



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, 28 de junio 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	18
2.1.	Expectativas de TPM	18
2.2.	Expectativas de crecimiento económico	23
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	24
4.	RECUADROS/ANEXOS	27
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	27
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local.....	33
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local	35
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	40
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	43
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS.....	44
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	44
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	45
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	46

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

Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), la mayoría de las expectativas de inflación provenientes tanto de encuestas como del mercado de deuda pública (ajustadas por primas), permanecieron relativamente estables. Además, las expectativas del *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), ajustadas por primas, continúa indicando que la inflación retornaría al rango de tolerancia del Banco de la República (BanRep) en el horizonte de política (24 meses) durante los primeros meses de 2026. En este contexto, las expectativas de la Tasa de Política Monetaria (TPM) esperadas en el mercado OIS no presentaron cambios significativos, y señalan con mayor probabilidad una disminución de la TPM de 50 puntos básicos (pb) en la reunión de junio, y durante el segundo semestre de 2024 se anticipan reducciones de 200 pb.

Durante el periodo se observó un leve aumento de las primas por riesgo inflacionario y se mantienen en niveles elevados lo cual puede estar explicado por: *i)* las perspectivas de un potencial fenómeno de La Niña hacia finales de 2024; *ii)* el impacto del ajuste de los precios del ACPM; *iii)* las fluctuaciones en los precios internacionales de las materias primas dadas las tensiones geopolíticas internacionales, *iv)* el potencial impacto sobre los precios de los bienes importados debido a la reciente depreciación del peso colombiano, explicada en buena medida por la fortaleza del dólar a nivel internacional; y *v)* la publicación de la última cifra de inflación sin alimentos, la cual sorprendió al alza al mercado y soportó el aumento de las expectativas de inflación sin alimentos para fin de año.

El mercado de deuda pública colombiana en pesos, del cual se extraen varias de las expectativas expuestas, se caracterizó por presentar valorizaciones. Este comportamiento estuvo soportado por un entorno favorable para la renta fija a nivel global, dadas las expectativas de mayores recortes de la TPM en EE. UU. A nivel local, los TES presentaron episodios puntuales de desvalorización durante este periodo, asociados con la persistencia de la incertidumbre en el frente fiscal, sin embargo, estos corrigieron tras los pronunciamientos del ministro de Hacienda a favor de limitar el gasto, los cuales se vieron posteriormente plasmados en la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), así como por la aprobación del aumento del límite de endeudamiento en moneda extranjera en el Congreso. Además, las mayores valorizaciones de los títulos del tramo corto pudieron estar afectado por las operaciones de manejo de deuda por parte del Gobierno y por la baja liquidez de los títulos con vencimientos menores a un año.

En ese contexto, los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora de TES, aunque con un monto moderado frente a meses previos. Por su parte, las entidades públicas realizaron compras netas, mientras que los inversionistas extranjeros mantuvieron una posición estable.

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
may-24	5,29%	5,11%	5,56%	5,27%	4,36%	4,13%	4,83%	4,59%	4,10%	3,87%	4,22%	4,70%	5,61%	4,54%	3,80%	3,50%
jun-24	5,91%	5,24%	6,29%	5,10%	4,43%	4,15%	4,89%	4,54%	4,16%	3,88%	4,16%	4,67%	5,66%	4,31%	3,80%	3,45%
Variación (pb)	62	14	74	-17	8	2	6	-6	6	1	-6	-3	5	-23	0	-5

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

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

La inflación implícita en el mercado de deuda pública (*Breakeven Inflation*, BEI) aumentó para el corto plazo, pero se redujo para los demás plazos. Con información hasta el 24 de junio, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó 62 pb para el plazo de un año, y disminuyó 29 pb y 8 pb para los plazos de cinco y diez años, respectivamente. De esta manera, el 24 de junio los BEI se ubicaron en 5,91% a un año, 4,89% a cinco años y 5,66% a diez años (Gráfico 1). Lo anterior se dio en un contexto de empinamiento, caracterizado por valorizaciones de los títulos de corto plazo, de las curvas de TES en pesos y UVR. Al comparar las tasas promedio de lo corrido de junio contra las tasas promedio de mayo, se observan aumentos para todos los plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Expectativas de inflación diarias

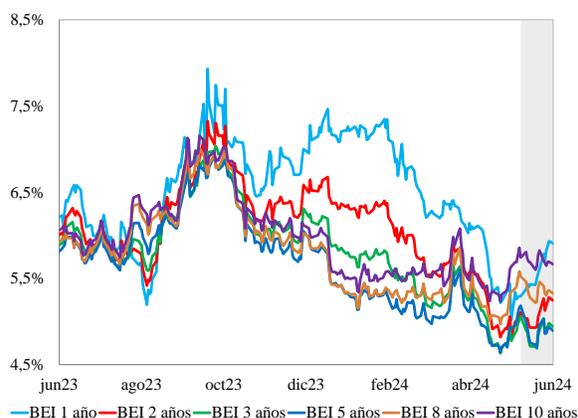
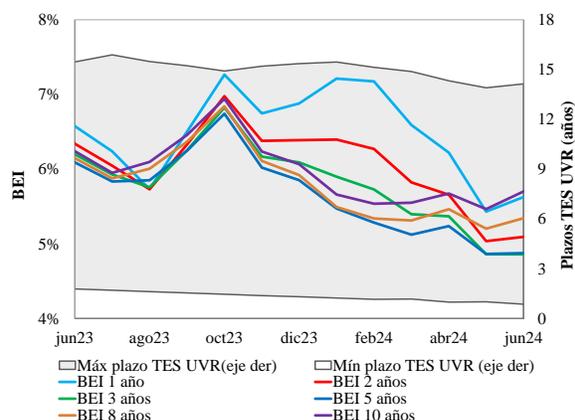


Gráfico 2. Promedio mensual de expectativas de inflación



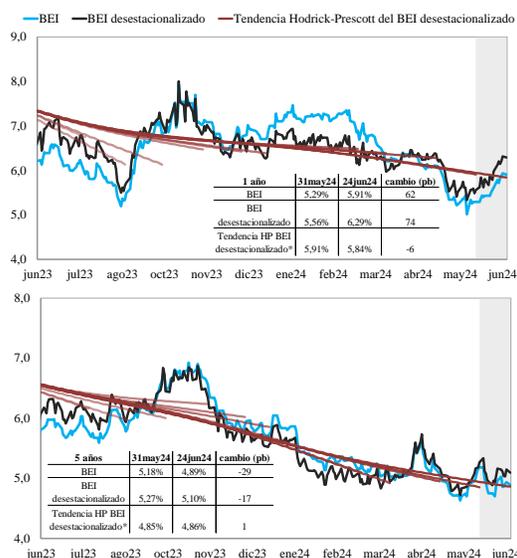
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

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
31may24		9,67%	9,91%	10,13%	10,52%	10,97%	11,19%	4,38%	4,80%	5,07%	5,34%	5,44%	5,45%
24jun24		9,33%	9,57%	9,80%	10,26%	10,84%	11,16%	3,42%	4,32%	4,86%	5,37%	5,52%	5,50%
		Variaciones (pb)											
		-34	-34	-33	-26	-12	-3	-95	-48	-21	3	8	5
Var. BEI		62	14	-12	-29	-20	-8						
BEI		5,91%	5,24%	4,94%	4,89%	5,32%	5,66%						
		Promedios mensuales											
may24		9,69%	9,80%	9,94%	10,24%	10,70%	10,97%	4,26%	4,76%	5,07%	5,38%	5,50%	5,50%
jun24*		9,56%	9,69%	9,86%	10,26%	10,85%	11,20%	3,93%	4,60%	5,00%	5,38%	5,51%	5,50%
		Variaciones (pb)											
		-13	-11	-7	2	15	24	-33	-17	-7	0	1	0
Var. BEI		19	6	0	1	14	24						
BEI		5,63%	5,09%	4,86%	4,88%	5,34%	5,70%						

*Información disponible al 24 de junio de 2024.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

*El dato de la tendencia del 31 de mayo se estimó con datos hasta esa fecha.

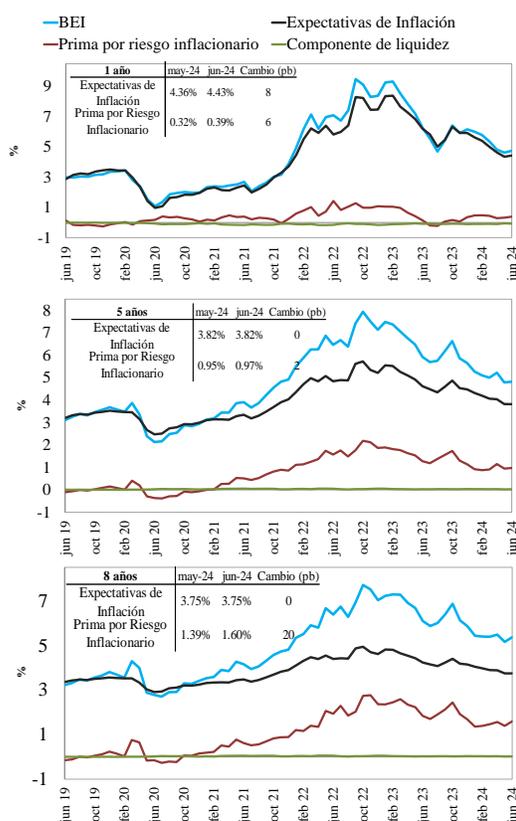
la tendencia se mantuvo relativamente estable para los plazos de uno (obs: 5,84%; ant: 5,91%) y cinco años (obs: 4,86%; ant: 4,85%).

Al corregir el BEI por estacionalidad, también se observan aumentos para el corto plazo y disminuciones para los demás plazos. Por su parte, la tendencia de los BEI ajustados refleja estabilidad de las expectativas de inflación. Con el fin de controlar por la estacionalidad que tienen los TES denominados en UVR a inicios y fin de cada año, en el Gráfico 3 se presentan los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Adicionalmente, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo cual permite observar cómo se ha ido ajustando la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado aumentó a 6,29% para el plazo de 1 año (ant: 5,56%), y se redujo a 5,10% para el plazo de 5 años (ant: 5,27%). Por su parte,

El componente de expectativas de inflación del BEI se mantuvo relativamente estable y disminuyó el ritmo en el que venía cayendo este indicador. Teniendo en cuenta que los diferenciales de las tasas nominales y reales pueden estar reflejando no solo expectativas de inflación, sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, en el Gráfico 4 se presenta la descomposición del promedio del BEI¹ para el periodo estudiado, a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR. De acuerdo con esta metodología, la expectativa de inflación para el próximo año subió y se ubicó alrededor del 4,43% (ant: 4,36%), y para los próximos 5 y 8 años se mantuvieron constantes en 3,82% (ant: 3,82%) y 3,75% (ant: 3,75%), respectivamente.

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

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



Fuentes: Precia. **Cálculos:** Banrep. La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 4,74% (ant: 4,62%), 4,81% (ant: 4,79%) y 5,37% (ant: 5,16%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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

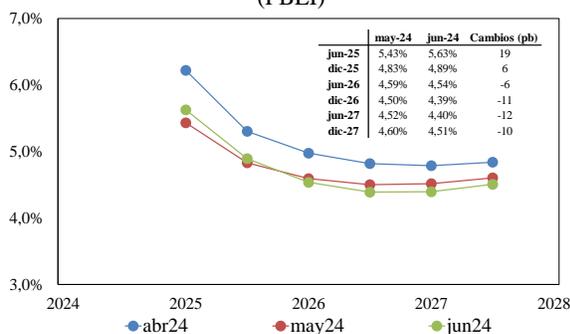
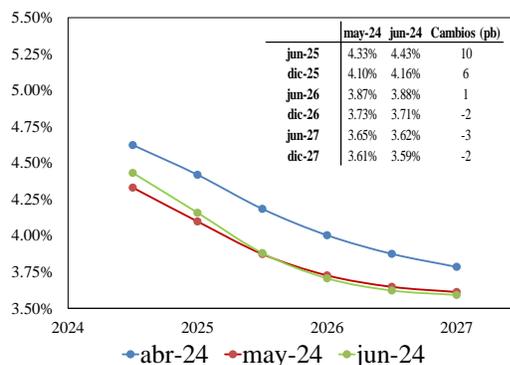


Gráfico 5B. FBEI a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



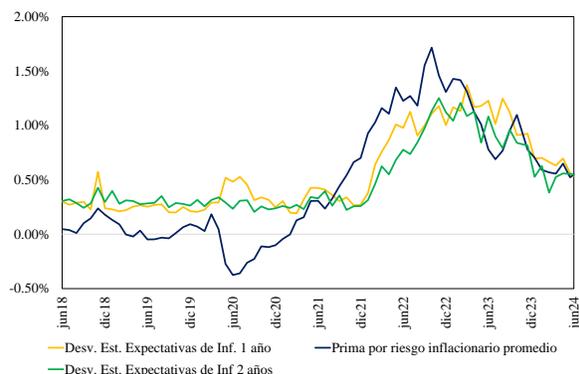
Fuentes: Precia, SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. En el Gráfico 5B, la estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

Los FBEI, tanto ajustados por primas como sin ajuste, se mantuvieron relativamente estables para todos los plazos. De acuerdo con los FBEI ajustados, la inflación retornaría al rango de tolerancia del Banrep durante los primeros meses de 2026. Con el objetivo de extraer las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como para finales de cada uno de los próximos tres años², considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para junio y diciembre de 2025, 2026 y 2027, mediante la curva *Forward Breakeven Inflation* (FBEI), con datos del 24 de junio, la cual corresponde a 5,63%, 4,89%, 4,54%, 4,39%, 4,40% y 4,51%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra la misma medida neta de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, la cual se ubicó en 4,43%, 4,16%, 3,88%, 3,71%, 3,62% y 3,59% para los mismos plazos. Estas últimas expectativas se encuentran por debajo del FBEI sin ajustar por primas toda vez que las primas por riesgo inflacionario son positivas.

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

La prima por riesgo inflacionario promedio presentó un ligero aumento, por su parte, la desviación estándar de las expectativas de inflación a 1 y 2 años permaneció estable. 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 subieron 6 pb, 2 pb y 20 pb para los plazos de 1, 5 y 8 años, y se ubicaron en 0,39%, 0,97% y 1,60%, en su orden. Los niveles de la prima por riesgo inflacionario a largo plazo están en línea con la alta dispersión de las expectativas de inflación³ a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del Banrep, y se ubicaron en 0,51% y 0,54%, respectivamente (ant: 0,56% y 0,55%, 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; *iii)* las fluctuaciones en los precios internacionales de las materias primas dadas las tensiones geopolíticas internacionales, *iv)* el potencial impacto sobre los precios de los bienes importados debido a la reciente depreciación del peso colombiano, explicada en buena medida por la fortaleza del dólar a nivel internacional; y *v)* la publicación de la última cifra de inflación sin alimentos, la cual sorprendió al alza al mercado y soportó el aumento de las expectativas de inflación sin alimentos para fin de año.

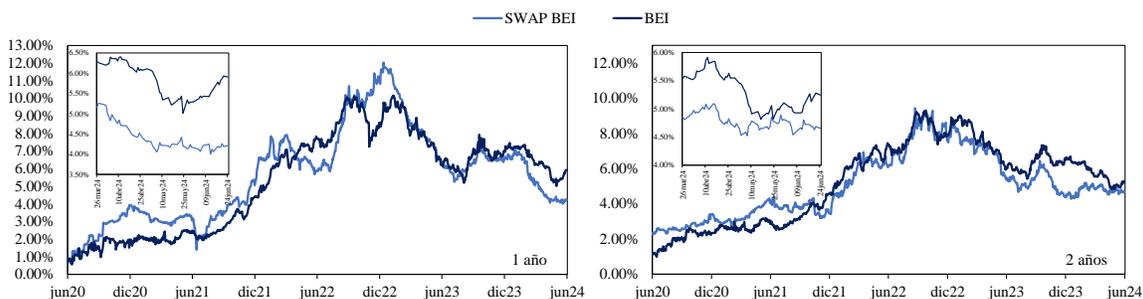
Gráfico 6. Prima por riesgo inflacionario promedio y desviación estándar de las expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg.

Las expectativas de inflación a 1 y 2 años en los contratos derivados se mantuvieron constantes y la tendencia decreciente observada en los meses previos se desaceleró. Estas métricas continúan ubicándose por debajo del BEI. En el Gráfico 7 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos OIS y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁴) y se contrastan con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 24 de junio, el *swap* BEI promedio mensual a 1 y 2 años cayeron 6 pb y 3 pb, y se ubicaron en 4,16% y 4,67% (ant. 4,22% y 4,70%), respectivamente.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

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

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

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

Gráfico 8. ICEI de corto plazo

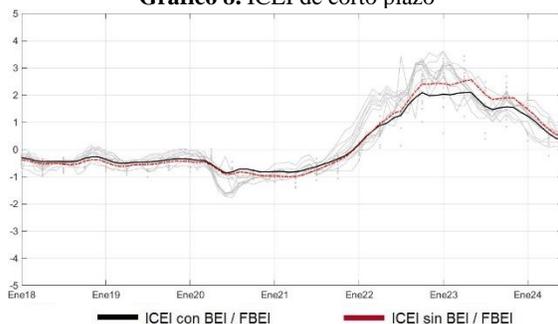


Gráfico 9. ICEI de mediano plazo

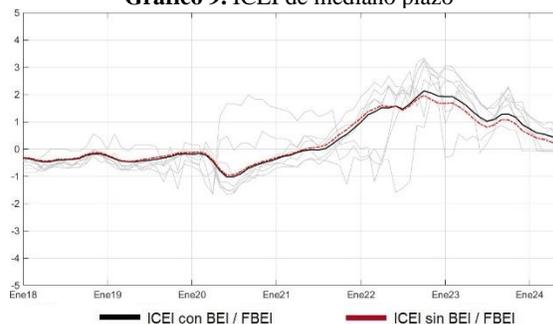


Gráfico 10. ICEI de largo plazo

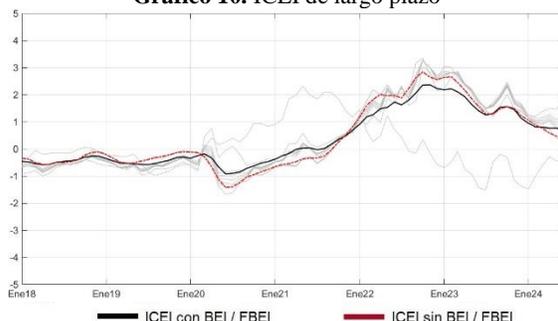
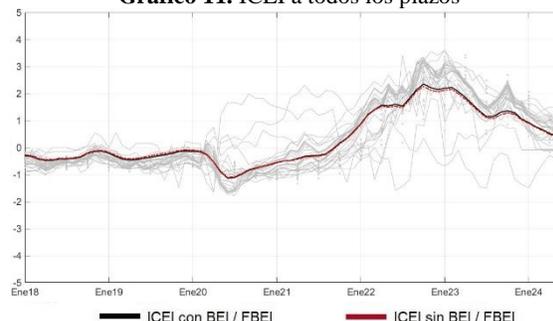


Gráfico 11. ICEI a todos los plazos



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

Las expectativas de inflación total provenientes de encuestas se mantuvieron estables para 2024 y 2025, mientras que las expectativas de inflación sin alimentos presentaron un comportamiento mixto. El promedio de las encuestas de expectativas de inflación total se mantuvo relativamente estable para finales de 2024 (obs: 5,66%; ant: 5,61%) y 2025 (obs: 3,80%; ant: 3,80%)⁶. Por otro lado, de acuerdo con la última EME del Banrep, los analistas aumentaron su perspectiva sobre la inflación sin alimentos para 2024, pero la redujeron para 2025 (Gráficos 12 y 13).

