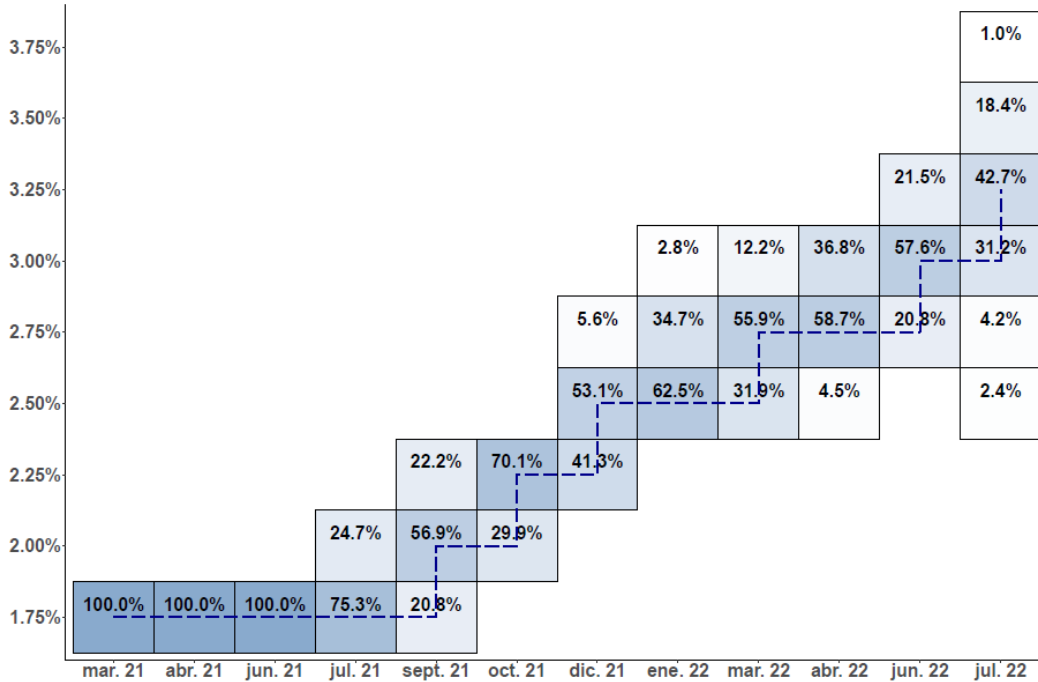
**Gráfico 31. Tasas OIS**



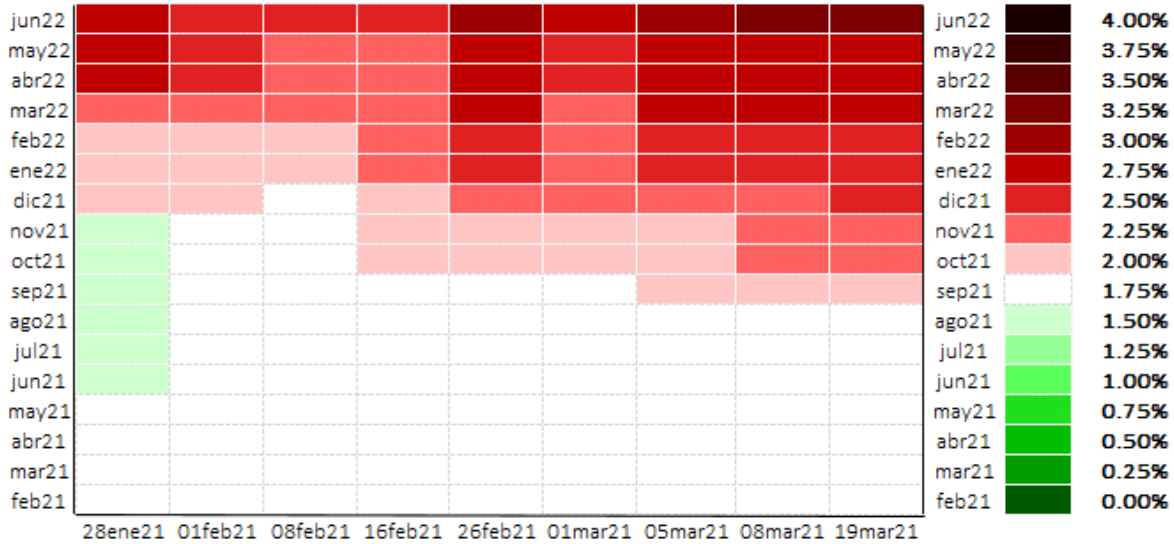
Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

En cuanto a las tasas del mercado OIS, el Gráfico 31 muestra las tasas a 3, 6, 9, 12 y 18 meses. Desde el día posterior a la reunión de la JDBR de febrero y hasta el 19 de marzo, las tasas OIS a 3, 6, 9, 12 y 18 meses subieron 3 pb, 6 pb, 6 pb, 14 pb y 11 pb, y se ubicaron en 1,73%, 1,78%, 1,86%, 2,04% y 2,31%, respectivamente. Según analistas de mercado, estas tasas están respondieron al empinamiento de la curva de *Treasuries* en EE.UU.

**Gráfico 32. Tasa de política monetaria implícita – OIS**



**Gráfico 33. Evolución de expectativas TPM – OIS**



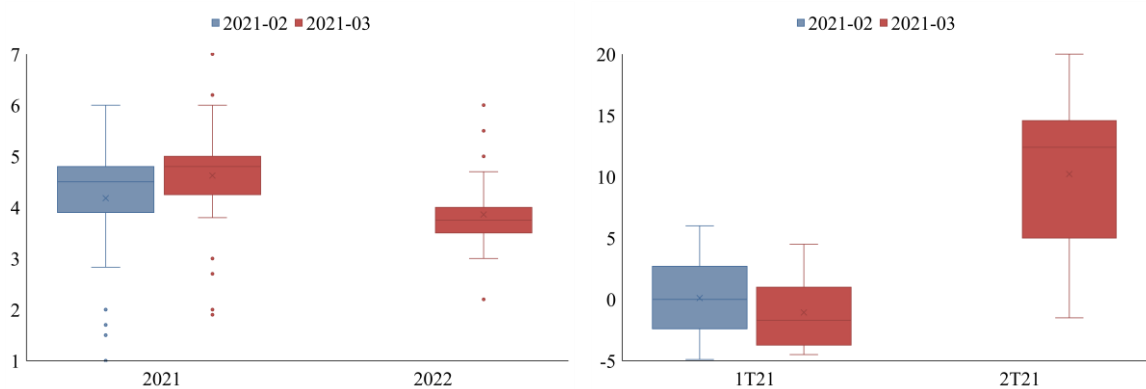
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

En el Gráfico 33 se observa que, después de la reunión de la JDBR de febrero, el mercado anticipaba aumentos de 25 pb de la TPM durante las reuniones de octubre y diciembre de 2021, y abril y junio de 2022. Una vez se conoció el dato de inflación, el cual estuvo por encima de lo descontado por el mercado, las expectativas de TPM se tornaron menos expansivas frente a lo observado el 5 de marzo, trasladando el segundo aumento de diciembre de 2021 a octubre de 2021. Posteriormente, en línea con el empinamiento de la curva de *Treasuries* en EE.UU, las tasas OIS aumentaron y al 19 de marzo se espera que la TPM permanezca inalterada hasta septiembre de 2021, en donde el escenario más probable es un aumento de 25 pb y luego se espera que aumente nuevamente en 25 pb durante las reuniones de octubre y diciembre de 2021, y marzo y junio de 2022 (Gráficos 32, 33 y Anexo 6).

**Expectativas de crecimiento económico**

En el Gráfico 34 se observa que, de acuerdo con la EOF, respecto a lo que se esperaba el mes anterior, los analistas financieros disminuyeron sus expectativas de crecimiento para el 1T21 a -1,7% (ant: 0%) pero las aumentaron para el 2T21 a 4,8% (ant: 4,5%). Para el 2T21 y 2022, los mismos analistas proyectan un crecimiento de 12,4% y 3,75%, respectivamente.

**Gráfico 34. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)**



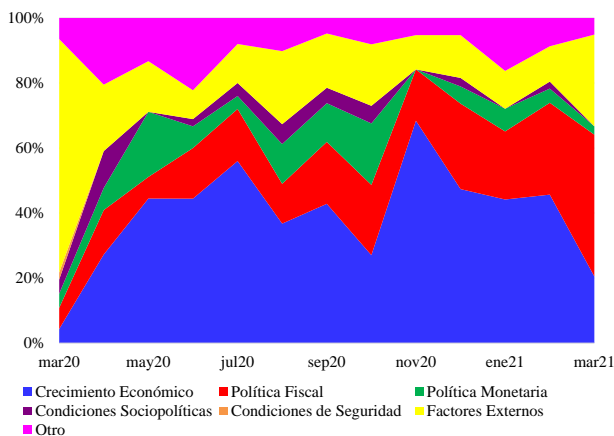
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: Banrep. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

El 19 de marzo S&P Global actualizó al alza su expectativa de crecimiento de la economía colombiana para 2021 de 5,1% a 6%. Para 2022 y 2023, la firma espera que la economía crezca 4,6% y 3,8%, respectivamente. Posteriormente, el 20 de marzo, Eric Parrado, economista jefe del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) afirmó que la economía crecería más de 5% durante 2021. Finalmente, el 24 de marzo el Fondo Monetario Internacional (FMI) también actualizó al alza su pronóstico de crecimiento para 2021 de 4,6% a 5,1%. Para 2022, el FMI estima que la economía colombiana crezca 3,6%.

### Información adicional extraída de la EOF

Los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en el 2024 presenten una valorización cercana a 19 pb (ant: valorizaciones de 1 pb)<sup>15</sup>. Con respecto al COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses éste registre una valorización cercana a 1% (anterior: valorizaciones de 3%).

**Gráfico 35.** Factores relevantes para tomar decisiones de inversión - EOF



Ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 44% resaltó la política fiscal (ant: 28%), un 28% los factores externos (ant: 11%), un 21% el crecimiento económico (ant: 46%), un 5% otros factores (ant: 9%), mientras que el 3% restante mencionó la política monetaria (ant: 4%). Los agentes que respondieron otros factores mencionaron la política monetaria en EE.UU. (Gráfico 35).

### Expectativas macroeconómicas de otros países

Las expectativas de crecimiento económico para 2021 disminuyeron en Brasil y Guatemala, se mantuvieron constantes en Rusia y aumentaron en el resto de los países analizados. Los datos de inflación de febrero se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado en Chile, Argentina, EE.UU. y Sudáfrica, y por encima en los demás países de la muestra. Las expectativas de inflación para diciembre de 2021 disminuyeron en Ecuador, Argentina, India, China, Guatemala y Panamá, permanecieron estables en Chile, y aumentaron para el resto de los países. En cuanto a las expectativas de TPM para diciembre de 2021, estas disminuyeron en Perú, Argentina, EE.UU., China, Costa Rica y Paraguay, se mantuvieron estables en Chile, Sudáfrica y Honduras, y aumentaron en los demás países. En Colombia, la inflación observada en febrero resultó superior a las expectativas del mercado, y de acuerdo con la última encuesta publicada, aumentaron levemente las expectativas de inflación junto con las proyecciones de crecimiento para diciembre de 2021, mientras que las expectativas de tasa de política monetaria se redujeron levemente (Cuadro 4).

