



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 julio de 2024

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALS

CONTENIDO

1. ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS	3
1.1. Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas.....	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	17
2.1. Expectativas de TPM.....	17
2.2. Expectativas de crecimiento económico.....	22
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO.....	23
4. RECUADROS/ANEXOS	26
Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	26
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.....	38
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	40
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS.....	41
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	42
Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional	42
Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países.....	43

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 (JDDBR), la mayoría de las expectativas de inflación que se extraen del mercado disminuyeron, mientras que las provenientes de encuestas permanecieron relativamente estables. Además, los *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), ajustados por primas, indican que las expectativas de inflación en el horizonte de política (24 meses) se continúan acercando a la meta del Banco de la República (BanRep), aunque aún se ubican por encima. En este contexto, la senda de política monetaria implícita en el mercado OIS se redujo frente a la observada en junio, señalando con mayor probabilidad una disminución de la TPM de 50 puntos básicos (pb) en la reunión de julio, y reducciones adicionales acumuladas de 175 pb durante los demás meses de 2024, lo cual implica que la TPM cierre 2024 en 9,0%.

Por su parte, las primas por riesgo inflacionario se mantienen en niveles elevados, lo cual está en línea con algunos riesgos al alza para la inflación como: *i)* las perspectivas de un potencial fenómeno de La Niña hacia finales de 2024; *ii)* el impacto del ajuste de los precios del ACPM; y *iii)* las fluctuaciones en los precios internacionales de las materias primas dadas las tensiones geopolíticas internacionales. La prima por riesgo inflacionario de corto plazo en el mercado de deuda presentó una leve reducción, lo cual pudo estar relacionado con la reciente apreciación del peso colombiano, en línea con unas condiciones financieras internacionales menos estrechas.

Las reducciones de las medidas de expectativas de inflación implícitas en el mercado se explican por valorizaciones de los TES en pesos de corto plazo y desvalorizaciones de los TES denominados en UVR a lo largo de la curva. Estas desvalorizaciones se dieron en un contexto de ventas de estos títulos por parte de fondos de pensiones (AFP), y la menor demanda de TES en UVR por parte de entidades públicas. La demanda de estas últimas contribuyó al aumento de los BEI en junio, de manera que el comportamiento de este mes pudo haber estado asociado con correcciones del mes previo. En cuanto al mercado de TES en pesos, este se caracterizó por presentar valorizaciones durante la mayor parte del mes, en línea con el entorno favorable para la renta fija a nivel global, el cual estuvo asociado con las expectativas de mayores recortes de la TPM en EE. UU. No obstante, hacia el final del periodo corrigieron esta tendencia ante el aumento de la percepción de riesgo a nivel internacional.

En ese contexto, los inversionistas extranjeros tomaron una posición vendedora en el mercado de TES denominados en pesos, posiblemente influenciados por el rebalanceo del índice *GBI-EM Global Diversified* ante la inclusión de India, mientras que los AFP locales retomaron su tendencia compradora por montos importantes. Por su parte, las entidades públicas realizaron ventas netas durante el periodo.

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
jun-24	5,79%	5,12%	6,25%	5,04%	4,30%	4,02%	4,92%	4,50%	4,00%	3,70%	4,13%	4,66%	5,66%	4,31%	3,80%	3,45%
jul-24	5,30%	4,82%	5,77%	4,93%	3,82%	3,65%	4,70%	4,34%	3,70%	3,48%	4,15%	4,47%	5,69%	4,22%	3,81%	3,45%
Variación (pb)	-49	-30	-48	-11	-48	-37	-22	-16	-31	-22	2	-20	3	-9	1	0

*La expectativa de encuestas a diciembre de 2024 y 2025 corresponde a un promedio de las encuestas del BanRep, Encuesta de Opinión Financiera (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) disminuyó para todos los plazos. Con información hasta el 25 de julio, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 49 pb, 7 pb y 5 pb para los plazos de uno, cinco y diez años, respectivamente. De esta manera, el 25 de julio los BEI se ubicaron en 5,30% a un año, 4,71% a cinco años y 5,57% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior reflejó el empinamiento de la curva de TES denominados en pesos, caracterizado por valorizaciones de los títulos de corto plazo y leves desvalorizaciones de los títulos de los demás plazos; y el aplanamiento de la curva de TES en UVR, caracterizado por desvalorizaciones para todos los plazos, las cuales pudieron darse como correcciones tras las valorizaciones en junio, producto de la demanda por parte de entidades públicas. Al comparar las tasas promedio de lo corrido de julio contra las tasas promedio de junio, también se observan reducciones para todos los plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

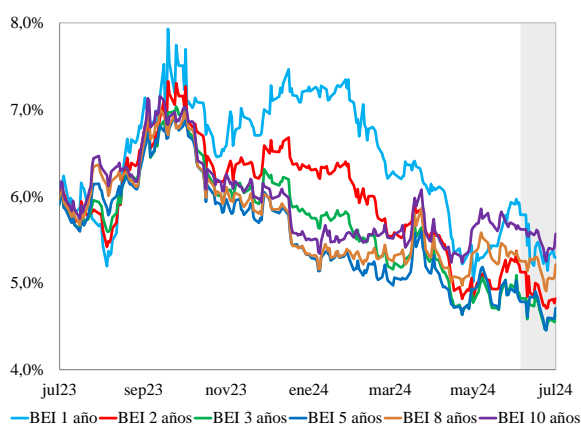
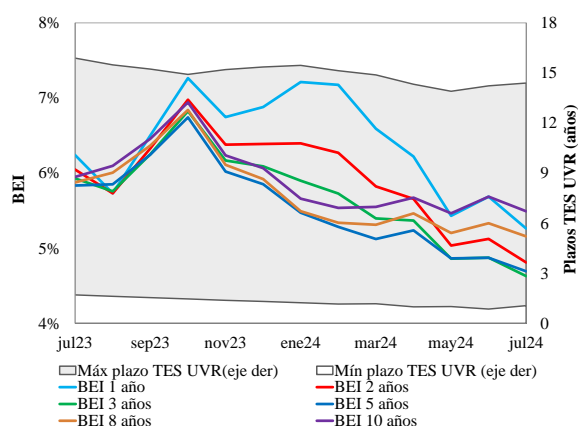


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



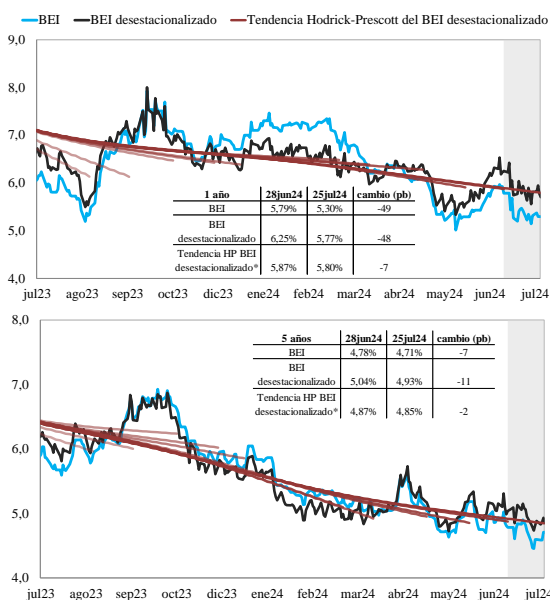
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

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
28jun24		9,35%	9,53%	9,73%	10,17%	10,77%	11,12%	3,56%	4,41%	4,91%	5,38%	5,52%	5,50%
25jul24		9,12%	9,40%	9,67%	10,19%	10,85%	11,21%	3,82%	4,58%	5,04%	5,48%	5,64%	5,64%
		Variaciones (pb)											
		-23	-13	-6	2	8	9	26	17	13	10	12	14
Var. BEI		-49	-30	-19	-7	-4	-5						
BEI		5,30%	4,82%	4,63%	4,71%	5,21%	5,57%						
		Promedios mensuales											
jun24		9,52%	9,67%	9,85%	10,26%	10,85%	11,19%	3,83%	4,55%	4,98%	5,38%	5,51%	5,50%
jul24*		9,29%	9,51%	9,75%	10,20%	10,78%	11,11%	4,03%	4,70%	5,12%	5,50%	5,63%	5,62%
		Variaciones (pb)											
		-23	-16	-11	-6	-6	-8	19	16	14	12	11	11
Var. BEI		-42	-31	-25	-18	-18	-20						
BEI		5,26%	4,81%	4,63%	4,69%	5,16%	5,49%						

*Información disponible al 25 de julio de 2024.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.
*El dato de la tendencia del 28 de junio se estimó con datos hasta esa fecha.

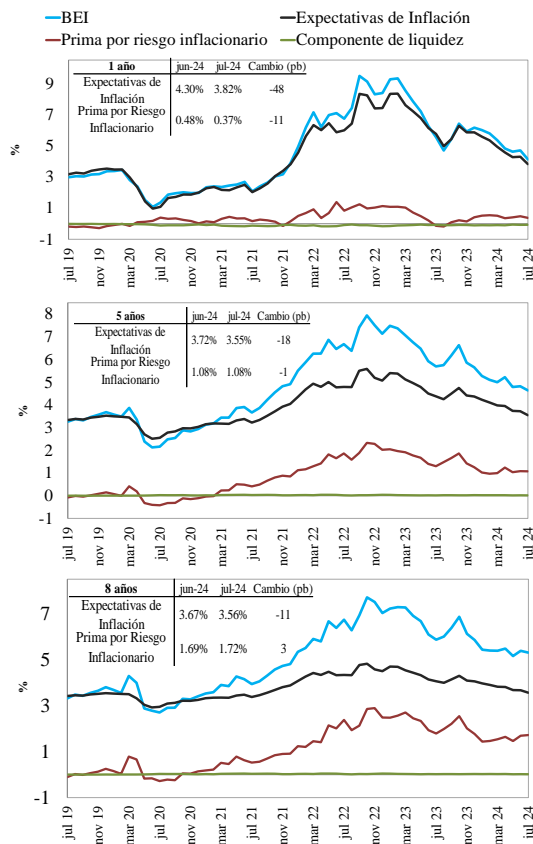
Al corregir el BEI por estacionalidad, se mantiene esta tendencia. Por su parte, la tendencia de los BEI ajustados estacionalmente refleja estabilidad de esta medida de expectativas de inflación. Con el fin de controlar por la estacionalidad que tienen los TES denominados en UVR a inicios y fin de cada año¹, 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 5,77% para el plazo de 1 año (ant: 6,25%), y a 4,93% para el plazo de 5 años (ant: 5,04%). Por su parte, la tendencia se mantuvo relativamente estable para los plazos de uno (obs: 5,80%; ant: 5,87%) y cinco años (obs: 4,85%; ant: 4,87%).

El componente de expectativas de inflación del BEI cayó para todos los plazos. Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación, sino también la incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI² 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 se ubicaron alrededor del 3,82% (ant: 4,30%), 3,55% (ant: 3,72%) y 3,56% (ant: 3,67%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

¹ Durante los primeros y últimos meses de cada año los TES UVR suelen presentar una mayor valorización producto de las altas inflaciones mensuales.

² 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 precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 4,12% (ant: 4,70%), 4,64% (ant: 4,82%) y 5,30% (ant: 5,38%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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

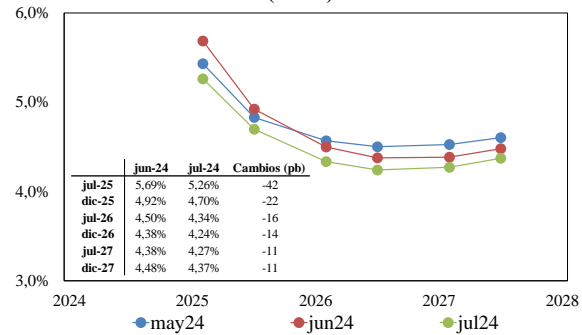
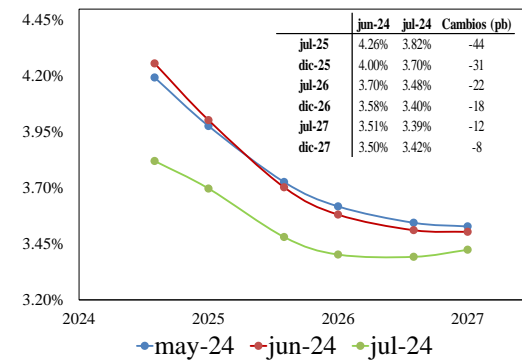


Gráfico 5B. FBFI a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



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.

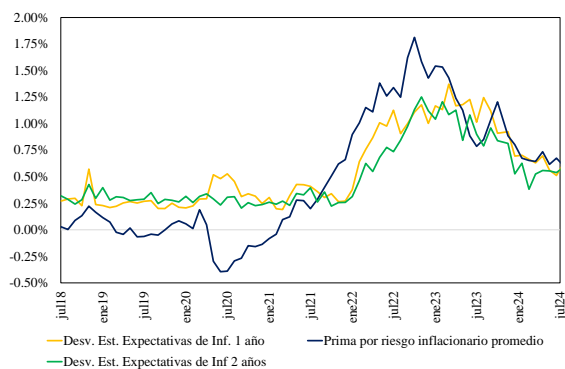
Los FBFI, tanto ajustados por primas como sin ajuste, cayeron para todos los plazos. De acuerdo con los FBFI ajustados, la inflación continúa acercándose a la meta del BanRep en el horizonte de política (24 meses), aunque aún se ubica por encima, en línea con lo anunciado por la JDBR en noviembre de 2023³. 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 años⁴, considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para julio y diciembre de 2025, 2026 y 2027, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBFI), con datos del 25 de julio, la cual corresponde a 5,26%, 4,70%, 4,34%, 4,24%, 4,27% y 4,37%, 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 3,82%, 3,70%, 3,48%, 3,40%, 3,39% y 3,42% para los mismos plazos. Estas últimas expectativas se encuentran por debajo del FBFI sin ajustar por primas, toda vez que las primas por riesgo inflacionario son positivas.

³ <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/jdb-reitera-meta-inflacion-tres-porciento>.

⁴ 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.

La prima por riesgo inflacionario promedio presentó una ligera reducción, al tiempo que la desviación estándar de las expectativas de inflación a 1 y 2 años aumentó levemente. Estas medidas siguen ubicándose por encima de su promedio histórico y pueden asociarse a la discrepancia de los agentes sobre la evolución de la inflación. Las primas por riesgo inflacionario variaron -11 pb, -1 pb y +3 pb para los plazos de 1, 5 y 8 años, y se ubicaron en 0,37%, 1,08% y 1,72%, 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 inflación⁵ a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep, las cuales se ubicaron en 0,62% y 0,59%, respectivamente (ant: 0,51% y 0,54%, Gráfico 6). Los altos niveles de estos indicadores están en línea con algunos riesgos al alza para la inflación como: *i*) las perspectivas de un potencial fenómeno de La Niña hacia finales de 2024; *ii*) el impacto del ajuste de los precios del ACPM; y *iii*) las fluctuaciones en los precios internacionales de las materias primas dadas las tensiones geopolíticas internacionales. La prima por riesgo inflacionario de corto plazo en el mercado de deuda pudo caer ante la reciente apreciación del peso colombiano, en línea con unas condiciones financieras internacionales menos estrechas.

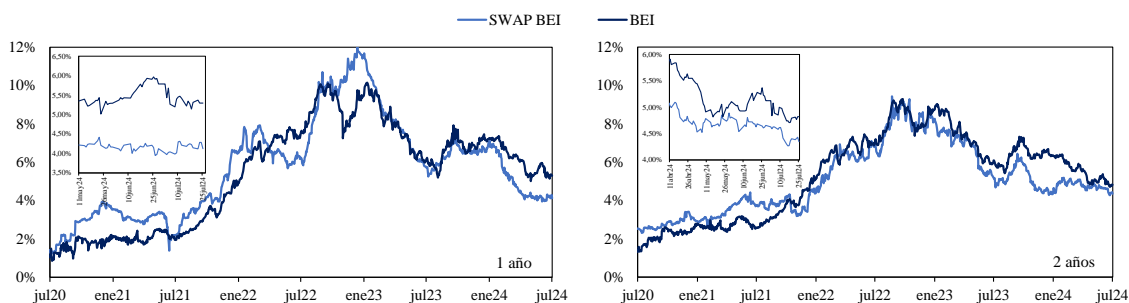
Gráfico 6. Prima por riesgo inflacionario promedio y desviación estándar de las expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg.

Las expectativas de inflación a un año en los contratos derivados se mantuvieron constantes, mientras que las expectativas a dos años cayeron. Estas métricas continúan ubicándose por debajo del BEI, pero durante el periodo disminuyó su diferencia. En el Gráfico 7 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁶) y se contrastan con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 25 de julio, los *swaps* BEI promedio mensual a 1 y 2 años variaron +2 pb y -20 pb, y se ubicaron en 4,15% y 4,47% (ant. 4,13% y 4,67%), respectivamente.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁷ (ICEI) moderó su tendencia decreciente para todos los plazos (Gráficos 8 al 11).

⁵ 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.

⁶ 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.

⁷ 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.

