



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

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



Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales

Bogotá, D.C, 31 de mayo de 2024

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.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas	4
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana.....	10
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona.....	15
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región....	16
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	18
2.1.	Expectativas de TPM	18
2.2.	Expectativas de crecimiento económico	22
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	24
4.	RECUADROS/ANEXOS	27
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	27
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local.....	32
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local	34
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	40
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	42
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS.....	43
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	44
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	44
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	45

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

Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros presentaron reducciones, mientras que las provenientes de encuestas permanecieron relativamente estables. Además, las expectativas del *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), ajustadas por primas, indican que la inflación se acercaría al rango de tolerancia del Banco de la República (BanRep) en el horizonte de política (24 meses) durante los primeros meses de 2026. En este contexto, las tasas de los OIS señalan con mayor probabilidad una disminución de la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 50 puntos básicos (pb) en la reunión de junio, la cual estaría seguida de una reducción acumulada de 200 pb durante el segundo semestre del 2024.

La continuación del descenso de las expectativas de inflación pudo estar relacionada con: *i*) la publicación del reporte de inflación de abril, el cual continuó evidenciando una clara tendencia a la baja de este indicador y un dato de inflación básica por debajo de lo esperado por el mercado; *ii*) el ritmo prudente de recortes de la TPM por parte de la JDBR; y *iii*) la publicación de cifras que continuaron evidenciando una actividad económica débil. No obstante, parte de la reducción de las expectativas implícitas que se extraen del mercado pudieron estar influenciadas por algunas dinámicas del mercado como las operaciones de manejo de la deuda del Gobierno, y la estacionalidad de los TES denominados en UVR.

El mercado de deuda pública colombiana en pesos, del cual se extraen varias de las expectativas expuestas, se caracterizó por presentar ligeras valorizaciones del tramo corto y desvalorizaciones de los demás tramos, en un contexto de un mayor deterioro de la liquidez y una menor volatilidad frente al mes previo, así como de un deterioro en los indicadores de percepción de riesgo hacia Colombia. Estas desvalorizaciones contrastaron con el entorno favorable para la renta fija a nivel global (asociado con una menor aversión al riesgo ante las expectativas de mayores recortes de la TPM en EE.UU.), y pudieron estar explicadas por la persistencia de la incertidumbre fiscal ante: *i*) los pronunciamientos del Gobierno a favor de flexibilizar la regla fiscal; *ii*) el mensaje del presidente sobre una posible cesación de pagos de la deuda en caso de que el Congreso no apruebe la ampliación del cupo de endeudamiento; y *iii*) el bajo nivel de crecimiento del PIB, el cual podría repercutir negativamente en el recaudo tributario. A lo anterior también se sumó la incertidumbre frente al futuro de la reforma pensional y sus potenciales efectos sobre los mercados financieros.

En ese contexto, los fondos de pensiones locales moderaron su demanda en el mercado de TES y los inversionistas extranjeros cambiaron su tendencia compradora, presentando ligeras ventas durante el período. Por su parte, las entidades públicas continuaron realizando ventas.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado											Expectativas de encuestas				
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		dic-24	1 año	dic-25	2 años
abr-24	6,10%	5,51%	6,37%	5,16%	4,64%	4,44%	5,30%	5,09%	4,40%	4,20%	4,66%	4,91%	5,57%	4,52%	3,80%	3,50%
may-24	5,01%	4,82%	5,33%	4,93%	4,34%	4,11%	4,81%	4,59%	4,06%	3,88%	4,21%	4,65%	5,61%	4,54%	3,80%	3,50%
Variación (pb)	-109	-69	-104	-23	-31	-34	-50	-50	-34	-33	-46	-26	4	2	0	0

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

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

La inflación implícita en el mercado de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) cayó para el corto y mediano plazo, pero aumentó en el largo plazo. Con información hasta el 24 de mayo, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 109 pb y 12 pb para los plazos de uno y cinco años, respectivamente, y aumentó 17 pb para el plazo de diez años. De esta manera, el 24 de mayo los BEI se ubicaron en 5,01% a un año, 4,92% a cinco años y 5,64% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior se dio en un contexto de empinamiento de la curva de TES en pesos y aplanamiento de la curva denominada en UVR. Al comparar las tasas promedio de lo corrido de mayo contra las tasas promedio de abril, se observan reducciones para todos los plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

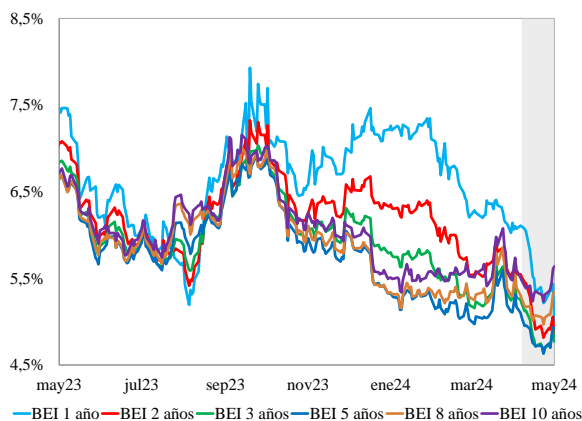
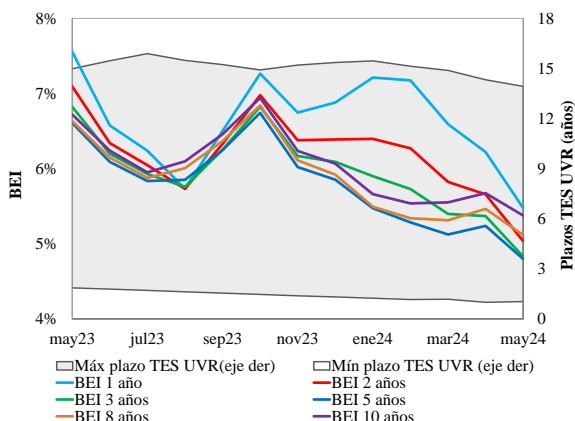


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



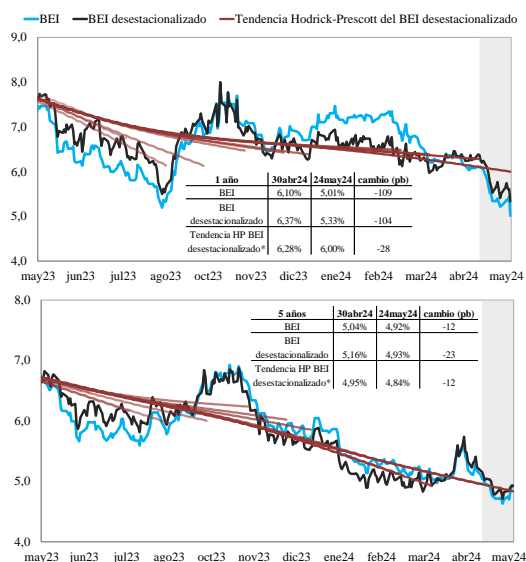
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)											
	TES pesos					TES UVR						
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
30abr24	9,86%	9,91%	9,99%	10,22%	10,58%	10,81%	3,76%	4,39%	4,79%	5,18%	5,33%	5,34%
24may24	9,78%	9,88%	10,02%	10,35%	10,86%	11,17%	4,77%	5,06%	5,25%	5,44%	5,52%	5,53%
	Variaciones (pb)											
	-7	-3	3	13	28	36	101	67	46	26	19	20
Var. BEI	-109	-69	-43	-12	9	17						
BEI	5,01%	4,82%	4,77%	4,92%	5,34%	5,64%						
	Promedios mensuales											
abr24	9,72%	9,86%	10,00%	10,28%	10,67%	10,88%	3,50%	4,20%	4,63%	5,05%	5,20%	5,21%
may24*	9,69%	9,77%	9,88%	10,17%	10,61%	10,88%	4,21%	4,73%	5,05%	5,37%	5,49%	5,50%
	Variaciones (pb)											
	-4	-9	-12	-12	-6	-1	71	53	42	32	29	29
Var. BEI	-75	-62	-54	-44	-35	-30						
BEI	5,48%	5,04%	4,83%	4,80%	5,12%	5,38%						

*Información disponible al 24 de mayo de 2024.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

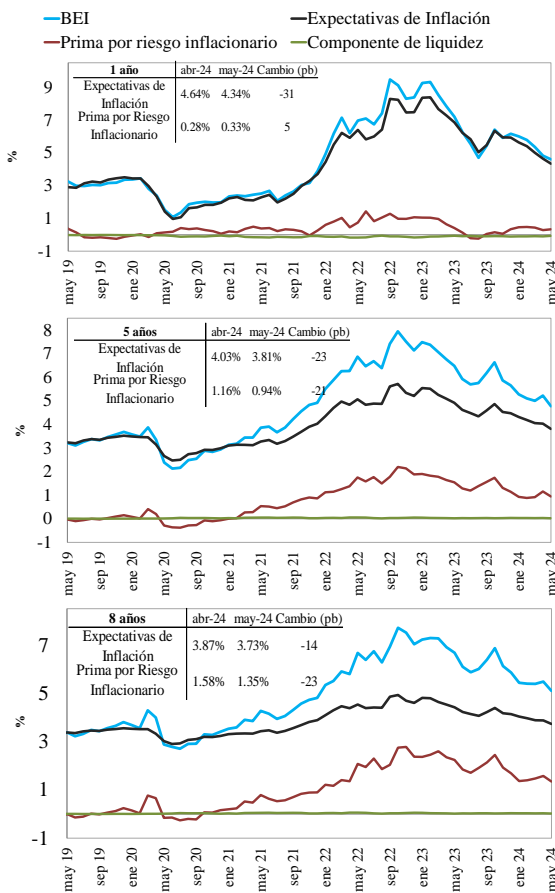
*El dato de la tendencia del 24 de abril se estimó con datos hasta esa fecha.

Al corregir el BEI por estacionalidad se mantiene esta tendencia. Con el fin de controlar por la estacionalidad que tienen los TES denominados en UVR a inicios y fin de cada año, en el Gráfico 3 se presentan los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Adicionalmente, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo cual permite observar cómo se ha ido ajustando la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado se redujo a 5,33% para el plazo de 1 año (ant: 6,37%), y a 4,93% para el plazo de 5 años (ant: 5,16%). Asimismo, la tendencia se redujo para los plazos de uno (obs: 6,00%; ant: 6,28%) y cinco años (obs: 4,84%; ant: 4,95%).

El componente de expectativas de inflación del BEI presentó reducciones para todos los plazos y continuó con su tendencia de reducciones. Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación, sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI¹ para el periodo estudiado, a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De acuerdo con esta metodología, las expectativas de inflación cayeron y para el próximo año se ubican alrededor del 4,34% (ant: 4,64%), para los próximos 5 años se ubican en 3,81% (ant: 4,03%) y para los próximos 8 años en 3,73% (ant: 3,87%).

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

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



Fuentes: Precia. **Cálculos:** Banrep. La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precio, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 4,60% (ant: 4,82%), 4,77% (ant: 5,22%) y 5,10% (ant: 5,48%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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

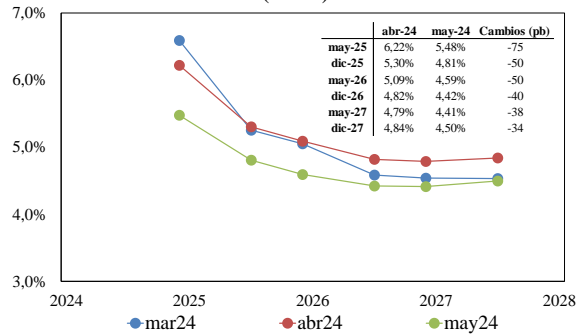
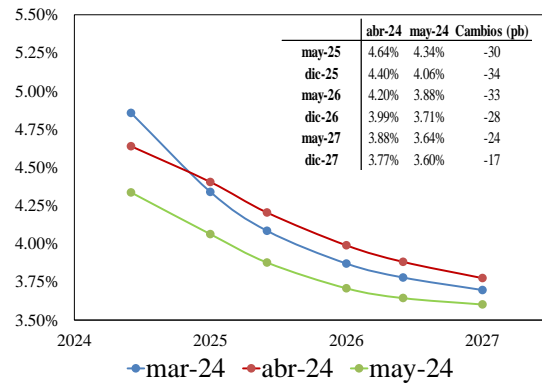


Gráfico 5B. FBEI a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



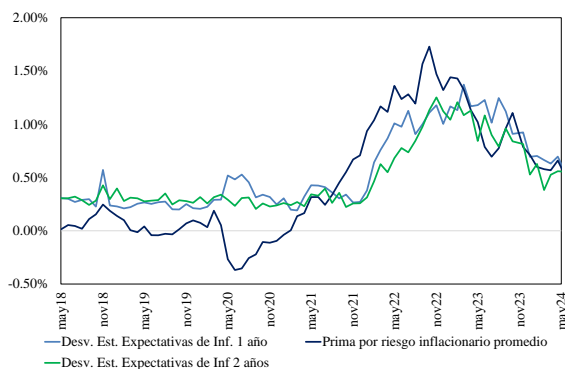
Fuentes: Precia, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. En el Gráfico 5B, la estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

De manera similar, las medidas del FBEI, tanto ajustadas por primas como sin ajuste, presentaron reducciones. De acuerdo con estas últimas, la inflación retornaría al rango de tolerancia del Banrep durante los primeros meses de 2026. Con el objetivo de extraer las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como para finales de cada uno de los próximos tres años², considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para mayo y diciembre de 2025, 2026 y 2027, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), con datos del 24 de mayo, la cual corresponde a 5,48%, 4,81%, 4,59%, 4,42%, 4,41% y 4,50%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra la misma medida neta de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, la cual se ubicó en 4,34%, 4,06%, 3,88%, 3,71%, 3,64% y 3,60% para los mismos plazos. Estas últimas expectativas se encuentran por debajo del FBEI sin ajustar por primas toda vez que las primas por riesgo inflacionario son positivas.

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

Las primas por riesgo inflacionario promedio y la desviación estándar de la expectativa de inflación a 1 y 2 años disminuyeron. Estas medidas, que pueden asociarse a la discrepancia de los agentes sobre la evolución de la inflación, exhiben una tendencia descendente después de alcanzar niveles máximos entre octubre de 2022 y marzo de 2023. Pese a las correcciones, estas medidas siguen ubicándose por encima de su promedio histórico. Las primas por riesgo inflacionario promedio variaron +5 pb, -21 pb y -23 pb para los plazos de 1, 5 y 8 años, y se ubicaron en 0,33%, 0,94% y 1,35%, en su orden. Los niveles de la prima por riesgo inflacionario a largo plazo están en línea con la alta dispersión de las expectativas de inflación³ a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banrep, y se ubicaron en 0,56% y 0,55%, respectivamente (ant: 0,70% y 0,56%, Gráfico 6). Los altos niveles de estos indicadores están en línea con algunos riesgos al alza de la inflación como las perspectivas de un potencial fenómeno de La Niña durante el segundo semestre, los posibles ajustes de los precios del ACPM y el impacto de la indexación en la inflación.

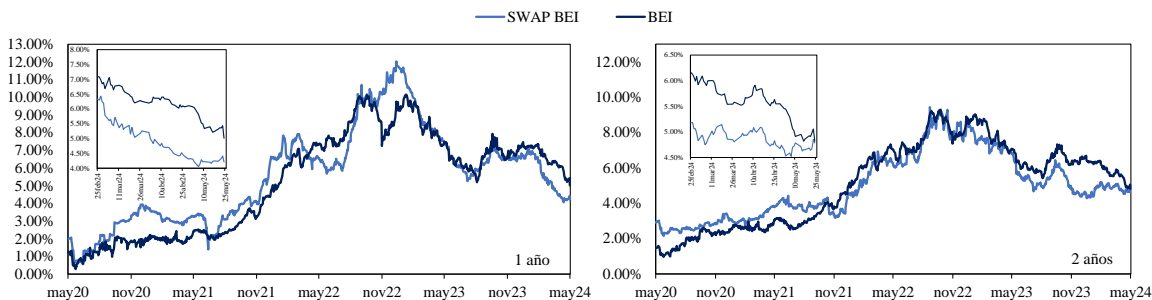
Gráfico 6. Prima por riesgo inflacionario promedio y desviación estándar de las expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg.

Las expectativas de inflación a 1 y 2 años en los contratos derivados continuaron disminuyendo y se ubicaron por debajo del BEI. En el Gráfico 7 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁴) y se contrastan con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 24 de mayo, el *swap* BEI promedio mensual a 1 y 2 años cayeron 46 pb y 26 pb, y se ubicaron en 4,21% y 4,65%, respectivamente.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

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

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

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁵ (ICEI) presentó una tendencia decreciente para todos los plazos (Gráficos 8 al 11).