Las expectativas de crecimiento económico para 2021 disminuyeron en Brasil y Guatemala, se mantuvieron constantes en Rusia y aumentaron en el resto de los países analizados.

<sup>15</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.

**Cuadro 4. Expectativas macroeconómicas**

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Feb 2020		Esperada a Diciembre 2021		Vigente	Esperada a Diciembre 2021		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2021	
	Esp.	Obs.	Ene. 21	Feb. 21		Ene. 21	Feb. 21	Esp.	Obs.	Ene. 21	Feb. 21
Colombia	1,44%	1,56%	2,68%	2,72%	1,75%	1,94%	1,89%	-9,00%	-8,50%	4,77%	4,87%
Chile	3,10%	2,80%	3,20%	3,20%	0,50%	0,50%	0,50%	-9,20%	-9,00%	5,20%	5,30%
México	3,75%	3,76%	3,60%	3,75%	4,00%	3,71%	3,76%	-8,60%	-8,61%	4,04%	4,30%
Perú	1,80%	2,40%	2,00%	2,01%	0,25%	0,38%	0,34%	-9,80%	-9,00%	9,48%	9,53%
Brasil	5,04%	5,20%	3,82%	4,60%	2,75%	4,00%	4,50%	-3,50%	-3,90%	3,29%	3,23%
Ecuador	n.d.	-0,81%	0,93%	0,90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-8,80%	3,48%	3,50%
Argentina	40,55%	36,30%	47,67%	46,39%	38,00%	37,24%	36,93%	-10,70%	-10,20%	5,24%	5,78%
EE.UU.	1,70%	1,20%	2,20%	2,40%	0% - 0,25%	0,30%	0,25%	33,10%	33,40%	4,90%	5,60%
India	5,00%	5,03%	4,61%	4,54%	4,00%	3,95%	3,97%	-8,20%	-7,35%	9,75%	9,99%
Sudáfrica	3,10%	2,90%	3,80%	4,10%	3,50%	3,55%	3,55%	-7,50%	-6,20%	3,50%	3,55%
China	-0,30%	-0,20%	1,68%	1,64%	2,20%	2,28%	2,21%	5,50%	4,90%	8,40%	8,44%
Rusia	5,50%	5,67%	4,05%	4,50%	4,50%	4,33%	4,35%	-3,40%	-3,40%	3,00%	3,00%
Turquía	15,40%	15,61%	13,55%	14,00%	19,00%	13,98%	14,00%	4,75%	6,29%	4,00%	4,50%
Noruega	3,10%	3,30%	2,45%	2,50%	0,00%	0,10%	0,25%	5,20%	5,00%	3,50%	3,70%
Costa Rica	n.d.	0,41%	2,08%	2,11%	0,75%	1,33%	1,25%	n.d.	-7,20%	3,10%	3,12%
El Salvador	n.d.	-0,20%	0,91%	1,06%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-10,20%	3,87%	4,04%
Guatemala	n.d.	6,00%	4,11%	3,93%	1,75%	1,79%	1,88%	n.d.	-1,88%	3,51%	3,44%
Honduras	n.d.	3,90%	4,09%	4,17%	3,00%	3,00%	3,00%	n.d.	-7,90%	5,15%	5,52%
Panamá	n.d.	-1,60%	1,16%	1,15%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-23,60%	7,84%	8,65%
Paraguay	n.d.	2,50%	2,87%	2,50%	0,75%	1,62%	1,45%	n.d.	1,60%	3,99%	4,11%

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

**Brasil:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 15 de marzo.

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

**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 marzo.

\* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 4T20 con respecto al 4T19, excepto para Ecuador, Rusia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Paraguay, cuya información corresponde al 3T20. Para EE.UU. el dato del trimestre es anualizado respecto al trimestre inmediatamente anterior. Para Noruega, el dato corresponde a la variación trimestral sin anualizar.

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

### 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Entre enero y febrero, con datos definitivos, el IDOAM disminuyó principalmente por el repunte de la confianza de los consumidores, industrial y comercial, el menor margen entre las tasas activas y las de los TES, la menor volatilidad en el mercado accionario y el mayor crecimiento esperado según la EOF. Con datos preliminares para marzo (EOF<sup>16</sup>, volatilidades<sup>17</sup> y márgenes crediticios<sup>18</sup>) este indicador se mantuvo relativamente estable toda vez que la reducción de los márgenes entre las tasas activas y las de los TES para las carteras preferencial y de consumo, y el mayor crecimiento esperado para 2021 según la EOF, contrarrestaron el efecto del incremento del *spread* entre las tasas activas y las de los TES para la cartera de tesorería, y de la mayor volatilidad en el mercado de deuda pública (Gráfico 36 y Anexo 7).

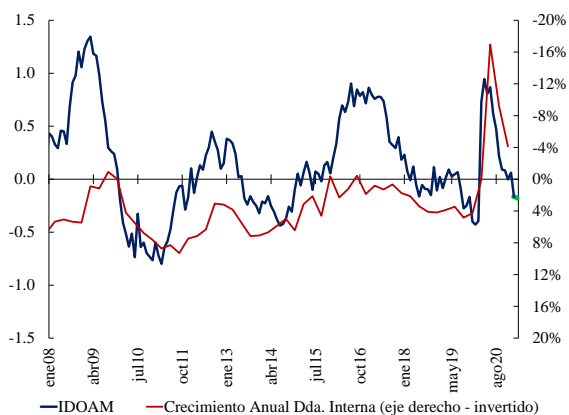
En febrero, la confianza de los consumidores (obs: -14,6; esp: -10,8%; ant: -20,8%) presentó una mejora frente a enero, pero se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado y continuó en terreno negativo. Este resultado se explica por una percepción más favorable de las condiciones económicas (obs: -45,8%; ant: -52,5) y unas expectativas más optimistas del consumidor (obs: 6,2%; ant: 0,3%). Así mismo, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -22,24% a -12,75% (Gráficos 37 y 38). Por otro lado, la confianza de los industriales (obs: 8,2%; ant: 3,7%) y comerciantes (34,2%; ant: 32%) mejoró en el mismo mes frente a lo observado en enero. El resultado de la confianza industrial se explica por un mayor volumen actual de pedidos y unas expectativas de mayor producción para el próximo trimestre. Por su parte, la mejora de la confianza comercial obedece a unas expectativas de mejor situación económica para el próximo semestre, y en menor medida a una percepción más favorable de la situación económica actual de la empresa (Gráfico 37).

<sup>16</sup> Recibida el 23 de marzo.

<sup>17</sup> Datos al 19 de marzo.

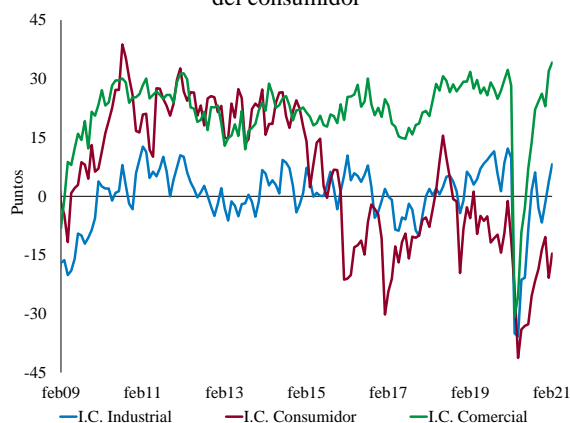
<sup>18</sup> Datos al 5 de marzo.

**Gráfico 36.** Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



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

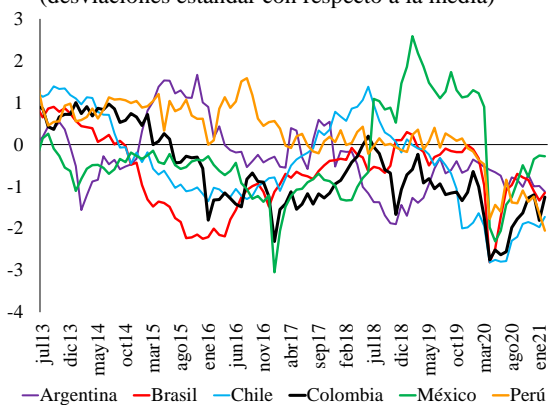
**Gráfico 37.** Índices de confianza industrial, comercial y del consumidor



**Fuente:** Fedesarrollo.

Durante este periodo se conocieron los datos de crecimiento anual de las ventas al por menor (obs: -6,4%; esp: -6,7%; ant: -2,8%) y producción manufacturera (obs: -1,6%; esp: -1,9%; ant: 1,5%) de enero. Las ventas al por menor se contrajeron más de lo observado en diciembre, aunque ligeramente por debajo de lo esperado por el mercado. Así mismo, la producción manufacturera se contrajo en enero, luego de la expansión registrada en diciembre, aunque a una tasa inferior a la estimada por los analistas.

**Gráfico 38.** 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.

El Gráfico 38 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 enero y febrero mejoraron los de Brasil, Chile y Colombia, al tiempo que desmejoraron los de los demás países. Todos estos indicadores se ubican por debajo de su media histórica.

Por su parte, la percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*<sup>19</sup>, el *Vstox*<sup>20</sup> y el *Skew*<sup>21</sup> se redujo durante marzo como consecuencia de las expectativas de una rápida recuperación económica en EE.UU. No obstante, estos

indicadores presentaron una alta volatilidad asociada a las correcciones que han presentado los índices accionarios a nivel global, las medidas de confinamiento adoptadas en Europa para contener los avances del virus y el reciente aumento de las tensiones entre EE.UU. y China.

En cuanto al *Move*<sup>22</sup>, este se mantuvo en niveles elevados como consecuencia del empinamiento de la curva de *Treasuries* desde mediados de febrero. Finalmente, los CDS a cinco años de los países

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

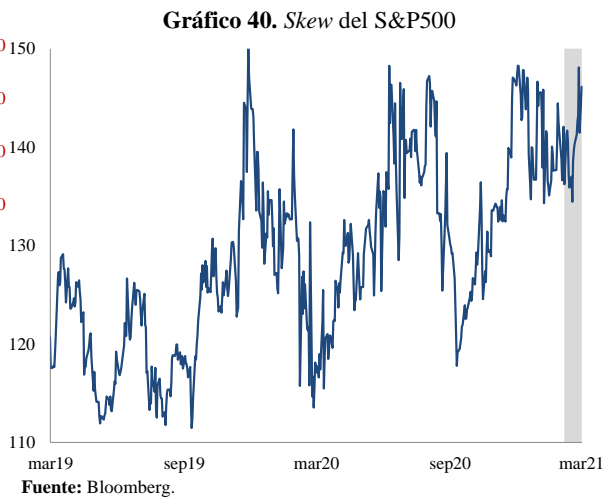
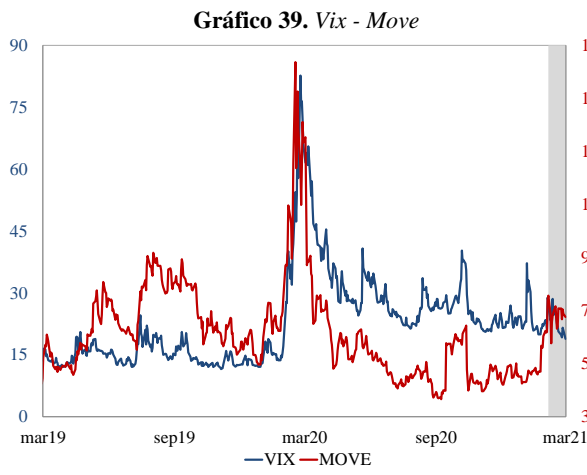
<sup>20</sup> El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>21</sup> El *Skew* es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

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



de la región presentaron ligeros cambios, mientras que los EMBI disminuyeron (Gráficos 39 y 40; Anexo 8).