Gráfico 8. ICEI de corto plazo

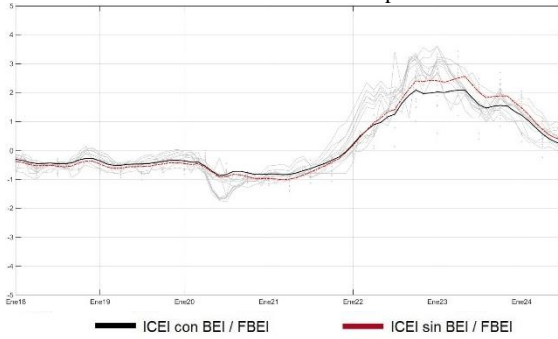


Gráfico 9. ICEI de mediano plazo

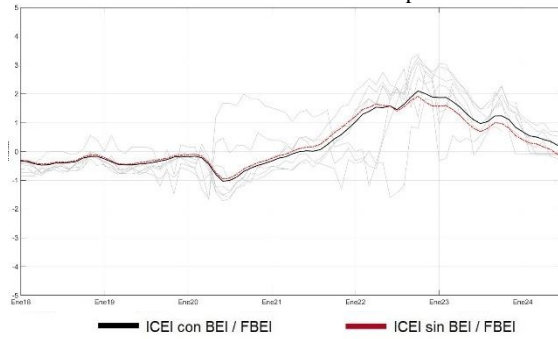


Gráfico 10. ICEI de largo plazo

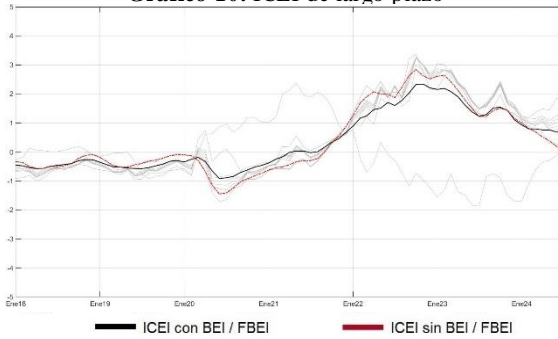
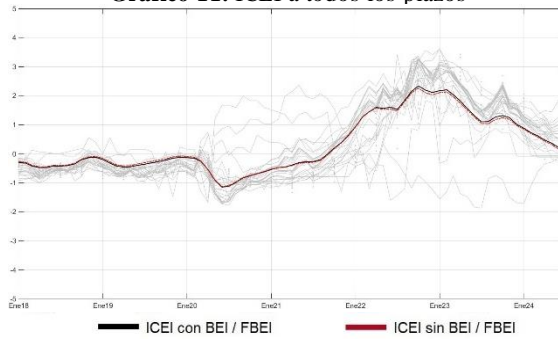


Gráfico 11. ICEI a todos los plazos



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 y sin alimentos provenientes de encuestas se mantuvieron relativamente estables. El promedio de las encuestas de expectativas de inflación total aumentó levemente para finales de 2024 (obs: 5,69%; ant: 5,66%) y 2025⁸ (obs: 3,81%; ant: 3,80%), se redujo a 12 meses (obs: 4,22%; ant: 4,31%), y se mantuvo estable a 24 meses (obs: 3,45%; ant: 3,45%). Por otro lado, de acuerdo con la última EME del BanRep, los analistas mantuvieron estable su perspectiva sobre la inflación sin alimentos para 2024, la aumentaron para 2025 y a 24 meses, y la redujeron a 12 meses (Gráficos 12 al 15).

Gráfico 12. Inflación esperada para cierre 2024

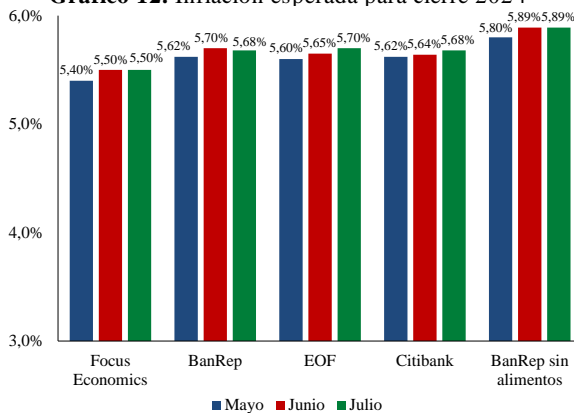
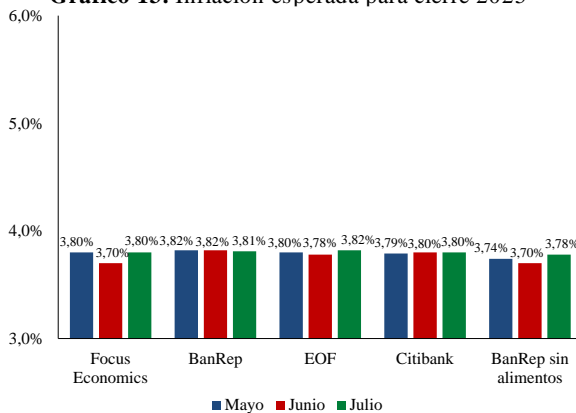
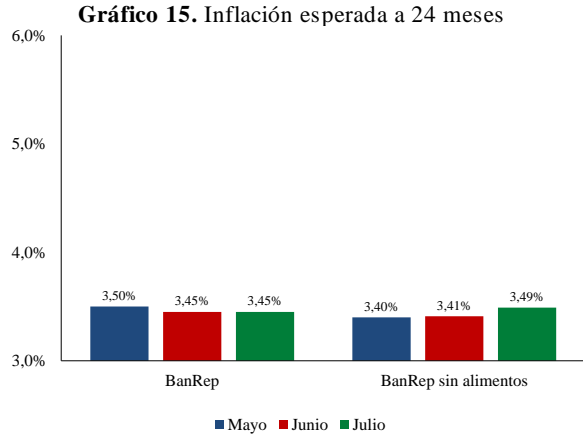
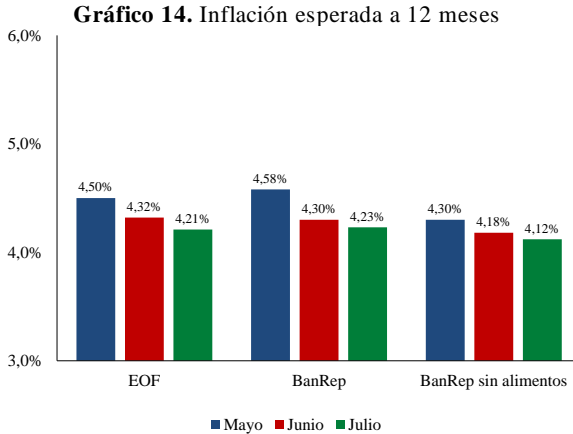


Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025



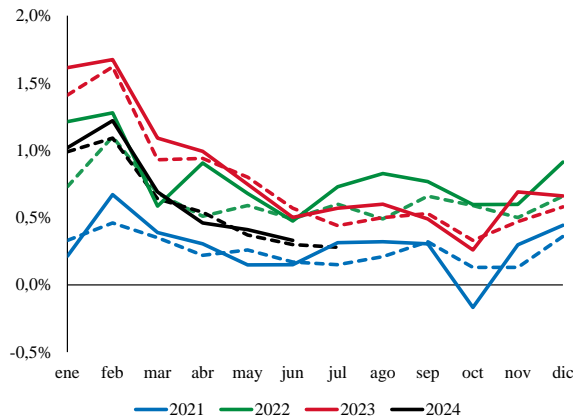
Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citibank. Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 9 de julio, con encuestas recolectadas hasta el 8 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de julio. La EOF se publicó el 22 de julio con datos recolectados entre el 10 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de julio.

⁸ Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2024 aumentó de 5,62% a 5,64%, mientras que para 2025 lo hizo de 3,78% a 3,81%.



Fuente: BanRep y EOF. Se toma la mediana de las encuestas. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de julio. La EOF se publicó el 22 de julio con datos recolectados entre el 10 y el 17 del mismo mes.

Gráfico 16. 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 junio, la inflación mensual sin alimentos volvió a ubicarse por encima de lo esperado por el mercado. Para este mes la expectativa se ubica por debajo de lo registrado en julio de 2022 y 2023. La inflación sin alimentos se ubicó en 0,33% m/m en junio, por encima de lo esperado por los analistas encuestados por Citi por los analistas encuestados por Citi (0,30%). Para fin de este mes, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,28% m/m, por debajo de los niveles de 0,73% y 0,57% registrados en julio de 2022 y 2023, respectivamente (Gráfico 16).

La mayoría de las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros se redujo, mientras que las provenientes de encuestas se mantuvieron relativamente estables. Estas reducciones pudieron estar asociadas a la corrección de la dinámica de los TES en UVR frente a lo observado el mes pasado. En particular, como se detalla más adelante, las ventas de TES denominados en UVR por parte de AFP, y la menor demanda de TES UVR por parte de entidades públicas pudo incidir en las desvalorizaciones observadas en estos títulos, mientras que la demanda de las entidades públicas pudo haber incidido en el aumento de los BEI en junio.

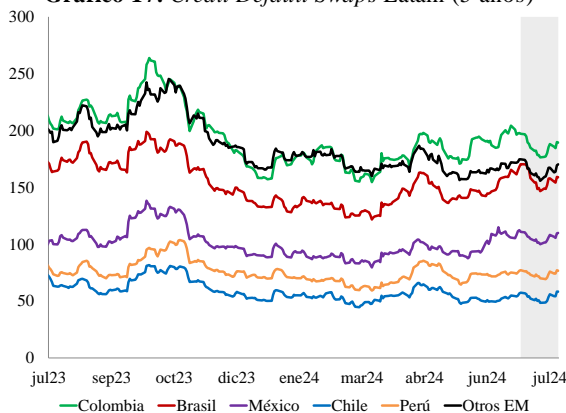
La brecha entre la expectativa de inflación proveniente del mercado de deuda pública y de las encuestas se tornó negativa a un año, y se cerró a dos años. Estas continúan acercándose a la meta del BanRep en el horizonte de política (24 meses), aunque se ubican aún por encima. A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 4,22% (ant: 4,31%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 3,82% (ant: 4,30%). 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 3,48% (ant: 3,70%)⁹.

⁹ A diciembre de 2025, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,81% (ant: 3,80%), mientras que el FBEI a 2025 neto de primas se ubica en 3,70% (ant: 4,00%) para el mismo plazo.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

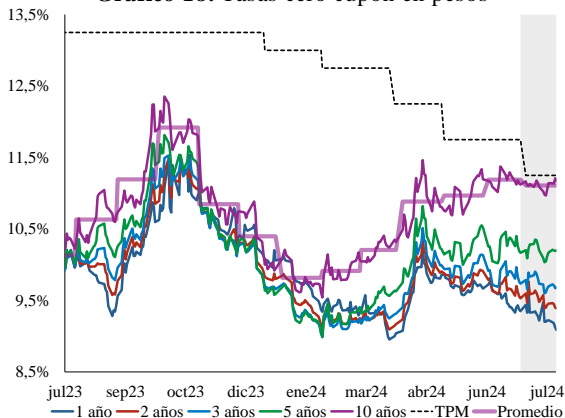
Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se empujó ante valorizaciones del tramo corto, y leves desvalorizaciones de los demás tramos. Durante la mayor parte del mes, los TES en pesos se valorizaron, en línea con el entorno favorable para la renta fija a nivel global, el cual estuvo asociado con las expectativas de mayores recortes de la TPM en EE.UU. No obstante, hacia el final del periodo corrigieron esta tendencia ante el aumento de la percepción de riesgo a nivel internacional¹⁰ (Gráfico 17). A nivel local, los TES en pesos de corto plazo también pudieron haberse valorizado como consecuencia de las expectativas de una senda de política monetaria menos contractiva por parte del BanRep (Gráficos 18 y 19).

Gráfico 17. Credit Default Swaps Latam (5 años)



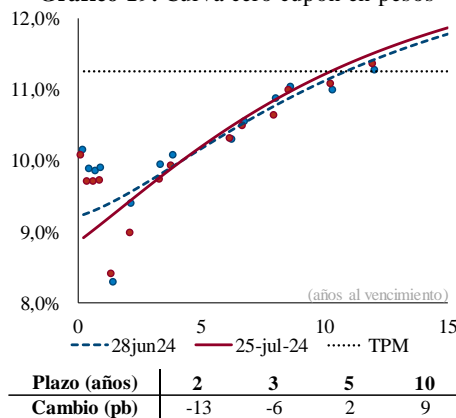
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

Gráfico 18. Tasas cero cupón en pesos



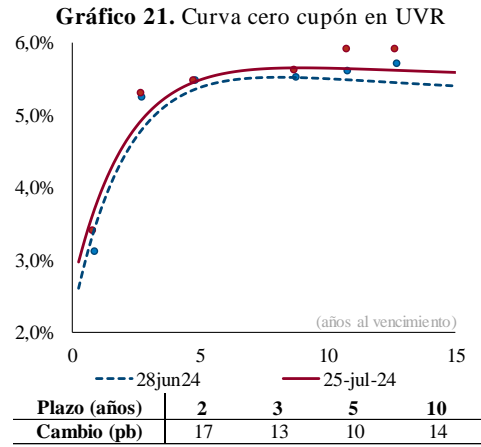
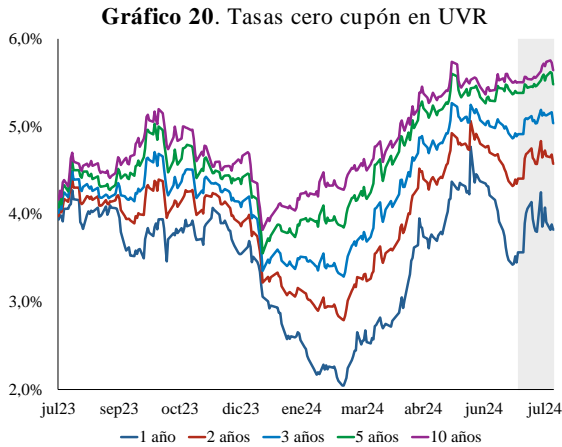
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep. Notas: i) si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos; ii) la línea detrás de la serie morada corresponde al promedio mensual de la tasa de diez años.

Gráfico 19. Curva cero cupón en pesos



Los títulos denominados en UVR se desvalorizaron a lo largo de toda la curva. Estas desvalorizaciones pudieron estar asociadas con las ventas por parte de AFP en la parte media y larga, y la menor demanda de entidades públicas en la parte corta (Gráficos 20 y 21).

¹⁰ Dentro de los eventos que pudieron explicar esta mayor percepción de riesgo, se destaca el aumento de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, las fallas de los sistemas de Microsoft, los cuales generaron interrupciones en los sistemas informáticos a nivel global, y los débiles resultados corporativos de algunas empresas tecnológicas. Así, durante este periodo el CDS a cinco años disminuyó 12 pb en Brasil, 8 pb en Colombia, 1 pb en México y 1 pb en Perú, y aumentó 1 pb en Chile. En otros países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) se redujo 4 pb.



Contrario a lo observado en junio, en lo corrido de julio los inversionistas extranjeros han realizado ventas netas de TES en pesos por COP 1,2 billones (b), concentradas en el tramo medio de la curva (COP 1,3 b)¹¹. Por el contrario, en TES en UVR compraron en neto COP 172 mm en el mercado de contado, concentrados en el tramo largo (COP 119 mm). Estas ventas representan una reducción del 1,1% de su saldo en TES con corte al 30 de junio de 2024. Así, acumulan compras netas por COP 2,1 b en lo corrido de 2024 en el mercado de contado de TES (Gráfico 22), y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES (20% del total de TES en circulación, Gráfico 23).

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

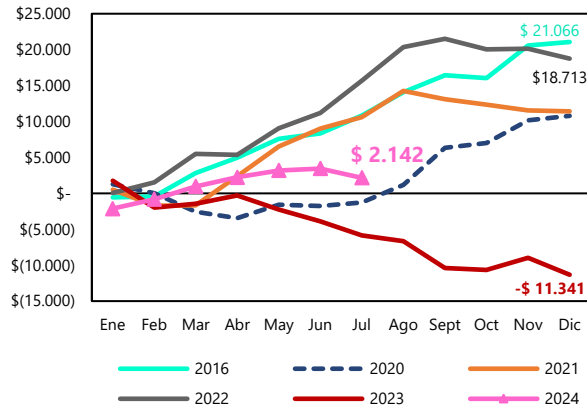
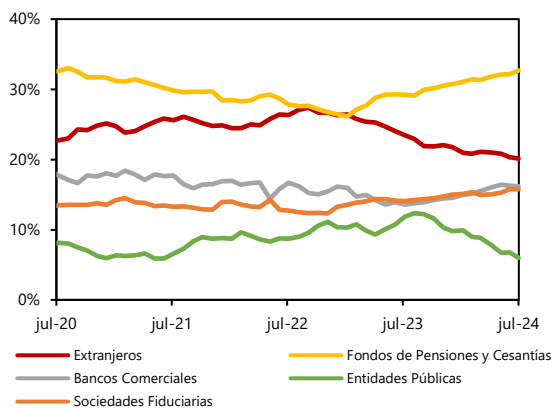
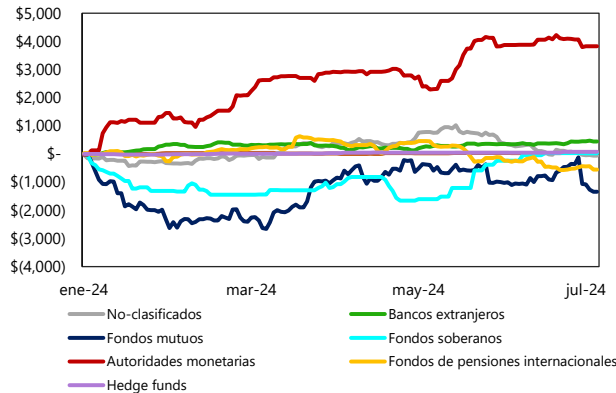


Gráfico 23. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencia del Fonpet (% del total)



¹¹ En TES en pesos del tramo largo mantuvieron una posición compradora neta por COP 542 mm.

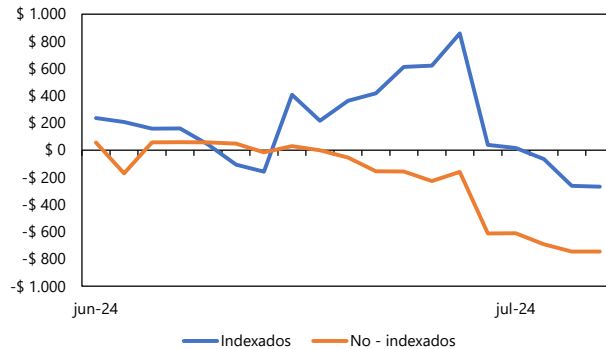
Gráfico 24. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros por tipo de agente en el mercado de contado de TES (COP mm)



Fuente: BanRep.

y fondos de pensiones internacionales acumulan una posición vendedora neta por COP 1,3 b y COP -558 mm.

Gráfico 25. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros (No) indexados en el mercado de contado de TES (COP mm)



Fuente: BanRep.

En junio, la ponderación de este último país pasó de 0,00% a 1,00% dentro del GBI-EM, mientras que la de Colombia se redujo de 4,63% a 4,39%.

Los fondos de pensiones internacionales, los no-clasificados y los fondos mutuos dirigieron las ventas de los inversionistas extranjeros desde la última reunión de la JDBR. En el acumulado del año, continúa observándose una recomposición hacia las autoridades monetarias (Gráfico 24).