Gráfico 8. ICEI de corto plazo

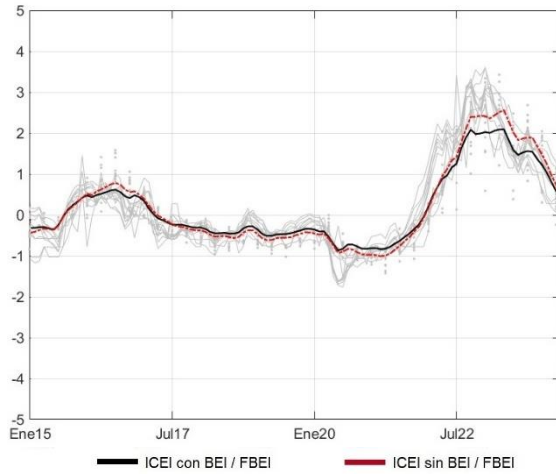


Gráfico 9. ICEI de mediano plazo

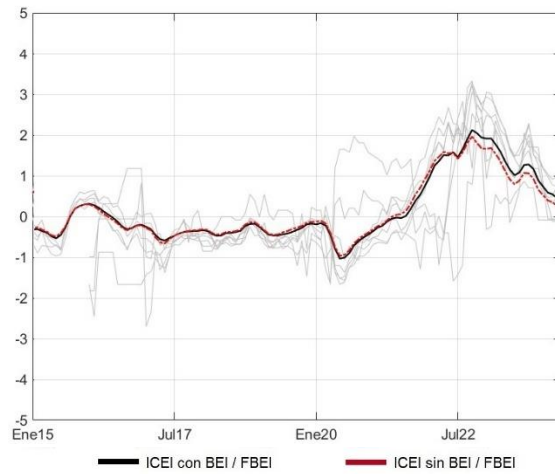


Gráfico 10. ICEI de largo plazo

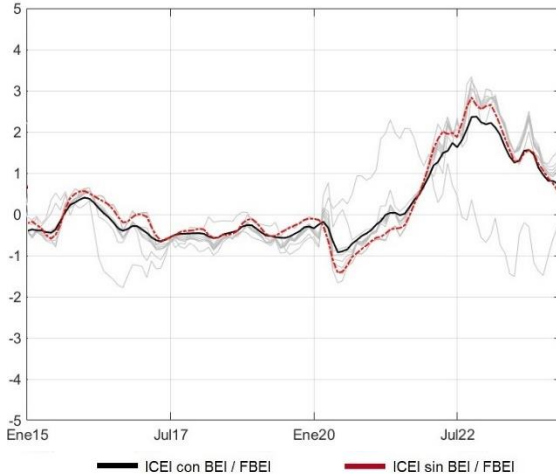
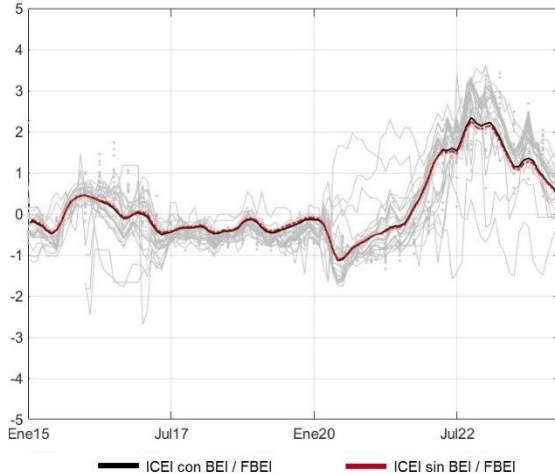


Gráfico 11. ICEI a todos los plazos



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

Las expectativas de inflación total provenientes de encuestas se mantuvieron estables para 2024 y 2025, mientras que las expectativas de inflación sin alimentos presentaron un comportamiento mixto. El promedio de las encuestas de expectativas de inflación total se mantuvo relativamente estable para finales de 2024 (obs: 5,61%; ant: 5,57%) y 2025 (obs: 3,80%; ant: 3,80%)⁶. Por otro lado, de acuerdo con la última EME del Banrep, los analistas mantuvieron su perspectiva sobre la inflación sin alimentos para 2024, pero la aumentaron para 2025 (Gráficos 12 y 13).

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

⁶ Corresponde a un promedio de las encuestas del Banrep, EOF y Citi. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2024 aumentó de 5,53% a 5,56%, y para 2025 lo hizo de 3,78% a 3,80%. Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banrep, la inflación total esperada a dos años se mantuvo en 3,50%, y a cinco años en 3,00%.

Gráfico 12. Inflación esperada para cierre 2024

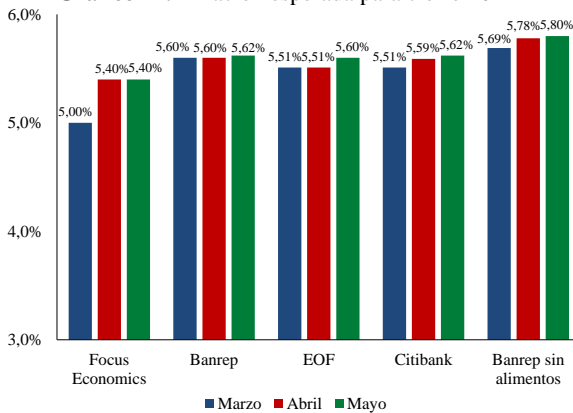
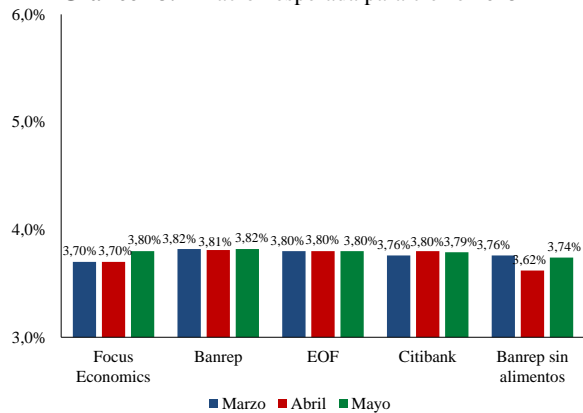
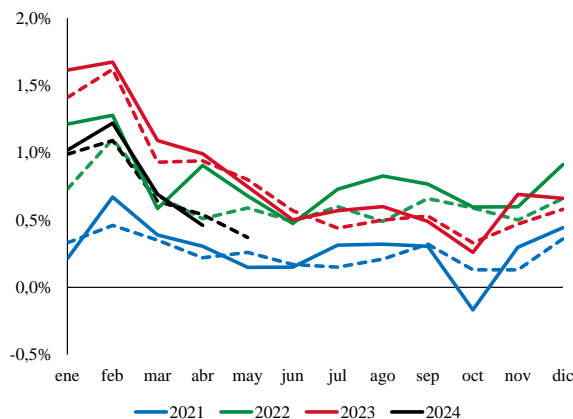


Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025



Fuente: Focus Economics, Banrep, Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citibank. Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 14 de mayo, con encuestas recolectadas hasta el 13 de mayo. La encuesta del Banrep se realizó entre el 9 y el 14 de mayo. La EOF se publicó el 20 de mayo con datos recolectados entre el 9 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 29 de mayo.

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



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

En abril, la inflación mensual sin alimentos se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado. Para este mes la expectativa se ubica por debajo de lo registrado en mayo de 2022 y 2023. El mes pasado la inflación sin alimentos se ubicó en 0,46% m/m, por debajo de lo esperado por los analistas encuestados por Citi (0,54%). Para fin de este mes, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,37% m/m, por debajo de los niveles de 0,68% y 0,75% registrados en mayo de 2022 y 2023, respectivamente (Gráfico 14).

La mayoría de las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros presentaron reducciones, mientras que las provenientes de encuestas permanecieron relativamente estables.

La continuación del descenso de las expectativas de inflación pudo estar relacionada con: *i*) la publicación del reporte de inflación de abril, el cual continuó evidenciando una clara tendencia a la baja de este indicador y un dato de inflación básica por debajo de lo esperado por el mercado⁷; *ii*) el ritmo prudente de recortes de la TPM por parte de la JDBR; y *iii*) la publicación de cifras que continuaron evidenciando una actividad económica débil⁸. No obstante, parte de la reducción de las expectativas implícitas en el mercado de deuda también pudo asociarse con las operaciones de manejo de la deuda del Gobierno, y con la estacionalidad de los TES denominados en UVR.

La brecha entre la expectativa de inflación proveniente del mercado de deuda pública y de las encuestas se redujo. Si bien ambas métricas se ubican por encima de la meta del Banrep, en esta actualización estas sugieren una convergencia hacia el rango de tolerancia del BanRep en el horizonte de política (24 meses). A doce meses las encuestas muestran una expectativa de 4,54%

⁷ La inflación sin alimentos de abril se ubicó en 0,46% m/m (esp: 0,54% m/m)

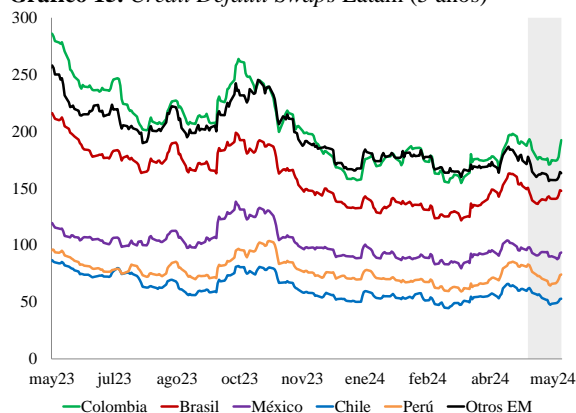
⁸ El PIB creció 1,1% t/t (esp: 2,1%; ant: 1,0%) y 0,7% a/a (esp: 0,8%; ant: 0,3%) durante el 1T24. Las ventas al por menor se contrajeron 5,6% a/a en abril (esp: -3,5%; ant: -1,8%), mientras que la producción industrial y manufacturera se contrajeron 6,7% (esp: -3,5%; ant: 0,1%) y 11,1% (esp: -7,5%; ant: -2,2%).

(ant: 4,52%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 4,34% (ant: 4,64%). A 24 meses, la encuesta del Banrep indica una expectativa de 3,50% (ant: 3,50%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 3,88% (ant: 4,20%)⁹.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

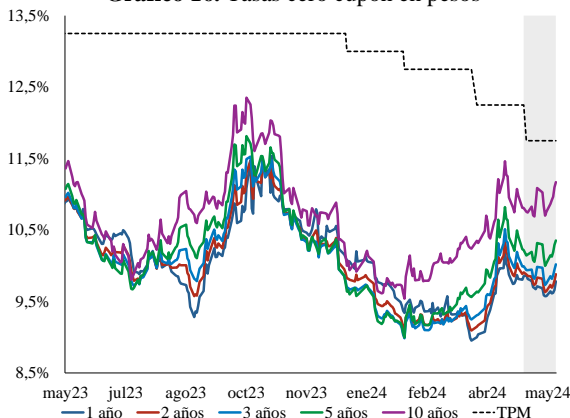
Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se empinó ante ligeras valorizaciones del tramo corto y desvalorizaciones de los demás tramos. Estas desvalorizaciones contrastaron con el entorno favorable para la renta fija a nivel global, el cual estuvo asociado con una menor aversión al riesgo ante las expectativas de mayores recortes de la TPM en EE.UU. a comienzos del mes (Gráfico 15). Estas desvalorizaciones pudieron estar explicadas por la persistencia de la incertidumbre fiscal ante: *i*) los pronunciamientos del Gobierno a favor de flexibilizar la regla fiscal; *ii*) el mensaje del presidente sobre una posible cesación de pagos de la deuda en caso de que el Congreso no apruebe la ampliación del cupo de endeudamiento; y *iii*) el bajo nivel de crecimiento del PIB, el cual podría repercutir negativamente en el recaudo tributario. A lo anterior también se sumó la incertidumbre frente al futuro de la reforma pensional y sus potenciales efectos sobre los mercados financieros. Lo anterior estuvo acompañado de un aumento de la prima por riesgo soberano de Colombia frente a sus pares durante los últimos días del periodo de análisis¹⁰ (Gráficos 15, 16 y 17).

Gráfico 15. Credit Default Swaps Latam (5 años)



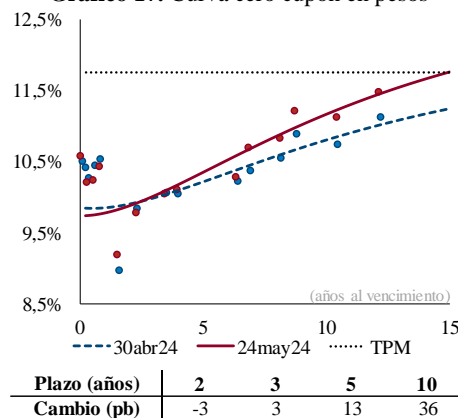
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

Gráfico 16. Tasas cero cupón en pesos



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

Gráfico 17. Curva cero cupón en pesos

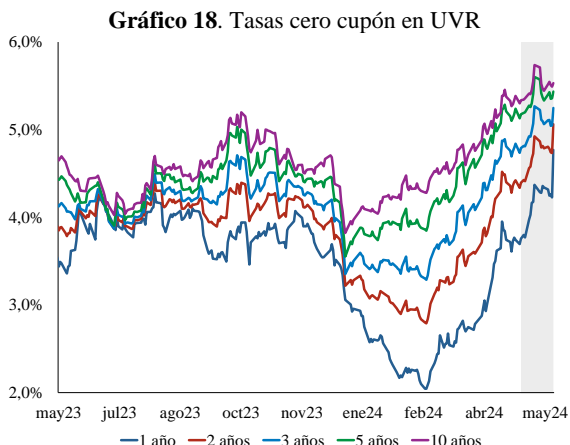


La curva de TES en UVR se aplanó ante mayores desvalorizaciones de los títulos de corto plazo, frente a los demás tramos. Estas desvalorizaciones pudieron estar explicadas por las menores expectativas de inflación, y en el mercado de los tramos medio y largo, estuvieron en línea con la tendencia desfavorable de los TES en pesos. Por su parte, las desvalorizaciones del corto plazo

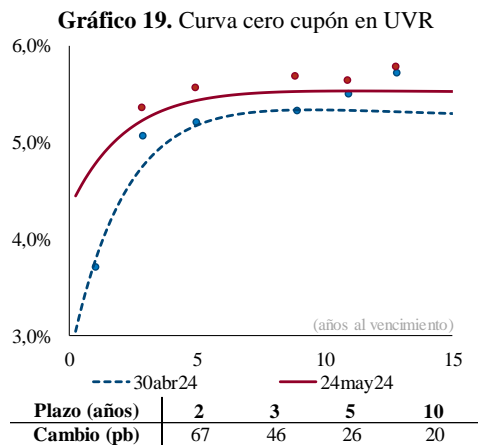
⁹ A diciembre de 2025, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,80% (ant: 3,79%), mientras que el FBEI a 2025 neto de primas se ubica en 4,45% (ant: 4,38%) para el mismo plazo.

¹⁰ Durante este periodo el CDS a cinco años aumentó 1pb en Colombia, mientras que en Chile y Perú se redujo 9 pb, en México lo hizo en 4 pb y en Brasil lo hizo en 3 pb. En otros países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) se redujo 14 pb.

también pudieron estar asociadas con el comportamiento estacional de los títulos de este tramo de la curva (Gráficos 18 y 19).

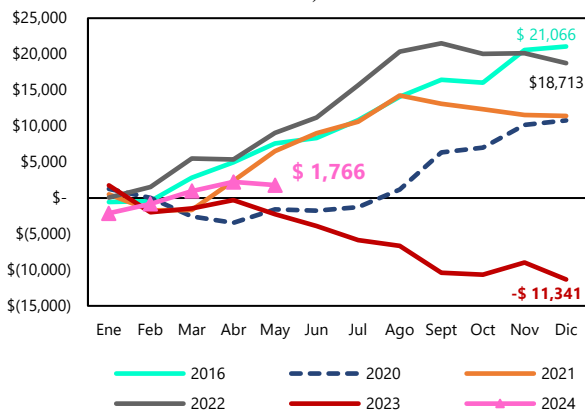


Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.



Los inversionistas extranjeros cambiaron su tendencia compradora observada en los meses previos, realizando ventas por COP 727 miles de millones (mm) en TES en pesos desde la última reunión de la JDBR, concentradas en el tramo largo de la curva (COP 454 mm). Por el contrario, en TES en UVR compraron en neto COP 455 mm en el mercado de contado, concentrados en el tramo largo (COP 450 mm). Así, acumulan compras netas por COP 1,8 billones (b) en lo corrido de 2024 en el mercado de contado de TES (Gráfico 20), y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES (21% del total de TES en circulación – ver Gráfico 21).

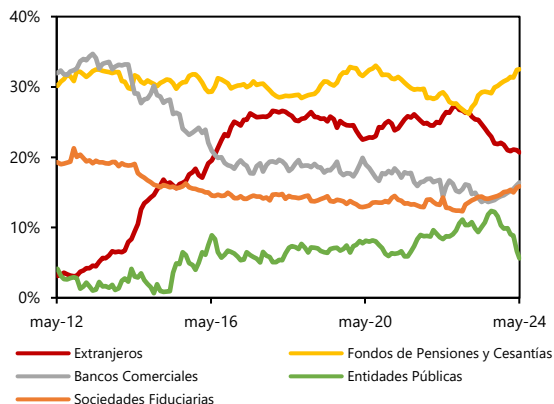
Gráfico 20. Flujos netos de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)



Fuente: Banrep.

Nota: Se incorpora los últimos 4 años y se agregan los flujos de 2016 por ser un periodo de referencia de un monto importante de compras.

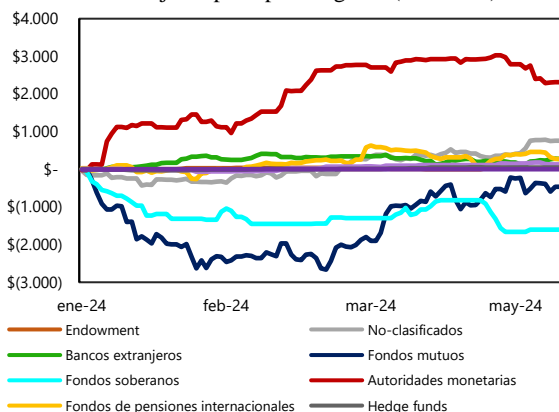
Gráfico 21. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencia del Fonpet



Fuente: Banrep.

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

Gráfico 22. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros por tipo de agente (COP mm)

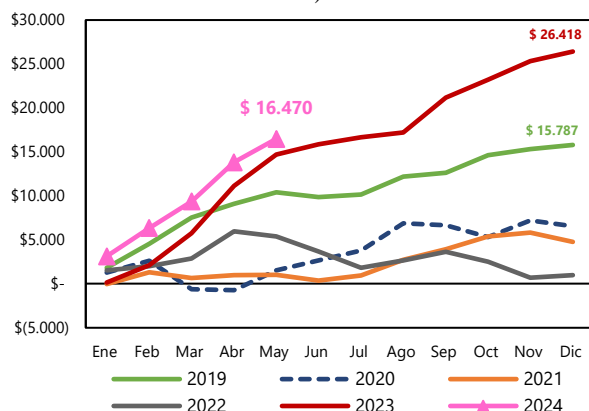


Fuente: Banrep.

han disminuido su posición vendedora neta, la cual se ubica en COP -468 mm.