#### 4. RECUADROS/ANEXOS

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

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

Actualizada el 23 de marzo

Empresa	Estimación	Fecha
1 Banco Agrario	1,75%	14/03/2021
2 Banco Mizuho Do Brasil	1,75%	21/03/2021
3 Banco Popular	1,75%	19/03/2021
4 Banco de Bogotá	1,75%	11/03/2021
5 Barclays Capital	1,75%	21/03/2021
6 BNP Paribas	1,75%	19/03/2021
7 Capital Economics	1,75%	11/03/2021
8 Casa de Bolsa	1,75%	11/03/2021
9 Coopcentral	1,75%	18/03/2021
10 Cooperative Rabobank	1,75%	21/03/2021
11 Corficolombiana	1,75%	16/03/2021
12 Itau Corpbanca	1,75%	19/03/2021
13 JP Morgan	1,75%	11/03/2021
14 Merrill Lynch	1,75%	19/03/2021
15 Pantheon Macroeconomics	1,75%	22/03/2021
16 Positiva Compañía de Seguros	1,75%	11/03/2021
17 UBS Securities	1,75%	21/03/2021

Tasa	Obs.	Prob.
1,75%	17	100%
<b>Tasa esperada ponderada</b>		<b>1,75%</b>

**Cuadro A1.2. Encuestas de expectativas de Anif y Citibank sobre la tasa de política monetaria para marzo del 2021**

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Alianza	1.75%	1.75%
ANIF	1.75%	1.50%
Asobancaria	1.75%	1.75%
Axa Colpatría	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%
Camacol	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%
Davivienda	1.75%	1.75%
EConcept	1.75%	1.75%
Fedesarrollo	1.75%	1.75%
Fidubogotá	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%
Grupo de Macroeconomía Aplicada - UdeA	1.75%	1.75%
Grupo de Política Económica - Javeriana	1.75%	1.50%
Itaú	1.75%	1.75%
JP Morgan	1.75%	1.75%
Moodys Economy	1.75%	1.75%
Positiva	1.75%	1.75%
Protección	1.75%	1.50%
ScotiabankColpatría	1.75%	1.75%
Skandia	1.75%	1.75%
XP Securities	1.75%	1.75%
<b>Promedio</b>	<b>1.75%</b>	<b>1.73%</b>
Mediana	1.75%	1.75%
STDV	0.00%	0.07%
Máximo	1.75%	1.75%
Mínimo	1.75%	1.50%

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
1.25%	0%	0
1.50%	9%	3
1.75%	91%	31
2.00%	0%	0
2.25%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>34</b>

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
1.25%	0%	0
1.50%	0%	0
1.75%	100%	34
2.00%	0%	0
2.25%	0%	0
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>34</b>

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

<b>Participantes</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Alianza	3.10%	3.32%
Asobancaria	2.60%	3.00%
Axa Colpatría	2.60%	3.20%
Banco Agrario	2.70%	2.90%
Banco de Bogotá	2.54%	3.01%
Banco de Occidente	2.61%	3.07%
Banco Popular	2.85%	3.10%
BBVA	2.84%	2.97%
BNP Paribas	2.70%	3.00%
BTG Pactual	2.83%	3.00%
Casa de Bolsa	2.64%	3.03%
Citi	2.50%	3.00%
Corficolombiana	2.60%	3.00%
Credicorp Capital	2.50%	3.30%
Fidubogotá	2.78%	2.93%
Fiduoccidente	2.45%	2.67%
Fiduprevisora	2.95%	3.19%
Grupo Bancolombia	2.40%	3.00%
Grupo Bolívar	2.66%	
Itaú	2.80%	3.00%
JP Morgan	2.74%	2.95%
Moodys Economy	2.80%	3.10%
Positiva	2.90%	3.00%
Scotiabank Colpatría	2.99%	3.00%
Skandia	2.94%	3.43%
XP Securities	2.80%	3.00%
<b>Promedio</b>	<b>2.72%</b>	<b>3.05%</b>
Mediana	2.72%	3.00%
STDV	0.18%	0.15%
Máximo	3.10%	3.43%
Mínimo	2.40%	2.67%

**Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre tasa de política monetaria**

Encuestas realizadas entre el 9 y el 14 de marzo

	<b>Empresa</b>	<b>Estimación 2021</b>	<b>Estimación 2022</b>
1	AGPV	2,00%	3,00%
2	Banco Davivienda	1,75%	-
3	Bancolombia	2,00%	3,25%
4	Barclays Capital	1,75%	2,00%
5	BBVA Research	1,75%	2,75%
6	CABI	1,75%	2,50%
7	Capital Economics	1,75%	2,25%
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	2,25%	3,25%
16	HSBC	2,25%	3,50%
17	Itaú Unibanco	1,75%	3,50%
18	JPMorgan	2,50%	-
19	Moody's Analytics	2,25%	3,75%
20	Oxford Economics	1,75%	2,75%
21	Pezco Economics	2,50%	3,50%
22	Positiva Compañía de Seguros	2,00%	4,00%
23	Scotiabank	2,50%	4,00%
24	Société Générale	1,50%	-
25	Torino Capital	2,50%	-
26	UBS	1,75%	2,50%

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
1,50%	1	3,8%	0	0,0%
1,75%	13	50,0%	0	0,0%
2,00%	4	15,4%	1	4,8%
2,25%	4	15,4%	2	9,5%
2,50%	4	15,4%	2	9,5%
2,75%	0	0,0%	2	9,5%
3,00%	0	0,0%	4	19,0%
3,25%	0	0,0%	3	14,3%
3,50%	0	0,0%	4	19,0%
3,75%	0	0,0%	1	4,8%
4,00%	0	0,0%	2	9,5%
<b>Media</b>		<b>1,97%</b>		<b>3,07%</b>
<b>Mediana</b>		<b>1,75%</b>		<b>3,00%</b>

**Cuadro A1.5. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre inflación**

**Encuestas realizadas entre el 9 y el 14 de marzo**

<b>Empresa</b>		<b>Estimación 2021</b>	<b>Estimación 2022</b>	
1	AGPV	2,90%	3,10%	
2	Banco Davivienda	2,40%	-	
3	Bancolombia	2,38%	3,00%	
4	Barclays Capital	2,76%	3,30%	
5	BBVA Research	2,97%	2,97%	
6	Citigroup Global Mkts	2,50%	3,00%	
7	Corficolombiana	2,58%	-	
8	Credicorp Capital	2,50%	3,35%	
9	Credit Agricole	3,00%	3,00%	
10	Credit Suisse	3,10%	3,20%	
11	EIU	3,50%	4,60%	
12	Fedesarrollo	2,70%	3,00%	
13	Fitch Solutions	2,73%	2,99%	
14	Goldman Sachs	2,70%	3,20%	
15	HSBC	2,70%	3,00%	
16	Itaú Unibanco	2,80%	3,00%	
17	JPMorgan	2,70%	3,00%	
18	Moody's Analytics	2,86%	3,53%	
19	Oxford Economics	2,48%	2,90%	
20	Pezco Economics	2,60%	3,00%	
21	Polinomics	2,70%	3,20%	
22	Positiva Compañía de Seguros	2,90%	3,00%	
23	Scotiabank	2,80%	3,00%	
24	UBS	2,69%	3,00%	
<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
2,25% - 2,50%	3	12,50%	0	0,00%
2,50% - 2,75%	11	45,83%	0	0,00%
2,75% - 3,00%	7	29,17%	3	13,64%
3,00% - 3,25%	2	8,33%	15	68,18%
3,25% - 3,50%	0	0,00%	2	9,09%
3,50% - 3,75%	1	4,17%	1	4,55%
4,50% - 4,75%	0	0,00%	1	4,55%
<b>Media</b>	<b>2,75%</b>		<b>3,15%</b>	
<b>Mediana</b>	<b>2,70%</b>		<b>3,00%</b>	

## ***Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local***

En la sesión de negociación posterior a la decisión de la JDBR de febrero, 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 -3 pb, -6 pb y -9 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 1 pb, -1 pb y -4 pb para estos mismos plazos.

El 4 de marzo el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) presentó el cierre fiscal preliminar de 2020 y la actualización del Plan Financiero 2021. En particular, los ajustes reflejaron los efectos de la pandemia de COVID-19 sobre las finanzas públicas y la respuesta de política que ha tenido el Gobierno para mitigar sus efectos. Los analistas destacaron lo siguiente:

- El MHCP anticipa mayor recaudo tributario neto para 2021 en línea con la recuperación económica, de \$147,2 billones (2020: \$130,5 billones).
- El déficit a financiar para 2021 será de \$94,6 billones en usos, lo que equivale a 8,6% del PIB, *el cual refleja una extensión de los programas de gasto para hacer frente a la pandemia, y un incremento en la inversión pública para impulsar la recuperación de la economía*; mientras que en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de junio se consideraba \$57,7 billones. Para 2020 el déficit ascendió a 7,8% del PIB, menor al 8,9% anticipado en octubre.
- Por el lado de las fuentes para 2021, los desembolsos totalizarán \$90,5 billones, de los cuales 38,8% serán externos y 61,2% internos. Se consideran subastas y sindicaciones por \$40 billones (frente a \$32 billones del MFMP de junio) y TES verdes por \$2 billones. Para 2021, contrario a 2020, la estrategia de endeudamiento privilegiará las emisiones externas sobre la deuda con multilaterales.
- La deuda bruta del Gobierno Nacional Central (GNC) para 2021 será de alrededor del 65% del PIB, y el déficit fiscal como proporción del PIB será de 8,3%. Además, se indicó que, *con el fin de reducir los niveles de endeudamiento público, el Gobierno nacional presentará próximamente un proyecto de ley que contendrá medidas para incrementar el balance primario en, por lo menos, 1,5pp del PIB, como parte de una iniciativa que tendrá el objetivo de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas y mejorar la progresividad de la política fiscal*.
- El Gobierno tiene como objetivo disminuir la deuda del GNC como porcentaje del PIB de 65,4% en 2021 a 59,2% en 2031 (2019: 50,3%).
- Las amortizaciones de deuda se reducen en \$10,5 billones frente a lo proyectado en el MFMP vigente, consistente con las operaciones de manejo de deuda realizadas en los últimos meses.

Entre el 4 y el 5 de marzo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 2 pb, 8 pb y 13 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 0 pb, -1 pb y -2 pb para estos mismos plazos.