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

⁶ Corresponde a un promedio de las encuestas del Banrep, EOF y Citi. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2024 aumentó de 5,56% a 5,62%, mientras que para 2025 se redujo de 3,80% a 3,78%. Por otro lado, de acuerdo con la última encuesta del Banrep, la inflación total esperada a dos años se redujo de 3,50% a 3,45%, mientras que a cinco años se mantuvo en 3,00%.

Gráfico 12. Inflación esperada para cierre 2024

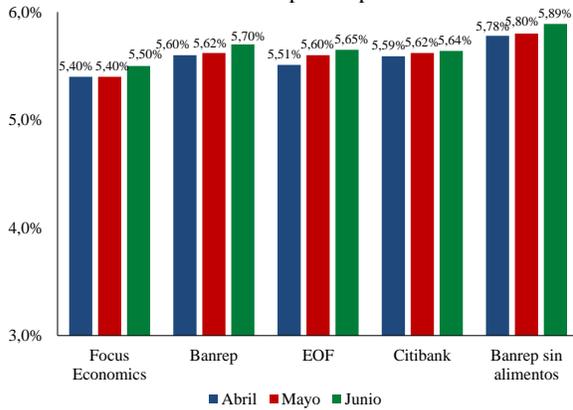
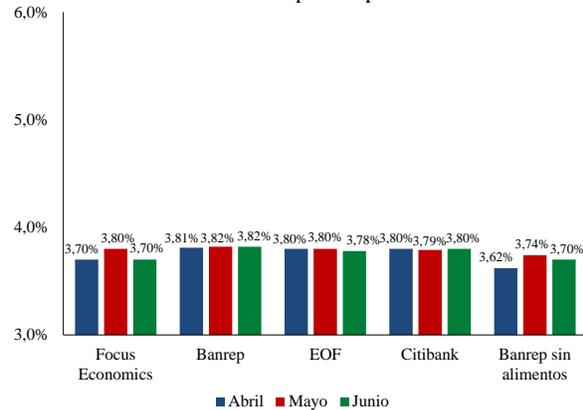
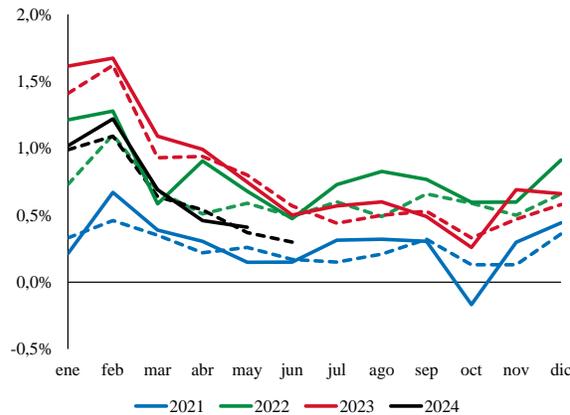


Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025



Fuente: Focus Economics, Banrep, Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citibank. Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 11 de junio, con encuestas recolectadas hasta el 10 de junio. La encuesta del Banrep se realizó entre el 12 y el 14 de junio. La EOF se publicó el 25 de junio con datos recolectados entre el 12 y el 19 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 25 de junio.

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



En mayo, la inflación mensual sin alimentos se ubicó por encima de lo esperado por el mercado. Para este mes la expectativa se ubica por debajo de lo registrado en junio de 2022 y 2023. El mes pasado la inflación sin alimentos se ubicó en 0,41% m/m, por encima de lo esperado por los analistas encuestados por Citi (0,37%). Para fin de este mes, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,30% m/m, por debajo de los niveles de 0,47% y 0,50% registrados en junio de 2022 y 2023, respectivamente (Gráfico 14).

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

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros se mantuvieron relativamente estables, en línea con las expectativas provenientes de encuestas. Por su parte, los aumentos punto a punto de las expectativas provenientes del mercado de deuda pudieron obedecer a distorsiones del tramo corto de las curvas de TES en pesos y UVR ante las operaciones de manejo de la deuda del Gobierno y la baja liquidez de los títulos próximos a su vencimiento.

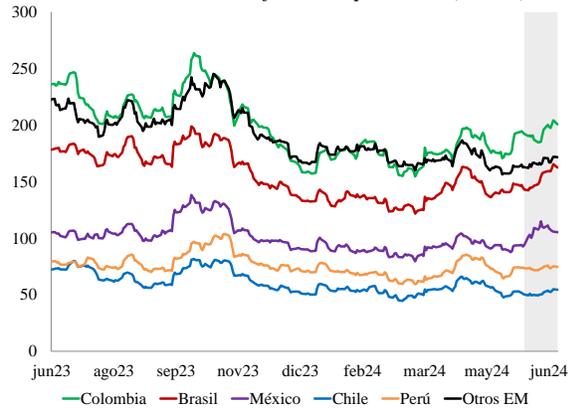
La brecha entre la expectativa de inflación proveniente del mercado de deuda pública y de las encuestas se amplió. Si bien ambas métricas aún se ubican por encima de la meta del Banrep, éstas sugieren una convergencia hacia el rango de tolerancia del BanRep en el horizonte de política (24 meses). A doce meses las encuestas muestran una expectativa de 4,31% (ant: 4,54%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 4,43% (ant: 4,36%). A 24 meses, la encuesta del Banrep indica una expectativa de 3,50% (ant: 3,45%), mientras que el FBEBI neto de primas a este plazo se ubica en 3,88% (ant: 3,87%)⁷.

⁷ A diciembre de 2025, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,80% (ant: 3,79%), mientras que el FBEBI a 2025 neto de primas se ubica en 4,45% (ant: 4,38%) para el mismo plazo.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

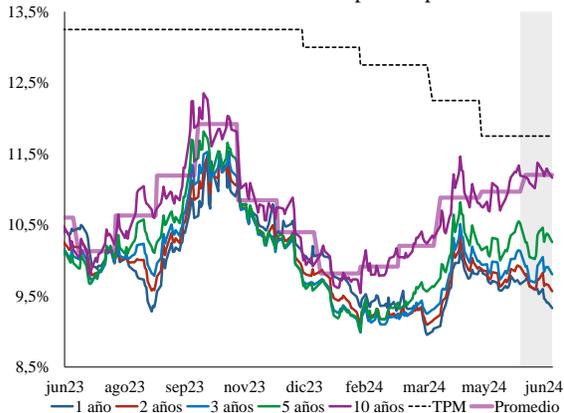
Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se empinó ante valorizaciones del tramo corto, superiores a las de los demás plazos. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el entorno favorable para la renta fija a nivel global, el cual estuvo asociado con las expectativas de mayores recortes de la TPM en EE.UU. Lo anterior se dio en un contexto de deterioro del apetito por riesgo a nivel global⁸ (Gráfico 15). A nivel local, los TES presentaron episodios puntuales de desvalorización durante este periodo, asociados con la persistencia de la incertidumbre en el frente fiscal y algunos pronunciamientos por parte del gobierno acerca de una posible cesación de pagos de las obligaciones en moneda extranjera, los cuales incidieron en el empinamiento de la curva. No obstante, estas desvalorizaciones corrigieron tras los pronunciamientos del ministro de Hacienda a favor de limitar el gasto, los cuales se vieron posteriormente plasmados en la publicación del MFMP, así como tras la aprobación del aumento del límite de endeudamiento en moneda extranjera en el Congreso. De acuerdo con varios analistas del mercado, la incertidumbre fiscal se mantiene en niveles elevados y continuará limitando ganancias adicionales de los títulos de deuda pública. El empinamiento de la curva también estuvo influenciado por las importantes valorizaciones de los títulos de corto plazo, comportamiento que pudo estar explicado por las operaciones de manejo de deuda por parte del Gobierno (Gráficos 15, 16 y 17).

Gráfico 15. Credit Default Swaps Latam (5 años)



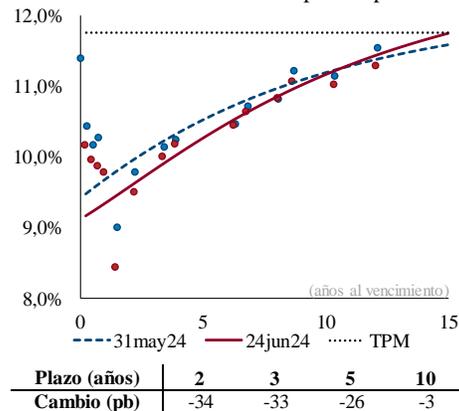
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

Gráfico 16. Tasas cero cupón en pesos



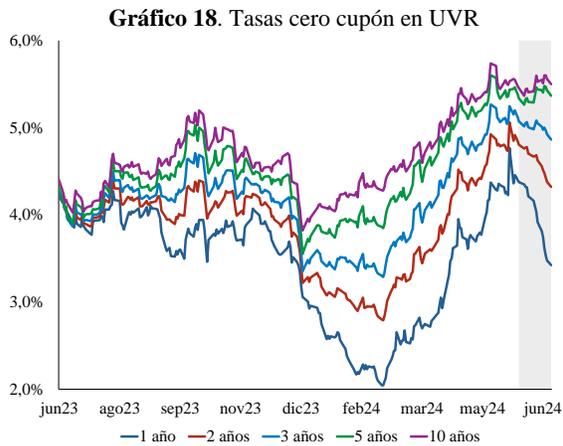
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep. Notas: i) si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos; ii) la línea detrás de la serie morada corresponde al promedio mensual de la tasa de diez años.

Gráfico 17. Curva cero cupón en pesos

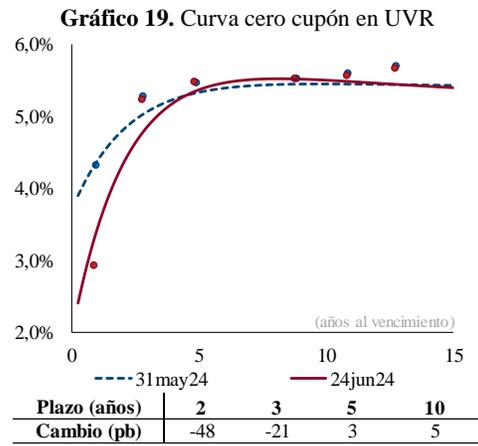


La curva de TES en UVR también se empinó ante valorizaciones de los títulos de corto plazo y leves cambios en los demás tramos. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el entorno internacional favorable para los títulos de renta fija, así como con las operaciones de manejo de deuda por parte del Gobierno (Gráficos 18 y 19).

⁸ Durante este periodo el CDS a cinco años aumentó 20 pb en Brasil, 11 pb en México, 8 pb en Colombia, 4 pb en Chile y 1 pb en Perú. En otros países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) aumentó 9 pb.

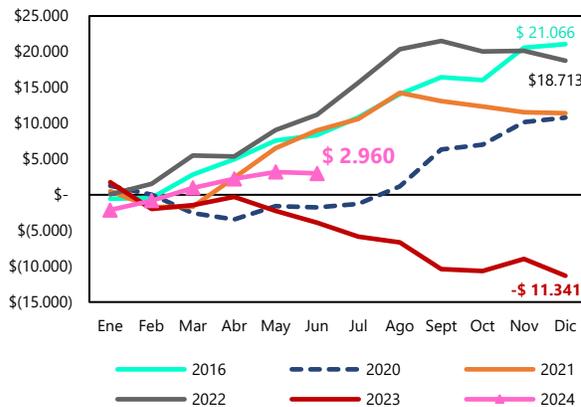


Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.



Los inversionistas extranjeros realizaron ventas por COP 291 miles de millones (mm) en TES en pesos desde la última reunión de la JDBR, concentradas en el tramo largo de la curva (COP 761 mm). Por el contrario, en TES en UVR compraron en neto COP 365 mm en el mercado de contado, concentrados en el tramo largo (COP 375 mm). Así, acumulan compras netas por COP 3 billones (b) en lo corrido de 2024 en el mercado de contado de TES (Gráfico 20), y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES (21% del total de TES en circulación – ver Gráfico 21).

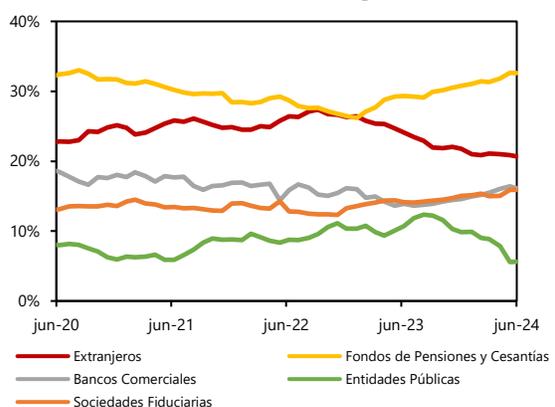
Gráfico 20. Flujos netos de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)



Fuente: Banrep.

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

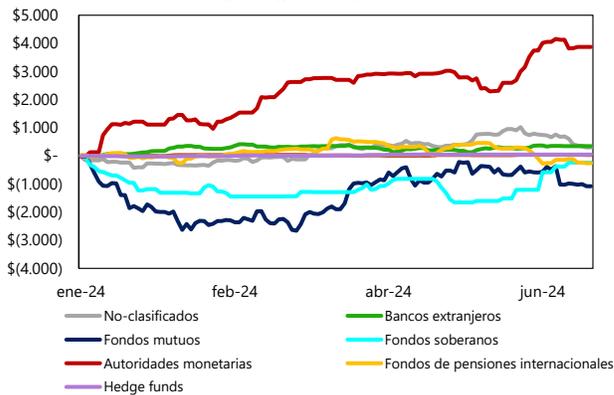
Gráfico 21. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencia del Fonpet



Fuente: Banrep.

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

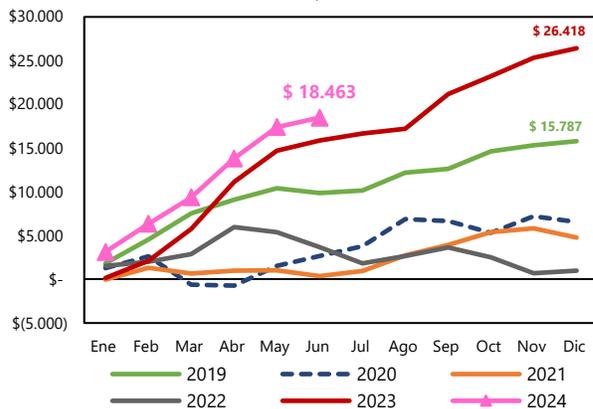
Gráfico 22. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros por tipo de agente (COP mm)



Fuente: Banrep.

mutuos presentaron ventas netas por COP 538 mm y COP 485 mm respectivamente¹⁰. En el acumulado del año, continúa observándose una recomposición hacia las autoridades monetarias, con compras acumuladas por COP 3,9 b, mientras que los fondos mutuos acumulan una posición vendedora neta por COP -1,1 b.

Gráfico 23. 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 realizaron compras netas de TES en pesos y UVR por COP 1 b desde la última reunión de la JDBR, siendo los mayores compradores de TES en UVR. Estas entidades realizaron compras netas de TES en UVR del tramo corto por COP 2,1 b durante el período, mientras que en TES en pesos compraron COP 701 mm en referencias del tramo corto, y vendieron COP 1,4 b y COP 312 mm en los tramos medio y largo respectivamente.

Por tipo de agente extranjero, continúa observándose una recomposición hacia las autoridades monetarias, toda vez que estas acentuaron su tendencia compradora desde la última reunión de la JDBR. Además, los fondos soberanos corrigieron sus ventas acumuladas en el año, mientras que los fondos mutuos y fondos de pensiones internacionales guiaron las ventas en junio (Gráfico 22). Durante junio, los fondos soberanos y las autoridades monetarias realizaron compras por COP 966 mm y COP 722 mm, respectivamente⁹. Por su parte, los fondos de pensiones internacionales y fondos

mutuos presentaron ventas netas por COP 538 mm y COP 485 mm respectivamente¹⁰. En el acumulado del año, continúa observándose una recomposición hacia las autoridades monetarias, con compras acumuladas por COP 3,9 b, mientras que los fondos mutuos acumulan una posición vendedora neta por COP -1,1 b.

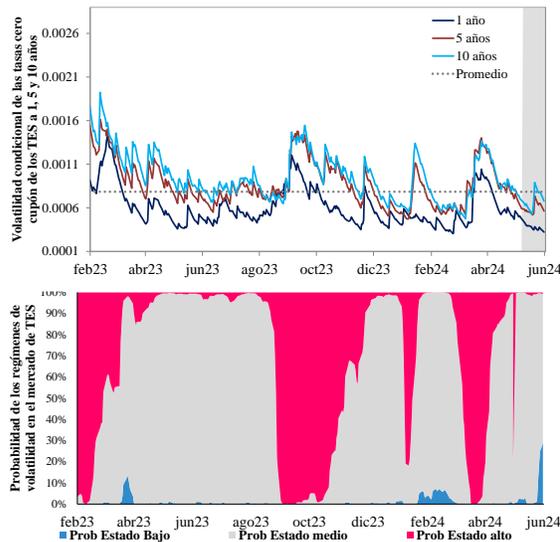
Los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora en mayo, aunque con un monto moderado frente a meses previos (COP 1,3 b), principalmente en el tramo largo de la curva en pesos (COP 2,5 b)¹¹ (Gráfico 23). En TES UVR vendieron COP 582 mm, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 501 mm). Así, se mantuvieron como los principales tenedores de TES (33% del total de TES en circulación, ver Anexo 3).

⁹Con información al 24 de junio, desde la última reunión de la JDBR los bancos extranjeros, endowment funds, compañías de seguros y no-clasificados, han presentado flujos netos por COP 76 mm, COP -4 mm, COP -161 mm y COP -501 mm, respectivamente, desde la última reunión de la JDBR.