Desde la última reunión de la JDBR, los fondos de pensiones internacionales, los no-clasificados y los fondos mutuos realizaron ventas por COP 379 mm, COP 376 mm y COP 258 mm, respectivamente¹². En el acumulado del año, continúa observándose una recomposición hacia las autoridades monetarias, con compras acumuladas por COP 3,8 b, mientras que los fondos mutuos

Los inversionistas extranjeros con mayor propensión a estar indexados¹³ al índice GBI-EM Global Diversified¹⁴ lideraron las ventas al final del período de análisis (Gráfico 25). Este comportamiento pudo estar guiado por la disminución en la ponderación de Colombia en este índice, debido al proceso de inclusión de India en el mismo¹⁵. Los inversionistas indexados realizaron ventas netas por COP 1,1 b desde el 19 de julio, las cuales fueron mayores a las de los inversionistas no-indexados (COP 586 mm). Esta tendencia sugiere que las ventas podrían estar relacionadas con el rebalaceo que deben hacer los inversionistas que siguen este índice, ante la reducción de la ponderación de Colombia por el proceso de inclusión de India.

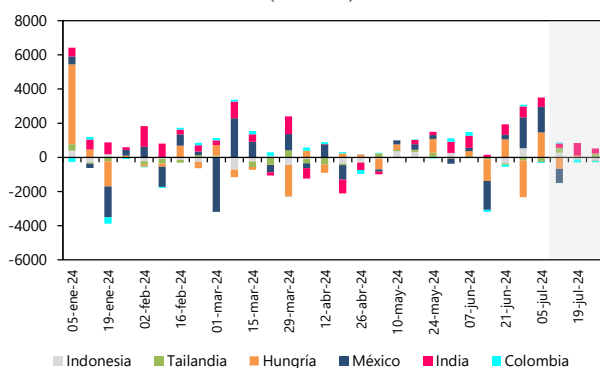
¹²Con información al 25 de julio, desde la última reunión de la JDBR las compañías de seguros, autoridades monetarias, organizaciones multilaterales, endowment funds, hedge funds, fondos soberanos y bancos extranjeros han presentado flujos netos por COP -140 mm, COP -51 mm, COP -8 mm, COP 18 mm, COP 27 mm, COP 65 mm y COP -88 mm, respectivamente, desde la última reunión de la JDBR.

¹³ La clasificación se basa en un paper en construcción, elaborado por Mauricio Villamizar, Andrés Murcia y Oscar Botero, en el cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

¹⁴ Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes. Este índice basa sus cotizaciones en el valor de mercado de los títulos incluidos en la canasta, por lo tanto, las ponderaciones de los emisores incluidos no son constantes a través del tiempo

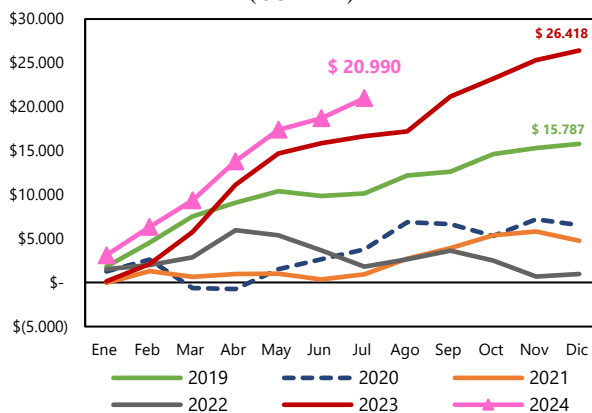
¹⁵ Según JP Morgan, la inclusión de India en el índice GBI-EM se realizará con incrementos uniformes de 1% cada mes, desde junio de 2024 hasta llegar a un techo de 10% en marzo de 2025.

Gráfico 26. Flujos netos semanales de inversionistas extranjeros en títulos de deuda de un grupo de países emergentes incluidos en el índice GBI-EM (USD m)



Fuente: IIF y BanRep. La serie de Colombia se calcula con base en la información del Depósito Central de Valores (DCV) de los flujos diarios a valor de mercado de los inversionistas extranjeros en TES, convertidos a dólares con la tasa de cambio del día anterior a la fecha de negociación de cada flujo.

Gráfico 27. Flujos netos de los fondos de pensiones locales en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)



Fuente: BanRep.

Las entidades públicas fueron los mayores vendedores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR, por montos significativos con respecto a los presentados en meses previos (COP 4,6 b), principalmente en el tramo largo de la curva (COP -5,3 b). En los tramos medio y corto de la curva de TES en pesos realizaron compras netas por COP 374 mm y COP 347 mm, en su orden. Durante el mismo periodo, presentaron flujos por COP 106 mm, COP 36 mm y COP 30 mm, en los tramos corto, medio y largo de la curva de TES en UVR, respectivamente.

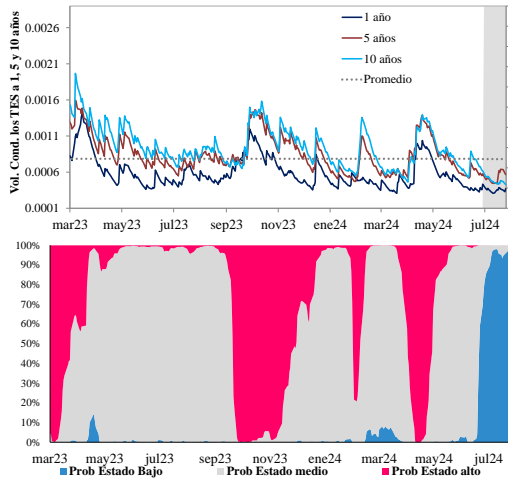
Otros países emergentes incluidos en el índice GBI-EM han registrado salidas de inversionistas extranjeros en títulos de deuda¹⁶ durante las últimas tres semanas de julio (Gráfico 26). Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF), se observa que países como México y Hungría han presentado salidas por USD 833 millones (m) y USD 601 m, respectivamente. Este comportamiento se encuentra en línea con las salidas de los inversionistas extranjeros en TES (USD 229 m). Por su parte, India ha registrado entradas por USD 1.299 m en el mismo periodo.

Los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora en julio, y volvieron a ser los principales compradores de TES en pesos durante el periodo (COP 4,3 b), principalmente en el tramo largo de la curva (COP 5,3 b)¹⁷ (Gráfico 27). Por el contrario, en TES en UVR vendieron en neto COP 1,8 b, principalmente en referencias del tramo medio de la curva (COP 1,3 b). Así, se mantuvieron como los principales tenedores de TES (32% del total de TES en circulación, ver Anexo 3).

¹⁶ Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.

¹⁷ Estos agentes realizaron ventas netas en los tramos medio y corto de la curva en pesos por COP 953 mm y COP 18 mm, respectivamente.

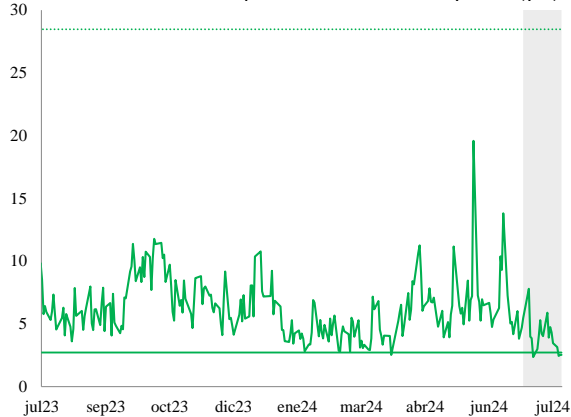
Gráfico 28. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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.

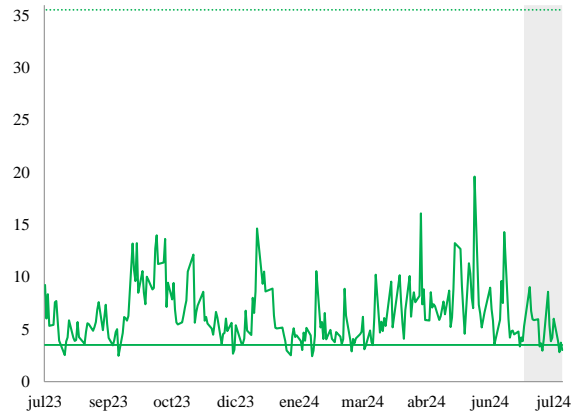
La volatilidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó para todos los plazos y se ubicó en un nivel de volatilidad bajo (Gráfico 28), al tiempo que la liquidez presentó una mejora frente a lo observado en junio. Frente a los indicadores de liquidez, el *Bid-Ask Spreads* (BAS) promedio de los TES en pesos y UVR disminuyó frente al registrado en junio. Por su parte, la profundidad promedio de los TES en pesos aumentó, mientras que la de los TES en UVR se redujo¹⁸. Se destaca que a final del periodo se evidenció un aumento importante de la profundidad para los TES en pesos y UVR, la cual pudo estar explicada por la rotación de posiciones de inversionistas locales con el fin de marcar puntos en el programa de Creadores de Mercado (Anexo 2 – Gráficos 29 al 32).

Gráfico 29. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)

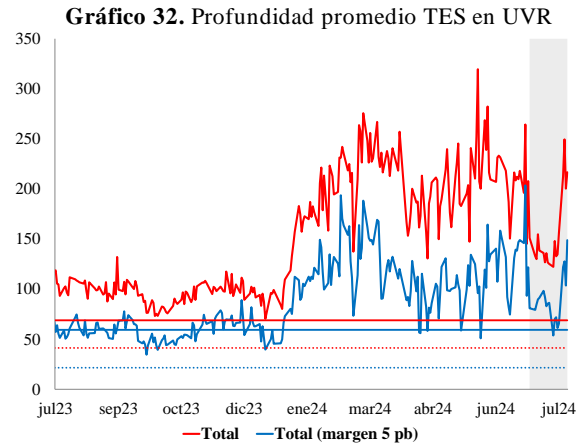
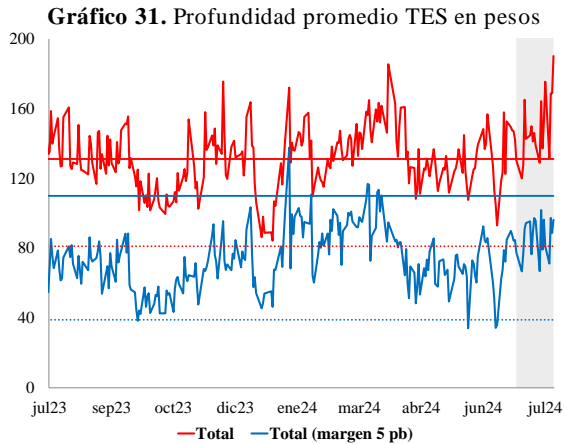


Fuente y Cálculos: BanRep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (díaña) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A los 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 30. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)

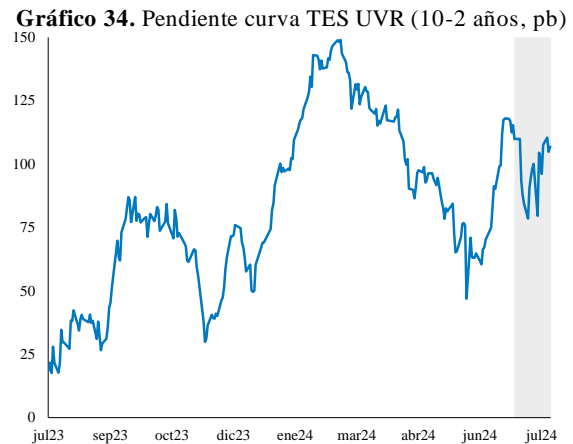
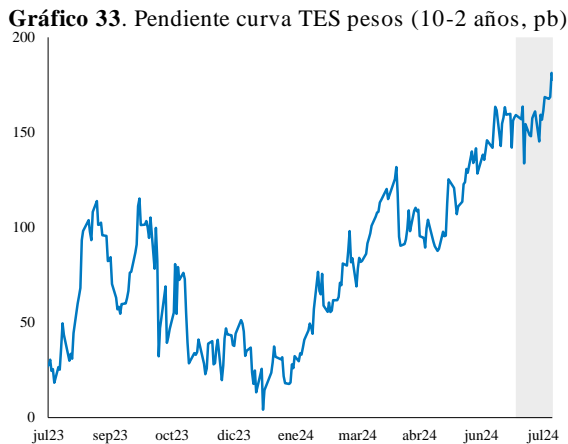


¹⁸ Al 25 de julio, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 4,0 pb para los TES en pesos y 5,0 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 6,4 pb y 6,0 pb observados durante junio, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de COP 134,0 mm a COP 149,6 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR disminuyó de COP 205,1 mm a COP 154,5 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.

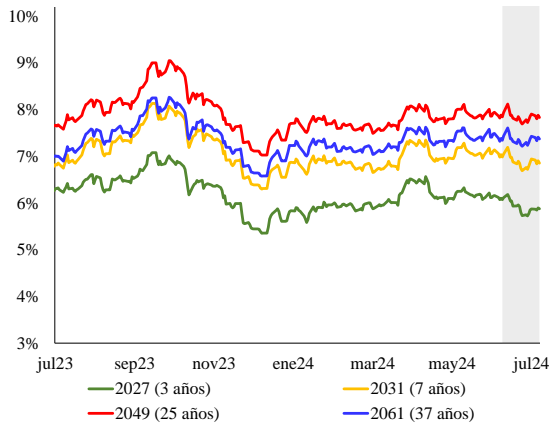
La curva de los TES denominados en pesos se empujó, mientras que la de los TES en UVR se ubicó en niveles similares a los observados a comienzos del mes. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años aumentó 22 pb, hasta alcanzar un nivel de 181 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y se redujo 3 pb, hasta un nivel de 107 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 33 y 34).



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 28 de junio, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 7, 25 y 37 años presentaron variaciones de -24 pb, -20 pb, -11 pb y -7 pb, respectivamente (Gráfico 35). En ese período, el margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) aumentó 20 pb, debido a que la deuda denominada en moneda local presentó desvalorizaciones, mientras que la denominada en moneda extranjera se valorizó (Gráfico 36).

Gráfico 35. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

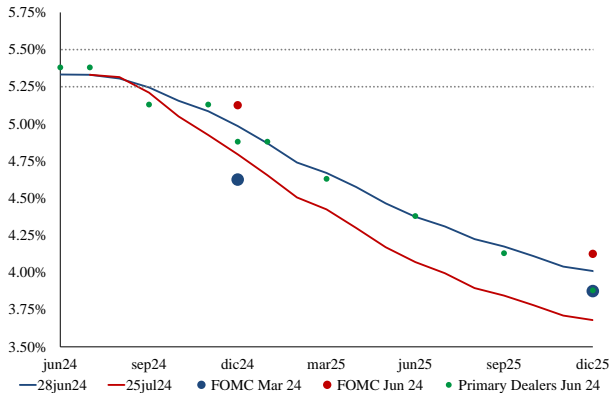
Gráfico 36. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

Gráfico 37. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

Las expectativas del mercado de futuros sobre la tasa de los Fondos Federales continuaron disminuyendo durante julio, y pasaron de anticipar dos a tres recortes del rango de los fondos federales. Además, la senda esperada para el mediano plazo apunta a mayores recortes frente a lo que se descontaba el mes pasado. Estas expectativas disminuyeron como consecuencia de comentarios *dovish* del presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, y la publicación de algunas cifras de actividad económica, inflación y del mercado laboral en EE. UU., que sorprendieron a la baja al mercado (Ver

sección 1.4.). Así, el mercado espera un primer recorte de tasas en septiembre, y dos recortes adicionales de 25 pb cada uno en el tercer trimestre, para cerrar 2024 con un rango de la tasa de los fondos federales entre 4,50% y 4,75%. Además, descuenta recortes por 75 pb durante 2025 (ant: 50 pb). Lo anterior se encuentra por debajo de las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de junio para los cierres de 2024 (50 pb por debajo) y de 2025 (50 pb por debajo, Gráfico 37).

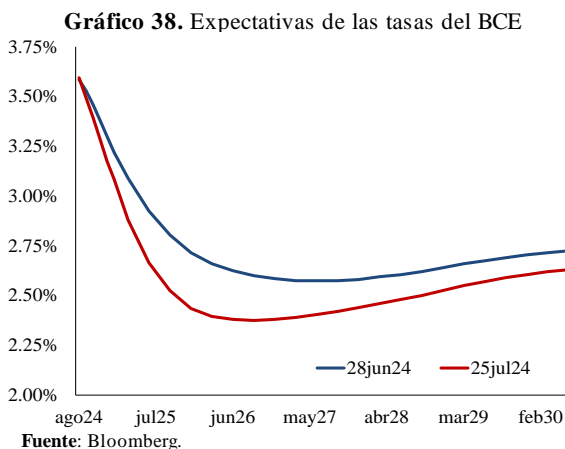
En esta misma línea, el CME¹⁹ muestra que el mercado descuenta con mayor probabilidad escenarios de menores tasas, siendo el rango más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre de 2024 aquel consistente con tres recortes de 25 pb durante el año. Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de año se ubicó en el rango entre 4,50% y 4,75% (probabilidad del 53%) durante julio (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%
28jun24	2%	18%	43%	30%	6%
25jul24	6%	53%	37%	3%	0%

Fuente: CME.

¹⁹ Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.



En Europa, el mercado espera un recorte adicional de las tasas del BCE en el cuarto trimestre de 2024 (octubre, Gráfico 38, Anexo 5). Además, los futuros de la tasa Euribor descuentan una senda de política monetaria de mediano plazo menos contractiva que en junio.

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

Los títulos del Tesoro de EE.UU. presentaron valorizaciones. Este comportamiento estuvo en línea con las menores expectativas de política monetaria ante la publicación de cifras de inflación que sorprendieron al mercado a la baja²⁰, así como de actividad económica²¹ y del mercado laboral²² que evidenciaron una desaceleración de economía estadounidense. A lo anterior se sumaron algunos comentarios del presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, los cuales fueron calificados como *dovish* por el mercado²³.

Los títulos de deuda pública de la región presentaron un comportamiento divergente. De manera análoga a lo observado en el caso de Colombia, los títulos de deuda pública de la región se valorizaron durante la mayor parte del mes, en línea con el desempeño de los Tesoros de EE. UU. No obstante, tras el aumento de la percepción de riesgo a nivel internacional durante las últimas semanas, los títulos de la región han revertido la tendencia observada durante la primera parte del mes. En el caso de Brasil y México, las valorizaciones observadas a comienzos del mes también pudieron estar relacionadas con la menor incertidumbre fiscal²⁴, y en el caso de Brasil asociadas también con las expectativas de una senda más restrictiva de la TPM ante la publicación de cifras positivas de actividad económica²⁵. Por su parte, las pendientes 10 años-2 años aumentaron 77 pb (hasta -69 pb) en México y 17 pb (-18 pb) en EE. UU, disminuyeron 31 pb en Brasil (14 pb) y 27 pb en Chile (81 pb), y se mantuvo relativamente estable en Perú (196 pb, Gráficos 39 a 41 y Anexo 4).