Luego, el Dane publicó el 5 de marzo la variación del índice de precios al consumidor en febrero, el cual se ubicó en 0,64% mes a mes. Dicho resultado estuvo por encima de las expectativas según la encuesta del Banrep (0,50%) y de Bloomberg (0,51%). La variación anual fue de 1,56% (esp: 1,44%). Entre el 5 y el 8 de marzo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -1 pb, 8 pb y 12 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR con vencimiento en 2023 y 2025 disminuyeron 4 pb y 18 pb, respectivamente.

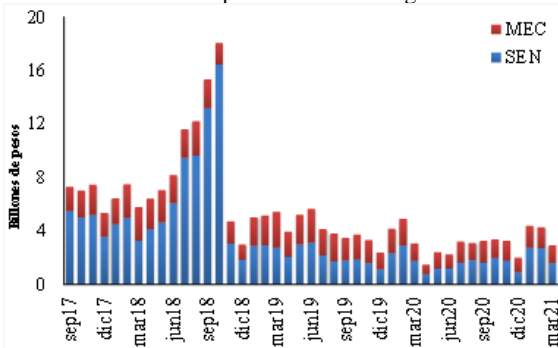
El 11 de marzo se reunió el Comité Consultivo de la Regla Fiscal con el fin de analizar el cierre fiscal de 2020 y el Plan Financiero de 2021, dando cumplimiento al compromiso que adquirió el Gobierno en el marco de la suspensión del cálculo paramétrico de la Regla Fiscal. De esta reunión

se concluyó que *el Comité consideró que los motivos que desplazaron los gastos de 2020 a 2021 y, por tanto, ampliaron la perspectiva de déficit fiscal, son razonables. No obstante, advirtió sobre la ineludible necesidad de salvaguardar la sostenibilidad de las finanzas públicas y la estabilidad macroeconómica, en el contexto de ese escenario. Es indispensable garantizar la reducción de la deuda a partir 2022, en un marco amigable con el proceso de recuperación de la economía. En consecuencia, el Comité hizo hincapié en la impostergable necesidad de radicar prontamente una propuesta integral de reformas tanto en los componentes de gasto como de ingresos. (...) La sostenibilidad fiscal requiere que el efecto de estas medidas genere una mejora en el balance primario del Gobierno de al menos 1,5 puntos porcentuales del PIB de manera permanente.* Entre el 11 y el 12 de marzo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -7 pb, 8 pb y 12 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 6 pb, 8 pb y 6 pb para estos mismos plazos.

El 16 de marzo el MHCP anunció que había completado satisfactoriamente la primera operación de manejo de deuda pública interna del 2021, consistente en el intercambio de bonos en su portafolio por \$4.3 billones. Se sustituyeron Títulos TES con vencimiento en 2022, por Títulos TES en pesos y UVR con maduración entre 2029 y 2037. Entre el 16 y el 17 de marzo las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de 11 pb, 13 pb y 13 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de 21 pb, 25 pb y 18 pb para estos mismos plazos.

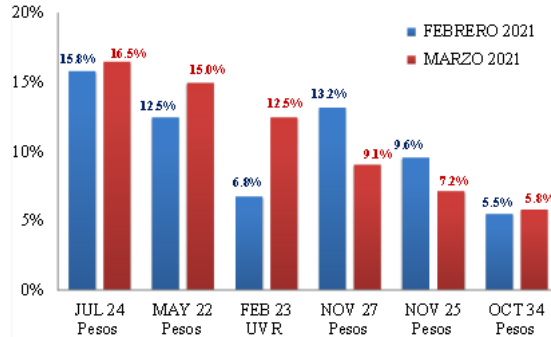
En lo corrido de marzo, el monto promedio diario negociado ha sido \$2,9 billones<sup>23</sup>, inferior al observado el mes anterior (\$4,2 billones) y al registrado en marzo de 2020 (\$3,08 billones) (Gráfico A2.1). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 15,8% al 16,5%, seguidos por los que vencen en mayo de 2022 cuya participación pasó de 12,5% al 15% (Gráfico A2.2).

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



**Fuente y Cálculos:** DCV - Banrep. Datos al 22 de enero del 2021.

**Gráfico A2.3. TES más transados**

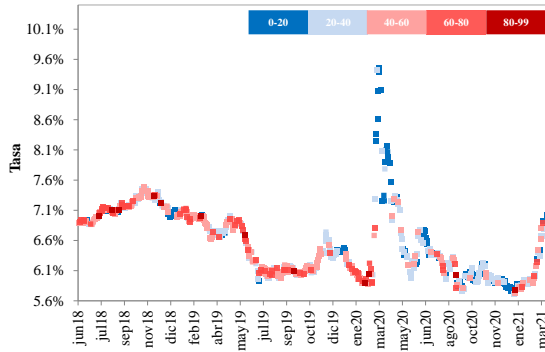


**Fuentes:** SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep. \* Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

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

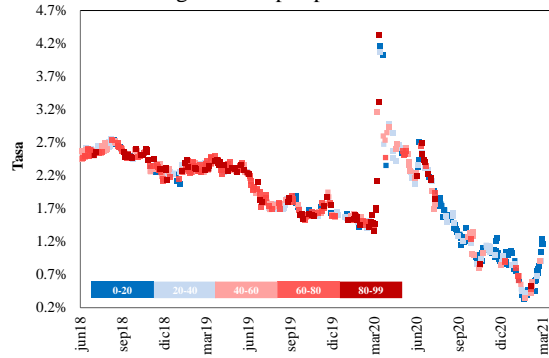


**Gráfico A2.4.** Tasa cero cupón pesos TFIT 2024 y volumen negociación por percentiles



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

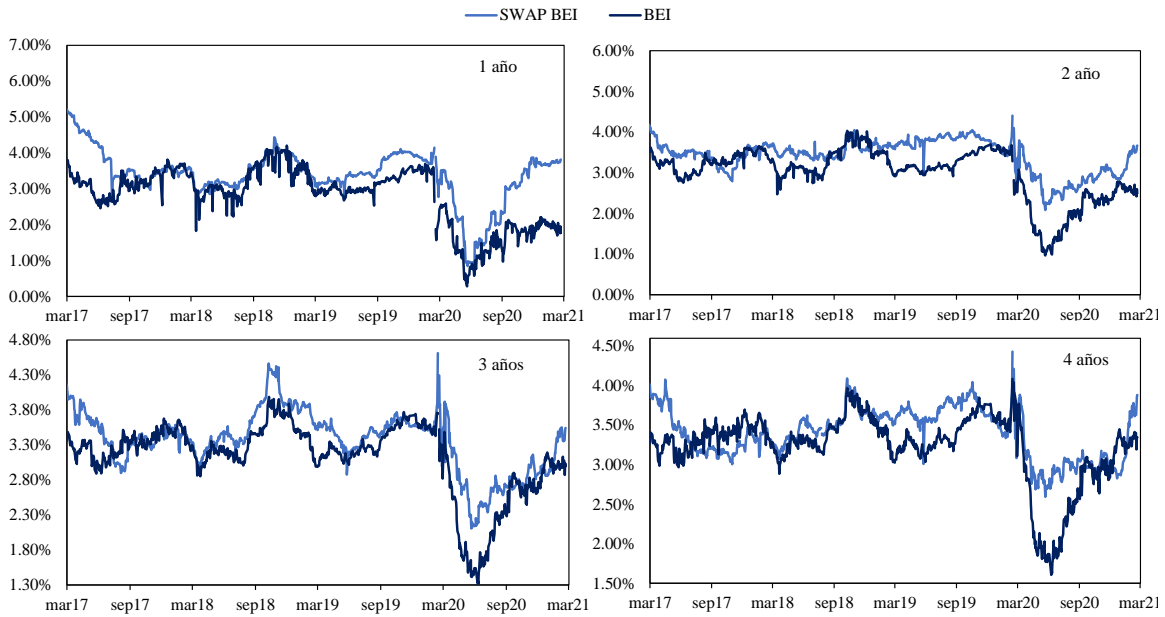
**Gráfico A2.5.** Tasa cero cupón TUVT 2023 y volumen Negociación por percentiles



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

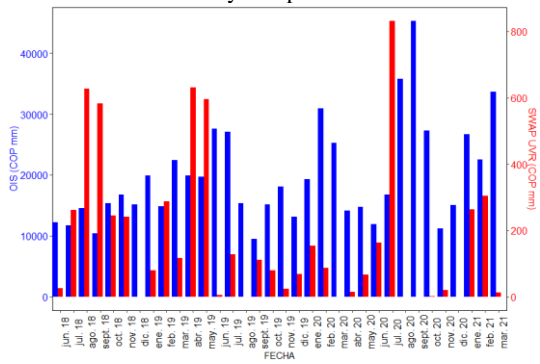
En los Gráficos A2.4 y A2.5 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 4 años, UVR: 3 años). En marzo los montos de negociación del título en pesos del 2024 se ubicaron en su mayoría entre los percentiles 20 y 40, mientras que los montos de negociación del título en UVR del 2023 se ubicaron en su mayoría entre los percentiles 0 y 20.

**Gráfico A2.6.** BEI y Swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

**Gráfico A2.7.** Operaciones pactadas de los contratos OIS y Swaps UVR



**Fuente:** SFC. **Cálculos:** Banrep. Las operaciones pactadas de enero de 2021 se obtienen como el monto promedio de operaciones pactadas al 12 de marzo multiplicado por los días hábiles de marzo de 2021.

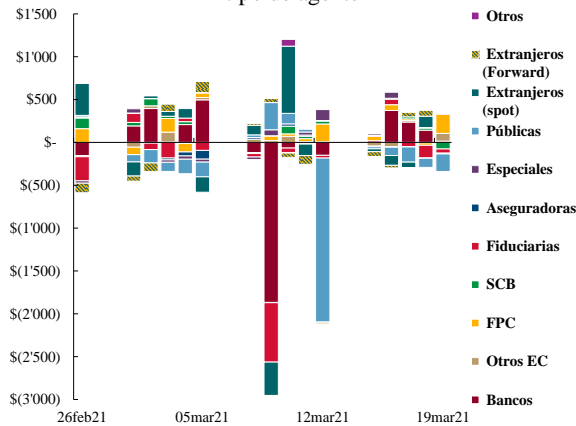
Se observa que los montos de los contratos OIS subieron, mientras que los montos de los swap UVR cayeron durante marzo.

En el Gráfico A2.6 se presenta 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 (26 de febrero de 2021), y con información hasta el 19 de marzo de 2021, los Swap BEI a 1, 2, 3 y 4 años presentaron variaciones de 7 pb, 17 pb, 7 pb y 22 pb, y se ubicaron en 3,82%, 3,67%, 3,54% y 3,88%, respectivamente. De esta manera, la diferencia entre los Swap BEI y los BEI aumentó<sup>24</sup>. En el Gráfico A2.7 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).