¹⁰En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos mutuos (COP -692 mm). Los no clasificados, los fondos de pensiones internacionales, las compañías de seguros, los endowment funds, los bancos extranjeros, las autoridades monetarias y los fondos soberanos presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -651 mm, COP -533 mm, COP -161 mm, COP -4 mm, COP 63 mm, COP 722 mm, COP 966 mm y COP -291 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR se concentraron en los fondos de pensiones internacionales (COP -4 mm). Los bancos extranjeros, los no-clasificados y los fondos mutuos, presentaron flujos netos en TES UVR por COP 12 mm, COP 150 mm y COP 207 mm, respectivamente.

¹¹ Estos agentes realizaron ventas netas en los tramos medio y corto de la curva en pesos por COP 592 mm y COP 7 mm, respectivamente.

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

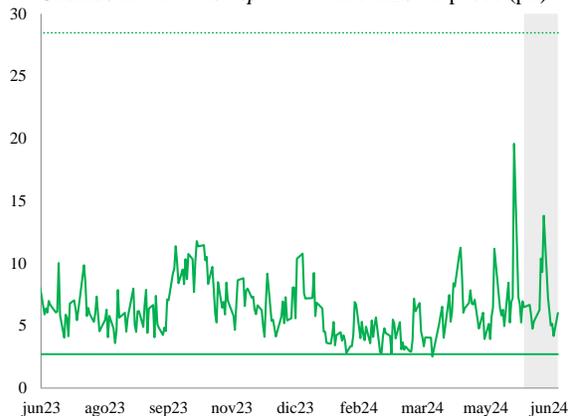


Fuente: Banrep y Precia. **Cálculos:** Banrep. **Nota:** La volatilidad condicional se estima mediante un modelo GARCH (1,1) sobre la tasa cero cupón de los TES en pesos para los plazos a 1, 5 y 10 años. Las probabilidades de los regímenes de volatilidad en el mercado de TES se calcularon con un modelo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

La volatilidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó para todos los plazos y se ubicó en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 24), al tiempo que la liquidez presentó un comportamiento divergente. Frente a los indicadores de liquidez, el *Bid-Ask Spreads* (BAS) promedio de los TES en pesos se mantuvo estable frente al registrado en mayo, mientras que el de los TES en UVR disminuyó. Por su parte, la profundidad promedio de los TES en pesos aumentó, mientras que la de los TES en UVR se redujo¹². Se destaca el deterioro de la liquidez observado durante la segunda semana de junio, el cual estuvo asociado de acuerdo con analistas del mercado con la alta incertidumbre fiscal previo a la publicación del MFMP. Tras la publicación de este documento, la liquidez volvió a presentar niveles similares a los observados a comienzos del mes. Pese a que los BAS aún sugieren niveles de liquidez inferiores a los registrados previo a la pandemia del Covid-19, estos se encuentran por encima de

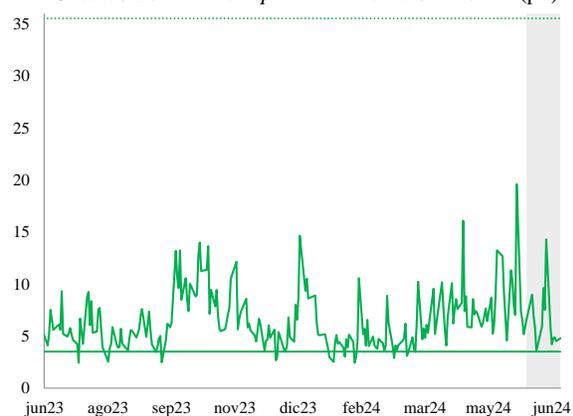
los registrados durante los primeros días de la pandemia. La afectación de los indicadores de liquidez y volatilidad es una dinámica común a los mercados desde 2020 (Anexo 2 – Gráficos 25 al 28).

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

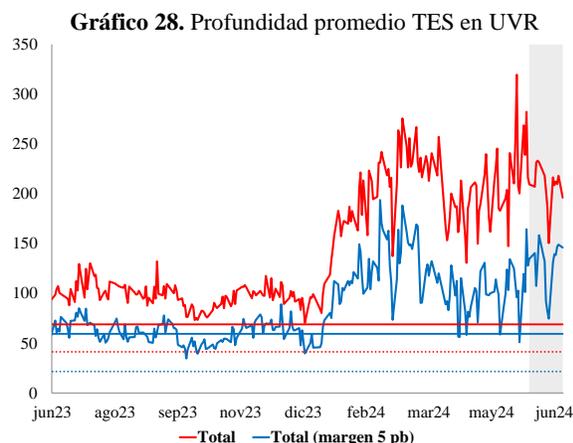
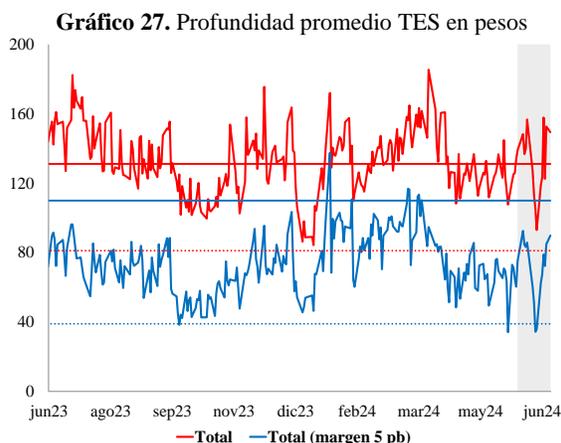


Fuente y Cálculos: Banrep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A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

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

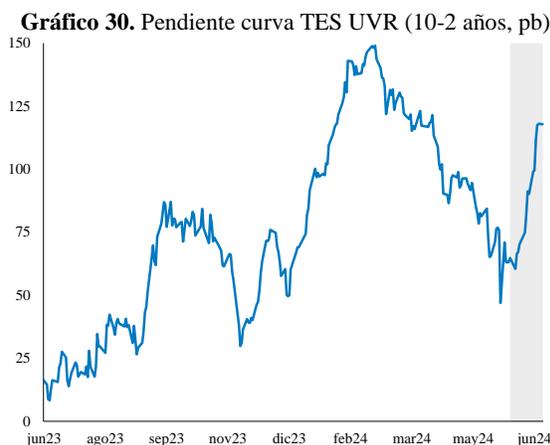
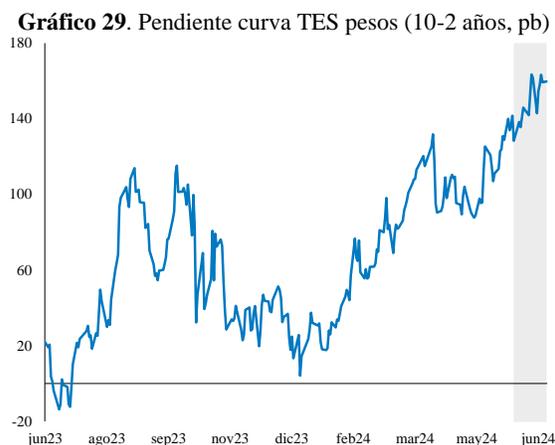


¹² Al 24 de junio, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 6,9 pb para los TES en pesos y 6,6 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 7,0 pb y 8,5 pb observados durante mayo, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de COP 126,8 mm a COP 130,5 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR disminuyó de COP 218,3 mm a COP 208,8 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.

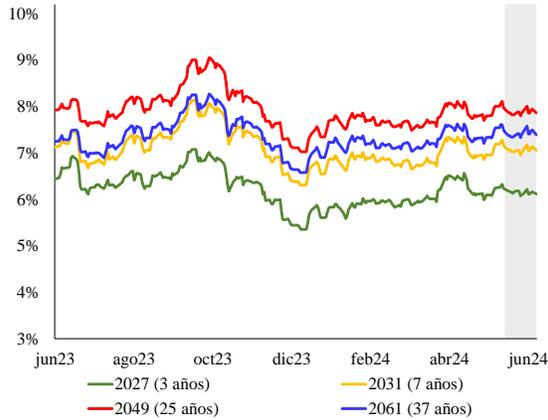
Las curvas de los TES denominados en pesos y UVR se empujaron. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años aumentó 31 pb, hasta alcanzar un nivel de 160 pb, para la curva de rendimientos de TES denominados en pesos, y 53 pb, hasta un nivel de 118 pb, para la curva de TES denominados en UVR (Gráficos 29 y 30).



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

Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se valorizaron y la diferencia de sus tasas con las de los títulos locales continuó aumentando. Desde el 31 de mayo, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 7, 25 y 37 años presentaron variaciones de -11 pb, -7 pb, -8 pb y -7 pb, respectivamente (Gráfico 31). En ese período, el margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares respectivamente) aumentó 10 pb, debido a que la deuda denominada en moneda local presentó menores valorizaciones que la denominada en moneda extranjera durante el período. (Gráfico 32).

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



Fuente: Bloomberg.

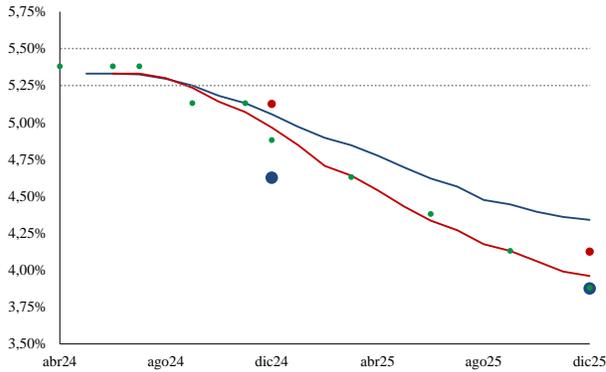
Gráfico 32. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y Banrep.

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

Gráfico 33. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

Las expectativas del mercado de futuros sobre la tasa de los Fondos Federales disminuyeron durante junio, y ahora anticipan dos recortes del rango de los fondos federales, frente al único recorte que se esperaba en mayo. 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 la publicación de algunas cifras de inflación, actividad económica y del mercado laboral en EE.UU., que sorprendieron a la baja al mercado. Así, el mercado espera un primer recorte de tasas

en septiembre, y un recorte adicional de 25 pb en diciembre, para cerrar 2024 con un rango de la tasa de los fondos federales entre 4,75% y 5,00%. Además, descuenta recortes por 100 pb durante 2025 (ant: 75 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 cierre de 2024 (25 pb por debajo) y 2025 (25 pb por debajo, Gráfico 33).

En esta misma línea, el CME¹³ muestra que el mercado descuenta con mayor probabilidad escenarios de menores tasas, con lo cual el rango más probable de tasas de los Fondos Federales para diciembre de 2024 es consistente con dos 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 4,75% y 5,00% (probabilidad del 45%) durante junio (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%
31may24	1%	11%	34%	40%	15%
24jun24	2%	21%	45%	27%	5%

Fuente: CME.

¹³ Por sus siglas en inglés, Chicago Mercantile Exchange.

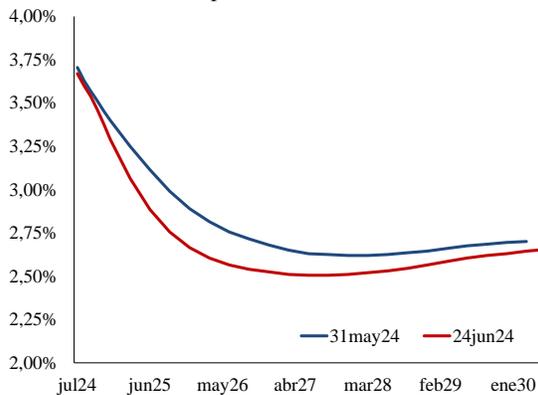
Tras su reunión del 12 de junio, el FOMC mantuvo el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales en 5,25% - 5,50%. Por otro lado, la Reserva Federal actualizó sus proyecciones económicas. En estas se evidencia un incremento de las perspectivas de desempleo, inflación y tasa de los fondos federales, frente a sus estimaciones de marzo (Cuadro 3).

Cuadro 3. Mediana de las proyecciones del FOMC (junio de 2024)

		Tasa de crecimiento económico	Tasa de desempleo	Inflación PCE	Inflación PCE núcleo	Tasa de los Fondos Federales
2024	mar-24	2,1%	4,0%	2,4%	2,6%	4,6%
	jun-24	2,1%	4,0%	2,6%	2,8%	5,1%
2025	mar-24	2,0%	4,1%	2,2%	2,2%	3,9%
	jun-24	2,0%	4,2%	2,3%	2,3%	4,1%
2026	mar-24	2,0%	4,0%	2,0%	2,0%	3,1%
	jun-24	2,0%	4,1%	2,0%	2,0%	3,1%
Largo Plazo	mar-24	1,8%	4,1%	2,0%	-	2,6%
	jun-24	1,8%	4,2%	2,0%	-	2,8%

Fuente: FOMC. Las proyecciones de las tasas de crecimiento económico y de inflación se presentan como variaciones anuales. Las proyecciones de la tasa de desempleo se presentan para el promedio del último trimestre de cada año, mientras que las de la tasa de los Fondos Federales se presentan para fin de cada año.

Gráfico 34. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

En Europa, el mercado espera un recorte adicional de las tasas del BCE en el cuarto trimestre de 2024 (octubre) (Gráfico 34, Anexo 5). Además, los futuros de la tasa Euribor descuentan una senda de política monetaria de mediano plazo menos contractiva que en mayo.

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 importantes. 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 baja¹⁴, así como de actividad económica¹⁵ y del mercado laboral¹⁶ que evidenciaron una desaceleración de la actividad económica. Este comportamiento se mantuvo pese a los comentarios *hawkish* de algunos miembros de la Fed y la actualización del *dot plot* del FOMC tras su reunión de junio, el cual evidenció la proyección de la mayoría de sus miembros de un único recorte de la TPM en 2024, por debajo de los dos recortes que actualmente descuenta el mercado.

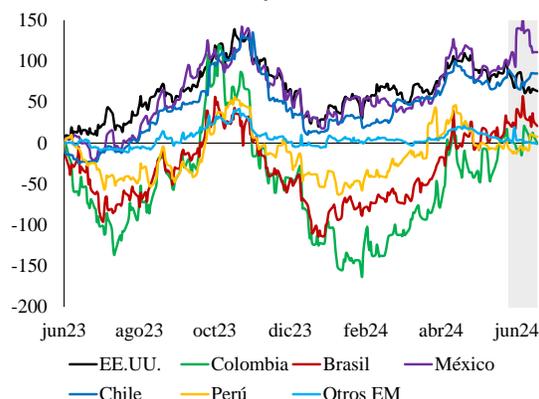
¹⁴ La inflación se ubicó en 3,3% a/a (esp: 3,4%; ant: 3,4%) y 0,0% m/m (esp: 0,1%; ant: 0,3%) en mayo. Por su parte, la inflación núcleo se ubicó en 3,4% a/a (esp: 3,5%; ant: 3,6%) y 0,2% m/m (esp: 0,3%; ant: 0,3%).

¹⁵ En mayo, el ISM manufacturero continuó en terreno contractivo al ubicarse en 48,7 (esp: 49,5; ant: 49,2), al tiempo que el indicador de sentimiento de la U. de Michigan se redujo a 65,6 (esp: 72,0; ant: 69,1) y las ventas al por menor crecieron 0,1% frente al mes previo (esp: 0,3%; ant: -0,2%).

¹⁶ De acuerdo con el reporte de empleo de mayo, si bien las nóminas no agrícolas sorprendieron al alza al mercado (obs: 272 mil; esp: 180 mil; ant: 165 mil), la tasa de desempleo aumentó a 4,0% (esp: 3,9%; ant: 3,9%). Por su parte, las nóminas privadas crecieron en 152 mil (esp: 175 mil; ant: 188 mil).

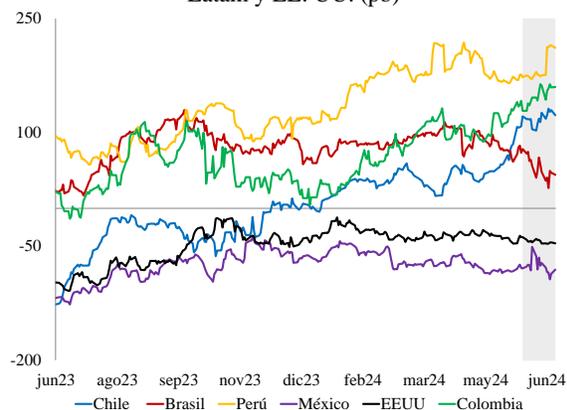
Los títulos de deuda pública de la región presentaron un comportamiento divergente. En el caso de México, estos títulos se desvalorizaron como consecuencia de la reacción negativa del mercado luego del sorpresivo resultado electoral en el legislativo (donde el nuevo Congreso contará con mayoría oficialista) que aumentó los temores de que los legisladores puedan aprobar reformas que erosionen los controles al poder y el marco institucional, y las preocupaciones de que la presidente electa, Claudia Sheinbaum, impulse reformas que puedan aumentar la intervención del Gobierno en la economía. En el caso de Brasil, la mayoría de los títulos también se desvalorizaron y presentaron una alta volatilidad como consecuencia de la incertidumbre en el frente fiscal tras las discusiones entre el Gobierno y el Congreso en torno a un potencial relajamiento del gasto público. En ambos países, junto con Chile¹⁷, los títulos de corto y mediano plazo también se vieron afectados por el aumento de las expectativas de política monetaria como consecuencia de unas mayores expectativas de inflación¹⁸ y la publicación de algunas cifras de actividad económica que sorprendieron al alza al mercado¹⁹. Por último, el empinamiento de la curva de Perú pudo estar explicado por las operaciones de manejo de deuda. De esta manera, las pendientes 10 años-2 años disminuyeron 35 pb en Brasil (hasta un nivel de 44 pb), 9 pb en Chile (123 pb) y 9 pb en EE.UU. (-46 pb), mientras que en Perú y México aumentaron 34 pb (211 pb) y 12 pb (-81 pb), respectivamente (Gráficos 35 a 37 y Anexo 4).