²⁰ La inflación total se ubicó en 3,0% a/a (esp: 3,1%; ant: 3,3%), mientras que la inflación núcleo se ubicó en 3,3% a/a (esp: 3,4%; ant: 3,4%).

²¹ El ISM manufacturero de junio se ubicó en 48,5 (esp: 49,1; ant: 48,7), mientras que el indicador de sentimiento de la Universidad de Michigan se ubicó en 66,0 (esp: 68,5; ant: 68,2) durante el mismo mes.

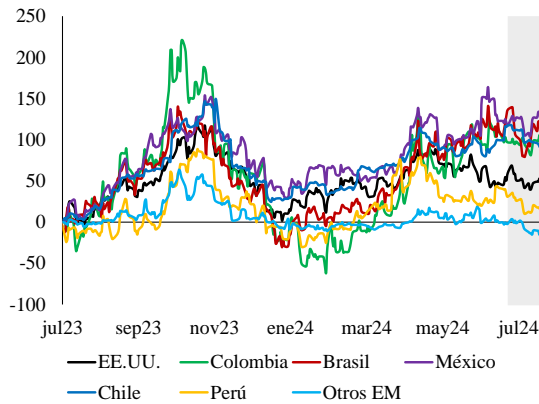
²² De acuerdo con el reporte del mercado laboral de junio, la tasa de desempleo aumentó a 4,1% (esp: 4,0%; ant: 4,0%), al tiempo que las nóminas no agrícolas de mayo registraron una revisión sustancial a la baja (obs: 218 mil; ant: 272 mil), mientras que las de junio (206 mil) evidenciaron un valor inferior al observado en mayo.

²³ Tras la publicación del reporte laboral de junio, Powell dijo que ha habido un movimiento "sustancial" hacia un mejor equilibrio en el mercado laboral entre la oferta y la demanda de trabajadores y que, aunque el mercado laboral continúa fuerte, se está enfriando apropiadamente. Posteriormente, tras la publicación del dato de inflación, afirmó que los últimos tres reportes de inflación reflejan un "muy buen ritmo" de aumento de precios.

²⁴ En México, a comienzos de julio la presidenta electa, Claudia Sheinbaum, se pronunció a favor de un déficit fiscal para 2025 entre 3,0% y 3,5% del PIB, lo cual fue bien recibido por el mercado. En Brasil, el ministro de Finanzas, Fernando Hadad, anunció recortes en el gasto para cumplir con las metas fiscales.

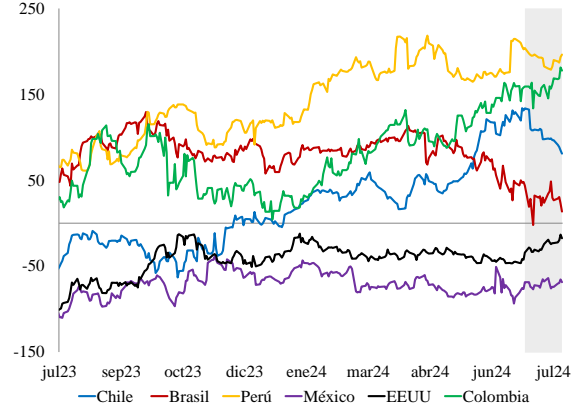
²⁵ Las ventas minoristas aumentaron 8,1% a/a en mayo (esp: 4,4%; ant: 2,2%), la producción industrial se contrajo (-1,0% a/a) menos de lo esperado (-1,7%; ant: 8,4%), y la actividad económica se expandió 1,3% a/a durante el mismo mes (esp: 1,1%), al tiempo que el dato del mes previo fue revisado al alza (obs: 4,28%; ant: 4:01%).

Gráfico 39. Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE. UU.



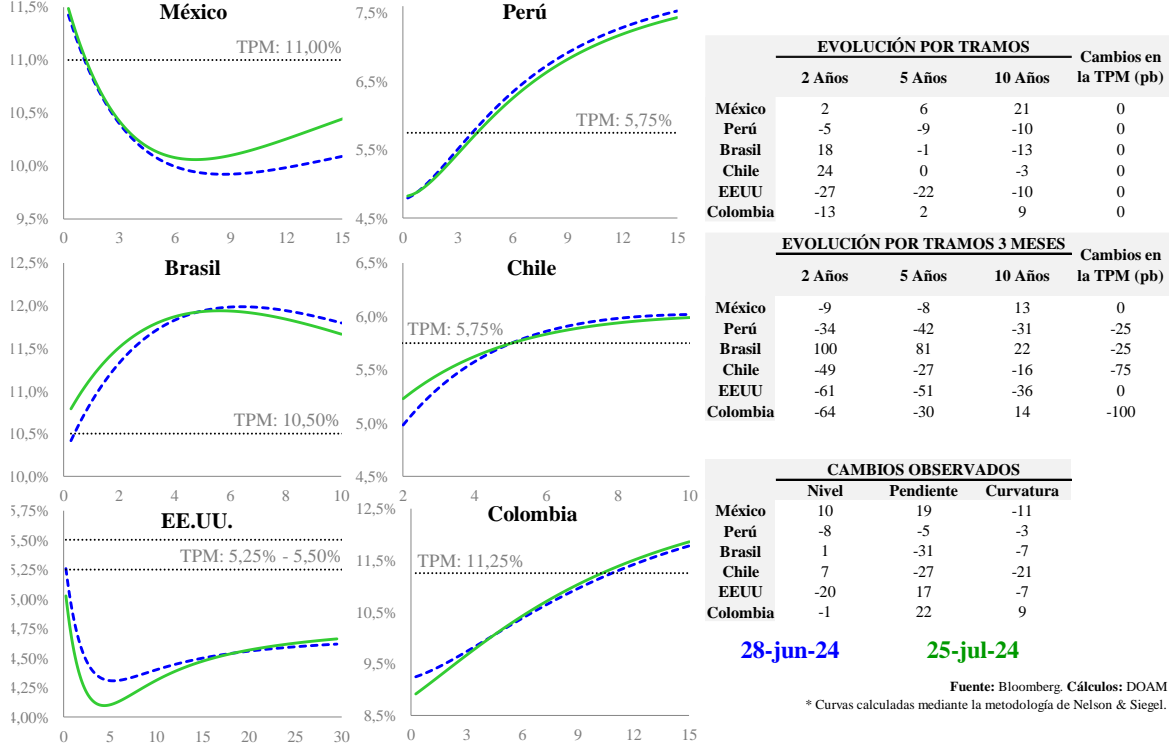
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep. Cambios (pb) desde el 1 de julio de 2023.

Gráfico 40. Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

Gráfico 41. Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE. UU. Desde la última reunión de la JDBR



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

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la tasa de política monetaria extraídas de encuestas, de la curva OIS 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 julio. Primero, según la EME²⁶, la mediana señala una tasa esperada de 10,75% en julio (desviación estándar de 20 pb). Por otro lado, de los 30 agentes encuestados por la Encuesta de Opinión Financiera²⁷ (EOF), 26

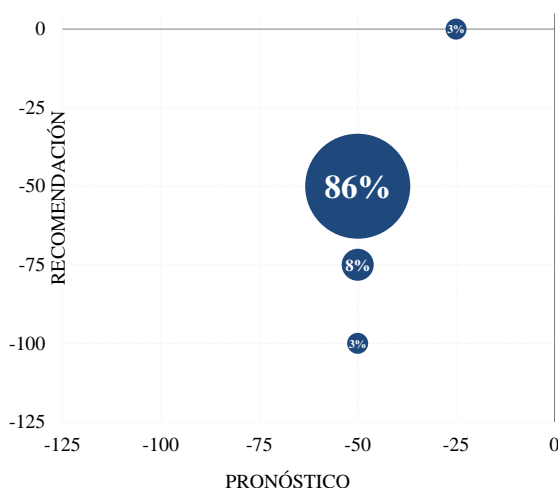
²⁶ Datos recolectados entre el 9 y el 11 de julio.

²⁷ Publicada el 22 de julio con información recolectada entre el 10 y el 17 del mismo mes.

esperan que la TPM baje 50 pb, dos proyectan que se mantenga inalterada, uno estima un recorte de 75 pb y otro agente espera un aumento de 50 pb. Por su parte, las 20 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg²⁸ esperan un recorte de 50 pb. Por último, según las encuestas de analistas de mercados financieros de Citibank²⁹ y ANIF³⁰, de las 29 entidades encuestadas, el 86% espera y recomienda que la TPM disminuya 50 pb en julio; un 8% espera que disminuya 50 pb, pero recomienda que disminuya 75 pb; un 3% espera que disminuya 50 pb, pero recomienda que disminuya 100 pb; y el 3% restante espera que disminuya 25 pb, pero recomienda que permanezca inalterada. La desviación estándar de las expectativas disminuyó de 0,07% a 0,05% entre junio y julio (Gráfico 42 y Anexo 1).

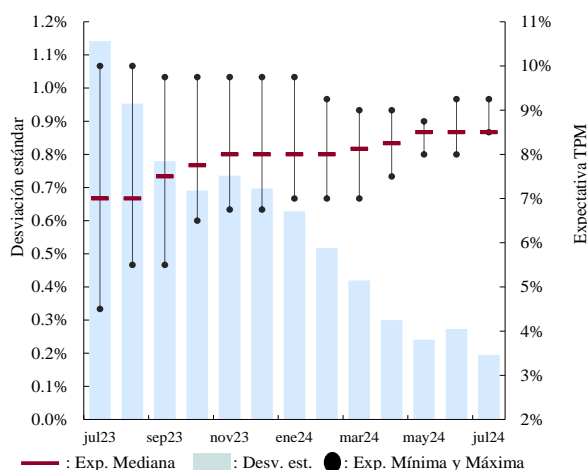
Por su parte, en el Gráfico 43 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2024 de acuerdo con la encuesta de Citibank, en la cual se observa que entre junio y julio la tasa mediana esperada se mantuvo estable en 8,50%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 0,27% a 0,20%.

Gráfico 42. Expectativa de cambio (pb) TPM Para la reunión de julio



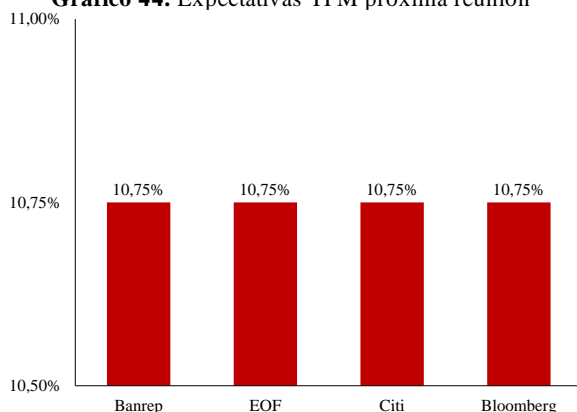
Fuente: Citibank y ANIF.

Gráfico 43. Expectativas TPM para diciembre de 2024



Fuente: Citibank.

Gráfico 44. 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 11 de julio. La EOF se publicó el 22 de julio con datos recolectados entre el 10 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de julio. Los datos de Bloomberg se recopilaron hasta el 25 de julio.

Frente al mes anterior, las encuestas sugieren un menor ritmo de recortes de la TPM durante 2025. En los Gráficos 44, 45 y 46 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 disminuya 50 pb en julio; *ii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2024 se mantuvo cercano a 8,5%; y *iii*) el promedio de las encuestas para el cierre de 2025 aumentó de 5,72% a 5,84%.

²⁸ Datos actualizados al 26 de julio.

²⁹ Publicada el 24 de julio.

³⁰ Publicada el 26 de julio.

Gráfico 45. Expectativas TPM para diciembre de 2024

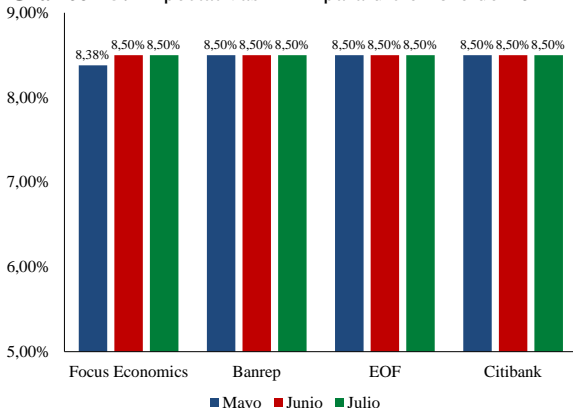
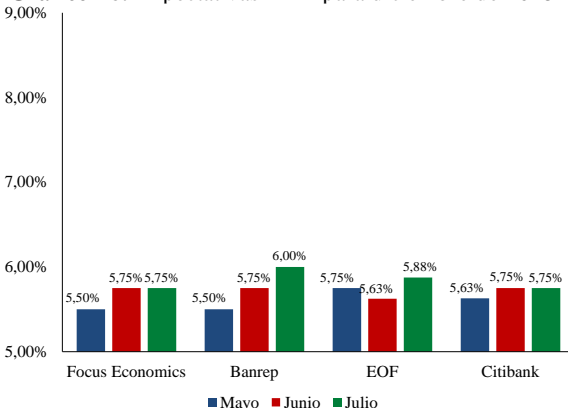


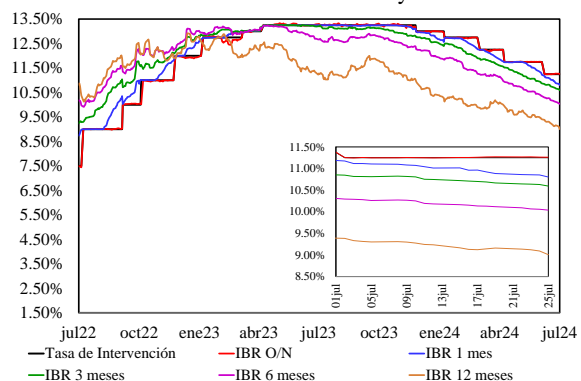
Gráfico 46. Expectativas TPM para diciembre de 2025



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 9 de julio, con encuestas recolectadas hasta el 8 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de julio. La EOF se publicó el 22 de julio con datos recolectados entre el 10 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 24 de julio.

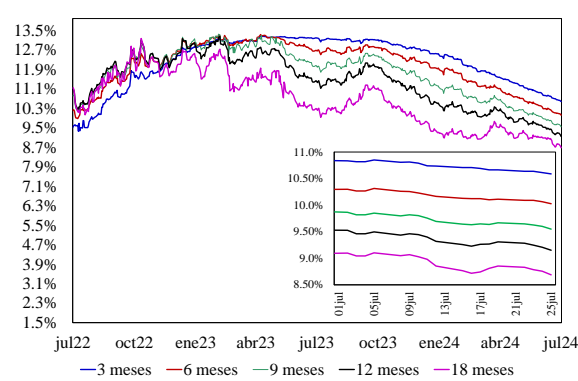
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses cayeron, en línea con expectativas de que se mantengan las reducciones de la TPM para las próximas reuniones. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 25 de julio, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses cayeron 28 pb, 31 pb, 41 pb, 34 pb, 38 pb y 40 pb, respectivamente (Gráficos 47 y 48).

Gráfico 47. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

Gráfico 48. Tasas OIS



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

Las expectativas del mercado OIS han presentado presiones a la baja ante ajustes en las expectativas de TPM en EE. UU. Según este mercado, se espera una reducción de 50 pb de la TPM en la reunión de julio, para la siguiente reunión se espera un recorte de 75 pb y luego dos recortes de 50 pb en las últimas reuniones del año, de tal forma que al cierre de 2024 la TPM se ubicaría en 9,00%. Las tasas del mercado OIS presentaron presiones a la baja luego de algunos comentarios *dovish* de miembros de la Fed y la publicación de algunas cifras de inflación en EE.UU. que sorprendieron a la baja al mercado. Así, el 25 de julio el mercado descuenta con mayor probabilidad una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de julio, y durante las últimas reuniones de 2024 anticipa reducciones acumuladas de 175 pb, de manera que en diciembre se espera que la TPM se ubique en 9,00% (anterior: 9,25%, Gráficos 49 y 50).

