

**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, 29 de agosto de 2025**

## DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

### CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS .....	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas .....	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana .....	11
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona .....	18
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región	19
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO .....	20
2.1.	Expectativas de TPM .....	20
2.2.	Expectativas de crecimiento económico.....	25
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO .....	25
4.	RECUADROS/ANEXOS.....	28
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros .....	28
	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 .....	38
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos .....	40
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación.....	41
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes .....	42
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional .....	42
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países .....	43

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

- Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las expectativas de inflación extraídas del mercado de deuda pública disminuyeron, mientras que las provenientes del mercado de derivados y de encuestas aumentaron. Todas las medidas se ubicaron por encima de la meta del 3% para los próximos dos años (Cuadro 1).
- Las operaciones de manejo de deuda del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) y las expectativas de que continúen, han influido en las expectativas de inflación que se extraen del mercado de deuda pública, calculadas con tasas promedio del mes.
- Las tasas promedio mensual de los TES denominados en pesos disminuyeron en un contexto de compras de entidades públicas e inversionistas extranjeros.
- Las expectativas del mercado OIS y las encuestas apuntan a que la Tasa de Política Monetaria (TPM) se mantendrá sin cambios en la reunión de septiembre.
- Los inversionistas extranjeros realizaron compras en el mercado de contado, mientras que en el mercado de futuros vendieron TES.

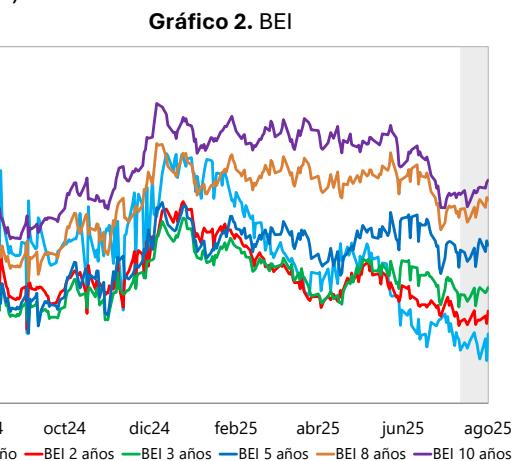
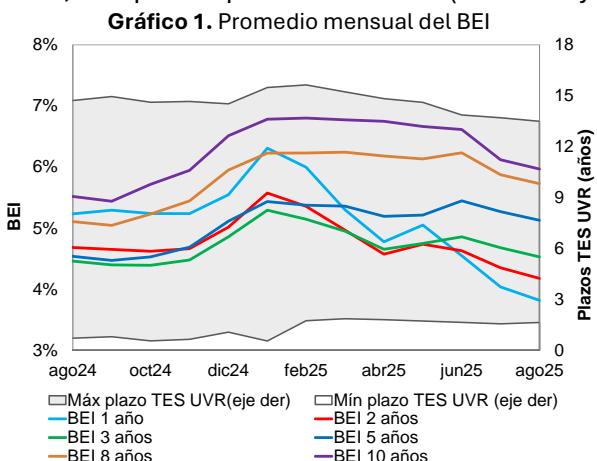
Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado										Expectativas de encuestas									
	BEI	BEI desest.	BEI ajustado	FBEI	FBEI ajustado	Swap BEI	Total (otras encuestas)	Total (BanRep)	SAR (BanRep)	dic-25	1 año	dic-26	dic-25	1 año	dic-26	2 años	dic-25	1 año	dic-26	
jul-25	4.04%	4.35%	4.52%	5.49%	3.48%	3.49%	4.25%	4.70%	3.46%	3.51%	3.67%	4.25%	4.78%	3.95%	3.82%	4.74%	3.91%	3.80%	3.52%	4.40% 3.89% 3.64% 3.15%
ago-25	3.81%	4.17%	4.28%	5.33%	3.37%	3.40%	4.03%	4.52%	3.37%	3.44%	3.91%	4.48%	4.95%	4.00%	3.96%	4.96%	4.00%	3.90%	3.50%	4.44% 4.06% 3.82% 3.40%
Variación (pb)	-22	-17	-24	-16	-11	-8	-23	-18	-9	-7	23	23	17	5	14	22	9	10	-2	4 17 18 25

Las expectativas de mercado se presentan como un promedio del mes. La expectativa de otras encuestas a diciembre de 2025 y 2026 corresponde a un promedio de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citi, y a un año corresponde a la EOF. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados.

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

Las inflaciones implícitas en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation*, BEI) han mostrado una alta volatilidad, influenciadas por las operaciones de manejo de deuda realizadas por el MHCP y las expectativas de que continúen. En este contexto, los BEI promedio mensual han registrado reducciones, aunque los valores observados el 21 de agosto se ubicaron por encima de los registrados el 31 de julio. Estas medidas se mantienen por encima de la meta del BanRep. Con información hasta el 21 de agosto, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó en su promedio mensual 22 puntos básicos (pb) a 3,81% para el plazo de un año, 14 pb a 5,13% para el plazo de cinco años, y 15 pb a 5,97% para el plazo a diez años (Gráfico 1). Por otro lado, al comparar las tasas del 21 de agosto con las tasas observadas el 31 de julio, el BEI a un año aumentó 8 pb a 3,97%, 31 pb a 5,22% para el plazo de cinco años, y 18 pb a 6,13% para el plazo a diez años (Cuadro 2 y Gráfico 2).



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

**Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR**

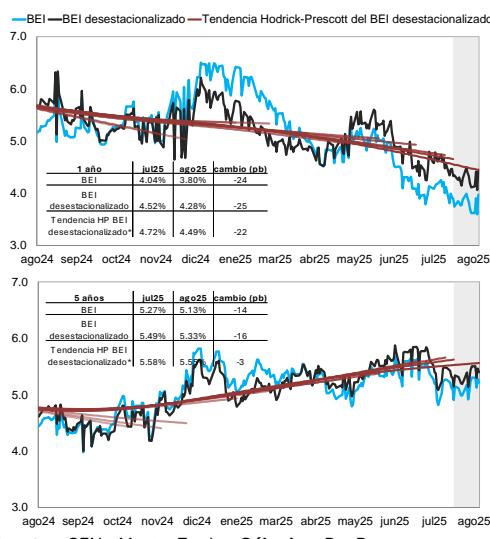
	Punto a punto (plazo en años)											
	TES pesos					TES UVR						
31jul25	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
21ago25	8,98%	9,72%	10,31%	11,19%	12,02%	12,37%	5,09%	5,63%	5,96%	6,29%	6,42%	6,42%
	9,18%	9,96%	10,58%	11,43%	12,15%	12,42%	5,21%	5,67%	5,95%	6,22%	6,30%	6,30%
	Variaciones (pb)					Variaciones (pb)						
	20	25	26	24	13	5	12	4	-1	-7	-11	-13
Var. BEI	8	20	27	31	25	18						
BEI	3,97%	4,29%	4,62%	5,22%	5,85%	6,13%						

	Promedios mensuales											
	jul25					ago25*						
Jul25	9,09%	9,98%	10,66%	11,55%	12,24%	12,46%	5,06%	5,64%	5,98%	6,29%	6,36%	6,34%
Ago25*	9,03%	9,88%	10,54%	11,42%	12,11%	12,35%	5,21%	5,71%	6,01%	6,29%	6,39%	6,38%
	Variaciones (pb)					Variaciones (pb)						
	-7	-10	-12	-13	-12	-11	15	7	3	1	2	4
Var. BEI	-22	-17	-15	-14	-15	-15						
BEI	3,81%	4,17%	4,53%	5,13%	5,73%	5,97%						

\*Información disponible al 21 de agosto de 2025.

**Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado**



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

\*El dato de la tendencia del 21 de agosto se estimó con datos hasta esa fecha. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

y a 5,33% para el plazo de cinco años (ant: 5,49%). Por su parte, la tendencia promedio cayó para el plazo de un año (obs: 4,49%; ant: 4,72%) y se mantuvo estable para el plazo de cinco años (obs: 5,55%; ant: 5,58%).

**El componente de expectativas de inflación de corto plazo del BEI mostró una disminución, posiblemente relacionada con los ajustes en las tasas de los títulos en UVR, tras la finalización de la última operación de manejo de deuda del MHCP sobre dichos instrumentos<sup>1</sup>, y las menores desvalorizaciones que han tenido los títulos en pesos ante las operaciones de manejo de deuda realizadas por el MHCP y las expectativas de que continúen. A mediano y largo plazo este componente permaneció estable.** Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también la incertidumbre sobre estas expectativas y algunas potenciales fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI<sup>2</sup> para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en expectativas de inflación, prima

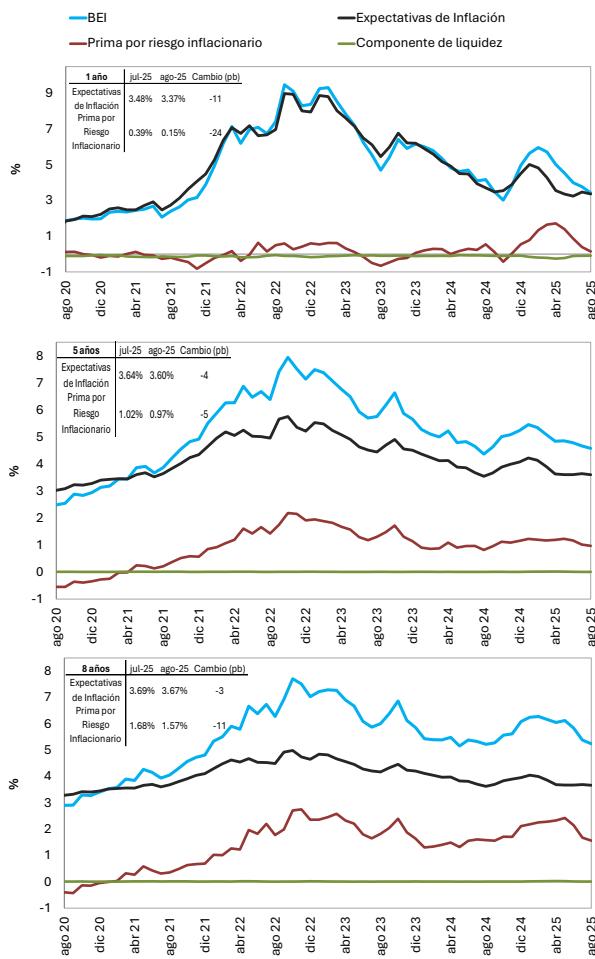
Al ajustar el BEI por estacionalidad, se mantiene la magnitud de la reducción observada en los plazos de uno y cinco años. En particular, la tendencia del BEI ajustado estacionalmente muestra una disminución en el horizonte de un año y estabilidad en el de cinco años. Con el fin de controlar por la estacionalidad de los TES denominados en UVR a inicio y fin de cada año (periodos en los que estos títulos suelen presentar mayores valorizaciones producto de las inflaciones mensuales altas), el Gráfico 3 presenta los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Además, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (estimada mediante un filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo que permite observar el ajuste de la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado promedio disminuyó a 4,28% para el plazo de un año (ant: 4,52%)

<sup>1</sup> En el marco de su programa de operaciones de Manejo de Deuda, el 24 de julio el MHCP anunció el fin del cuarto canje de TES por COP 4.8 billones (b) en TES UVR con vencimiento en 2027 y 2029 por TES UVR de 2031 y 2062. Desde entonces las tasas cero cupón de los títulos en UVR a 1 y 2 años subieron 18 pb y 12 pb, respectivamente.

<sup>2</sup> 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. Finalmente, el componente de liquidez se calcula como el diferencial entre la prima

por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los TES UVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 3,37% (ant: 3,48%), 3,60% (ant: 3,64%) y 3,67% (ant: 3,69%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

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



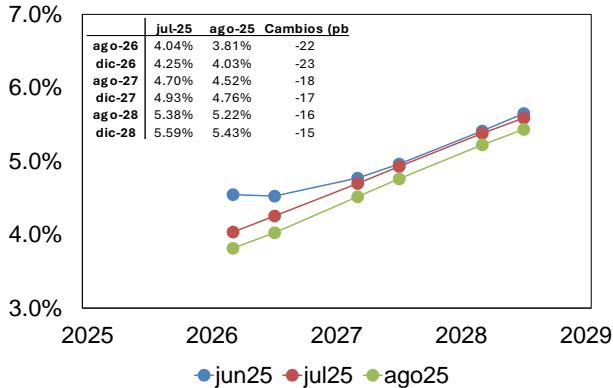
**Fuentes:** Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 3,42% (ant: 3,77%), 4,58% (ant: 4,67%) y 5,24% (ant: 5,38%) para los plazos de 1, 5 y 10 años, respectivamente.

**Los Forward Break-Even Inflation (FBEI) y los FBEI ajustados por primas presentaron disminuciones, en línea con el comportamiento del BEI promedio. A pesar de estas caídas, todas las métricas se mantienen por encima de la meta establecida por el BanRep. Esta reducción podría estar relacionada con las estrategias de manejo de deuda implementadas por el MHCP.** Para calcular las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como al cierre de los próximos tres años<sup>3</sup>, y considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para los meses de agosto y diciembre de 2026, 2027 y 2028 mediante la curva FBEI, las cuales se ubican en 3,81%, 4,03%, 4,52%, 4,76%, 5,22% y 5,43%,

por liquidez extraída de los TES en pesos y de los TES en UVR. Así, el BEI total se puede descomponer en 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.

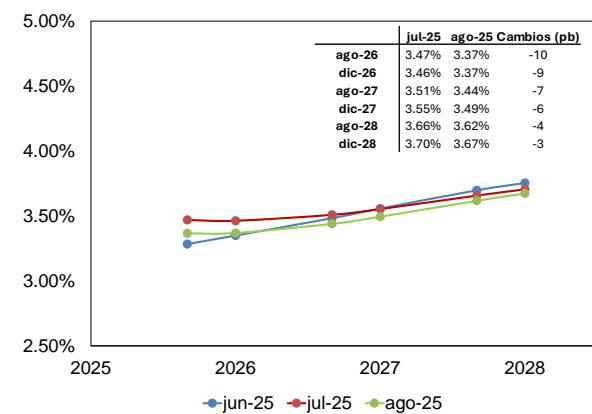
<sup>3</sup> No se estima la expectativa de inflación para fin del presente año dado que el BEI para plazos inferiores a un año puede presentar distorsiones por liquidez.

**Gráfico 5A. FBEI sin ajuste**



**Fuentes:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes del BEI, el cual se estima con base en las tasas cero cupón de TES en pesos y UVR, calculadas por el BanRep. Se presenta esta misma gráfica usando la información de precia en el Anexo 6 (Gráfico A6.4).

**Gráfico 5B. FBEI neto de primas**

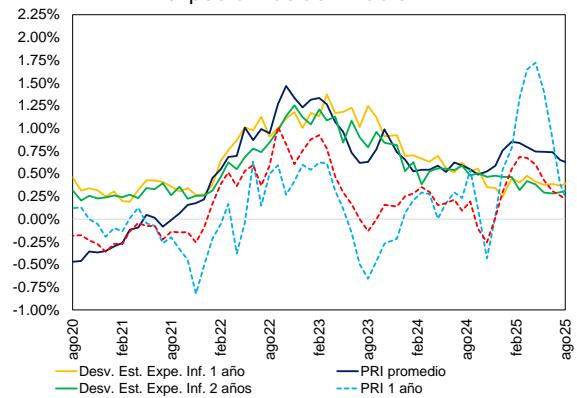


**Fuentes:** Precia. **Nota:** La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

respectivamente. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 3,37%, 3,37%, 3,44%, 3,49%, 3,62% y 3,67% para los mismos plazos.

**Las primas por riesgo inflacionario (PRI) de corto plazo disminuyeron, mientras que la desviación estándar de las expectativas de inflación a uno y dos años permaneció estable.** Las PRI cayeron 24 pb, 6 pb, 5 pb y 11 pb para los plazos de 1, 2, 5 y 8 años, y se ubicaron en 0,15%, 0,20%, 0,97% y 1,57%, en su orden (Gráfico 6). Por su parte, la dispersión de las expectativas de inflación a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep se mantuvo estable en 0,40% y 0,32%, respectivamente (ant: 0,37% y 0,30%). La corrección que han experimentado las PRI pudo estar asociada con las menores tasas de los títulos en pesos producto de los anuncios y operaciones de manejo de deuda del gobierno (Gráfico A4.5)<sup>4</sup>.

**Gráfico 6. PRI y desviación estándar de las expectativas de inflación**



Fuente: BanRep.

**Según los BEI ajustados y la EME, el escenario más probable es que las expectativas de inflación se mantengan dentro del rango del 3% al 4% para los horizontes de 1 y 2 años. Las encuestas reflejan un ligero incremento en la probabilidad de que dichas expectativas superen el 4%. Además, según el BEI ajustado a un año, la probabilidad de que dichas expectativas se ubiquen por debajo del 3% continúa siendo inferior al valor observado en junio de 2025<sup>5</sup>.** Empleando la distribución del BEI ajustado por primas y ajustando una distribución a las respuestas de la EME, se estima que la probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año se encuentre dentro del rango del 3% al 4% es de 71,99% (ant: 73,96%) y de 50,00% (ant: 58,54%), respectivamente (Gráfico 7.1 y 7.2)<sup>6</sup>. Para el horizonte de dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren dentro de este rango son del 98,55% (ant: 98,92%) y del 87,88% (ant: 83,78%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4)<sup>7</sup>. Por su parte, la probabilidad de que las expectativas de inflación a un año se encuentren por encima del 4% se ubicaron en 7,62% (ant: 11,24%) y 47,50% (ant: 39,02%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente; y a dos años se ubicaron en 0,22% (ant: 0,53%) y 3,03% (ant: 2,70%).

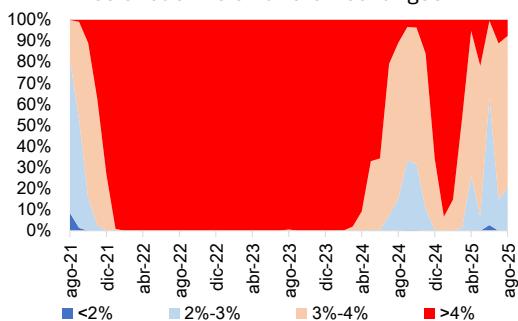
<sup>4</sup> Christensen, J & Ruiz, C. (2024) muestran que las primas por riesgo inflacionario en Colombia están influenciadas por factores internacionales. Esta prima surge de restar la prima por término de la curva de TES en UVR a la prima a término de la curva de TES en pesos.

<sup>5</sup> En agosto, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren debajo del 3% para el plazo a un año es de 20,4% y en junio fue de 63,2%.

