



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

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



Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales

Bogotá, D.C, 28 de febrero de 2025

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITAL

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	10
1.3. Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona	17
1.4. Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región	18
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	18
2.1. Expectativas de TPM	19
2.2. Expectativas de crecimiento económico	23
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	25
4. RECUADROS/ANEXOS	27
Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	27
Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	32
Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local	34
Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	37
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos	39
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS	40
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	41
Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional	41
Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	42

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 medidas de expectativas de inflación de corto plazo provenientes del mercado disminuyeron, mientras que aquellas provenientes de encuestas aumentaron (Cuadro 1).
- Las expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM) provenientes de encuestas señalan con mayor probabilidad un recorte de 25 puntos básicos (pb) en marzo, mientras que las del mercado se encuentran divididas entre un recorte de esta magnitud o que se mantengan sin cambios. Ambas fuentes de información descuentan menores recortes de la TPM para 2025.
- La curva de TES en pesos se empinó ante valorizaciones de los títulos de corto plazo y desvalorizaciones para plazos más largos, mientras que la curva de TES en UVR se aplanó ante desvalorizaciones de los títulos de corto plazo y valorizaciones de los demás plazos.
- Los inversionistas extranjeros fueron demandantes tanto en el mercado de contado como en el de futuros de TES. Los principales compradores en el mercado de contado fueron los fondos de pensiones (FPC), con mayor énfasis en el tramo corto de la curva, seguidos de los bancos. Por su parte, las entidades públicas fueron los principales vendedores de títulos, en especial en el tramo largo de la curva.

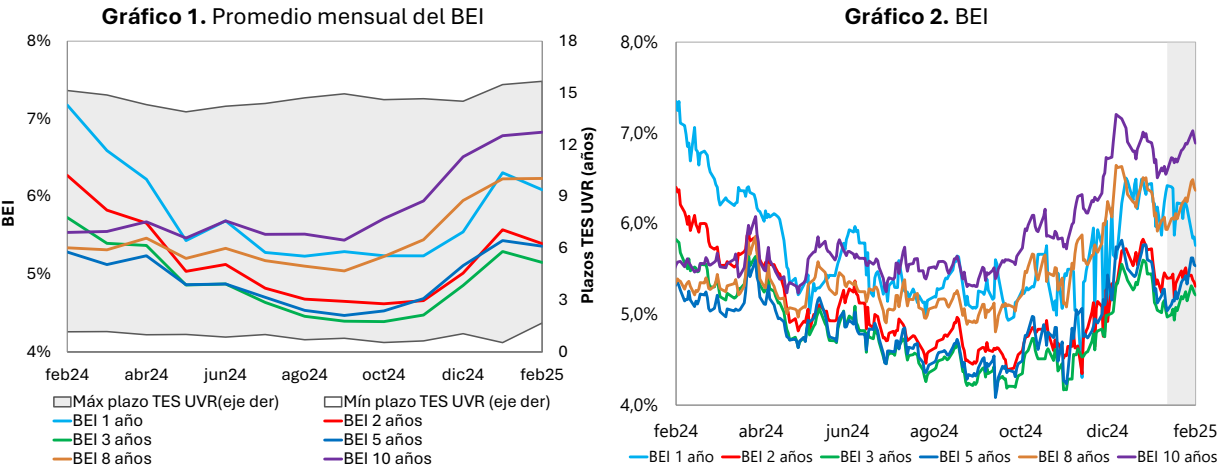
Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

Expectativas de mercado													Expectativas de encuestas											
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		Total (otras encuestas)			Total (BanRep)			SAR (BanRep)					
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-26	2 años	dic-26	2 años	1 año	2 años	dic-25	1 año	dic-26	dic-25	1 año	dic-26	2 años	dic-25	1 año	dic-26	2 años	
ene-25	6,31%	5,57%	5,74%	5,19%	4,61%	4,50%	4,92%	4,80%	4,41%	4,37%	5,08%	3,79%	4,09%	3,90%	3,58%	4,04%	3,95%	3,60%	3,49%	3,90%	3,70%	3,30%	3,25%	
feb-25	6,09%	5,39%	5,44%	5,09%	4,46%	4,40%	4,82%	4,70%	4,38%	4,34%	4,88%	4,17%	4,26%	3,90%	3,55%	4,30%	4,00%	3,61%	3,52%	4,07%	3,80%	3,50%	3,38%	
Variación (pb)	-22	-18	-30	-10	-15	-10	-10	-10	-4	-3	-19	39	17	0	-3	26	5	1	3	17	10	20	13	

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

La inflación implícita en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation*, BEI), calculada con tasas promedio, se redujo para el corto plazo, y presentó leves variaciones a plazos más largos. Con información hasta el 20 de febrero, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó en promedio 22 puntos básicos (pb) para el plazo de un año, mientras que para los plazos de cinco y diez años presentó variaciones de -7 pb y +5 pb, respectivamente. Así, el 20 de febrero, el BEI se situó en 6,09% a un año, 5,36% a cinco años y 6,83% a diez años (Gráfico 1). Asimismo, al comparar las tasas del 20 de febrero con las tasas observadas el 31 de enero, también se observan reducciones en el corto plazo, pero aumentos para los demás plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).



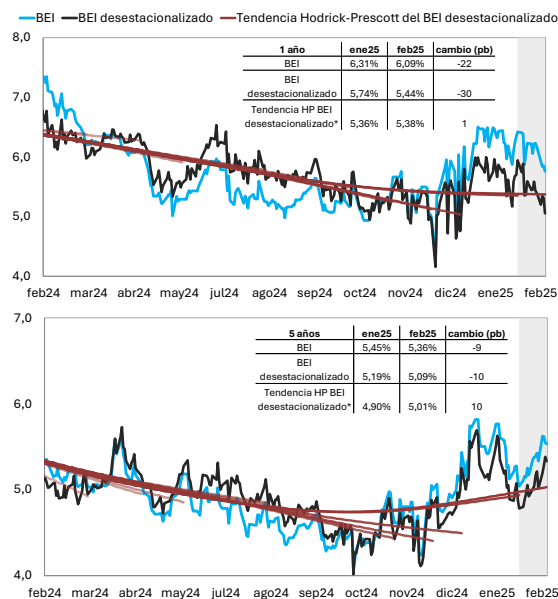
Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)									
	TES pesos						TES UVR			
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5
31ene25	9,23%	9,56%	9,90%	10,59%	11,51%	12,03%	2,81%	4,16%	4,93%	5,55%
20feb25	8,97%	9,53%	10,02%	10,84%	11,75%	12,19%	3,21%	4,22%	4,81%	5,31%
Variaciones (pb)										
	-26	-3	12	25	23	17	40	6	-13	-25
Var. BEI	-66	-9	24	49	43	30				
BEI	5,76%	5,31%	5,21%	5,53%	6,37%	6,89%				

Promedios mensuales										
ene25	9,29%	9,66%	10,02%	10,70%	11,58%	12,06%	2,99%	4,08%	4,72%	5,27%
feb25*	9,22%	9,59%	9,97%	10,68%	11,61%	12,11%	3,13%	4,20%	4,82%	5,32%
Variaciones (pb)										
	-8	-6	-5	-2	2	5	14	11	9	5
Var. BEI	-22	-18	-14	-7	1	5				
BEI	6,09%	5,39%	5,15%	5,36%	6,23%	6,83%				

*Información disponible al 20 de febrero de 2025.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep.

*El dato de la tendencia del 20 de diciembre se estimó con datos hasta esa fecha. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

Al ajustar el BEI por estacionalidad, también se evidencia una reducción de las expectativas de inflación de corto plazo. Por su parte, la tendencia del BEI ajustado estacionalmente refleja una relativa estabilidad de esta medida en el corto plazo. 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 5,44% para el plazo de un año (ant: 5,74%) y a 5,09% para el plazo de cinco años (ant: 5,19%). Asimismo, la

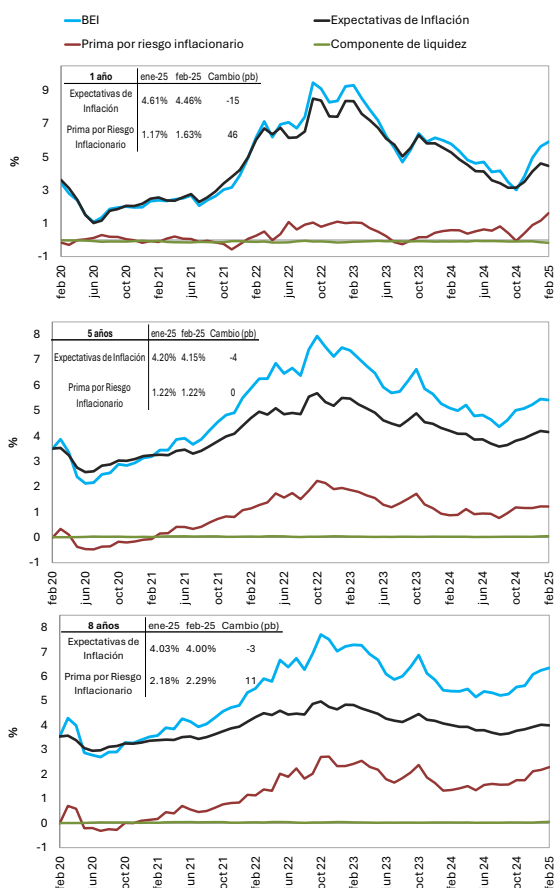
tendencia promedio se mantuvo estable para el plazo de un año (obs: 5,38%; ant: 5,36%) y aumentó para el plazo de cinco años (obs: 5,01%; ant: 4,90%).

El componente de expectativas de inflación del BEI disminuyó para todos los plazos, revirtiendo la tendencia creciente que presentó en los meses anteriores. Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también la incertidumbre sobre estas expectativas y las fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI¹ para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en expectativas de

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

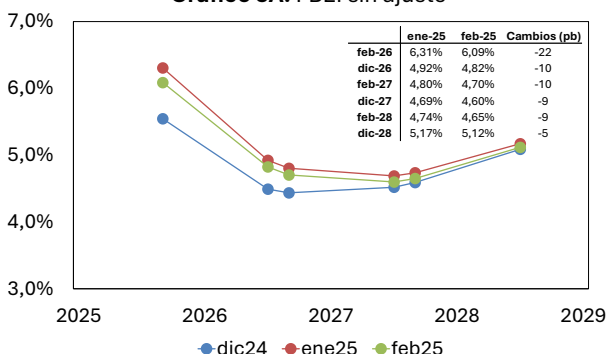
inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los TES UVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 4,46% (ant: 4,61%), 4,15% (ant: 4,20%) y 4,00% (ant: 4,03%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

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



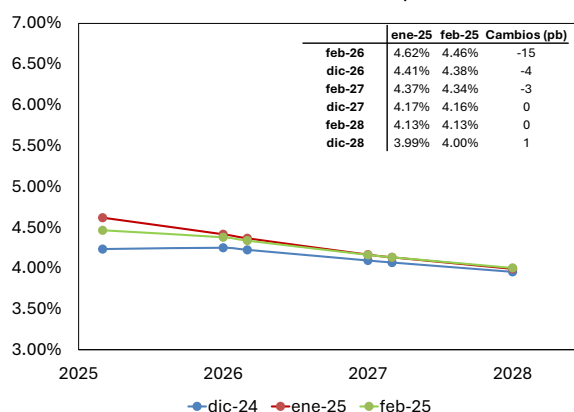
Fuentes: Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 5,92% (ant: 5,64%), 5,42% (ant: 5,42%) y 6,34% (ant: 6,24%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

Gráfico 5A. FBEL 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. FBEL 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.

De acuerdo con los *Forward Break-Even Inflation* (FBEL), tanto en su versión sin ajuste como en la ajustada por primas, las expectativas de inflación descendieron para los próximos años. Para calcular las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como al cierre de los próximos tres años², 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 febrero y diciembre de 2026, 2027 y 2028 mediante la curva FBEL, las cuales se ubican en 6,09%, 4,82%, 4,70%, 4,60%, 4,65% y 5,12%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo

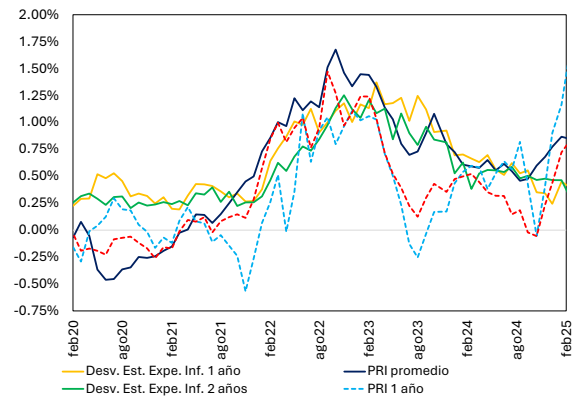
de liquidez se calcula como el diferencial entre la prima por liquidez extraída de los TES en pesos y de los TES en UVR. Así, el BEI total calculado con esta metodología se puede descomponer entre las expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez; el BEI total puede diferir del BEI presentado en el Gráfico 1 para cada plazo dado que se estiman con modelos diferentes.

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

inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 4,46%, 4,38%, 4,34%, 4,16%, 4,13% y 4,00% para los mismos plazos.

Las primas por riesgo inflacionario (PRI) a diferentes plazos continuaron subiendo durante el periodo, señalando una mayor incertidumbre sobre el nivel de las expectativas. Por su parte, la desviación estándar de las expectativas de inflación a uno y dos años cayeron levemente. Estas medidas siguen ubicándose por encima de su promedio histórico. Las PRI variaron +46 pb, +10 pb, +0 pb y +11 pb para los plazos de 1, 2, 5 y 8 años, y se ubicaron en 1,63%, 0,82%, 1,22% y 2,29%, en su orden. Por su parte la dispersión de las expectativas de inflación a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep cayeron y se ubicaron en 0,40% y 0,32%, respectivamente (ant: 0,45% y 0,46%, Gráfico 6). El

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



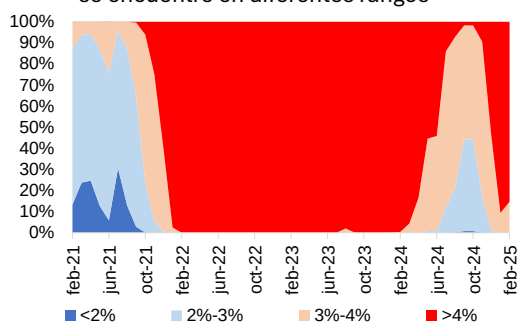
Fuente: BanRep.

aumento de las PRI puede estar asociado con algunos factores destacados por analistas del mercado como el impacto que tendría el salario mínimo en la inflación, el dato de inflación de enero que se ubicó por encima de lo esperado (obs: 5,22%, esp: 5,10%), la continua incertidumbre en el frente fiscal y la persistencia de la inflación básica (en particular el componente de servicios). Adicionalmente, el aumento de las PRI pudo estar influenciado por la estacionalidad en el mercado de TES en UVR y el aumento de las expectativas de inflación en EE. UU. (Gráfico A4.5)³.

Las expectativas que se extraen del BEI ajustado por primas continúan descontando con mayor probabilidad que la inflación se ubicará por encima del 4% en un horizonte de uno y dos años. En contraste, las expectativas que se extraen de la EME sugieren que la inflación se ubicará con mayor probabilidad entre el 3% y el 4% durante el mismo periodo. 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 por encima de 4% es de 85,3% (ant: 90,6%) y de 44,4% (ant: 40,5%), respectivamente (Gráfico 7.1 y 7.2). Para el plazo de dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren por encima de 4% es de 95,7% (ant: 96,5%) y del 2,9% (ant: 8,8%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4).

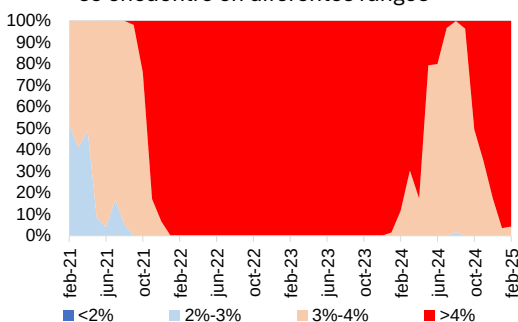
³ Christensen, J & Ruiz, C. (2024) muestran que las primas por riesgo inflacionario en Colombia están influenciadas por factores internacionales.