Por tipo de agente, las salidas de los inversionistas extranjeros desde la última reunión de la JDBR han estado dirigidas por ventas de los fondos soberanos y las autoridades monetarias (Gráfico 22). Durante mayo, estos agentes han realizado flujos netos por COP -784 mm y COP -610 mm, respectivamente¹¹. Por su parte, los fondos mutuos y los fondos de pensiones internacionales realizaron compras por COP 346 mm y COP 251 mm¹². En el acumulado del año, continúa observándose una recomposición hacia las autoridades monetarias, con compras acumuladas por COP 2,3 b, mientras que los fondos mutuos

Gráfico 23. Flujos netos de los fondos de pensiones locales en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)



Fuente: Banrep.

Los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora en mayo, aunque con un monto moderado frente a meses previos (COP 2,3 b), principalmente en el tramo largo de la curva (COP 2,1 b)¹³ (Gráfico 23). En TES UVR compraron COP 393 mm, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 211 mm). Así, se mantuvieron como los principales tenedores de TES (32% del total de TES en circulación, ver Anexo 3).

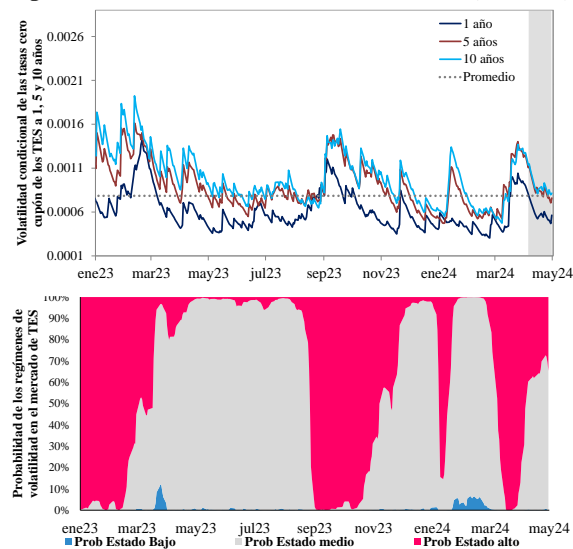
Las entidades públicas han sido los principales vendedores en el mercado de contado de TES en lo corrido de 2024, tanto en pesos como en UVR. Estas entidades han realizado ventas netas en ambos títulos por COP 20,4 b, principalmente en referencias del tramo largo (COP 18,2 b) y medio de la curva (COP 9,3 b).

¹¹ Con información al 24 de mayo, desde la última reunión de la JDBR los no-clasificados, bancos extranjeros, endowment funds, compañías de seguros, organizaciones multilaterales y hedge funds han presentado flujos netos por COP 404 mm, COP 80 mm, COP 22 mm, COP 22 mm, COP 4 mm y COP -8 mm, respectivamente.

¹² En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos soberanos (COP -802 mm). Las autoridades monetarias, los hedge funds, las organizaciones multilaterales, los fondos mutuos, los bancos extranjeros, las compañías de seguros, los endowment funds, los fondos de pensiones internacionales y los no-clasificados presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -610 mm, COP -8 mm, COP 4 mm, COP 6 mm, COP 11 mm, COP 22 mm, COP 22 mm, COP 251 mm y COP 377 mm, respectivamente. Las ventas en TES UVR se concentraron en los fondos soberanos (COP 19 mm). Los no clasificados, los bancos extranjeros y los fondos mutuos presentaron flujos netos en TES UVR por COP 27 mm, COP 69 mm, COP 340 mm y COP 455 mm, respectivamente.

¹³ Estos agentes realizaron compras netas en el tramo medio de la curva en pesos por COP 197 mm.

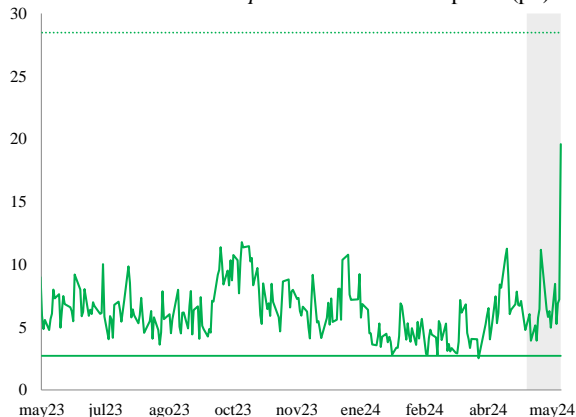
Gráfico 24. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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

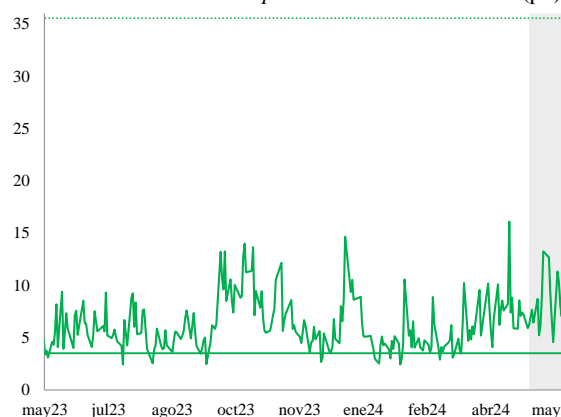
La volatilidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó para todos los plazos y se ubicó en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 24), al tiempo que la liquidez continuó disminuyendo. Frente a los indicadores de liquidez, los *Bid-Ask Spreads* (BAS) promedio aumentaron frente a los registrados en abril, mientras que la profundidad presentó un comportamiento mixto¹⁴. Pese a que los BAS aún sugieren niveles de liquidez inferiores a los registrados previo a la pandemia del Covid-19, estos se encuentran por encima de los registrados durante los primeros días de la pandemia. La afectación de los indicadores de liquidez y volatilidad es una dinámica común a los mercados desde 2020 (Anexo 2 – Gráficos 25 al 28).

Gráfico 25. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)

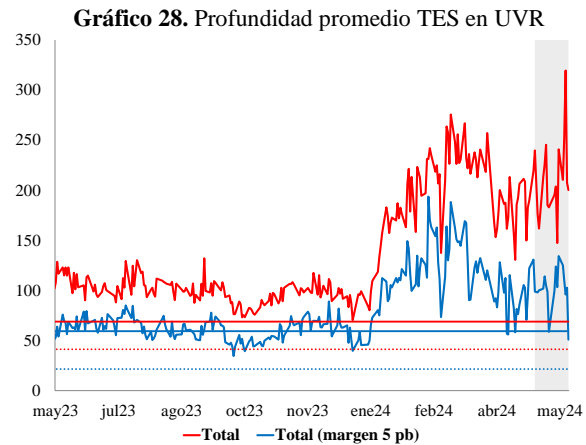
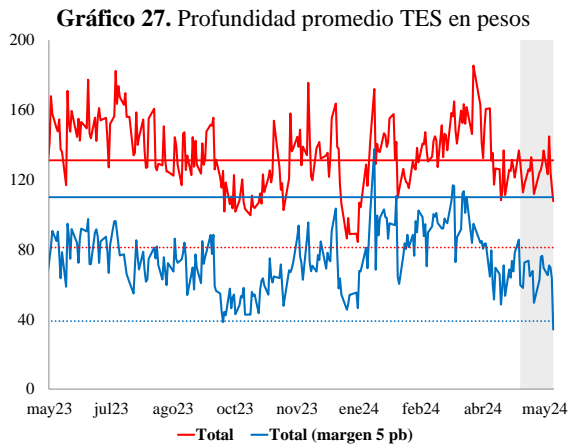


Fuente y Cálculos: Banrep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A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

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

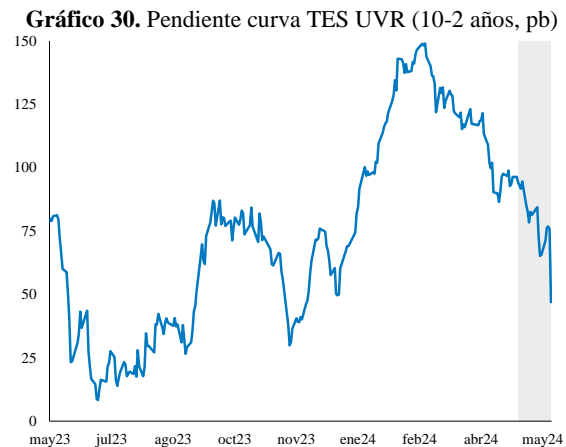
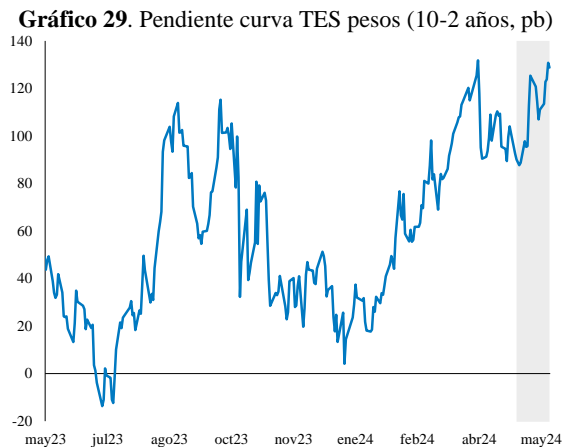


¹⁴ Al 24 de mayo, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 7,1 pb para los TES en pesos y 9,1 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 6,8 pb y 7,7 pb observados durante abril, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 132,3 mm a COP 123,8 mm, al tiempo que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR aumentó de COP 184,2 mm a COP 210,5 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).



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

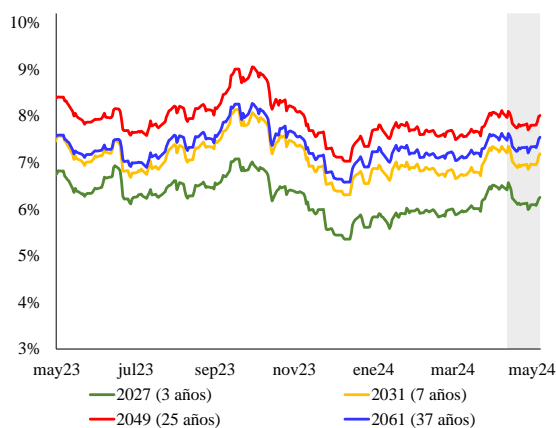
La curva de los TES en pesos se empinó, mientras que la de los TES denominados en UVR se aplanó. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años aumentó 39 pb, hasta alcanzar un nivel de 129 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y se redujo 47 pb, hasta un nivel de 47 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 29 y 30).



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

Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se valorizaron y la diferencia de sus tasas con las de los títulos locales continuó aumentando. Desde el 30 de abril, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 7, 25 y 37 años presentaron variaciones de -32 pb, -16 pb, -9 pb y -8 pb, respectivamente (Gráfico 31). El margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) aumentó 48 pb, debido a que la deuda denominada en moneda local presentó desvalorizaciones durante el período, a diferencia de la denominada en moneda extranjera que se valorizó (Gráfico 32).

Gráfico 31. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

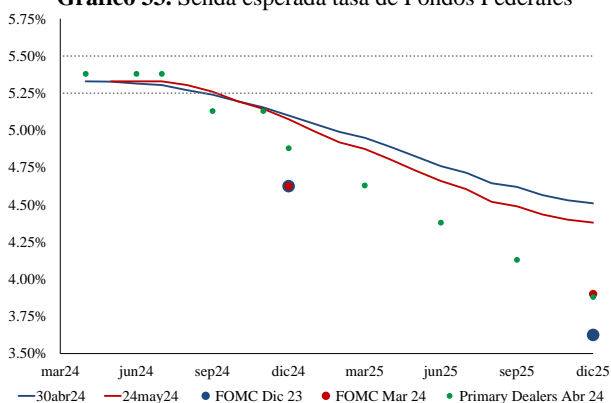
Gráfico 32. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

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

Gráfico 33. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

Al 24 de mayo, las expectativas del mercado de futuros sobre la tasa de los Fondos Federales apuntan a que este año solo se anticipa un recorte del rango de los fondos federales, cuando en abril se descontaban 2 recortes; al tiempo que la senda esperada para el mediano plazo apunta a mayores recortes frente a lo que se descontaba en abril. Estas expectativas disminuyeron a principios de mayo tras la publicación de cifras del mercado laboral más débiles de lo esperado, pero revirtieron posteriormente ante una retórica *hawkish* por parte de algunos miembros de la Fed.

Así, el mercado postergó de septiembre a octubre sus expectativas sobre un primer (y único) recorte de tasas en 2024, con un rango de la tasa de los fondos federales entre 5,00% y 5,25%. Además, descuenta recortes por 75 pb durante 2025 (ant: 50 pb). Lo anterior supera las proyecciones del FOMC de marzo, para cierre de 2024 (50 pb por encima) y 2025 (50 pb por encima, Gráfico 33).

En esta misma línea, el CME¹⁵ muestra que el rango más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre de 2024 es de un solo recorte de 25 pb, aunque el mercado ahora descuenta con mayor probabilidad escenarios de menores tasas. Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre de 2024 se ubicó en el rango entre 5,00% y 5,25% (probabilidad del 42%) durante mayo (Cuadro 2).

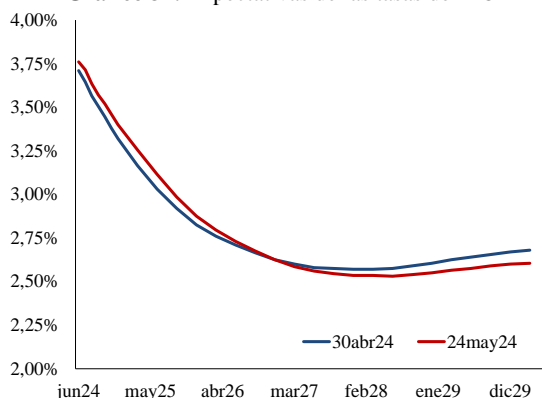
Cuadro 2. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre del 2024

	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%	4,75%-5,00%	5,00%-5,25%	5,25%-5,50%
30abr24	1%	6%	24%	42%	27%
24may24	1%	8%	31%	42%	18%

Fuente: CME.

¹⁵ Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.

Gráfico 34. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

En Europa, el mercado espera un primer recorte de las tasas del BCE en el tercer trimestre de 2024 (julio) (Gráfico 34, Anexo 5). Además, los futuros de la tasa Euribor descuentan una senda de política monetaria de mediano plazo más contractiva que en abril.

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

La curva de Tesoros de EE.UU. se aplanó ante mayores valorizaciones de los títulos de largo plazo frente a los de los demás plazos. Este comportamiento estuvo en línea con las menores expectativas de política monetaria ante la publicación de cifras de inflación que retomaron la tendencia a la baja¹⁶, así como de actividad económica¹⁷ y del mercado laboral¹⁸ que evidenciaron una desaceleración de la actividad económica. Posteriormente, estas expectativas corrigieron al alza ante los comentarios *hawkish* de varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés).

La mayoría de los títulos de deuda pública de la región se valorizó, en línea con el desempeño de la mayoría de los títulos de deuda pública a nivel global. No obstante, en el caso de Brasil, la incertidumbre en el frente político y fiscal pudo haber limitado las valorizaciones de largo plazo e incidido sobre las desvalorizaciones del corto plazo. Estas desvalorizaciones también pudieron estar explicadas por el ajuste de las expectativas de política monetaria en ese país. Por el contrario, en el caso de Chile, la publicación de cifras negativas de actividad económica presionó a la baja las expectativas de política monetaria, lo cual contribuyó a la importante valorización de los títulos de corto plazo. De esta manera, las pendientes 10 años-2 años disminuyeron 34 pb en Brasil (hasta un nivel de 61 pb), 22 pb en Perú (173 pb) y 7 pb en México (-83 pb), en línea con el aplanamiento de 10 pb en EE.UU. (-46 pb), mientras que la curva de Chile presentó un empinamiento de 42 pb (85 pb, Gráficos 35 a 37 y Anexo 4).

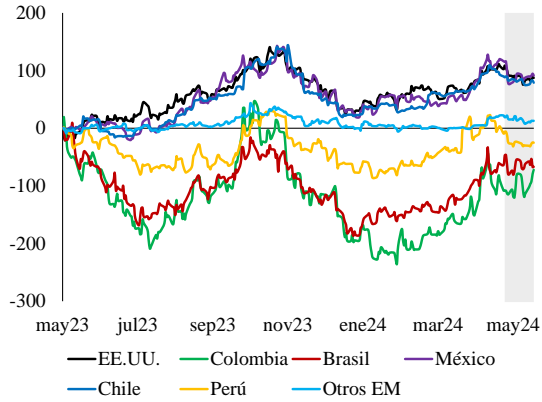
¹⁶ La inflación se ubicó en 3,4% a/a (esp: 3,4%; ant: 3,5%) y 0,3% m/m (esp: 0,4%; ant: 0,4%) en abril. Por su parte, la inflación núcleo se ubicó en 3,6% a/a (esp: 3,6%; ant: 3,8%) y 0,3% m/m (esp: 0,3%; ant: 0,4%).

¹⁷ En abril, el ISM manufacturero volvió a terreno contractivo al ubicarse en 49,2 (esp: 50,0; ant: 50,3), al tiempo que el indicador de sentimiento de la U. de Michigan se redujo a 69,1 (esp: 76,2; ant: 77,2) y las ventas al por menor se mantuvieron sin cambios frente al mes previo (esp: 0,4%; ant: 0,6%).

, al tiempo que las ventas al por menor crecieron 0,7% m/m durante el mismo mes (esp: 0,4%; ant: 1,0%).