Gráfico 49. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 25 de julio de 2024)

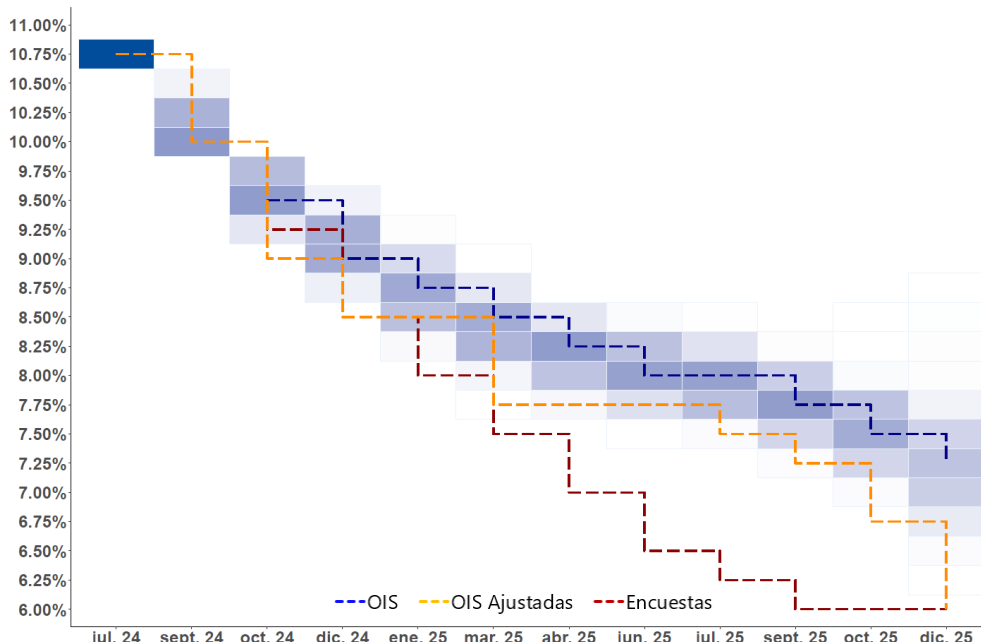


Gráfico 50. Evolución de expectativas TPM – OIS

nov-25						nov-25	11.25%	
oct-25			7,25%	7,50%	7,50%	oct-25	11.00%	
sep-25	6,50%	7,50%	7,75%	7,75%	7,75%	sep-25	10.75%	
ago-25						ago-25	10.50%	
jul-25	6,25%	6,75%	7,75%	8,00%		jul-25	10.25%	
jun-25	6,75%	7,25%	8,25%	8,25%	8,25%	8,00%	jun-25	10.00%
may-25						may-25	9.75%	
abr-25	7,00%	7,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,25%	abr-25	9.50%
mar-25	7,50%	8,00%	8,75%	8,75%	8,75%	8,50%	mar-25	9.25%
feb-25						feb-25	9.00%	
ene-25	8,00%	8,25%	9,25%	9,00%	9,00%	8,75%	ene-25	8.75%
dic-24	8,50%	8,75%	9,50%	9,25%	9,25%	9,00%	dic-24	8.50%
nov-24						nov-24	8.25%	
oct-24	9,00%	9,25%	9,75%	9,75%	9,75%	9,50%	oct-24	8.00%
sep-24	9,75%	9,75%	10,25%	10,00%	10,25%	10,00%	sep-24	7.75%
ago-24						ago-24	7.50%	
jul-24	10,25%	10,50%	10,75%	10,50%	10,75%	10,75%	jul-24	7.25%
jun-24	11,00%	11,00%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	jun-24	7.00%
	29feb24**	22mar24**	24abr24**	31may24**	24jun24**	25jul24**	6.75%	

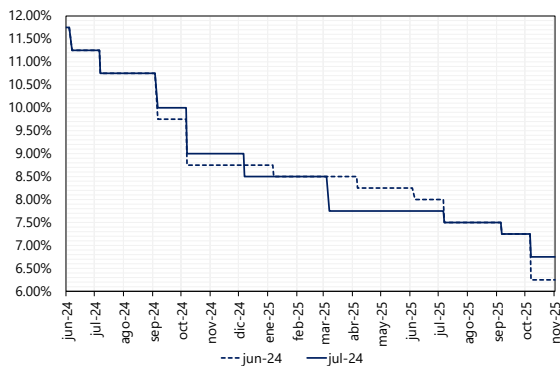
Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep. Nota: Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Los resultados del modelo OIS para las fechas marcadas con ** permiten aumentos o reducciones de hasta 200 pb de la TPM. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo se estima el modelo con tasas hasta 18 meses, para valores superiores a estas maduraciones las tasas OIS presentan cupón.

Frente al mes anterior, la expectativa de TPM ajustada por la prima a término del mercado OIS muestra mayores recortes para las últimas reuniones de la JDBR de 2024, una moderación de las reducciones en el primer semestre de 2025 y nuevamente mayores recortes en el segundo semestre de 2025. En el Gráfico 51 se presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los días 28 de junio y 25 de julio. Según esta medida, la expectativa para diciembre de 2024 se ubicó en 8,50% (ant: 8,75%) y para diciembre de 2025 se ubicó en 6,00% (ant: 6,25%).

Las expectativas de TPM en Chile muestran expectativas de mayores recortes de la TPM en 2024. Por su parte, en México se sigue esperando un recorte adicional de 25 pb en 2024 y en

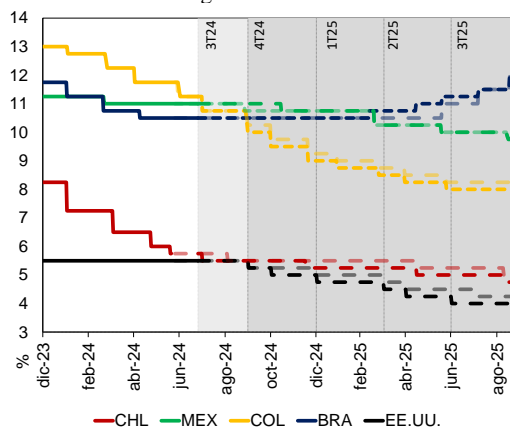
Brasil los mercados no anticipan más recortes (Gráfico 52). Para los siguientes meses se esperan reducciones de 50 pb y 25 pb de la TPM en Chile y México, cerrando 2024 en 5,25% (ant. 5,50%) y 10,75% (ant. 10,75%), en su orden. Por otra parte, no se esperan más cambios de la TPM en Brasil³¹. En Chile, el aumento de los recortes esperados de la TPM para diciembre de 2024 estuvo en línea con el entorno internacional y soportada por la publicación de cifras de inflación y actividad económica por debajo de lo esperado³². En el caso de Brasil, las presiones al alza de la TPM en 2025 pueden estar asociadas a la publicación de cifras positivas de actividad económica³³. En México estuvo en línea con los aumentos de los datos de inflación y mayores expectativas de inflación³⁴.

Gráfico 51. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 29 de junio de 2024 y 25 de julio de 2024.

Gráfico 52. Expectativas de TPM en los países de la región Tasas OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos BanRep. **Nota:** Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 25 de julio, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 28 de junio de 2024.

La caída promedio mensual de las tasas de los TES en pesos de corto plazo se puede explicar principalmente por reducciones en las tasas neutras y está en línea con las expectativas de recortes de la TPM para los próximos meses. Por su parte, se mantiene el aumento de la prima a término a 5 años, lo cual estaría asociado con la alta incertidumbre fiscal que limita las ganancias de los títulos. En el Gráfico 53 se presentan estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutras al riesgo promedio cayeron 19 pb y 34 pb a 1 y 5 años respectivamente, y se ubicaron en 8,46% y 6,99%, en su orden. Estas caídas están en línea con las reducciones de las tasas del mercado OIS. Por su parte, las primas a término variaron -3 pb y +17 pb a 1 y 5 años, respectivamente. El aumento de las primas a término puede explicarse por la mayor incertidumbre fiscal y también mayores aumentos de las primas a término en EE. UU. (Gráfico A4.4)³⁵.

³¹ Las expectativas de las encuestas de la TPM en Brasil esperan que esta tasa no se modifique en 2024 y 2025.

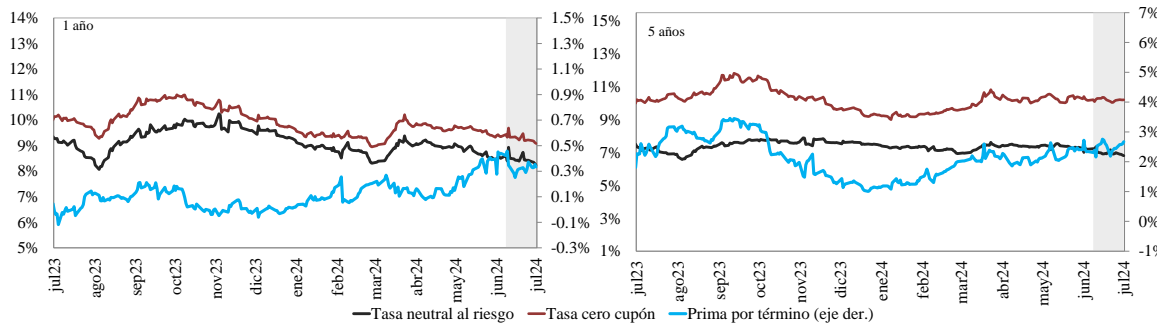
³² La inflación de junio se ubicó en 4,2% a/a (esp: 4,3%; ant: 4,1%), mientras que la actividad económica creció 1,1% a/a en mayo (esp: 2,5%; ant: 3,5%).

³³ Las ventas minoristas aumentaron 8,1% a/a en mayo (esp: 4,4%; ant: 2,2%), la producción industrial se contrajo (-1,0% a/a) menos de lo esperado (-1,7%; ant: 8,4%), y la actividad económica se expandió 1,3% a/a durante el mismo mes (esp: 1,1%), al tiempo que el dato del mes previo fue revisado al alza (obs: 4,28%; ant: 4,01%).

³⁴ En la primera quincena de julio de 2024, el INPC registró una variación de 0.71% respecto a la quincena anterior. Con este resultado, la inflación general anual se colocó en 5.61%, superior a la esperada por el mercado.

³⁵ Revisar Recuadro [Factores que pueden incidir en la resistencia de la curva de rendimientos en Colombia a invertirse.](#)

Gráfico 53. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años

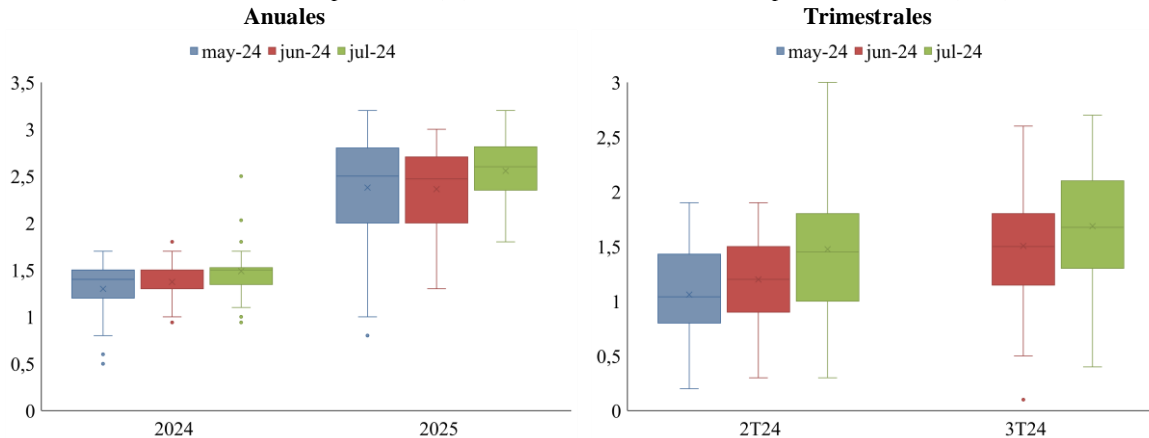


Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep .

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento mejoraron para 2024 y 2025. De acuerdo con la EOF, los analistas aumentaron su perspectiva de crecimiento para 2024 de 1,30% a 1,50%, para 2025 de 2,47% a 2,60%, para el 2T24 de 1,20% a 1,45%, y para el 3T24 de 1,50% a 1,68% (Gráfico 54). Asimismo, los agentes encuestados por Citi aumentaron su perspectiva de crecimiento para 2024 de 1,35% a 1,50%, y para 2025 de 2,50% a 2,60%.

Gráfico 54. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)

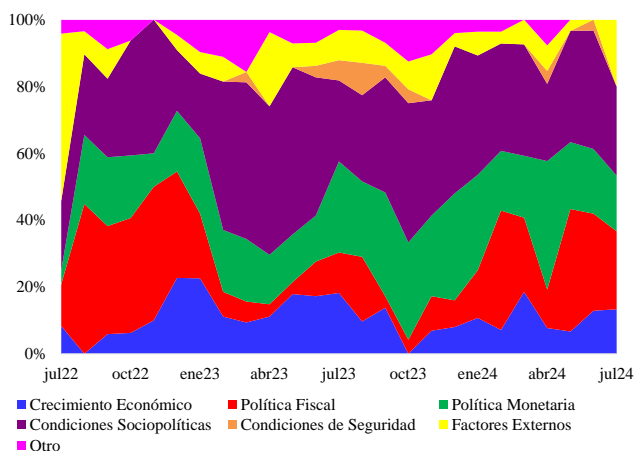


Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: BanRep. La línea del centro de la caja representa la mediana y la "x" la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos. Los puntos por fuera de la caja corresponden a valores atípicos.

Los analistas esperan valorizaciones de los TES y el MSCI COLCAP en el corto plazo. Frente a los TES que vencen en 2028 y 2032, los analistas esperan que durante los próximos tres meses estos se valoricen 35 pb y 26 pb, respectivamente³⁶ (desviaciones estándar de 48 pb). Para fin de año, los mismos analistas proyectan valorizaciones de 70 pb y 46 pb, respectivamente (desviaciones estándar de 60 pb). Con respecto al MSCI COLCAP, la EOF muestra que los analistas financieros anticipan que durante los próximos 3 meses este se valorice más de 2%, mientras que a 12 meses esperan una valorización cercana al 6% (desviaciones estándar de 3% y 5%, respectivamente).

³⁶ 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.

Gráfico 55. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

que el 13% restante señaló el crecimiento económico (ant: 13%; var: 0 pp; Gráfico 55). Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

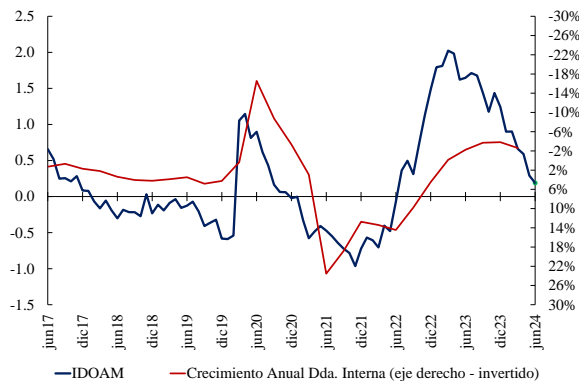
Con datos definitivos de junio de 2024, el IDOAM disminuyó y continuó con su tendencia a la baja sugiriendo unas condiciones financieras más holgadas. El nivel del indicador está en línea con su promedio histórico de los últimos 10 años. La mejora de este indicador se da ante reducciones del *spread* de las tasas de la cartera de consumo frente a las tasas de los TES, una reducción de la volatilidad del mercado accionario y de TES, y el menor *spread* de las expectativas de inflación frente a la meta del BanRep (Gráfico 56).

Los indicadores de confianza empresarial y del consumidor presentaron resultados mixtos en junio. El indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, presentó una leve mejora en junio (obs: -12,7%; ant: -14,1%), como consecuencia de una percepción menos desfavorable de las condiciones económicas, la cual fue parcialmente contrarrestada por unas expectativas más pesimistas a doce meses (Gráfico 57). Por el contrario, la serie desestacionalizada disminuyó al pasar de -10,4% a -14,3% (Gráfico 58), mientras que la confianza del consumidor estimada por Davivienda presentó un leve retroceso (obs: -9,7%; ant: -7,9%). Por otro lado, en junio el indicador de confianza industrial aumentó (obs: -3,1%; ant: -5,4%), mientras que el de confianza comercial disminuyó (obs: 8,6%; ant: 12,5%). El desempeño del primero estuvo explicado por unas mejores expectativas de producción para el próximo trimestre y un menor nivel de existencias, lo cual fue parcialmente compensado por un menor volumen actual de pedidos. Por su parte, el deterioro de la confianza comercial se explicó por unas menores expectativas de producción para el próximo semestre, una percepción menos favorable de la situación económica, y un mayor nivel de existencias.

Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: ¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?

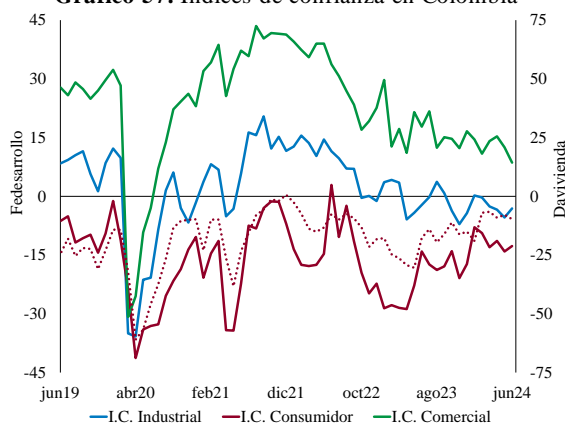
Las condiciones sociopolíticas y la política fiscal continuaron ocupando los primeros lugares, al tiempo que los factores externos cobraron relevancia en esta ocasión. El 27% de los encuestados señaló las condiciones sociopolíticas (ant: 36%, var: -9 pp) como el factor más relevante, el 23% resaltó la política fiscal (ant: 29%; var: -6 pp), el 20% los factores externos (ant: 0%, var: 20 pp), el 17% la política monetaria (ant: 19%; var: -2 pp), mientras

Gráfico 56. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



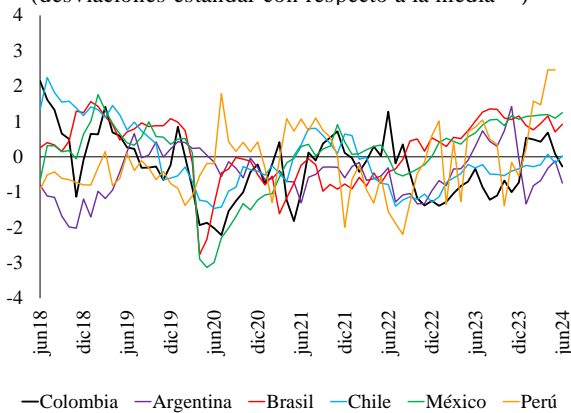
Fuentes: BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** BanRep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible. **Nota:** Se usa la volatilidad implícita promedio de los TES a 1, 5 y 10 años extraída de un modelo GARCH(1,1)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

Gráfico 57. Índices de confianza en Colombia



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

Gráfico 58. Índices de confianza de Latinoamérica* (desviaciones estándar con respecto a la media)**



Fuentes: INEGI³⁷, FGV³⁸, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO. **Cálculos:** BanRep. *Series desestacionalizadas. Información mensual. ** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural. *** No se incluye el dato de Perú para junio, por indisponibilidad del indicador de este país.

El indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia continuó cayendo durante junio y volvió a ubicarse por debajo de su promedio histórico. Este indicador también disminuyó en Argentina, mientras que aumentó para los demás países de la muestra durante junio. El Gráfico 58 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Los indicadores de Argentina y Colombia se encuentran por debajo de su media histórica, a diferencia de los demás países.

Europa (Vstox⁴⁰) aumentó, mientras que aquella que se extrae de los Tesoros (Move⁴¹) disminuyó. Si bien el Vstox corrigió a la baja a comienzos del mes ante la menor incertidumbre electoral en Europa, posteriormente volvió a aumentar junto con el Vix ante las mayores tensiones comerciales entre EE. UU. y China, las fallas de los sistemas de Microsoft, las cuales generaron interrupciones en los sistemas informáticos a nivel global, y los débiles resultados corporativos de algunas empresas tecnológicas (Gráfico 59). Por el contrario, el Move cerró en un nivel más bajo que con el que comenzó el mes, reflejando una menor dispersión de los precios del mercado de la deuda pública en EE. UU. Por último, el Skew⁴² se redujo ante la materialización de pérdidas importantes por parte del S&P 500 durante las últimas semanas (Gráfico 60).

La volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. (Vix³⁹) y

³⁷ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

³⁸ Instituto Brasileiro de economía

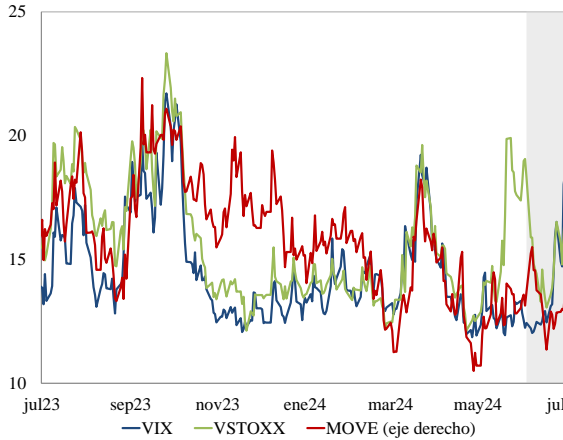
³⁹ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

⁴⁰ El Vstox es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

⁴¹ El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.

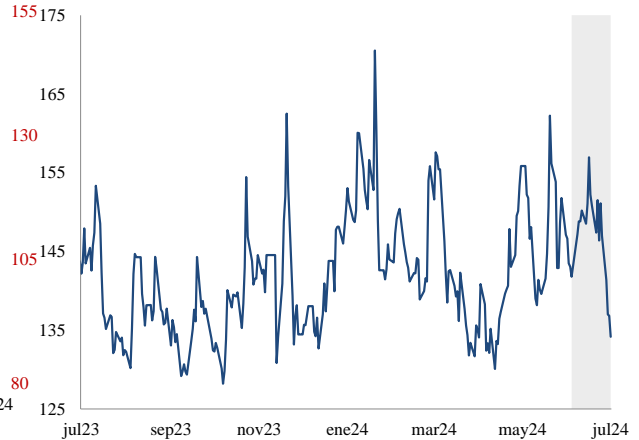
⁴² El Skew es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del S&P 500, de forma tal que un incremento del Skew -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

Gráfico 59. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

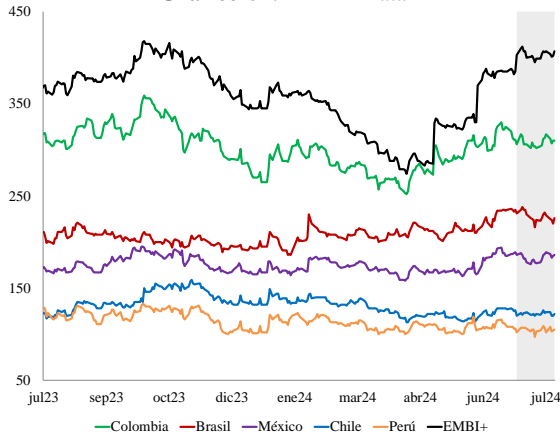
Gráfico 60. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

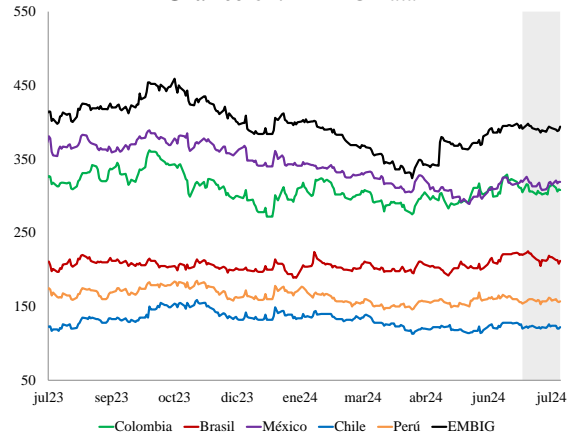
Finalmente, el EMBI⁴³ presentó leves cambios a nivel global. Los índices EMBI+ y EMBIG aumentaron 4 pb y 3 pb, respectivamente, durante lo corrido de julio. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) aumentó 4 pb (3 pb) en Colombia, 3 pb (3 pb) en Perú y 2 pb (corresponde al EMBIG) en Chile, se mantuvo estable (0 pb) en México y se redujo 5 pb (-8 pb) en Brasil (Gráficos 61 y 62).

Gráfico 61. EMBI+ Latam



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 62. EMBIG Latam



Fuente: Bloomberg.

⁴³ 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 Bloomberg sobre tasa de política monetaria para la
reunión de la JDBR de julio de 2024

Actualizada el 26 de julio

Empresa	Estimación	Fecha
1 Acciones y Valores	10,75%	26/07/2024
2 Alianza Valores	10,75%	19/07/2024
3 Asobancaria	10,75%	19/07/2024
4 Banco Davivienda	10,75%	25/07/2024
5 Banco Rabobank	10,75%	26/07/2024
6 Banco de Occidente	10,75%	19/07/2024
7 Bancolombia	10,75%	26/07/2024
8 Bloomberg Economics	10,75%	25/07/2024
9 BNP Paribas	10,75%	25/07/2024
10 BTG Pactual	10,75%	19/07/2024
11 Capital Economics	10,75%	26/07/2024
12 Casa de Bolsa	10,75%	25/07/2024
13 Goldman Sachs	10,75%	26/07/2024
14 Itaú Colombia	10,75%	26/07/2024
15 Mapfre Seguros Generales de Colombia	10,75%	19/07/2024
16 Pacifico Research	10,75%	26/07/2024
17 Positiva Compañía de Seguros	10,75%	26/07/2024
18 Standard Chartered Bank	10,75%	26/07/2024
19 UBS Securities	10,75%	26/07/2024
20 Wells Fargo Securities	10,75%	22/07/2024
Tasa	Obs.	Prob.
10,75%	20	100%
Tasa esperada ponderada	10,75%	

Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de Citibank y ANIF sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de julio de 2024

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?	PRONÓSTICO		
			Ajuste	Porcentaje	Número
Acciones y Valores	10,75%	10,75%			
Alianza	10,75%	10,75%			
AllianceBernstein	10,75%	10,25%	10,75%	97%	28
Anif	11,00%	11,25%	11,00%	3%	1
Asobancaria	10,75%	10,75%	11,25%	0%	0
Axa Colpatria	10,75%	10,75%			
Banco Agrario	10,75%	10,75%			
Banco Davivienda	10,75%	10,75%			
Banco de Bogotá	10,75%	10,75%			
Banco de Occidente	10,75%	10,75%			
Banco Santander	10,75%	10,75%			
BBVA	10,75%	10,50%			
BTG Pactual	10,75%	10,75%			
CAMACOL	10,75%	10,75%			
Casa de Bolsa	10,75%	10,75%			
Citi	10,75%	10,75%			
Colfondos	10,75%	10,75%			
Corficolombiana	10,75%	10,75%			
Credicorp Capital	10,75%	10,75%			
Fedesarrollo	10,75%	10,75%			
Fiduoccidente	10,75%	10,75%			
Findeter	10,75%	10,75%			
Grupo Bancolombia	10,75%	10,75%			
Grupo Bolívar	10,75%	10,75%			
Itaú	10,75%	10,75%			
Moody's Analytics	10,75%	10,75%			
Positiva	10,75%	10,50%			
Scotiabank Colpatria	10,75%	10,75%			
Skandia	10,75%	10,75%			
Promedio	10,76%	10,73%			
Mediana	10,75%	10,75%			
Desv. Estándar	0,05%	0,15%			
Máximo	11,00%	11,25%			
Mínimo	10,75%	10,25%			

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
10,25%	3%	1
10,50%	7%	2
10,75%	86%	25
11,00%	0%	0
11,25%	3%	1
Total	100%	29

Cuadro A1.3. Encuesta de expectativas de Citibank sobre tasa de política monetaria

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	8.75%	6.00%
Alianza	8.50%	5.50%
Anif	8.50%	5.50%
Asobancaria	8.50%	5.75%
Axa Colpatria	9.00%	6.00%
Banco Agrario	9.25%	5.25%
Banco de Bogotá	8.75%	5.75%
Banco de Occidente	8.50%	5.75%
Banco Santander	8.50%	6.00%
BBVA	8.50%	6.00%
BTG Pactual	8.50%	5.50%
Casa de Bolsa	8.50%	6.00%
Citi	8.50%	5.50%
Colfondos	8.50%	5.50%
Corficolombiana	8.50%	6.00%
Fiduoccidente	8.50%	5.75%
Findeter	8.75%	5.25%
Grupo Bancolombia	8.75%	6.00%
Grupo Bolivar	8.75%	6.25%
Itaú	8.75%	6.00%
Moody's Analytics	8.50%	5.50%
Positiva	8.75%	5.00%
Scotiabank Colpatria	8.50%	5.50%
Skandia	8.50%	5.25%
Promedio	8.63%	5.69%
Mediana	8.50%	5.75%
Desv. Estándar	0.20%	0.32%
Máximo	9.25%	6.25%
Mínimo	8.50%	5.00%
No. Respuestas	24	24

Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Citibank sobre inflación

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	6.00%	3.72%
Alianza	5.60%	3.80%
Anif	5.64%	3.95%
Asobancaria	5.70%	3.70%
Axa Colpatria	5.20%	3.80%
Banco Agrario	6.20%	4.00%
Banco de Bogotá	5.59%	3.62%
Banco de Occidente	5.85%	4.05%
Banco Santander	5.90%	4.40%
BBVA	5.40%	3.80%
BTG Pactual	6.00%	3.07%
Casa de Bolsa	5.63%	3.82%
Citi	5.50%	3.70%
Colfondos	5.70%	3.80%
Corficolombiana	5.60%	3.82%
Fiduoccidente	5.85%	4.05%
Findeter	5.61%	4.17%
Grupo Bancolombia	5.70%	4.30%
Grupo Bolivar	6.04%	3.83%
Itaú	5.60%	3.30%
Moody's Analytics	5.80%	3.60%
Positiva	5.40%	3.40%
Scotiabank Colpatria	5.65%	3.42%
Skandia	5.70%	3.80%
Promedio	5.70%	3.79%
Mediana	5.68%	3.80%
Desv. Estándar	0.23%	0.30%
Máximo	6.20%	4.40%
Mínimo	5.20%	3.07%
No. Respuestas	24	24

Cuadro A1.5. 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 8 de julio

Empresa	Estimación 2024	Estimación 2025
1 Acciones y Valores	8,75%	5,25%
2 AGPV	8,00%	6,00%
3 Alianza Valores y Fiduciaria	8,50%	5,50%
4 Asobancaria	8,25%	5,75%
5 Banco Agrario de Colombia	9,25%	5,25%
6 Banco Davivienda	8,50%	-
7 Banco de Bogotá	8,75%	5,75%
8 Bancolombia	8,75%	6,00%
9 BancTrust & Co.	8,75%	6,75%
10 Barclays Capital	8,50%	6,00%
11 BBVA Research	8,50%	6,00%
12 BTG Pactual	8,50%	5,50%
13 CABI	8,50%	7,00%
14 Capital Economics	9,00%	6,00%
15 Citigroup Global Mkts	8,50%	5,50%
16 Corficolombiana	8,00%	6,00%
17 Credicorp Capital	8,00%	5,75%
18 Econosignal	8,50%	5,00%
19 EIU	9,50%	6,00%
20 Fedesarrollo	8,50%	6,50%
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	6,50%	5,00%
29 Rabobank	8,50%	6,00%
30 S&P Global Ratings	9,75%	7,50%
31 Scotiabank Colpatría	8,50%	5,50%
32 Sectorial	9,00%	5,00%
33 Torino Capital	7,00%	-
34 UBS	8,00%	5,50%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
5,00%	0	0,0%	3	9,7%
5,25%	0	0,0%	4	12,9%
5,50%	0	0,0%	7	22,6%
5,75%	0	0,0%	3	9,7%
6,00%	0	0,0%	9	29,0%
6,50%	1	2,9%	1	3,2%
6,75%	0	0,0%	1	3,2%
7,00%	1	2,9%	1	3,2%
7,25%	0	0,0%	1	3,2%
7,50%	0	0,0%	1	3,2%
8,00%	5	14,7%	0	0,0%
8,25%	2	5,9%	0	0,0%
8,50%	11	32,4%	0	0,0%
8,75%	6	17,6%	0	0,0%
9,00%	2	5,9%	0	0,0%
9,25%	3	8,8%	0	0,0%
9,50%	1	2,9%	0	0,0%
9,75%	1	2,9%	0	0,0%
10,75%	1	2,9%	0	0,0%
Media		8,58%		5,83%
Mediana		8,50%		5,75%

Cuadro A1.6. 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 8 de julio

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	3	8,3%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	3	8,3%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	11	30,6%
3,75% - 4,00%	0	0,0%	11	30,6%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	4	11,1%
4,25% - 4,50%	0	0,0%	2	5,6%
4,50% - 4,75%	1	2,6%	1	2,8%
4,75% - 5,00%	3	7,9%	0	0,0%
5,00% - 5,25%	6	15,8%	0	0,0%
5,25% - 5,50%	6	15,8%	0	0,0%
5,50% - 5,75%	13	34,2%	1	2,8%
5,75% - 6,00%	4	10,5%	0	0,0%
6,00% - 6,25%	5	13,2%	0	0,0%
Media	5,49%		3,79%	
Mediana	5,50%		3,80%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 28 de junio 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 11,25%. Tras esta decisión, analistas del mercado 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, -3 pb y -2 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 6 pb, 0 pb y 0 pb para dichos vencimientos.

El 8 de julio, el DANE reportó que la inflación anual para junio del 2024 se encontró levemente por encima de las expectativas del mercado (7,18% a/a vs 7,16% esp) y de la lectura del mes anterior (7,16%). El IPC registró una variación m/m de 0,32% (ant: 0,43% m/m, esp: 0,30% m/m). Según agentes del mercado, el dato de junio no afectó las expectativas sobre futuras reducciones de tasas por parte de la Junta Directiva del Banco de la República, puesto que se mantuvo técnicamente estable. 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 4 pb, 6 pb y 3 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -11pb, -1 pb y 1 pb para dichos vencimientos.

El 18 de julio, el DANE reportó que el ISE, indicador sobre la actividad económica a mayo de 2024, se ubicó por encima de las expectativas del mercado (2,5% a/a vs 1,2% esp) pero por debajo de la lectura del mes anterior (5,6%). Estos resultados fueron catalogados como positivos por los analistas, aunque advierten que es necesario un crecimiento más balanceado puesto que, sectores claves para la economía como construcción y comercio presentaron malos resultados, mientras que el buen desempeño del sector público está explicando gran parte de la actividad económica.

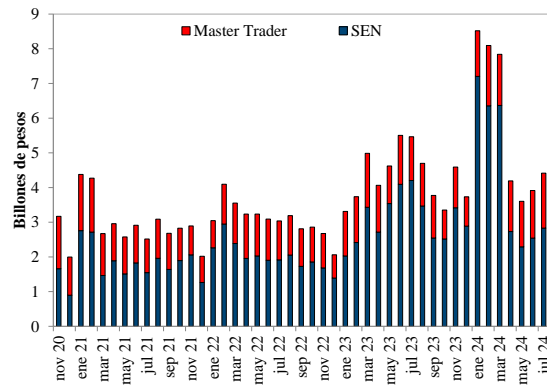
Durante el mismo día, se dieron a conocer la apertura de investigaciones sobre algunos funcionarios del Gobierno. Tras la noticia, agentes comentaron que estos hechos aumentan la incertidumbre en el frente político, generando cautela en las operaciones. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 2 pb, 3 pb y 9 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -6 pb, 5 pb y 5 pb para dichos vencimientos.

El 23 de julio, la Contraloría General de la República dio a conocer un reporte en el cual indicó que el recaudo tributario presentó una caída en términos reales de 17% (COP 15,8 billones) durante el primer semestre del 2024. Tras la noticia, analistas comentaron que esta aumenta las preocupaciones en el frente fiscal, ya que lo contemplado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo tendría menores probabilidades de cumplirse. 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 -1 pb, -1 pb y -1 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 3 pb, -1 pb y -3 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 4,1 veces el monto inicial. El 3 y 17 de julio se subastaron TES UVR con vencimiento en 2029, 2037 y 2049. El 10 y 24 de julio se subastaron TES COP con vencimiento en 2046. Se destaca la sesión del 3 de julio por su *Bid to Cover* de 4,7 veces.

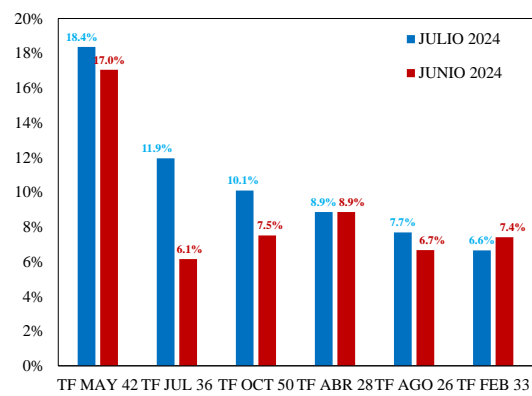
En lo corrido de julio, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,4 billones, mayor al observado el mes anterior (\$3,9 billones) y menor al registrado en julio de 2023 (\$5,5 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en mayo de 2042, cuya participación pasó de 17,0% a 18,4%, seguidos por los que vencen en julio de 2036 cuya participación pasó de 6,1% a 11,9% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



Fuente y Cálculos: DCV - BanRep.
Datos al 25 de julio de 2024.

Gráfico A2.3. TES más transadas



Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 25 de julio de 2024.