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



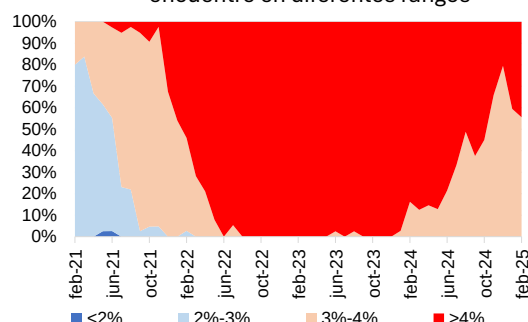
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
ene-25	0.00%	0.02%	9.43%	90.56%
feb-25	0.00%	0.05%	14.67%	85.28%

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



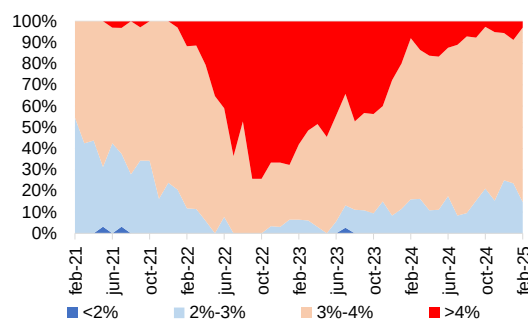
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
ene-25	0.00%	0.00%	3.51%	96.49%
feb-25	0.00%	0.00%	4.30%	95.70%

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



Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
ene-25	0.00%	0.00%	59.46%	40.54%
feb-25	0.00%	0.00%	55.56%	44.44%

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



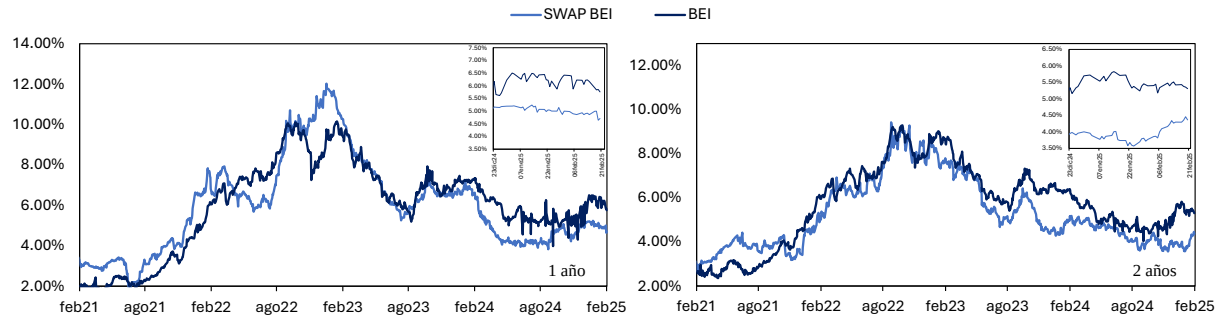
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
ene-25	0.00%	23.53%	67.65%	8.82%
feb-25	0.00%	14.71%	82.35%	2.94%

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.

La expectativa de inflación a un año de los contratos de derivados descendió, en línea con las expectativas del mercado de deuda, mientras que a dos años esta expectativa aumentó. En el Gráfico 8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁴), en comparación con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, con información hasta el 20 de febrero, los *swaps* BEI promedio mensual a 1 y 2 años variaron -19 pb y +39 pb, y se ubicaron en 4,88% y 4,17% (ant: 5,08% y 3,79%), respectivamente. La medida *forward* del primer al segundo año subió (obs: 3,46%, ant: 2,51%).

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

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁵ (ICEI) presentó una leve reducción en el corto plazo y aumentó para los demás plazos (Gráficos 9 al 12).

Gráfico 9. ICEI de corto plazo

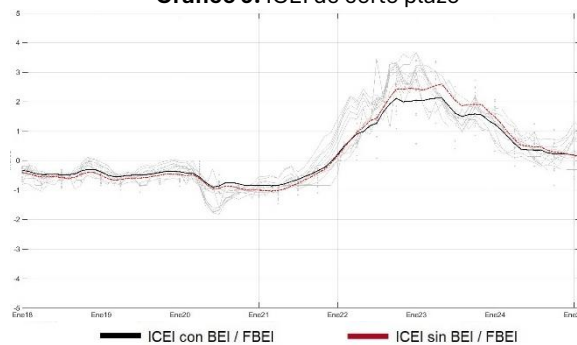


Gráfico 10. ICEI de mediano plazo

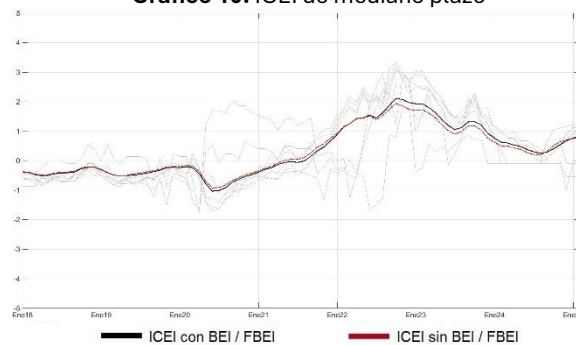


Gráfico 11. ICEI de largo plazo

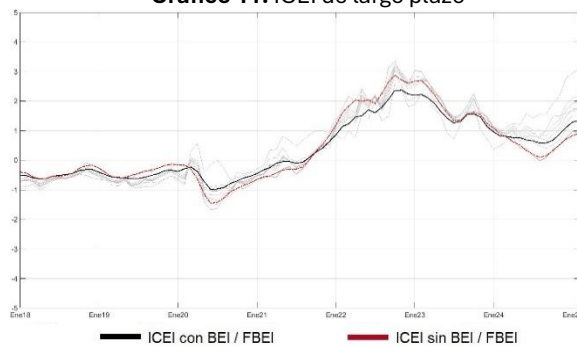
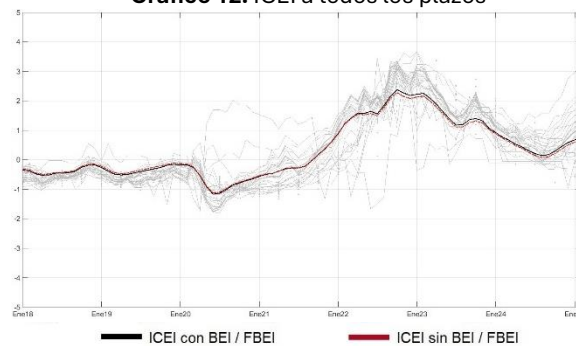


Gráfico 12. ICEI a todos los plazos



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 provenientes de encuestas aumentaron de manera importante para fin de 2025, y presentaron leves variaciones a plazos más largos. Por su parte, las expectativas de inflación básica aumentaron en su mayoría. El promedio⁶ de las encuestas de expectativas de inflación total aumentó para finales de 2025 (obs: 4,27%; ant: 4,07%), 2026 (obs: 3,57%; ant: 3,59%), 12 meses (obs: 3,95%; ant: 3,93%) y 24 meses (obs: 3,52%; ant: 3,49%). Asimismo, la última EME del BanRep mostró aumentos de la mayoría de las expectativas sobre la inflación básica (sin alimentos, y sin alimentos ni regulados -SAR-) de corto plazo (Gráficos 13 al 16).

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

⁶ 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 4,03% a 4,21%, mientras que para 2026 lo hizo de 3,52% a 3,53%.

Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025 según encuestas

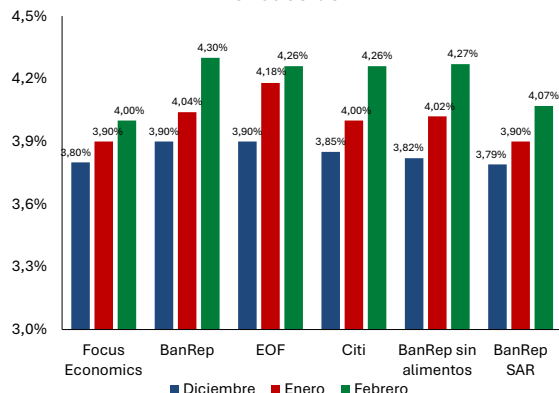


Gráfico 14. Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas

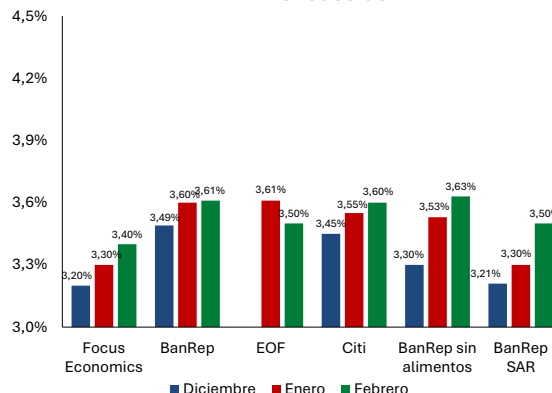


Gráfico 15. Inflación esperada a 12 meses según encuestas

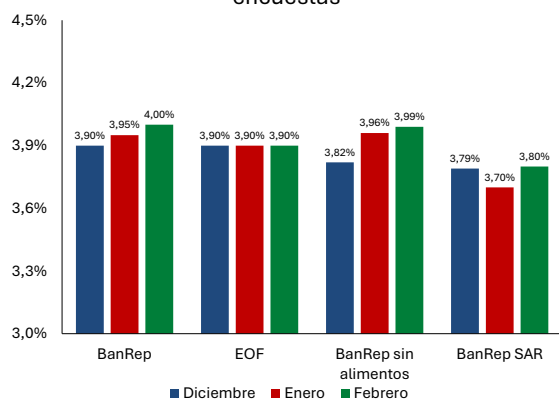
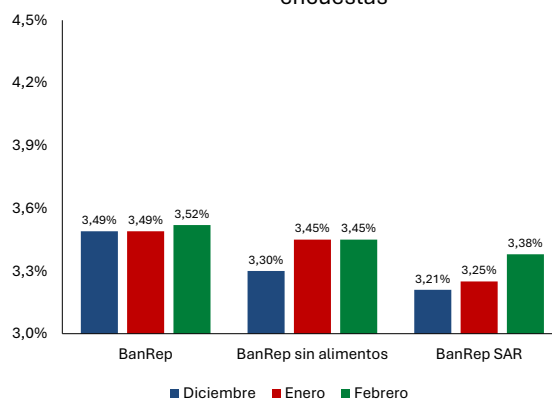
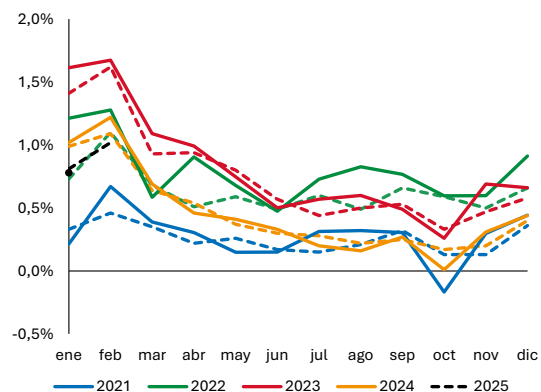


Gráfico 16. Inflación esperada a 24 meses según encuestas



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 18 de febrero, con encuestas recolectadas hasta el 16 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 10 y el 12 de febrero. La EOF se publicó el 19 de febrero con datos recolectados entre el 10 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 24 de febrero.

Gráfico 17. Inflación mensual sin alimentos (observada vs. esperada según Citi)



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

En enero, la inflación mensual sin alimentos se ubicó levemente por debajo de lo esperado por el mercado y de lo registrado en los últimos 3 años. Para febrero, el dato esperado también se ubica por debajo de lo registrado en el mismo mes de los últimos tres años. La inflación sin alimentos se ubicó en 0,78% m/m en enero, ligeramente por debajo de lo esperado por los analistas encuestados por Citi (0,81%). Para febrero, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 1,02% m/m, por debajo de los niveles de 1,28%, 1,67% y 1,22% registrados en enero de 2022, 2023 y 2024, respectivamente (Gráfico 17).

Las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros disminuyeron, mientras que aquellas provenientes de encuestas aumentaron. Los aumentos de estas últimas pudieron estar asociados con la publicación del dato de inflación de enero (5,22%), el cual se ubicó por encima de lo esperado por el mercado (5,10%) y marcó, por segundo mes consecutivo, una pausa en el proceso de reducción de la inflación anual. Por el contrario, las reducciones de las expectativas de corto plazo provenientes del mercado pudieron estar

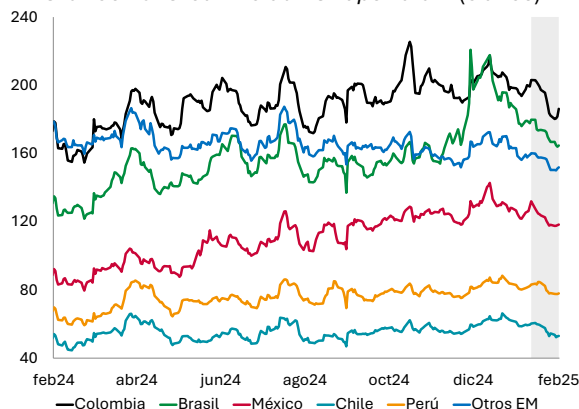
relacionadas, en parte: i) al apetito de los FPC por TES en pesos de corto plazo, en línea con la recepción de recursos de cesantías, y las ventas de TES en UVR del mismo plazo; y ii) a las Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) realizadas por entidades públicas, las cuales contribuyeron al empinamiento de la curva de TES en pesos. Por su parte, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo provenientes del mercado de deuda presentaron leves cambios durante este periodo. Distintos agentes del mercado han manifestado que la postura cautelosa de política monetaria por parte de la JDBR puede contribuir a mantener acotadas las expectativas de inflación en el contexto de la afectación en las métricas fiscales del país.

De esta manera, la brecha entre las expectativas de inflación provenientes del mercado de deuda pública y aquellas obtenidas a partir de encuestas se redujo. No obstante, todas estas medidas continúan ubicándose por encima del 3%. A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 3,95% (ant: 3,93%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 4,46% (ant: 4,61%). A 24 meses, la encuesta del BanRep indica una expectativa de 3,52% (ant: 3,49%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 4,34% (ant: 4,37%)⁷.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se empinó ante valorizaciones de los títulos de corto plazo y desvalorizaciones de los demás tramos de la curva. Estas desvalorizaciones contrastan con los movimientos observados en los títulos de mediano y largo plazo de los demás países de la región (caracterizados por valorizaciones o leves desvalorizaciones) y se explican por la mayor incertidumbre en el frente fiscal tras la publicación del Plan Financiero⁸, así como por las OMD realizadas por entidades públicas, las cuales contribuyeron al empinamiento de la curva al aumentar la demanda en el tramo corto y la oferta en el tramo largo de la curva de TES. Las OMD también explican las valorizaciones de los TES en pesos del corto plazo, junto con el apetito de los FPC por TES en pesos de corto plazo, en línea con la recepción de recursos de cesantías. En este contexto, el CDS a cinco años del país disminuyó, comportamiento similar al de sus pares de la región⁹ (Gráficos 18 al 20).

Gráfico 18. Credit Default Swaps Latam (5 años)

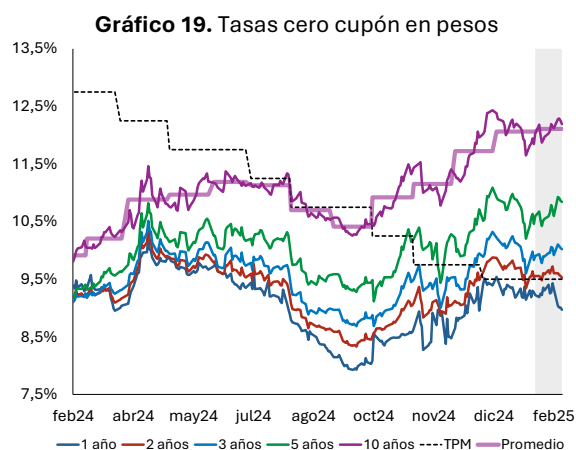


Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

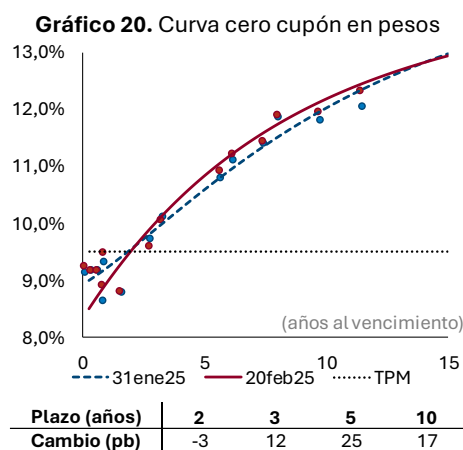
⁷ A diciembre de 2026, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,57% (ant: 3,59%), mientras que el FBEI a 2026 neto de primas se ubica en 4,38% (ant: 4,41%) para el mismo plazo.

⁸ De acuerdo con el Plan Financiero, en 2024 el déficit fiscal se ubicó en 6,8% del PIB, por encima del 5,6% proyectado en el MFMP y del 4,3% registrado en 2023. En todo caso, el Gobierno afirma haber cumplido con la regla fiscal tras incorporar transacciones por única vez por 1,9% del PIB (el Carf las estima en 0,3% del PIB). Para 2025, el Gobierno proyecta un déficit fiscal de 5,1% del PIB. También se proyecta que la deuda del GNC se estabilice alrededor de 60% del PIB, lo cual implica un aumento frente al 54% registrado en 2023.