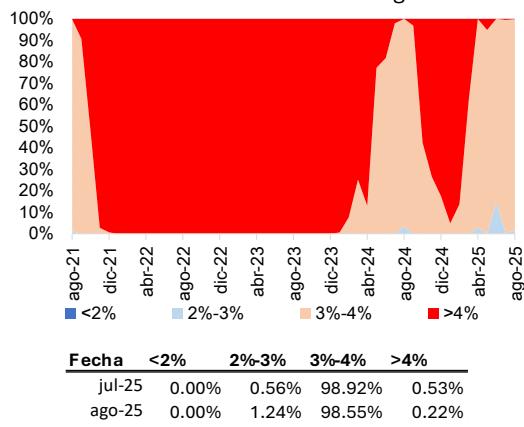
<sup>6</sup> Las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango entre 2,5% y 3,5% para el plazo a un año son 59,3% (ant: 51,9%) y 7,5% (ant: 14,6%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

<sup>7</sup> Las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango entre 2,5% y 3,5% para el plazo a dos años son 61,9% (ant: 50,4%) y 36,4% (ant: 37,8%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

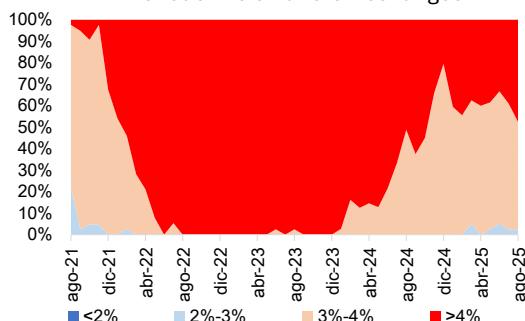
**Gráfico 7.1.** Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año del FBEI ajustado se encuentre en diferentes rangos



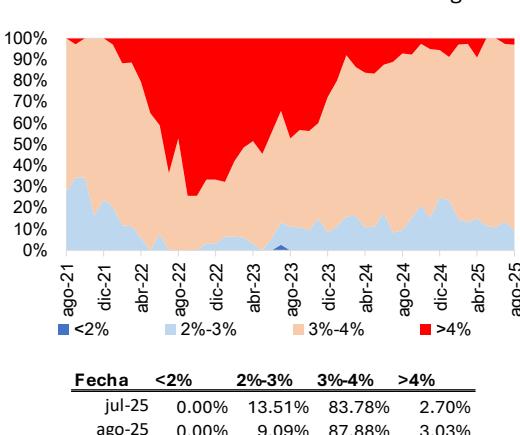
**Gráfico 7.3.** Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a dos años del FBEI ajustado se encuentre en diferentes rangos



**Gráfico 7.2.** Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año de la EME se encuentre en diferentes rangos



**Gráfico 7.4.** Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a dos años de la EME se encuentre en diferentes rangos



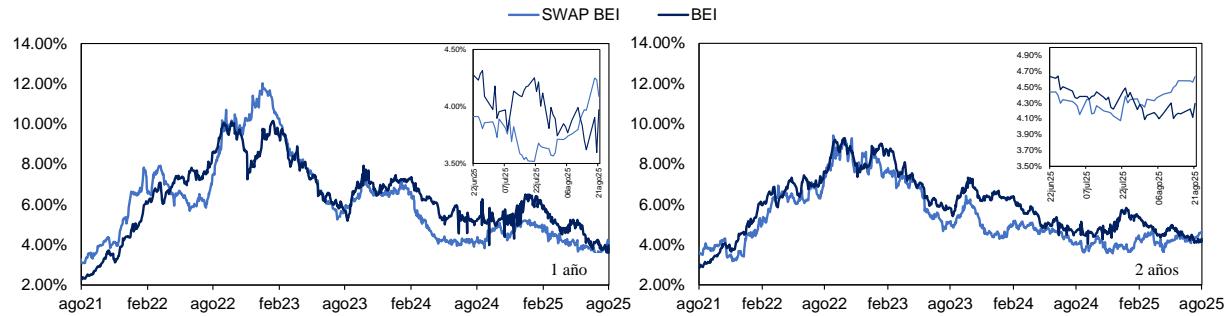
Fuentes: BanRep. Nota: Para más detalle sobre la metodología ver el Anexo 10 del documento *Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales* de agosto de 2024.

**Las expectativas de inflación implícitas en los contratos de derivados a uno y dos años aumentaron. Este aumento está en línea con el mayor dato de inflación observado en julio (obs: 4,90%; esp: 4,82%).** Este indicador no se ve afectado por las estrategias de manejo de deuda implementadas por el MHCP. El Gráfico 8 presenta las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los swaps UVR (*swap BEI*<sup>8</sup>), frente al BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 21 de agosto, los swaps BEI promedio mensual a 1 y 2 años subieron cada uno 23 pb, y se ubicaron en 3,91% y 4,48% (ant: 3,67% y 4,25%), respectivamente<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> La medida forward del primer al segundo año aumentó (obs: 5,05%, ant: 4,82%).

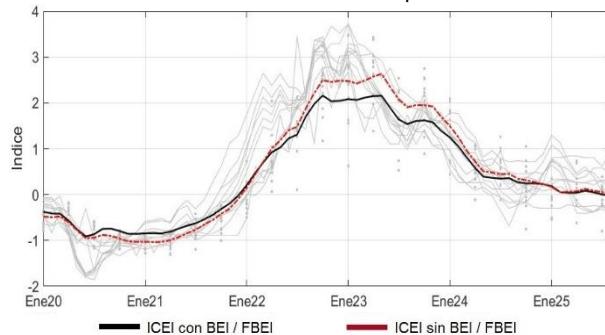
**Gráfico 8. BEI y Swap BEI a 1 y 2 años**



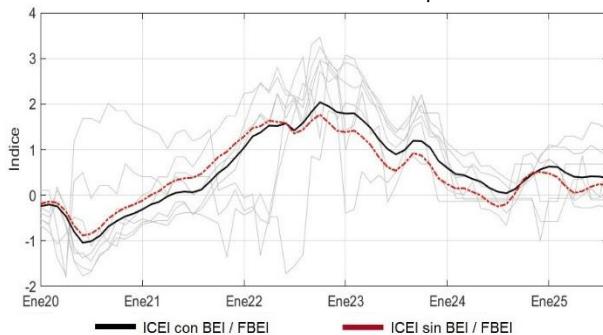
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación<sup>10</sup> (ICEI), que refleja la dinámica común de las expectativas de inflación provenientes del mercado y de encuestas, presentó leves cambios para todos los plazos (Gráficos 9 al 12).

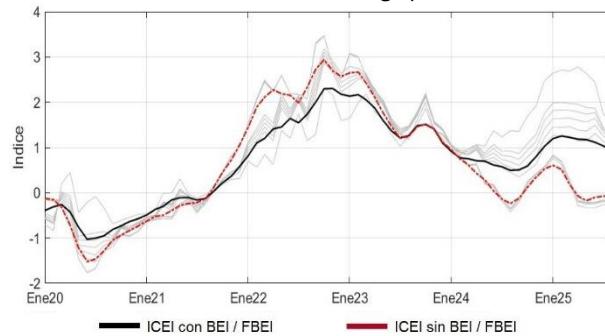
**Gráfico 9. ICEI de corto plazo**



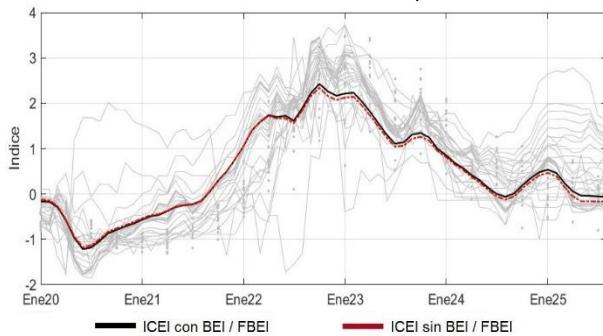
**Gráfico 10. ICEI de mediano plazo**



**Gráfico 11. ICEI de largo plazo**



**Gráfico 12. ICEI a todos los plazos**



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

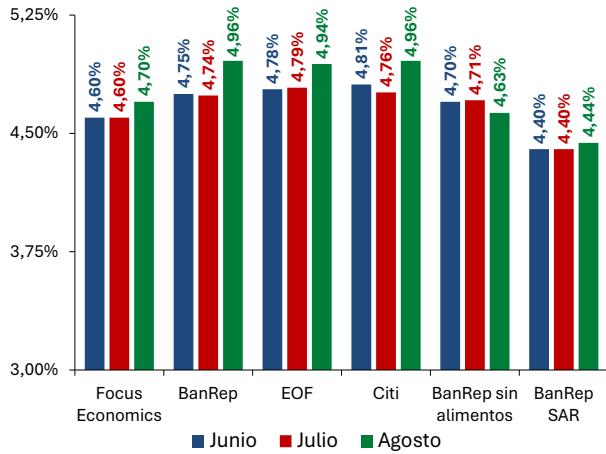
**Las expectativas de inflación total y básica, provenientes de encuestas, aumentaron para la mayoría de los plazos analizados. Asimismo, las expectativas de inflación sin alimentos ni regulados (SAR) aumentaron para todos los plazos.** El promedio<sup>11</sup> de las encuestas de expectativas de inflación total aumentó frente a lo observado el mes previo para finales de 2025 (obs: 4,95%; ant: 4,76%), a 12 meses (obs: 4,00%; ant: 3,93%) y 2026 (obs: 3,94%; ant: 3,81%), mientras que a 24 meses se mantuvo estable (obs: 3,50%; ant: 3,52%). Por otro lado, la última EME mostró

<sup>10</sup> 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.

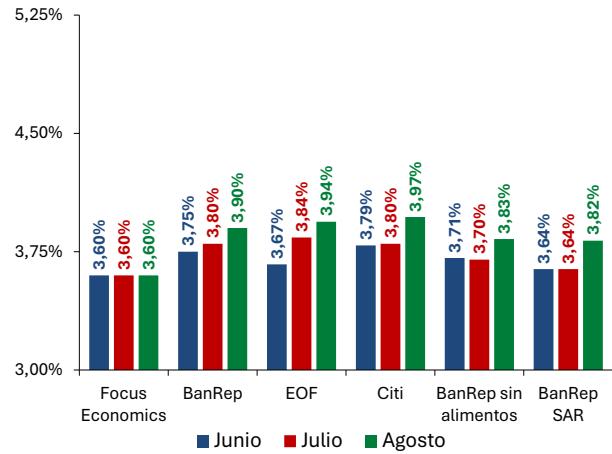
<sup>11</sup> Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2025 aumentó de 4,72% a 4,89%, y para 2026 aumentó de 3,76% a 3,85%.

incrementos en las expectativas de inflación SAR a todos los plazos, mientras que las de inflación sin alimentos disminuyeron para 2025 pero aumentaron a plazos más largos (Gráficos 13 al 16).

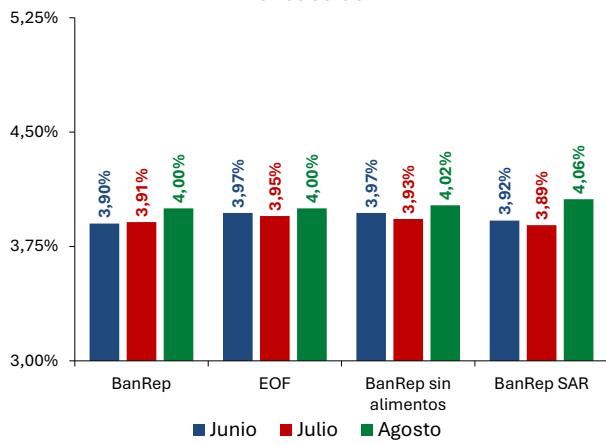
**Gráfico 13.** Inflación esperada para cierre 2025 según encuestas



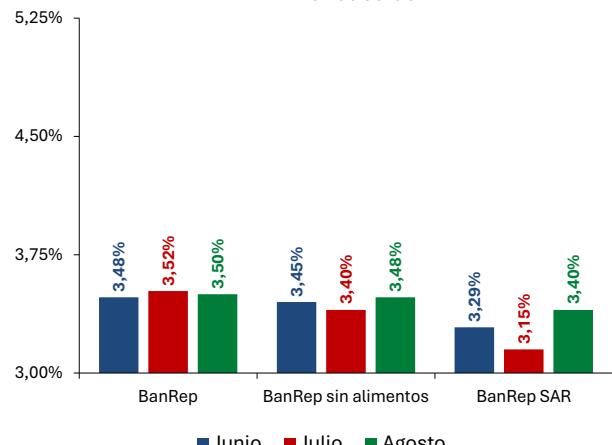
**Gráfico 14.** Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas



**Gráfico 15.** Inflación esperada a 12 meses según encuestas



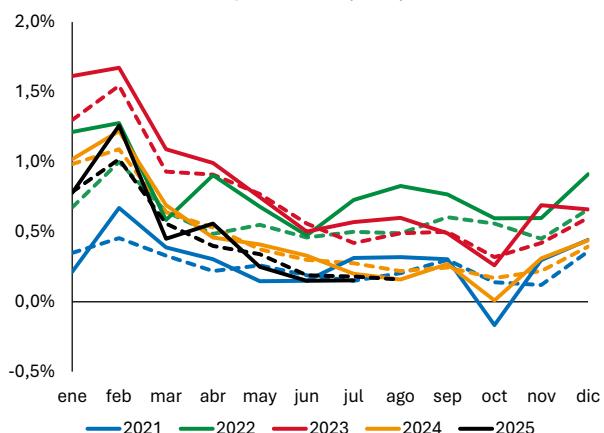
**Gráfico 16.** Inflación esperada a 24 meses según encuestas



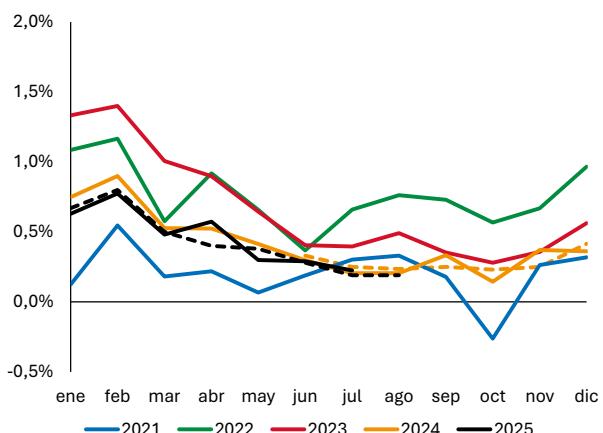
**Fuente:** Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 12 de agosto, con encuestas recolectadas hasta el 10 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 11 y el 13 de agosto. La EOF se publicó el 20 de agosto con datos recolectados entre el 11 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 21 de agosto.

**En julio, la inflación mensual sin alimentos se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado y de lo observado en el mismo mes de los últimos tres años, mientras que la inflación SAR se ubicó por encima de lo esperado por el mercado y de lo registrado durante el mismo mes de 2024. Para agosto, los analistas esperan que ambas medidas de inflación básica se ubiquen por debajo de lo registrado en el mismo periodo de los últimos tres años.** La inflación sin alimentos se ubicó en 0,15% m/m en julio, por debajo de lo esperado por los analistas encuestados por la EME (0,18%) y del dato registrado en julio de 2022 (0,73%), 2023 (0,57%) y 2024 (0,20%). Por su parte, la inflación SAR se ubicó en 0,23%, por encima de lo esperado (0,19%) y de lo registrado durante el mismo mes de 2024 (0,21%), pero por debajo de lo registrado en el mismo mes de 2022 (0,37%) y 2023 (0,41%). Para agosto, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos y SAR se ubique en 0,16% y 0,19%, respectivamente, por debajo de los niveles registrados en agosto de 2022, 2023 y 2024 (Gráfico 17).

**Gráfico 17.** Inflación mensual sin alimentos y expectativas (EME)



**Gráfico 18.** Inflación mensual SAR y expectativas (EME)



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

**En síntesis, las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros presentaron comportamientos mixtos durante el periodo. Las extraídas del mercado de deuda pública disminuyeron, influenciadas por algunas dinámicas propias del mercado, mientras que las provenientes del mercado de derivados aumentaron. Comportamiento similar al que se observó con respecto a las expectativas provenientes de encuestas, las cuales también aumentaron. En todos los casos se mantienen en niveles superiores al 3% en el horizonte de dos años.** La reducción en promedio de las expectativas provenientes del mercado de deuda pudo estar vinculada, en el corto plazo, con los ajustes en las tasas de los títulos en UVR tras la finalización de la última operación de manejo de deuda del MHCP sobre dichos instrumentos. Además, el comportamiento de las expectativas de mediano plazo pudo estar asociado con las valorizaciones de TES en pesos de este tramo, dadas las compras del MHCP en estas referencias. Por otro lado, el aumento en las expectativas captadas tanto en encuestas como en el mercado de derivados está alineado con la sorpresa inflacionaria de julio (obs: 4,90%; esp: 4,82%, ant: 4,82%).

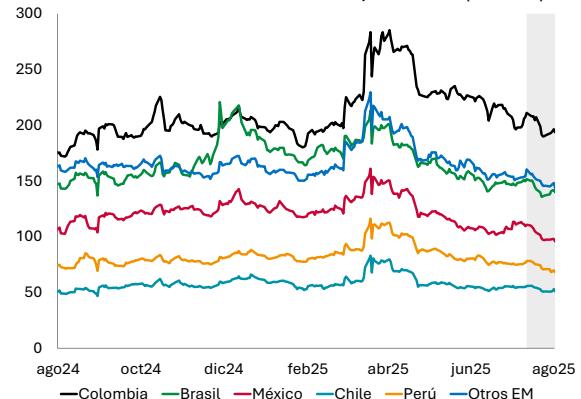
**Las expectativas de inflación provenientes de encuestas se mantuvieron por encima de las implícitas en el mercado de deuda. Las provenientes de encuestas, aumentaron en promedio 19 pb y 13 pb, para diciembre de 2025 y diciembre de 2026, respectivamente.** A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 4,00% (ant: 3,93%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 3,37% (ant: 3,48%). A 24 meses, la EME indica una expectativa de 3,50% (ant: 3,52%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 3,44% (ant: 3,51%)<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> A diciembre de 2026, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,94% (ant: 3,81%), mientras que el FBEI a 2026 neto de primas se ubica en 3,37% (ant: 3,46%) para el mismo plazo.

## 1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

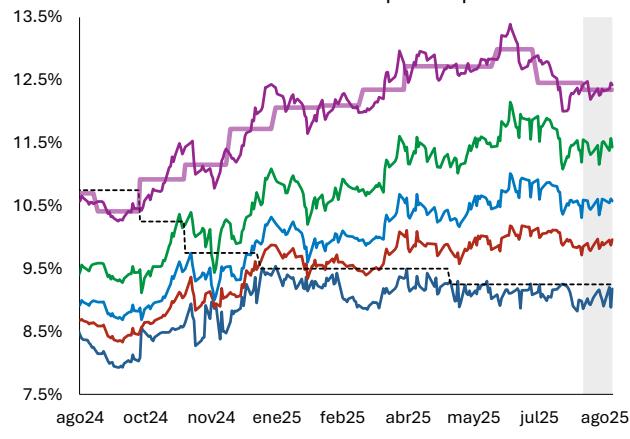
Al comparar las tasas del 21 de agosto con las del 31 de julio, la curva de TES en pesos se aplanó debido a una mayor desvalorización de los títulos de corto plazo frente a los demás tramos. No obstante, al contrastar los promedios mensuales de julio y agosto, se registraron valorizaciones en todos los segmentos de esta curva. Las desvalorizaciones punto a punto en el tramo corto estuvieron en línea con el dato de inflación de julio (4,90%), superior tanto a la expectativa del mercado (4,82%) como al registro previo (4,82%), y con el aumento en la oferta de títulos de corto plazo (TCO) durante el periodo<sup>13</sup>. En contraste, las tasas de largo plazo pudieron haberse visto presionadas al alza por la persistencia de la incertidumbre fiscal a nivel local<sup>14</sup>. No obstante, las tasas promedio del mes continuaron con la tendencia de reducción observada el mes anterior, en línea con las compras realizadas por el MHCP durante el periodo, como se muestra más adelante (Gráficos 19 al 21). Además, las primas por riesgo de Colombia y los países de la región disminuyeron durante agosto<sup>15</sup>.