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

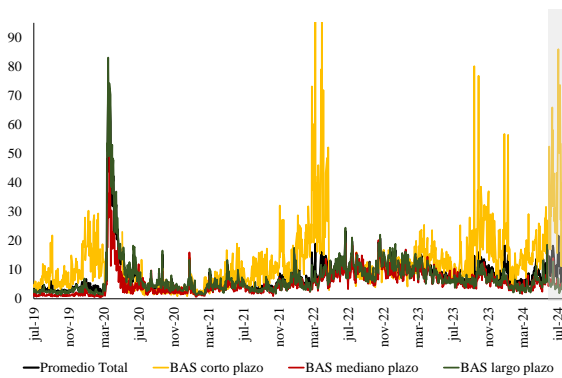
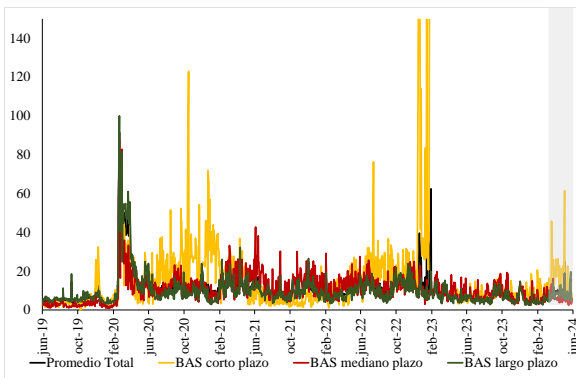


Gráfico A2.5. Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR* (pb)



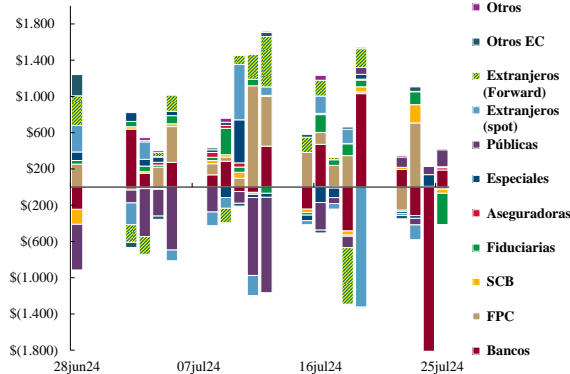
Fuente y Cálculos: BanRep. * El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

Con información al 25 de julio de 2024, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 35,8 pb (ant: 33,5 pb), 3,9 pb (ant: 6,2 pb) y 3,6 pb (ant: 5,4 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 24,9 pb (ant: 10,18 pb), 3,78 pb (ant: 4,52 pb) y 6,41 pb (ant: 7,42 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

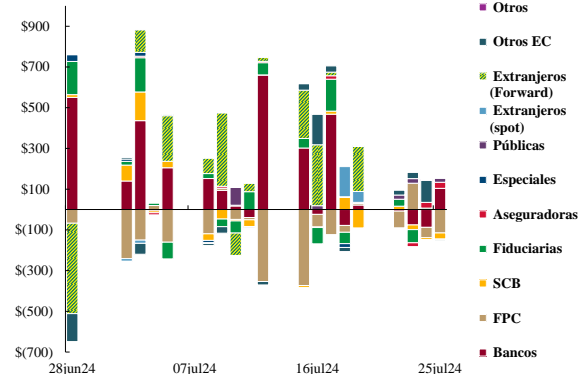
Posterior a la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 25 de julio de 2024, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los fondos de pensiones y cesantías (COP 4.304 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (COP 4.576 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (COP 2.834 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los fondos de pensiones y cesantías (COP 1.825 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 ventas o compras netas de TES en pesos por COP 10.099 mm⁴⁴ y de TES en UVR por COP 2.419 mm⁴⁵. Desde el 28 de junio en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas presentaron flujos netos por COP -359 mm, COP -1.073 mm y COP 799 mm en los tramos corto, medio y largo de TES en pesos, respectivamente. Por su parte, en este mismo periodo presentaron flujos netos de TES en UVR por COP 206 mm, COP 1.330 mm y COP 137 mm en los tramos corto, medio y largo, en su orden (Cuadro A3.1).

⁴⁴ Las compras en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 1.547 mm, mientras que en el mercado a futuro han realizado compras por COP 8.463 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado ventas durante el 2024 del TES verde por valor de COP 46 mm.

⁴⁵ Las compras netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 578 mm, mientras que en el mercado a futuro realizaron compras por COP 1.841 mm.

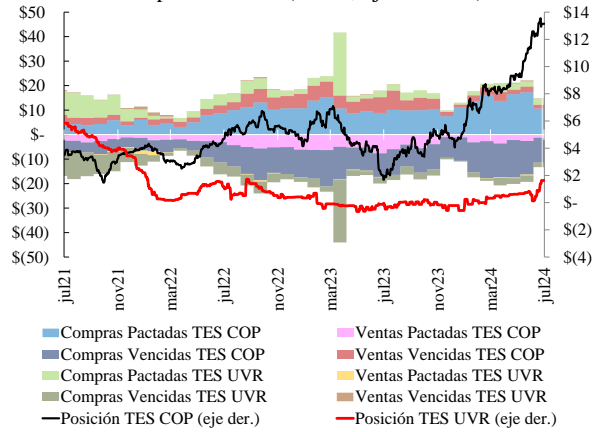
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris) (valor nominal en miles de millones de pesos)

	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	9.980	4.188	(2.813)	1.469	(172)	(1.516)	303	1.715	816	2.834
Compañía de Financiamiento Comercial	199	5	(21)	186	-	165	(0)	5	(0)	5
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(185)	319	(93)	(98)	221	29	(164)	306	(33)	108
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	9.994	4.512	(2.926)	1.556	49	(1.322)	139	2.026	782	2.947
Fondos de Pensiones y Cesantías	(15)	-	(2)	(3)	6	1	-	-	-	-
Propia	22.730	(1.721)	(16)	(950)	5.269	4.303	(16)	(1.323)	(486)	(1.825)
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	22.716	(1.721)	(18)	(953)	5.275	4.304	(16)	(1.323)	(486)	(1.825)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	340	630	189	(68)	59	180	2	7	47	55
Propia	200	336	(381)	(68)	56	(393)	(2)	(1)	10	7
Terceros	(0)	(0)	-	-	(0)	-	-	-	0	0
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	540	967	(192)	(137)	116	(213)	(0)	6	57	62
Sociedades Fiduciarias	(23)	(1)	54	(26)	(16)	12	(1)	(34)	11	(24)
Propia	(2.421)	6.047	(1.362)	(1.151)	1.192	(1.320)	(217)	(85)	899	597
Terceros	1.596	492	(359)	(1.251)	373	(1.236)	(0)	54	119	172
Extranjeros***	(46)	-	-	-	50	50	-	-	-	-
Extranjeros (TES verdes)****	562	70	66	50	92	208	(45)	2	-	(43)
FIC	438	(262)	(5)	(1)	8	2	-	(16)	1	(15)
Posivos Pensionales	(779)	14	-	-	-	-	-	-	-	-
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	(2.444)	6.045	(1.308)	(1.176)	1.176	(1.308)	(218)	(119)	910	574
Compañías de Seguros y Capitalización	876	2.067	(395)	75	166	(154)	-	(7)	79	71
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Posivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	876	2.067	(395)	75	166	(154)	-	(7)	79	71
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	21.687	7.359	(1.914)	(2.190)	6.733	2.629	(234)	(1.443)	559	(1.118)
Total Entidades Financieras Especiales**	2.410	250	(279)	82	671	475	(11)	45	-	34
Total Entidades Públicas****	(21.666)	(2.725)	347	374	(5.297)	(4.576)	106	36	30	172
Administración FONPET	720	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****	819	166	(141)	179	41	79	-	-	(2)	(2)
Extranjeros	3	98	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	13.244	9.561	(4.913)	-	2.196	(2.716)	(0)	663	1.370	2.033

Fuente: BanRep. Información actualizada al 25 de julio de 2024. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 14 de diciembre de 2023. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Por otra parte, con información al 24 de julio, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por COP 13.748 mm y COP 1.974 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 13.390 mm y COP 2.169 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó COP 553 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por COP 3.254 mm y COP 67 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 1.810 mm y COP 124 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF aumentó COP 1.500 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 12.260 mm el 27 de junio a COP 13.140 mm el 24 de julio del 2024; al tiempo que para TES UVR pasó de COP 576 mm a COP 1.630 mm entre ambas fechas.

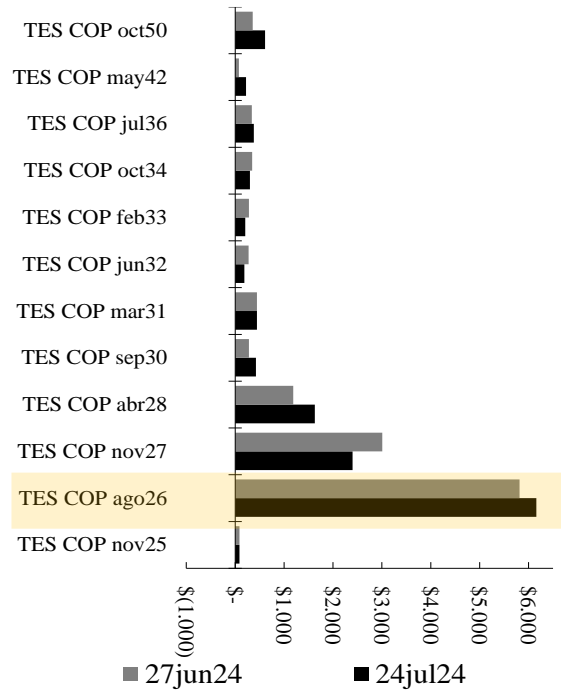
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



*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.

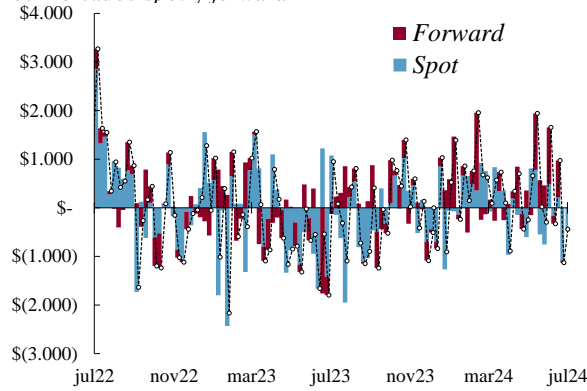
Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

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



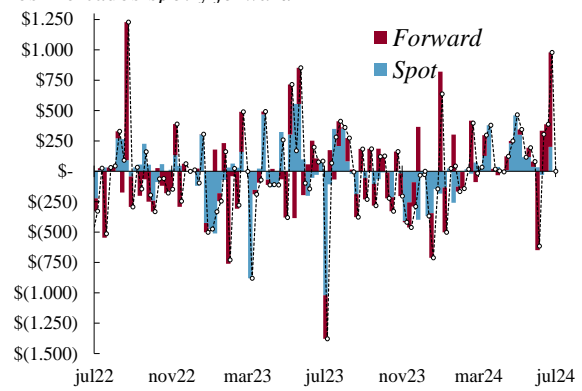
Fuente: BanRep. COP mm.

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



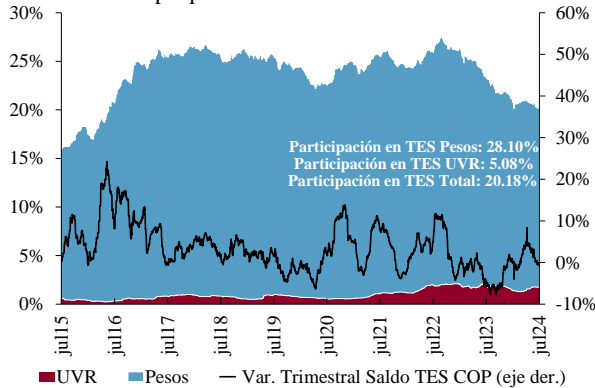
Fuente: BanRep. COP mm. Datos semanales.

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



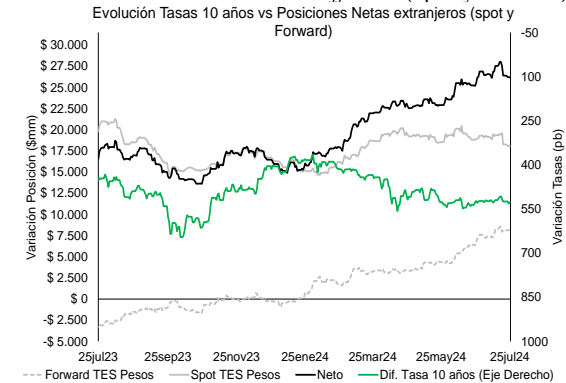
Fuente: BanRep. COP mm. Datos semanales.

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 2026, 2028, 2030, 2036, 2042, 2050 y 2025, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2027, 2032, 2033 y 2034, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2025 y 2031, (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 disminuyó COP 633 mm, y la posición neta en TES UVR aumentó COP 1.673 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)	-\$ 1.186	\$ 172	-\$ 1.013
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 553	\$ 1.500	\$ 2.053
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 13.748	\$ 3.254	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 1.974	\$ 67	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 13.390	\$ 1.810	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 2.169	\$ 124	
Posición compradora neta agregada (A+B)	-\$ 633	\$ 1.673	\$ 1.040

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*.

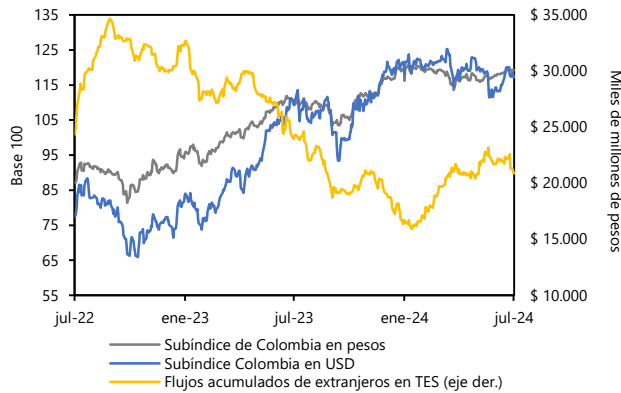
Cuadro A3.3. Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

		2023			Corrido de 2024			may-24			jun-24			Corrido de jul-24		
		Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES	Sistema Financiero*	\$ 3.145	\$ 287	\$ 3.433	\$ 9.994	\$ (8.515)	\$ 1.479	\$ 5.146	\$ (853)	\$ 4.293	\$ 2.163	\$ (3.359)	\$ (1.196)	\$ (1.312)	\$ (553)	\$ (1.865)
Pesos	Offshore	\$ (9.061)	\$ (287)	\$ (9.348)	\$ 1.553	\$ 8.515	\$ 10.068	\$ (44)	\$ 853	\$ 809	\$ (35)	\$ 3.359	\$ 3.324	\$ (1.477)	\$ 553	\$ (924)
TES	Sistema Financiero*	\$ (3.064)	\$ 605	\$ (2.458)	\$ 4.512	\$ (1.841)	\$ 2.671	\$ (13)	\$ (176)	\$ (189)	\$ (645)	\$ 530	\$ (115)	\$ 2.534	\$ (1.498)	\$ 1.036
UVR	Offshore	\$ (2.281)	\$ (605)	\$ (2.886)	\$ 589	\$ 1.841	\$ 2.430	\$ 1.001	\$ 176	\$ 1.178	\$ 305	\$ (530)	\$ (225)	\$ 172	\$ 1.498	\$ 1.670

Cifras en COP mm. Información actualizada al 25 de julio 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*.

En los gráficos A3.12, A3.13, A3.14 y A3.15 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en los mercados de deuda de la región.

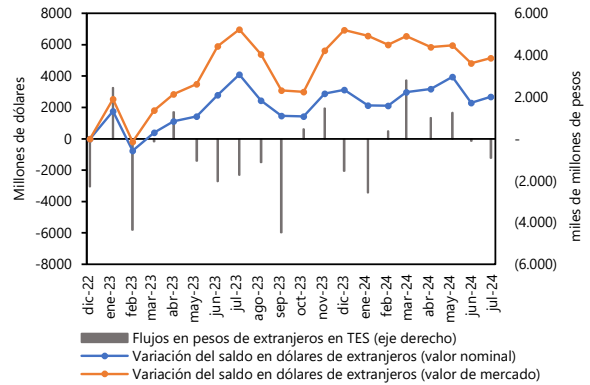
Gráfico A3.12. Flujos netos acumulados de extranjeros en TES vs subíndice en USD y en COP de Colombia en el GBI-EM*



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.

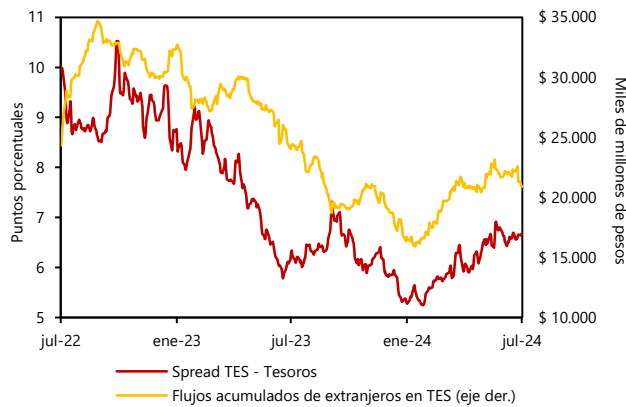
Gráfico A3.13. Variación del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



Fuente: BanRep.

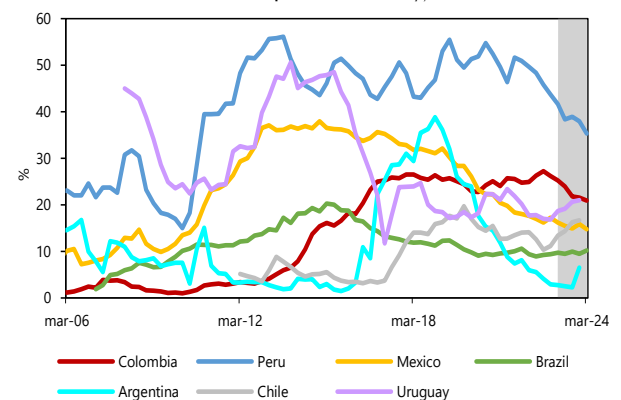
Nota: i) * Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).
ii) Para la conversión 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



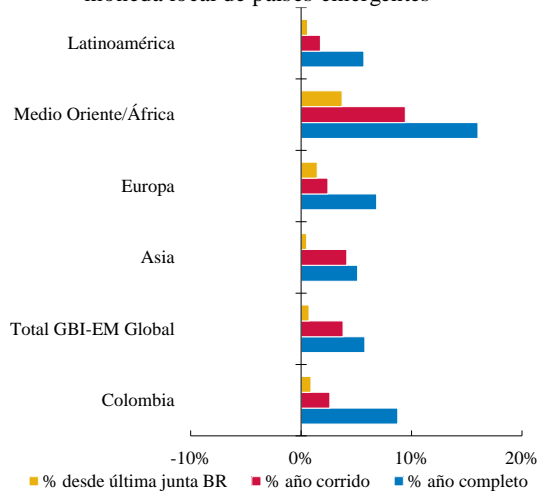
Fuente: IIF y FMI. **Nota:** Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. Esta información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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 28 de junio 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 (1,5%), Medio Oriente/África (3,7%) y Latinoamérica (0,6%). El índice Total GBI-EM Global aumentó 0,7% al igual que el de Colombia en 0,9%.