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

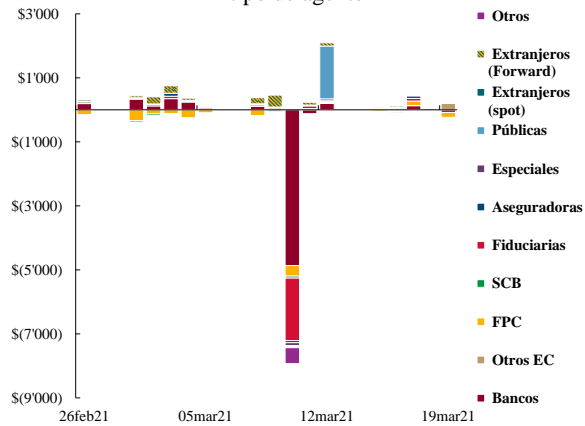
Entre el 26 de febrero y el 19 de marzo, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los fondos de pensiones y cesantías (\$669 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (\$2.710 mm) y los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) a través de sociedades fiduciarias (\$1.323 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR fueron las entidades públicas (\$1.601 mm), mientras que los principales oferentes netos fueron los bancos comerciales (\$3.486 mm), los fondos de pensiones y cesantías (\$1.467 mm) y los FIC a través de sociedades fiduciarias (931\$mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2). Cabe destacar que estos movimientos incorporan vencimientos/redenciones anticipadas y operaciones de manejo de deuda.

**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.

<sup>24</sup> BCE (2003), Gospodinov & Weizes (2015), Hurd (2006), y Schulz & Stapf (2014) indican que las expectativas de inflación que se extraen de los swaps de inflación pueden ser mayores a las expectativas de inflación que se extraen de los bonos indexados a la inflación. Esta diferencia puede estar asociada a una prima por liquidez, el riesgo de contraparte que pueden tener los swaps de inflación, barreras reglamentarias que impiden a los inversionistas utilizar instrumentos derivados y costos de transacción. Ver:

- Gospodinov N y Wei B. *A note on extracting inflation expectations from market prices of tips and inflation derivatives* Federal Reserve Bank of Atlanta Research Department Note (2015).
- Hurd, M. *New Information from Inflation Swaps and Index-Linked Bonds*. Quarterly Bulletin, Spring 2006.
- Schulz, A, y Jelena S, 2011, Price discovery on traded inflation expectations: Does the financial crisis matter? BIS IFC Bulletin 34, 202– 234

En lo corrido del 2021 los inversionistas extranjeros han realizado ventas netas en el mercado de contado de TES en pesos por \$1.889 mm y compras netas de TES UVR por \$294 mm. Desde el 26 de febrero, vendieron en neto TES en pesos por \$26 mm y \$827 mm en los tramos medio y largo, respectivamente, y compraron en neto \$995 mm en el tramo corto. Por su parte, en este mismo periodo compraron en neto TES UVR por \$63 mm en el tramo corto y vendieron \$18 mm y \$65 mm en los tramos medio y largo, respectivamente.

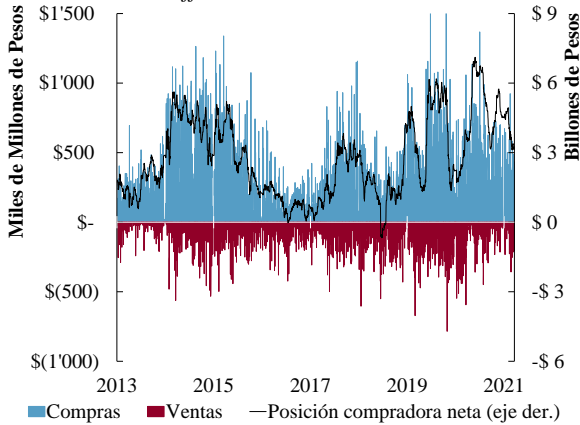
**Cuadro A3.1.** Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris)\*  
(valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2021	Corrido del 2021	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	166	(2779)	(1'337)	106	1'126	(106)	(3'511)	(4)	29	(3'486)
Compañía de Financiamiento Comercial	6	-	(2)	4	-	2	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	457	219	(83)	(77)	395	235	188	-	5	193
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>	<b>629</b>	<b>(2'560)</b>	<b>(1'422)</b>	<b>33</b>	<b>1'521</b>	<b>131</b>	<b>(3'323)</b>	<b>(4)</b>	<b>34</b>	<b>(3'293)</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(8)	97	4	40	2	46	(6)	-	98	92
Terceros	2'876	(2'455)	75	(233)	781	624	(2'085)	(9)	536	(1'559)
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	2'868	(2'357)	79	(193)	783	669	(2'091)	(9)	633	(1'467)
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	384	(104)	(119)	136	95	112	(58)	(17)	22	(53)
Terceros	393	(122)	64	12	101	177	(56)	7	(5)	(54)
Extranjeros	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	776	(226)	(55)	148	196	289	(114)	(10)	17	(106)
Sociedades Fiduciarias										
Propia	58	48	17	5	5	27	(61)	3	1	(57)
Terceros	(263)	704	(136)	(167)	(778)	(1'082)	(1'699)	19	162	(1'518)
Extranjeros***	(1'889)	294	995	(26)	(827)	142	63	(18)	(65)	(21)
FIC	404	241	(1'027)	(254)	(43)	(1'323)	(941)	25	(14)	(931)
Pasivos Pensionales	409	(100)	25	3	23	51	(212)	0	56	(155)
Total Sociedades Fiduciarias	(205)	752	(119)	(163)	(773)	(1'055)	(1'760)	22	163	(1'575)
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	376	369	(69)	(55)	34	(91)	(78)	-	359	281
Terceros	12	7	-	-	4	4	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	12	7	-	-	4	4	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	388	376	(69)	(55)	38	(87)	(78)	-	359	281
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>	<b>3'827</b>	<b>(1'455)</b>	<b>(164)</b>	<b>(262)</b>	<b>243</b>	<b>(183)</b>	<b>(4'043)</b>	<b>3</b>	<b>1'172</b>	<b>(2'868)</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	781	82	41	95	113	248	(23)	39	(1)	14
Total Entidades Públicas****	196	1'633	(4'601)	43	1'848	(2'710)	(46)	(37)	1'684	1'601
Otros*****	220	(476)	(3)	92	9	98	(499)	-	8	(490)
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>	<b>5'652</b>	<b>(2'776)</b>	<b>(6'150)</b>	<b>(0)</b>	<b>3'733</b>	<b>(2'417)</b>	<b>(7'934)</b>	<b>-</b>	<b>2'897</b>	<b>(5'036)</b>

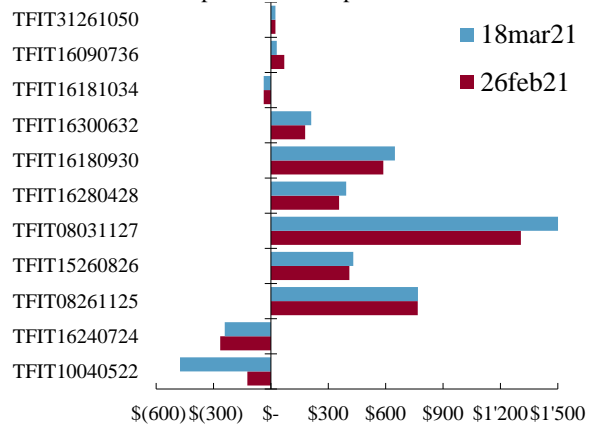
**Fuente:** Banrep. Información actualizada al 19 de enero del 2021. \*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos y emisiones. \*\* Fogafn, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Por otra parte, con información al 18 de marzo, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el mercado a futuro por \$4.183 mm y ventas por \$2.070 mm (y registraron vencimientos en contratos de compra por \$4.561 mm y de ventas por \$2.425 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) disminuyó \$22 mm (Gráfico A3.3). Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$3.278 mm el 26 de febrero a \$3.256 mm el 18 de marzo del 2021.

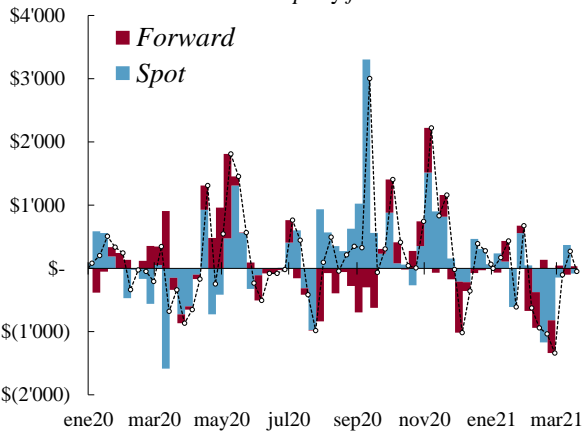
**Gráfico A3.3.** Compras y ventas pactadas de TES en pesos *offshore* a través de NDF



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

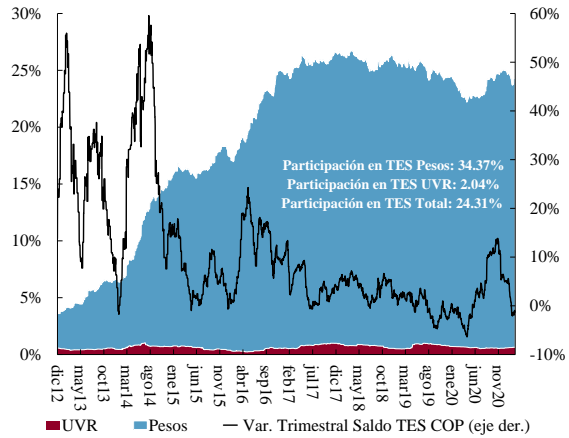


**Gráfico A3.5.** Compras netas de TES en pesos *offshore* en los mercados *spot* y *forward*



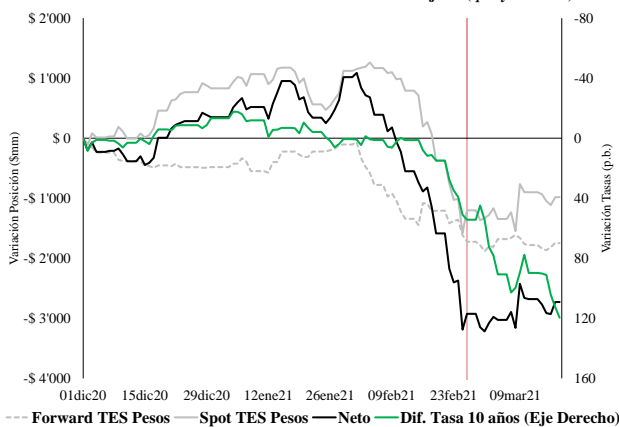
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

**Gráfico A3.6.** Saldo de TES *offshore* sobre saldo total



Fuente: Banrep.

**Gráfico A3.7.** Evolución tasa cero cupón de TES pesos a 10 años vs. Posición netas 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 TES que vencen en 2024, 2025, 2026, 2027, 2028, 2030 y 2032, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2022 y 2036, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2034 y 2050 (Gráfico A3.4). En síntesis, los inversionistas extranjeros compraron en neto TES en pesos en el mercado de contado por \$142 mm y disminuyeron su posición compradora en el mercado a futuro por \$22 mm, de manera que la posición neta agregada en TES pesos aumentó \$120 mm (Gráfico A3.7).

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.5, A3.6 y en el Cuadro A3.2. El Gráfico A3.5 presenta 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 A3.6 muestra la evolución del saldo

de TES de estos agentes en ambos mercados como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro A3.2 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*.