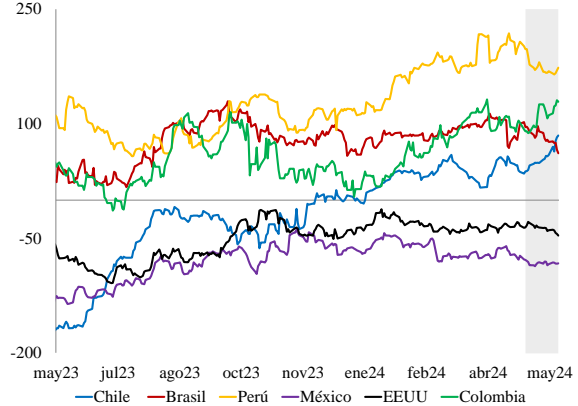
¹⁸ De acuerdo con el reporte de empleo de abril, las nóminas no agrícolas crecieron en 175 mil (esp: 240 mil; ant: 315 mil), al tiempo que la tasa de desempleo aumentó a 3,9% (esp: 3,8%; ant: 3,8%) y los salarios crecieron 3,9% a/a (esp: 4,0%; ant: 4,1%).

Gráfico 35. Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE. UU.



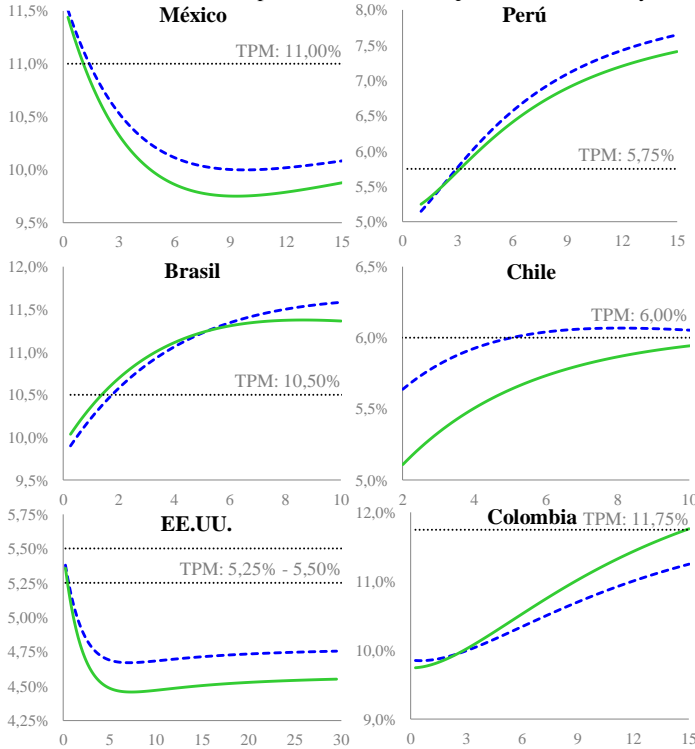
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: Banrep. Cambios (pb) desde el 1 de mayo de 2023.

Gráfico 36. Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

Gráfico 37. Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE. UU. Desde la última reunión de la JDBR



	EVOLUCIÓN POR TRAMOS			Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-17	-24	-24	0
Perú	1	-13	-21	-25
Brasil	12	1	-22	-25
Chile	-53	-36	-11	-50
EEUU	-12	-20	-21	0
Colombia	-3	13	36	-50

	EVOLUCIÓN POR TRAMOS 3 MESES			Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	63	61	50	-25
Perú	39	34	31	-50
Brasil	84	100	71	-75
Chile	-3	26	45	-125
EEUU	27	22	14	0
Colombia	66	102	114	-100

	CAMBIOS OBSERVADOS		
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	-22	-7	-7
Perú	-11	-22	-7
Brasil	-3	-34	12
Chile	-33	42	-8
EEUU	-18	-10	-7
Colombia	16	39	-7

30-abr-24

24-may-24

Fuente: Bloomberg. Cálculos: DOAM
* Curvas calculadas mediante la metodología de Nelson & Siegel.

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

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

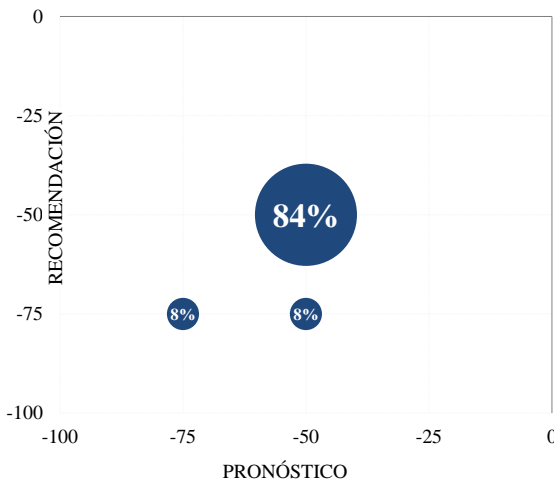
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas, de la curva OIS (*Overnight Index Swaps*) y del mercado de TES en pesos.

2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera un recorte de 50 pb en junio. Primero, según la EME¹⁹, la mediana señala una tasa esperada de 11,25% en junio (desviación estándar de 9 pb). Por otro lado, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank²⁰, de las 24 entidades encuestadas el 84% espera y recomienda que la TPM disminuya 50 pb en junio; un 8% espera que disminuya 50 pb, pero recomienda que disminuya 75 pb; y el 8% restante espera y recomienda que disminuya 75 pb. La desviación estándar de las expectativas permaneció estable en 0,07% entre abril y mayo (Gráfico 38 y Anexo 1). En cuanto a la reunión de mayo, el 100% de los agentes encuestados por la EME esperan que la TPM se mantenga inalterada, y en el caso de la EOF el 94% espera lo mismo, mientras que el 6% restante proyectan reducciones entre 25 pb y 50 pb.

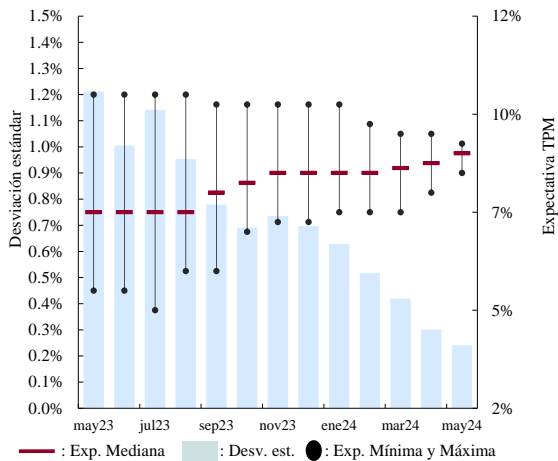
Por su parte, en el Gráfico 39 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2024 de acuerdo con la encuesta de Citibank, en la cual se observa que entre abril y mayo la tasa mediana esperada aumentó de 8,25% a 8,50%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 0,30% a 0,24%.

Gráfico 38. Expectativa de cambio (pb) TPM Para la reunión de junio



Fuente: Citibank.

Gráfico 39. Expectativas TPM para diciembre de 2024

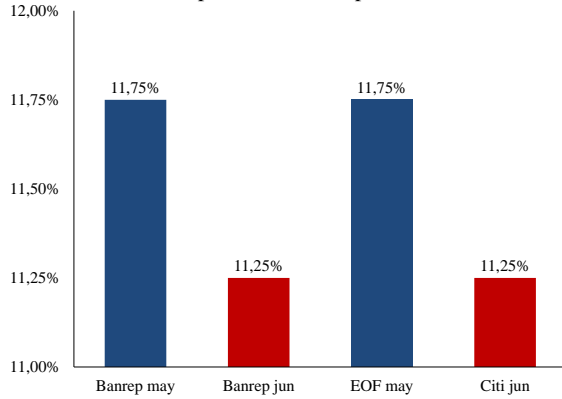


Fuente: Citibank.

¹⁹ Datos recolectados entre el 9 y el 14 de mayo.

²⁰ Publicada el 29 de mayo

Gráfico 40. Expectativas TPM próxima reunión*



Fuente: Banrep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del Banrep se realizó entre el 9 y el 14 de mayo. La EOF se publicó el 20 de mayo con datos recolectados entre el 9 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 29 de mayo. *La EOF indaga por la reunión de mayo (azul), la encuesta de Citi pregunta por la reunión de junio (rojo), mientras que la encuesta del Banrep averigua por las reuniones de mayo y junio.

Las encuestas evidencian un aumento de las expectativas de política monetaria para 2024 y estabilidad para 2025. En los Gráficos 40, 41 y 42 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y para las de diciembre de 2024 y 2025. En estas se observa que: *i)* la mayoría de los agentes espera que la TPM se mantenga inalterada en mayo y disminuya 50 pb en junio; *ii)* el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 aumentó de 8,25% a 8,47%; y *iii)* el promedio de las encuestas para el cierre de 2025 aumentó de 5,50% a 5,60%.

Gráfico 41. Expectativas TPM para diciembre de 2024

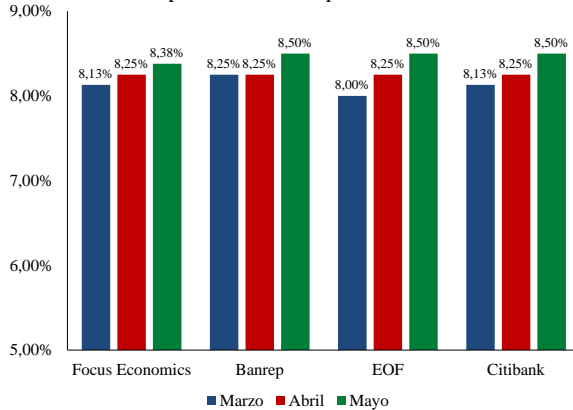
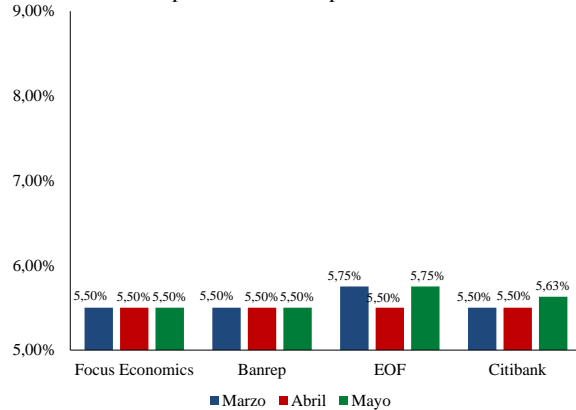


Gráfico 42. Expectativas TPM para diciembre de 2025



Fuente: Focus Economics, Banrep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 14 de mayo, con encuestas recolectadas hasta el 13 de mayo. La encuesta del Banrep se realizó entre el 9 y el 14 de mayo. La EOF se publicó el 20 de mayo con datos recolectados entre el 9 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 29 de mayo.

Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses cayeron, en línea con expectativas de que se mantengan las reducciones de la TPM para las próximas reuniones. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 24 de mayo, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses cayeron 27 pb, 22 pb, 28 pb, 27 pb, 25 pb y 25 pb, respectivamente (Gráficos 45 y 46).

Gráfico 43. Tasa de intervención y tasas IBR

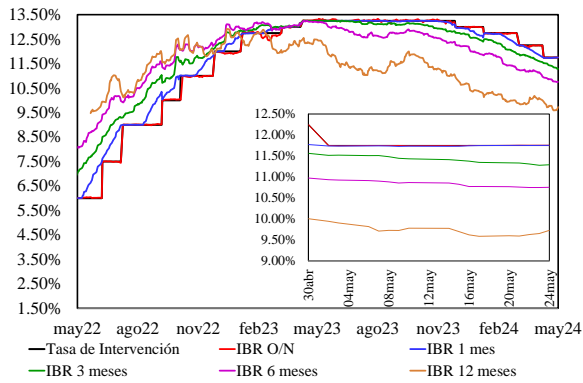
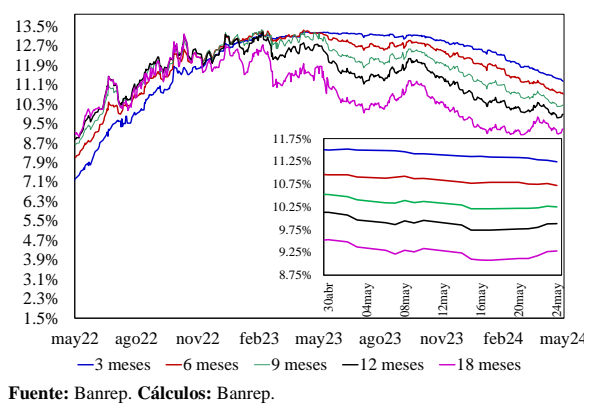


Gráfico 44. Tasas OIS



Las tasas del mercado OIS descuentan con mayor probabilidad una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de junio, y apuntan a que esta tasa se ubique en 9,25% para el cierre del 2024. Las tasas del mercado OIS respondieron principalmente al entorno internacional, particularmente a una menor TPM esperada para fin de año en EE.UU. luego de que se conocieran algunas cifras del mercado laboral más débiles de lo esperado. Así, el 24 de mayo el mercado descuenta con mayor probabilidad una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de junio, y durante el segundo semestre de 2024 anticipa reducciones de 200 pb, de manera que en diciembre se espera que la TPM se ubique en 9,25% (anterior: 9,50%).

Gráfico 45. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 24 de mayo de 2024)

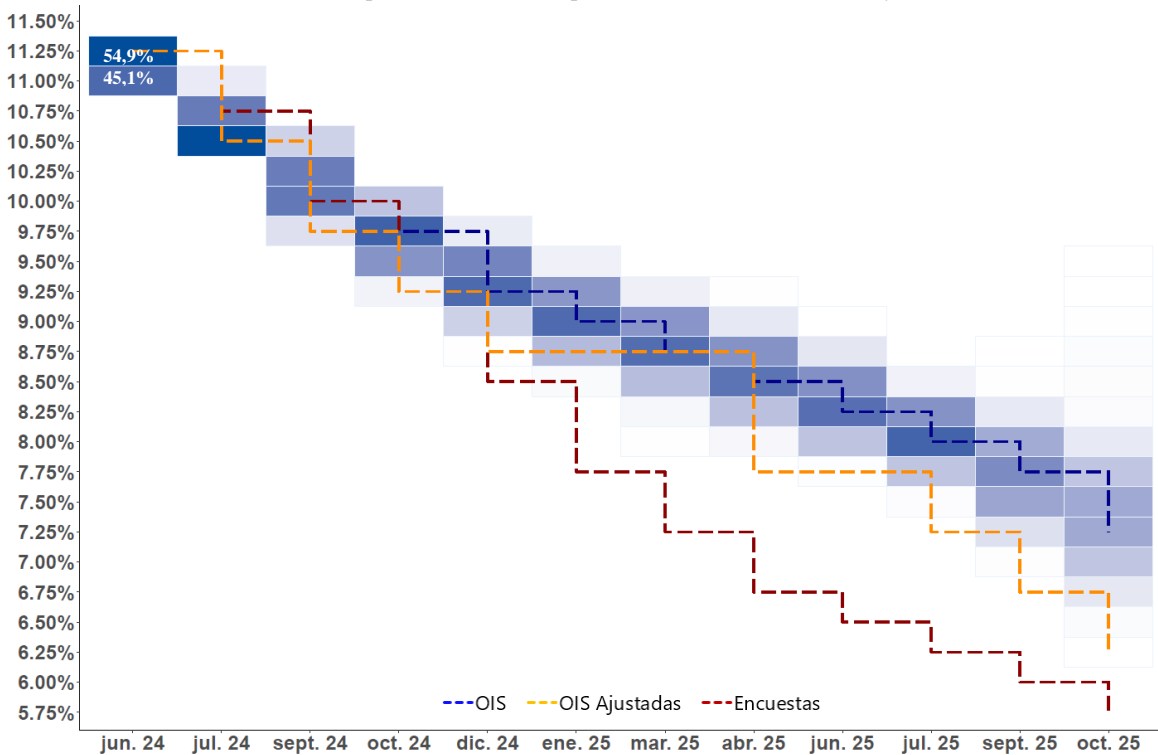
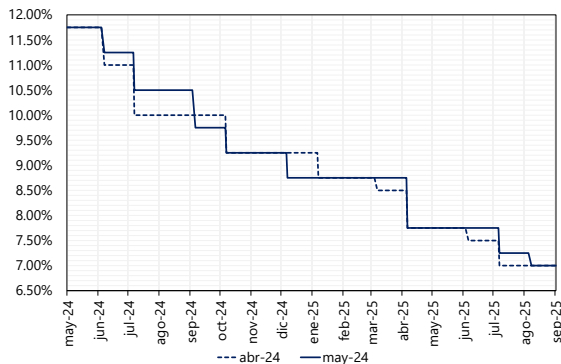


Gráfico 46. Evolución de expectativas TPM – OIS

oct-25						7,25%	oct-25	11.75%
sep-25			6,50%	7,50%	7,75%		sep-25	11.50%
ago-25							ago-25	11.25%
jul-25		6,25%	6,75%	7,75%	8,00%		jul-25	11.00%
jun-25	6,25%	6,75%	7,25%	8,25%	8,25%		jun-25	10.75%
may-25							may-25	10.50%
abr-25	7,00%	6,50%	7,00%	7,50%	8,50%	8,50%	abr-25	10.25%
mar-25	7,25%	7,00%	7,50%	8,00%	8,75%	8,75%	mar-25	10.00%
feb-25							feb-25	9.75%
ene-25	7,75%	7,50%	8,00%	8,25%	9,25%	9,00%	ene-25	9.50%
dic-24	8,50%	8,00%	8,50%	8,75%	9,50%	9,25%	dic-24	9.25%
nov-24							nov-24	9.00%
oct-24	8,75%	8,75%	9,00%	9,25%	9,75%	9,75%	oct-24	8.75%
sep-24	9,50%	9,25%	9,75%	9,75%	10,25%	10,00%	sep-24	8.50%
ago-24							ago-24	8.25%
jul-24	10,25%	10,00%	10,25%	10,50%	10,75%	10,50%	jul-24	8.00%
jun-24	10,75%	10,75%	11,00%	11,00%	11,25%	11,25%	jun-24	7.75%
may-24							may-24	7.50%
	19dic23**	25ene24**	29feb24**	22mar24**	24abr24**	24may24**		7.25%

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

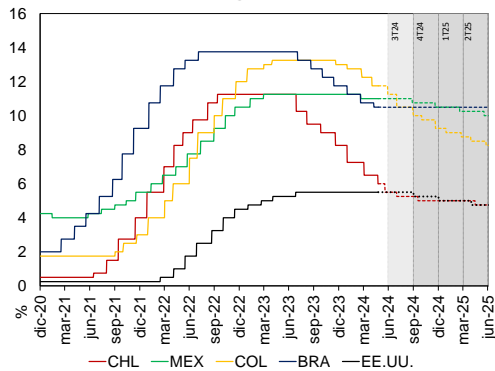
Gráfico 47. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 30 de abril de 2024 y 24 de mayo de 2024.