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



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

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



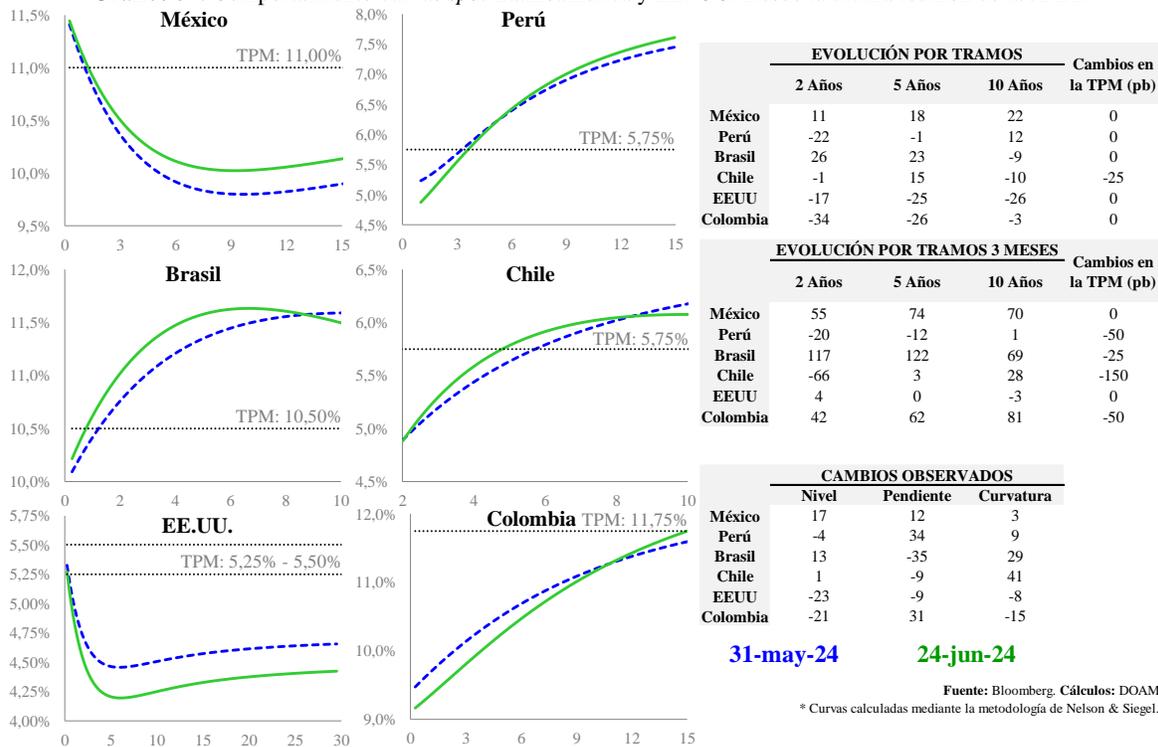
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, **Cálculos:** Banrep.

¹⁷ Si bien los títulos de corto plazo de Chile no se valorizaron, esto pudo deberse a la baja liquidez que suelen exhibir los títulos de este tramo de la curva.

¹⁸ De acuerdo con la encuesta Focus Relatorio del Banco Central de Brasil, la inflación esperada para fin de 2024 aumentó de 3,86% a 3,98%. Por su parte, la encuesta más reciente de Focus Economics evidenció un aumento de la expectativa de fin de 2024 para México de 4,0% a 4,1%. Por último, la encuesta del Banco Central de Chile mostró un aumento para fin de año de 3,8% a 3,9% (ver Anexo 9).

¹⁹ En Brasil, la inflación de mayo retomó una tendencia alcista y sorprendió al mercado (obs: 3,93%; esp: 3,88%; ant: 3,69%). Por su parte, el PIB del 1T24 creció 2,5% a/a (esp: 2,3%; ant: 2,1%) y la actividad económica de abril creció 4,01% (esp: 3,90%; ant: -1,72%). En México, la inflación de la primera quincena de junio se ubicó en 4,78% (esp: 4,73%; ant: 4,59%). Por su parte, la producción industrial (obs: 5,1% a/a; esp: 4,2%; ant: -3,0%), ventas al por menor (obs: 3,2%; esp: 1,0%; ant: -1,7%) y el indicador IGAE de actividad económica (obs: 5,42%; esp: 3,53%; ant: -1,29%) sorprendieron de manera positiva al mercado. Por su parte, la inflación en Chile volvió a retomar una tendencia positiva en mayo (obs: 4,1% a/a; esp: 4,1%; ant: 4,0%).

Gráfico 37. 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 (*Overnight Index Swaps*) y del mercado de TES en pesos.

2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera un recorte de 50 pb en junio. Primero, según la EME²⁰, la mediana señala una tasa esperada de 11,25% en junio (desviación estándar de 13 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera²¹ (EOF), el 78% de los encuestados proyecta que la TPM baje 50 pb, el 9% espera una reducción de 75 pb, el 6% estima un recorte de 100 pb, mientras que el 6% restante se divide en un agente que espera una reducción de 150 pb y otro que espera un recorte de 25 pb. Por su parte, de las 25 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg²², 24 esperan un recorte de 50 pb, mientras que la entidad restante estima un recorte de 100 pb. Por último, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citibank²³ y ANIF²⁴, de las 36 entidades encuestadas el 75% espera y recomienda que la TPM disminuya 50 pb en junio; un 13% espera que disminuya 50 pb, pero recomienda que disminuya 75 pb; un 3% espera que disminuya 50 pb, pero recomienda que disminuya 100 pb; un 3% espera que disminuya 25 pb, pero recomienda que disminuya 50 pb; un 3% espera y recomienda que disminuya 75 pb; y el 3% restante espera que disminuya 75 pb, pero recomienda que disminuya 25 pb. La desviación estándar de las expectativas permaneció estable en 0,07% entre mayo y junio (Gráfico 39 y Anexo 1).

Por su parte, en el Gráfico 39 se muestra la evolución de las expectativas de la TPM para diciembre de 2024 de acuerdo con la encuesta de Citibank, en la cual se observa que entre mayo y junio la tasa

²⁰ Datos recolectados entre el 12 y el 14 de junio.

²¹ Publicada el 25 de junio con información recolectada entre el 12 y el 19 del mismo mes.

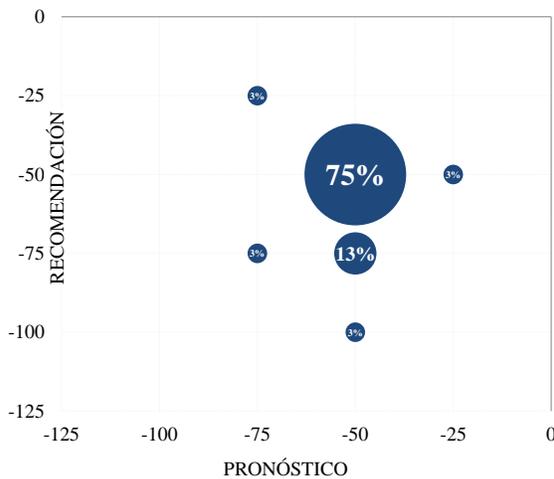
²² Datos actualizados al 25 de junio.

²³ Publicada el 25 de junio.

²⁴ Publicada el 26 de junio.

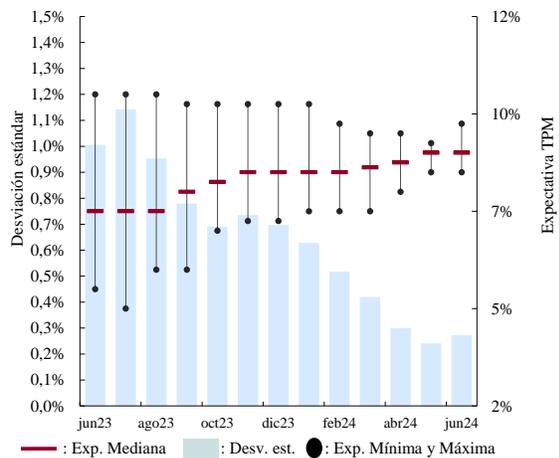
mediana esperada se mantuvo estable en 8,50%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas aumentó de 0,24% a 0,27%.

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



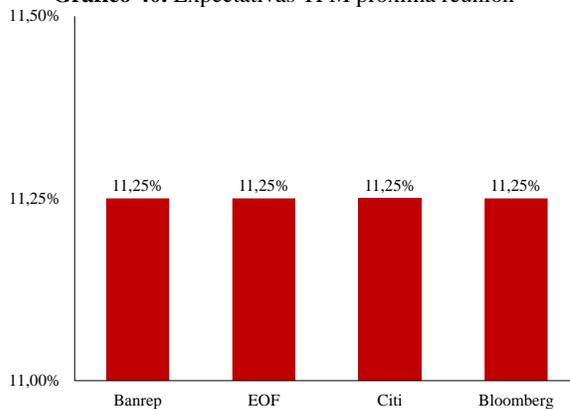
Fuente: Citibank y ANIF.

Gráfico 39. Expectativas TPM para diciembre de 2024



Fuente: Citibank.

Gráfico 40. Expectativas TPM próxima reunión*



Fuente: Banrep, EOF, Bloomberg y Citibank. Se toma la mediana. La encuesta del Banrep se realizó entre el 12 y el 14 de junio. La EOF se publicó el 25 de junio con datos recolectados entre el 12 y el 19 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 25 de junio. Los datos de Bloomberg se recopilaban hasta el 26 de junio.

Frente al mes anterior, las encuestas sugieren un menor ritmo de recortes de la TPM durante 2025. En los Gráficos 40, 41 y 42 se muestran las expectativas sobre la TPM para la próxima reunión y para las de diciembre de 2024 y 2025. En estas se observa que: *i)* la mayoría de los agentes espera que la TPM disminuya 50 pb en junio; *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 5,60% a 5,73%.

Gráfico 41. Expectativas TPM para diciembre de 2024

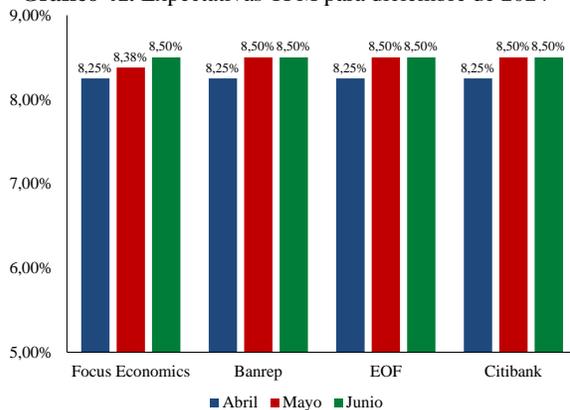
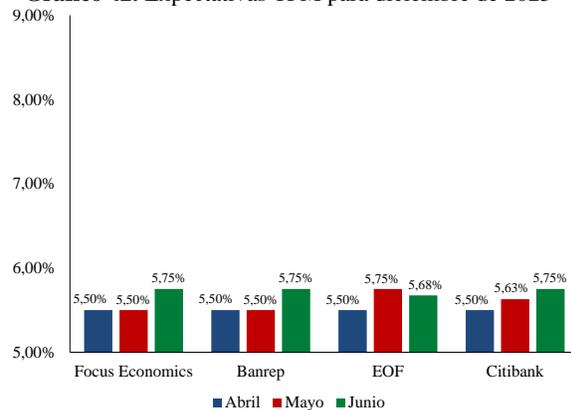


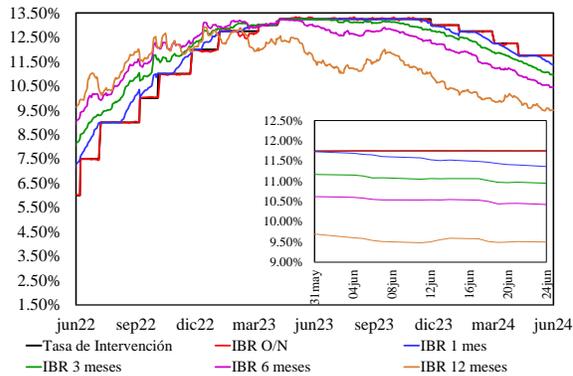
Gráfico 42. Expectativas TPM para diciembre de 2025



Fuente: Focus Economics, Banrep, EOF y Citibank. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 11 de junio, con encuestas recolectadas hasta el 10 de junio. La encuesta del Banrep se realizó entre el 12 y el 14 de junio. La EOF se publicó el 25 de junio con datos recolectados entre el 12 y el 19 del mismo mes. La encuesta de Citibank se publicó el 25 de junio.

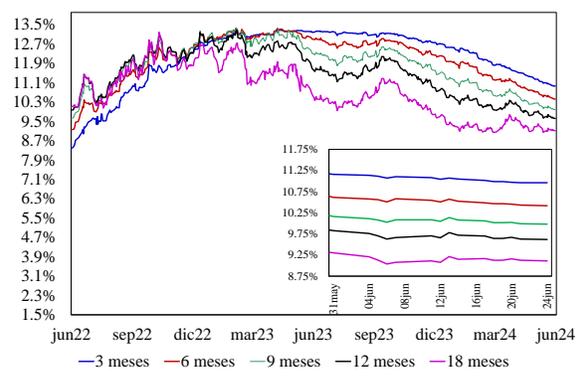
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses cayeron, en línea con expectativas de que se mantengan las reducciones de la TPM para las próximas reuniones. Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 24 de junio, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, y las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses cayeron 22 pb, 19 pb, 20 pb, 18 pb, 21 pb y 19 pb, respectivamente (Gráficos 45 y 46).

Gráfico 43. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

Gráfico 44. Tasas OIS



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

Las expectativas del mercado OIS no presentaron cambios importantes frente a lo observado en el mes de mayo. Según este mercado, se espera una reducción de 50 pb de la TPM en la reunión de junio, y para el cierre de 2024 descuenta que la TPM se ubicaría en 9,25%, sugiriendo recortes de 50 pb durante las últimas 4 reuniones del año. Las tasas del mercado OIS no presentaron grandes movimientos durante el mes, pese al cambio de expectativas en EE. UU, la dinámica de las tasas de este mercado estuvo soportada por el dato de inflación local que se ubicó en línea con lo esperado por el mercado y expectativas de menores recortes en los países región. Así, el 24 de junio el mercado descuenta con mayor probabilidad una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de junio, y durante el segundo semestre de 2024 anticipa reducciones de 200 pb, de manera que en diciembre se espera que la TPM se ubique en 9,25% (anterior: 9,25%).

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

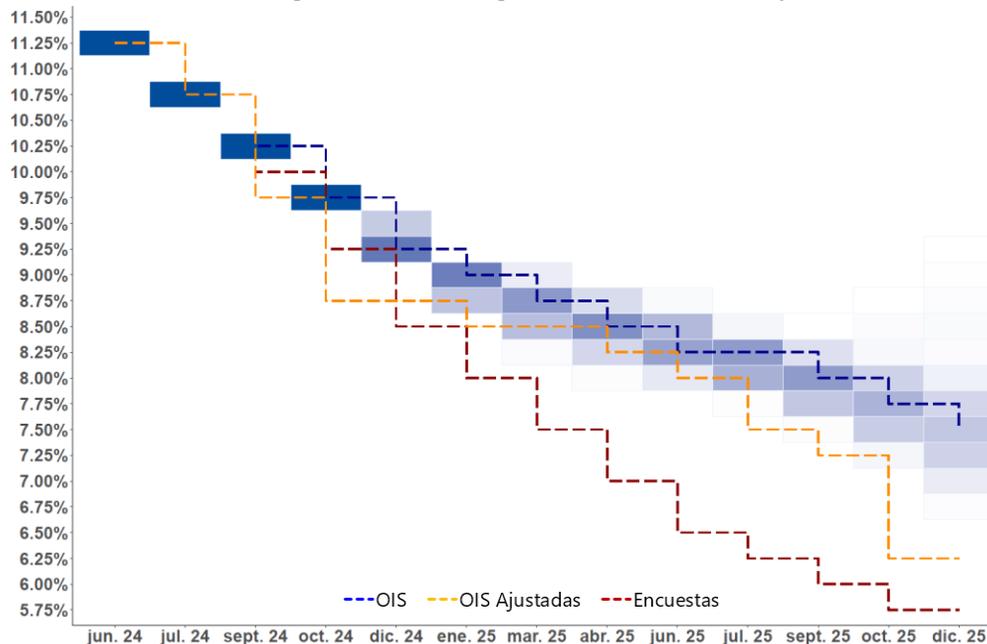


Gráfico 46. Evolución de expectativas TPM – OIS

oct-25				7,25%	7,50%	oct-25	11.75%
sep-25		6,50%	7,50%	7,75%	7,75%	sep-25	11.50%
ago-25						ago-25	11.25%
jul-25	6,25%	6,75%	7,75%	8,00%		jul-25	11.00%
jun-25	6,25%	6,75%	7,25%	8,25%	8,25%	jun-25	10.75%
may-25						may-25	10.50%
abr-25	6,50%	7,00%	7,50%	8,50%	8,50%	abr-25	10.25%
mar-25	7,00%	7,50%	8,00%	8,75%	8,75%	mar-25	10.00%
feb-25						feb-25	9.75%
ene-25	7,50%	8,00%	8,25%	9,25%	9,00%	ene-25	9.50%
dic-24	8,00%	8,50%	8,75%	9,50%	9,25%	dic-24	9.25%
nov-24						nov-24	9.00%
oct-24	8,75%	9,00%	9,25%	9,75%	9,75%	oct-24	8.75%
sep-24	9,25%	9,75%	9,75%	10,25%	10,00%	sep-24	8.50%
ago-24						ago-24	8.25%
jul-24	10,00%	10,25%	10,50%	10,75%	10,50%	jul-24	8.00%
jun-24	10,75%	11,00%	11,00%	11,25%	11,25%	jun-24	7.75%
may-24						may-24	7.50%
	25ene24**	29feb24**	22mar24**	24abr24**	31may24**	24jun24**	7.25%

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

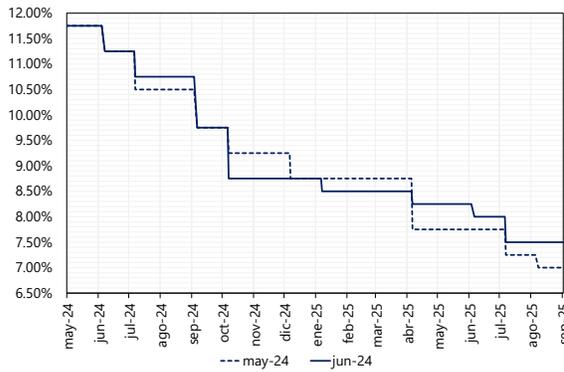
Frente al mes anterior, la expectativa de TPM ajustada por la prima a término del mercado OIS mantiene el ritmo de reducciones esperadas para el segundo semestre de 2024, pero anticipa una senda con menores reducciones en 2025. En el Gráfico 47 se presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los días 30 de mayo y 24 de junio. Según esta medida, la expectativa para diciembre de 2024 se ubicó en 8,75% (ant: 8,75%), y para septiembre de 2025 se ubicó en 7,25% (ant: 6,75%).

La mayoría de los mercados OIS en la región continúan vislumbrando reducciones de la TPM en el 2024 (Gráfico 48). Para los siguientes meses se esperan reducciones de 25 pb de la TPM en Chile y México, cerrando 2024 en 5,50% (ant. 5,00%) y 10,75% (ant. 10,50%), en su orden. Por otra parte, no se esperan más cambios de la TPM en Brasil²⁵. El aumento de las TPM esperada para diciembre de 2024 en Chile y México estuvo en línea con resultados más favorables de la actividad económica, aumentos de los datos de inflación y mayores expectativas de inflación²⁶.