**Cuadro A3.2.** Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

	2020			Corrido de 2021			ene-21			feb-21			Corrido de mar-21		
	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
Sistema Financiero*	\$ 4239	\$ (2293)	\$ 1946	\$ 629	\$ 1265	\$ 1894	\$ 1540	\$ (377)	\$ 1164	\$ (1043)	\$ 1620	\$ 577	\$ 131	\$ 22	\$ 153
Offshore	\$ 11280	\$ 2293	\$ 13573	\$ (1889)	\$ (1265)	\$ (3154)	\$ 291	\$ 377	\$ 667	\$ (2322)	\$ (1620)	\$ (3942)	\$ 142	\$ (22)	\$ 120

Cifras en COP mm. Información actualizada al 18 y 19 de marzo del 2020 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**

De manera análoga a lo observado en Colombia, desde la última reunión de la JDBR la mayoría de las curvas de deuda pública de la región continuaron presentaron empinamientos, en línea con la curva de *Treasuries* en EE.UU. En el caso de México, el tramo corto de la curva también presentó desvalorizaciones importantes ante las recientes presiones inflacionarias, las cuales han generado expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva frente a la proyectada anteriormente por los analistas.

Por el contrario, la curva de Brasil se aplanó ante mayores desvalorizaciones del tramo corto frente a las observadas en el tramo medio. Estas desvalorizaciones también se explican por las recientes presiones inflacionarias, lo que ha generado expectativas de aumentos de la tasa de política por parte del Banco Central de Brasil (BCB). El primero de estos aumentos se dio durante la reunión del 17 de marzo (obs: 2,75%; esp: 2,5%; ant: 2%). Por el contrario, el tramo largo se mantuvo relativamente estable, luego del mal desempeño que había presentado durante los últimos meses ante las preocupaciones frente a un exceso del gasto gubernamental para hacer frente a las necesidades producto de la pandemia. Este tramo de la curva también se vio favorecido por el respaldo que dio el Congreso a las medidas compensatorias propuestas por el ministro Guedes<sup>25</sup>, con el fin de reducir la carga fiscal del nuevo plan de gasto de emergencia.

En el Gráfico A4.1 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>26</sup> (incluyendo Colombia) desde el 26 de febrero, en lo corrido de 2021 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR estos indicadores disminuyeron, en mayor medida los de Medio Oriente/África (2,1%) y Latinoamérica (1,6%). Los índices *Total GBI-EM Global* y el de Colombia cayeron 0,82% y 2,84%, respectivamente.

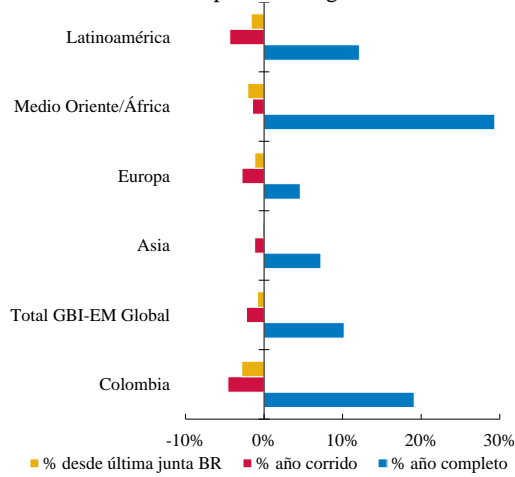
Adicionalmente, el IIF<sup>27</sup> estimó flujos de inversión de portafolio de economías emergentes en febrero por US\$31,2 mm, conformado por entradas de US\$22,8 mm en renta fija y US\$8,4 mm en renta variable. En particular, para los mercados de renta fija de Latinoamérica estimó entradas netas por US\$7,1 mm (Gráfico A4.2).

<sup>25</sup> El ministro de economía, Paulo Guedes, logró incluir dentro del plan de gasto de emergencia ahorros fiscales que compensen el mayor gasto en que incurriría el Gobierno con el fin de atender la pandemia. Dentro de estos ahorros se encuentran el congelamiento de los salarios de los empleados públicos y el anclaje del crecimiento de los gastos obligatorios a la inflación.

<sup>26</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.

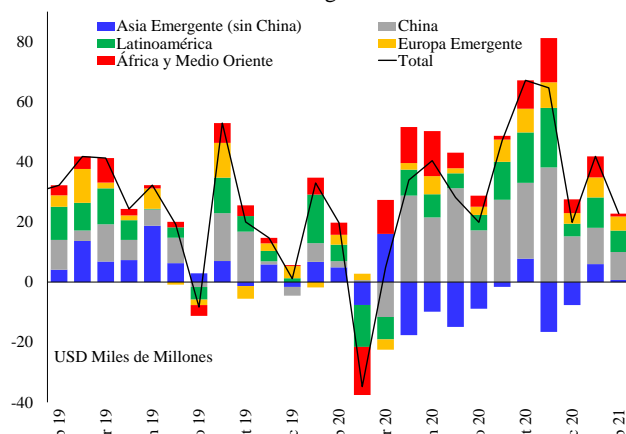
<sup>27</sup> Por sus siglas en inglés, *Institute of International Finance*.

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



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

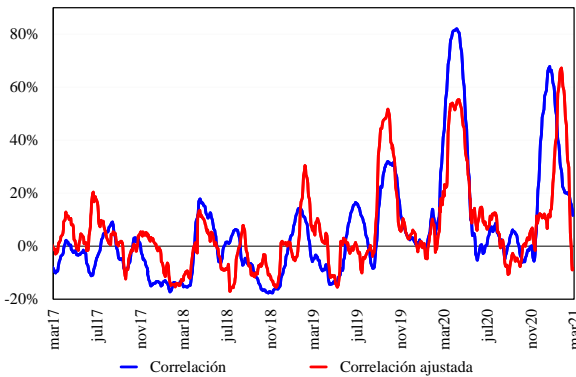
**Gráfico A4.2:** Flujos de portafolio hacia renta fija economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

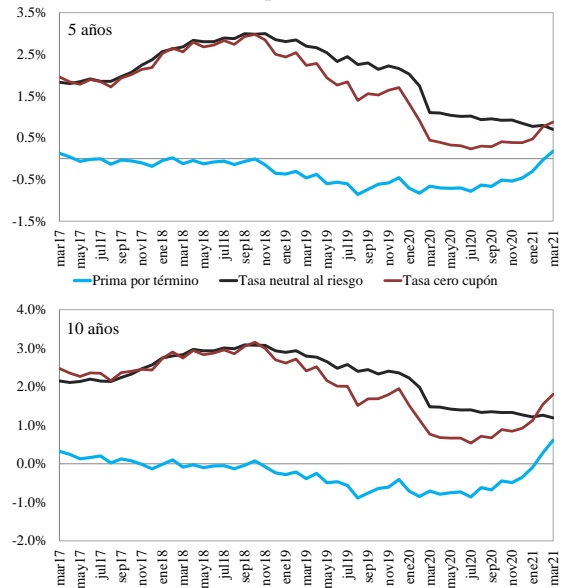
En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) cayó y se ubicó en niveles cercanos al 11,64%. Por su parte, la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) bajó y se ubicó en -8,45%. Lo anterior indica que las curvas de la región se han movido por factores idiosincráticos. Por su parte, con los últimos datos disponibles, entre febrero y marzo las primas por vencimiento de los *Treasuries* subieron 21 pb y 33 pb para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,18% y 0,61%, respectivamente. Por otro lado, las tasas neutrales al riesgo cayeron y se ubicaron en 0,70% y 1,19% para los plazos a 5 y 10 años (Gráfico A4.4).

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



Fuente: Bloomberg, SEN y MEC, 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 Inglaterra, Noruega, Canadá, Australia y Nueva Zelanda decidieron mantener sus tasas de política monetaria en 0,1%, 0%, 0,25%, 0,1% y 0,25%, respectivamente. Adicionalmente, el Banco Central de Inglaterra señaló que mantendrá sus tenencias de bonos corporativos no financieros con grado de inversión en £20 mm y su programa de compra de bonos soberanos con un *stock* objetivo de £875 mm; al tiempo que el Banco Central de Canadá continuará comprando bonos gubernamentales a su ritmo actual de por lo menos CAD 4 mm semanales.

El Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, facilidad marginal de crédito y facilidad de depósito en 0%, 0,25% y -0,50%, respectivamente. Frente al programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), el BCE continuará con el esquema por un monto total de €1.850 mm al menos hasta finales de marzo de 2022 o hasta cuando se considere superada la crisis del coronavirus. Sin embargo, señaló que el ritmo de compras aumentará durante los próximos tres meses frente a lo observado durante los primeros meses de este año, con el fin de prevenir una contracción de las condiciones financieras. Además, el BCE continuará reinvertiendo, al menos hasta finales de 2023, el principal de los activos adquiridos bajo este programa y que vayan venciendo durante este periodo.

Con relación a su programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), las compras continuarán a un ritmo mensual de €20 mm por el tiempo que sea necesario con el fin de reforzar la postura monetaria acomodaticia, y terminarán poco antes de que el BCE comience a aumentar sus tasas de interés. Además, el BCE también continuará reinvertiendo el principal de los activos adquiridos bajo este programa y que vayan venciendo, durante un periodo prolongado luego que las tasas comiencen a aumentar.

Por último, el BCE continuará proporcionando amplia liquidez a través de sus operaciones de financiación. En particular, la tercera serie de *operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico* (TLTRO III, por sus siglas en inglés) continuará siendo una fuente atractiva de fondeo para los bancos, lo que apoya el crédito bancario a las empresas y a los hogares.

El 17 de marzo, la Reserva Federal de Estados Unidos decidió mantener el rango de la tasa de los fondos federales entre 0% y 0,25%, y anunció que continuará comprando mensualmente al menos USD 80 mm en *Treasuries* y USD 40 mm en activos respaldados por hipotecas de agencias (*Agency Mortgage-Backed Securities*). Adicionalmente, la Fed señaló en su comunicado que *la pandemia de Covid-19 está causando enormes dificultades humanas y económicas en los Estados Unidos y en todo el mundo. Tras una moderación en el ritmo de la recuperación, los indicadores de actividad económica y empleo han repuntado recientemente, aunque los sectores más afectados por la pandemia siguen siendo débiles. La inflación continúa por debajo del 2%. Las condiciones financieras generales siguen siendo acomodaticias, reflejando en parte las medidas de política para apoyar la economía y el flujo de crédito a los hogares y empresas estadounidenses.*

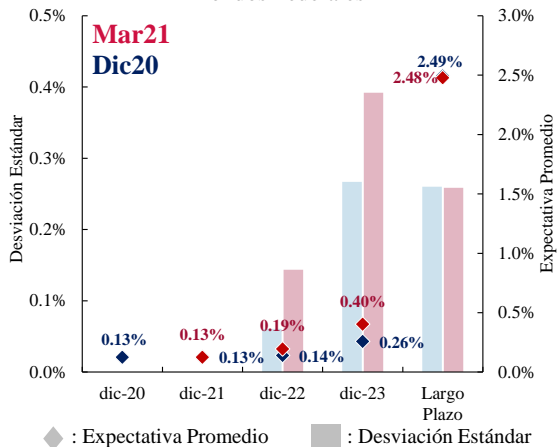
Por último, la Reserva Federal actualizó sus proyecciones económicas. En estas se evidencia en general mejores perspectivas sobre la recuperación de la economía estadounidense, frente a sus estimaciones de diciembre:

- La tasa de crecimiento esperada para 2021 y 2022 aumentó a 6,5% y 3,3%, respectivamente (desde 4,2% y 3,2%, respectivamente), al tiempo que su pronóstico para 2023 se redujo de 2,4% a 2,2% y para el largo plazo (LP) se mantuvo en 1,8%.
- La tasa de desempleo esperada para 2021, 2022, 2023 y el LP disminuyó a 4,5%, 3,9%, 3,5% y 4,0%, en su orden (desde 5%, 4,2%, 3,7% y 4,1%, respectivamente).