Frente al mes anterior, la expectativa de TPM ajustada por la prima a término del mercado OIS anticipa una senda con menores reducciones para el tercer trimestre y una aceleración en el ritmo de recortes en el último trimestre del año. En el Gráfico 47 se presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los días 30 de abril y 24 de mayo. Según esta medida, la expectativa para diciembre de 2024 se ubicó en 8,75% (ant: 9,25%).

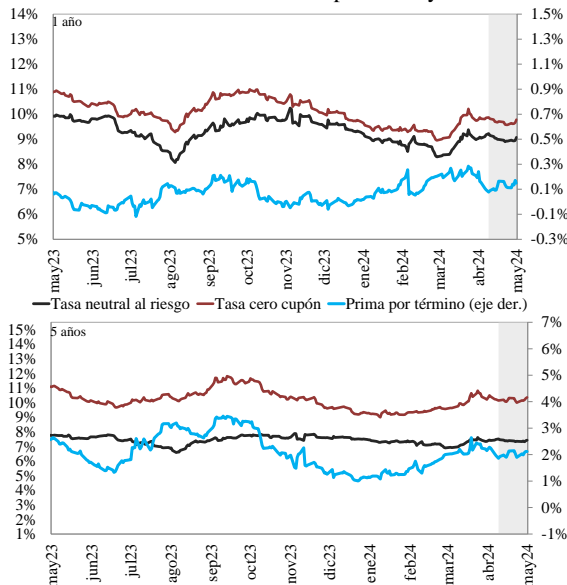
Gráfico 48. Expectativas de TPM en los países de la región.



Fuente: Bloomberg. Cálculos propios.

La mayoría de los mercados OIS en la región continúan vislumbrando reducciones de la TPM en el 2024 (Gráfico 48). Para los siguientes meses se esperan reducciones de 50 pb y 100 pb de la TPM en Chile y México, cerrando 2024 en 5,00% (ant. 5,50%) y 10,50% (ant. 10,50%), en su orden. Por otra parte, no se esperan más cambios de la TPM en Brasil²¹. Las sendas de TPM en promedio muestran menores niveles frente a lo observado el mes anterior, lo cual está en línea con el ajuste de las expectativas de la TPM en EE.UU.

Gráfico 49. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

El movimiento en las tasas de los TES en pesos de corto plazo se puede explicar principalmente por las variaciones en las tasas neutras. A plazos mayores se observa un mayor aumento de las primas a término. En el Gráfico 49 se presentan estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDDBR, las tasas neutras al riesgo promedio cayeron 10 pb y 5 pb a 1 y 5 años respectivamente, y se ubicaron en 9,07% y 7,43%, en su orden, estas caídas están en línea con las reducciones de las tasas del mercado OIS. Por su parte, la prima a término a un año aumentó 5 pb y 15 pb a 1 (0,15%) y 5 años (2,12%), respectivamente. Pese a la menor prima por riesgo inflacionario y la caída de la prima a término en EE. UU. (Gráfico A4.4)²², la prima a término subió en Colombia en un contexto de mayores preocupaciones fiscales.

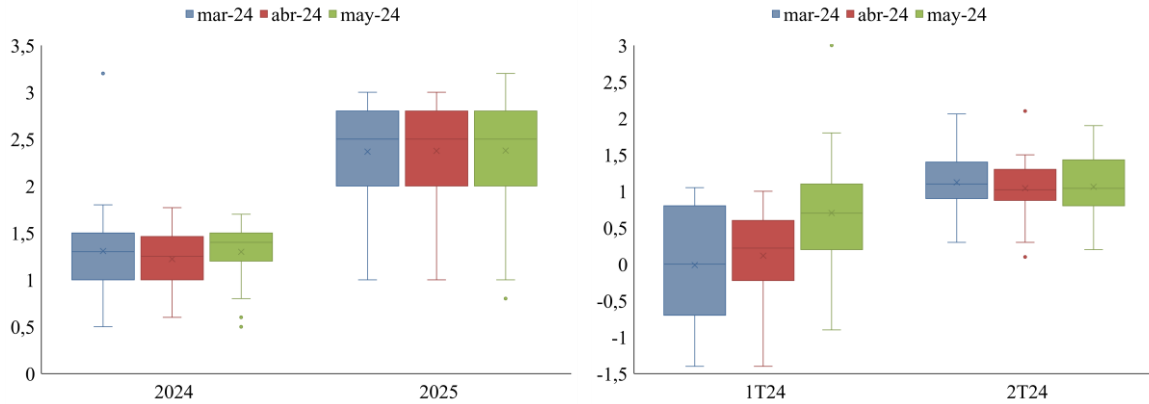
2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento se mantuvieron relativamente estables. De acuerdo con la EOF, los analistas aumentaron su perspectiva de crecimiento para 2024 de 1,25% a 1,40%, y para el 1T24 de 0,22% a 0,70%, mientras que para el 2T24 la mantuvieron relativamente estable en 1,04% (ant: 1,02%) y para 2025 la mantuvieron inalterada en 2,5% (Gráfico 50). Posteriormente, el DANE dio a conocer que la economía colombiana se expandió 0,7% durante el 1T24. Por otro lado, los agentes encuestados por Citi mejoraron su perspectiva de crecimiento para 2024 de 1,3% a 1,38%, y para 2025 de 2,51% a 2,6%.

²¹ Las expectativas de las encuestas muestran que los agentes siguen descontando reducciones de la TPM en Brasil y fin de año los analistas esperan que esta tasa se ubique en valores cercanos al 9,00%.

²² Revisar Recuadro [Factores que pueden incidir en la resistencia de la curva de rendimientos en Colombia a invertirse.](#)

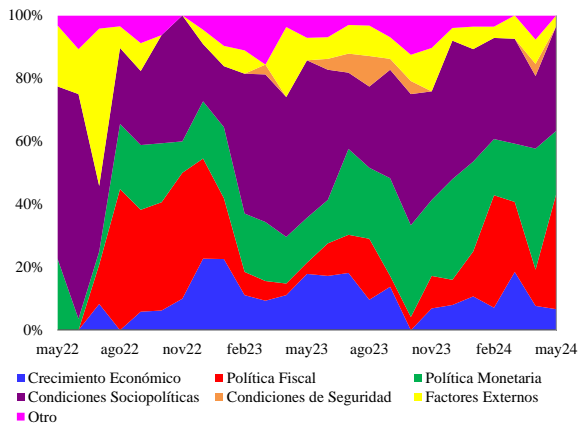
Gráfico 50. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)
Anuales **Trimestrales**



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

Los analistas esperan valorizaciones de los TES y el MSCI COLCAP en el corto plazo. Frente a los TES que vencen en 2028 y 2032, los analistas esperan que durante los próximos tres meses estos se valoricen 40 pb²³ (desviaciones estándar cercanas a 40 pb). Para fin de año, los mismos analistas proyectan valorizaciones de 100 pb y 90 pb, respectivamente (desviaciones estándar de 70 pb y 80 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se valorice cerca de 2%, mientras que a 12 meses esperan una valorización cercana al 5% (desviaciones estándar de 3% y 6%, respectivamente).

Gráfico 51. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: ¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión? La política fiscal pasó a ocupar el primer lugar. El 37% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 12%, var: 25 pp) como el factor más relevante, el 33% resaltó las condiciones sociopolíticas (ant: 23%; var: 10 pp), el 20% la política monetaria (ant: 39%, var: -19 pp), el 7% el crecimiento económico (ant: 8%; var: -1 pp), mientras que el 3% restante señaló los factores externos (ant: 8%; var: -5 pp; Gráfico 51). Los agentes que mencionaron otros factores señalaron puntualmente la seguridad inversionista y la

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

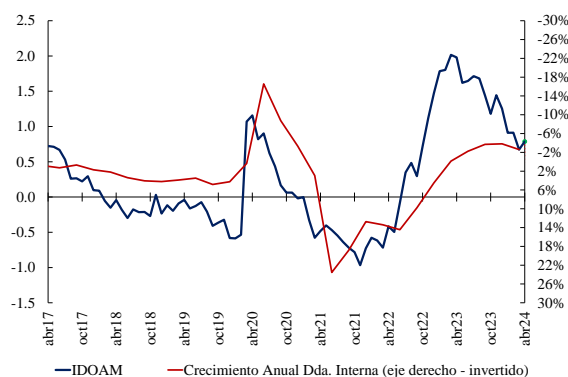
²³ Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa mediana esperada por los analistas.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos definitivos de abril de 2024, el IDOAM mantiene su tendencia de mejores condiciones financieras, pero tuvo un ligero deterioro en el último mes. El leve deterioro de este indicador se da ante aumentos del *spread* de las tasas de tesorería frente a las tasas de los TES y un aumento de la volatilidad del mercado accionario y de TES. El nivel del indicador mantiene su tendencia a la baja ante las correcciones de los *spreads* de las tasas preferencial, tesorería y consumo, y la tendencia decreciente de los niveles de las expectativas de inflación frente a la meta del Banrep (Gráfico 52).

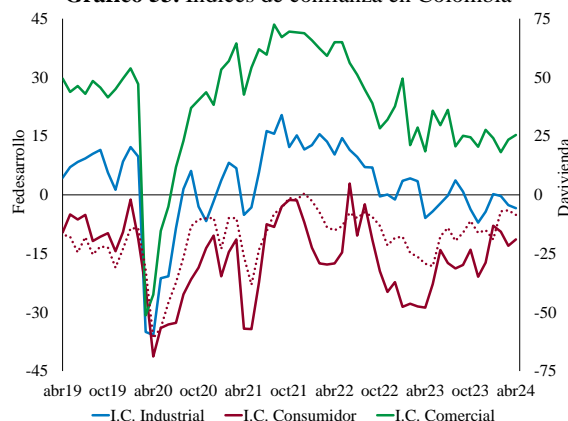
Los indicadores de confianza empresarial y del consumidor presentaron resultados mixtos en abril. El indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, presentó una mejora en abril (obs: -11,4%; ant: -13,0%), como consecuencia de unas expectativas menos pesimistas, que más que compensaron el deterioro de la percepción de las condiciones económicas (Gráfico 53). Asimismo, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -5,9% a -2,1% (Gráfico 54), mientras que la confianza del consumidor estimada por Davivienda disminuyó (obs: -8,5%; ant: -6,6%). Por otro lado, el indicador de confianza industrial continuó disminuyendo (obs: -3,4%; ant: -2,6%), mientras que el de confianza comercial continuó aumentando (obs: 15,3%; ant: 14,1%) durante abril. El desempeño del primero estuvo explicado por un mayor nivel de existencias y un menor volumen actual de pedidos, lo cual fue compensado parcialmente por unas mejores expectativas de producción para el próximo trimestre. Por el contrario, la mejora de la confianza comercial se explicó por un menor nivel de existencias y unas mayores expectativas de producción para el próximo semestre, que contrarrestaron el deterioro de la percepción de la situación económica.

Gráfico 52. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



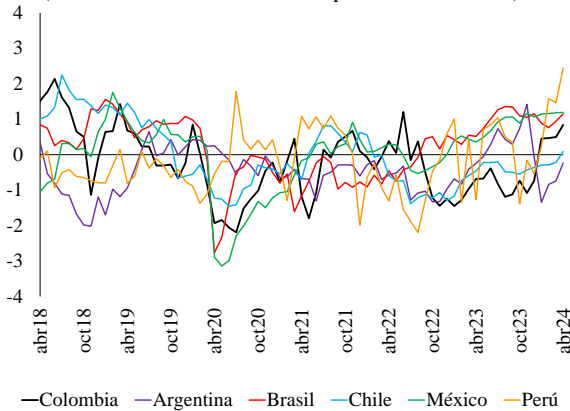
Fuentes: Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible. **Nota:** Se usa la volatilidad implícita promedio de los TES a 1, 5 y 10 años extraída de un modelo GARCH(1,1)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

Gráfico 53. Índices de confianza en Colombia



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

Gráfico 54. Índices de confianza de Latinoamérica* (desviaciones estándar con respecto a la media**)

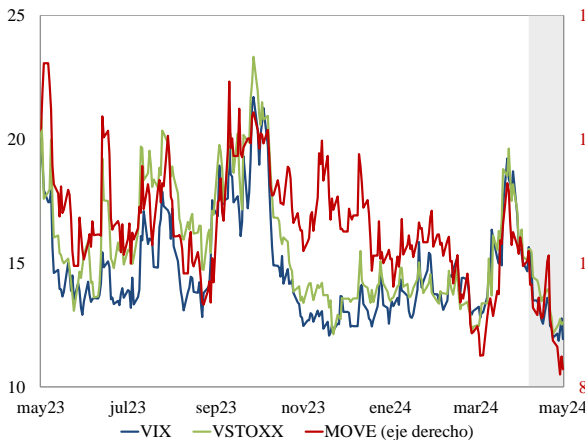


—Colombia —Argentina —Brasil —Chile —México —Perú
Fuentes: INEGI²⁴, FGV²⁵, UDD, Banrep, Fedesarrollo, APOYO.
Cálculos: Banrep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.
****** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

El indicador de confianza desestacionalizado de Colombia aumentó en abril y continúa registrando su mayor valor desde 2022. Este indicador aumentó para todos los países de la muestra durante abril. El Gráfico 54 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). El indicador de Argentina se encuentra por debajo de su media histórica, a diferencia de los demás países.

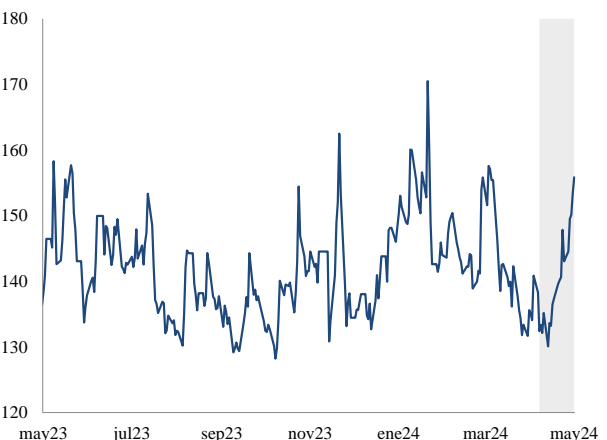
La volatilidad implícita de las opciones de índices bursátiles (Vix²⁶ y Vstoxx²⁷) y de Tesoros (Move²⁸) disminuyó. Este comportamiento se dio en un contexto de menor aversión al riesgo a nivel global ante las expectativas de mayores recortes de la TPM en EE.UU. (Gráfico 55). Por su parte, el *Skew*²⁹ corrigió al alza, en línea con las importantes valorizaciones del S&P 500 durante este periodo (Gráfico 56).

Gráfico 55. Vix - Move



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 56. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

²⁴ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

²⁵ Instituto Brasileiro de economía

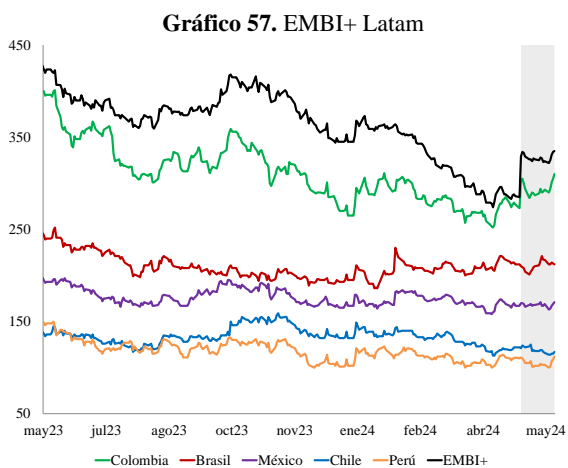
²⁶ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

²⁷ El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

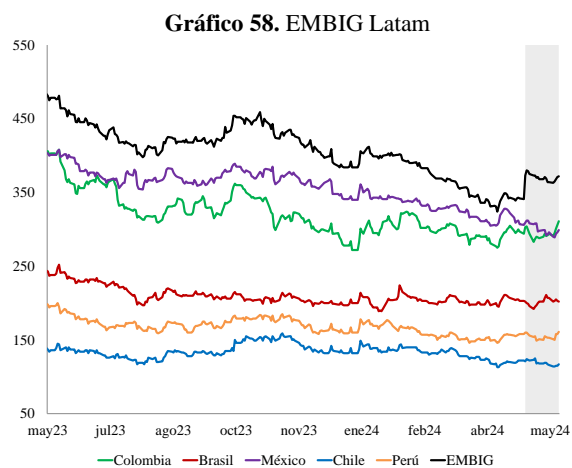
²⁸ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

²⁹ 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.

Finalmente, el EMBI³⁰ se mantuvo relativamente estable en los países de la región. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) aumentó 6 pb (8 pb) en Colombia, 2 pb (0 pb) en Brasil, 1 pb (-10 pb) en México y 1 pb (1 pb) en Perú, mientras que en Chile disminuyó 4 pb (corresponde al EMBIG, Gráficos 57 y 58).