²⁵ Las expectativas de las encuestas descuentan reducciones de la TPM en Brasil y a fin de año los analistas esperan que esta tasa se ubique en valores cercanos al 9,00%.

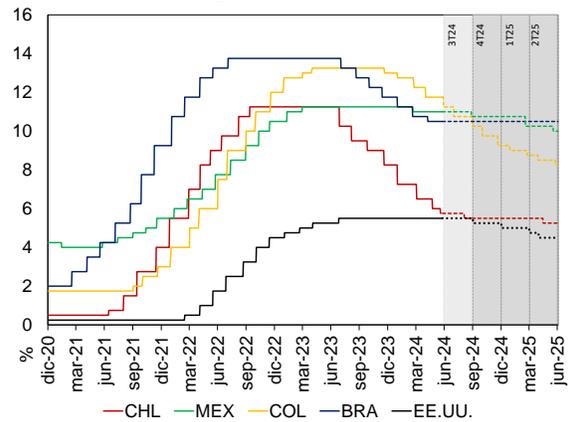
²⁶ Según los Swaps de Cámara en Chile, las expectativas de inflación repuntaron durante la semana del 17 al 21 de junio, este comportamiento pudo estar explicado por la publicación del Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile, en el cual se incrementó las estimaciones de la inflación para 2024 (ant: 3,8%; act: 4,5%) y 2025 (ant: 3%; act: 3,6%), y la convergencia de la inflación a 3% se espera en 2026. Por su parte, en México los datos de IPC de la primera mitad de junio mostraron un incremento con respecto al dato anterior, aumentando la probabilidad de que el Banco de México modere los recortes de su tasa de referencia.

Gráfico 47. Tasa de intervención y tasas IBR



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

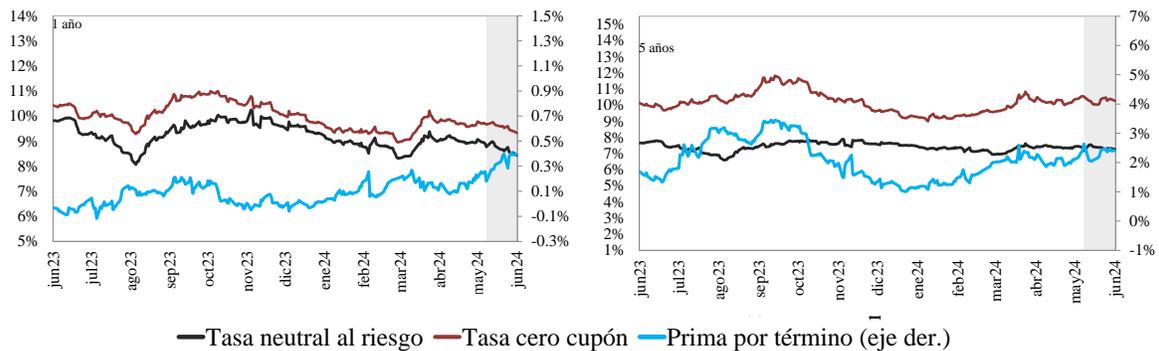
Gráfico 48. Expectativas de TPM en los países de la región Tasas OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos Banrep.

La caída de las tasas de los TES en pesos de corto plazo se puede explicar principalmente por reducciones en las tasas neutrales y está en línea con las expectativas de recortes de la TPM para los próximos meses. Por su parte, el aumento de las primas a término estaría asociado a la alta incertidumbre fiscal que limita las ganancias de los títulos. En el Gráfico 49 se presentan estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo con el fin de evaluar qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutrales al riesgo promedio cayeron 30 pb y 1 pb a 1 y 5 años respectivamente, y se ubicaron en 8,69% y 7,37%, en su orden, estas caídas están en línea con las reducciones de las tasas del mercado OIS. Por su parte, la prima a término a un año aumentó 20 pb y 19 pb a 1 (0,35%) y 5 años (2,29%), respectivamente. El aumento de las primas a término puede explicarse por la mayor incertidumbre fiscal, la cual se refleja en una mayor prima por riesgo medida por los CDS; estas primas también subieron ante el aumento de la prima por riesgo inflacionario (Gráfico A4.4)²⁷.

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



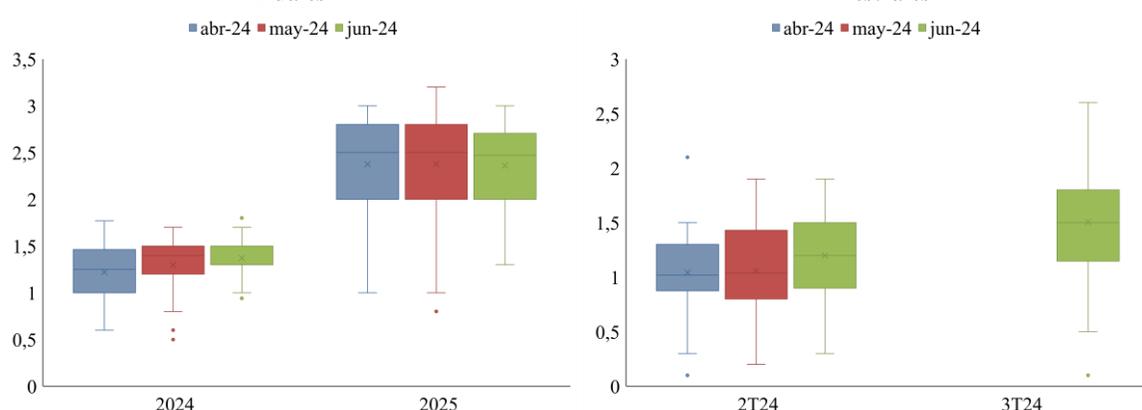
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep.

²⁷ Revisar Recuadro [Factores que pueden incidir en la resistencia de la curva de rendimientos en Colombia a invertirse.](#)

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento disminuyeron para 2024 y 2025. De acuerdo con la EOF, los analistas redujeron su perspectiva de crecimiento para 2024 de 1,40% a 1,30%, y para 2025 de 2,50% a 2,47%, mientras que para el 2T24 la aumentaron de 1,04% a 1,20%. Para el 3T24 estos analistas esperan que la economía colombiana crezca 1,50% (Gráfico 50). Por otro lado, los agentes encuestados por Citi recortaron su perspectiva de crecimiento para 2024 de 1,38% a 1,35%, y para 2025 de 2,60% a 2,50%.

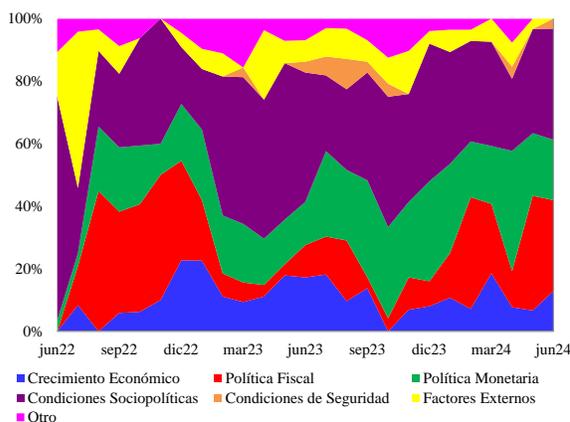
Gráfico 50. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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 cerca de 55 pb²⁸ (desviaciones estándar de 31 pb y 23 pb). Para fin de año, los mismos analistas proyectan valorizaciones de 94 pb y 82 pb, respectivamente (desviaciones estándar de 51 pb y 39 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 1%, mientras que a 12 meses esperan una valorización cercana al 5% (desviaciones estándar de 4% y 5%, respectivamente).

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: ¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión? Las condiciones sociopolíticas ocuparon el primer lugar. El 36% de los encuestados señaló las condiciones sociopolíticas (ant: 33%, var: 3 pp) como el factor más relevante, el 29% resaltó la política fiscal (ant: 37%; var: -8 pp), el 19% la política monetaria (ant: 20%, var: -1 pp), el 13% el crecimiento económico (ant: 7%; var: 6 pp), mientras que el 3% restante señaló las condiciones de seguridad (ant: 0%; var: 3 pp; Gráfico 51). Por otra parte, en el Anexo 9 se presentan las expectativas macroeconómicas del mercado

para otros países.

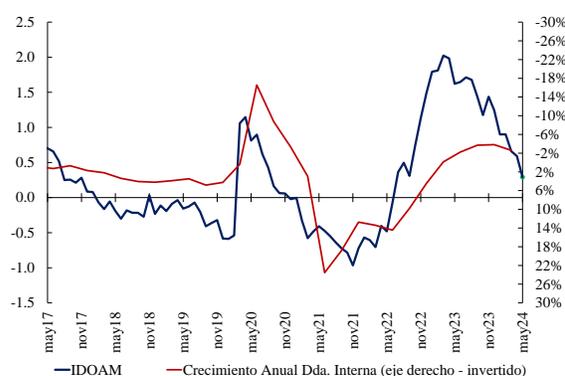
²⁸ Este dato corresponde a la diferencia entre la tasa promedio observada durante la aplicación de la encuesta y la tasa mediana esperada por los analistas.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos definitivos de mayo 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. El nivel del indicador mantiene su tendencia a la baja ante las correcciones de los *spreads* de las tasas preferencial, tesorería y consumo, y la tendencia decreciente de los niveles de las expectativas de inflación frente a la meta del Banrep (Gráfico 52).

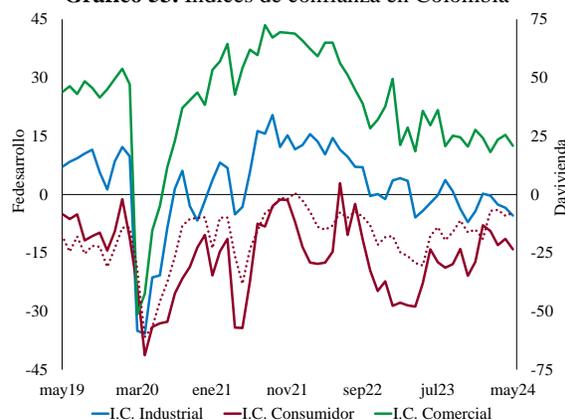
Los indicadores de confianza del consumidor presentaron resultados mixtos en mayo, mientras que los de confianza empresarial disminuyeron. El indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, presentó una reducción en mayo (obs: -14,1%; ant: -11,4%), como consecuencia de unas expectativas más pesimistas y una percepción más desfavorable de las condiciones económicas (Gráfico 53). Asimismo, la serie desestacionalizada disminuyó al pasar de -3,3% a -9,2% (Gráfico 54), mientras que la confianza del consumidor estimada por Davivienda aumentó (obs: -7,9%; ant: -9,1%). Por otro lado, los indicadores de confianza industrial (obs: -5,4%; ant: -3,4%) y comercial (obs: 12,5%; ant: 15,3%) disminuyeron en mayo. El desempeño del primero estuvo explicado por un menor volumen actual de pedidos y unas menores expectativas de producción para el próximo trimestre, lo cual fue parcialmente compensado por un menor nivel de existencias. Por su parte, el deterioro de la confianza comercial se explicó por unas menores expectativas de producción para el próximo semestre y una percepción menos favorable de la situación económica, lo cual también fue parcialmente contrarrestado por un menor nivel de existencias.

Gráfico 52. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



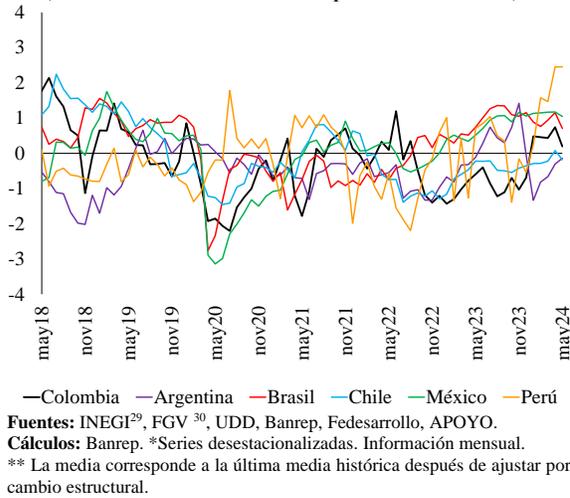
Fuentes: Banrep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC, **Cálculos:** Banrep. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible. **Nota:** Se usa la volatilidad implícita promedio de los TES a 1, 5 y 10 años extraída de un modelo GARCH(1,1)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

Gráfico 53. Índices de confianza en Colombia



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

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



El indicador de confianza desestacionalizado de Colombia presentó la mayor caída de la muestra durante mayo, revirtiendo la recuperación que venía presentando en meses previos, pero se mantiene por encima de su promedio histórico. Este indicador aumentó para Argentina, mientras que disminuyó para los demás países de la muestra durante mayo. El Gráfico 54 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Los indicadores de Argentina y Chile se encuentran por debajo de su media histórica, a diferencia de los demás países.

La volatilidad implícita de las opciones sobre Tesoros (Move³¹) y sobre índices bursátiles en EE.UU. (Vix³²), y especialmente en Europa (Vstox³³), aumentó. El mayor aumento del Vstox, se dio en un contexto de mayor aversión al riesgo a nivel global ante el resultado de las elecciones del Parlamento Europeo, a raíz de las cuales el presidente francés, Emmanuel Macron, convocó elecciones parlamentarias anticipadas. Adicionalmente, la incertidumbre política ha aumentado ante la cercanía de las elecciones presidenciales en EE.UU. y parlamentarias en Reino Unido (Gráfico 55). Por su parte, el Skew³⁴ presentó una alta volatilidad, en línea con la incertidumbre de los inversionistas frente a la sostenibilidad del buen desempeño del S&P500, el cual continuó registrando niveles máximos históricos durante este mes (Gráfico 56).

Gráfico 55. Indicadores de percepción de riesgo

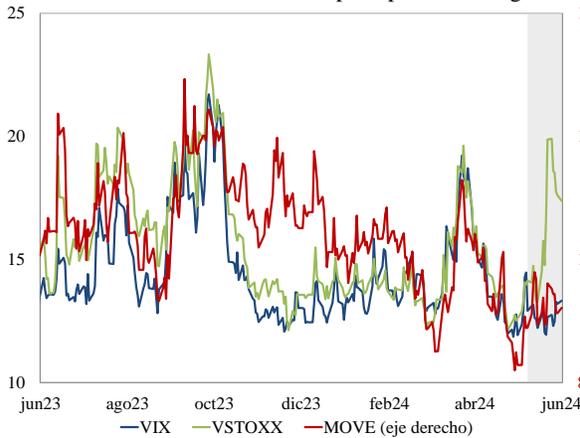
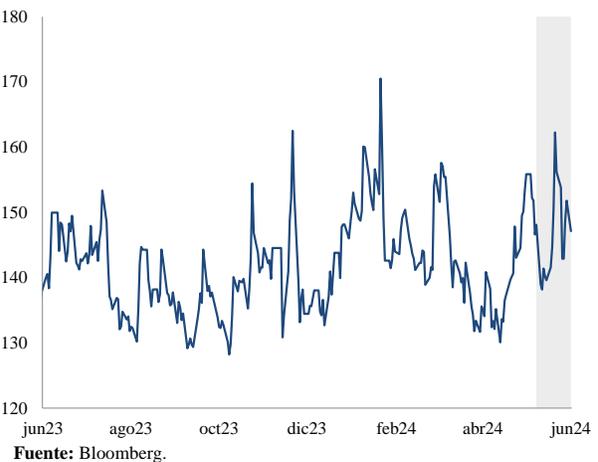


Gráfico 56. Skew del S&P500



²⁹ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

³⁰ Instituto Brasileiro de economía

³¹ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

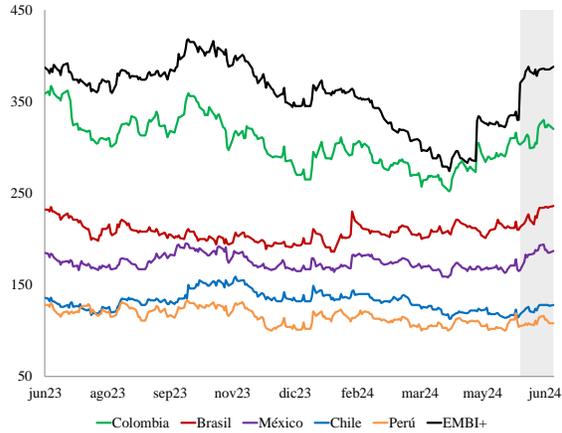
³² El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

³³ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

³⁴ El *Skew* es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

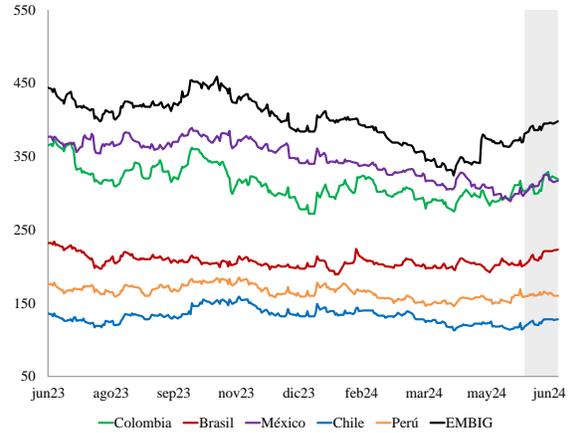
Finalmente, el EMBI³⁵ aumentó a nivel global. Los índices EMBI+ y EMBIG aumentaron 18 pb y 17 pb durante lo corrido de junio. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) aumentó 23 pb (21 pb) en Brasil, 21 pb (18 pb) en México, 17 pb (17 pb) en Colombia, 10 pb (corresponde al EMBIG) en Chile y 1 pb (1 pb) en Perú (Gráficos 57 y 58).

Gráfico 57. EMBI+ Latam



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 58. EMBIG Latam



Fuente: Bloomberg.