- La inflación PCE esperada para 2021, 2022 y 2023 aumentó a 2,4%, 2%, y 2,1%, respectivamente (desde 1,8%, 1,9% y 2%, respectivamente). Para el LP continuó ubicándose en 2%.
- La inflación PCE núcleo esperada para 2021, 2022 y 2023 también aumentó a 2,2%, 2% y 2,1%, respectivamente (desde 1,8%, 1,9% y 2%, respectivamente).
- Por último, la mediana de la tasa de los fondos federales se mantuvo estable en el nivel actual hasta 2023 y en 2,5% en el largo plazo. Sin embargo, el número de participantes del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) que prevén un rango superior al actual en 2023 aumentó de 5 en diciembre a 7.

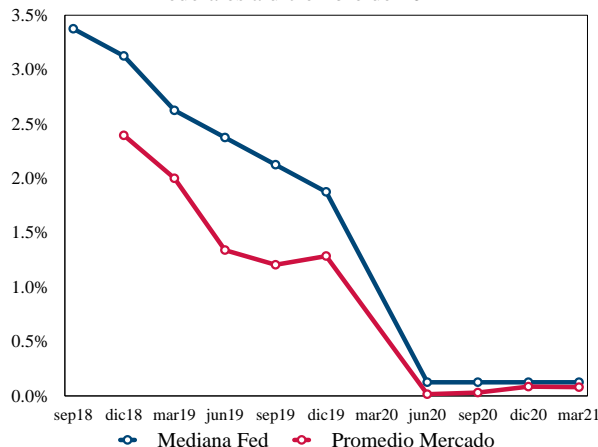
En cuanto a los pronósticos sobre la tasa de los Fondos Federales, en los Gráficos A5.1<sup>28</sup> y A5.2<sup>29</sup> se observa que: *i*) las expectativas promedio de los miembros del FOMC se mantuvieron para 2021, aumentaron para 2022 y 2023 y disminuyeron ligeramente para el largo plazo, frente a lo proyectado previamente; y *ii*) las estimaciones de la Fed y del mercado para el cierre del 2021 continúan alineadas cercanas a 0%, siendo un poco menor la proyección del mercado.

**Gráfico A5.1.** Pronósticos de la Fed de la Tasa de los Fondos Federales



Fuente: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

**Gráfico A5.2:** Proyecciones de la tasa de los Fondos Federales a diciembre de 2021



Fuentes: Reserva Federal y Bloomberg.

El Banco Central de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) decidió mantener, en -0,1%, la tasa de interés de referencia aplicable a los balances que mantienen en el banco central las instituciones financieras, pero ajustó su política monetaria para permitir que los tipos de interés de los JGB (*Japanese Government Bonds*) fluctúen entre -0,25% y 0,25% (anterior +/- 0,2%) en aras de conducir una política más efectiva y sostenible. Por otra parte, y con el objetivo de promover los préstamos de los bancos comerciales, el BoJ estableció un esquema de incentivos (*Interest Scheme to Promote Lending*) en el que reconocerá intereses sobre la liquidez otorgada por las instituciones financieras al mercado a través de determinados programas de provisión de crédito; estos intereses estarán ligados a la tasa de política monetaria de corto plazo del BoJ.

El BoJ señaló que continuará con las compras de ETFs (*Exchange-Traded Funds*) y J-REITs (*Japan Real Estate Investment Trust*) según lo considere oportuno y sin superar un crecimiento anual máximo de sus tenencias de ¥12 b y ¥180 mm, respectivamente. Previo a este anuncio, el BoJ realizaba compras de estos activos tal que sus tenencias anuales crecieran a este ritmo en específico;

<sup>28</sup> Presenta algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en diciembre del 2020 y marzo del 2021 para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2020 (solo en el primer caso), 2021, 2022, 2023 y para el largo plazo.

<sup>29</sup> Presenta la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre del 2021.



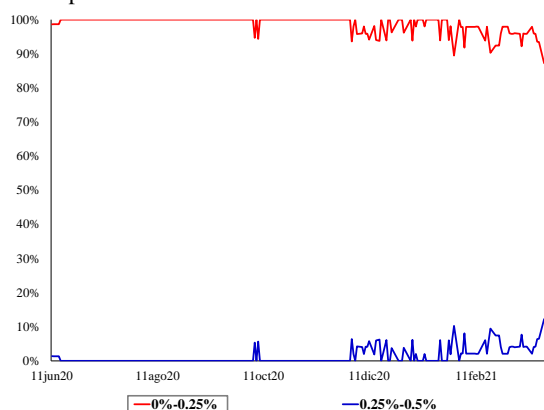
de manera que, con el ajuste, el BoJ intervendrá en el mercado cuando sea conveniente en lugar de aumentar constantemente sus tenencias de estos activos. Además, aclaró que, pese a que estos límites superiores se establecieron originalmente como una medida temporal en respuesta al impacto del Covid-19, el BoJ los mantendrá incluso después de que la pandemia sea superada. Por último, con relación a sus compras de papeles comerciales y bonos corporativos, la entidad señaló que continuará con las adquisiciones adicionales de estos activos hasta septiembre de 2021, de tal forma que sus tenencias asciendan a un nivel menor o igual a ¥20 billones.

### Países Emergentes

Los bancos centrales de Turquía, Rusia, Ucrania y Brasil aumentaron sus tasas de interés de referencia 200 pb, 25 pb, 50 pb y 75 pb, respectivamente, a 19%, 4,5%, 6,5% y 2,75%. 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. Además, los bancos centrales de Costa Rica (0,75%), Indonesia (3,5%), Egipto (8,25%), Perú (0,25%), Serbia (1%), Malasia (1,75%), Polonia (0,1%), Pakistán (7%), Corea del Sur (0,5%) y Hungría (0,6%) mantuvieron sin cambios sus tasas de política monetaria.

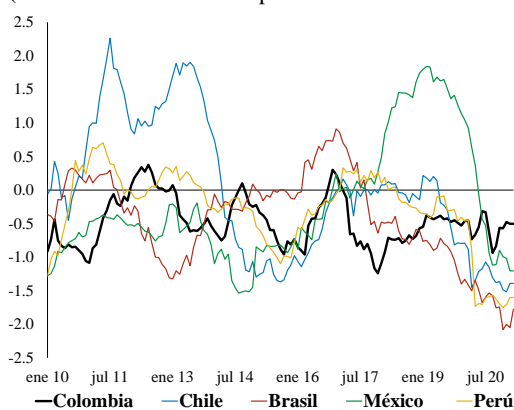
En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales<sup>30</sup> desde el año 2005. Se puede observar que en febrero aumentaron para Chile y Perú, al tiempo que disminuyeron para lo demás países. Además, con los últimos datos disponibles, en lo corrido de marzo<sup>31</sup> este indicador aumentó para Brasil, al tiempo que no ha presentado variaciones para los demás países analizados y en todos los casos se ubican por debajo de sus medias históricas.

**Gráfico A5.3.** Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de diciembre de 2021



Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

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



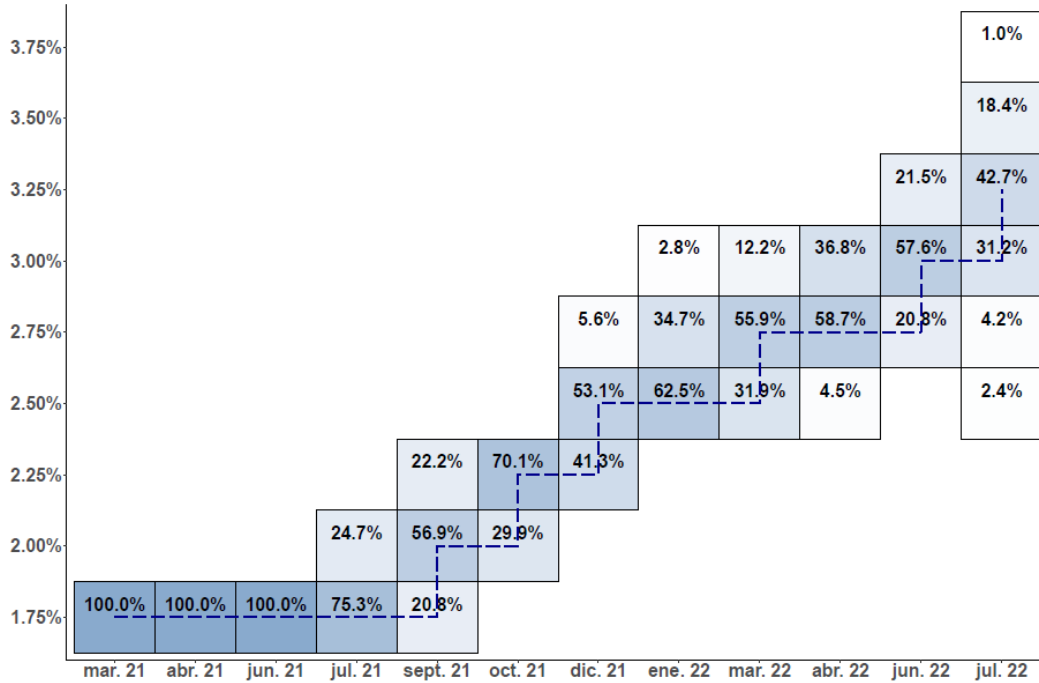
Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú. Información mensual a febrero de 2021

<sup>30</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

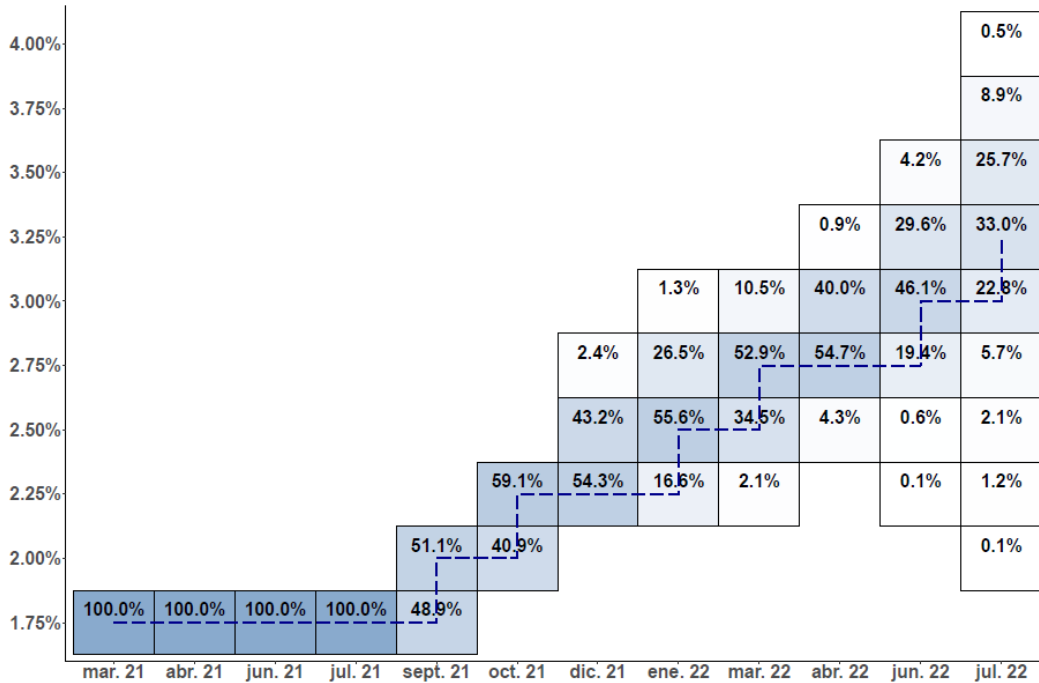
<sup>31</sup> Información al 22 de marzo con datos de inflación núcleo de febrero.