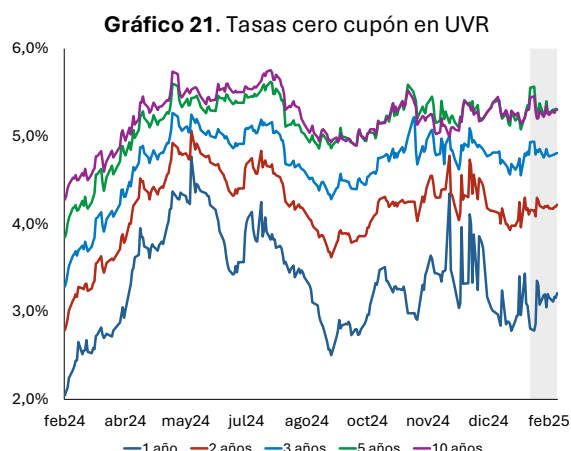
⁹ Durante este periodo, el CDS a cinco años se redujo 17 pb en Colombia, 15 pb en Brasil, 14 pb en México, 7 pb en Chile y 5 pb en Perú. Por su parte, el CDS de una muestra de países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) se redujo 8 pb.



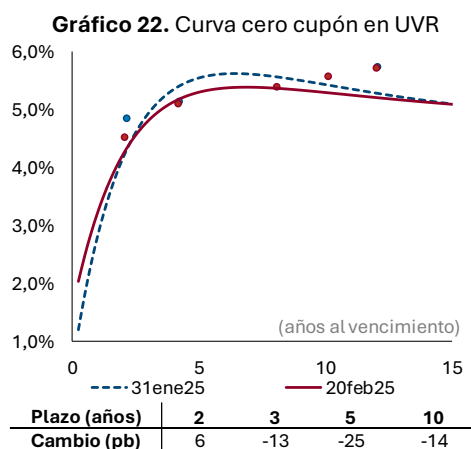
Fuente: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. **Notas:** i) si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos; ii) la línea detrás de la serie morada corresponde al promedio mensual de la tasa de diez años.



La curva de TES denominados en UVR se aplanó, ante desvalorizaciones del tramo corto y valorizaciones de los títulos de los demás tramos. Las desvalorizaciones pudieron explicarse por las ventas de estos títulos por parte de los FPC, mientras que las valorizaciones de los títulos de mediano y largo plazo pudieron explicarse por la demanda de compañías fiduciarias y aseguradoras (Gráficos 21 y 22).



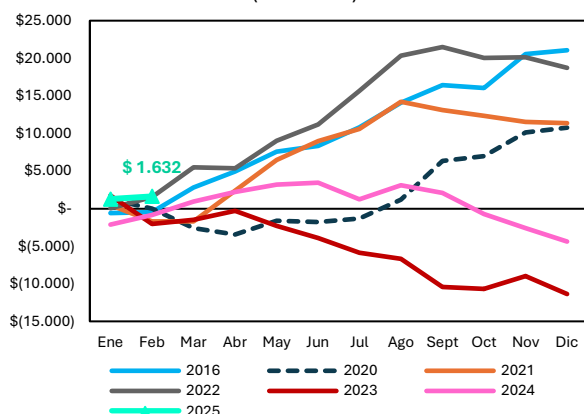
Fuente: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep.



Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 20 de febrero, los inversionistas extranjeros continuaron revirtiendo parcialmente las ventas importantes de la segunda mitad de 2024, con compras netas de TES denominados en pesos por COP 484 miles de millones (mm), concentradas principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 1,7 billones -b-)¹⁰. Por el contrario, en TES denominados en UVR, vendieron en neto COP 118 mm en el mercado de contado, principalmente en el tramo largo (COP 117 mm). De esta manera, en lo corrido del 2025 acumulan compras netas por COP 1,6 b en el mercado de contado de TES (Gráfico 23), manteniéndose como el segundo mayor grupo de tenedores de estos títulos (17,5% del total de TES en circulación, Gráfico 24).

¹⁰ En TES denominados en pesos del tramo medio y corto vendieron en neto COP 903 mm y COP 277 mm, respectivamente.

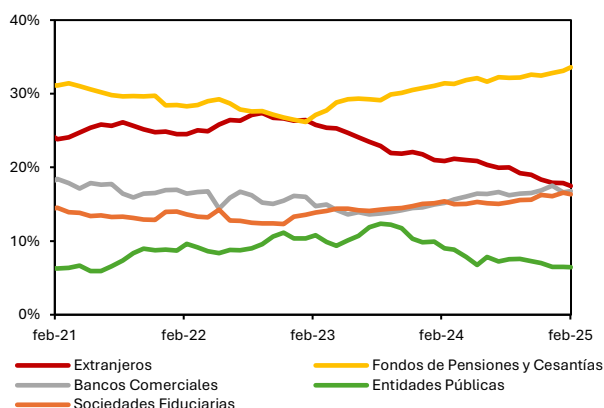
Gráfico 23. Flujos netos de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)



Fuente: BanRep.

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

Gráfico 24. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencias del Fonpet (% del total)

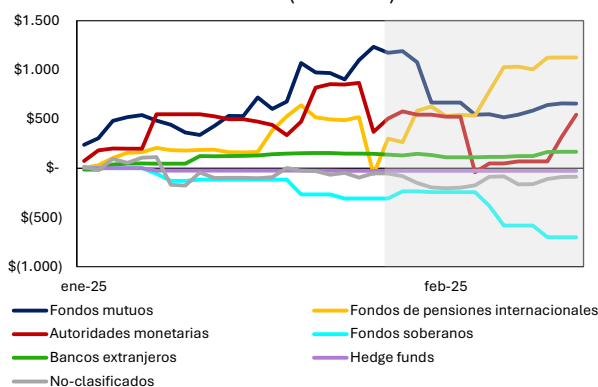


Fuente: BanRep.

Nota: Excluye la transferencia de los TES en el portafolio del Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al Ministerio de Hacienda (entidades públicas) en abril de 2023, así como la posterior transferencia del 25% de ese portafolio del Ministerio de Hacienda a Fiduprevisora en diciembre de 2023. Para poder aproximar cuál sería la participación del portafolio dentro del total del mercado de TES excluyendo el efecto que se generó por la transferencia, se realiza un ejercicio en el que se asume que la misma no ocurre y estos saldos se mantienen en los fondos de pensiones locales y en las sociedades fiduciarias.

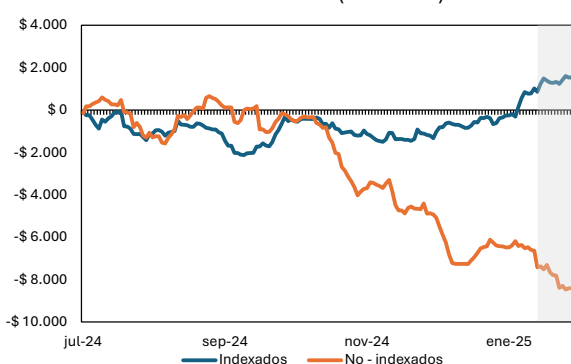
Los fondos de pensiones internacionales lideraron las compras de los inversionistas extranjeros en TES, mientras que los fondos mutuos y fondos soberanos revirtieron parcialmente esta tendencia (Gráfico 25). Durante el periodo, los fondos de pensiones internacionales compraron en neto COP 1,2 b, mientras que los fondos mutuos y fondos soberanos realizaron ventas netas por COP 578 mm y COP 395 mm, respectivamente.

Gráfico 25. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros por tipo de agente en el mercado de contado de TES (COP mm)



Fuente: BanRep.

Gráfico 26. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros indexados y no indexados en el mercado de contado de TES (COP mm)



Fuente: BanRep.

Desde la última reunión de la JDBR, los flujos de inversionistas extranjeros clasificados como no-indexados¹¹ exhibieron presiones a la baja, mientras que los indexados al índice *GBI-EM Global Diversified*¹² compensaron esta tendencia (Gráfico 26). Los agentes no-indexados realizaron ventas netas por COP 707 mm, mientras que los indexados compraron en neto COP 1,1 b durante el mismo período. La tendencia vendedora de los agentes no-indexados podría estar

¹¹ La clasificación se basa en un documento de investigación en desarrollo, elaborado por Oscar Botero, Andrés Murcia y Mauricio Villamizar, en el cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

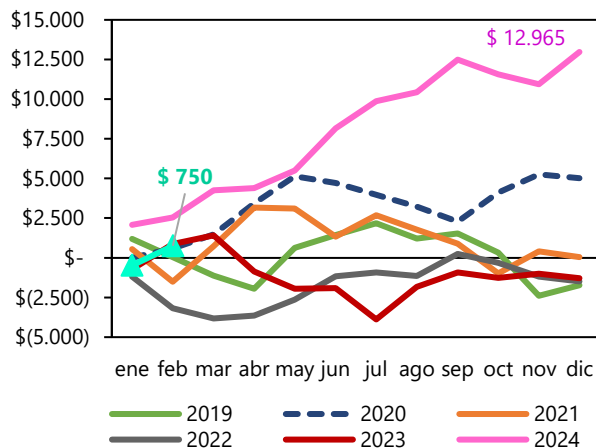
¹² Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes. Este índice basa sus cotizaciones en el valor de mercado de los títulos incluidos en la canasta, por lo tanto, las ponderaciones de los emisores incluidos no son constantes a través del tiempo

relacionada con algunos factores de incertidumbre local e internacional, entre los que se destacan las preocupaciones en el frente fiscal y la evolución futura de las relaciones con EE.UU.¹³. Además, la disminución de la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM por el aumento de la ponderación de India¹⁴, que se anticipa continuará hasta marzo de 2025¹⁵, podría generar alguna presión a la baja en los flujos de los inversionistas indexados, ya que deberán rebalancear sus portafolios para ajustarse a la nueva composición del índice.

Por otro lado, a diferencia de lo observado en enero, los inversionistas extranjeros demandaron montos importantes de contratos *Non Delivery Forwards* (NDF) de TES, aumentando su posición compradora en COP 1,2 b desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 27), hasta alcanzar COP 18,1 b el 20 de febrero de 2025. De acuerdo con la información reportada por las contrapartes locales al BanRep, estas compras se concentraron en contratos sobre TES denominados en pesos, concentrados en referencias del tramo largo y medio de la curva (COP 921 y 364 mm, respectivamente)¹⁶. Por contraparte local, los bancos comerciales fueron el tipo de entidad con la que presentaron el mayor aumento en su posición compradora durante el periodo, por COP 977 mm, seguidos de las sociedades comisionistas de bolsa (COP 168 mm) y las corporaciones financieras (COP 86 mm).

A nivel global, los flujos de inversionistas extranjeros en títulos de deuda¹⁷ continúan evidenciando presiones a la baja en otros países emergentes (Gráfico 28). Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF), desde la última reunión de la JDBR países como India, Indonesia y Tailandia han presentado flujos por USD -470 m, USD 223 m y USD 227 m, respectivamente. Por su parte, Colombia registró entradas por USD 39 m en el mismo periodo.

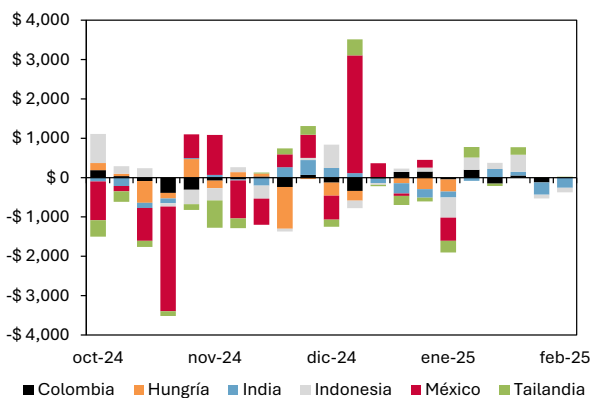
Gráfico 27. Posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año (COP mm)



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 28. 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.

¹³ El 26 de enero de 2025 se presentó un impase diplomático entre Estados Unidos y Colombia respecto al recibimiento de migrantes colombianos, que llevó al anuncio de posibles sanciones comerciales y financieras sobre Colombia, e incertidumbre sobre su aplicación futura.

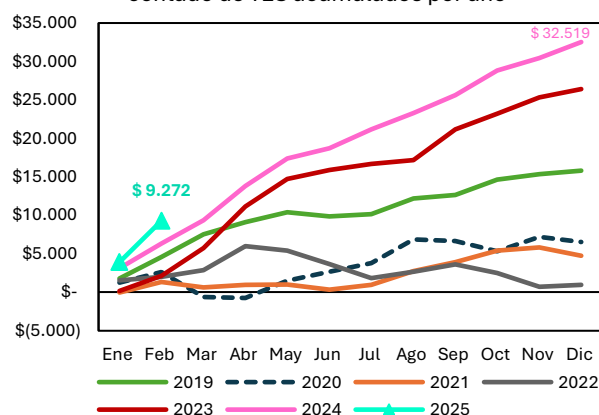
¹⁴ Según JP Morgan, la inclusión de India en el índice GBI-EM se realizará con incrementos uniformes de 1% cada mes, desde junio de 2024 hasta llegar a un techo de 10% en marzo de 2025.

¹⁵ El 28 de febrero, la ponderación de India en el índice alcanzará el 9%, con lo que restaría un aumento adicional de 1% en marzo para el alcanzar el techo de 10%.

¹⁶ En instrumentos sobre referencias del tramo corto de la curva redujeron su posición compradoras en COP 54 mm.

¹⁷ Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.

Gráfico 29. Flujos netos de los FPC en el mercado de contado de TES acumulados por año

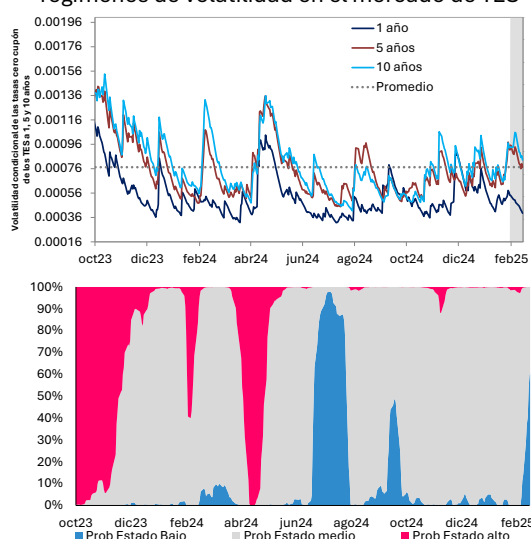


Fuente: BanRep.

de la curva (COP 761 mm)¹⁹. De esa manera, se mantienen como los principales tenedores de TES (33,6% del total de TES en circulación, ver Anexo 3).

Durante el periodo analizado, las entidades públicas retomaron las OMD en el mercado de contado de TES por magnitudes importantes, siendo los principales vendedores tanto en el mercado de TES denominados en pesos (COP 4,0 b), principalmente en el tramo largo, como en el de TES denominados en UVR (COP 793 mm). Durante febrero, las entidades públicas presentaron flujos netos por COP 1,6 b y COP -5,6 b en los tramos corto y largo de la curva de TES denominados en pesos, respectivamente. En la curva de TES denominados en UVR, vendieron en neto COP 417 mm y COP 377 mm, en los tramos medio y largo, en su orden.

Gráfico 30. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES



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

Los FPC moderaron su apetito por TES del tramo largo de la curva, aunque continuaron siendo los principales demandantes de TES desde la última reunión de la JDBR, concentrados en referencias de corto plazo (Gráfico 29). Desde la última reunión de la JDBR, los FPC fueron los principales demandantes de TES denominados en pesos por COP 5,6 b, principalmente en referencias del tramo corto de la curva, sobre la cuales compraron COP 3,2 b, mientras que en el tramo largo moderaron su demanda (COP 1,3 b)¹⁸. Por su parte, en TES denominados en UVR realizaron ventas netas por COP 252 mm, principalmente en referencias del tramo medio

La volatilidad promedio mensual del mercado de TES en pesos disminuyó para todos los plazos y se ubicó con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad bajo (Gráfico 30), al tiempo que la liquidez mejoró frente a lo observado en enero. Respecto a los indicadores de liquidez, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio de los TES en pesos y UVR se ubicó por debajo del observado en enero, mientras que la profundidad promedio de estos títulos se ubicó por encima de lo observado el mes anterior²⁰ (Anexo 2 – Gráficos 31 al 34).

¹⁸ En el tramo medio de la curva, compraron 1,1 b en TES denominado en pesos.

¹⁹ En títulos del tramo largo denominados en UVR, realizaron compras netas por COP 509 mm.