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

³⁰ A diferencia del EMBI+, que incorpora solamente títulos soberanos, el EMBIG también incorpora títulos cuasi soberanos (por ejemplo, los bonos emitidos por Pemex). *Information has been obtained from sources believed to be reliable, but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.*

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	11.25%	11.25%
Alianza	11.00%	11.00%
Anif	11.25%	11.25%
Asobancaria	11.25%	11.25%
Banco Agrario	11.25%	11.25%
Banco de Bogotá	11.25%	11.25%
Banco de Occidente	11.25%	11.25%
Banco Santander	11.25%	11.25%
BBVA	11.25%	11.25%
BTG Pactual	11.25%	11.25%
Casa de Bolsa	11.25%	11.25%
Citi	11.25%	11.25%
Colfondos	11.25%	11.25%
Corficolombiana	11.25%	11.25%
Credicorp Capital	11.00%	11.00%
Fiduoccidente	11.25%	11.00%
Grupo Bancolombia	11.25%	11.25%
Grupo Bolívar	11.25%	11.25%
Itaú	11.25%	11.25%
Moody's Analytics	11.25%	11.25%
Positiva	11.25%	11.25%
Scotiabank Colpatría	11.25%	11.00%
Skandia	11.25%	11.25%
XP Investments	11.25%	11.25%
Promedio	11.23%	11.21%
Mediana	11.25%	11.25%
Desv. Estándar	0.07%	0.10%
Máximo	11.25%	11.25%
Mínimo	11.00%	11.00%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
11.00%	8%	2
11.25%	92%	22
Total	100%	24

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
11.00%	17%	4
11.25%	83%	20
Total	100%	24

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

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	8.75%	6.00%
Alianza	8.00%	5.00%
Anif	8.50%	5.50%
Asobancaria	8.25%	5.75%
Banco Agrario	8.50%	5.00%
Banco de Bogotá	8.75%	5.75%
Banco de Occidente	8.50%	5.50%
Banco Santander	8.50%	6.00%
BBVA	8.50%	6.00%
BTG Pactual	8.50%	5.50%
Casa de Bolsa	8.00%	6.00%
Citi	8.50%	5.50%
Colfondos	8.50%	5.50%
Corficolombiana	8.00%	6.00%
Credicorp Capital	8.00%	5.75%
Fiduoccidente	8.50%	5.50%
Grupo Bancolombia	8.75%	6.00%
Grupo Bolivar	8.50%	5.25%
Itaú	8.75%	6.00%
Moody's Analytics	8.50%	5.50%
Positiva	8.25%	5.00%
Scotiabank Colpatria	8.25%	5.50%
Skandia	8.25%	5.75%
XP Investments	8.50%	6.25%
Promedio	8.42%	5.65%
Mediana	8.50%	5.63%
Desv. Estándar	0.24%	0.35%
Máximo	8.75%	6.25%
Mínimo	8.00%	5.00%
No. Respuestas	24	24

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

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	6.02%	3.78%
Alianza	5.60%	3.80%
Anif	5.62%	3.94%
Asobancaria	5.30%	3.70%
Banco Agrario	5.80%	3.90%
Banco de Bogotá	5.60%	3.62%
Banco de Occidente	6.07%	4.65%
Banco Santander	5.80%	4.00%
BBVA	5.40%	3.80%
BTG Pactual	6.00%	3.07%
Casa de Bolsa	5.62%	3.82%
Citi	4.90%	3.40%
Colfondos	5.50%	3.80%
Corficolombiana	5.62%	3.82%
Credicorp Capital	5.50%	3.74%
Fiduoccidente	6.07%	4.65%
Grupo Bancolombia	5.70%	4.30%
Grupo Bolivar	5.83%	3.61%
Itaú	5.20%	3.00%
Moody's Analytics	5.60%	3.60%
Positiva	5.40%	3.40%
Scotiabank Colpatría	5.81%	3.43%
Skandia	5.84%	4.24%
XP Investments	5.20%	3.50%
Promedio	5.62%	3.77%
Mediana	5.62%	3.79%
Desv. Estándar	0.30%	0.41%
Máximo	6.07%	4.65%
Mínimo	4.90%	3.00%
No. Respuestas	24	24

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 13 de mayo

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,50%	0	0,0%	1	3,6%
5,00%	0	0,0%	3	10,7%
5,25%	0	0,0%	4	14,3%
5,50%	0	0,0%	8	28,6%
5,75%	0	0,0%	1	3,6%
6,00%	1	2,9%	7	25,0%
6,50%	0	0,0%	1	3,6%
7,00%	4	11,8%	1	3,6%
7,25%	0	0,0%	1	3,6%
7,50%	1	2,9%	1	3,6%
7,75%	1	2,9%	0	0,0%
8,00%	6	17,6%	0	0,0%
8,25%	4	11,8%	0	0,0%
8,50%	4	11,8%	0	0,0%
8,75%	6	17,6%	0	0,0%
9,00%	1	2,9%	0	0,0%
9,25%	4	11,8%	0	0,0%
9,75%	1	2,9%	0	0,0%
10,75%	1	2,9%	0	0,0%
Media		8,33%		5,73%
Mediana		8,38%		5,50%

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 13 de mayo

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	5	15,2%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	2	6,1%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	8	24,2%
3,75% - 4,00%	0	0,0%	10	30,3%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	5	15,2%
4,25% - 4,50%	0	0,0%	2	6,1%
4,50% - 4,75%	2	5,4%	0	0,0%
4,75% - 5,00%	7	18,9%	1	3,0%
5,00% - 5,25%	4	10,8%	0	0,0%
5,25% - 5,50%	9	24,3%	0	0,0%
5,50% - 5,75%	9	24,3%	0	0,0%
5,75% - 6,00%	4	10,8%	0	0,0%
6,00% - 6,25%	1	2,7%	0	0,0%
6,25% - 6,50%	1	2,7%	0	0,0%
Media	5,36%		3,74%	
Mediana	5,40%		3,80%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 30 de abril del 2024, la Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría reducir en 50 puntos básicos (pb) la tasa de interés de política monetaria a 11,75%. Analistas del mercado destacaron como positiva la decisión y comentaron que estuvo en línea con lo esperado. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -3 pb, -8 pb y -5 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 3 pb, 2 pb y 1 pb para dichos vencimientos.

El 2 de mayo, el Gobierno propuso flexibilizar la regla fiscal con el fin de abrir un margen más amplio para el gasto de inversión como parte del plan de reactivación económica. Tras el planteamiento, analistas lo calificaron como desafortunado ya que de efectuarse afectaría las finanzas públicas y la confianza sobre la situación fiscal del país. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -2 pb, 1 pb y -1 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -1 pb, 1 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

El 8 de mayo, el DANE reportó que la inflación anual para abril del 2024 se encontró en línea con las expectativas del mercado (7,16% a/a vs 7,15% esp) y por debajo de la lectura anterior (7,36%). El IPC registró una variación m/m de 0,59% (ant: 0,70% m/m, esp: 0,59% m/m). Según agentes del mercado, el dato de abril se ubicó en línea con las expectativas y es consistente con el proceso desinflacionario. Además, destacaron que la inflación básica sorprendió al mercado a la baja (esp: 8,27%; obs: 8,19%). Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 2 pb, 10 pb y 19 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 6 pb, 11 pb y 10 pb para dichos vencimientos.

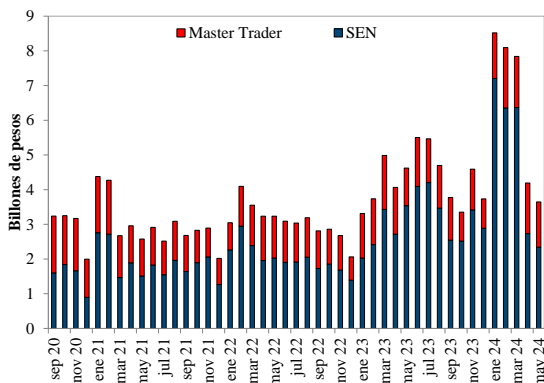
El 15 de mayo, el DANE reportó que el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) a marzo de 2024, se ubicó por debajo de las expectativas del mercado (-1,5% a/a vs -0,4% esp) y de la lectura del mes anterior (2,2%). El mismo día se publicaron las cifras del PIB, el cual creció 0,7% a/a durante el primer trimestre de 2024 (esp: 0,8%; ant: 0,3%). Según analistas, estos resultados fueron catalogados como débiles aumentando las expectativas de mayores recortes de la tasa de política monetaria. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -6 pb, -12 pb y -13 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 2 pb, -5 pb y -6 pb para dichos vencimientos.

El 23 de mayo la Comisión Séptima de la Cámara de Representantes aprobó la reforma pensional, la cual pasa ahora al cuarto y último debate en la plenaria de la Cámara de Representantes. Según analistas del mercado, la reforma genera incertidumbre en torno a las consecuencias que puede tener su aprobación definitiva sobre el mercado de deuda pública. Además, el 24 de mayo el Gobierno se pronunció sobre el proyecto de ley que pretende aumentar el cupo de endeudamiento del país en USD \$17,6 billones, indicando que de no recibir el apoyo del legislativo se declararía emergencia económica o habría una cesación de pagos. Analistas del mercado señalaron que el pronunciamiento generó incertidumbre en los mercados. Al finalizar la sesión de negociación de ese día, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 9 pb, 6 pb y 7 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 33 pb, 8 pb y 4 pb para dichos vencimientos.

Durante el último mes, se han realizado cuatro subastas de TES por un monto total de \$3,0 billones y un *Bid to Cover* promedio de 4,2 veces el monto inicial. El 8 y 22 de mayo se subastaron TES UVR con vencimiento en 2029, 2037 y 2049. El 24 de abril y el 15 de mayo se subastaron TES COP con vencimiento en 2036, 2042 y 2050. Se destacan las sesiones del 15 y 22 de mayo por su *Bid to Cover* de 4,7 veces.

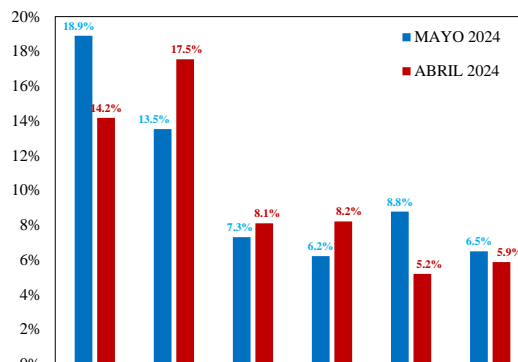
En lo corrido de mayo, el monto promedio diario negociado ha sido \$3,6 billones, menor al observado el mes anterior (\$4,2 billones) y al registrado en mayo de 2023 (\$4,6 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en mayo de 2042, cuya participación pasó de 14,2% a 18,9%, seguidos por los que vencen en febrero de 2033, cuya participación pasó de 17,5% a 13,5% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 24 de mayo de 2024.

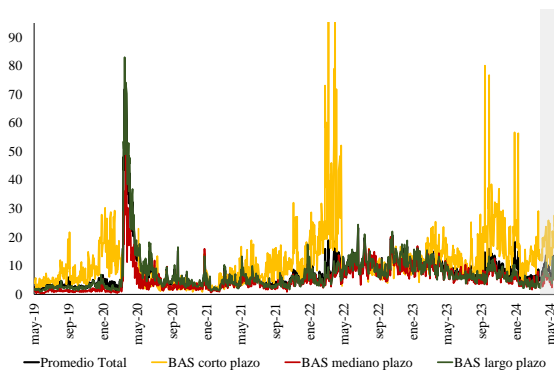
Gráfico A2.3. TES más transados



TF MAY 42 TF FEB 33 TF AGO 26 TF ABR 28 TF ABR 29 TF OCT 50

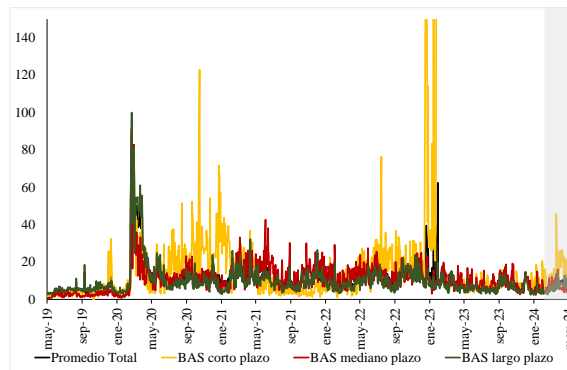
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 24 de mayo de 2024.

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



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

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



Con información al 24 de mayo de 2024, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 19,7 pb (ant: 17,0 pb), 6,3 pb (ant: 6,0 pb) y 7,0 pb (ant: 6,7 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 21,29 pb (ant: 18,36 pb), 7,32 pb (ant: 7,75 pb) y 9,28 pb (ant: 7,93 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

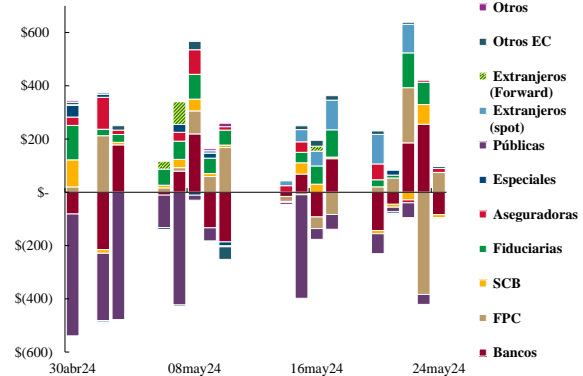
Posterior a la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 24 de mayo de 2024, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (COP 5.782 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (COP 4.764 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron las sociedades fiduciarias (COP 983 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (COP 2.474 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

En lo corrido de 2024, los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por COP 6.886 mm³¹ y de TES en UVR por COP 387 mm³². Desde el 30 de abril en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas compraron en neto COP 174 mm y COP 489 mm en los tramos corto y medio, respectivamente, mientras que vendieron COP 398 mm en el tramo largo de TES en pesos. Por su parte, en este mismo periodo compraron en neto TES en UVR por COP 134 mm y COP 469 mm en los tramos medio y largo, en su orden (Cuadro A3.1).

³¹ Las compras en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 3.220 mm, mientras que en el mercado a futuro han realizado compras por COP 3.707 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado ventas durante el 2024 del TES verde por valor de COP 95 mm.

³² Las ventas netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 949 mm, mientras que en el mercado a futuro realizaron compras por COP 765 mm.

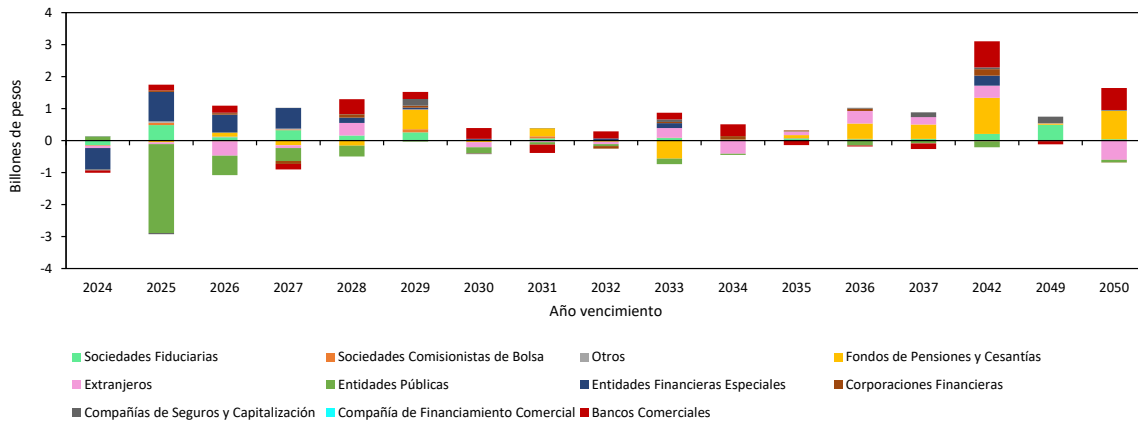
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris) (valor nominal en miles de millones de pesos)

	Corrido del 2024	Corrido del 2024	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	9.836	2.398	936	2.212	2.634	5.782	50	393	(338)	105
Compañía de Financiamiento Comercial	7	(0)	2	1	-	3	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(124)	493	2	(86)	152	68	9	106	(38)	77
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	9.718	2.891	939	2.128	2.786	5.853	59	499	(377)	182
Fondos de Pensiones y Cesantías	(21)	-	-	(2)	-	(2)	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	15.637	857	(0)	194	2.061	2.254	(57)	238	212	393
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	15.617	857	(0)	192	2.061	2.252	(57)	238	212	393
Sociedades Comisionistas de Bolsa	323	676	(6)	(129)	88	(47)	76	43	28	147
Propia	314	304	(4)	(5)	14	5	(7)	135	17	144
Terceros	(0)	1	-	-	(0)	(0)	-	-	1	1
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	637	979	(10)	(134)	102	(42)	68	178	45	291
Sociedades Fiduciarias	(3)	54	(11)	6	12	7	4	13	(13)	4
Propia	5.441	3.881	318	51	(35)	334	(31)	480	968	1.416
Terceros	2.199	(506)	(123)	(150)	(454)	(727)	-	(2)	438	436
Extranjeros***	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros (TES verdes)****	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	2.161	185	540	204	11	755	4	34	-	37
Posivos Pensionales	362	(235)	55	(6)	17	66	(17)	14	(7)	(9)
Administración FONPET	(779)	14	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	5.438	3.935	307	57	(24)	341	(28)	493	955	1.420
Compañías de Seguros y Capitalización	741	1.651	(30)	5	217	192	(44)	203	281	440
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Posivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	741	1.651	(30)	5	217	192	(44)	203	281	440
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	22.433	7.422	267	120	2.355	2.742	(61)	1.112	1.493	2.544
Total Entidades Financieras Especiales**	1.250	233	(505)	123	399	17	-	96	-	96
Total Entidades Públicas****	(17.026)	(4.128)	365	(2.357)	(2.772)	(4.764)	(942)	(1.384)	(148)	(2.474)
Administración FONPET	720	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****	636	111	49	42	65	155	2	15	10	26
Extranjeros	3	69	-	-	-	-	-	6	11	17
TOTAL MOVIMIENTO NETO	17.010	6.529	1.115	55	2.833	4.003	(942)	338	978	374

Fuente: Banrep. Información actualizada al 24 de mayo de 2024. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 14 de diciembre de 2023. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios. *Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafín, 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.