**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. 22 de febrero de 2021**

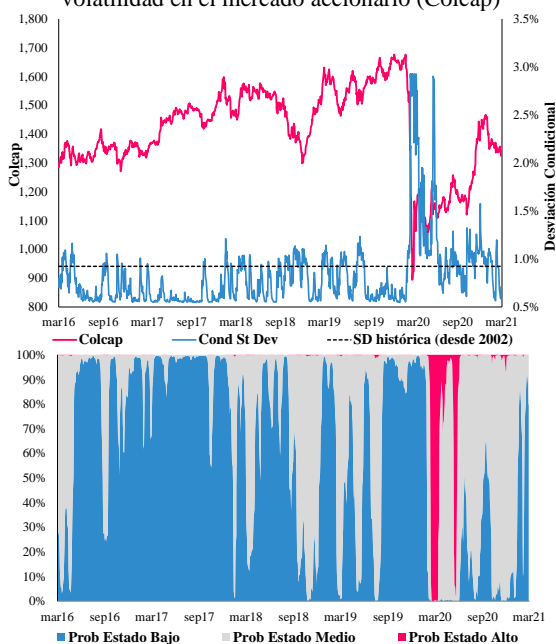


### Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

De acuerdo con la EOF, el 43% de los agentes encuestados espera que el EMBI Colombia aumente (ant: 40%), el 33% espera que se mantenga igual (40%), mientras que el 25% restante espera que disminuya (ant: 19%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 30% espera que permanezca estable (ant: 36%), un 28% que aumente (ant: 30%) y un 25% que disminuya (ant: 15%)<sup>32</sup>.

Con información al 5 de marzo, 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 259 pb, -15 pb y -38 pb para las carteras de tesorería, preferencial y consumo, respectivamente. El comportamiento del margen para la cartera de tesorería reflejó el mayor incremento de las tasas activas frente a la de los TES (activas +272 pb versus TES +8 pb), mientras que la caída en los *spreads* de las carteras preferencial y de consumo reflejaron principalmente el aumento de las de los TES (activas +20 p.b. versus TES +36 pb en el caso de la cartera preferencial; activas 0 p.b. versus TES +36 p.b. en el caso de la cartera de consumo).

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



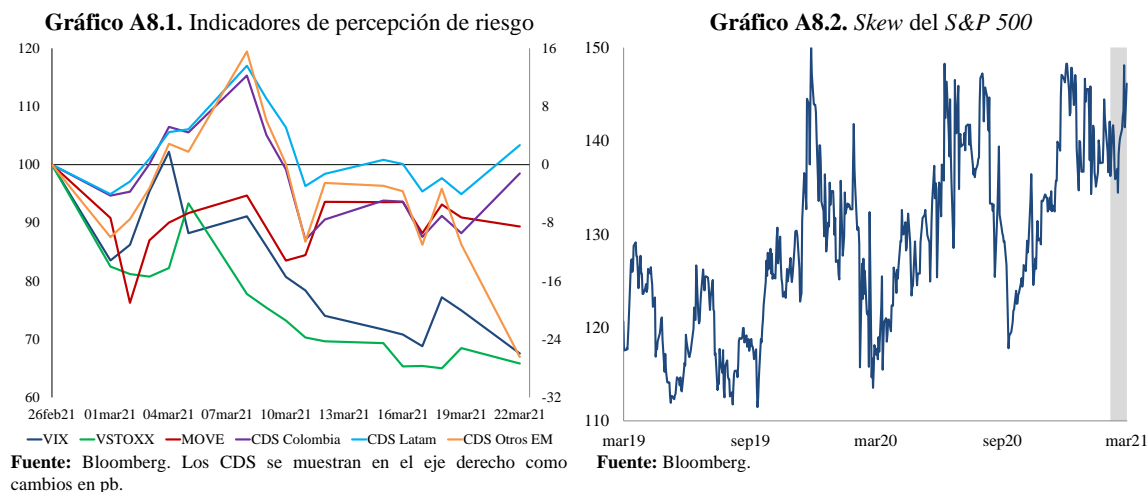
Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

Entre el 26 de febrero y el 23 de marzo de 2021 el COLCAP se desvalorizó 2,9%. Las acciones que tuvieron el peor desempeño durante el periodo fueron Grupo Argos (-13,6%), Cementos Argos (-13,6%) y Grupo Sura (-7,1%). En lo corrido de marzo, la volatilidad promedio del mercado accionario se mantuvo estable en los niveles observados el mes anterior y al 19 de marzo el COLCAP se encuentra con mayor probabilidad en el estado de volatilidad bajo (Gráfico A7.1).

<sup>32</sup> Al 18% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 19%).

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

La percepción del riesgo a nivel internacional para países desarrollados, medida a través del *Vix*<sup>33</sup>, el *Vstoxx*<sup>34</sup> y el *Skew*<sup>35</sup> se redujo durante marzo como consecuencia de las expectativas de una rápida recuperación económica en EE.UU. No obstante, estos indicadores presentaron una alta volatilidad asociada a las correcciones que han presentado los índices accionarios a nivel global, las medidas de confinamiento adoptadas en Europa para contener los avances del virus y el reciente aumento de las tensiones entre EE.UU. y China. En cuanto al *Move*<sup>36</sup>, este se mantuvo en niveles elevados como consecuencia del empinamiento de la curva de *Treasuries* desde mediados de febrero.



El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) en EE.UU. se redujo al pasar de 207 en enero a 146 en febrero. Así mismo, los indicadores de política sanitaria (obs: 246; ant: 367), monetaria (obs: 43; ant: 71) y comercial (obs: 55; ant: 73) presentaron disminuciones, mientras que el indicador de política fiscal (obs: 233; ant: 212) aumentó. En Europa, estos indicadores también presentaron reducciones en Italia (obs: 137; ant: 247), Francia (obs: 226; ant: 276), Reino Unido (obs: 167; ant: 199) y España (obs: 148; ant: 152), mientras que en Alemania (obs: 211; ant: 210) se mantuvo estable (Gráficos A8.3 y A8.4).

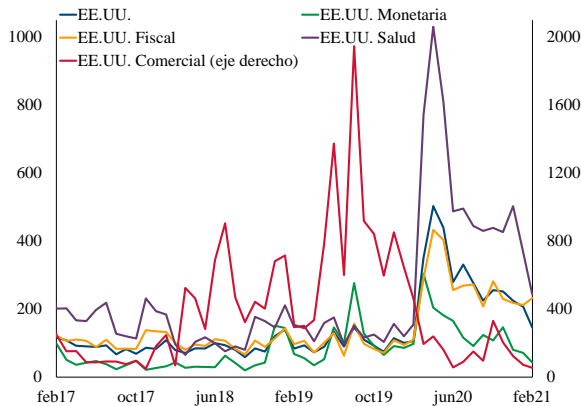
<sup>33</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

<sup>34</sup> El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>35</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.

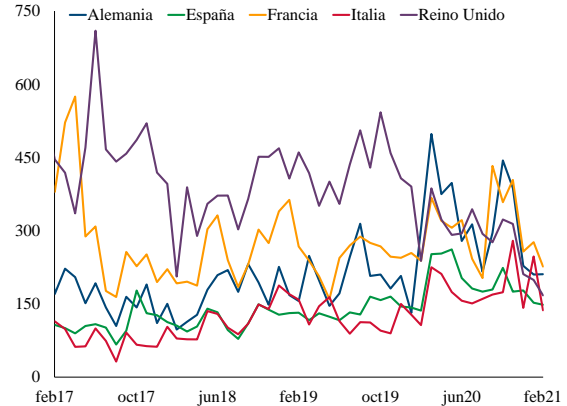
<sup>36</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

**Gráfico A8.3.** Incertidumbre en política económica en EE.UU.



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

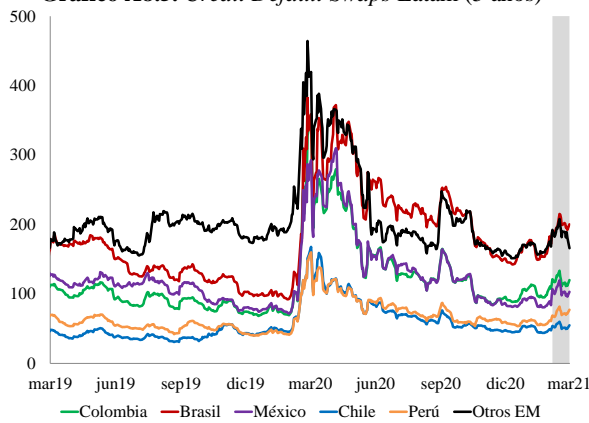
**Gráfico A8.4.** Incertidumbre en política económica en Europa



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

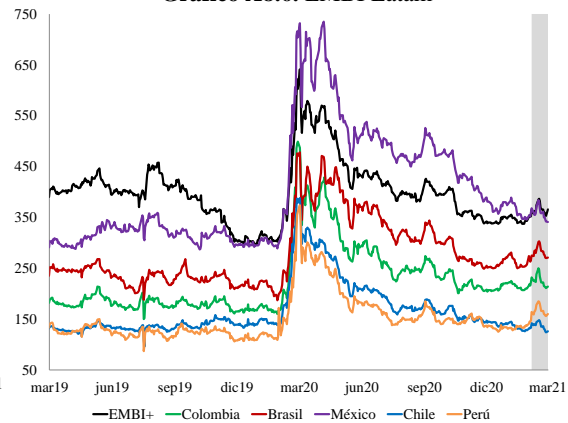
Finalmente, desde la última reunión de la JDBR, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años de los países de la región presentaron un comportamiento mixto, mientras que los índices EMBI<sup>37</sup> disminuyeron. El CDS a 5 años aumentó 9 pb en Brasil, 8 pb en Perú y 1 pb en Chile, mientras que en México y Colombia disminuyó 4 pb y 1 pb, respectivamente. Por su parte, el EMBI se redujo 27 pb en México, 18 pb en Colombia, 16 pb en Chile, y 4 pb en Brasil (Gráficos A8.5 y A8.6).

**Gráfico A8.5.** *Credit Default Swaps* Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico A8.6.** EMBI Latam



Fuente: Bloomberg.

<sup>37</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.