²⁰ Al 20 de febrero, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 4,0 pb para los TES en pesos y 3,9 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 5,3 pb y 5,9 pb observados durante enero, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados

Gráfico 31. Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)

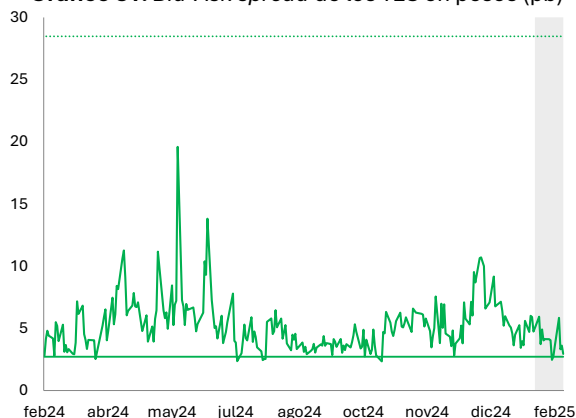
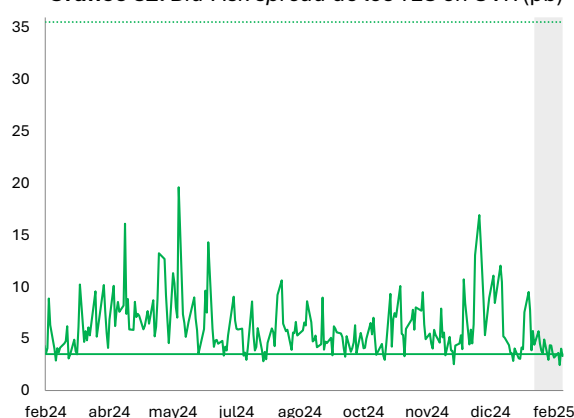


Gráfico 32. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



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

Gráfico 33. Profundidad promedio TES en pesos

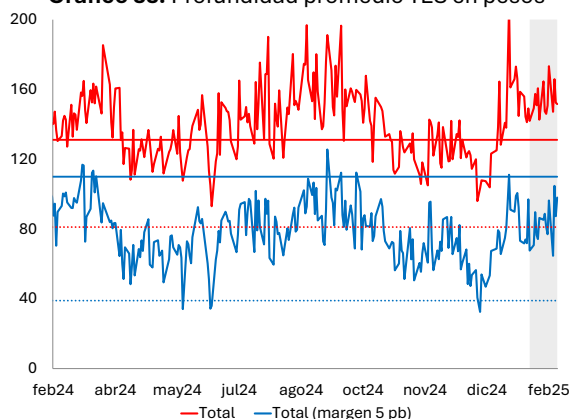
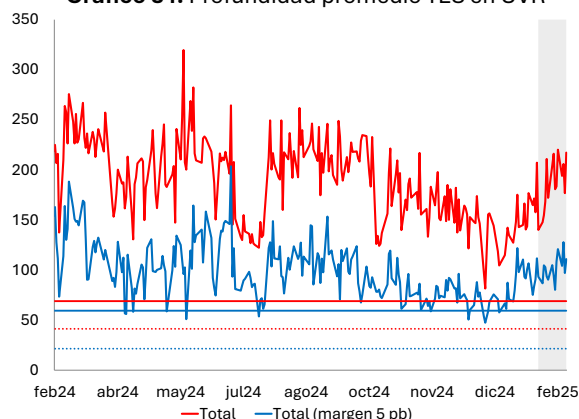


Gráfico 34. Profundidad promedio TES en UVR



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 las 12:30 a.m. para el total del mercado y las mejores posturas (en tasa) dentro de un rango de +/- 5 pb. Total: promedio de todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. Los títulos sin posturas tienen una profundidad de 0. Las líneas punteadas corresponden al promedio durante los primeros días de la pandemia del COVID-19 (marzo de 2020). Las líneas rectas sólidas corresponden al promedio de los cinco años prepandemia.

La curva de los TES denominados en pesos se empinó, mientras que la de los TES en UVR se aplanó. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años aumentó 19 pb, alcanzando un nivel de 266 pb en la curva de TES pesos, y se redujo 20 pb, hasta un nivel de 108 pb, para la curva de TES UVR (Gráficos 35 y 36).

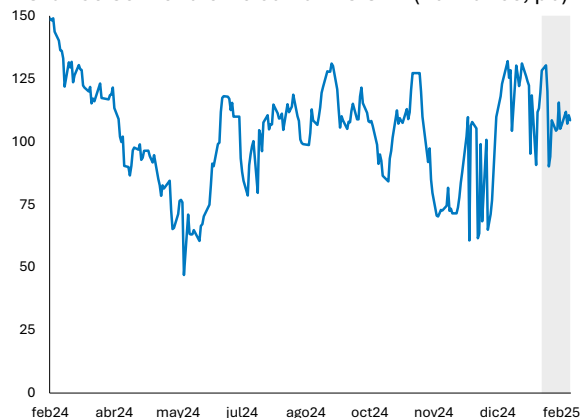
durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de COP 149,7 mm a COP 154,3 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR lo hizo de COP 147,0 mm a COP 189,5 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).

Gráfico 35. Pendiente curva TES pesos (10-2 años, pb)



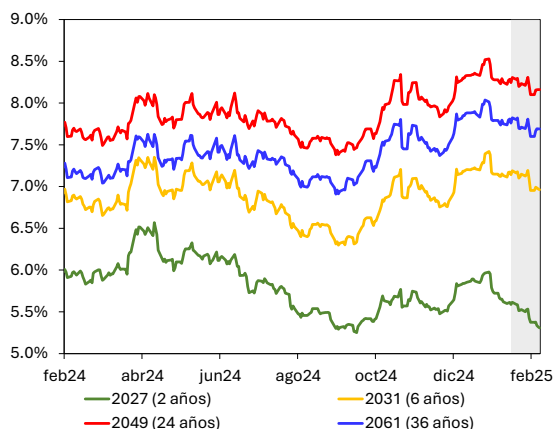
Fuentes: SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep.

Gráfico 36. Pendiente curva TES UVR (10-2 años, pb)



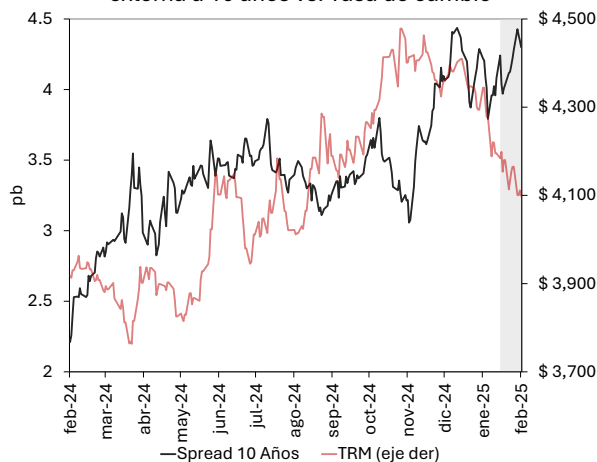
Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se valorizaron, y la diferencia de sus tasas con las de los títulos locales aumentó. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas de los títulos con vencimientos a 2, 6, 24 y 36 años presentaron variaciones de -31 pb, -23 pb, -15 pb y -13 pb, respectivamente (Gráfico 37). 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 la combinación de valorizaciones en la deuda externa y desvalorizaciones en los títulos locales (Gráfico 38).

Gráfico 37. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

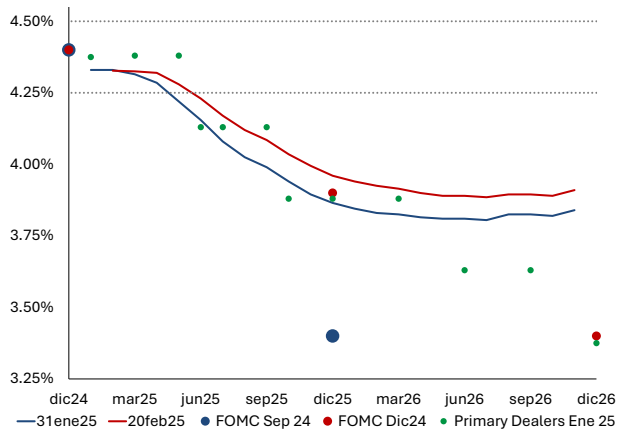
Gráfico 38. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

Gráfico 39. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

Durante febrero, las expectativas del mercado de futuros sobre las tasas de los fondos federales se ajustaron levemente al alza, descontando menores recortes durante 2025. El mercado descuenta que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) recortará la tasa en 25 pb (ant: 50 pb) durante 2025. Estas expectativas aumentaron tras la publicación de datos de inflación por encima de lo esperado por el mercado en EE. UU. (ver Sección 1.4.). Estas proyecciones del mercado se encuentran por encima de las proyecciones del FOMC publicadas en diciembre para el cierre de 2025 y de 2026 (Gráfico 39).

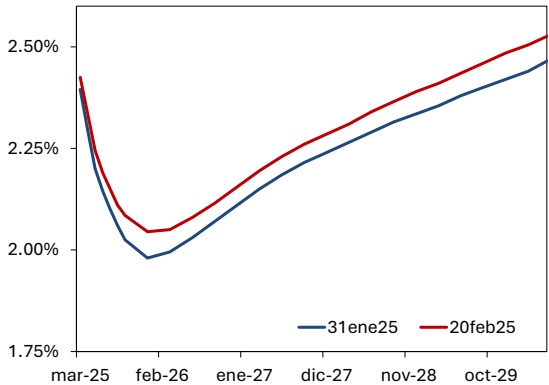
En esta misma línea, el CME²¹ muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2025 es aquel consistente con recortes por 25 pb (ant: 50 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2025 se ubicó en el rango entre 4,00% y 4,25% (probabilidad del 35%) durante febrero (Cuadro 3).

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

	2,75%-3,00%	3,00%-3,25%	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00%	4,00%-4,25%	4,25%-4,50% (Rango actual)	4,50%-4,75%
29nov24	1%	4%	12%	24%	29%	21%	8%	1%
31dic24	0%	1%	5%	17%	32%	32%	13%	0%
31ene25	0%	1%	6%	18%	32%	31%	12%	0%
20feb25	0%	0%	3%	14%	31%	35%	16%	0%

Fuente: CME.

Gráfico 40. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

En Europa, el mercado anticipa recortes de igual magnitud a los del mes pasado tanto para 2025 como para el mediano plazo. Así, los futuros de la tasa Euribor anticipan un recorte adicional de 25 pb en la próxima reunión del ECB (ant: 25 pb), y recortes acumulados por 75 pb durante 2025 (ant: 75 pb) (Gráfico 40, Anexo 5).

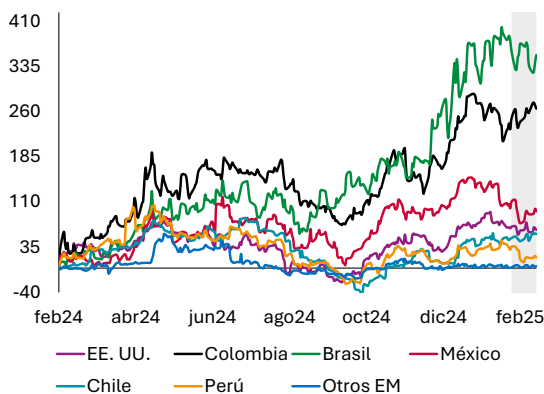
²¹ Chicago Mercantile Exchange.

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 desvalorizaciones del tramo corto y valorizaciones del tramo largo. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con la corrección de las expectativas de política monetaria al alza tras la publicación del dato de inflación de enero²², y con los comentarios *hawkish* de varios miembros de la Reserva Federal²³. Por su parte, las valorizaciones de los títulos de largo plazo estuvieron en línea con la publicación de algunas cifras de actividad económica que sorprendieron a la baja al mercado²⁴, así como con la expectativa del mercado de que las políticas arancelarias de la administración Trump sean más graduales de lo descontado previamente.

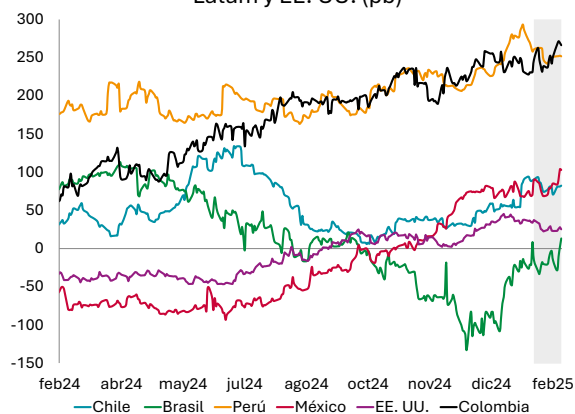
La mayoría de los títulos de deuda pública de la región se valorizó. Estas valorizaciones se explican por el mejor apetito por riesgo a nivel internacional y la corrección a la baja de las expectativas de política monetaria en varias de estas economías ante la publicación de cifras de inflación que se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado²⁵. Por el contrario, los títulos de deuda pública chilenos se desvalorizaron ante las mayores expectativas de política monetaria tras la publicación de cifras de inflación y actividad económica que sorprendieron al alza al mercado²⁶. En este contexto, las pendientes 10 años-2 años disminuyeron 11 pb (hasta un nivel de 25 pb) en EE. UU., 7 pb (hasta un nivel de 82 pb) en Chile y 6 pb (hasta un nivel de 252 pb) en Perú, mientras que en Brasil y México aumentaron 28 pb (hasta un nivel de 13 pb) y 15 pb (hasta un nivel de 103 pb), respectivamente (Gráficos 41 a 43 y Anexo 4).

Gráfico 41. 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 enero de 2024.

Gráfico 42. Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

²² El 12 de febrero se publicaron los datos de inflación total (obs: 3,0%; esp: 2,9%) y núcleo (obs: 3,3%; esp: 3,1%).

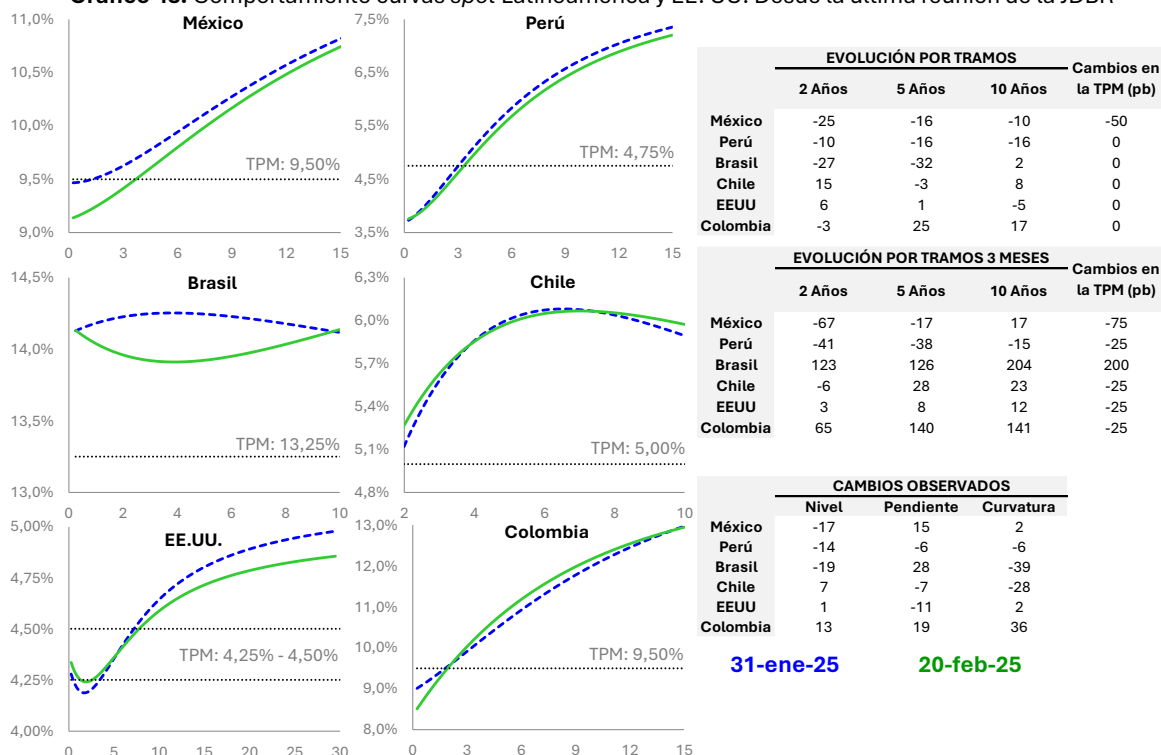
²³ De acuerdo con la presidenta de la Fed de San Francisco, Mary Daly, la política debe seguir siendo restrictiva hasta que haya más avances en materia de inflación, y aunque espera ver mejoras en la inflación a medida que las tasas de interés continúen ejerciendo presión a la baja sobre la economía, este proceso llevará más tiempo del esperado. Adicionalmente, cree que los funcionarios de la Fed deberían tomarse su tiempo para evaluar el impacto neto de las nuevas políticas que está aplicando la administración Trump antes de ajustar la política monetaria, y piensa que esperar a que haya una mayor claridad no representa un riesgo. Por otro lado, el presidente de la Fed de San Luis, Alberto Musalem, dijo que la política debería seguir siendo modestamente restrictiva hasta que la inflación esté encaminada hacia el objetivo del 2% del banco central. Musalem ve mayores riesgos de que el progreso de la inflación se detenga o incluso se revierta, y señala que los próximos cambios en la política gubernamental podrían afectar la economía. Por último, el gobernador de la Reserva Federal, Christopher Waller, dijo que los datos económicos recientes respaldan el mantener sin cambios las tasas, pero si la inflación se comporta como lo hizo en el 2024, las autoridades podrían volver a recortar “en algún momento de este año”.