Gráfico 19. Credit Default Swaps Latam (5 años)



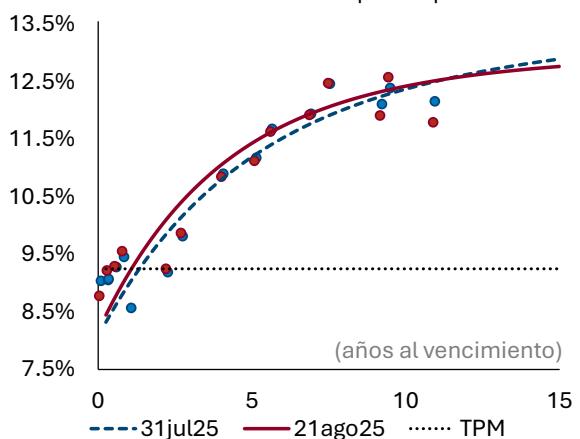
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

Gráfico 20. 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 21. Curva cero cupón en pesos



Por su parte, la curva de TES denominados en UVR se aplanó al comparar las tasas del 21 de agosto con las del 31 de julio, ante desvalorizaciones de los títulos del tramo corto y leves valorizaciones de los del tramo largo. Sin embargo, al comparar los promedios mensuales de julio y agosto, se observaron desvalorizaciones en todos los tramos. Las desvalorizaciones de

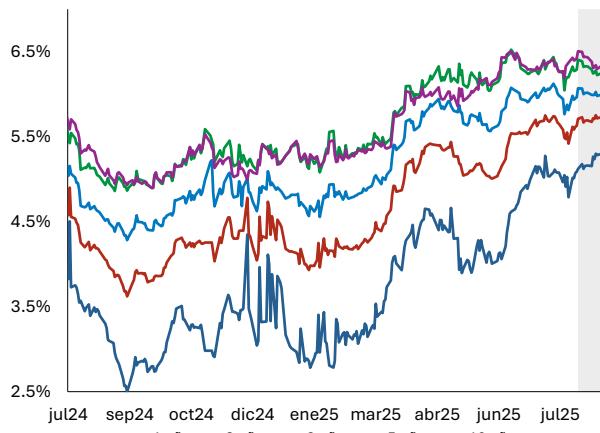
<sup>13</sup> En agosto, el saldo de TCO se ubicó en COP 41 billones, superior al dato de julio (COP 38 billones) y al de diciembre de 2024 (COP 17 billones)

<sup>14</sup> Durante agosto, el MHCP presentó el Presupuesto General de la Nación para 2026, que incluye cambios significativos frente a las cifras publicadas en el MFMP. En particular, se incorporan COP 26,3 billones de ingresos proyectados por una reforma tributaria que aún está por presentarse en el Congreso.

<sup>15</sup> Durante agosto, el CDS a 5 años ha disminuido 11 pb en Colombia, mientras que en los demás países de la región ha presentado variaciones de entre -12 pb (México) y -2 pb (Chile), y en una muestra de países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) ha disminuido 6 pb.

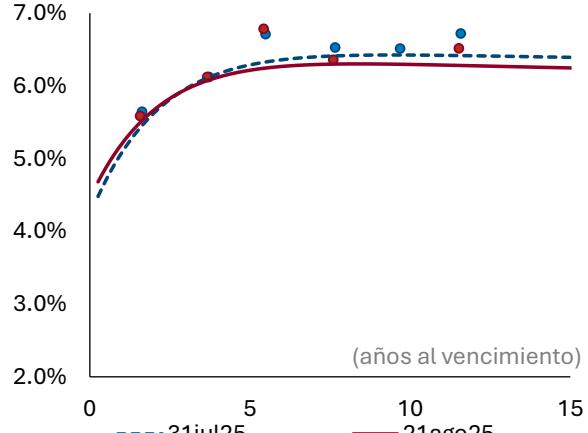
los TES UVR del tramo corto, se dieron en un escenario de escasa liquidez en estas referencias<sup>16</sup> y tras la finalización de la última operación de manejo de deuda del MHCP sobre dichos instrumentos (Gráficos 22 y 23).

**Gráfico 22.** Tasas cero cupón en UVR



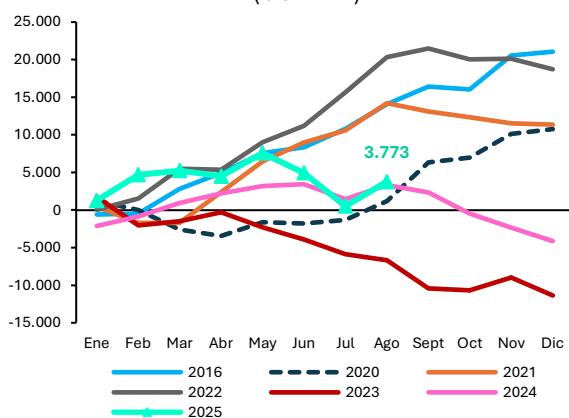
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

**Gráfico 23.** Curva cero cupón en UVR



Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 21 de agosto, los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES denominados en pesos por COP 3,4 billones (b), principalmente en referencias del tramo medio y largo de la curva (COP 1,9 b y COP 1,6 b, respectivamente)<sup>17</sup>. En TES denominados en UVR, vendieron en neto COP 142 miles de millones (mm) en el mercado de contado, principalmente en el tramo medio (COP 214 mm). De esta manera, en lo corrido del 2025 acumulan compras netas por COP 3,8 b en el mercado de contado de TES (Gráfico 24). Así, en agosto se mantuvieron como el cuarto grupo de mayores tenedores de estos títulos con el 16,4% del total de TES en circulación (Gráfico 25).

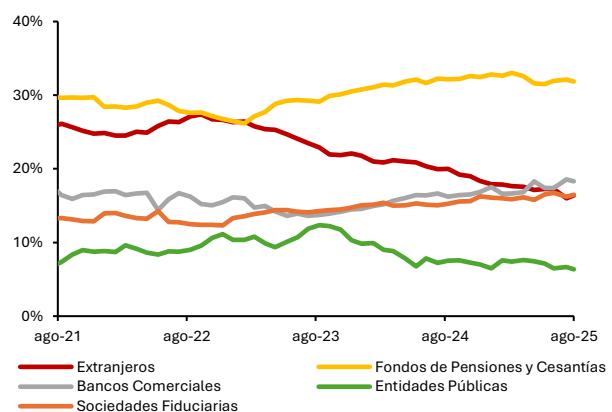
**Gráfico 24.** Flujos netos de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)



Fuente: BanRep.

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

**Gráfico 25.** Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencias del Fonpet (% del total)



Fuente: BanRep.

Nota: Excluye la transferencia de los TES en el portafolio del Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al MHCP en abril de 2023, así como las posteriores transferencias del 25% de ese portafolio en diciembre de 2023, y del 10% en agosto de 2025, del MHCP a Fiduprevisora. Para estimar la participación real del portafolio en el mercado de TES sin este efecto, se simula un escenario en el que dichas transferencias no ocurrieron y los saldos permanecen en los fondos de pensiones y fiduciarias.

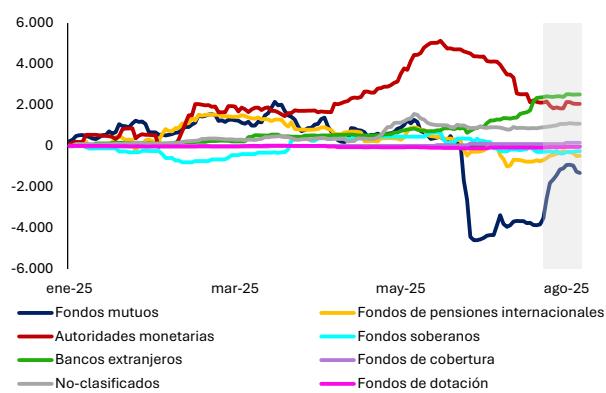
<sup>16</sup> El Bid-Ask Spread (BAS) promedio de los TES en UVR con vencimiento en 2027 se ubicó en 9,3 pb en agosto, por encima del valor de julio (6,4 pb) y del promedio para 2025 (5,3).

<sup>17</sup> En TES denominados en pesos del tramo corto vendieron en neto COP 85 miles de millones.

**Los fondos mutuos lideraron las compras de los inversionistas extranjeros desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 26)<sup>18</sup>. Se observa una recomposición de la base de inversionistas extranjeros hacia los bancos extranjeros en lo corrido de 2025.** Desde la última reunión de la JDBR, los fondos mutuos compraron en neto COP 2,5 b, mientras que las autoridades monetarias realizaron ventas netas por COP 100 mm. En lo corrido de 2025, los bancos extranjeros han liderado las compras de los inversionistas extranjeros, con compras netas por COP 2,5 b.

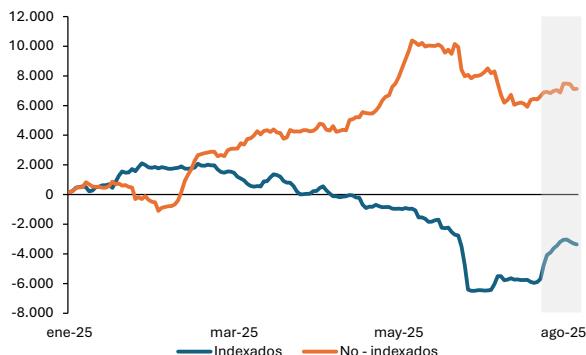
**Además, los inversionistas extranjeros clasificados como no-indexados<sup>19</sup> al índice GBI-EM Global Diversified<sup>20</sup> tomaron una posición compradora durante agosto (Gráfico 27).** Durante el año, se observa una recomposición de la base de agentes extranjeros hacia este tipo de inversionistas. Los agentes no-indexados realizaron compras netas por COP 494 mm desde la última reunión de la JDBR, mientras que los indexados compraron en neto TES por COP 2,5 b<sup>21</sup>. Las compras de los inversionistas extranjeros durante agosto podrían estar relacionadas con los rendimientos ofrecidos por los títulos colombianos, los cuales continúan ubicándose en niveles elevados con respecto al año anterior. Sin embargo, persisten algunos riesgos en los frentes local e internacional, entre los que se destacan la incertidumbre fiscal en Colombia y la incertidumbre comercial y fiscal en Estados Unidos, los cuales podrían presionar a la baja los flujos de los inversionistas extranjeros hacia adelante.

**Gráfico 26.** Flujos netos acumulados por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (COP mm)



Fuente: BanRep. Nota: Los fondos de dotación corresponden a las organizaciones sin ánimo de lucro de otros países, como las fundaciones o universidades, que realizan inversiones en TES.

**Gráfico 27.** Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros clasificados como indexados y no indexados al índice GBI-EM Global Diversified en el mercado de contado de TES (COP mm)



Fuente: BanRep. Nota: Clasificación basada en [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#).

<sup>18</sup> A agosto de 2025, la participación por tipo de inversionista extranjero dentro del total de tenencias en TES de extranjeros es de 41% para los fondos mutuos, 23% para los fondos de pensiones internacionales, 17% para las autoridades monetarias, 7% para los fondos soberanos, 3% para los bancos extranjeros, 2% para las compañías de seguros internacionales, y 7% para los demás tipos de agentes.

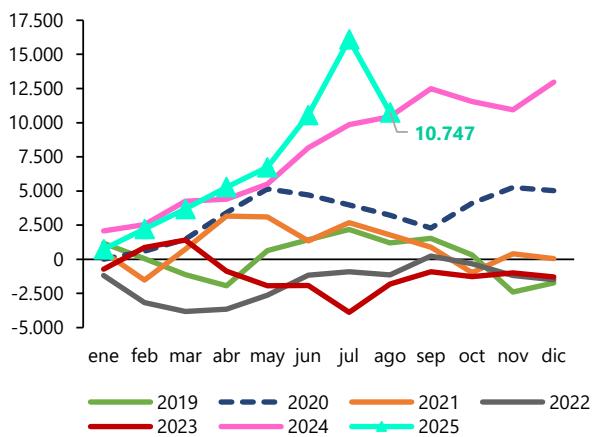
<sup>19</sup> La clasificación se basa en la metodología propuesta por [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#), en la cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

<sup>20</sup> Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes. Este índice basa sus cotizaciones en el valor de mercado de los títulos incluidos en la canasta, por lo tanto, las ponderaciones de los emisores incluidos no son constantes a través del tiempo

<sup>21</sup> Esta metodología permite clasificar a los administradores de fondos que invierten en TES; sin embargo, no controla por movimientos específicos o discrecionales que puedan presentarse en determinados fondos gestionados por un administrador.

Por otro lado, los inversionistas extranjeros disminuyeron su posición compradora en contratos *Non-Delivery Forward* (NDF) de TES<sup>22</sup>, revirtiendo la tendencia observada hasta julio. Así, se presentaron vencimientos de contratos de compra por COP 5,3 b desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 28), ubicando su posición compradora en COP 28 b al 21 de agosto. Estas ventas podrían estar relacionadas con menores expectativas de valorizaciones de los TES por parte de los inversionistas en este mercado. De acuerdo con la información reportada por las contrapartes locales al BanRep, estas ventas se concentraron en referencias del tramo medio y largo de la curva de TES en pesos (COP 2,1 b y COP 2,0 b, respectivamente)<sup>23</sup>. En cuanto a sus contrapartes locales, los bancos comerciales fueron el tipo de entidad con la que concentraron la disminución en su posición durante el periodo (COP -5,6 b), seguidos de las sociedades comisionistas de bolsa (COP -27 mm), mientras que con las corporaciones financieras la aumentaron en COP 250 mm.

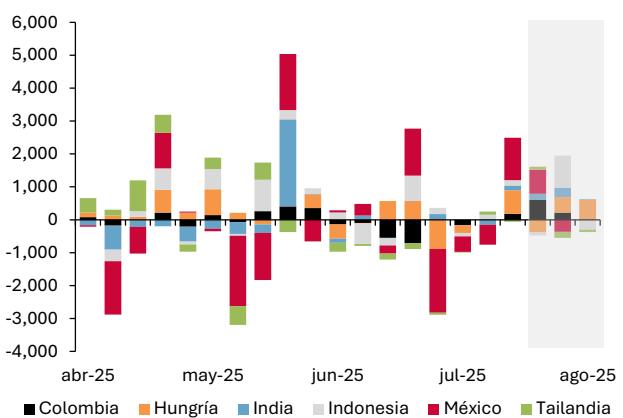
**Gráfico 28.** Cambio en la posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año (COP mm)



Fuente: Reporte de las entidades locales al BanRep.

Nota: Corresponde a la suma de los montos de: (nuevos contratos de compra – vencimientos de contratos de compra) – (nuevos contratos de venta – vencimientos de contratos de venta).

**Gráfico 29.** Flujos netos semanales de inversionistas extranjeros en títulos de deuda de un grupo de países emergentes (USD millones)



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

Nota: Esta información es preliminar, dado que el IIF revisa regularmente los flujos para países distintos a Colombia. Además, pueden presentarse diferencias frente a los agregados regionales publicados por la misma entidad, debido a variaciones en las metodologías de estimación. En algunos casos, como en México, también existe un rezago en la disponibilidad de datos.

A nivel global, en agosto se registraron flujos de compra de inversionistas extranjeros en títulos de deuda<sup>24</sup> para una muestra de países emergentes con información reciente disponible (Gráfico 29). Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF), desde la última reunión de la JDBR países como Colombia, Hungría y México han presentado compras netas por USD 808 m

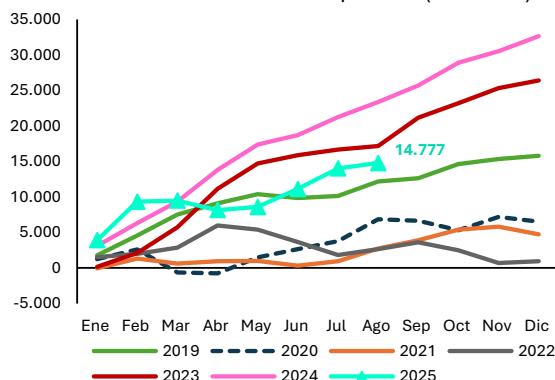
<sup>22</sup> Un NDF de TES es un contrato futuro Over-the-Counter (OTC) en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio pactado en la fecha de negociación del contrato. Son derivados OTC, por lo que las negociaciones se llevan a cabo mediante acuerdos bilaterales entre las partes interesadas. Al ser *Non-Delivery*, la liquidación se realiza por compensación. Es decir, a su vencimiento se compara el precio pactado en el contrato con el precio de mercado del TES subyacente, y se paga la diferencia a la parte que corresponda (no hay entrega del TES). A modo de ejemplo, si al vencimiento del contrato, el precio en el mercado de contado del TES subyacente es mayor al precio pactado en el NDF de TES, el comprador del contrato recibe el diferencial entre los dos precios multiplicado por el monto.

<sup>23</sup> En instrumentos sobre referencias del tramo corto de la curva disminuyeron su posición en COP 1,3 b.

<sup>24</sup> Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.

(0,5% del saldo total de deuda pública en ese país<sup>25</sup>), USD 698 m (0,4%) y USD 591 m (0,1%), respectivamente.

**Gráfico 30.** Flujos netos de los FPC en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)

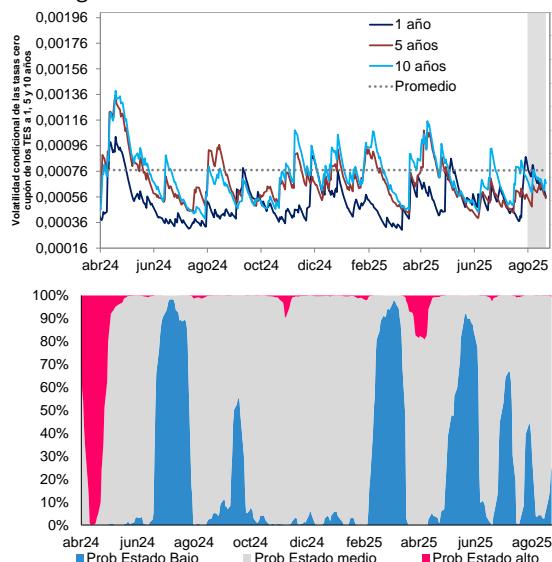


Fuente: BanRep.

**Los FPC realizaron compras de TES desde la última reunión de la JDBR, continuando con la tendencia observada desde junio, principalmente en referencias denominadas en UVR (Gráfico 30).** Durante el periodo, los FPC vendieron en neto TES en pesos por COP 890 mm, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 1,6 b)<sup>26</sup>. Por su parte, en TES denominados en UVR realizaron compras netas por COP 1,8 b, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 2,5 b)<sup>27</sup>. De esa manera, se mantienen como los principales tenedores de TES (32,0% del total de TES en circulación).

**Desde la última reunión de la JDBR, las entidades públicas tomaron una posición compradora importante, principalmente en referencias del tramo largo de la curva. Además, durante el periodo, se llevó a cabo un canje de deuda entre el Ministerio de Hacienda y los creadores de mercado por COP 15,4 b.** Durante el periodo, las entidades públicas demandaron en neto títulos por COP -1,6 b, COP 604 mm y COP 3,1 b en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Por su parte, en el canje de deuda se recibieron referencias de TES en pesos con vencimiento en 2026, 2027, 2030, 2034, 2036, 2042 y 2050, a cambio de TES en pesos con vencimiento en 2040.

**Gráfico 31.** Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES



La volatilidad del mercado de TES en pesos aumentó en agosto y se ubicó con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 31), al tiempo que la mayoría de las métricas de liquidez se deterioraron frente a los niveles registrados el mes previo. Respecto a los indicadores de liquidez, los Bid-Ask Spread (BAS) promedio de los TES en pesos y UVR se ubicaron por encima de los observados en julio, mientras que la profundidad promedio aumentó para los TES en pesos, pero disminuyó para los TES en UVR. Estos indicadores continúan reflejando niveles de liquidez inferiores a los cinco años previos a la pandemia del Covid-19<sup>28</sup> (Anexo 2 – Gráficos 32 al 35).