³⁵ 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 junio de 2024

Actualizada el 26 de junio

Empresa	Estimación	Fecha
1 Acciones y Valores	11,25%	21/06/2024
2 Alianza Valores	11,25%	14/06/2024
3 Asobancaria	11,25%	21/06/2024
4 Banco Agrario de Colombia	11,25%	16/06/2024
5 Banco Rabobank	11,25%	21/06/2024
6 Bancolombia	11,25%	21/06/2024
7 Barclays Capital	11,25%	21/06/2024
8 BBVA Colombia	10,75%	24/06/2024
9 Bloomberg Economics	11,25%	20/06/2024
10 BNP Paribas	11,25%	21/06/2024
11 BofA Securities	11,25%	24/06/2024
12 BTG Pactual	11,25%	14/06/2024
13 Capital Economics	11,25%	21/06/2024
14 Casa de Bolsa	11,25%	22/06/2024
15 Goldman Sachs	11,25%	21/06/2024
16 Itaú Colombia	11,25%	21/06/2024
17 JP Morgan Securities	11,25%	21/06/2024
18 Mapfre Seguros Generales de Colombia	11,25%	21/06/2024
19 Pacifico Research	11,25%	21/06/2024
20 Pantheon Macroeconomics	11,25%	26/06/2024
21 Standard Chartered Bank	11,25%	21/06/2024
22 UBS Securities	11,25%	21/06/2024
23 Universidad Jorge Tadeo Lozano	11,25%	19/06/2024
24 Vinland Capital Management International	11,25%	25/06/2024
25 Wells Fargo Securities	11,25%	14/06/2024
Tasa	Obs.	Prob.
10,75%	1	4%
11,25%	24	96%
Tasa esperada ponderada	11,23%	

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	11,25%	11,25%
Alianza	11,25%	11,25%
Alliance Bernstein	11,25%	10,75%
Anif	11,25%	11,25%
Asobancaria	11,25%	11,25%
Axa Colpatria	11,25%	11,25%
Banco Agrario	11,25%	11,25%
Banco Davivienda	11,25%	11,25%
Banco de Bogotá	11,25%	11,25%
Banco de Occidente	11,00%	11,50%
Banco Popular	11,25%	11,00%
Banco Santander	11,25%	11,25%
Barclays	11,25%	11,25%
BBVA	11,25%	11,00%
BTG Pactual	11,25%	11,25%
Camacol	11,25%	11,25%
Casa de Bolsa	11,25%	11,25%
Citi	11,25%	11,25%
Colfondos	11,25%	11,25%
Corficolombiana	11,25%	11,25%
Credicorp Capital	11,25%	11,25%
EAFIT	11,50%	11,25%
Econcept AEI	11,25%	11,00%
Fedesarrollo	11,25%	11,00%
Fiduoccidente	11,00%	11,00%
Findeter	11,25%	11,25%
Grupo Bancolombia	11,25%	11,25%
Grupo Bolivar	11,25%	11,25%
Itaú	11,25%	11,25%
Moody's Analytics	11,25%	11,25%
Positiva	11,25%	11,25%
Proteccion	11,25%	11,25%
PUJ	11,25%	11,25%
Scotiabank Colpatria	11,25%	11,00%
Skandia	11,25%	11,25%
XP Investments	11,25%	11,25%
Promedio	11,24%	11,20%
Mediana	11,25%	11,25%
Desv. Estándar	0,07%	0,13%
Máximo	11,50%	11,50%
Mínimo	11,00%	10,75%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
11,00%	6%	2
11,25%	92%	33
11,50%	3%	1
Total	100%	36

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
10,75%	3%	1
11,00%	17%	6
11,25%	78%	28
11,50%	3%	1
Total	100%	36

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	8,25%	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%	5,50%
Banco Popular	8,50%	6,00%
Banco Santander	8,50%	6,00%
BTG Pactual	8,50%	5,50%
Casa de Bolsa	8,00%	6,00%
Citi	8,50%	5,50%
Colfondos	8,50%	5,50%
Corficolombiana	8,00%	6,00%
Credicorp Capital	8,50%	6,00%
Fiduoccidente	8,50%	5,50%
Grupo Bancolombia	8,75%	6,00%
Grupo Bolivar	8,50%	6,25%
Itaú	8,75%	6,00%
Moody's Analytics	8,50%	5,50%
Positiva	8,25%	5,00%
Scotiabank Colpatria	8,25%	5,50%
Skandia	8,50%	5,25%
XP Investments	8,75%	6,50%
Promedio	8,53%	5,73%
Mediana	8,50%	5,75%
Desv. Estándar	0,27%	0,35%
Máximo	9,25%	6,50%
Mínimo	8,00%	5,00%
No. Respuestas	25	25

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

Participantes	dic-24	dic-25
Acciones y Valores	6,20%	3,72%
Alianza	5,60%	3,80%
Anif	5,62%	3,94%
Asobancaria	5,40%	3,70%
Axa Colpatría	5,20%	3,80%
Banco Agrario	6,20%	4,00%
Banco de Bogotá	5,64%	3,62%
Banco de Occidente	6,06%	4,65%
Banco Popular	5,66%	3,91%
Banco Santander	5,90%	4,40%
BTG Pactual	6,01%	3,07%
Casa de Bolsa	5,58%	3,82%
Citi	5,20%	3,40%
Colfondos	5,50%	3,80%
Corficolombiana	5,58%	3,82%
Credicorp Capital	5,50%	3,70%
Fiduoccidente	6,06%	4,65%
Grupo Bancolombia	5,70%	4,30%
Grupo Bolívar	5,88%	3,73%
Itaú	5,20%	3,00%
Moody's Analytics	5,80%	3,60%
Positiva	5,40%	3,40%
Scotiabank Colpatría	5,64%	3,36%
Skandia	5,87%	4,05%
XP Investments	5,30%	3,70%
Promedio	5,67%	3,80%
Mediana	5,64%	3,80%
Desv. Estándar	0,30%	0,41%
Máximo	6,20%	4,65%
Mínimo	5,20%	3,00%
No. Respuestas	25	25

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 10 de junio

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
5,00%	0	0,0%	4	13,3%
5,25%	0	0,0%	3	10,0%
5,50%	0	0,0%	7	23,3%
5,75%	0	0,0%	3	10,0%
6,00%	0	0,0%	8	26,7%
7,00%	2	6,1%	3	10,0%
7,25%	0	0,0%	1	3,3%
7,50%	0	0,0%	1	3,3%
7,75%	1	3,0%	0	0,0%
8,00%	6	18,2%	0	0,0%
8,25%	3	9,1%	0	0,0%
8,50%	8	24,2%	0	0,0%
8,75%	5	15,2%	0	0,0%
9,00%	1	3,0%	0	0,0%
9,25%	3	9,1%	0	0,0%
9,50%	2	6,1%	0	0,0%
9,75%	1	3,0%	0	0,0%
10,75%	1	3,0%	0	0,0%
Media	8,56%		5,84%	
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 10 de junio

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	4	11,4%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	3	8,6%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	11	31,4%
3,75% - 4,00%	0	0,0%	9	25,7%
4,00% - 4,25%	0	0,0%	4	11,4%
4,25% - 4,50%	0	0,0%	2	5,7%
4,50% - 4,75%	2	5,4%	1	2,9%
4,75% - 5,00%	4	10,8%	0	0,0%
5,00% - 5,25%	5	13,5%	0	0,0%
5,25% - 5,50%	7	18,9%	1	2,9%
5,50% - 5,75%	10	27,0%	0	0,0%
5,75% - 6,00%	6	16,2%	0	0,0%
6,00% - 6,25%	3	8,1%	0	0,0%
Media	5,43%		3,77%	
Mediana	5,50%		3,70%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 7 de junio el Gobierno anunció un recorte de COP 20 billones en el Presupuesto General de la Nación y un aumento en el precio del diésel para grandes consumidores, con el objetivo de hacer frente a la caída en el recaudo tributario. Tras el planteamiento, analistas calificaron como positiva la medida ya que envía un mensaje de confianza acerca del compromiso del Gobierno con la sostenibilidad fiscal. Al finalizar la sesión de negociación de ese día, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -10 pb, -12 pb y -5 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -7 pb, -5 pb y -4 pb para dichos vencimientos.

El 11 de junio, el DANE reportó que la inflación anual para mayo del 2024 se encontró en línea con las expectativas del mercado (7,16% a/a vs 7,16% esp) y permaneció estable con respecto a la lectura del mes anterior (7,16%). El IPC registró una variación m/m de 0,43% (ant: 0,59% m/m, esp: 0,43% m/m). Según agentes del mercado, el dato de mayo reduce las expectativas sobre un aumento en el ritmo de recortes de la tasa de interés de política monetaria en la próxima reunión de la Junta Directiva del Banco de la República. 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, 6 pb y 13 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 1 pb, 8 pb y 8 pb para dichos vencimientos.

El 14 de junio el Gobierno presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) y se aprobó la reforma pensional en su cuarto y último debate en la plenaria de la Cámara de Representantes. Sin embargo, la atención estuvo centrada en la presentación del MFMP, con el cual se mantuvo el compromiso con el cumplimiento de la regla fiscal, a pesar de una caída en los ingresos tributarios, y un aumento del déficit fiscal para 2024 y el mediano plazo. Tras la presentación, analistas coincidieron en que deja un balance positivo y da tranquilidad al mercado. Al finalizar la sesión de negociación de ese día, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -1 pb, 5 pb y -3 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -6 pb, -2 pb y -7 pb para dichos vencimientos.

El 18 de junio, el DANE reportó que el ISE, indicador sobre la actividad económica a abril de 2024, se ubicó por encima de las expectativas del mercado (5,52% a/a vs 2,50% esp) y de la lectura del mes anterior (-1,48%). Según analistas, estos resultados fueron catalogados como positivos, aunque persisten los resultados negativos en los sectores de la industria y el comercio. Durante el mismo día, el Gobierno se pronunció sobre el proyecto de ley que pretende aumentar el techo de la deuda del país en USD COP 17,6 billones, indicando que de no recibir el apoyo del legislativo habría una cesación de pagos. Tras el pronunciamiento, analistas lo calificaron como desafortunado. Al finalizar la sesión de negociación de ese día, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -19 pb, -20 pb y -7 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -5 pb, -3 pb y -4 pb para dichos vencimientos.

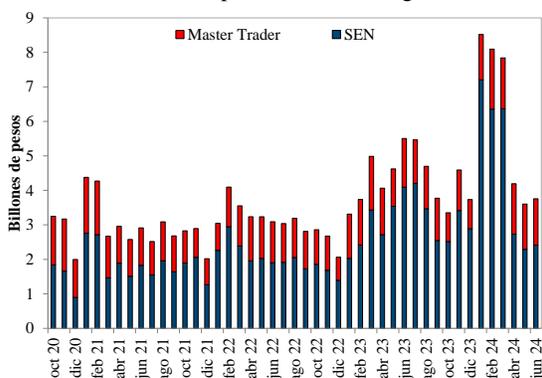
El 20 de junio, el Congreso de la República aprobó el aumento del cupo de endeudamiento en USD COP 17,6 billones. Analistas del mercado catalogaron la decisión como positiva y comentaron que brinda una señal de responsabilidad fiscal. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 0 pb, -2 pb y -4 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -5 pb, -4 pb y -4 pb para dichos vencimientos.

Durante el último mes, se han realizado cuatro subastas de TES por un monto total de COP 2,9 billones y un *Bid to Cover* promedio de 3,7 veces el monto inicial. Se destaca la sesión del 19 de junio por su *Bid to Cover* de 4,7 veces.

En lo corrido de junio, el monto promedio diario negociado ha sido \$3,8 billones, mayor al observado el mes anterior (\$3,6 billones) y menor al registrado en junio de 2023 (\$5,5 billones) (Gráfico A2.2).

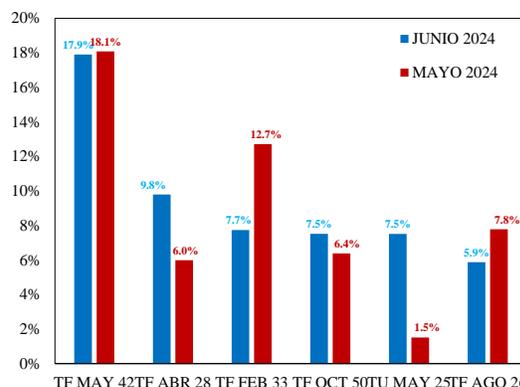
Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en mayo de 2022, cuya participación pasó de 18,1% a 17,9%, seguidos por los que vencen en abril de 2028 cuya participación pasó de 6,0% a 9,8% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



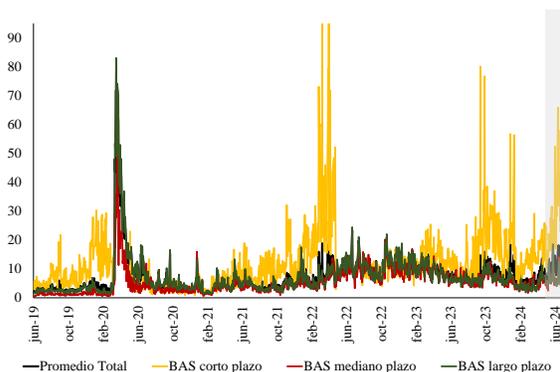
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 24 de junio de 2024.

Gráfico A2.3. TES más transados



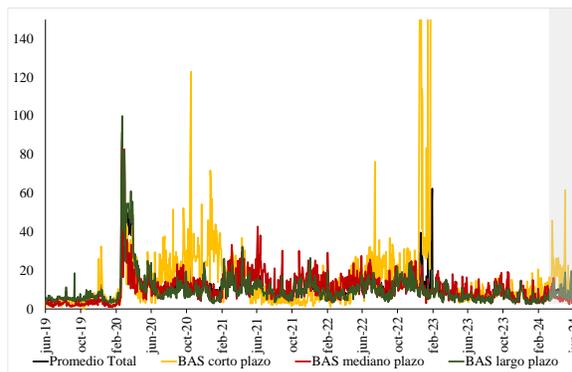
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 24 de junio de 2024.

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



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

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

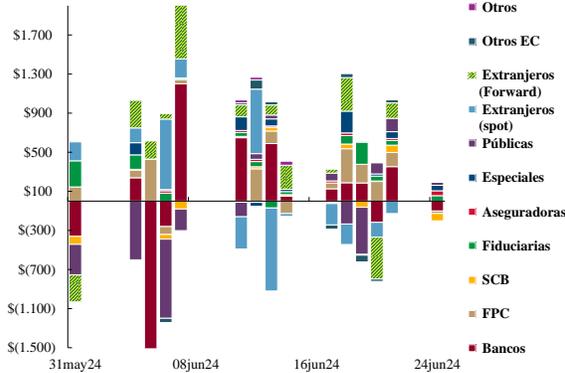


Con información al 21 de junio de 2024, los BAS promedio de TES en pesos se ubicaron en 34,3 pb (ant: 21,3 pb), 6,5 pb (ant: 6,2 pb) y 5,9 pb (ant: 6,9 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 8,91 pb (ant: 18,92 pb), 4,93 pb (ant: 6,94 pb) y 8,49 pb (ant: 8,47 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

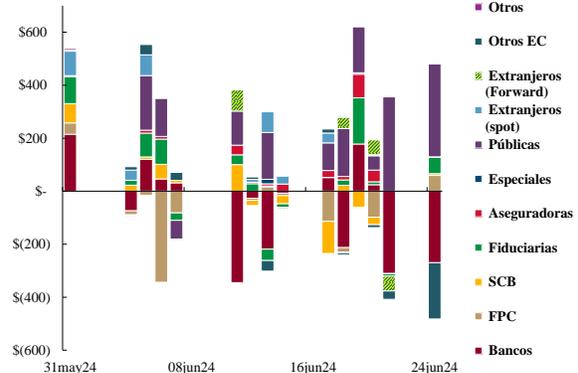
Posterior a la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 24 de junio de 2024, los principales agentes compradores netos de TES en pesos en el mercado de contado fueron los bancos comerciales (COP 2.260 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron las entidades públicas (COP 1.166 mm). Por su parte, los principales agentes compradores netos de TES denominados en UVR en el mercado de contado fueron las entidades públicas (COP 1.955 mm), al tiempo que los principales vendedores netos fueron los bancos comerciales (COP 797 mm) (Cuadro A3.1 y Gráficos A3.1 y A3.2).

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

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



Fuente: Banrep. COP mm. Datos diarios.

En lo corrido de 2024, los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por COP 8.866 mm³⁶ y de TES en UVR por COP 1.365 mm³⁷. Desde el 31 de mayo en el mercado de contado y futuro, estos inversionistas presentaron flujos netos por COP -120 mm, COP 2.202 mm y COP -631 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 -56 mm, COP 165 mm y COP 375 mm en los tramos corto, medio y largo, en su orden (Cuadro A3.1).

³⁶ Las compras en el mercado de contado de TES en pesos fueron de COP 2.574 mm, mientras que en el mercado a futuro han realizado compras por COP 6.292 mm. Los inversionistas extranjeros han realizado ventas durante el 2024 del TES verde por valor de COP 108 mm.

³⁷ Las compras netas en el mercado de contado de TES en UVR fueron de COP 373 mm, mientras que en el mercado a futuro realizaron compras por COP 992 mm.

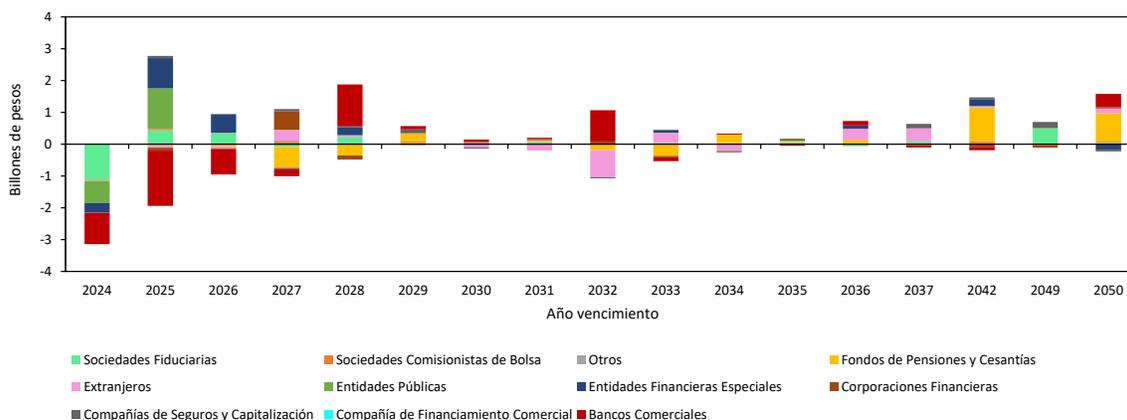
Cuadro A3.1. Compras netas de TES en pesos (azul) y TES UVR (gris) (valor nominal en miles de millones de pesos)

	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	10.279	1.153	(1.460)	804	1.271	615	(1.503)	389	317	(797)
Compañía de Financiamiento Comercial	37	(0)	24	6	-	30	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(162)	266	(22)	(70)	90	(3)	(286)	25	69	(191)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	10.154	1.419	(1.459)	740	1.361	643	(1.789)	414	386	(989)
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	(16)	-	2	3	-	5	-	-	-	-
Terceros	18.095	388	(9)	(595)	2.452	1.849	(93)	12	(501)	(582)
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	18.079	388	(7)	(592)	2.452	1.854	(93)	12	(501)	(582)
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	155	702	(61)	(143)	(52)	(256)	(115)	78	55	19
Terceros	458	326	(32)	66	91	125	-	19	4	23
Extranjeras	(0)	(0)	-	(0)	-	(0)	-	-	(0)	(0)
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	612	1.029	(93)	(77)	39	(131)	(115)	97	59	42
Sociedades Fiduciarias										
Propia	(25)	33	(15)	(30)	15	(30)	(7)	(11)	(4)	(22)
Terceros	4.983	5.322	(2.287)	1.379	(470)	(1.378)	(124)	(7)	1.061	930
Extranjeras***	2.685	298	(120)	590	(778)	(308)	(0)	(13)	375	362
Extranjeras (TES verdes)****	(108)	-	-	-	17	17	-	-	-	-
FIC	434	173	(1.645)	76	10	(1.560)	6	(12)	(7)	(14)
Pasivos Pensionales	411	(248)	(54)	52	38	36	(1)	(4)	(8)	(13)
Administración FONPET	(729)	14	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	4.958	5.356	(2.302)	1.349	(455)	(1.408)	(131)	(18)	1.057	908
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	1.004	1.929	(3)	19	174	190	(25)	77	222	274
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	1.004	1.929	(3)	19	174	190	(25)	77	222	274
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	24.653	8.702	(2.405)	700	2.209	504	(364)	168	838	641
Total Entidades Financieras Especiales**	1.666	257	(220)	393	106	280	11	13	-	24
Total Entidades Públicas****	(22.566)	(2.939)	(798)	(1.883)	(374)	(3.056)	1.992	(189)	-	1.803
Otros****										
Administración FONPET	720	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeras	772	133	4	51	53	108	-	7	4	11
Extranjeras	3	81	-	-	-	-	-	3	-	3
TOTAL MOVIMIENTO NETO	14.679	7.571	(4.877)	-	3.355	(1.522)	(151)	413	1.228	1.490

Fuente: Banrep. Información actualizada al 24 de junio 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.