²⁴ Las ventas minoristas de enero se contrajeron 0,9% m/m (esp: -0,2%; ant:0,7%), correspondiente al mayor descenso en casi dos años. El ISM de servicios, por su parte, se ubicó en 52,8 en febrero (esp: 54,0; ant: 54,1), mientras que las nóminas no agrícolas de enero se ubicaron en 143 mil (esp: 169 mil; ant: 307 mil). Por último, el PMI de servicios se ubicó en 49,7 (esp: 53; ant: 52,9).

²⁵ En Brasil, México y Perú la inflación anual de enero se ubicó en 4,56% (esp: 4,58%), 3,59% (esp: 3,63%) y 1,85% (esp: 2,00%), respectivamente.

²⁶ La inflación se ubicó en 4,9% a/a en enero (esp: 4,8%). Por su parte, la actividad económica se expandió 6,6% a/a en diciembre (esp: 4,5%).

Gráfico 43. 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 tasa de política monetaria extraídas de encuestas, de la curva OIS y del mercado de TES en pesos.

2.1. Expectativas de TPM

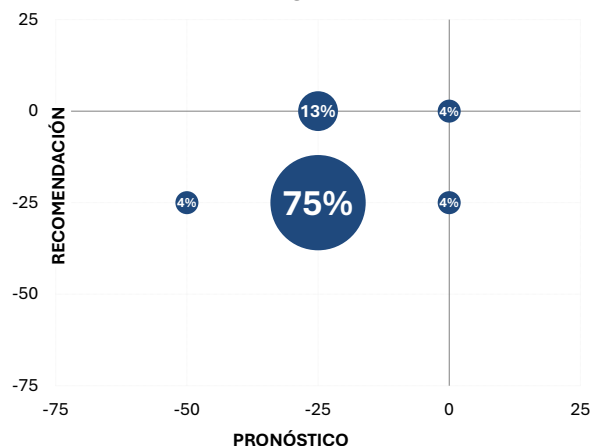
Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera un recorte de la TPM de 25 pb en marzo. Primero, según la EME²⁷, la mediana señala una reducción de 25 pb hasta 9,25% en marzo (desviación estándar de 13 pb). Según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citi²⁸, de las 23 entidades encuestadas, el 75% espera y recomienda que la TPM disminuya 25 pb en marzo, un 13% espera que disminuya 25 pb, pero recomienda que permanezca inalterada, un 4% espera y recomienda que permanezca inalterada, otro 4% espera que permanezca inalterada, pero recomienda que disminuya 25 pb, y el 4% restante espera que disminuya 50 pb pero recomienda que disminuya 25 pb. La desviación estándar de las expectativas disminuyó de 0,12% a 0,09% entre enero y febrero (Gráficos 44 y 45, y Anexo 1). En cuanto a la reunión de febrero, la mayoría de los agentes encuestados por la EME esperan que la TPM se mantenga inalterada (desviación estándar de 6 pb), y en el caso de la Encuesta de Opinión Financiera²⁹ (EOF), 14 de los 27 agentes encuestados también esperan que esta se mantenga estable, 11 estiman un recorte de 25 pb, mientras que los dos agentes restantes proyectan que la TPM se reduzca en 50 pb.

²⁷ Datos recolectados entre el 10 y el 12 de febrero.

²⁸ Publicada el 24 de febrero.

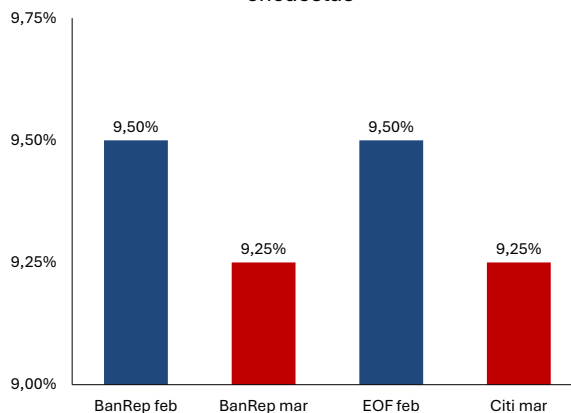
²⁹ Publicada el 19 de febrero con información recolectada entre el 10 y el 14 del mismo mes.

Gráfico 44. Expectativa de cambio (pb) TPM para la reunión de marzo según la encuesta de Citi.



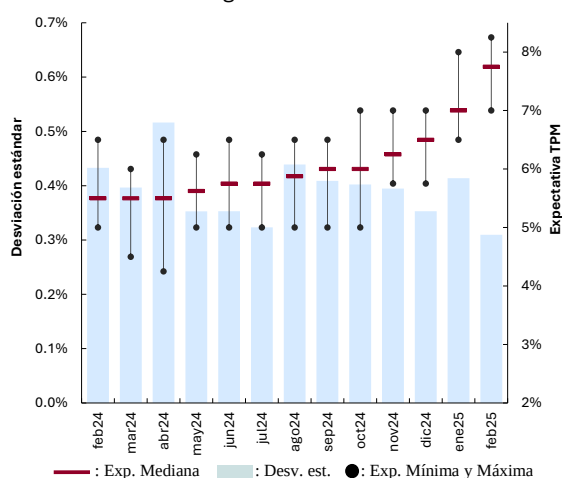
Fuente: Citi.

Gráfico 45. Expectativas TPM próxima reunión según encuestas*



Fuente: BanRep, EOF, Bloomberg y Citi. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 10 y el 12 de febrero. La EOF se publicó el 19 de febrero con datos recolectados entre el 10 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 24 de febrero. *La EOF indaga por la reunión de febrero (azul), la encuesta de Citi pregunta por la reunión de marzo (rojo), mientras que la encuesta del BanRep averigua por las reuniones de febrero y marzo

Gráfico 46. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas



Fuente: Citi.

En general, las encuestas muestran un cambio importante de las expectativas de política monetaria con respecto a las registradas en enero. Por un lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la mediana de la tasa esperada para cierre de 2025 aumentó de 7,00% a 7,75%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 0,41% a 0,31% (Gráfico 46). Asimismo, el promedio de todas las encuestas aumentó para el cierre de 2025 de 7,00% a 7,63% (Gráfico 47), y para el cierre de 2026 de 6,25% a 6,38% (Gráfico 48).

Gráfico 47. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas

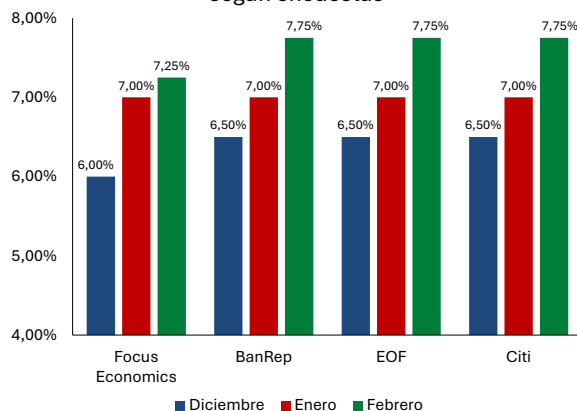
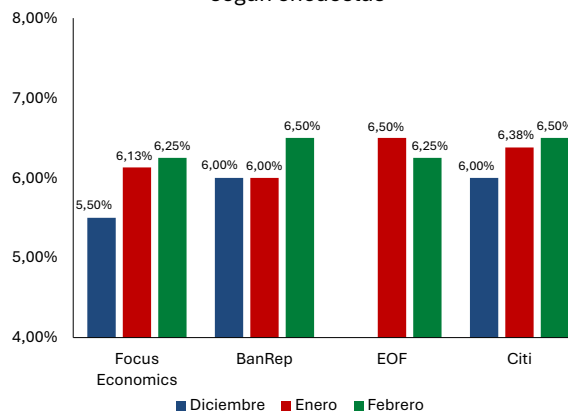


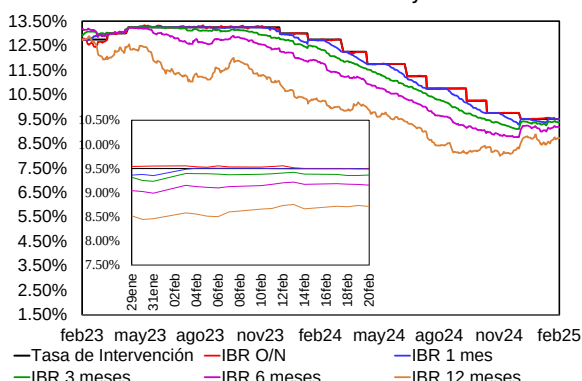
Gráfico 48. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 18 de febrero, con encuestas recolectadas hasta el 16 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 10 y el 12 de febrero. La EOF se publicó el 19 de febrero con datos recolectados entre el 10 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 24 de febrero.

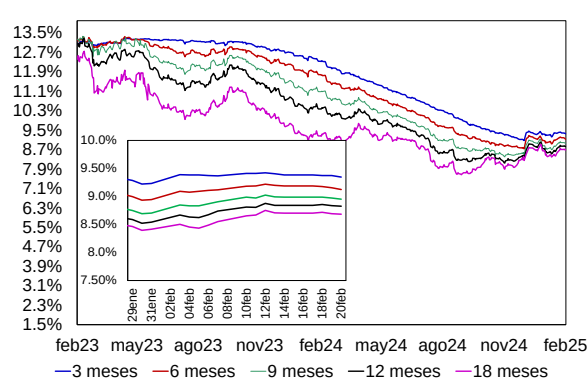
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses subieron ante expectativas de menores recortes de la TPM. Hasta el 20 de febrero, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, aumentaron 4 pb, 18 pb, 40 pb, 26 pb, 30 pb y 29 pb, respectivamente (Gráficos 49 y 50).

Gráfico 49. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BanRep. **Cálculos:** BanRep.

Gráfico 50. Tasas OIS



Fuente: BanRep. **Cálculos:** BanRep.

El mercado descuenta con mayor probabilidad una reducción de 25 pb de la TPM en la reunión de marzo (probabilidad de 47%). El segundo escenario más probable es que la TPM se mantenga estable (probabilidad de 35%), seguido de una reducción de 50 pb (probabilidad de 18%). Las expectativas también descuentan menores reducciones de la TPM durante 2025. Este cambio en las expectativas de TPM está en línea con el alto nivel de las expectativas de inflación, la decisión de la TPM local en enero, el resultado del IPC local de enero (obs: 5,22% esp: 5,10%), y los cambios de las expectativas de la TPM en EE.UU. Así, con información al 20 de febrero, el mercado descuenta que la TPM se ubicaría en 8,50% al cierre del 2025 (anterior: 8,00%; Gráficos 51 y 52). En este contexto, algunos analistas del mercado advierten sobre la necesidad de mantener una postura prudente con relación a las decisiones de TPM futuras, dadas las preocupaciones sobre las perspectivas fiscales de mediano plazo y la evolución de la política monetaria en los EE. UU.

Gráfico 51. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 20 de febrero de 2025)

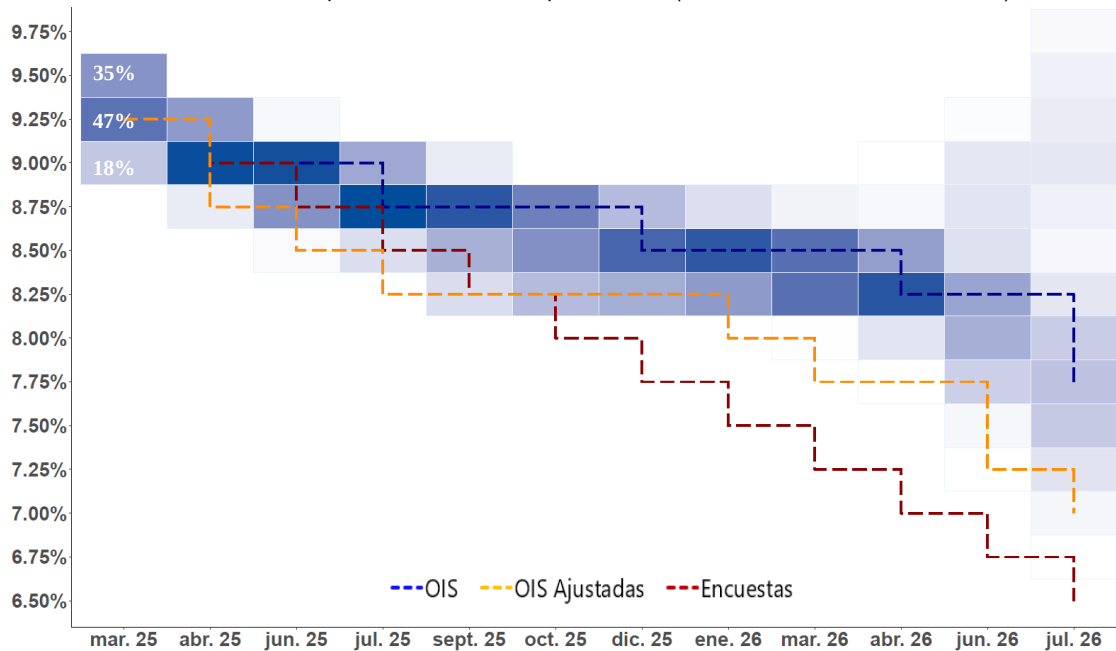
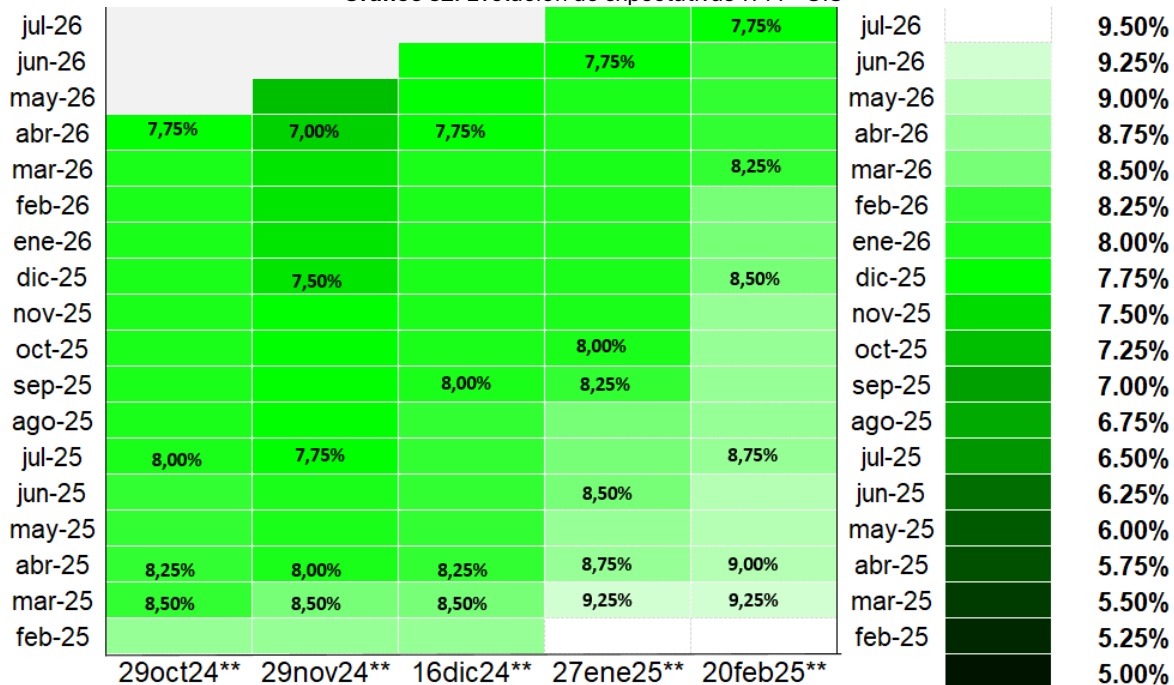


Gráfico 52. Evolución de expectativas TPM – OIS

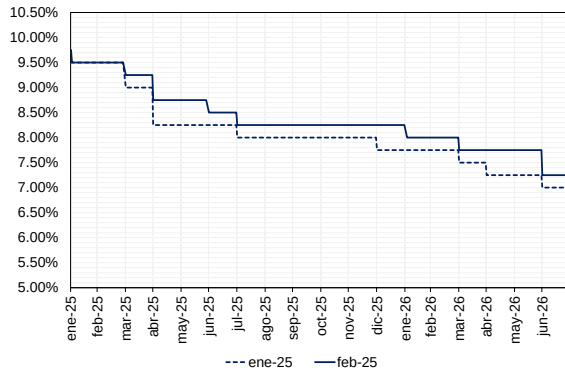


Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Los resultados del modelo OIS para las fechas marcadas con ** permiten aumentos o reducciones de hasta 200 pb de la TPM. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo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

Las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS también señalan con mayor probabilidad (69%) una reducción de la TPM de 25 pb, y también descuentan menores recortes de la TPM en 2025. El Gráfico 53 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de enero y febrero. Según esta medida, la expectativa para diciembre de 2025 se ubica en 8,25% (ant: 7,75%).