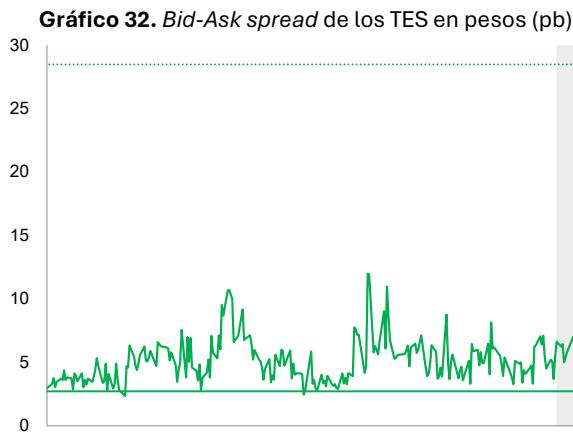
Fuente: BanRep y Precia. Cálculos: BanRep. Nota: La volatilidad condicional se estima con un modelo GARCH (1,1). Las probabilidades de los regímenes de volatilidad se calcularon con un modelo MS-GARCH sobre el índice IDXTES.

<sup>25</sup> Fuente: Haver Analytics. Información a julio de 2025.

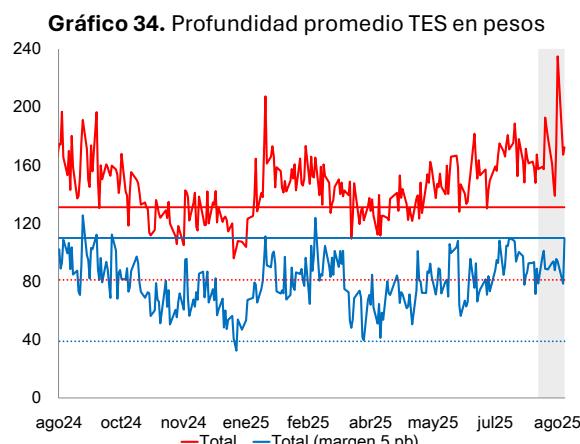
<sup>26</sup> En referencias del tramo corto y medio de la curva en pesos, compraron en neto COP 309 mm y COP 393 mm, durante el periodo.

<sup>27</sup> En referencias del tramo medio de la curva en UVR, vendieron en neto COP 649 mm durante el periodo.

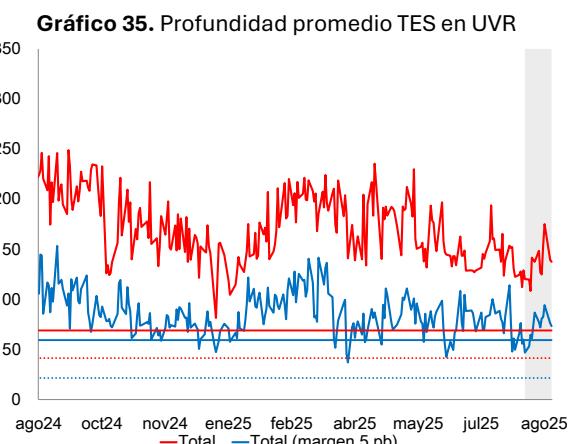
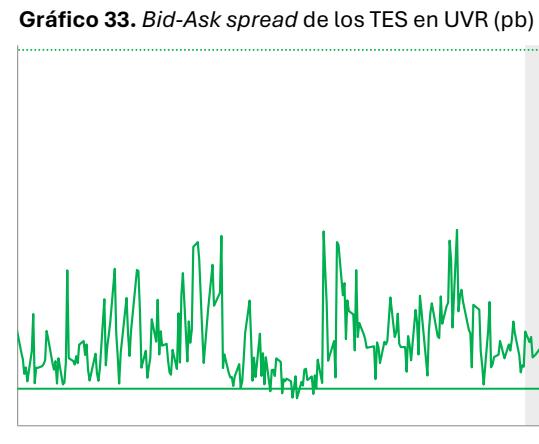
<sup>28</sup> Al 20 de agosto, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 6,7 pb para los TES en pesos y 8,1 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 4,9 pb y 7,2 pb observados durante julio, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante



**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.



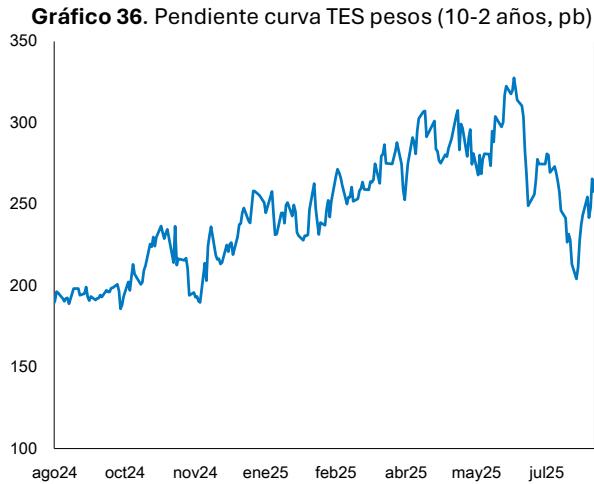
**Fuente y Cálculos:** BanRep. Las cifras están en miles de millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. 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.



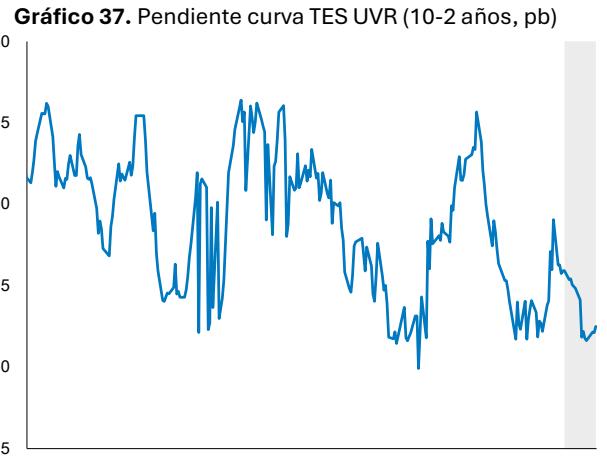
**Las curvas de los TES denominados en pesos y en UVR se aplanaron.** En el caso de los títulos en pesos, esto se debe a las mayores desvalorizaciones en el tramo corto de la curva, explicadas por el dato de inflación de julio (por encima de las expectativas del mercado) y la mayor oferta de TCO. Por su parte, las desvalorizaciones en los títulos de corto plazo denominados en UVR están alineadas con la finalización de la última operación de manejo de deuda del MHCP sobre dichos instrumentos, en un entorno de menor liquidez. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años se redujo en 20 pb, alcanzando un nivel de 246 pb en la curva de TES pesos, de manera similar, la de TES en UVR se aplanó 17 pb, hasta un nivel de 63 pb (Gráficos 36 y 37).

---

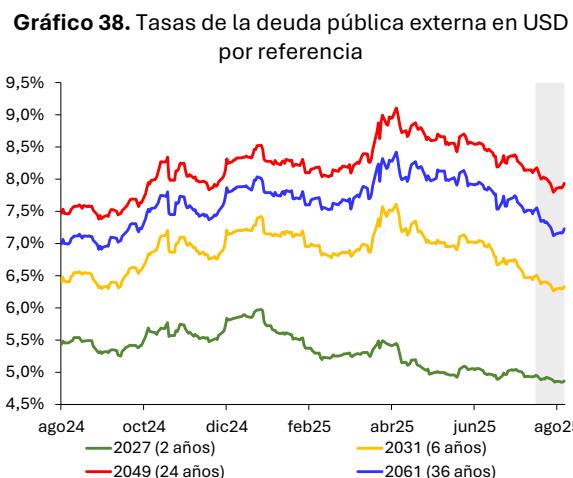
los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de COP 166,8 mm a COP 170,2 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR disminuyó de COP 143,7 mm a COP 136,1 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,1 mm y COP 68,9 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).



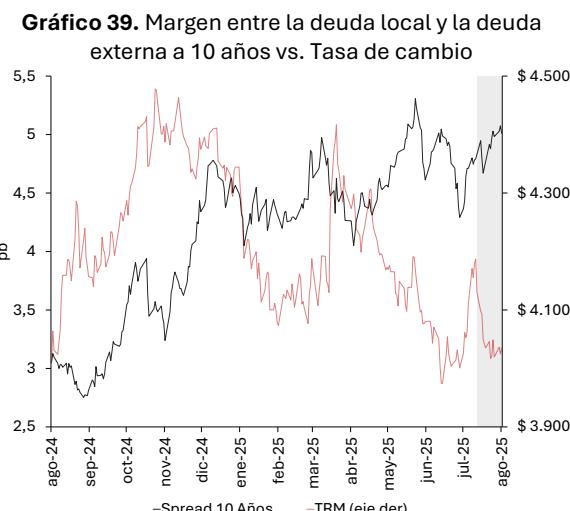
Fuentes: SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep.



**Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se valorizaron, mientras que los denominados en moneda local se desvalorizaron, por lo que la diferencia de sus tasas con las de los TES aumentó. Además, durante el periodo, el MHCPR recompró títulos denominados en dólares por USD 2,9 mm (COP 11,8 b). Desde la última reunión de la JDBR, las tasas de los títulos con vencimientos a 2, 6, 24 y 36 años presentaron variaciones de -9 pb, -17 pb, -23 pb y -30 pb, respectivamente (Gráfico 38). En ese período, el margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares, respectivamente) aumentó 22 pb, debido a que los títulos denominados en dólares se valorizaron mientras que los locales se desvalorizaron (Gráfico 39).**

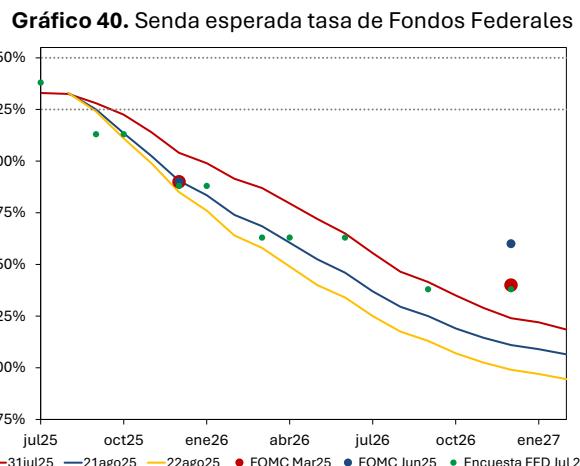


Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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



Fuente: Bloomberg y Fed.

**Nota:** Las líneas punteadas representan el rango actual de la tasa de los fondos federales. Las líneas azul, roja y amarilla muestran la trayectoria esperada de dicha tasa en cada corte. Los puntos azul y rojo corresponden a las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) para distintos horizontes, mientras que los puntos verdes reflejan la mediana de las proyecciones de un grupo de entidades encuestadas por la Fed.

región). Estas proyecciones del mercado se encuentran en línea con las proyecciones del FOMC publicadas en junio para el cierre de 2025 y 50 pb por debajo de las publicadas para el cierre de 2026 (Gráfico 40).

**En esta misma línea, el CME<sup>29</sup> muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2025 es aquel consistente con recortes acumulados de 50 pb (ant: 25 pb).** Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2025 se ubicó en el rango entre 3,75% y 4,00% durante agosto (probabilidad del 47%), seguido del rango entre 3,50% y 3,75% (probabilidad del 25%, Cuadro 3).

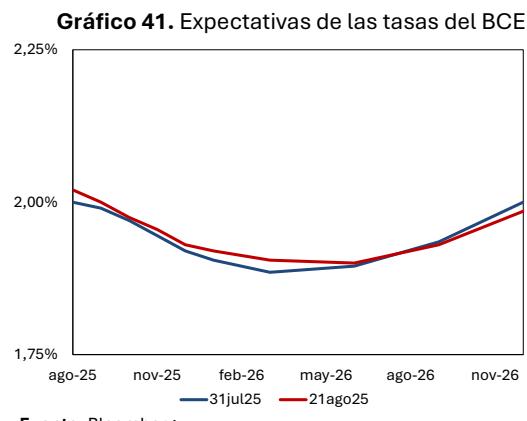
**Cuadro 3. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre de 2025**

	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00%	4,00%-4,25%	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%
31jul25	0%	8%	32%	43%	17%	0%
21ago25	0%	25%	47%	24%	4%	0%
22ago25	0%	38%	48%	13%	1%	0%

Fuente: CME.

Durante agosto, las expectativas del mercado de futuros sobre las tasas de los fondos federales se ajustaron a la baja, descontando recortes por mayor magnitud durante 2025. El mercado descuenta que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) recortará la tasa en 50 pb (ant: 25 pb) durante 2025. Las expectativas de política monetaria reaccionaron a la baja ante la publicación de cifras del mercado laboral y actividad económica por debajo de lo esperado por el mercado en Estados Unidos, así como por las declaraciones del presidente de la Fed, Jerome Powell, en el simposio de *Jackson Hole*, las cuales fueron interpretadas por el mercado como favorables a futuros recortes de tasas (ver *Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región*).

<sup>29</sup> Chicago Mercantile Exchange.



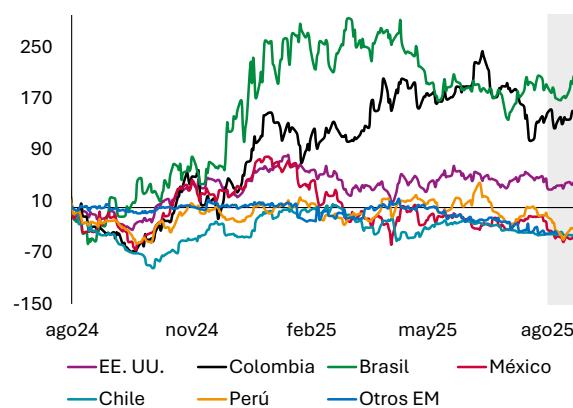
**Por su parte, las expectativas de TPM en Europa se mantuvieron estables en agosto.** Los futuros de la tasa Euribor anticipan una tasa de 2,00% en la reunión de septiembre del Banco Central Europeo (ant: 1,99%), de 1,93% para cierre de 2025 (ant: 1,92%) y de 1,99% para el cierre de 2026 (ant: 2,00%) (Gráfico 41).

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

**La curva de Tesoros de EE. UU. se empinó ante mayores valorizaciones del tramo corto que en los demás tramos.** Estas valorizaciones pudieron estar asociadas con una corrección a la baja de la senda esperada de política monetaria en EE.UU., impulsada por la publicación de datos económicos del mercado laboral<sup>30</sup> y la actividad económica<sup>31</sup> de julio que se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado.

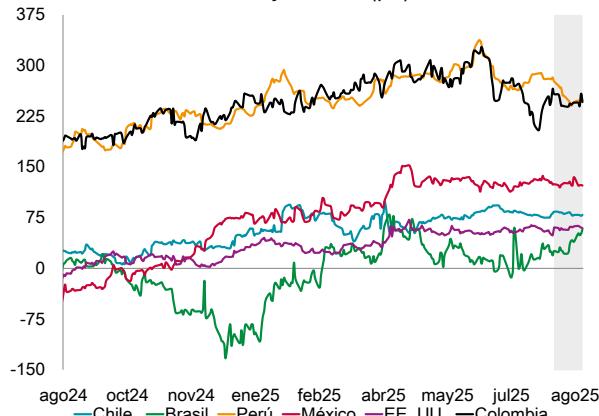
**En este contexto, las curvas de los títulos de deuda pública de la región presentaron comportamientos mixtos.** Se destacan las desvalorizaciones de los títulos del tramo largo en Brasil, cuyas tasas presentaron incrementos en medio de la persistencia de las tensiones en el frente comercial de este país con EE.UU. Una excepción fueron los títulos de deuda pública de Perú, los cuales se desvalorizaron en la parte corta. Las pendientes 10 años-2 años disminuyeron 34 pb (hasta un nivel de 249 pb) en Perú, 2 pb (hasta un nivel de 79 pb) en Chile y 1 pb (hasta un nivel de 123 pb) en México, mientras que en Brasil aumentó 39 pb (hasta un nivel de 58 pb) y 11 pb en EE.UU. (hasta un nivel de 59 pb, Gráficos 42 a 44, Anexo 4).

**Gráfico 42. 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 2024.

**Gráfico 43. Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)**

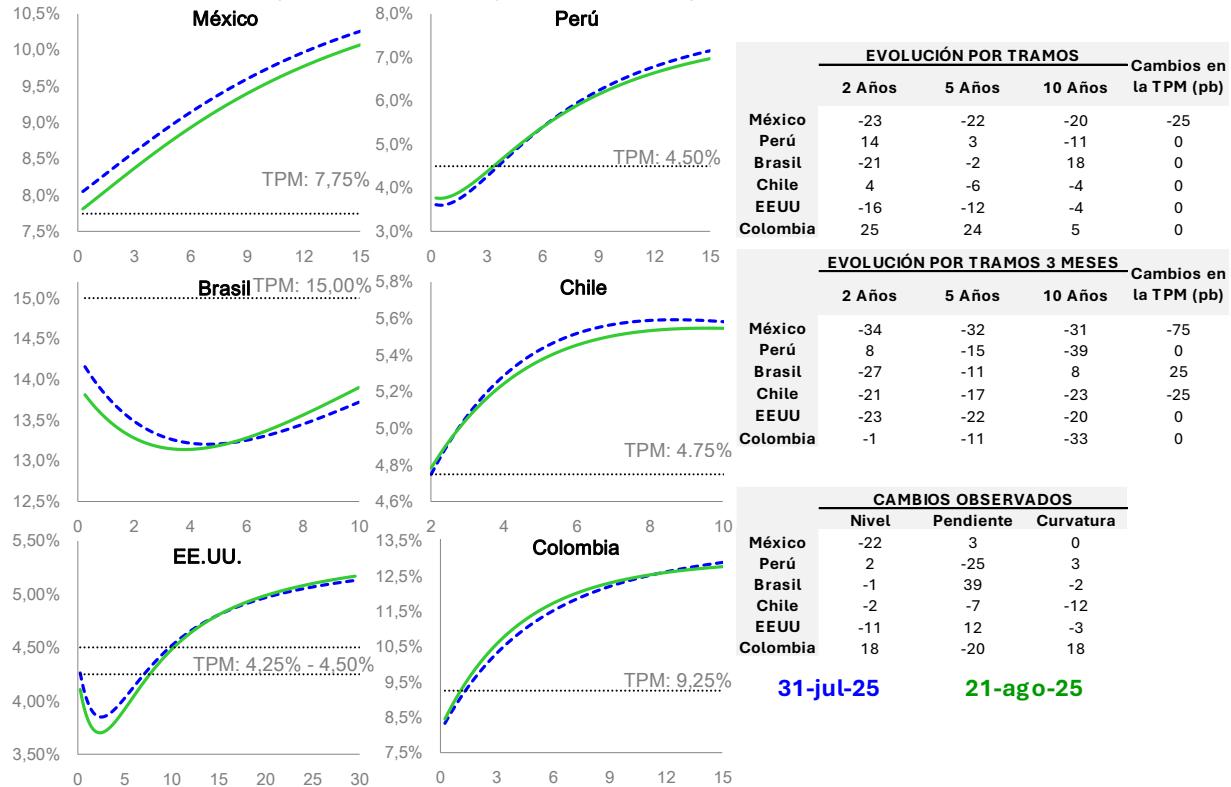


Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep.

<sup>30</sup> El reporte de nóminas no agrícolas se ubicó en 73 mil en julio, por debajo de lo esperado (105 mil) y del dato previo (147 mil).

<sup>31</sup> El ISM manufacturero de julio se ubicó en 48,0, por debajo del dato esperado (49,5) y del dato anterior (49,0). Además, el índice de sentimiento del consumidor de la Universidad de Michigan se ubicó en 61,7, por debajo del dato esperado (62,0) y del dato anterior (61,8).

**Gráfico 44.** Comportamiento curvas spot Latinoamérica y EE. UU. Desde la última reunión de la JDBR



Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep. Nota: Curvas calculadas mediante la metodología de Nelson&Siegel. 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 TPM extraídas de encuestas, de la curva OIS y del mercado de TES en pesos.