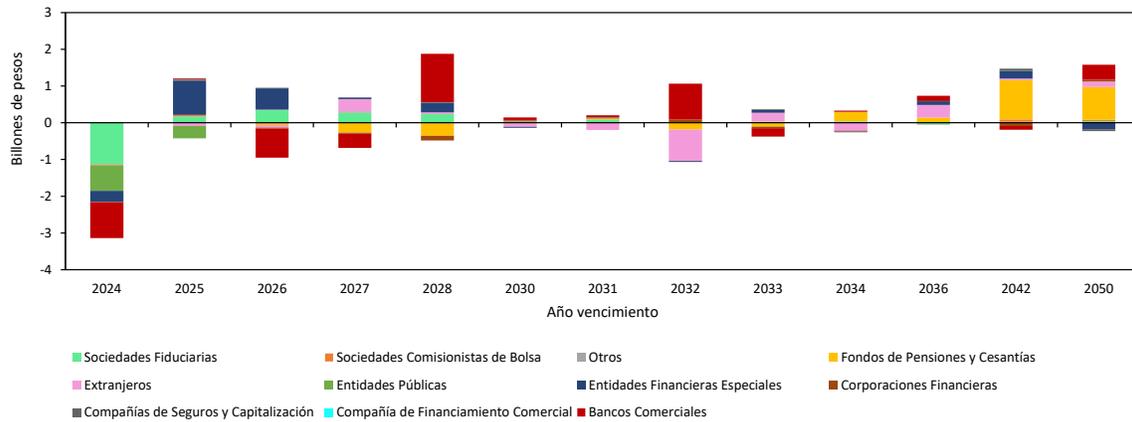
En los gráficos A3.3., A.3.4. y A3.5., se observa la variación en el saldo por tipo de agente y año de vencimiento de TES en el mercado de contado desde la última reunión de la JDBR.

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



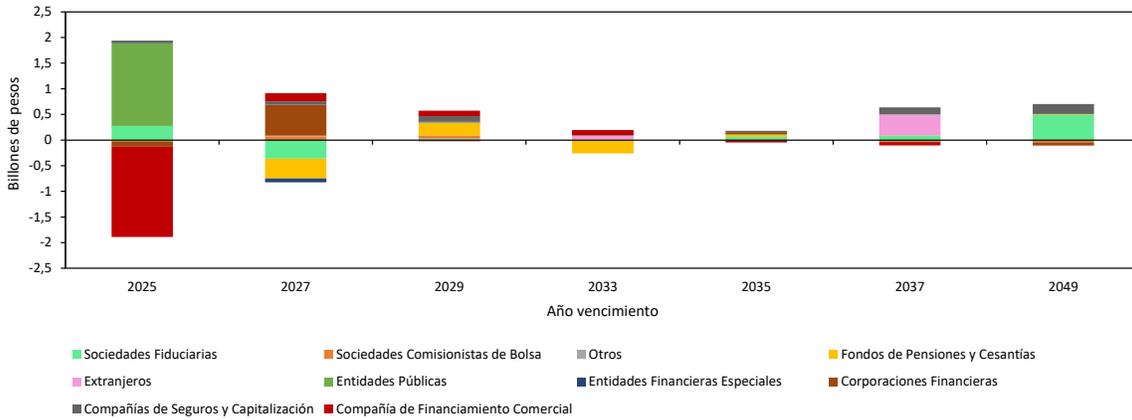
Fuente: Banrep.

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



Fuente: Banrep.

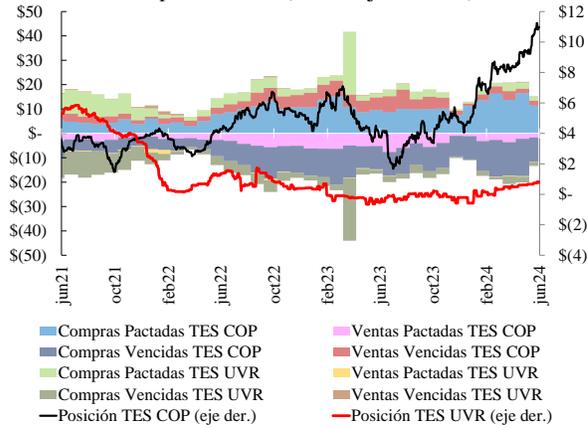
Gráfico A3.5. Variación en el saldo en TES UVR en el mercado spot por año de vencimiento desde la última JDBR



Fuente: Banrep.

Por otra parte, con información al 21 de junio, en el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES pesos en el mercado a futuro por COP 11.421 mm y COP 1.673 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 10.003 mm y COP 1.997 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES pesos a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó COP 1.741 mm; adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES UVR en este mercado por COP 1.679 mm y COP 123 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 1.580 mm y COP 143 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES UVR a través de contratos NDF aumentó COP 119 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 9.507 mm el 30 de mayo a COP 10.970 mm el 21 de junio del 2024; al tiempo que para TES UVR pasó de COP 663 mm a COP 781 mm entre ambas fechas.

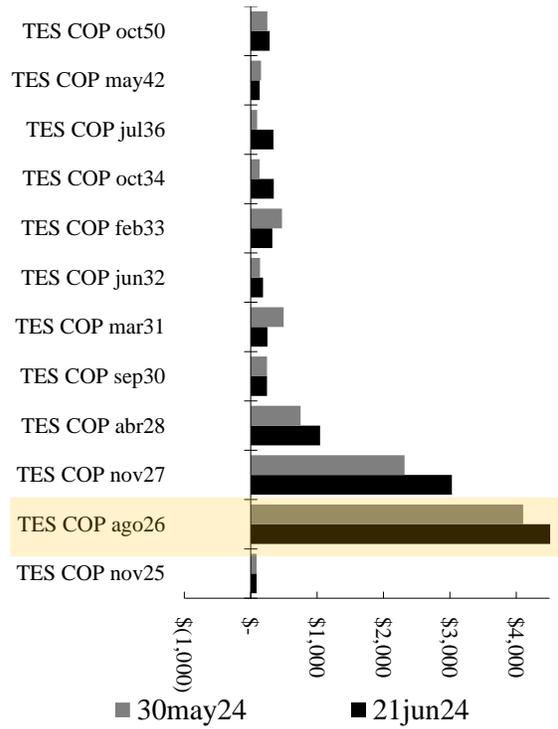
Gráfico A3.6. Compraventas pactadas y vencidas* de TES del *offshore* a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho)



*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.

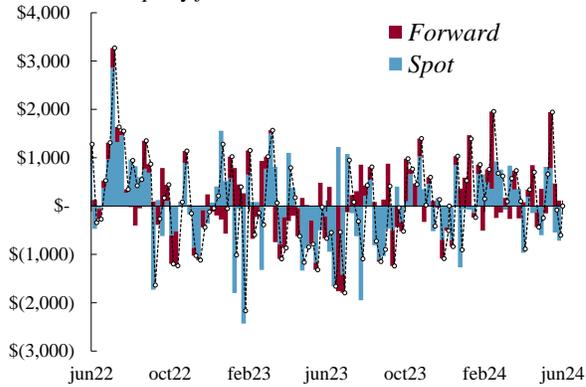
Fuente: Banrep. Cifras en billones de pesos.

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



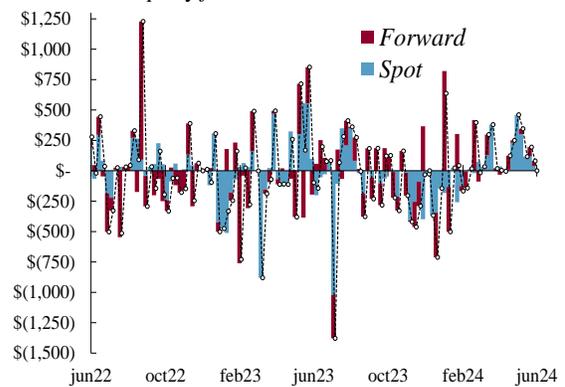
Fuente: Banrep. COP mm.

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



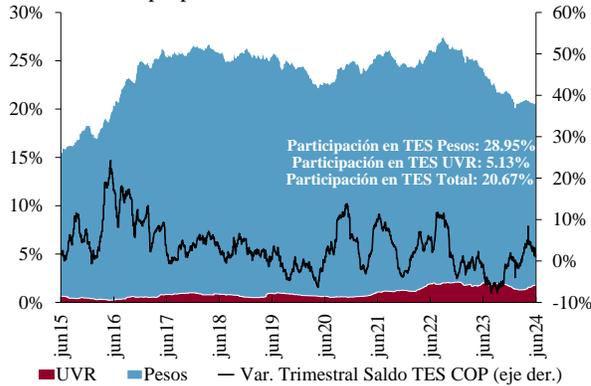
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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



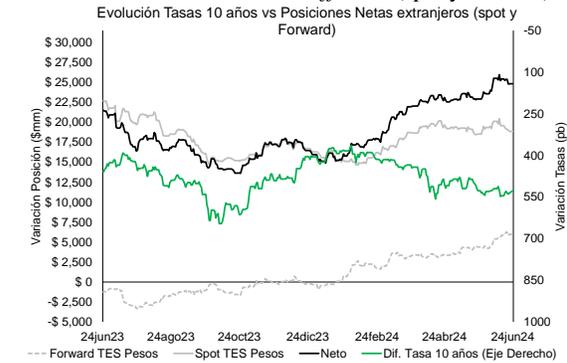
Fuente: Banrep. COP mm. Datos semanales.

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, 2027, 2028, 2032, 2034, 2036 y 2050, disminuyó para aquellos con vencimiento en 2031, 2033, 2042 y 2025, y se mantuvo estable para los títulos que vencen en 2025 y 2030, (Gráfico A3.7). Por último, en el Cuadro A3.2 se presenta en agregado la evolución de la posición compradora neta de los inversionistas del exterior en TES, tanto en el mercado de contado como a futuro. Se observa que, desde la última reunión de la JDBR, la posición neta en TES pesos aumentó COP 1.450 mm, y la posición neta en TES UVR aumentó COP 484 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)	-\$ 291	\$ 365	\$ 74
Posición compradora neta a futuro (B)	\$ 1.741	\$ 119	\$ 1.861
Compras pactadas en el mercado a futuro (+)	\$ 11.421	\$ 1.679	
Ventas pactadas en el mercado a futuro (-)	\$ 1.673	\$ 123	
Compras vencidas en el mercado a futuro (-)	\$ 10.003	\$ 1.580	
Ventas vencidas en el mercado a futuro (+)	\$ 1.997	\$ 143	
Posición compradora neta agregada (A+B)	\$ 1.450	\$ 484	\$ 1.934

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*.

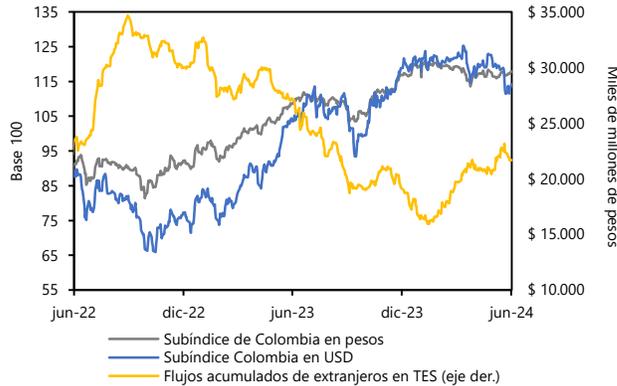
Cuadro A3.3. Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

		2023			Corrido de 2024			abr-24			may-24			Corrido de jun-24		
		Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total	Spot	Forward	Total
TES	Sistema Financiero*	\$ 3.145	\$ 287	\$ 3.433	\$ 10.154	\$ (6.344)	\$ 3.809	\$ 1.993	\$ 13	\$ 2.007	\$ 5.146	\$ (853)	\$ 4.293	\$ 1.011	\$ (1.741)	\$ (730)
Pesos	Offshore	\$ (9.061)	\$ (287)	\$ (9.348)	\$ 2.580	\$ 6.344	\$ 8.925	\$ 736	\$ (13)	\$ 723	\$ (44)	\$ 853	\$ 809	\$ (485)	\$ 1.741	\$ 1.256
TES	Sistema Financiero*	\$ (3.064)	\$ 605	\$ (2.458)	\$ 1.419	\$ (992)	\$ 427	\$ 114	\$ (158)	\$ (44)	\$ (8)	\$ (176)	\$ (184)	\$ (1.209)	\$ (119)	\$ (1.328)
UVR	Offshore	\$ (2.281)	\$ (605)	\$ (2.886)	\$ 379	\$ 992	\$ 1.371	\$ 542	\$ 158	\$ 700	\$ 996	\$ 176	\$ 1.173	\$ 273	\$ 119	\$ 392

Cifras en COP mm. Información actualizada al 24 de junio 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 y subíndice en USD y en COP de Colombia en el GBI-EM*

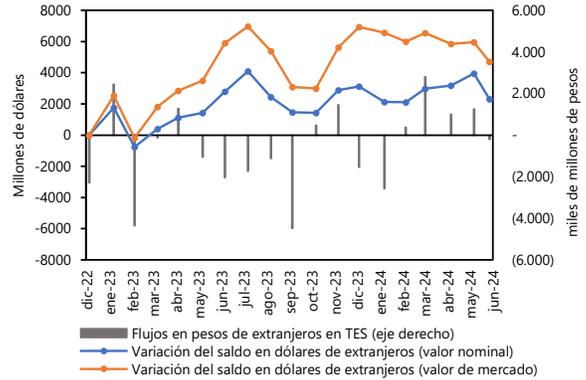


Fuente: Banrep y JPMorgan

Nota: i) * Corresponden a los índices en pesos y en dólares descubiertos de las referencias de TES incluidas en el índice GBI-EM. En ese sentido, dan cuenta del comportamiento de los títulos colombianos en pesos y expresados en dólares.

ii) Este gráfico muestra que desde 2022 en los episodios donde los títulos colombianos aumentan de valor, los inversionistas extranjeros realizan ventas. Lo contrario sucede cuando se observan desvalorizaciones de los títulos.

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

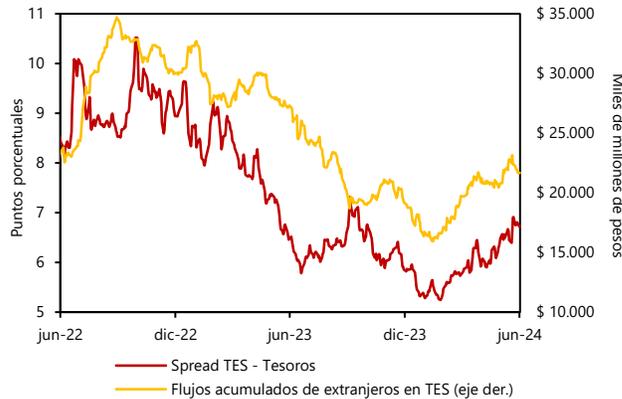


Fuente: Banrep.

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

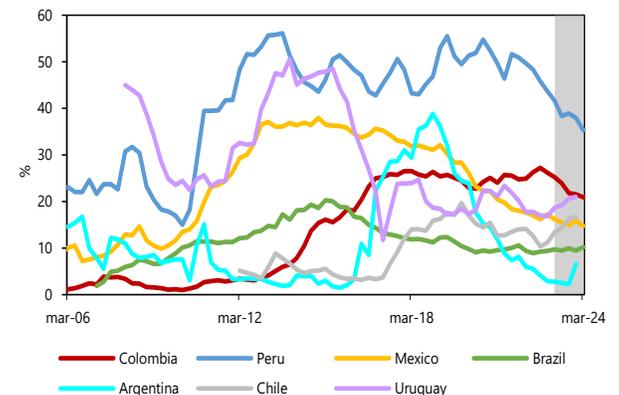
ii) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte.
iii) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.

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



Fuente: Banrep.

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



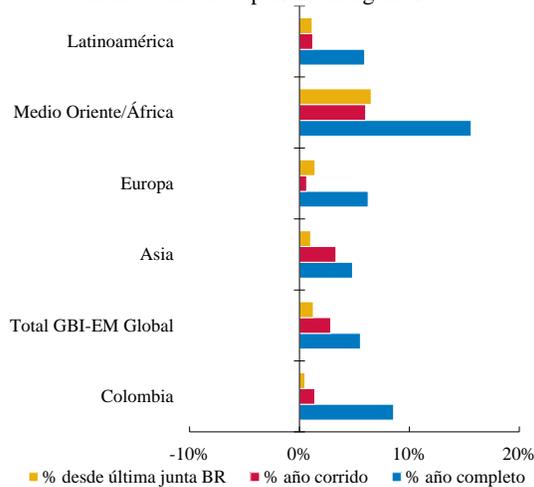
Fuente: IIF y FMI. **Nota:** Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. Esta información presenta un rezago en su disponibilidad. La información para Argentina, Chile y Uruguay está disponible hasta junio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

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 31 de mayo, en lo corrido de 2024 y en los últimos 12 meses. Desde la última reunión de la JDBR el indicador aumentó para Asia (1,0%), Europa (1,4%), Medio Oriente/África (6,5%) y Latinoamérica (1,2%). El índice Total GBI-EM Global aumentó 1,26% al igual que el de Colombia en 0,50%.