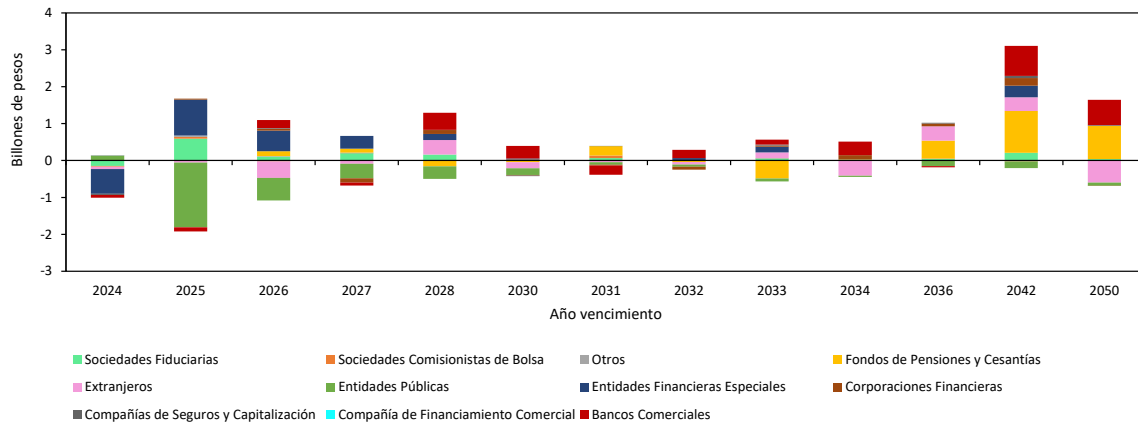
En los gráficos A3.3., A.3.4. y A3.5., se observa la variación en el saldo por tipo de agente y año de vencimiento de TES en el mercado de contado desde la última reunión de la JDBR.

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



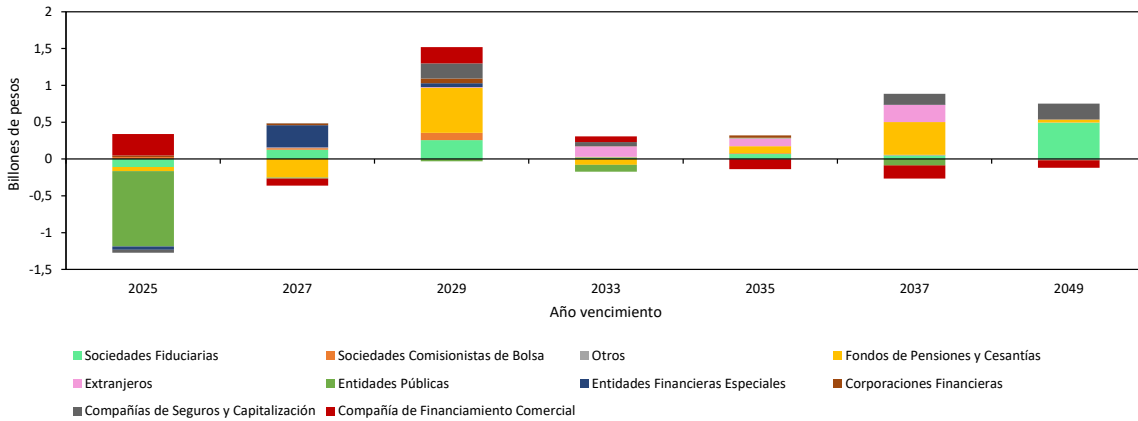
Fuente: Banrep.

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



Fuente: Banrep.

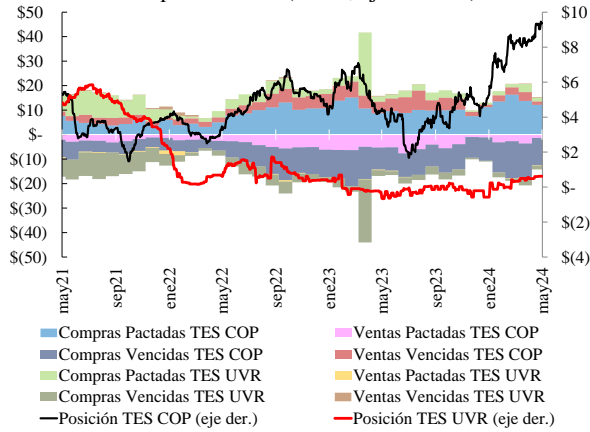
Gráfico A3.5. Variación en el saldo en TES UVR en el mercado spot por año de vencimiento desde la última JDBR



Fuente: Banrep.

Por otra parte, con información al 23 de mayo, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por COP 12.149 mm y COP 1.343 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 11.211 mm y COP 1.398 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó COP 992 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por COP 1.549 mm y COP 154 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 1.506 mm y COP 245 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF aumentó COP 133 mm (Gráfico A3.6). Así, el saldo de compras netas NDF de TES pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de COP 8.392 mm el 29 de abril a COP 9.367 mm el 23 de mayo del 2024; al tiempo que para TES UVR pasó de COP 486 mm a COP 619 mm entre ambas fechas.

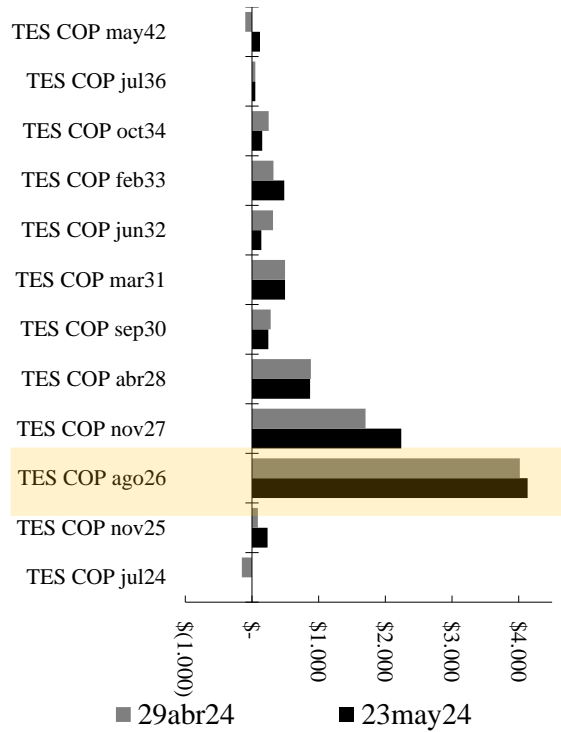
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

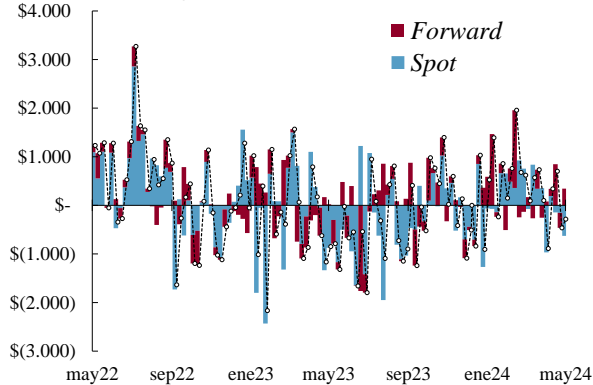
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



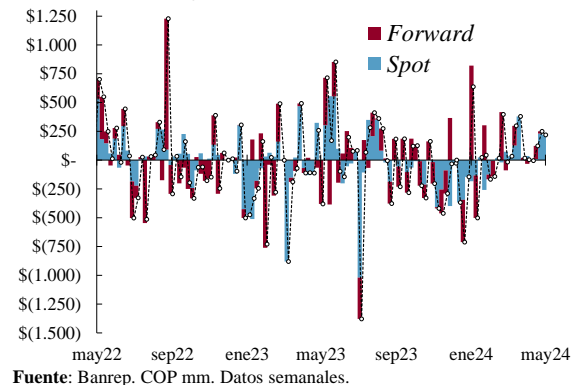
Fuente: Banrep. COP mm.

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



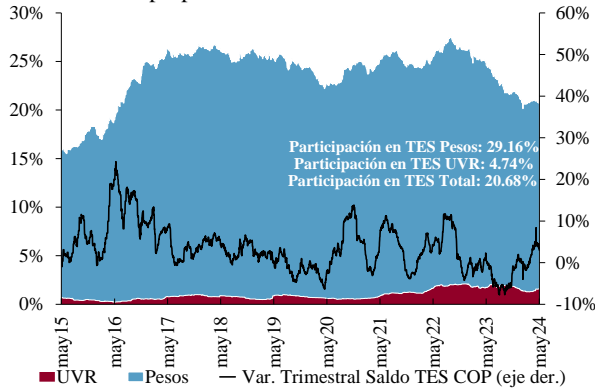
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



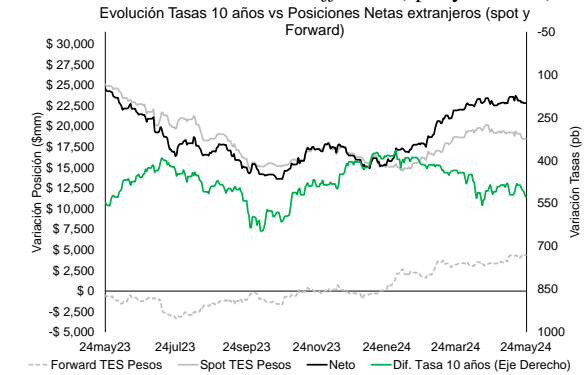
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



Fuente: Banrep

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



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

Durante el periodo analizado, la posición compradora neta de TES en contratos NDF del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2024, 2025, 2026, 2027, 2033 y 2042, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2028, 2030, 2032, 2034 y 2050, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2031 y 2036, (Gráfico A3.7). Por último, en el Cuadro A3.2 se presenta en agregado la evolución de la posición compradora neta de los inversionistas del exterior en TES, tanto en el mercado de contado como a futuro. Se observa que, desde la última reunión de la JDBR, la posición neta en TES pesos aumentó COP 265 mm, y la posición neta en TES UVR aumentó COP 588 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)	-\$ 727	\$ 455	-\$ 273
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 992	\$ 133	\$ 1.126
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 12.149	\$ 1.549	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 1.343	\$ 154	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 11.211	\$ 1.506	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 1.398	\$ 245	
Posición compradora neta agregada (A+B)	\$ 265	\$ 588	\$ 853

Todo lo anterior puede observarse en los Gráficos A3.8, A3.9, A3.10, A3.11 y en el Cuadro A3.2. Los Gráficos A3.8 y A3.9 presentan las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en los mercados *spot* y *forward* (en el caso de las ventas en el mercado *forward*, estas incorporan vencimientos). El Gráfico A3.10 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en el mercado de contado como porcentaje del *stock* total de TES en circulación. El Gráfico A3.11 presenta la evolución de las compras netas en TES en pesos de los inversionistas del exterior, tanto en el mercado de contado como a futuro, y las variaciones de la tasa de interés de los TES a 10 años. Finalmente, el Cuadro A3.3 muestra las compras netas de TES en los mercados *spot* y *forward*.

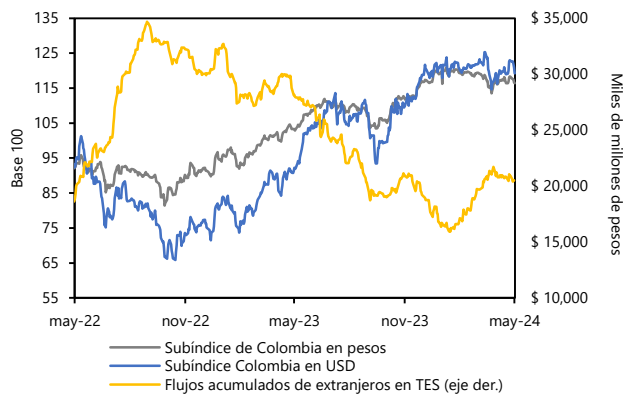
Cuadro A3.3. Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

		2023			Corrido de 2024			mar-24			abr-24			Corrido de may-24		
		Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES	Sistema Financiero*	\$ 3.145	\$ 287	\$ 3.433	\$ 9.718	\$ (4.742)	\$ 4.976	\$ (615)	\$ (1.525)	\$ (2.140)	\$ 1.993	\$ 13	\$ 2.007	\$ 5.722	\$ (992)	\$ 4.729
Pesos	Offshore	\$ (9.061)	\$ (287)	\$ (9.348)	\$ 2.202	\$ 4.742	\$ 6.944	\$ 1.683	\$ 1.525	\$ 3.208	\$ 736	\$ (13)	\$ 723	\$ (907)	\$ 992	\$ 85
TES	Sistema Financiero*	\$ (3.064)	\$ 605	\$ (2.458)	\$ 2.891	\$ (830)	\$ 2.061	\$ 2.171	\$ (328)	\$ 1.843	\$ 114	\$ (158)	\$ (44)	\$ 254	\$ (133)	\$ 121
UVR	Offshore	\$ (2.281)	\$ (605)	\$ (2.886)	\$ (437)	\$ 830	\$ 393	\$ 104	\$ 328	\$ 432	\$ 542	\$ 158	\$ 700	\$ 453	\$ 133	\$ 586

Cifras en COP mm. Información actualizada al 24 de mayo de 2024 para los mercados *forward* y *spot*, respectivamente. *Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras. Las ventas netas de TES a futuro corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

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

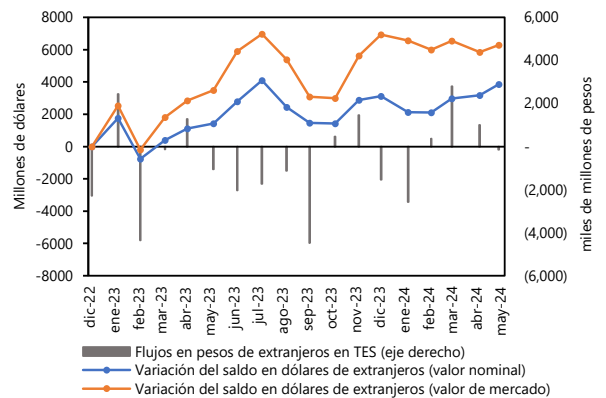
Gráfico A3.12. Flujos netos acumulados de extranjeros en TES vs subíndice en USD y en COP de Colombia en el GBI-EM*



Fuente: Banrep y JPMorgan

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

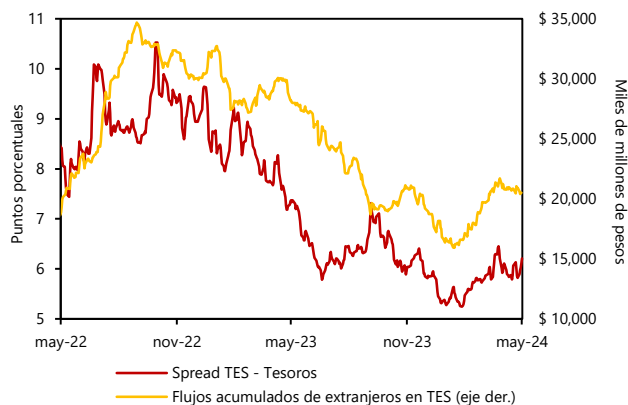
Gráfico A3.13. Variación del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



Fuente: Banrep.

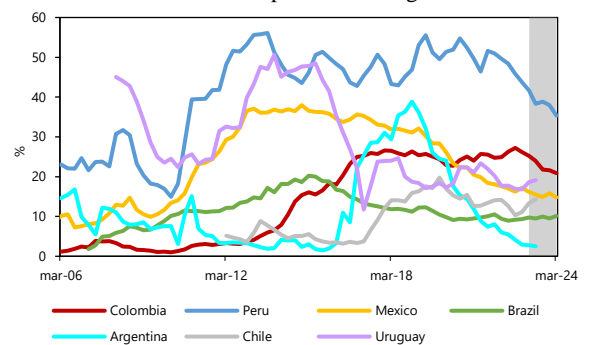
Nota: *i*) * Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).
ii) Para la conversión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

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



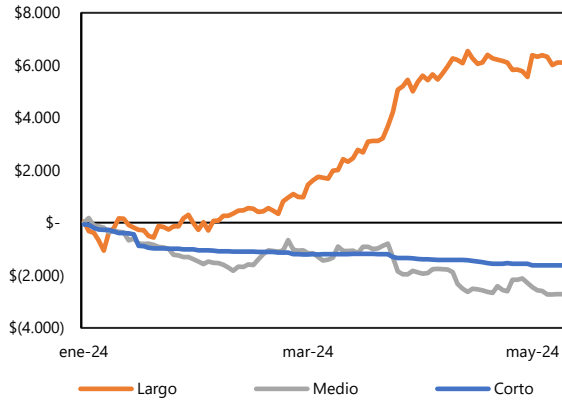
Fuente: Banrep.

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



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

Gráfico A3.16. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES por tramo (COP mm)



Fuente: Banrep

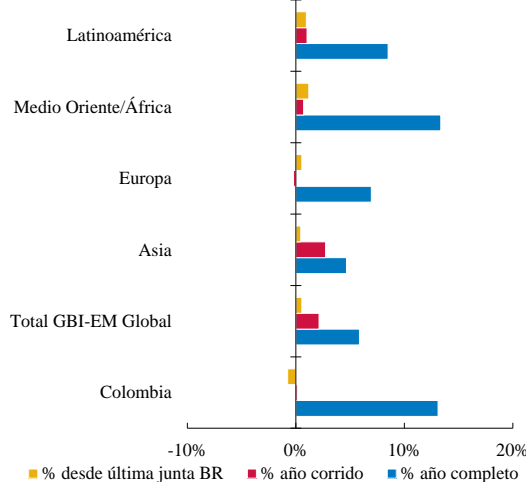
Los inversionistas extranjeros han aumentado la duración de su portafolio en TES durante 2024, a través de compras en el tramo largo de la curva por COP 3,1 b desde la última reunión de la JDBR. En referencias de mediano y corto plazo, han presentado flujos netos durante el periodo por COP 867 mm y COP 215 mm, respectivamente (Gráfico A3.16.). Este comportamiento podría estar relacionado con el empujamiento de la curva de TES en pesos durante 2024, que hace más atractivas a las referencias de largo plazo frente a los títulos de otros tramos. Además, algunos agentes del mercado han manifestado que las compras de los agentes extranjeros en el tramo largo podrían estar relacionadas con sus expectativas sobre futuros recortes de la TPM.