### 2.1. Expectativas de TPM

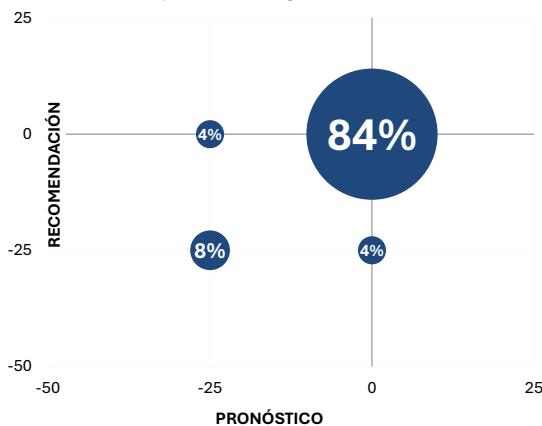
Las encuestas indican que la mayoría de los agentes descuentan que la tasa de política monetaria permanezca inalterada en septiembre. Primero, según la EME<sup>32</sup>, la mediana señala que la TPM permanecerá estable en 9,25% en septiembre (desviación estándar de 14 pb). Por su parte, de acuerdo con la encuesta de analistas financieros de Citi<sup>33</sup>, de las 26 entidades encuestadas, el 84% espera y recomienda que la TPM permanezca inalterada en septiembre, un 8% espera y recomienda que disminuya 25 pb, un 4% espera que disminuya 25 pb pero recomienda que permanezca inalterada, y el 4% restante espera que permanezca inalterada, pero recomienda que disminuya 25 pb. La desviación estándar de las expectativas se mantuvo estable en agosto (obs: 10 pb; ant: 9 pb) (Gráficos 45 y 46, y Anexo 1). En cuanto a la reunión de agosto, la mayoría de los agentes encuestados por la EME esperan que la TPM se mantenga inalterada (desviación estándar de 9 pb), y en el caso de la Encuesta de Opinión Financiera<sup>34</sup> (EOF), los 29 agentes encuestados también esperan que esta se mantenga estable.

<sup>32</sup> Datos recolectados entre el 11 y el 13 de agosto.

<sup>33</sup> Publicada el 21 de agosto.

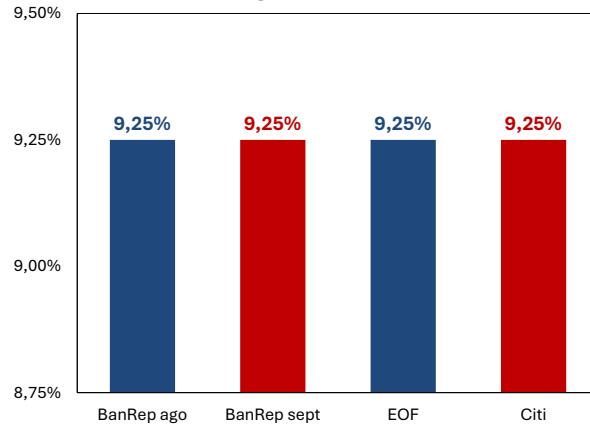
<sup>34</sup> Publicada el 20 de agosto con datos recolectados entre el 11 y el 15 del mismo mes.

**Gráfico 45.** Expectativa de cambio (pb) TPM para la reunión de septiembre según las encuestas de Citi.



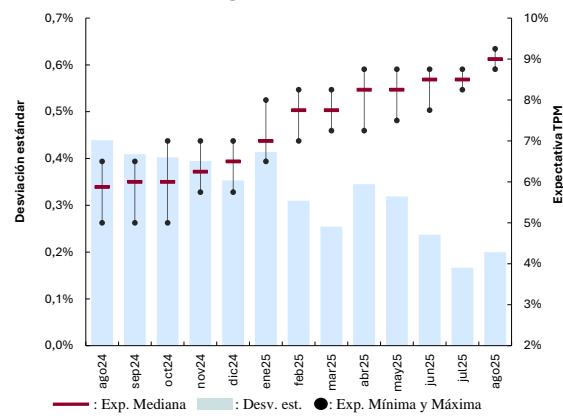
Fuente: Citi.

**Gráfico 46.** Expectativas TPM próxima reunión según encuestas



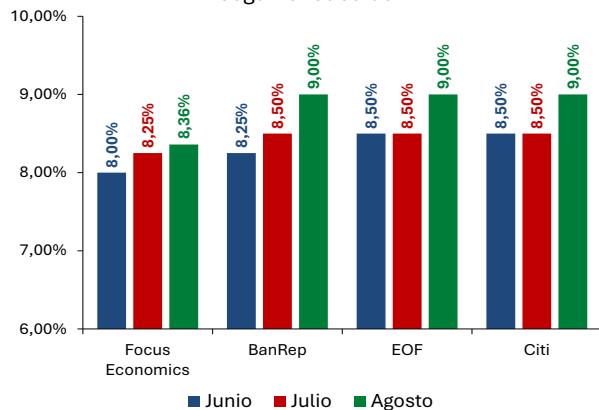
Fuente: BanRep, EOF, Bloomberg y Citi. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 11 y el 13 de agosto. La EOF se publicó el 20 de agosto con datos recolectados entre el 11 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 21 de agosto. Los datos de Bloomberg se recolectaron hasta el 25 de agosto. \*La EOF indaga por la reunión de agosto (azul), la encuesta de Citi pregunta por la reunión de septiembre (rojo), mientras que la encuesta del BanRep averigua por las reuniones de agosto y septiembre.

**Gráfico 47.** Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas



Fuente: Citi.

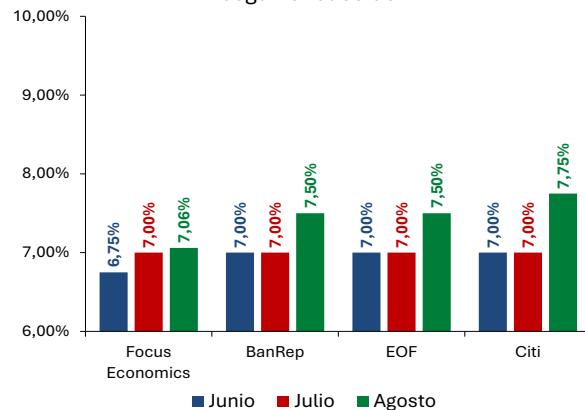
**Gráfico 48.** Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 12 de agosto, con encuestas recolectadas hasta el 10 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 11 y el 13 de agosto. La EOF se publicó el 20 de agosto con datos recolectados entre el 11 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 21 de agosto.

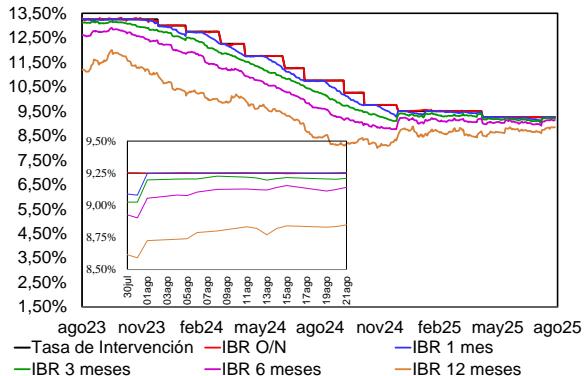
**Considerando horizontes más largos, las encuestas muestran expectativas de TPM para 2025 más altas que las registradas en julio.** Por un lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la mediana de la TPM esperada para cierre de 2025 aumentó de 8,50% a 9,00% en agosto, mientras que la desviación estándar de estas expectativas aumentó de 17 pb a 20 pb (Gráfico 47). Por su parte, el promedio de todas las encuestas aumentó de 8,44% a 8,84% para el cierre de 2025 (Gráfico 48), y de 7,00% a 7,45% para el cierre de 2026 (Grafico 49).

**Gráfico 49.** Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas



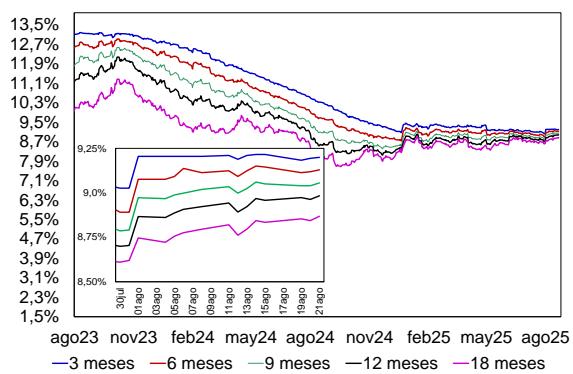
**Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses presentaron aumentos. Señalando menores recortes de la TPM, en línea con la postura cautelosa de la JDBR frente a las decisiones de la tasa.** Las expectativas de menores recortes están en línea con la publicación del dato de inflación de julio superior a las expectativas, las persistentes preocupaciones fiscales, la solidez del consumo de los hogares<sup>35</sup> y el buen desempeño del mercado laboral<sup>36</sup>. Hasta el 21 de agosto, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, subieron 19 pb, 24 pb, 26 pb, 26 pb, 28 pb y 25 pb, respectivamente (Gráficos 50 y 51).

**Gráfico 50.** Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

**Gráfico 51.** Tasas OIS



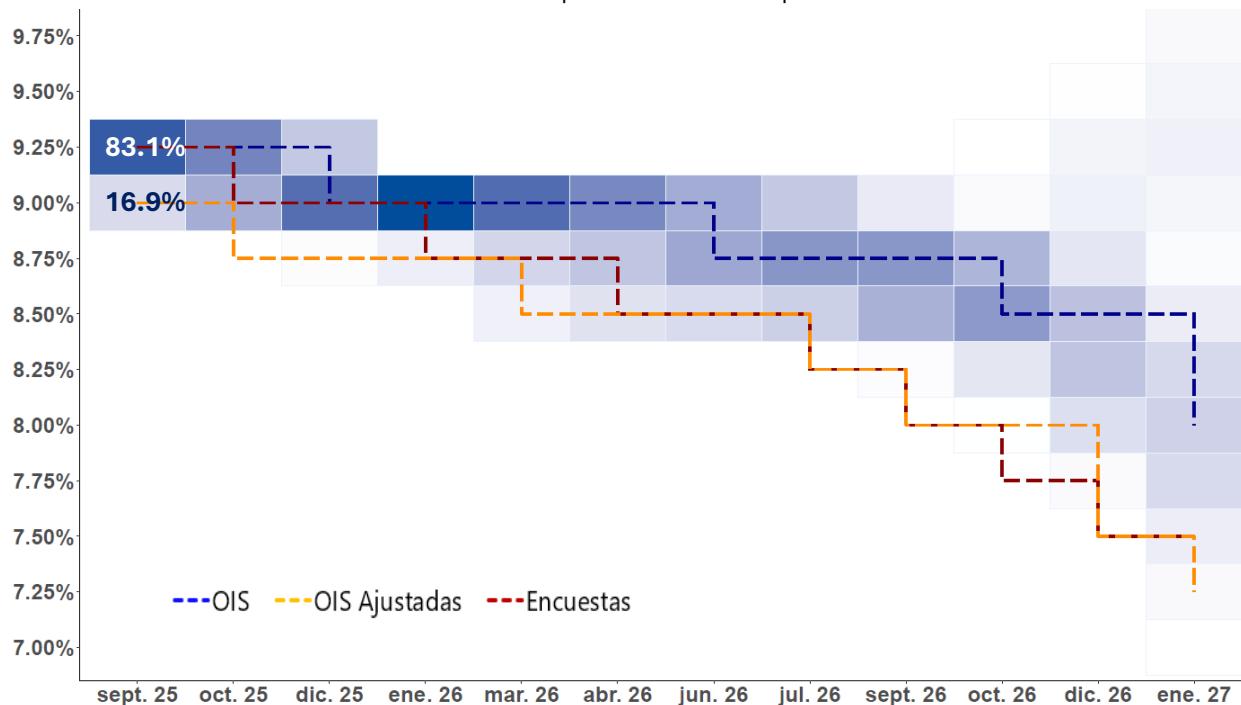
Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

**El mercado OIS asigna mayor probabilidad a la estabilidad de tasas en la reunión de septiembre. Con datos al 21 de agosto, este mercado asigna una probabilidad del 83,1% a que la TPM permanezca sin cambios y un 16,9% a un recorte de 25 pb. Según el mercado OIS y la EME, el próximo recorte de 25 pb en la TPM ocurriría entre las reuniones de octubre y diciembre.** Con información al 21 de agosto, el mercado descuenta que la TPM se ubicaría en 9,00% al cierre del 2025 (ant: 8,75%) y en diciembre de 2026 se ubicaría en 8,50% (ant: 8,25%; Gráficos 52 y 53). El ajuste en la senda de la TPM responde a la más reciente decisión de la JDBR, interpretada por el mercado como una postura cautelosa del BanRep, la publicación de un dato de inflación superior a las expectativas y las persistentes preocupaciones fiscales. En este contexto, diversos analistas continúan subrayando la necesidad de mantener una postura cautelosa frente a las decisiones futuras sobre la tasa, destacando los riesgos inflacionarios que implicaría un incremento del salario mínimo por encima de la inflación y la productividad.

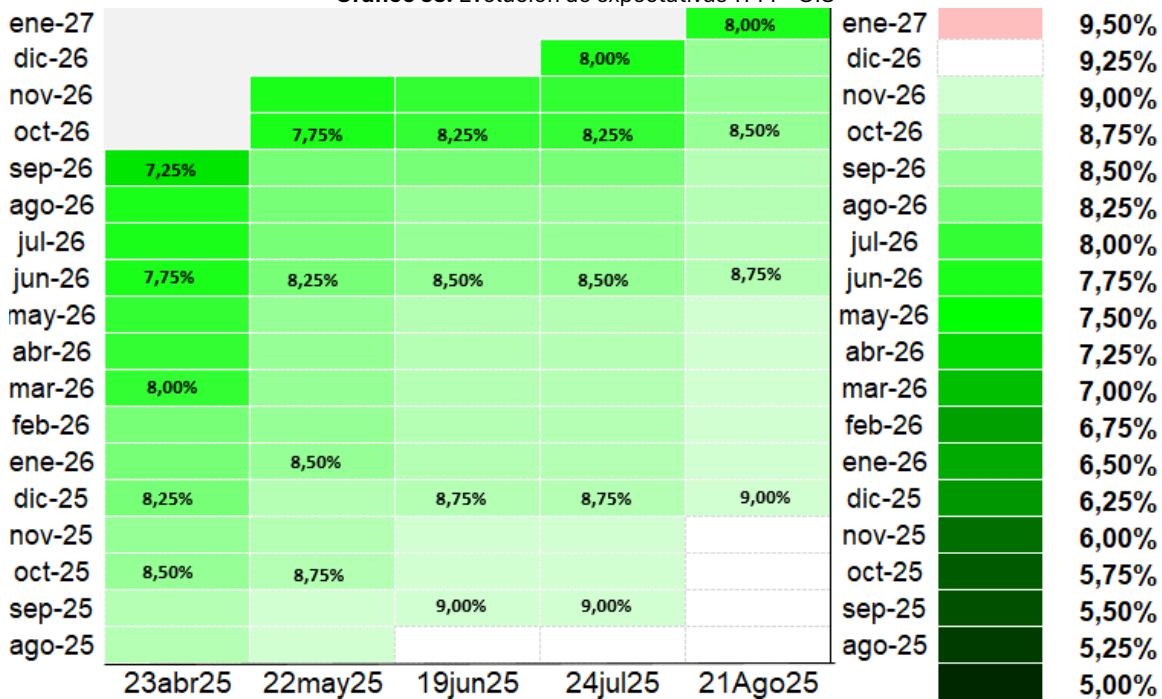
<sup>35</sup> El crecimiento anual del consumo de los hogares se ubicó en 3,7% en el segundo trimestre de 2025, por encima del valor observado el año anterior (0,9%).

<sup>36</sup> La tasa de desempleo nacional se ubicó en 8,6% en el mes de junio, por debajo del dato observado el mes anterior (9,0%) y el año anterior (10,3%).

**Gráfico 52.** Tasa de política monetaria implícita – OIS



**Gráfico 53.** Evolución de expectativas TPM – OIS

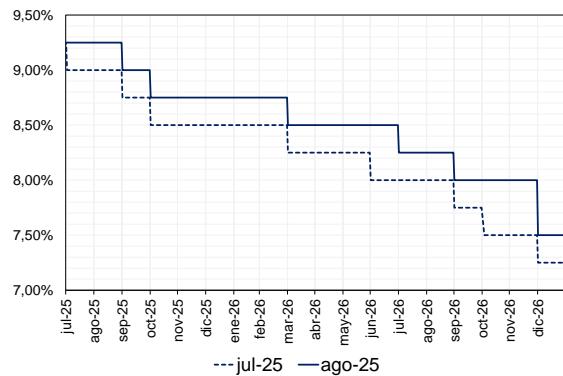


Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep. Nota: Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo se estima el modelo con tasas hasta 18 meses, para valores superiores a estas maduraciones las tasas OIS presentan cupón.

Para la reunión de septiembre las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS asignan una probabilidad del 85% a un recorte de 25 pb y del 15% a estabilidad de la TPM. Estas expectativas apuntan a que la TPM se ubicaría en 8,75% en diciembre de 2025 (ant: 8,50%) y en 7,50% en diciembre de 2026 (ant: 7,25%). El Gráfico 54 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de julio y agosto.

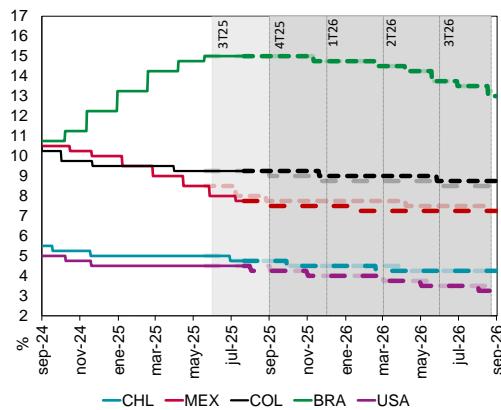
**Las expectativas de TPM en la mayoría de los países de la región no presentaron cambios (Gráfico 55).** De esta manera, se espera que la TPM en Brasil y Chile a cierre de 2025 se ubique en 14,75% y 4,50%. En México se anticipan mayores recortes, impulsados por la publicación del dato de inflación de julio, que fue inferior a lo esperado por el mercado (obs: 3,51%; esp: 3,53%); como resultado, se estima que la tasa de interés se ubique en torno al 7,50% en diciembre de 2025, por debajo de lo esperado en el mes anterior de 7,75%.

**Gráfico 54.** Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 24 de julio y 21 de agosto de 2025.

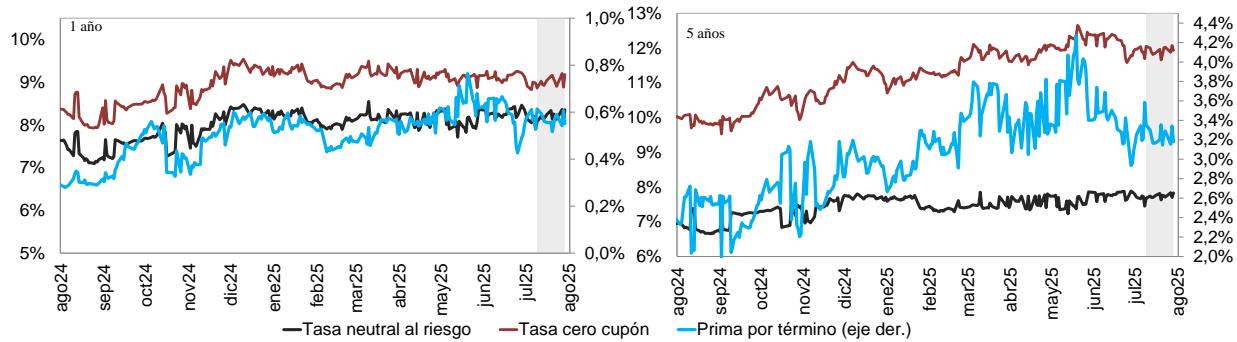
**Gráfico 55.** Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Citi. Cálculos BanRep. Nota: Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 19 de junio, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 24 de julio.