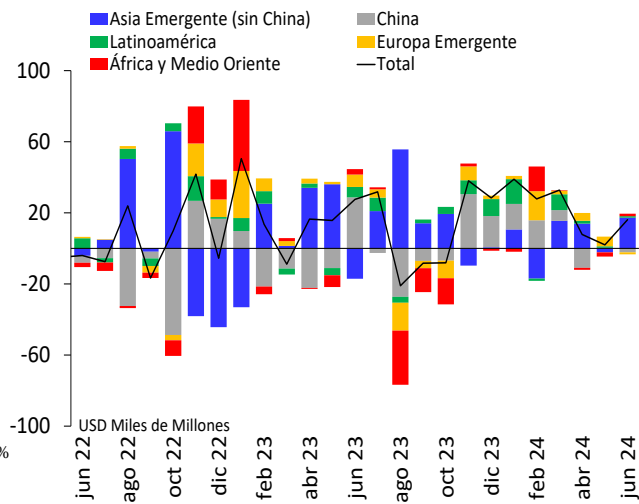
Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio en economías emergentes por USD 16,1 mm durante junio, conformadas por entradas netas de USD 11,2 mm en renta fija y de USD 4,9 mm en renta variable.

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



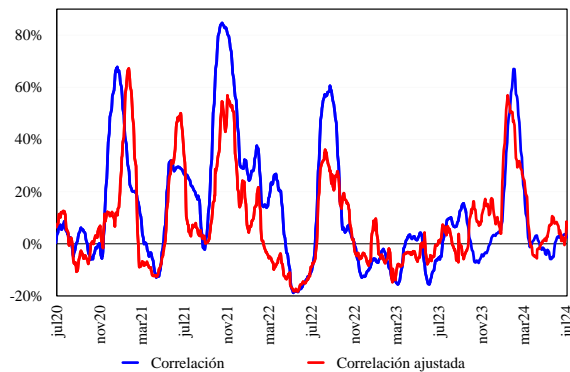
Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

Gráfico A4.2. Flujos de portafolio hacia economías emergentes



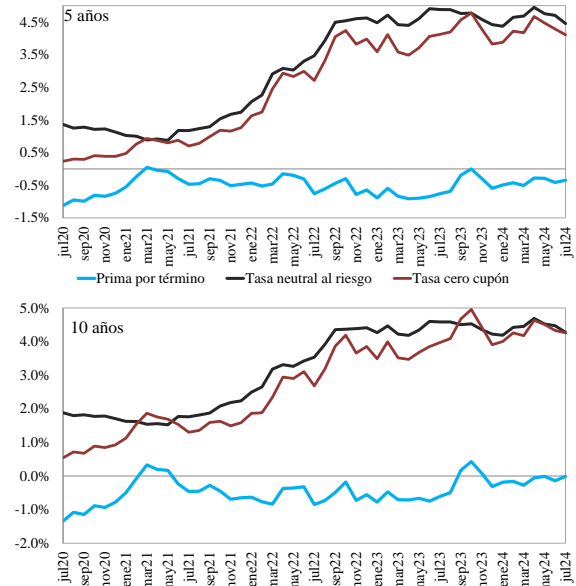
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Gráfico A4.3. Correlación pendientes región



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

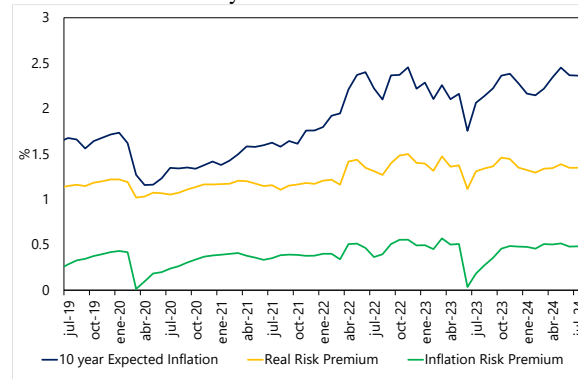
Gráfico A4.4. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) subió y se ubicó en 2,49%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) cayó y se ubicó en 6,06%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 25 de julio, desde finales de junio las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,35% y -0,01%, respectivamente. Las tasas neutras al riesgo cayeron 25 pb y 20 pb, y se ubicaron en 4,45% y 4,27% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). Por otra parte, los mercados en EE. UU descuentan estabilidad de la prima por riesgo inflacionaria (0,48%, ant. 0,48%) y prima por riesgo real (1,35%, ant. 1,35%). Las expectativas de inflación de largo plazo cayeron levemente (2,36%, ant. 2,37%).

Gráfico A4.5. Expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionaria y real a 10 años en EE.UU.



Fuente: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

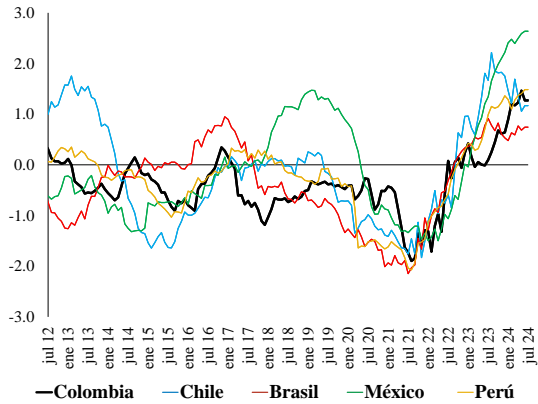
Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<i>Países desarrollados</i>				
9jul24	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	0	0	5,50%
18jul24	Banco Central Europeo	0	0	4,25% / 4,50% / 3,75% *
24jul24	Banco de Canadá	-25	-25	4,50%
<i>Países emergentes/frontera</i>				
3jul24	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
5jul24	Banco Nacional de Rumania	-25	-25	6,75%
8jul24	Banco de Israel	0	0	4,50%
10jul24	Banco de Corea	0	0	3,50%
11jul24	Banco Central de Malasia	0	0	3,00%
11jul24	Banco de Mauricio	0	-	4,50%
11jul24	Banco Nacional de Serbia	-25	0	6,00%
11jul24	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	5,75%
12jul24	Banco Nacional de Kazajistán	-25	-25	14,25%
16jul24	Banco Central del Uruguay	0	0	8,50%
17jul24	Banco de Indonesia	0	0	6,25%
18jul24	Banco de la Reserva de Sudáfrica	0	0	8,25%
18jul24	Banco Central de Egipto	0	0	27,25%
19jul24	Banco Nacional de Angola	0	75	19,50%
19jul24	Banco Central de Esuatini	0	-	7,50%
21jul24	Banco Popular de China	-10	0	3,35% / 3,85% **
22jul24	Banco Central del Paraguay	0	-	6,00%
23jul24	Banco Central de la República de Turquía	0	0	50,00%
23jul24	Banco Nacional de Hungría	-25	-25	6,75%
23jul24	Banco Central de Nigeria	50	75	26,75%
23jul24	Banco Central de Sri Lanka	-25	0	9,25%
24jul24	Banco Central de Lesoto	0	-	7,75%
25jul24	Banco Central de la Rep. de Uzbekistán	-50	-	13,50%
25jul24	Banco Nacional de Ucrania	0	0	13,00%

*Corresponde a los tipos de interés de las operaciones principales de refinanciación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósitos.

**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)



Fuente: 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 reales⁴⁶ desde el año 2005. Se puede observar que el indicador de Colombia fue el único de la muestra que disminuyó durante junio. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de julio este indicador no ha presentado cambios y se encuentra por encima de su media histórica para todos los países de 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 junio de 2024

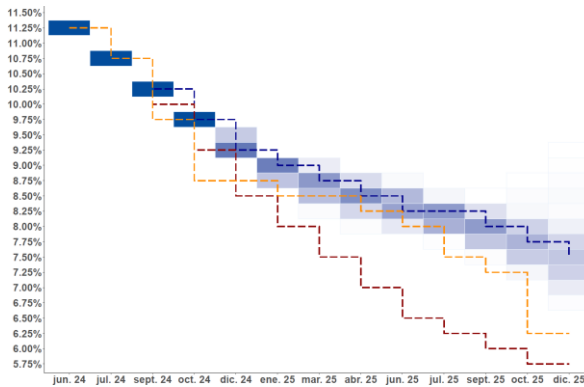
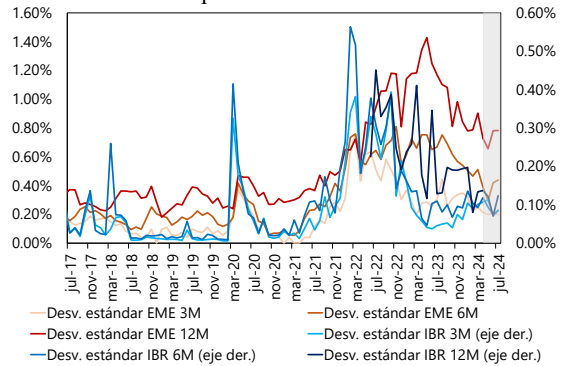


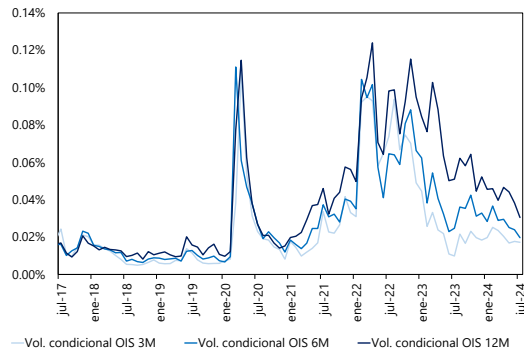
Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

Fuente y Cálculos: BanRep.

Gráfico A6.2. Volatilidad condicional de las tasas OIS

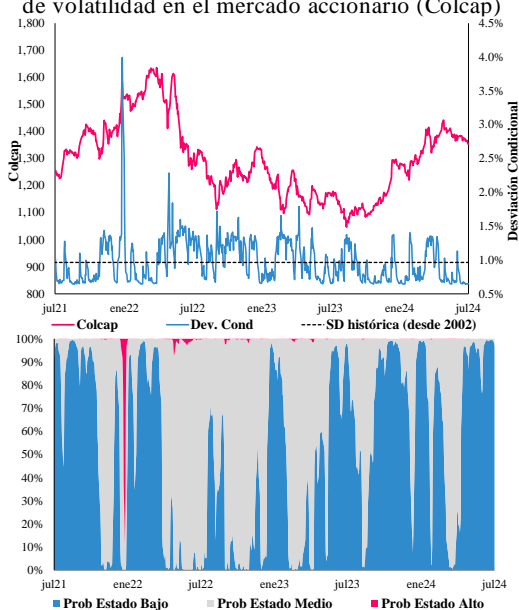


Fuente y Cálculos: BanRep.

⁴⁶ Las tasas reales se calculan como la diferencia entre la TPM y la inflación básica de cada país en la muestra.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



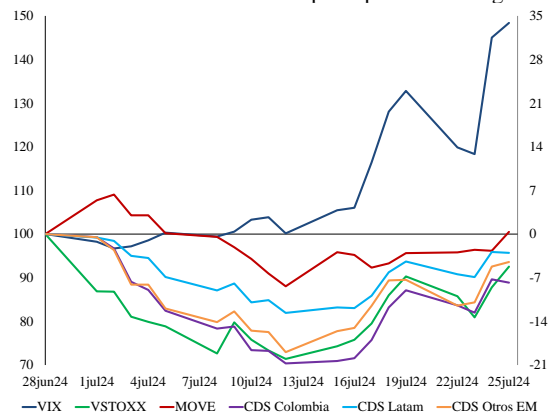
Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

De acuerdo con la EOF, el 41% de los agentes encuestados espera que el EMBI de Colombia se mantenga estable (ant: 30%) durante los próximos tres meses, el 35% que disminuya (ant: 13%), mientras que el 24% restante espera que aumente (ant: 57%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 39% espera que aumente (ant: 17%), un 18% que disminuya (ant: 23%) y un 11% que permanezca sin cambios (ant: 33%)⁴⁷.

En lo corrido de julio de 2024, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó y el 25 de julio 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*⁴⁸, el *Vstox*⁴⁹ y el *Move*⁵⁰, 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 estable en EE.UU. al pasar de 84 en mayo a 79 en junio. Por su parte, los indicadores de política sanitaria (obs: 98; ant: 74) y fiscal (obs: 93; ant: 72) aumentaron, mientras que los de política comercial (obs: 61; ant: 129) y monetaria (obs: 35; ant: 78) disminuyeron. Por su parte, en Europa este indicador aumentó de 290 a 324. Asimismo, estos indicadores aumentaron en Francia (obs: 409; ant: 304), España (obs: 148; ant: 66), Alemania (obs: 661; ant: 637) e Italia (obs: 106; ant: 82), mientras que disminuyó en Reino Unido (obs: 209; ant: 258, Gráficos A8.2 y A8.3).

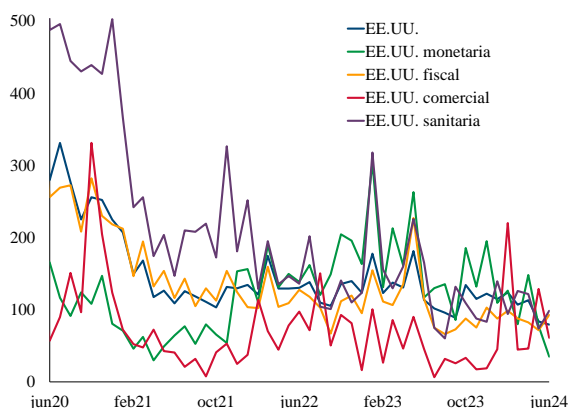
⁴⁷ Al 32% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 28%).

⁴⁸ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

⁴⁹ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

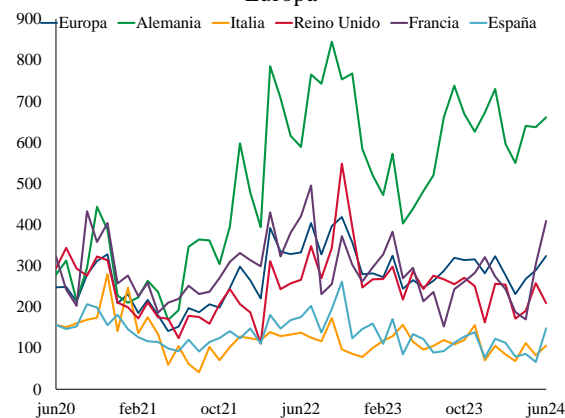
⁵⁰ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación				Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB				
	Datos Jun. 2024		Diferencial con meta de inflación	Esperada a Diciembre 2024		Vigente	Esperada a Diciembre 2024		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2024	
	Esp.	Obs.		Jun. 24	Jul. 24		Jun. 24	Jul. 24	Esp.	Obs.	Jun. 24	Jul. 24
Colombia	7.16%	7.18%	4.18%	5.64%	5.68%	11.25%	8.50%	8.50%	0.80%	0.70%	1.35%	1.50%
Chile	4.30%	4.20%	1.20%	3.90%	4.20%	5.75%	4.75%	5.25%	2.50%	2.25%	2.60%	2.50%
México	4.87%	4.98%	1.98%	4.10%	4.10%	11.00%	9.85%	10.16%	1.60%	1.60%	2.20%	2.10%
Perú	2.30%	2.29%	0.29%	2.70%	2.60%	5.75%	4.85%	4.85%	1.40%	1.40%	2.50%	2.50%
Brasil	4.32%	4.23%	1.23%	3.98%	4.05%	10.50%	10.50%	10.50%	2.25%	2.46%	2.09%	2.15%
Ecuador	n.d.	1.18%	-0.82%	2.20%	2.30%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.18%	0.70%	0.60%
Argentina	274.15%	271.50%	n.d.	161.60%	149.50%	40.00%	42.21%	43.52%	-5.30%	-5.10%	-3.30%	-3.30%
EE.UU.	3.10%	3.00%	1.00%	3.10%	3.00%	5.25% - 5.5%	5.05%	5.00%	2.00%	2.80%	2.30%	2.30%
India	4.80%	5.08%	1.08%	4.50%	4.60%	6.50%	6.05%	6.10%	6.98%	7.76%	6.80%	7.00%
Sudáfrica	5.10%	5.10%	0.60%	5.00%	4.90%	8.25%	7.70%	7.85%	0.80%	0.50%	1.00%	1.00%
China	0.40%	0.20%	-2.80%	1.50%	1.20%	1.70%	1.71%	1.71%	5.10%	4.70%	4.90%	4.90%
Rusia	8.65%	8.59%	4.59%	7.00%	7.10%	16.00%	16.17%	16.15%	5.40%	5.40%	2.95%	3.00%
Turquía	72.60%	71.60%	66.60%	58.00%	58.80%	50.00%	47.93%	47.95%	5.80%	5.72%	3.00%	3.10%
Noruega	3.00%	2.60%	2.80%	3.50%	3.50%	4.50%	4.25%	4.30%	0.20%	0.20%	0.80%	0.80%
Costa Rica	n.d.	-0.03%	-3.03%	1.90%	1.90%	4.75%	4.03%	4.19%	n.d.	3.60%	3.70%	3.70%
El Salvador	n.d.	1.50%	-1.80%	1.80%	1.80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.60%	2.50%	2.60%
Guatemala	n.d.	3.62%	-0.38%	3.70%	3.70%	5.00%	4.13%	4.14%	n.d.	3.30%	3.30%	3.30%
Honduras	n.d.	4.87%	-0.13%	4.60%	4.70%	3.00%	3.13%	3.13%	n.d.	3.30%	3.40%	3.50%
Panamá	n.d.	0.90%	-0.08%	1.90%	1.90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.30%	2.50%	2.40%
Paraguay	n.d.	4.30%	0.30%	3.70%	3.80%	6.00%	5.50%	5.50%	n.d.	6.60%	3.80%	3.80%

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

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 22 de julio.

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

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

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 1T24, excepto China y EE.UU. cuya información corresponde al 2T24, y en Panamá, cuya información corresponde al 4T23.

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