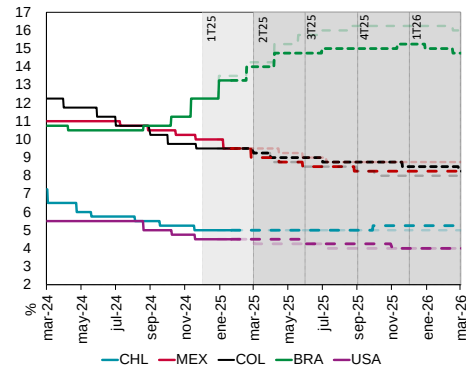
En varios países de la región, los cambios de las expectativas de TPM para 2025 reaccionaron principalmente a factores propios de cada país y presentaron dinámicas diferenciadas (Gráfico 54). En Brasil, se esperan menores aumentos de la TPM en línea con la publicación del dato de inflación local de enero por debajo de lo esperado (obs: 4,56%, esp: 4,58%); de esta manera, se espera que la TPM en 2025 se ubique en 15,25% (ant: 16,25%). En México, se esperan mayores recortes de la TPM en 2025 (obs: 8,25%, ant: 8,75%), lo cual estuvo soportado por el resultado local de inflación de enero que se ubicó por debajo de lo esperado (obs: 3,59%, esp: 3,63%). Las expectativas de TPM en Chile sugieren un aumento de la TPM, en línea con el mayor dato de inflación de enero, superior a la expectativa del mercado (obs: 4,90%, esp: 4,80%).

Gráfico 53. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 27 de enero y 20 de febrero de 2025.

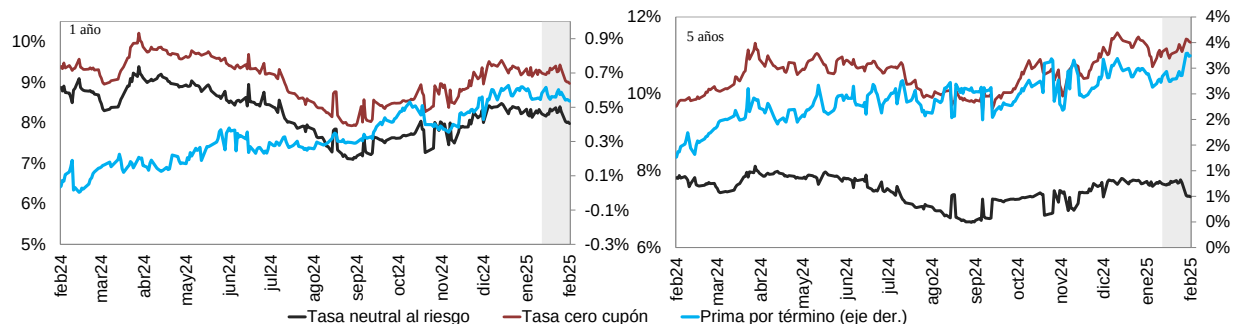
Gráfico 54. Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Citi. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 20 de febrero, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 27 de enero.

Durante el periodo la prima a término promedio a 5 años continuó aumentando, en línea con las preocupaciones de los agentes por los desafíos en el frente fiscal. Por su parte, las tasas neutras al riesgo a 1 y 5 años presentaron reducciones, en línea con las compras significativas de las entidades públicas y de los FPC en el tramo corto de la curva. El Gráfico 55 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 neutras al riesgo promedio mensual cayeron 10 pb y 11 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 8,20% y 7,09%, en su orden. Por su parte, las primas a término variaron -2 pb y +9 pb a 1 y 5 años, situándose en 0,57% y 2,96%, respectivamente (Gráfico A4.4).

Gráfico 55. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años



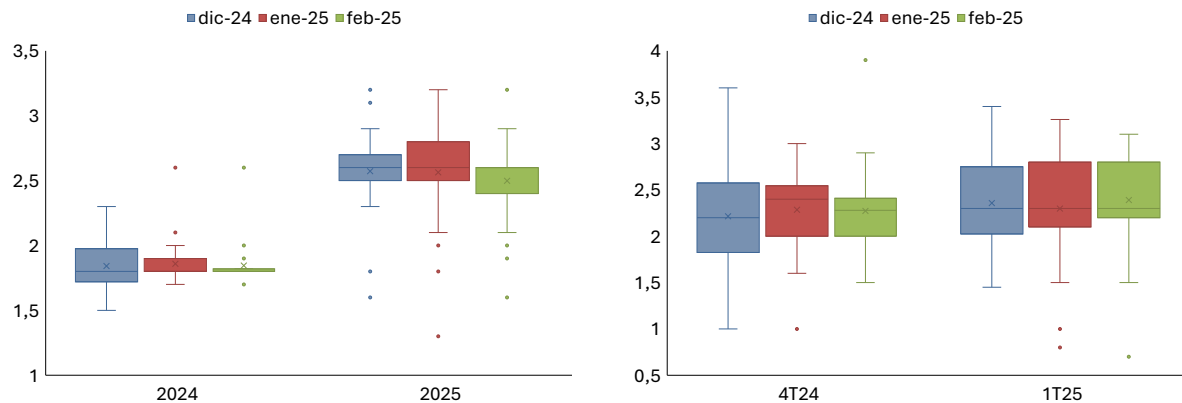
Fuente: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento se mantuvieron estables. Por otro lado, el DANE dio a conocer que la economía colombiana creció 1,7% en 2024, por debajo de lo que esperaba el mercado.

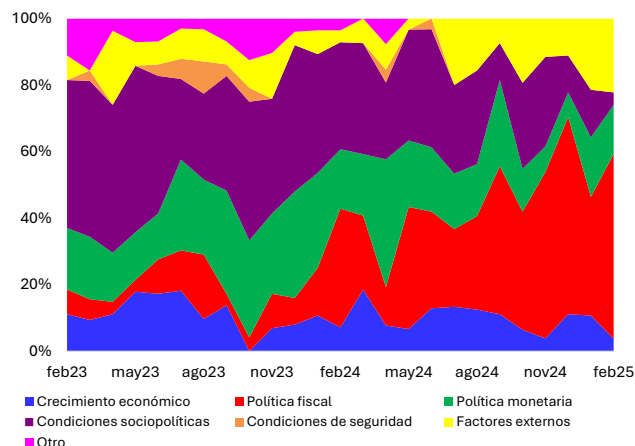
De acuerdo con la EOF, los analistas mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2025 en 2,6%, y para el 1T25 en 2,3%. Posteriormente, el DANE dio a conocer que la economía colombiana creció 2,3% durante el 4T24, por encima del 2,28% estimado por los analistas que respondieron la EOF. No obstante, el crecimiento del 2024 se ubicó en 1,7%, por debajo del 1,8% previsto por los analistas que respondieron la misma encuesta. Lo anterior se explica por las revisiones a la baja que hizo el DANE de las cifras para los primeros dos trimestres de 2024 (Gráfico 56). Por su parte, los agentes encuestados por Citi mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2025 en 2,6%, pero la redujeron para 2026 de 3,0% a 2,9%.

Gráfico 56. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)
Anuales Trimestrales



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

Gráfico 57. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

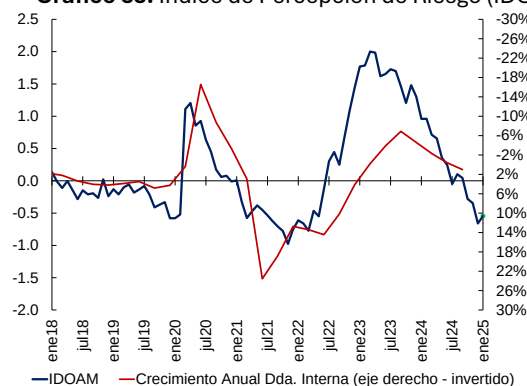
En cuanto a la toma de decisiones de inversión, la importancia de la política fiscal aumentó y se mantiene como el factor más relevante. Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: *¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?*, el 56% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 36%), el 22% los factores externos (ant: 21%), el 15% la política monetaria (ant: 18%), el 4% las condiciones sociopolíticas (ant: 14%), mientras que el 4% restante señaló el crecimiento económico (ant: 11%; Gráfico 57). Por otra parte, el Anexo 9 presenta las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con los datos definitivos de enero de 2025, el Indicador de Condiciones Financieras (IDOAM³⁰) aumentó frente a diciembre, lo que sugiere condiciones financieras ligeramente más restringidas. A pesar de este incremento, el indicador se mantiene cerca de su promedio histórico. El aumento de este indicador se explica por las mayores expectativas de inflación y el mayor *spread* de las tasas de la cartera preferencial frente a las tasas de los TES (Gráfico 58).

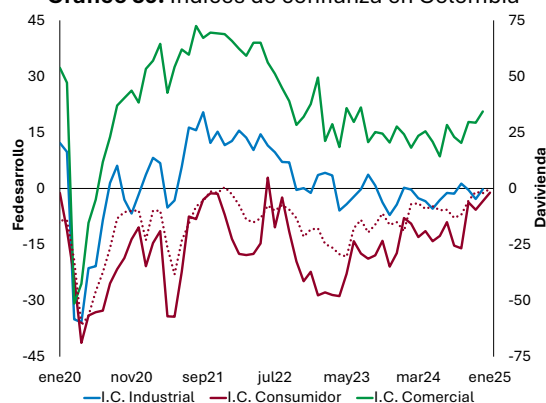
Los indicadores de confianza del consumidor, estimados por Fedesarrollo y Davivienda, alcanzaron un nivel máximo no observado en más de dos y tres años, respectivamente. Por un lado, el indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, aumentó (obs: -1,1%; ant: -3,4%) como consecuencia de una mejora tanto de las expectativas a doce meses, como de la percepción de las condiciones económicas (Gráfico 59). Asimismo, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -3,1% a -0,2% (Gráfico 60), al tiempo que el indicador de confianza del consumidor estimado por Davivienda lo hizo de -2,1% a -0,1%.

Gráfico 58. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



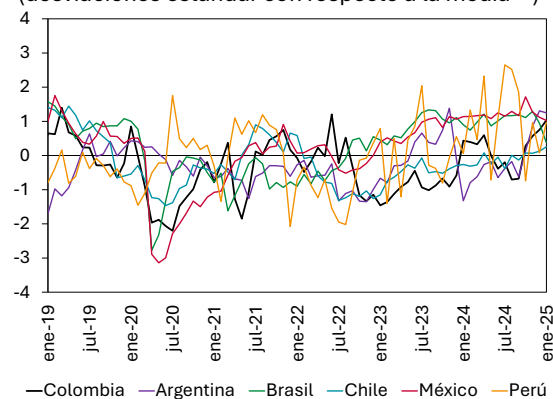
Fuentes: BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Nota:** La volatilidad se calcula con un modelo GARCH(1,1).

Gráfico 59. Índices de confianza en Colombia



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

Gráfico 60. Índices de confianza de Latinoamérica* (desviaciones estándar con respecto a la media**)



Fuentes: INEGI³¹, FGV³², UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.

Cálculos: BanRep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.

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

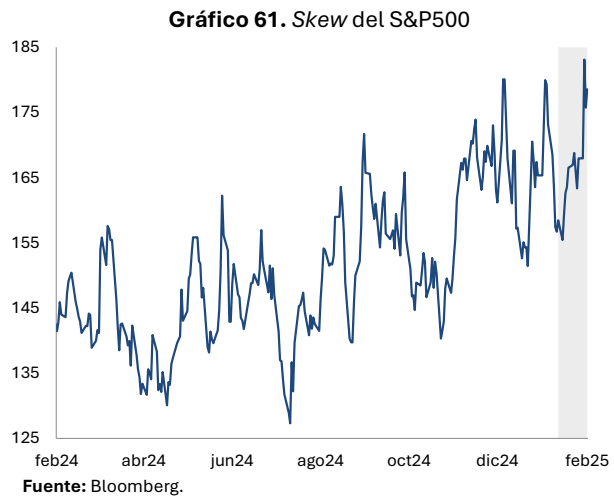
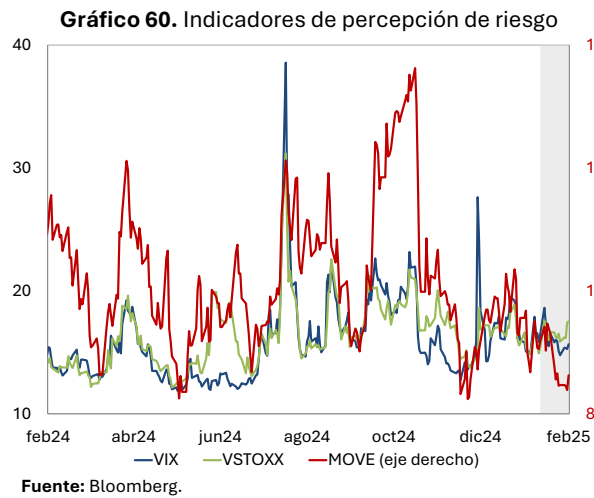
El indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia continuó aumentando en enero. El Gráfico 60 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Perú y Colombia presentaron los mayores aumentos en este indicador, seguidos de Chile, mientras que los demás países registraron reducciones. Todos los indicadores se encuentran por encima de su media histórica.

³⁰ Este indicador se construye usando la siguiente información: i) los *spreads* de las tasas de los TES frente a las tasas de las carteras de Tesorería, Preferencial y de Consumo; ii) las desviaciones de las expectativas de inflación frente a la meta y la incertidumbre de estas expectativas; iii) las expectativas de crecimiento económico; iv) los indicadores de confianza comercial, industrial y del consumidor de Fedesarrollo; v) los EMBI; y vi) las volatilidades condicionales de los mercados accionarios y de TES.

³¹ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

³² Instituto Brasileiro de Economía.

La volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. (Vix³³) y en Europa (Vstoxx³⁴), y sobre Tesoros (Move³⁵), disminuyó durante la mayor parte del periodo. Este comportamiento pudo estar asociado con la expectativa de que las políticas comerciales de la administración Trump se darán de forma gradual, y con el optimismo del mercado frente a un eventual cese del conflicto entre Rusia y Ucrania. De manera análoga, el Skew³⁶ aumentó, en línea con la valorización del S&P 500 durante este periodo.



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

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

³⁵ El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.

³⁶ 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. Encuesta de expectativas de ANIF y Citi sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de marzo de 2025

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	9.50%	9.50%
Alianza	9.00%	9.25%
Anif	9.25%	9.25%
Asobancaria	9.25%	9.25%
Aval Casa de Bolsa	9.25%	9.25%
Banco Agrario	9.25%	9.50%
Banco de Bogotá	9.25%	9.25%
Banco de Occidente	9.25%	9.50%
Banco Santander	9.25%	9.50%
Bancoldex	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	9.25%	9.25%
Grupo Bancolombia	9.25%	9.25%
Grupo Bolivar	9.25%	9.25%
Itaú	9.25%	9.25%
Moody's Analytics	9.25%	9.25%
Positiva	9.50%	9.25%
Scotiabank Colpatría	9.25%	9.25%
Skandia	9.25%	9.25%
Promedio	9.26%	9.29%
Mediana	9.25%	9.25%
Desv. Estándar	0.09%	0.10%
Máximo	9.50%	9.50%
Mínimo	9.00%	9.25%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.00%	4%	1
9.25%	87%	20
9.50%	9%	2
Total	100%	23

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.25%	83%	19
9.50%	17%	4
Total	100%	23

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	7.50%	6.00%
Alianza	7.25%	6.00%
Anif	7.25%	7.25%
Asobancaria	7.00%	6.00%
Aval Casa de Bolsa	7.75%	6.00%
Banco Agrario	8.00%	7.00%
Banco de Bogotá	7.75%	6.50%
Banco de Occidente	7.75%	6.00%
Banco Santander	7.75%	7.50%
Bancoldex	7.50%	6.00%
BBVA	7.75%	7.00%
BTG Pactual	7.75%	6.00%
Citi	7.75%	7.50%
Colfondos	7.75%	6.50%
Corficolombiana	7.75%	6.00%
Credicorp Capital	7.00%	6.50%
Grupo Bancolombia	7.50%	6.50%
Grupo Bolivar	7.25%	0.00%
Itaú	8.00%	6.50%
Moody's Analytics	7.75%	6.50%
Positiva	8.25%	7.00%
Scotiabank Colpatriz	7.75%	6.50%
Skandia	7.50%	7.50%
Promedio	7.62%	6.27%
Mediana	7.75%	6.50%
Desv. Estándar	0.31%	1.47%
Máximo	8.25%	7.50%
Mínimo	7.00%	0.00%
No. Respuestas	23	23