**En Colombia, durante el periodo las tasas neutrales al riesgo a 1 y 5 años aumentaron, en línea con expectativas de menores recortes de la TPM para el próximo año.** El Gráfico 56 presenta estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo, permitiendo evaluar en qué proporción los movimientos de las tasas nominales pueden ser explicados por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutrales al riesgo subieron 45 pb y 38 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 8,35% y 7,33%, en su orden. Por su parte, las primas a término promedio del mes se ubicaron en 0,55% (ant: 0,53%) y 3,18% (ant: 3,40%), respectivamente (Gráfico A4.4).

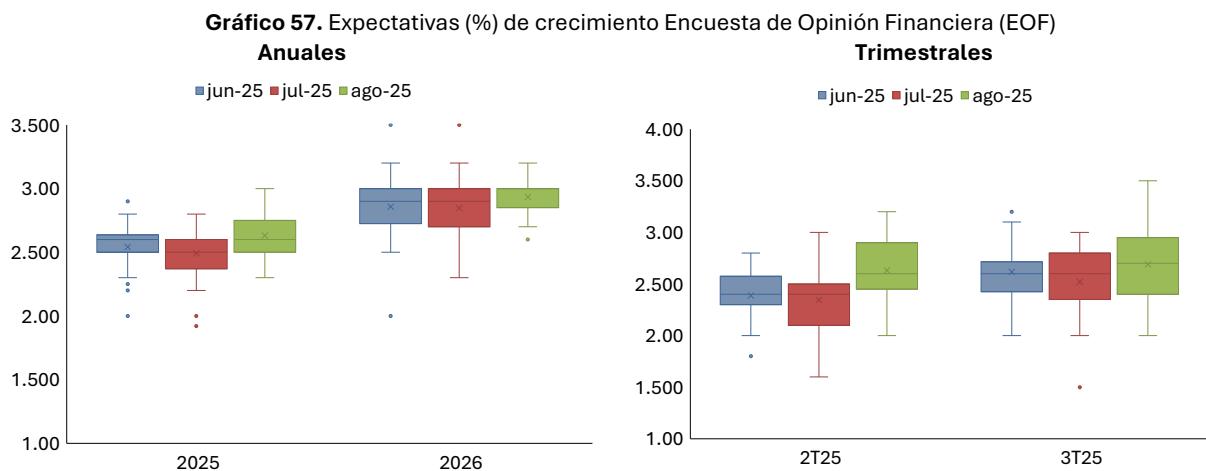
**Gráfico 56.** Tasas neutrales al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

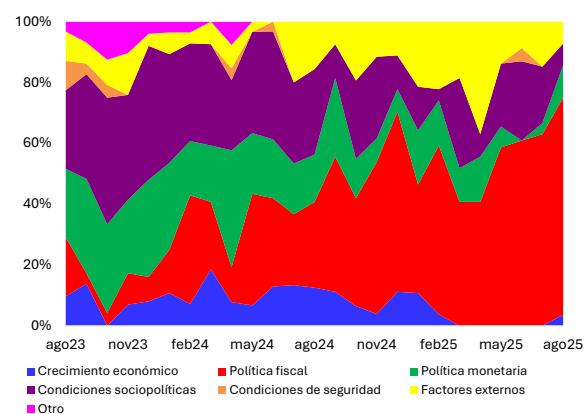
## 2.2. Expectativas de crecimiento económico

**Las expectativas de crecimiento aumentaron para 2025 y el siguiente año, en línea con la senda observada de recuperación en la actividad económica.** De acuerdo con la EOF, los analistas aumentaron su perspectiva de crecimiento para 2025 y 2026 de 2,5% a 2,6%, y de 2,9% a 3,0%, respectivamente. Para el 2T25 y el 3T25 la aumentaron de 2,4% a 2,6%, y de 2,6% a 2,7%, en su orden (Gráfico 57). Asimismo, los agentes encuestados por Citi mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2025 en 2,6%, y para 2026 en 2,9%.



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.

**Gráfico 58. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF**



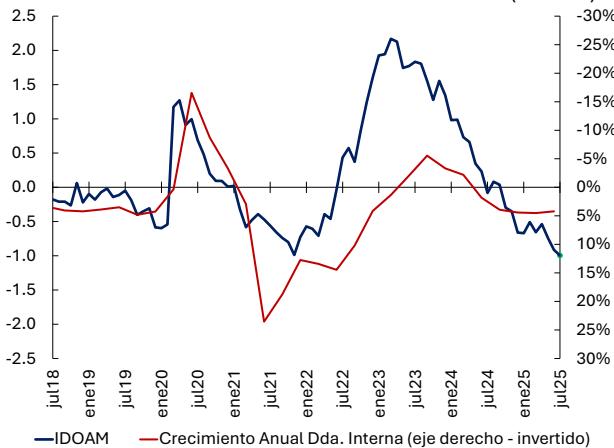
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

## 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

**Con los datos de julio de 2025, el Indicador de Condiciones Financieras (IDOAM) continuó con su tendencia decreciente. Este comportamiento continúa señalando condiciones financieras locales más favorables, las cuales pueden haber contribuido al crecimiento de la demanda interna.** El comportamiento del indicador se explica por la reducción en el spread entre las tasas de las carteras de tesorería y de consumo frente a las tasas de los TES, así como por la disminución en la volatilidad de los mercados accionario y de TES (Gráfico 59).

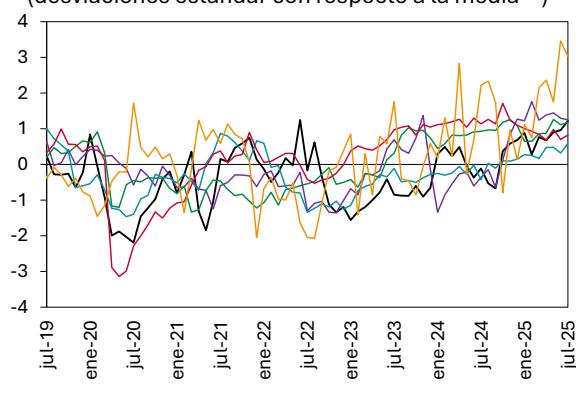
**Los indicadores de confianza del consumidor y confianza empresarial presentaron una mejora en julio.** Por un lado, el indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, aumentó (obs: 5,3%; ant: 2,2%), este resultado obedeció a un aumento en el Índice de Condiciones Económicas y a un incremento en el Índice de Expectativas del Consumidor (Gráfico 60). También el indicador de confianza del consumidor estimado por Davivienda aumentó (obs: 3,0%; ant: -4,2%). La mejora en la confianza de los consumidores podría estar en línea con la solidez del consumo de los hogares, el buen desempeño del mercado laboral y el ajuste a la baja observado de la TPM durante los últimos doce meses. De manera similar, los indicadores de confianza industrial y comercial registraron aumentos. La confianza industrial pasó de 1,5% a 6,7%, mientras que la confianza comercial se incrementó de 24,0% a 27,2%. El aumento en la confianza industrial se explicó por un incremento en el volumen actual de pedidos, una disminución en el nivel de existencias y un aumento en las expectativas de producción para el próximo trimestre. La mayor confianza comercial se explicó por un incremento en la percepción de la situación económica actual de la empresa y un aumento en las expectativas de la situación económica para el próximo semestre, compensado parcialmente por un incremento en el nivel de existencias.

**Gráfico 59. Índice de Condiciones Financieras (IDOAM)**



Fuentes: BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. Nota: La volatilidad se calcula con un modelo GARCH(1,1).

**Gráfico 61. Índices de confianza de Latinoamérica\***  
(desviaciones estándar con respecto a la media\*\*)

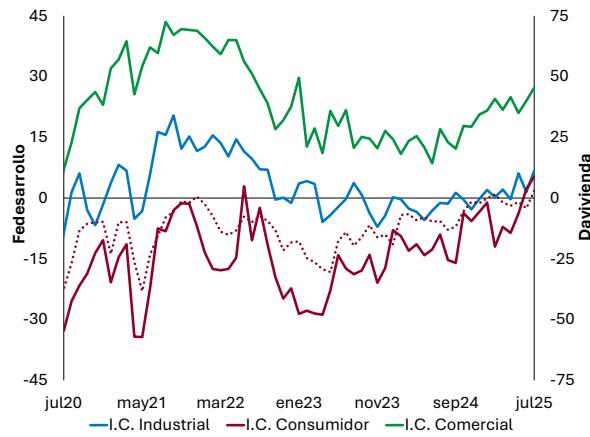


Fuentes: INEGI<sup>37</sup>, FGV<sup>38</sup>, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.

Cálculos: BanRep. \*Series desestacionalizadas. Información mensual.

\*\* La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

**Gráfico 60. Índices de confianza en Colombia**



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

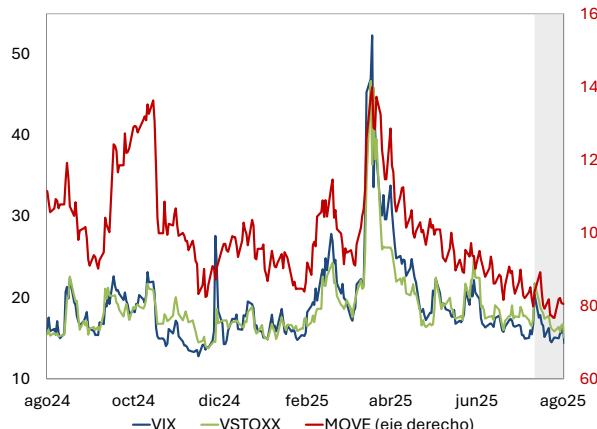
**El indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia continuó aumentando en julio, en línea con la mayoría de los países de la región.** El Gráfico 61 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Este indicador presentó aumentos durante julio para todos los países, con la excepción de Perú y Argentina. Todos los indicadores se encuentran por encima de su media histórica.

<sup>37</sup> Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

<sup>38</sup> Instituto Brasileiro de Economía.

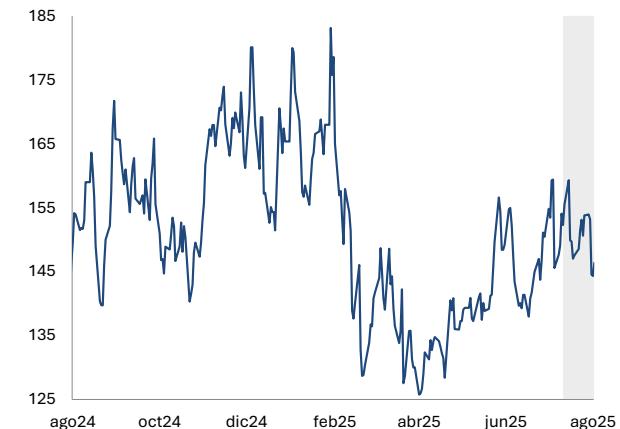
**Los índices de percepción de riesgo en economías avanzadas disminuyeron levemente durante agosto.** La volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. (Vix<sup>39</sup>), en Europa (Vstoxx<sup>40</sup>) y sobre Tesoros de EE. UU. (Move<sup>41</sup>), aumentó a principios de mes tras el anuncio de nuevos aranceles globales por parte de EE. UU., pero disminuyó posteriormente ante menores tensiones geopolíticas y la extensión de la tregua comercial entre EE.UU. y China. Por otro lado, el Skew<sup>42</sup> disminuyó durante el periodo, a la vez que el S&P 500 presentó una valorización moderada de 0,5%, lo que indica una menor percepción de riesgo de caídas en este índice.

**Gráfico 62.** Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 63.** Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

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

<sup>40</sup> El Vstoxx es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

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

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

#### 4. RECUADROS/ANEXOS

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

**Cuadro A1.1. Encuestas de expectativas de Citi y ANIF sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de septiembre de 2025**

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?	PRONÓSTICO		
			Ajuste	Porcentaje	Número
Acciones y Valores	9,25%	9,25%	9,00%	12%	3
Alianza	9,25%	9,25%	9,25%	88%	23
Anif	9,25%	9,25%			
Asobancaria	9,25%	9,25%			
Aval Casa de Bolsa	9,25%	9,25%			
Banco Agrario	9,25%	9,25%			
Banco de Bogotá	9,00%	9,00%			
Banco de Occidente	9,25%	9,25%			
Banco Popular	9,25%	9,00%			
Banco Santander	9,25%	9,25%			
Bancoldex	9,25%	9,25%			
Bancolombia	9,25%	9,25%			
BBVA	9,25%	9,25%			
BTG Pactual	9,25%	9,25%			
Citi	9,25%	9,25%			
Colfondos	9,25%	9,25%			
Corficolombiana	9,25%	9,25%			
Credicorp Capital	9,00%	9,00%			
Fiduoccidente	9,25%	9,25%			
Grupo Bolívar	9,25%	9,25%			
Itaú	9,25%	9,25%			
Moody's Analytics	9,25%	9,25%			
Positiva	9,00%	9,25%			
Scotiabank Colpatria	9,25%	9,25%			
Skandia	9,25%	9,25%			
XP Investments	9,25%	9,25%			
<b>Promedio</b>	<b>9,22%</b>	<b>9,22%</b>			
Mediana	9,25%	9,25%			
Desv. Estándar	0,08%	0,08%			
Máximo	9,25%	9,25%			
Mínimo	9,00%	9,00%			

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9,00%	12%	3
9,25%	88%	23
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>26</b>

**Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de Citi sobre tasa de política monetaria**

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	9,00%	7,75%
Alianza	9,00%	7,50%
Anif	8,75%	7,75%
Asobancaria	9,00%	7,25%
Aval Casa de Bolsa	9,25%	9,00%
Banco Agrario	8,75%	7,75%
Banco de Bogotá	9,00%	8,00%
Banco de Occidente	8,75%	7,50%
Banco Popular	9,00%	8,50%
Banco Santander	9,25%	8,50%
Bancoldex	9,00%	7,50%
Bancolombia	9,00%	8,00%
BBVA	9,25%	-
BTG Pactual	9,25%	7,50%
Citi	8,75%	8,50%
Colfondos	8,75%	7,25%
Corficolombiana	9,25%	8,50%
Credicorp Capital	8,75%	7,50%
Fiduoccidente	9,25%	8,00%
Grupo Bolívar	9,00%	7,00%
Itaú	9,25%	8,25%
Moody's Analytics	9,00%	7,25%
Positiva	8,75%	7,50%
Scotiabank Colpatria	9,25%	7,50%
Skandia	8,75%	7,25%
XP Investments	9,00%	8,50%
<b>Promedio</b>	<b>9,00%</b>	<b>7,82%</b>
<b>Mediana</b>	<b>9,00%</b>	<b>7,75%</b>
<b>Desv. Estándar</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,53%</b>
<b>Máximo</b>	<b>9,25%</b>	<b>9,00%</b>
<b>Mínimo</b>	<b>8,75%</b>	<b>7,00%</b>
<b>No. Respuestas</b>	<b>26</b>	<b>25</b>

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	4,75%	3,61%
Alianza	4,84%	4,00%
Anif	4,60%	3,80%
Asobancaria	4,77%	3,78%
Aval Casa de Bolsa	5,00%	4,30%
Banco Agrario	4,90%	3,70%
Banco de Bogotá	4,94%	4,15%
Banco de Occidente	5,10%	4,10%
Banco Popular	4,89%	3,97%
Banco Santander	5,10%	4,26%
Bancoldex	5,07%	3,84%
Bancolombia	5,07%	3,90%
BBVA	4,74%	3,80%
BTG Pactual	5,09%	4,22%
Citi	4,90%	3,40%
Colfondos	4,88%	3,90%
Corficolombiana	5,00%	4,30%
Credicorp Capital	4,60%	3,40%
Fiduoccidente	5,15%	4,03%
Grupo Bolívar	4,98%	3,97%
Itaú	5,10%	4,00%
Moody's Analytics	5,00%	3,80%
Positiva	4,97%	4,02%
Scotiabank Colpatria	5,21%	3,98%
Skandia	4,90%	3,90%
XP Investments	4,95%	4,20%
<b>Promedio</b>	<b>4,94%</b>	<b>3,94%</b>
<b>Mediana</b>	<b>4,96%</b>	<b>3,97%</b>
<b>Desv. Estándar</b>	<b>0,16%</b>	<b>0,24%</b>
<b>Máximo</b>	<b>5,21%</b>	<b>4,30%</b>
<b>Mínimo</b>	<b>4,60%</b>	<b>3,40%</b>
<b>No. Respuestas</b>	<b>26</b>	<b>26</b>

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 10 de agosto

Empresa	2025	2026
1 Acciones y Valores	8,25%	7,00%
2 Actinver	7,75%	6,50%
3 AGPV	7,50%	6,50%
4 Alianza Valores y Fiduciaria	8,75%	7,25%
5 Allianz	7,00%	-
6 ANIF	8,75%	7,75%
7 Asobancaria	8,50%	-
8 Banco Agrario de Colombia	8,75%	7,75%
9 Banco Davivienda	8,75%	-
10 Banco de Bogotá	8,50%	7,00%
11 Banco de Occidente	8,25%	6,75%
12 Bancolombia	8,25%	6,75%
13 Barclays Capital	8,50%	7,00%
14 BBVA Research	8,25%	7,25%
15 BTG Pactual	8,75%	7,25%
16 CABI	7,50%	7,00%
17 Capital Economics	8,50%	7,50%
18 Citigroup Global Mkts	8,25%	8,25%
19 Corficolombiana	9,00%	8,50%
20 Credicorp Capital	8,75%	7,50%
21 Deutsche Bank	8,75%	8,00%
22 Ecoanalítica	8,00%	4,50%
23 Econosignal Deloitte	8,50%	7,50%
24 EIU	8,75%	6,75%
25 Fedesarrollo	7,75%	6,50%
26 Fitch Solutions	8,75%	7,00%
27 Goldman Sachs	8,50%	7,50%
28 Itaú Unibanco	8,75%	7,75%
29 JPMorgan	8,75%	-
30 LCA Consultores	8,25%	6,75%
31 Oxford Economics	8,50%	7,00%
32 Pantheon Macroeconomics	8,25%	7,00%
33 Pezco Economics	7,50%	4,50%
34 Rabobank	8,50%	7,25%
35 S&P Global Ratings	8,25%	7,00%
36 Scotiabank Colpatria	9,25%	7,50%
37 Sectorial	8,50%	7,00%
38 Société Générale	8,00%	-
39 Standard Chartered	8,50%	7,50%
40 UBS	8,00%	6,50%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,50%	0	0,0%	2	5,7%
5,00%	0	0,0%	0	0,0%
5,50%	0	0,0%	0	0,0%
6,00%	0	0,0%	0	0,0%
6,25%	0	0,0%	0	0,0%
6,50%	0	0,0%	4	11,4%
6,75%	0	0,0%	4	11,4%
7,00%	1	2,5%	9	25,7%
7,25%	0	0,0%	4	11,4%
7,50%	3	7,5%	6	17,1%
7,75%	2	5,0%	3	8,6%
8,00%	3	7,5%	1	2,9%
8,25%	8	20,0%	1	2,9%
8,50%	10	25,0%	1	2,9%
8,75%	11	27,5%	0	0,0%
<b>Media</b>		<b>8,36%</b>		<b>7,06%</b>
<b>Mediana</b>		<b>8,50%</b>		<b>7,00%</b>

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 10 de agosto

Empresa	2025	2026
1 Acciones y Valores	4,60%	3,60%
2 Actinver	4,70%	3,60%
3 AGPV	4,30%	4,00%
4 Alianza Valores y Fiduciaria	4,70%	3,80%
5 Allianz	4,10%	3,10%
6 ANIF	4,60%	3,80%
7 Asobancaria	4,60%	-
8 Banco Agrario de Colombia	4,90%	3,80%
9 Banco Davivienda	4,80%	-
10 Banco de Bogotá	4,80%	3,40%
11 Banco de Occidente	4,90%	4,10%
12 Bancolombia	5,10%	3,90%
13 Barclays Capital	4,60%	3,00%
14 BBVA Research	4,70%	3,80%
15 BTG Pactual	4,70%	3,60%
16 CABI	4,50%	4,00%
17 Capital Economics	5,00%	4,00%
18 Citigroup Global Mkts	4,20%	3,20%
19 Corficolombiana	5,00%	3,90%
20 Credicorp Capital	4,60%	3,40%
21 Deutsche Bank	4,80%	3,70%
22 E2 Economía	4,70%	3,60%
23 Ecoanalítica	4,60%	3,10%
24 Econosignal Deloitte	4,30%	3,00%
25 EIU	4,70%	3,40%
26 Fedesarrollo	4,40%	3,60%
27 Fitch Solutions	4,50%	3,20%
28 Goldman Sachs	4,80%	3,70%
29 Itaú Unibanco	5,10%	3,60%
30 Kiel Institute	3,90%	3,90%
31 LCA Consultores	4,60%	3,60%
32 MAPFRE Economics	5,20%	3,50%
33 Ministry of Finance Colombia	4,50%	3,20%
34 Moody's Analytics	4,60%	3,40%
35 Oxford Economics	4,80%	3,50%
36 Pezco Economics	4,30%	3,80%
37 Positiva Compañía de Seguros	4,90%	4,00%
38 Rabobank	4,60%	3,40%
39 S&P Global Ratings	4,50%	3,70%
40 Scotiabank Colpatria	5,20%	4,00%
41 Sectorial	4,60%	3,60%
42 UBS	4,60%	3,60%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	7	17,5%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	5	12,5%
3,50% - 3,75%	0	0,0%	14	35,0%
3,75% - 4,00%	1	2,4%	8	20,0%
4,00% - 4,25%	2	4,8%	6	15,0%
4,25% - 4,50%	4	9,5%	0	0,0%
4,50% - 4,75%	21	50,0%	0	0,0%
4,75% - 5,00%	8	19,0%	0	0,0%
5,00% - 5,25%	6	14,3%	0	0,0%
<b>Media</b>		<b>4,66%</b>		<b>3,60%</b>
<b>Mediana</b>		<b>4,60%</b>		<b>3,60%</b>

## Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 31 de julio, la Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría mantener inalterada la tasa de política monetaria en 9,25%. Analistas consideraron que esta decisión sorprendió a parte del mercado, pero refleja una postura cautelosa, condicionada por la persistente incertidumbre fiscal y las expectativas de inflación a nivel local. 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 14 pb, 36 pb y 6 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 8 pb, 12 pb y 8 pb para dichos vencimientos.