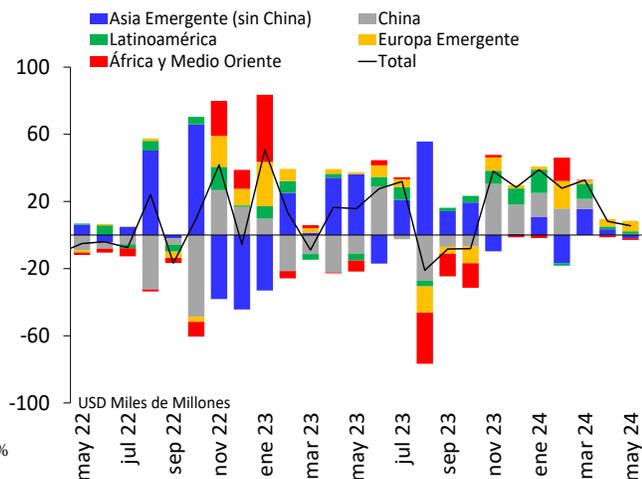
Adicionalmente, el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) estimó entradas netas de inversión de portafolio en economías emergentes por USD 5,5 mm durante mayo, conformadas por entradas netas de USD 11,5 mm en renta fija y salidas netas de USD 6,0 mm en renta variable.

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



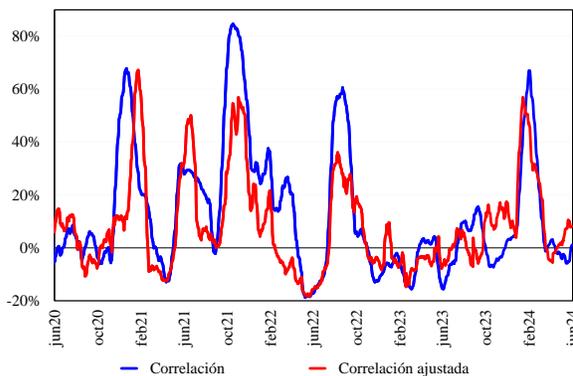
Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** DODM.
*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

Gráfico A4.2. Flujos de portafolio hacia economías emergentes



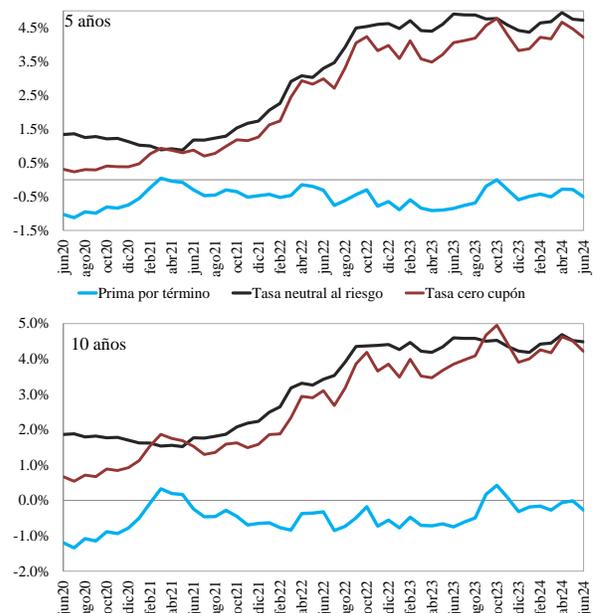
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Gráfico A4.3. Correlación pendientes región



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

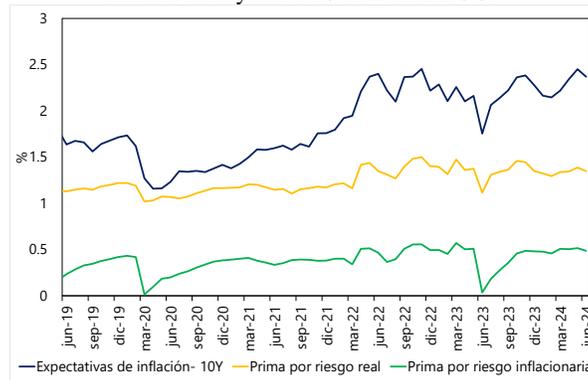
Gráfico A4.4. Prima por vencimiento Tesoros



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 1,11%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también aumentó y se ubicó en 8,12%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 24 de junio, desde finales de mayo las primas por vencimiento de los Tesoros disminuyeron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en -0,51% y -0,27%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo cayeron 3 pb y 4 pb, y se ubicaron en 4,72% y 4,48% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). La leve caída de la prima a término en EE. UU está en línea con la reducción de la prima por riesgo inflacionaria (0,48%, ant. 0,51%) y prima por riesgo real (1,35%, ant. 1,39%). Las expectativas de inflación de largo plazo también cayeron (2,37%, ant. 2,45%).

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>				
5jun24	Banco de Canadá	-25	-25	4,75%
6jun24	Banco Central Europeo	-25	-25	4,25% / 4,50% / 3,75%*
12jun24	Reserva Federal	0	0	5,25% - 5,5%**
14jun24	Banco de Japón	0	0	0,0% - 0,10%***
18jun24	Banco de la Reserva de Australia	0	0	4,35%
20jun24	Banco Nacional Suizo	-25	0	1,25%
20jun24	Banco de Noruega	0	0	4,50%
20jun24	Banco de Inglaterra	0	0	5,25%
<i>Países emergentes/frontera</i>				
4jun24	Banco de Uganda	0	-	10,25%
4jun24	Banco Central de Lesoto	0	-	7,75%
5jun24	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
5jun24	Banco Central de Kenia	0	0	13,00%
6jun24	Banco de la Reserva de la India	0	0	6,50%
7jun24	Banco de Rusia	0	0	16,00%
10jun24	Banco Estatal de Pakistán	-150	-100	20,50%
12jun24	Banco de Tailandia	0	0	2,50%
13jun24	Banco Central de la República de China (Taiwan)	0	0	2,00%
13jun24	Banco Nacional de Serbia	-25	-25	6,25%
13jun24	Banco de Botsuana	-25	-	2,15%
13jun24	Banco Nacional de Ucrania	-50	-50	13,00%
13jun24	Banco Central de Reserva del Perú	0	-25	5,75%
18jun24	Banco Nacional de Hungría	-25	-25	7,00%
18jun24	Banco Central de Chile	-25	-25	5,75%
19jun24	Banco Nacional de Georgia	0	-	8,00%
19jun24	Banco de Namibia	0	-	7,75%
19jun24	Banco Central de Brasil	0	0	10,50%
20jun24	Banco Popular de China	0	0	3,45% / 3,95%****
20jun24	Banco de Indonesia	0	0	6,25%
20jun24	Banco Central de Túnez	0	-	8,00%
20jun24	Banco Central del Paraguay	0	-	6,00%
13jun24	Banco Central de la Rep. De Uzbekistán	0	-	14,00%

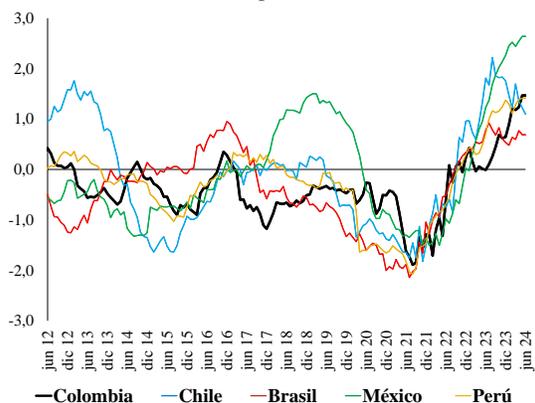
*Corresponde a los tipos de interés de las operaciones principales de refinanciación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósitos.

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

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

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

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



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

En el Gráfico A5.4 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria de algunos países de la región expresadas en términos reales³⁸ desde el año 2005. Se puede observar que el indicador de Colombia ha venido aumentando y ahora se encuentra con el segundo nivel más alto dentro de la muestra, por debajo de México. En mayo, Colombia fue el país que presentó el mayor incremento en este indicador, y Brasil y Chile fueron los únicos países para los que disminuyó. Con los últimos datos disponibles, en lo corrido de junio este indicador ha disminuido para Chile, y se encuentra por encima de su media histórica para todos los países de la muestra.

³⁸ Las tasas reales se calculan como la diferencia entre la TPM y la inflación básica de cada país en la muestra.

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

Cuadro A6.1. 24 de mayo de 2024

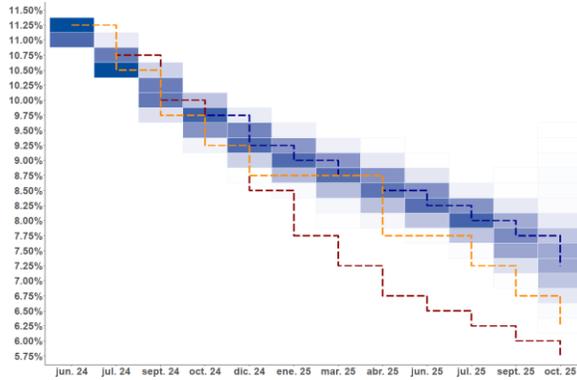
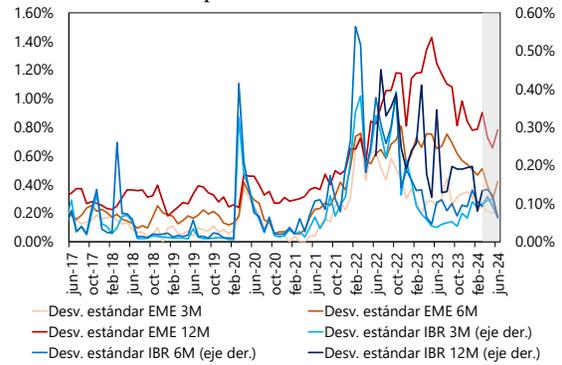


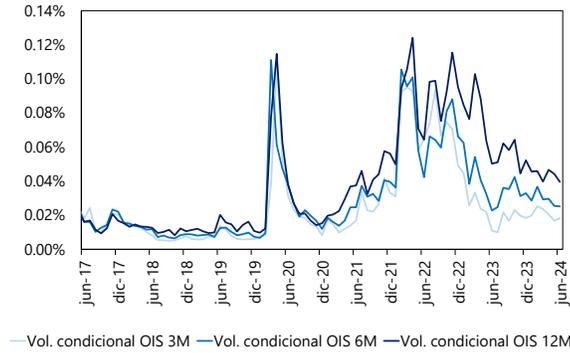
Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

Fuente y Cálculos: Banrep.

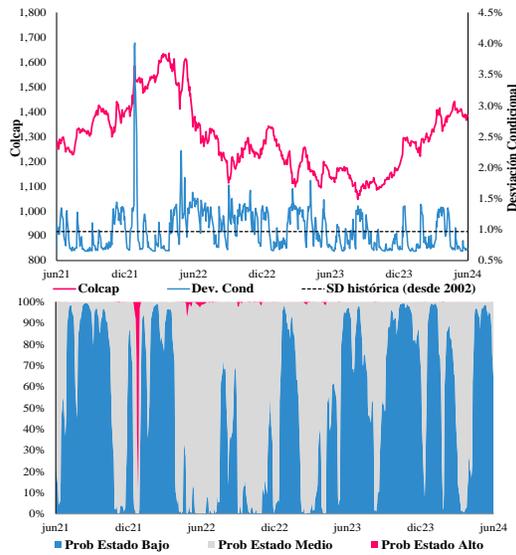
Gráfico A6.2. Volatilidad condicional de las tasas OIS



Fuente y Cálculos: Banrep.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



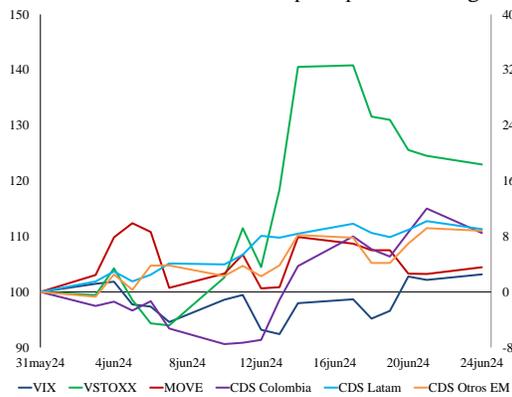
Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

De acuerdo con la EOF, el 57% de los agentes encuestados espera que el EMBI de Colombia aumente (ant: 52%) durante los próximos tres meses, el 30% que se mantenga estable (ant: 32%), mientras que el 13% restante espera que se disminuya (ant: 16%). En cuanto a la duración esperada de los portafolios de estos agentes durante los próximos tres meses, un 33% espera que permanezca sin cambios (ant: 28%), un 23% que disminuya (ant: 17%) y un 17% que aumente (ant: 28%)³⁹.

En lo corrido de junio de 2024, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó y el 24 de junio 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*⁴⁰, el *Vstox*⁴¹ y el *Move*⁴², 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 redujo en EE.UU. al pasar de 114 en abril a 84 en mayo. Asimismo, los indicadores de política monetaria (obs: 77; ant: 149), sanitaria (obs: 77; ant: 122) y fiscal (obs: 71; ant: 83) disminuyeron, mientras que el indicador de política comercial (obs: 126; ant: 46) aumentó. Por su parte, en Europa estos indicadores aumentaron en Francia (obs: 304; ant: 170), Alemania (obs: 570; ant: 472) y Reino Unido (obs: 246; ant: 190), y disminuyeron en Italia (obs: 82; ant: 112) y España (obs: 66; ant: 86) (Gráficos A8.2 y A8.3).

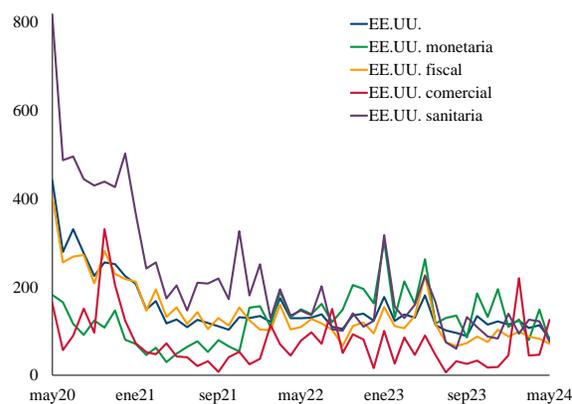
³⁹ Al 28% de los agentes que respondieron esta encuesta no les aplica la pregunta (ant: 28%).

⁴⁰ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

⁴¹ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

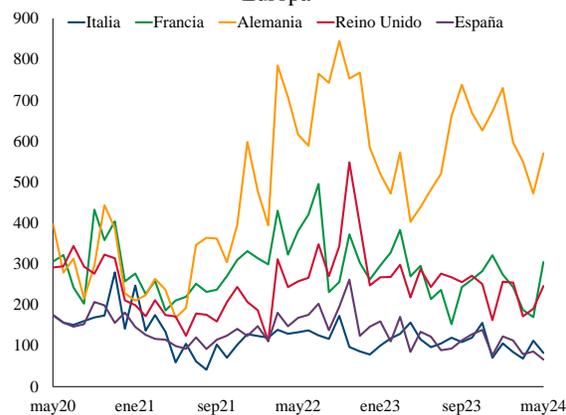
⁴² El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

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 May. 2024			Esperada a Diciembre 2024		Vigente	Esperada a Diciembre 2024		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2024	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	May. 24	Jun. 24		May. 24	Jun. 24	Esp.	Obs.	May. 24	Jun. 24
Colombia	7.16%	7.16%	4.16%	5.62%	5.64%	11.75%	8.50%	8.50%	0.80%	0.70%	1.38%	1.35%
Chile	4.10%	4.10%	1.10%	3.80%	3.90%	5.75%	4.75%	4.75%	2.50%	2.25%	2.50%	2.60%
México	4.82%	4.69%	1.69%	4.00%	4.10%	11.00%	9.73%	9.85%	1.60%	1.60%	2.20%	2.20%
Perú	2.22%	2.00%	0.00%	2.70%	2.70%	5.75%	4.84%	4.85%	1.40%	1.40%	2.40%	2.50%
Brasil	3.88%	3.93%	0.93%	3.86%	3.98%	10.50%	10.00%	10.50%	2.25%	2.46%	2.05%	2.09%
Ecuador	n.d.	2.53%	0.53%	2.00%	2.20%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-0.75%	0.70%	0.70%
Argentina	278.80%	276.40%	n.d.	173.00%	161.60%	40.00%	43.81%	42.21%	-5.20%	-5.10%	-3.20%	-3.30%
EE.UU.	3.40%	3.30%	1.30%	3.20%	3.20%	5.25% - 5.5%	5.00%	5.00%	1.40%	1.30%	2.40%	2.40%
India	4.85%	4.75%	0.75%	4.70%	4.50%	6.50%	5.92%	6.05%	6.98%	7.76%	6.60%	6.80%
Sudáfrica	5.20%	5.20%	0.70%	5.00%	5.00%	8.25%	7.80%	7.70%	0.80%	0.50%	1.10%	1.00%
China	0.40%	0.30%	-2.70%	1.60%	1.50%	1.80%	1.66%	1.71%	4.80%	5.30%	4.70%	4.90%
Rusia	8.10%	8.30%	4.30%	6.80%	6.80%	16.00%	14.10%	14.10%	5.40%	5.40%	2.50%	2.90%
Turquía	74.80%	75.45%	70.45%	57.70%	57.95%	50.00%	46.55%	46.55%	5.80%	5.72%	3.00%	3.00%
Noruega	3.30%	3.00%	2.80%	3.50%	3.50%	4.50%	4.00%	4.00%	0.20%	0.20%	0.70%	0.80%
Costa Rica	n.d.	-0.33%	-3.33%	2.00%	1.90%	4.75%	3.96%	4.03%	n.d.	3.70%	3.70%	3.70%
El Salvador	n.d.	1.40%	-1.90%	1.90%	1.80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.50%	2.40%	2.50%
Guatemala	n.d.	3.76%	-0.24%	3.80%	3.70%	5.00%	4.05%	4.13%	n.d.	2.00%	3.30%	3.30%
Honduras	n.d.	4.90%	-0.10%	4.60%	4.60%	3.00%	3.13%	3.13%	n.d.	3.90%	3.40%	3.40%
Panamá	n.d.	1.30%	-0.08%	1.90%	1.90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.30%	2.70%	2.50%
Paraguay	n.d.	4.40%	0.40%	3.60%	3.70%	6.00%	5.50%	5.50%	n.d.	5.90%	3.80%	3.80%

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

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

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

China: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de junii. 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 junio.

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 1T24, excepto en Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay, cuya información corresponde al 4T23.

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