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	4.40%	3.61%
Alianza	4.30%	3.50%
Anif	4.00%	0.00%
Asobancaria	3.90%	4.00%
Aval Casa de Bolsa	4.50%	3.80%
Banco Agrario	4.86%	3.47%
Banco de Bogotá	4.14%	3.45%
Banco de Occidente	4.47%	3.61%
Banco Santander	4.54%	3.68%
Bancoldex	4.51%	3.84%
BBVA	3.90%	3.50%
BTG Pactual	4.16%	3.00%
Citi	3.90%	3.20%
Colfondos	4.50%	3.60%
Corficolombiana	4.50%	3.80%
Credicorp Capital	4.00%	3.00%
Grupo Bancolombia	4.00%	3.80%
Grupo Bolivar	4.26%	0.00%
Itaú	4.50%	3.30%
Moody's Analytics	4.20%	3.60%
Positiva	3.90%	3.00%
Scotiabank Colpatriz	4.86%	3.68%
Skandia	4.18%	3.94%
Promedio	4.28%	3.23%
Mediana	4.26%	3.60%
Desv. Estándar	0.29%	1.06%
Máximo	4.86%	4.00%
Mínimo	3.90%	0.00%
No. Respuestas	23	23

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 16 de febrero

Empresa		2025	2026
1	Acciones y Valores	7,00%	6,00%
2	Actinver	7,00%	6,00%
3	AGPV	7,50%	6,50%
4	Alianza Valores y Fiduciaria	7,25%	6,00%
5	Allianz	7,00%	-
6	ANIF	7,25%	7,25%
7	Banco Agrario de Colombia	8,00%	7,00%
8	Banco Davivienda	6,25%	-
9	Banco de Bogotá	6,75%	6,25%
10	Bancolombia	7,00%	6,00%
11	Barclays Capital	7,75%	7,00%
12	BTG Pactual	7,75%	6,00%
13	Capital Economics	7,00%	6,25%
14	Citigroup Global Mkts	7,00%	6,50%
15	Corficolombiana	7,75%	6,00%
16	Credicorp Capital	7,00%	6,50%
17	Deutsche Bank	8,00%	7,50%
18	EIU	7,25%	4,50%
19	Fedesarrollo	6,75%	5,50%
20	Fitch Solutions	6,25%	5,50%
21	Goldman Sachs	7,75%	6,75%
22	Itaú Unibanco	8,00%	6,50%
23	JPMorgan	7,75%	-
24	Oxford Economics	7,75%	6,00%
25	Pantheon Macroeconomics	7,50%	6,00%
26	Pezco Economics	7,50%	4,50%
27	S&P Global Ratings	8,00%	7,50%
28	Scotiabank Colpatría	7,75%	6,50%
29	Sectorial	6,25%	4,75%
30	Standard Chartered	6,25%	6,25%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,50%	0	0,0%	2	7,4%
4,75%	0	0,0%	1	3,7%
5,50%	0	0,0%	2	7,4%
6,00%	0	0,0%	8	29,6%
6,25%	4	13,3%	3	11,1%
6,50%	0	0,0%	5	18,5%
6,75%	2	6,7%	1	3,7%
7,00%	7	23,3%	2	7,4%
7,25%	3	10,0%	1	3,7%
7,50%	3	10,0%	2	7,4%
7,75%	7	23,3%	0	0,0%
8,00%	4	13,3%	0	0,0%
Media	7,27%		6,19%	
Mediana	7,25%		6,25%	

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 16 de febrero

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	11	32,4%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	7	20,6%
3,50% - 3,75%	4	10,5%	11	32,4%
3,75% - 4,00%	12	31,6%	4	11,8%
4,00% - 4,25%	12	31,6%	1	2,9%
4,25% - 4,50%	6	15,8%	0	0,0%
4,50% - 4,75%	3	7,9%	0	0,0%
4,75% - 5,00%	1	2,6%	0	0,0%
Media	4,04%		3,41%	
Mediana	4,00%		3,40%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 31 de enero, la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener la tasa de política monetaria en 9,50%. Esta decisión sorprendió a algunos agentes del mercado que anticipaban un recorte de 25 pb, por lo que las tasas de los TES se vieron presionadas al alza en las sesiones de negociación posteriores a la publicación de esta noticia. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 0 pb, 8 pb y 16 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -1 pb, 1 pb y 1 pb para dichos vencimientos.

El 7 de febrero, el DANE reportó que la inflación anual de enero de 2025 se ubicó en 5,22% por encima de las expectativas de mercado (5,10%) y en el mismo nivel de la lectura anterior (5,20%). El IPC registró una variación m/m de 0,94% (ant: 0,46% m/m, esp: 0,81% m/m). Según analistas del mercado, la lectura de la inflación por encima de las expectativas da soporte a una continuación del enfoque cauteloso de la Junta Directiva del Banco de la República en su próxima reunión de política monetaria, por lo que se podría esperar aumentos adicionales en las tasas de los TES.

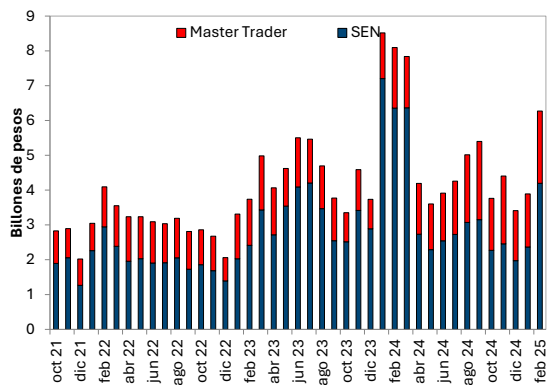
En ese mismo día, el Ministerio de Hacienda presentó el Plan Financiero de 2025, según el cual la Nación planea vender USD 3.630 millones en bonos en el extranjero para financiar el déficit fiscal y subastar COP 45 billones en deuda local, además de COP 1,5 billones en TES verdes. El ministro de Hacienda afirmó que el Gobierno registró un déficit fiscal de 6,8% del PIB en 2024, cumpliendo así con la Regla Fiscal, y agregó que se reducirá a 5,1% al cierre de 2025. Algunos analistas del mercado consideran que las cifras presentadas generan dudas sobre la sostenibilidad de la deuda del Gobierno, por lo que se podría esperar que se descuente una mayor prima de riesgo sobre las tasas de los TES en el futuro. Además, anticipan que el Gobierno tendrá que continuar reduciendo el gasto a lo largo del año para poder cumplir con su meta de déficit.

Además, el 9 de febrero, el presidente de la República de Colombia solicitó la renuncia protocolaria a todos los funcionarios de su gabinete, tras presentarse tensiones al interior de su equipo de gobierno. Analistas del mercado señalaron que la situación política compleja pudo haber contribuido a las desvalorizaciones de los TES durante las sesiones de negociación de los siguientes días. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 7 pb, 5 pb y 6 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -3 pb, -14 pb y -7 pb para dichos vencimientos.

El 17 de febrero, El DANE publicó los datos sobre el crecimiento del PIB. Este indicador creció 2,3% en el 4T24 frente al mismo periodo el año anterior, ubicándose por encima de la expectativa del mercado (2,2%). Además, la economía colombiana creció 1,7% a/a en 2024. La entidad comentó que los sectores económicos que más contribuyeron a la dinámica del PIB fueron la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Durante este mes las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -3 pb, -2 pb y -1 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 2 pb, -2 pb y -2 pb para dichos vencimientos.

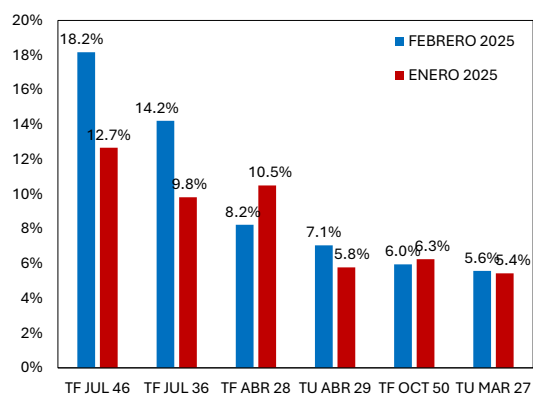
En lo corrido de febrero, el monto promedio diario negociado ha sido COP 6,2 billones, mayor al observado el mes anterior (COP 3,8 billones), pero menor al registrado en febrero de 2024 (COP 8,1 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2046, cuya participación pasó de 12,7% a 18,2%, seguidos por los que vencen en julio de 2036 cuya participación pasó de 9,8% a 14,2% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



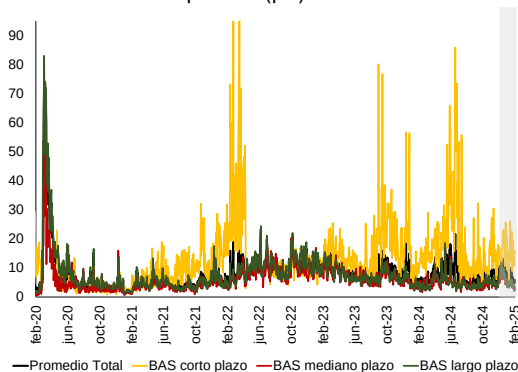
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 20 de febrero de 2025.

Gráfico A2.3. TES más transados



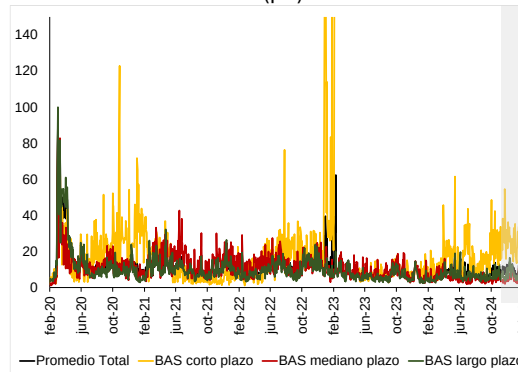
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 20 de febrero de 2025.

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



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

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

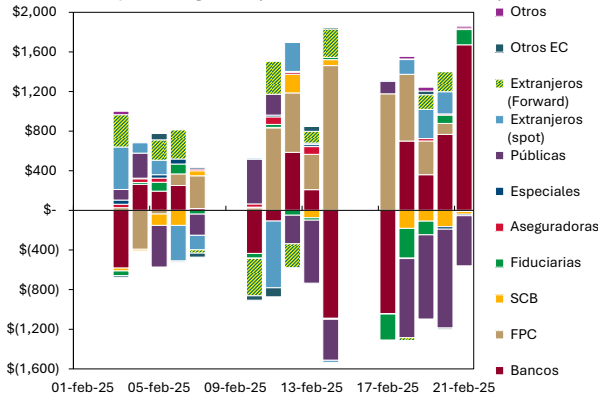


Con información al 20 de febrero de 2025, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 14,3 pb (ant: 16,4 pb), 3,6 pb (ant: 4,8 pb) y 3,7 pb (ant: 5,2 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 21,0 pb (ant: 24,4 pb), 2,8 pb (ant: 5,1 pb) y 5,2 pb (ant: 6,5 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

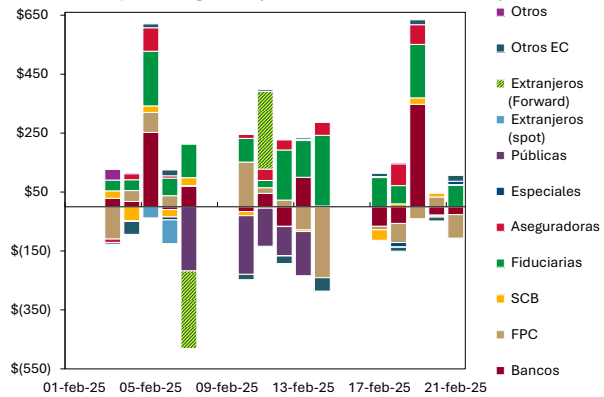
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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)



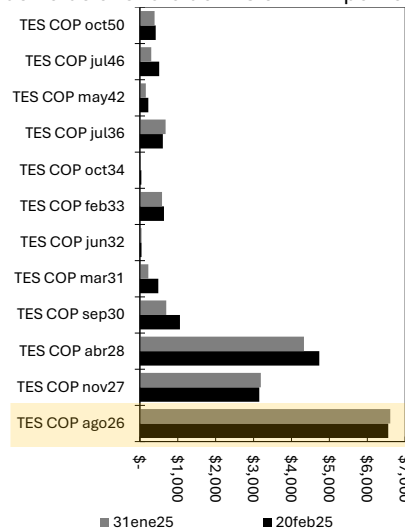
Fuente: BanRep.

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	1,877	1,023	(3,012)	96	6,994	4,078	(294)	562	323	591
Compañía de Financiamiento Comercial	78	(0)	-	8	-	8	-	(0)	-	(0)
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	373	(301)	(159)	(26)	117	(67)	2	(78)	4	(72)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	2,328	722	(3,171)	79	7,111	4,020	(292)	484	327	520
Fondos de Pensiones y Cesantías	38	2	-	-	-	-	-	-	2	2
Propia	38	2	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	9,547	(357)	3,233	1,093	1,287	5,613	-	(761)	507	(254)
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	9,585	(355)	3,233	1,093	1,287	5,613	-	(761)	509	(252)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(524)	155	(84)	(279)	(31)	(395)	(14)	(24)	18	(20)
Propia	(524)	155	(84)	(279)	(31)	(395)	(14)	(24)	18	(20)
Terceros	(31)	(149)	(324)	110	51	(163)	-	(0)	8	8
Extranjeros	(0)	-	-	-	(0)	(0)	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(555)	6	(408)	(169)	20	(558)	(14)	(24)	25	(13)
Sociedades Fiduciarias	37	20	1	(11)	(1)	(11)	-	16	-	16
Propia	37	20	1	(11)	(1)	(11)	-	16	-	16
Terceros	(409)	2,770	(577)	(1,287)	(335)	(2,200)	315	679	357	1,351
Extranjeros***	1,504	(44)	(277)	(903)	1,519	339	-	(1)	(117)	(118)
Extranjeros (TES verdes)****	160	-	-	-	145	145	-	-	-	-
FIC	939	933	(39)	(74)	25	(89)	127	494	-	620
Pasivos Pensionales	(475)	401	(81)	(14)	23	(72)	59	51	20	130
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	(373)	2,790	(576)	(1,298)	(336)	(2,211)	315	696	357	1,367
Compañías de Seguros y Capitalización	631	805	102	104	182	388	(25)	42	355	372
Propia	631	805	102	104	182	388	(25)	42	355	372
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	631	805	102	104	182	388	(25)	42	355	372
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	9,287	3,245	2,350	(271)	1,153	3,232	277	(48)	1,245	1,474
Total Entidades Financieras Especiales**	551	(9)	(30)	120	52	141	15	(25)	-	(9)
Total Entidades Públicas****	6,579	1,072	1,634	-	(1,344)	290	-	(417)	370	(47)
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****	181	116	(8)	73	54	119	-	5	38	43
Extranjeros	2	10	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	18,926	5,146	775	0	7,026	7,801	-	(0)	1,980	1,980

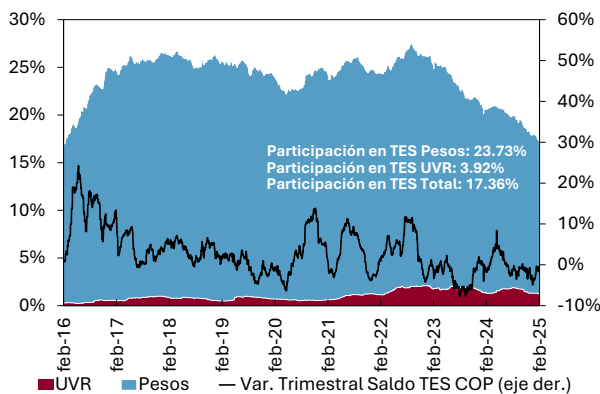
Fuente: BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 21 de enero de 2025. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios. *Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422),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

Gráfico A3.3. Saldo de compras netas *offshore* de TES en NDF por referencia (COP miles de millones)



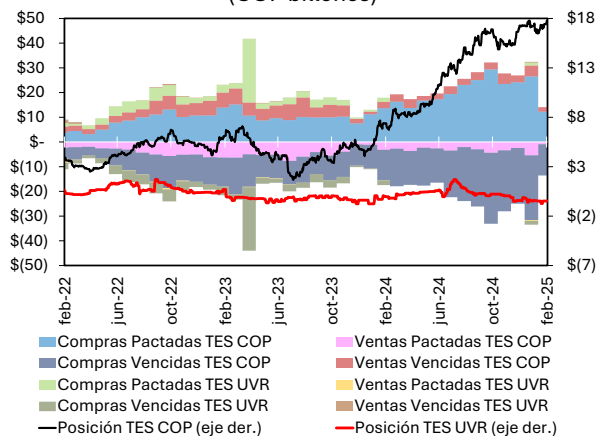
Fuente: BanRep.