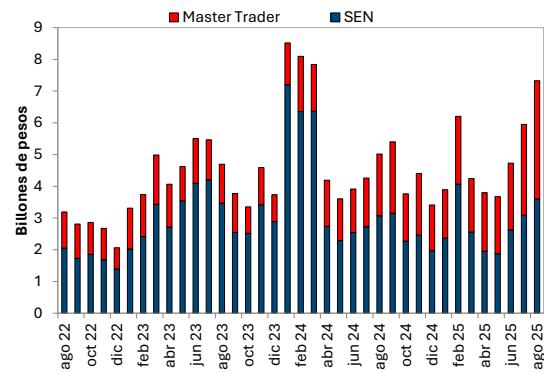
El 8 de agosto, el DANE reportó que la variación anual de la inflación en julio se ubicó en 4,90%, por encima de las expectativas del mercado y del dato anterior (esp: 4,82%; ant: 4,82%). Por su parte, la variación mensual se ubicó en 0,28% (esp: 0,20%, ant: 0,10%). Analistas señalaron que, las cifras respaldan la cautela tomada por la Junta Directiva del Banco de la República. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y diez años presentaron variaciones de 10 pb, 10 pb y 10 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -2 pb, -4 pb y -5 pb para dichos vencimientos.

El 15 de agosto, el DANE reportó que el PIB anual registró una variación de 2,1% a/a en el 2T25, por debajo de las expectativas del mercado y del dato anterior (esp: 2,7%; esp: 2,7%). Analistas consideraron que, sin una señal clara sobre la política fiscal, y considerando los riesgos inflacionarios, el crecimiento económico seguirá siendo frágil. Además, el 16 de agosto se conoció que la caja del Gobierno Nacional se redujo a un mínimo histórico de COP 1,9 billones. Analistas señalaron que se trata de una seria señal de alerta, puesto que afecta la capacidad de gestión de liquidez y ejecución presupuestal. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y diez años presentaron variaciones de 8 pb, -15 pb y 3 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 2 pb, 3 pb y 5 pb para dichos vencimientos.

El 19 de agosto, el ministro de Hacienda, presentó los lineamientos de la próxima reforma tributaria, que contempla ajustes en el IVA, impuestos a licores y nuevos tributos verdes. Analistas señalaron que la reforma podría incrementar los costos para el sector formal empresarial y por ende la inversión privada. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y diez años presentaron variaciones de -8 pb, 20 pb y 10 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 2 pb, 4 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

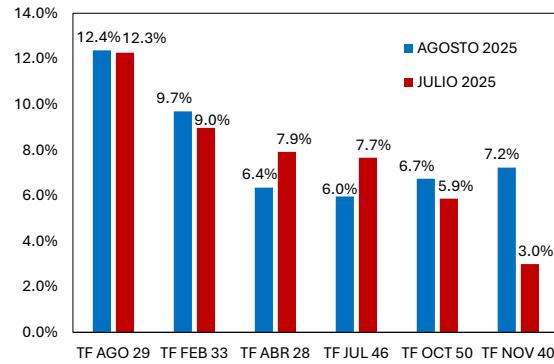
En lo corrido de agosto, el monto promedio diario negociado ha sido \$7,3 billones, superior al mes anterior (\$5,9 billones), y al registrado en agosto de 2024 (\$5,0 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en agosto de 2029, cuya participación pasó de 12,3% a 12,4%, seguidos por los que vencen en febrero de 2033 cuya participación pasó de 9,0% a 9,7% (Gráfico A2.3).

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



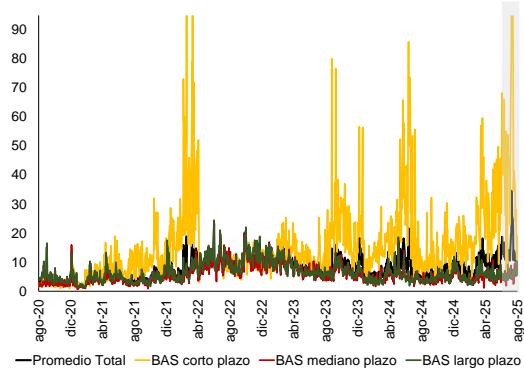
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.  
Datos al 21 de agosto de 2025.

**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 21 de agosto de 2025.

**Gráfico A2.3.** Bid-Ask spread por plazo de los TES en pesos\* (pb)

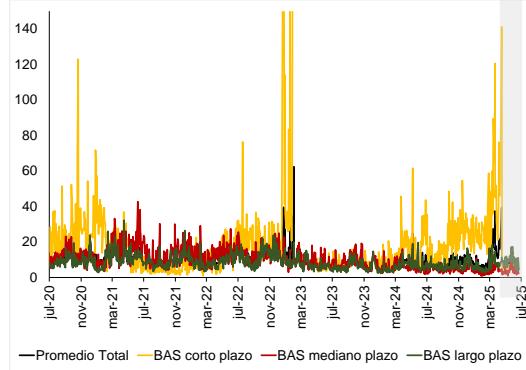


—Promedio Total —BAS corto plazo —BAS mediano plazo —BAS largo plazo

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

Con información al 20 de agosto de 2025, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 45,7 pb (ant: 51,1 pb), 5,7 pb (ant: 5,1 pb) y 6,6 pb (ant: 5,0 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 9,2 pb (ant: 6,4 pb), 9,4 pb (ant: 4,5 pb) y 9,8 pb (ant: 7,6 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

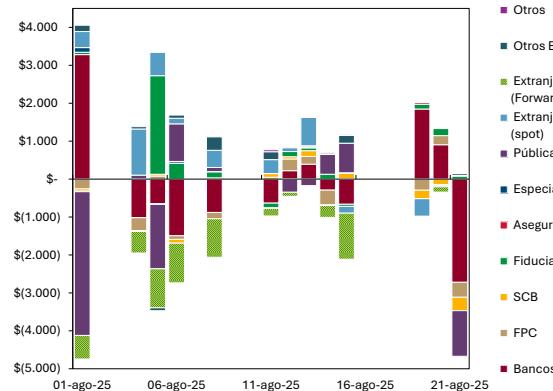
**Gráfico A2.4.** Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR\* (pb)



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

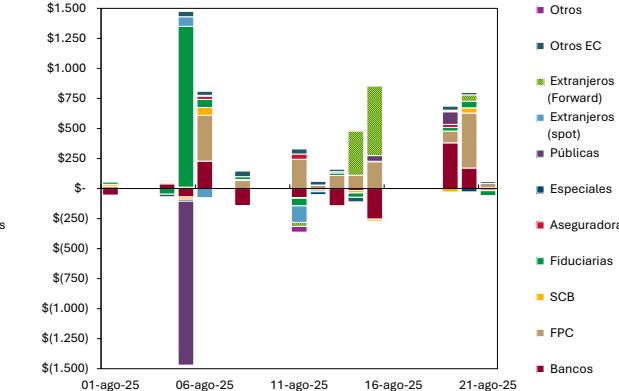
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

**Gráfico A3.1.** Compras diarias netas de TES en pesos por tipo de agente (COP miles de millones)



Fuente: BanRep.

**Gráfico A3.2.** Compras diarias netas de TES en UVR por tipo de agente (COP miles de millones)



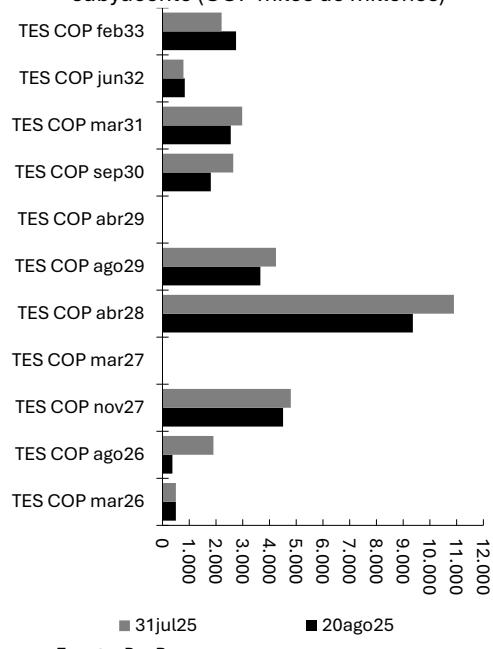
Fuente: BanRep.

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

	Corrido del 2025	Corrido del 2025	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	19.864	348	2.587	(582)	(3.695)	(1.690)	(90)	660	(506)	63
Compañía de Financiamiento Comercial	3.214	(0)	210	670	3	883	(0)	-	-	(0)
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	1.008	(151)	(76)	347	(120)	152	179	112	(67)	224
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>	<b>24.087</b>	<b>197</b>	<b>2.722</b>	<b>435</b>	<b>(3.812)</b>	<b>(655)</b>	<b>88</b>	<b>772</b>	<b>(573)</b>	<b>287</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	114	(0)	-	17	-	17	-	-	-
	Terceros	13.513	1.108	309	376	(1.743)	(1.058)	(28)	(594)	2.417
	<i>Administración FONPET</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>		<b>13.627</b>	<b>1.108</b>	<b>309</b>	<b>393</b>	<b>(1.743)</b>	<b>(1.041)</b>	<b>(28)</b>	<b>(594)</b>	<b>2.417</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	(263)	133	78	250	(177)	151	(18)	12	(44)
	Terceros	1.272	82	(99)	(320)	(103)	(521)	0	3	58
	<i>Extranjeros</i>	0	-	-	(0)	-	(0)	-	-	-
	<i>FIC</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>		<b>1.009</b>	<b>216</b>	<b>(22)</b>	<b>(70)</b>	<b>(279)</b>	<b>(371)</b>	<b>(18)</b>	<b>16</b>	<b>14</b>
Sociedades Fiduciarias	Propia	129	(5)	29	-	(5)	24	2	-	2
	Terceros	6.019	5.211	1.484	1.662	4.013	7.160	(53)	(127)	1.393
	<i>Extranjeros***</i>	3.496	141	(85)	1.854	1.621	3.389	(6)	(214)	79
	<i>Extranjeros (TES verdes)****</i>	(1)	-	-	-	11	11	-	-	-
	<i>FIC</i>	4.480	(167)	865	(95)	76	846	(37)	17	24
	<i>Pasivos Pensionales</i>	(285)	53	16	(70)	(31)	(85)	-	29	(27)
	<i>Administración FONPET</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias		6.148	5.207	1.512	1.662	4.008	7.183	(51)	(127)	1.393
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	884	1.833	12	4	68	83	54	-	71
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	<i>Pasivos Pensionales</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>		<b>884</b>	<b>1.833</b>	<b>12</b>	<b>4</b>	<b>68</b>	<b>83</b>	<b>54</b>	<b>-</b>	<b>71</b>
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	<i>FIC</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>		<b>21.668</b>	<b>8.363</b>	<b>1.811</b>	<b>1.989</b>	<b>2.053</b>	<b>5.854</b>	<b>(42)</b>	<b>(705)</b>	<b>3.895</b>
Total Entidades Financieras Especiales**		2.424	(223)	35	(31)	184	188	8	(67)	(59)
Total Entidades Públicas****		3.593	(285)	(3.906)	(596)	(214)	(4.716)	-	-	(1.214)
	<i>Administración FONPET</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****		1.112	121	12	26	57	94	(54)	-	(2)
	<i>Extranjeros</i>	3	135	-	-	1	1	-	-	(56)
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>		<b>52.884</b>	<b>8.173</b>	<b>674</b>	<b>1.823</b>	<b>(1.732)</b>	<b>764</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2.105</b>

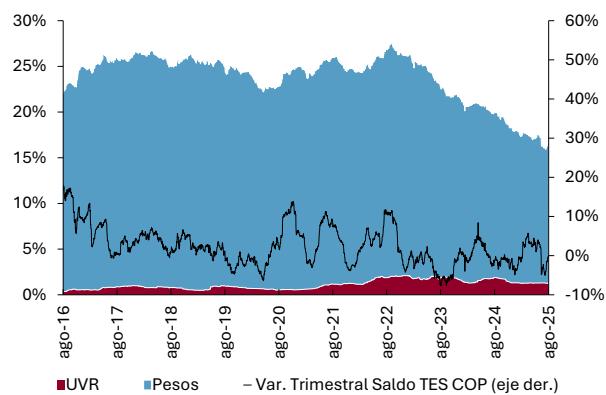
Fuente: BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 21 de agosto de 2025. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.\*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. \*\* Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

**Gráfico A3.3.** Saldo de compras netas de los inversionistas extranjeros en NDF de TES por referencia del título subyacente (COP miles de millones)



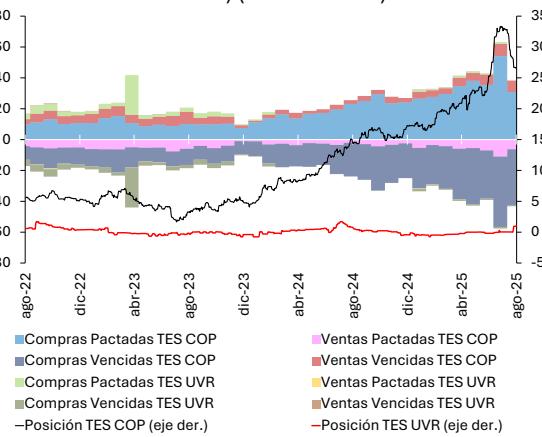
Fuente: BanRep.

**Gráfico A3.4.** Saldo de TES de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado como proporción del saldo total



Fuente: BanRep

**Gráfico A3.5.** Compraventas pactadas y vencidas\* de TES de los inversionistas extranjeros a través de NDF (mensuales) & posición compradora neta (diaria, eje derecho) (COP billones)

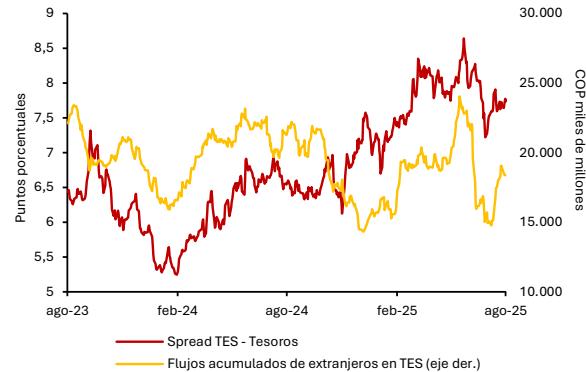


\*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

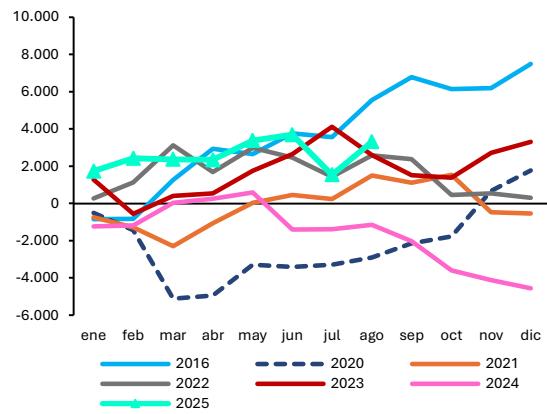
En los gráficos A3.6 - A3.10 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en los mercados de deuda de la región.

**Gráfico A3.6.** Margen entre la deuda local a 10 años y los Tesoros vs flujos netos acumulados de extranjeros en TES



Fuente: BanRep.

**Gráfico A3.8.** Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares\* por año, a valor nominal (USD millones).



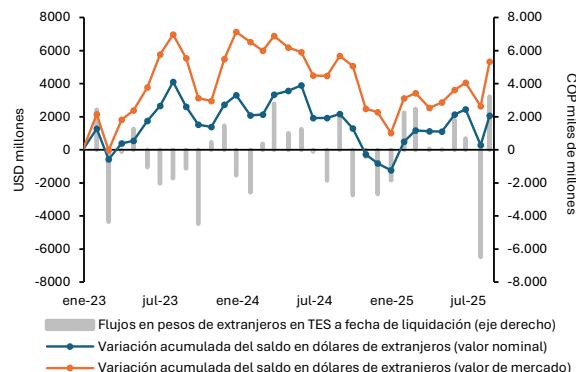
Fuente: BanRep.

**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 A3.7.** Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares\* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



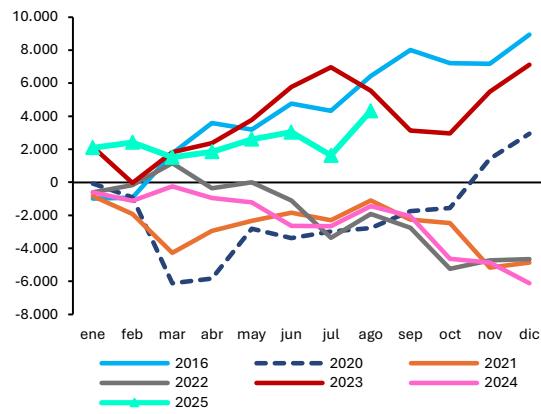
Fuente: BanRep.

**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 A3.9.** Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares\* por año, a valor de mercado (USD millones).