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

En el Gráfico A4.1 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes (incluyendo Colombia) desde el 30 de abril del 2024, en lo corrido de 2024 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador aumentó para Asia (0,5%), Europa (0,6%), Medio Oriente/África (1,2%) y Latinoamérica (1,0%). El índice Total GBI-EM Global aumentó 0,56% y el de Colombia disminuyó -0,75%.

Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio de economías emergentes por USD 32,7 mm en marzo, conformadas por entradas netas de USD 22,5 mm de renta fija y de USD 10,2 mm de renta variable.

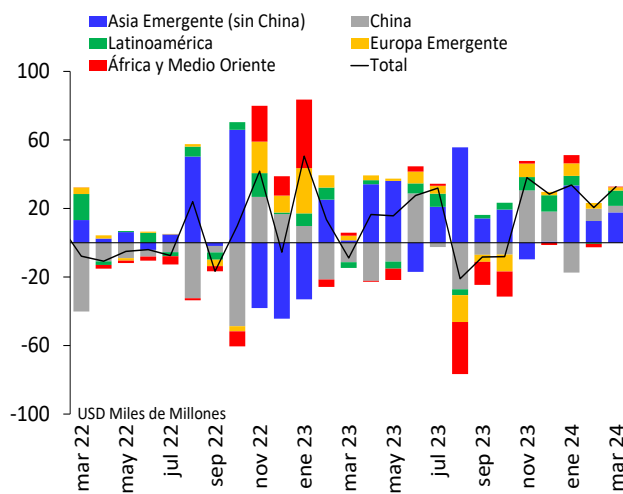
Gráfico A4.1. Variaciones de los índices de deuda en moneda local de países emergentes*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

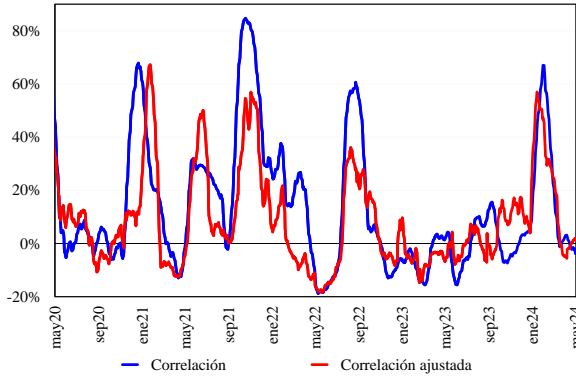
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

Gráfico A4.2. Flujos de portafolio hacia economías emergentes



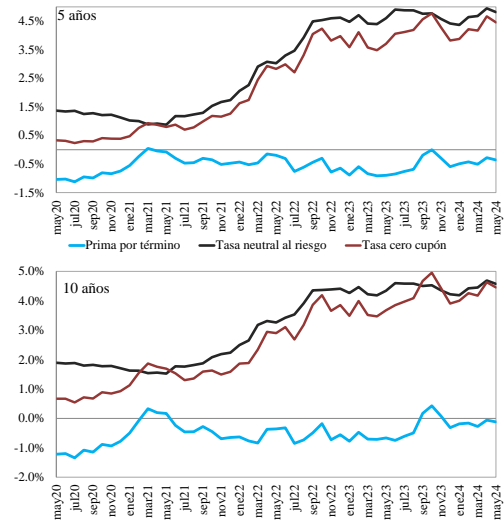
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Gráfico A4.3. Correlación pendientes región



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

Gráfico A4.4. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) descendió y se ubicó en -3,87%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) subió y se ubicó en 1,47%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 24 de mayo de 2024, desde finales de abril las primas por vencimiento de los Tesoros disminuyeron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,36% y -0,12%, respectivamente. Las tasas neutras al riesgo cayeron 13 pb y 11 pb, y se ubicaron en 4,82% y 4,57% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4).

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

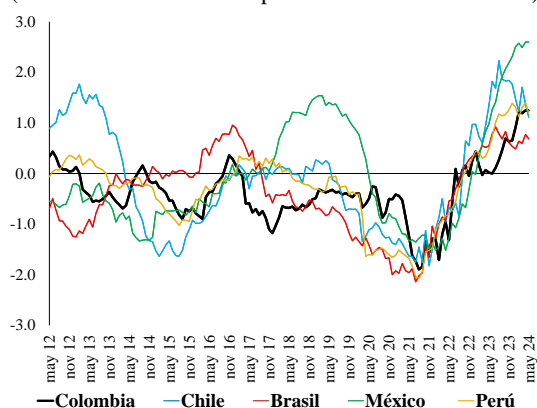
Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<i>Países desarrollados</i>				
1may24	Reserva Federal	0	0	5,25% - 5,50% *
3may24	Banco de Noruega	0	0	4,50%
6may24	Banco de la Reserva de Australia	0	0	4,35%
8may24	Banco de Suecia	-25	-25	3,75%
8may24	Banco Central de Islandia	0	-	9,25%
9may24	Banco de Inglaterra	0	0	5,25%
21may24	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	0	0	5,50%
<i>Países emergentes/frontera</i>				
2may24	Banco Nacional Checo	-50	-50	5,25%
8may24	Banco Central de Brasil	-25	-25	10,50%
9may24	Banco Central de Malasia	0	0	3,00%
9may24	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
9may24	Banco de México	0	0	11,00%
9may24	Banco Central de Reserva del Perú	-25	-25	5,75%
10may24	Banco Nacional de Serbia	0	0	6,50%
13may24	Banco Nacional de Rumania	0	-25	7,00%
15may24	Banco de Zambia	100	100	13,50%
16may24	Banco Central de Filipinas	0	0	6,50%
16may24	Banco Central del Uruguay	0	0	8,50%
17may24	Banco Nacional de Angola	50	100	19,50%
19may24	Banco Popular de China	0	0	3,45% / 3,95% **
21may24	Banco Nacional de Hungría	-50	-50	7,25%
21may24	Banco Central de Nigeria	150	100	26,25%
21may24	Banco Central del Paraguay	0	-	6,00%
22may24	Banco de Indonesia	0	0	6,25%
22may24	Banco Nacional de Georgia	-25	-	8,00%
22may24	Banco de Corea	0	0	3,50%
23may24	Banco Central de la República de Turquía	0	0	50,00%
23may24	Banco Central de Egipto	0	0	27,25%
23may24	Banco Central de Chile	-50	-50	6,00%

*Corresponde al rango objetivo de la tasa de política monetaria.

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

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



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

En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales³³ desde el año 2005. Se puede observar que el indicador de Colombia ha venido aumentando y ahora se encuentra con el segundo nivel más alto dentro de la muestra, por debajo de México. En abril, Chile fue el único país para el que el indicador disminuyó. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de mayo este indicador ha disminuido para Chile, Perú y Brasil, y se encuentra por encima de su media histórica para todos los países de la muestra.

³³ Las tasas reales se calculan como la diferencia entre la TPM y la inflación básica de cada país en la muestra.

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

Cuadro A6.1. 24 de abril de 2024

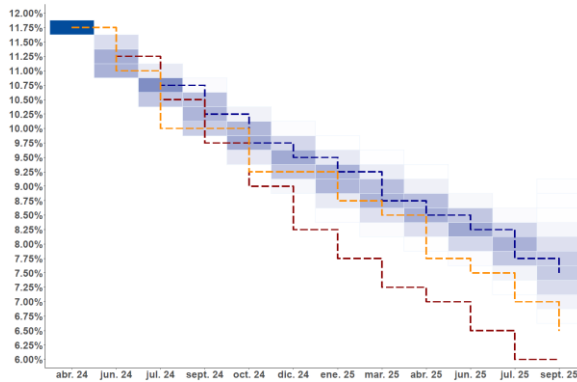
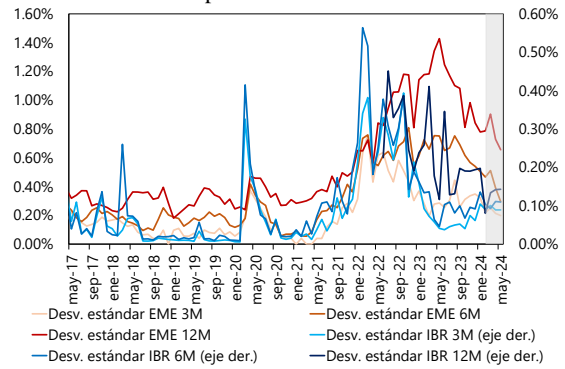


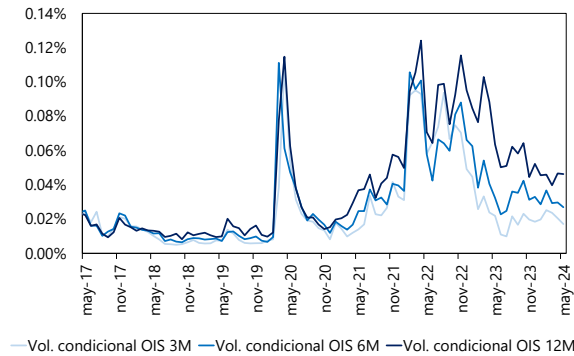
Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

Fuente y Cálculos: Banrep.

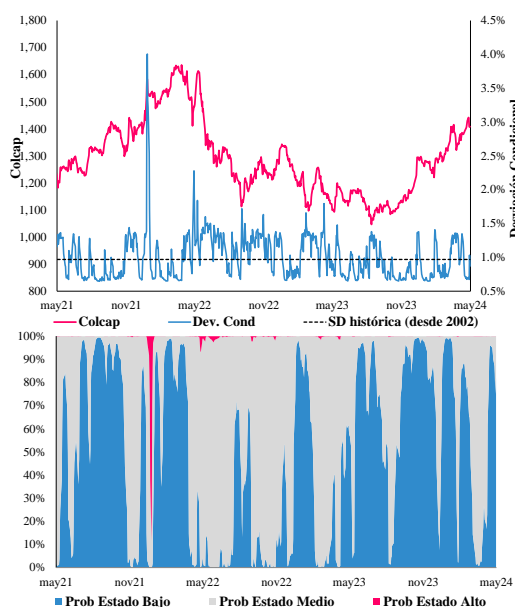
Gráfico A6.2. Volatilidad condicional de las tasas OIS



Fuente y Cálculos: Banrep.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



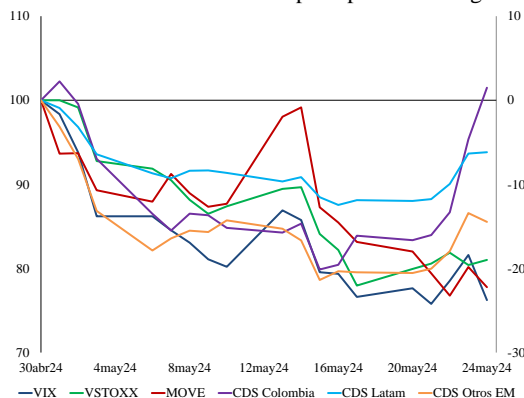
Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

De acuerdo con la EOF, el 52% de los agentes encuestados espera que el EMBI de Colombia aumente (ant: 50%) durante los próximos tres meses, el 32% que se mantenga estable (ant: 23%), mientras que el 16% restante espera que se disminuya (ant: 27%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 28% espera que aumente (ant: 29%), otro 28% que permanezca sin cambios (ant: 25%) y un 17% que disminuya (ant: 21%)³⁴.

En lo corrido de mayo de 2024, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó y el 24 de mayo el MSCI COLCAP se ubicó con mayor probabilidad en el estado de volatilidad medio (Gráfico A7.1).

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



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

El Gráfico A8.1. ilustra, desde la última reunión de la JDBR, la evolución de la percepción de riesgo internacional en economías desarrolladas, medida a través del *Vix*³⁵, el *Vstox*³⁶ y el *Move*³⁷, así como los CDS a cinco años de Colombia, los demás países de la región y otras economías emergentes.

El índice de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom & Davis (2016) se mantuvo relativamente estable en EE.UU. al pasar de 107 en marzo a 114 en abril. Asimismo, los indicadores de política fiscal (obs: 85; ant: 88), sanitaria (obs: 128; ant: 126) y comercial (obs: 49; ant: 45) se mantuvieron en niveles similares a los registrados el mes anterior, mientras que el indicador de política monetaria (obs: 144; ant: 80) aumentó. Por su parte, en Europa estos indicadores aumentaron en Italia (obs: 112; ant: 69) y Reino Unido (obs: 189; ant: 172), disminuyeron en Alemania (obs: 332;

³⁴ Al 28% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 25%).

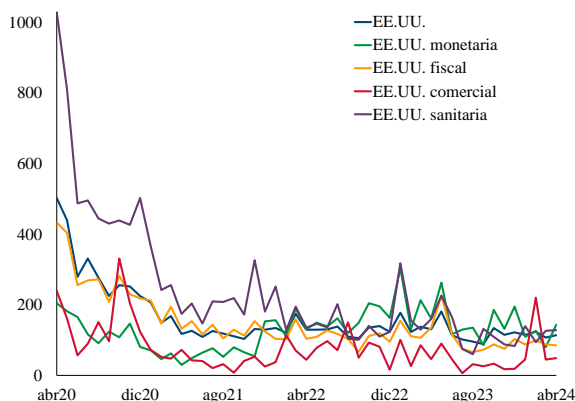
³⁵ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

³⁶ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStox* 50.

³⁷ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

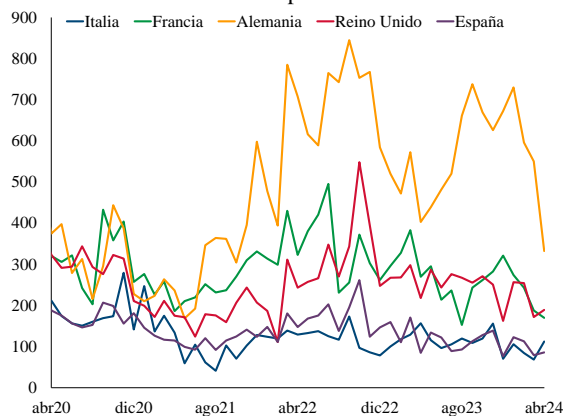
ant: 550) y Francia (obs: 170; ant: 188), y se mantuvo relativamente estable en España (obs: 86; ant: 79) (Gráficos A8.2 y A8.3).

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación					Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Abr. 2024			Esperada a Diciembre 2024		Vigente	Esperada a Diciembre 2024		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2024	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Abr. 24	May. 24		Abr. 24	May. 24	Esp.	Obs.	Abr. 24	May. 24
Colombia	7.15%	7.16%	4.16%	5.59%	5.62%	11.75%	8.25%	8.50%	0.80%	0.70%	1.30%	1.38%
Chile	3.80%	4.00%	1.00%	3.70%	3.80%	6.00%	4.50%	4.75%	0.20%	2.25%	2.50%	2.50%
México	4.63%	4.65%	1.65%	4.10%	4.00%	11.00%	9.38%	9.73%	2.40%	1.63%	2.30%	2.20%
Perú	2.72%	2.42%	0.42%	2.80%	2.70%	5.75%	4.83%	4.84%	-0.40%	1.40%	2.40%	2.40%
Brasil	3.66%	3.69%	0.69%	3.71%	3.86%	10.50%	9.13%	10.00%	2.20%	2.10%	1.95%	2.05%
Ecuador	n.d.	2.75%	0.75%	2.00%	2.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-0.75%	1.00%	0.70%
Argentina	289.20%	289.40%	n.d.	190.00%	173.00%	40.00%	62.39%	43.81%	-1.50%	-1.40%	-3.10%	-3.20%
EE.UU.	3.40%	3.40%	1.40%	3.10%	3.20%	5.25% - 5.5%	4.90%	5.00%	3.20%	1.60%	2.40%	2.40%
India	4.80%	4.83%	0.83%	4.80%	4.70%	6.50%	5.88%	5.92%	6.60%	8.36%	6.50%	6.60%
Sudáfrica	5.30%	5.20%	0.70%	5.10%	5.00%	8.25%	7.70%	7.80%	0.90%	1.20%	1.10%	1.10%
China	0.20%	0.30%	-2.70%	1.50%	1.60%	1.80%	1.63%	1.66%	5.30%	5.30%	4.60%	4.70%
Rusia	7.80%	7.84%	3.84%	6.80%	6.75%	16.00%	12.90%	12.90%	5.30%	5.40%	2.15%	2.50%
Turquía	70.10%	69.80%	64.80%	57.90%	57.30%	50.00%	47.20%	47.20%	3.50%	3.97%	3.00%	3.00%
Noruega	3.50%	3.60%	2.80%	3.50%	3.50%	4.50%	3.90%	4.00%	0.10%	0.20%	0.60%	0.70%
Costa Rica	n.d.	-0.52%	-3.52%	2.30%	2.00%	4.75%	4.71%	3.96%	n.d.	3.70%	3.60%	3.70%
El Salvador	n.d.	1.10%	-2.20%	2.00%	1.90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.50%	2.00%	2.40%
Guatemala	n.d.	3.36%	-0.64%	3.80%	3.80%	5.00%	3.62%	4.05%	n.d.	2.00%	3.10%	3.30%
Honduras	n.d.	4.84%	-0.16%	4.50%	4.60%	3.00%	3.58%	3.13%	n.d.	3.90%	3.20%	3.40%
Panamá	n.d.	1.67%	-0.33%	1.80%	1.90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.30%	2.90%	2.70%
Paraguay	n.d.	4.00%	0.00%	3.60%	3.60%	6.00%	5.38%	5.50%	n.d.	4.90%	3.70%	3.80%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 22 de abril.

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 9 de mayo.

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

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 4T23, excepto en EE.UU, China, Colombia, Chile, México, Perú, Rusia, Noruega y Costa Rica, cuya información corresponde al 1T24.

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