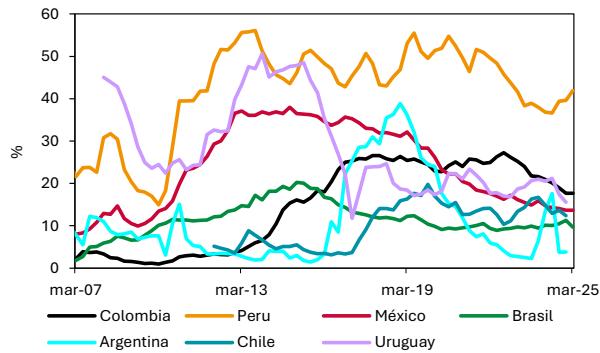
Fuente: BanRep.

**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 A3.10. Participación de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública en moneda local para una muestra de países de la región**

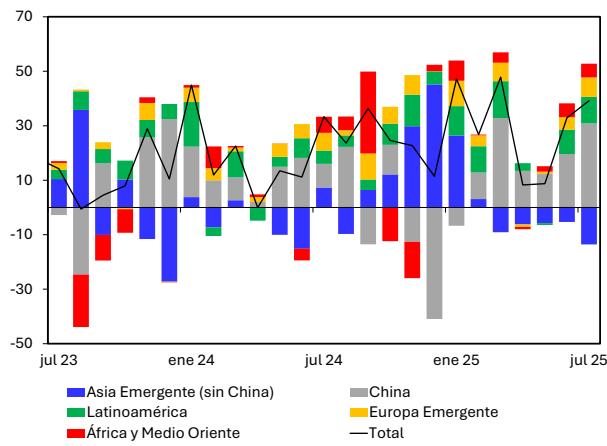


Fuente: IIF y FMI. Nota: Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. La información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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

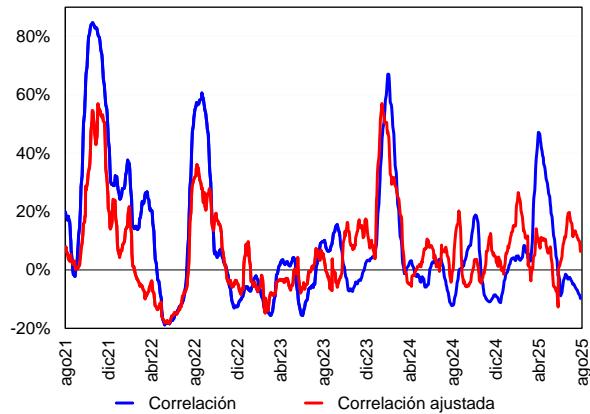
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

**Gráfico A4.1. Flujos de portafolio hacia economías emergentes (USD miles de millones)**



Fuente: IIF.

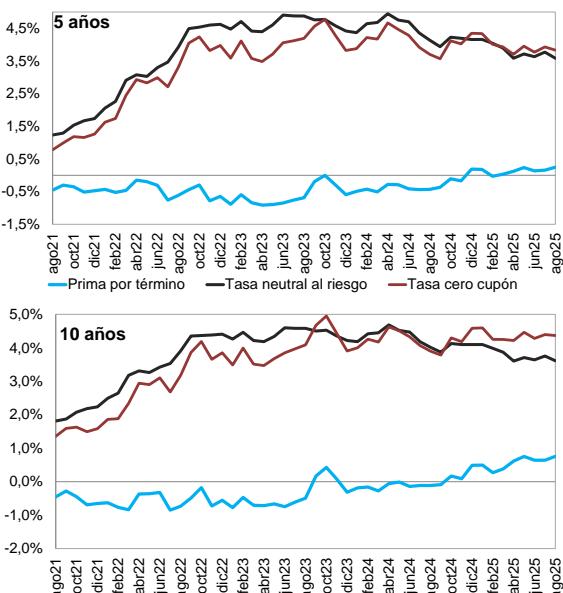
**Gráfico A4.2.** Correlación pendientes región



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

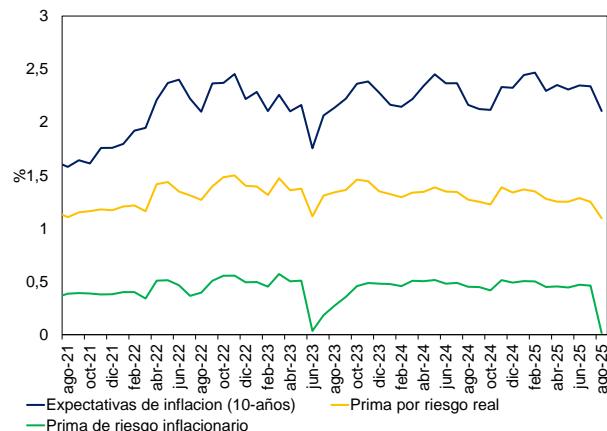
En el Gráfico A5.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) disminuyó y se ubicó en -9,78%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también cayó y se ubicó en 6,37%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciada principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 21 de agosto, desde finales de julio las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,25% y 0,76%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo cayeron 19 pb y 14 pb, y se ubicaron en 3,59% y 3,61% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). Por otra parte, la prima por riesgo inflacionaria en EE. UU cayó (0,02%, ant: 0,46%), la prima por riesgo real también descendió (1,09%, ant: 1,25%), como también lo hizo la expectativa de inflación de largo plazo (2,10%, ant: 2,34%).

**Gráfico A4.3.** Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

**Gráfico A4.4.** Expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionaria y real a 10 años en EE. UU.



Fuente: Fed.

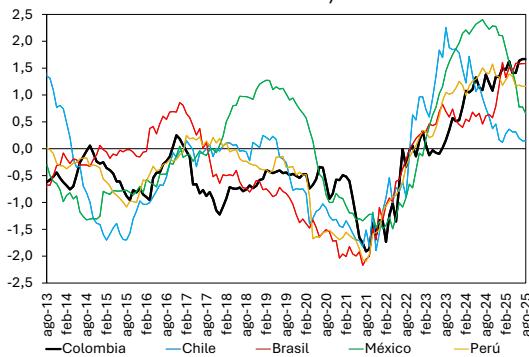
## Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<b>Países desarrollados</b>				
7ago25	Banco de Inglaterra	-25	-25	4,00%
11ago25	Banco de la Reserva de Australia	-25	-25	3,60%
14ago25	Banco de Noruega	0	0	4,25%
19ago25	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	-25	-25	3,00%
20ago25	Banco de Suecia	0	0	2,00%
<b>Países emergentes/frontera</b>				
1ago25	Banco de la Reserva de Malauí	0	-	26,00%
1ago25	Banco Central de Esuatini	0	-	6,75%
5ago25	Banco Central de Armenia	0	-	6,75%
5ago25	Banco Central de Lesoto	-25	-	6,75%
5ago25	Banco de la Reserva de la India	0	0	5,50%
7ago25	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
7ago25	Banco Nacional Checo	0	0	3,50%
7ago25	Banco de México	-25	-25	7,75%
8ago25	Banco Nacional de Rumanía	0	0	6,50%
12ago25	Banco de Uganda	0	-	9,75%
12ago25	Banco Central de Kenia	-25	-25	9,50%
13ago25	Banco de Tailandia	-25	-25	1,50%
13ago25	Banco de Zambia	0	-	14,50%
13ago25	Banco de Namibia	0	-	6,75%
13ago25	Banco de Mauricio	0	-	4,50%
14ago25	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	4,50%
19ago25	Banco Popular de China	0	0	3,00% / 3,50%*
19ago25	Banco Central del Uruguay	-25	-	8,75%
20ago25	Banco de Indonesia	-25	0	5,00%
20ago25	Banco de Israel	0	0	4,50%

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

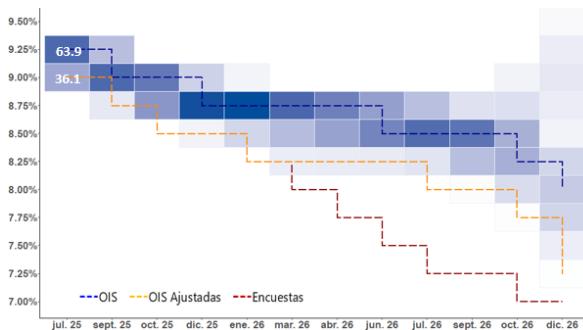
**Gráfico A5.1.** Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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

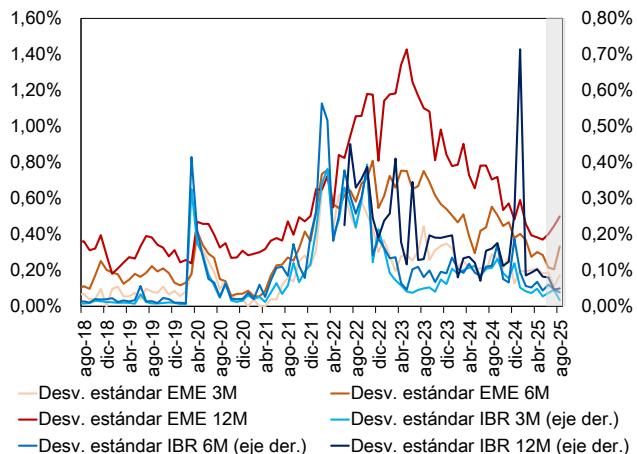
**Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación**

**Cuadro A6.1.** 24 de julio de 2025



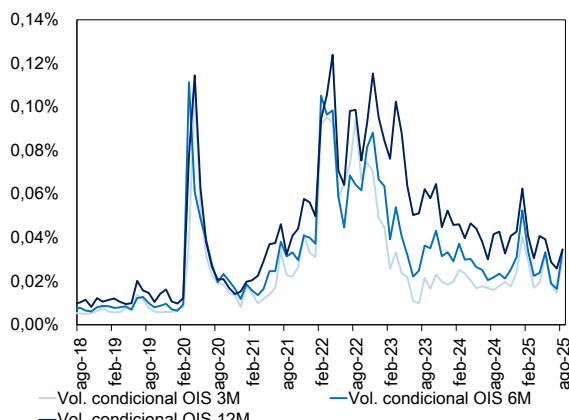
**Fuente:** Bloomberg, **Cálculos:** BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.

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



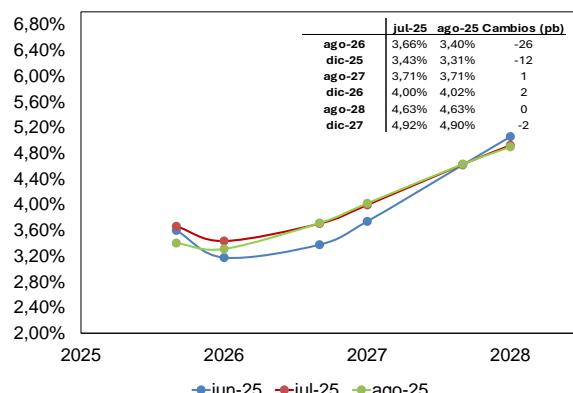
**Fuente y Cálculos:** BanRep.

**A6.3.** Volatilidad condicional de las tasas OIS



**Fuente:** Bloomberg, **Cálculos:** BanRep.

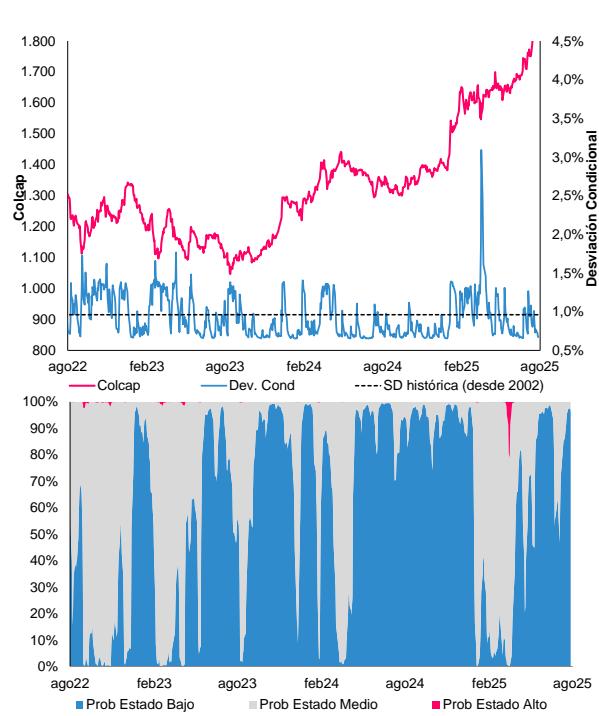
**Gráfico A6.4.** Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



**Fuente y Cálculos:** Precia.

## Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

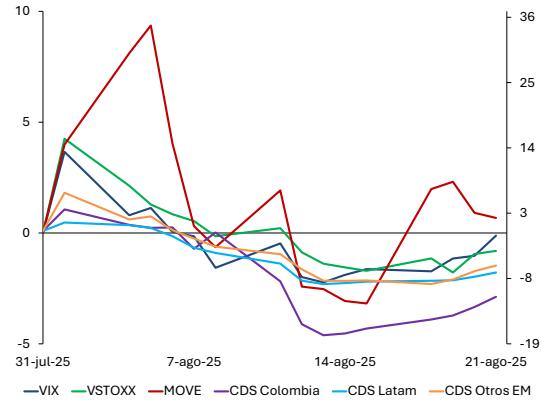
**Tabla A7.2.** Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	ago-25	jul-25	ago-25	jul-25
Aumentará	25.0%	27.6%	19.2%	11.5%
Sin cambios	42.9%	48.3%	46.2%	42.3%
Disminuirá	32.1%	24.1%	11.5%	15.4%
No aplica			23.1%	30.8%

Fuente: EOF, Cálculos: BanRep. Los porcentajes más altos se encuentran en color verde y los más bajos en color azul.

## Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

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



Fuente: Bloomberg.

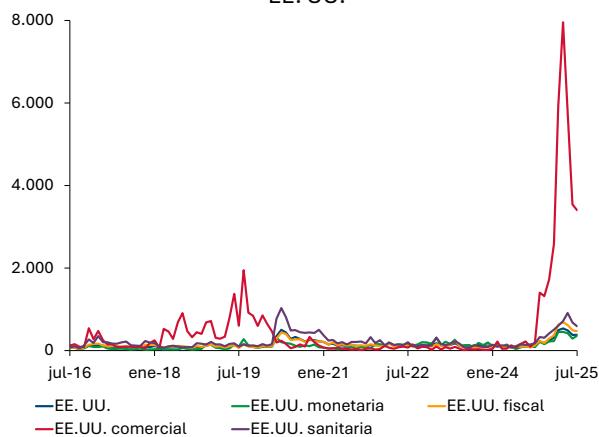
Nota: Los indicadores Vix, Vstoxx y Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

**Tabla A8.1.** Indicadores de incertidumbre en política económica

	EE. UU.					Europa					
	EE. UU.	Pol. monetaria	Pol. fiscal	Pol. sanitaria	Pol. comercial	Europa	Alemania	Italia	Reino Unido	Francia	España
jun-25	380	289	494	681	3543	478	930	165	497	445	215
jul-25	380	358	469	588	3403	548	1223	164	472	467	213
Var.	1	69	-24	-93	-140	71	294	-1	-25	22	-2

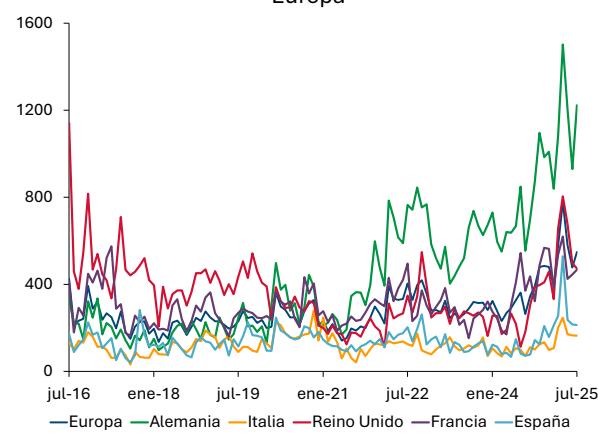
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

**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 Julio 2025			Esperada a Diciembre 2025		Vigente	Esperada a Diciembre 2025		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2025	
	Esp.	Obs.	Spread	Jul. 25	Ago. 25		Jul. 25	Ago. 25	Esp.	Obs.	Jul. 25	Ago. 25
<b>Colombia</b>	4.82%	4.90%	1.90%	4.76%	4.96%	9.25%	8.50%	9.00%	2.50%	2.70%	2.60%	2.60%
<b>Chile</b>	4.00%	4.30%	1.30%	3.80%	3.90%	4.75%	4.50%	4.50%	2.00%	2.51%	2.30%	2.30%
<b>México</b>	3.53%	3.51%	0.51%	3.90%	4.00%	7.75%	7.50%	7.50%	0.80%	0.85%	0.10%	0.30%
<b>Perú</b>	1.70%	1.69%	-0.31%	2.30%	2.20%	4.50%	4.25%	4.25%	3.90%	3.90%	2.90%	3.00%
<b>Brasil</b>	5.33%	5.23%	2.23%	5.20%	5.10%	15.00%	15.00%	15.00%	3.10%	2.85%	2.23%	2.20%
<b>Ecuador</b>	n.d.	0.72%	-1.28%	2.00%	2.20%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.36%	1.70%	2.10%
<b>Argentina</b>	36.60%	36.60%	n.d.	28.10%	28.10%	29.00%	27.00%	27.00%	6.10%	5.80%	5.10%	5.00%
<b>EE. UU.</b>	2.80%	2.70%	0.70%	2.85%	2.80%	4.25% - 4.5%	4.10%	4.05%	-0.20%	-0.50%	1.50%	1.55%
<b>India</b>	1.40%	1.55%	-2.45%	3.80%	3.60%	5.50%	5.25%	5.25%	n.d.	6.80%	7.38%	6.30%
<b>Sudáfrica</b>	3.50%	3.50%	-1.00%	3.40%	3.40%	7.00%	6.90%	6.89%	0.70%	0.80%	1.00%	1.00%
<b>China</b>	-0.10%	0.00%	3.00%	0.20%	0.20%	1.40%	2.83%	2.83%	n.d.	5.20%	5.20%	4.60%
<b>Rusia</b>	8.90%	8.79%	4.79%	9.20%	9.10%	18.00%	15.90%	14.86%	3.60%	1.40%	1.40%	1.40%
<b>Turquía</b>	34.10%	33.52%	28.52%	34.20%	34.20%	43.00%	36.75%	35.75%	2.30%	1.99%	2.90%	2.90%
<b>Noruega</b>	3.00%	3.30%	1.30%	2.80%	2.80%	4.25%	3.80%	3.79%	0.60%	1.20%	1.45%	1.50%
<b>Costa Rica</b>	n.d.	-0.61%	-3.61%	1.60%	n.d.	3.75%	3.75%	n.d.	n.d.	4.20%	3.40%	n.d.
<b>El Salvador</b>	n.d.	-0.10%	-3.40%	1.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.50%	2.30%	n.d.
<b>Guatemala</b>	n.d.	1.17%	-2.83%	2.70%	n.d.	4.50%	4.00%	n.d.	n.d.	3.90%	3.50%	n.d.
<b>Honduras</b>	n.d.	4.40%	-0.60%	4.40%	n.d.	5.75%	5.69%	n.d.	n.d.	5.30%	3.20%	n.d.
<b>Panamá</b>	n.d.	-0.40%	-2.40%	0.90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.00%	3.90%	n.d.
<b>Paraguay</b>	n.d.	4.30%	0.30%	3.80%	4.30%	6.00%	5.96%	n.d.	n.d.	9.70%	3.80%	n.d.

**Colombia:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citi el 21 de agosto.

**Brasil:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de agosto.

**Chile:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de agosto.

**China:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de agosto. 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 agosto.

\* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 2T25.

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