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



Fuente: BanRep

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

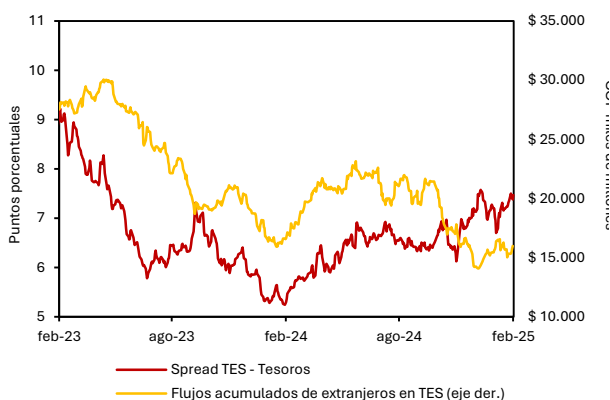


*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

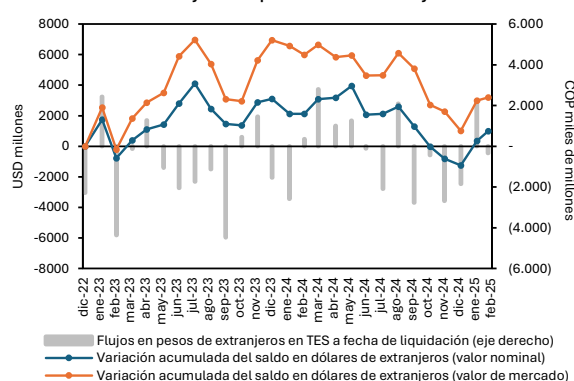
En los gráficos A3.6 - A3.10 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en 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 A3.7. Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



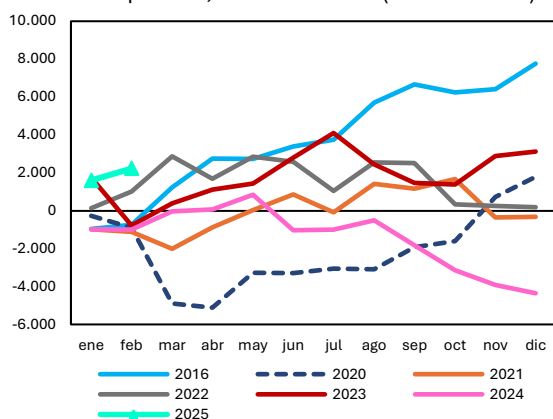
Fuente: BanRep.

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



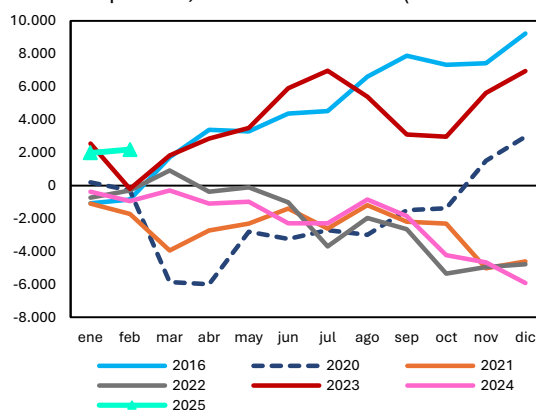
Fuente: BanRep.

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



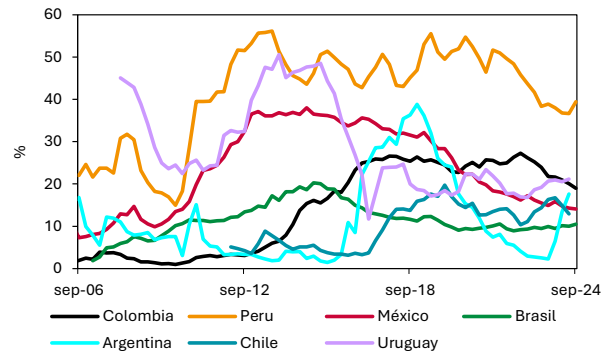
Fuente: BanRep.

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 A3.8. Participación de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública en moneda local para una muestra de países de la región

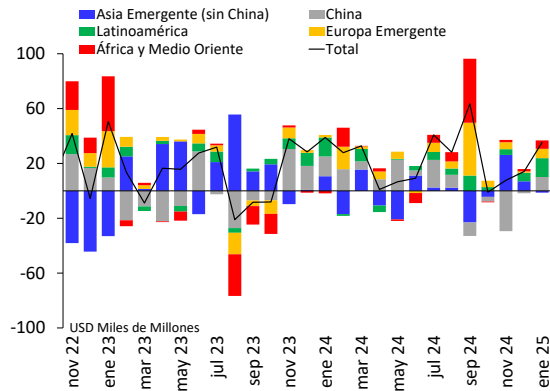


Fuente: IIF y FMI. Nota: Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. La información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

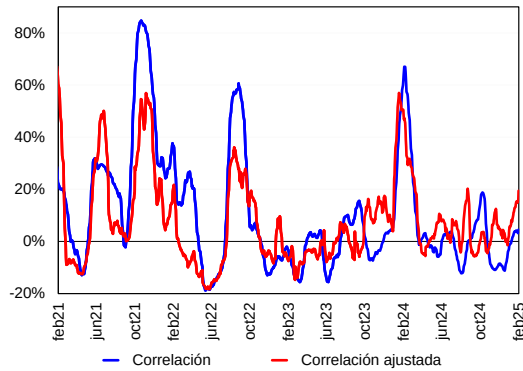
Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región

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

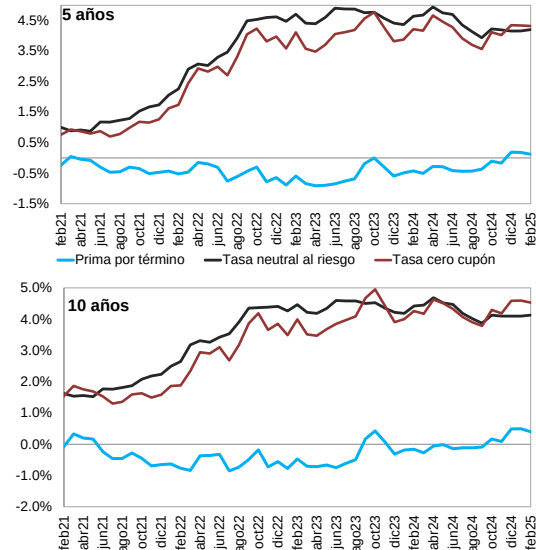
Gráfico A4.1. Flujos de portafolio hacia economías emergentes (USD miles de millones)



Fuente: IIF.

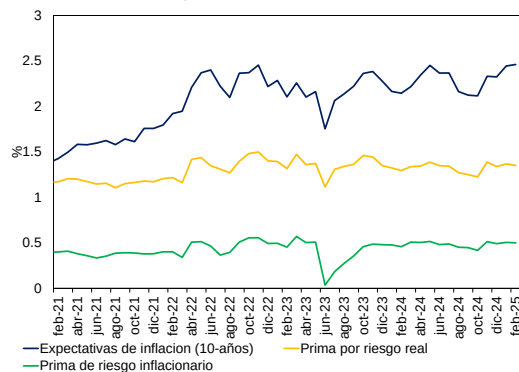
Gráfico A4.2. Correlación pendientes región

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

Gráfico A4.3. Prima por vencimiento Tesoros

Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) subió y se ubicó en 4,51%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) aumentó y se ubicó en 19,45%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 20 de febrero, desde finales de enero las primas por vencimiento de los Tesoros disminuyeron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,12% y 0,40%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo aumentaron 4 pb y 3 pb, y se ubicaron en 4,21% y 4,13% 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 se mantuvo estable (0,50%, ant: 0,50%), la prima por riesgo real cayó (1,35%, ant: 1,37%) y la expectativa de inflación de largo plazo subió (2,46%, ant: 2,44%).

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

Fuente: Fed.

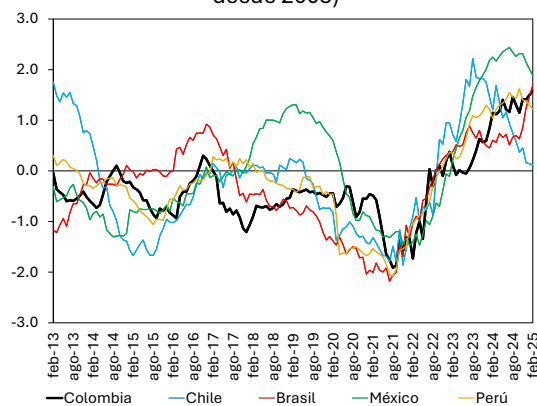
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
Países desarrollados				
5feb25	Banco Central de Islandia	-50	-	8,00%
6feb25	Banco de Inglaterra	-25	-25	4,50%
18feb05	Banco de la Reserva de Australia	-25	-25	4,10%
19feb25	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	-50	-50	3,75%
Países emergentes/frontera				
4feb25	Banco Central de Armenia	-25	-	6,75%
4feb25	Banco de Mauricio	50	-	4,50%
4feb25	Banco Central de Lesoto	-25	-	7,25%
5feb25	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
5feb25	Banco Central de Kenia	-50	-50	10,75%
6feb25	Banco de Uganda	0	-	9,75%
6feb25	Banco Nacional Checo	-25	-25	3,75%
6feb25	Banco de México	-50	-50	9,50%
7feb25	Banco de la Reserva de la India	-25	-25	6,25%
12feb25	Banco de Namibia	-25	-	6,75%
12feb25	Banco de Zambia	50	-	14,50%
14feb25	Banco Central de Filipinas	0	-25	5,75%
14feb25	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
14feb25	Banco Central del Uruguay	25	0	9,00%
14feb25	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	4,75%
14feb25	Banco de Rusia	0	0	21,00%
14feb25	Banco Nacional de Rumania	0	0	6,50%
19feb25	Banco de Indonesia	0	0	5,75%
19feb25	Banco de Guatemala	0	-	4,50%
20feb25	Banco Popular de China	0	0	3,10% / 3,60%*
20feb25	Banco de Botsuana	0	-	1,90%
20feb25	Banco Central de Nigeria	0	0	27,50%
20feb25	Banco Central de Egipto	0	0	27,25%

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

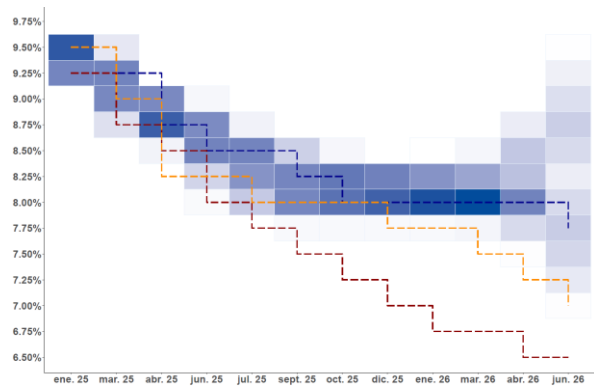
Gráfico A5.4. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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

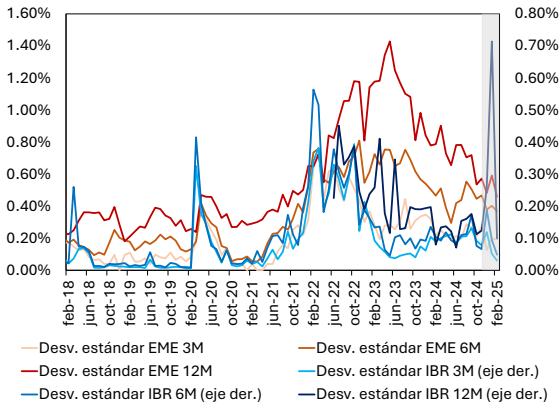
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación

Cuadro A6.1. 27 de enero de 2025



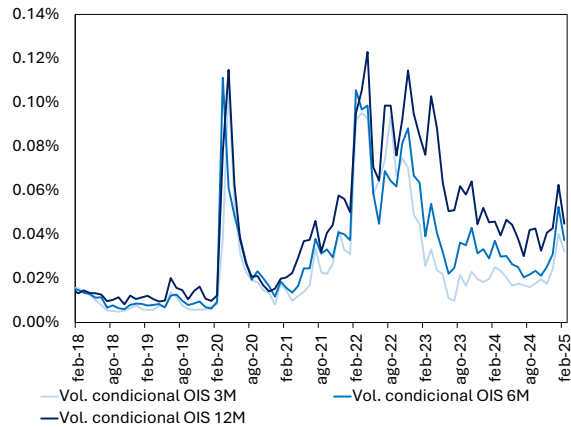
Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.

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



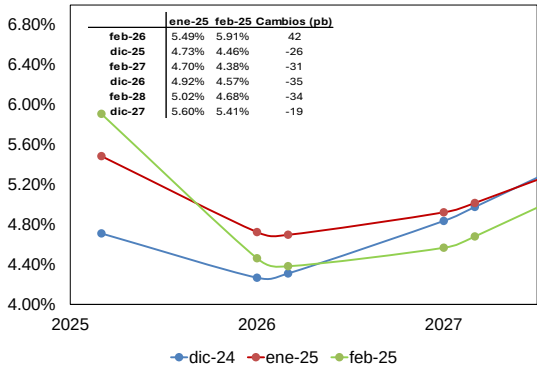
Fuente y Cálculos: BanRep.

A6.3. Volatilidad condicional de las tasas OIS



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

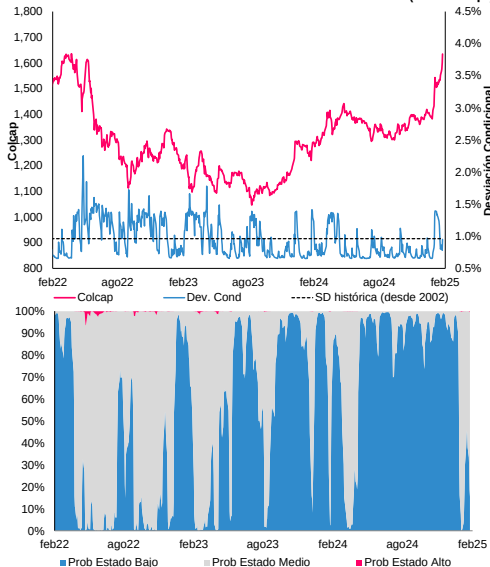
Gráfico A6.4. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



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.

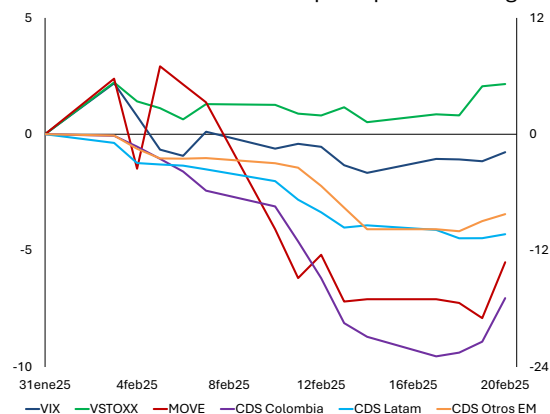
Tabla A7.1. Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	feb-25	ene-25	feb-25	ene-25
Aumentará	48,1%	37,9%	23,1%	10,7%
Sin cambios	37,0%	44,8%	30,8%	32,1%
Disminuirá	14,8%	17,2%	7,7%	17,9%
No aplica			38,5%	39,3%

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



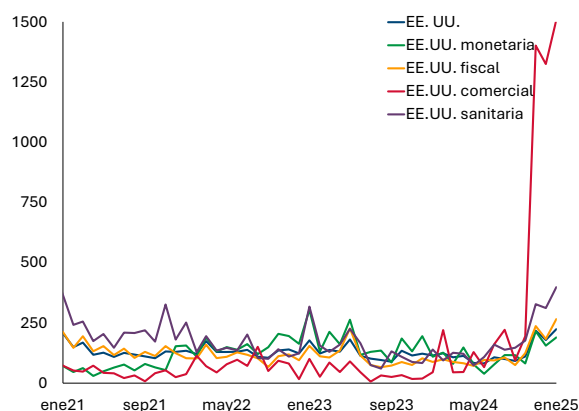
Fuente: Bloomberg. Los indicadores Vix, Vstox y Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

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
dic-24	179	156	183	312	1325	484	984	134	409	568	208
ene-25	224	190	266	398	1508	464	942	98	459	563	158
Var.	45	34	82	87	183	-21	-42	-35	50	-5	-50

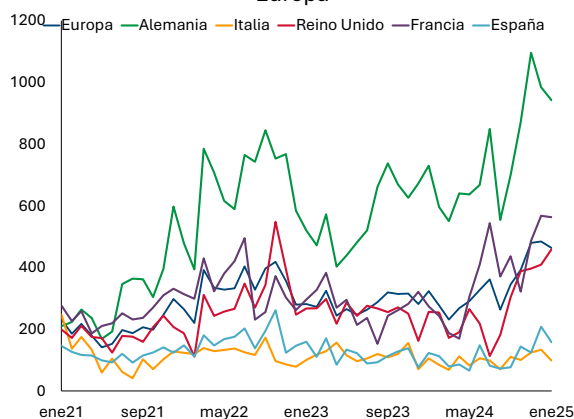
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

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 Noviembre 2024			Esperada a Diciembre 2025		Vigente	Esperada a Diciembre 2025		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2025	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Dic. 24	Ene. 25		Dic. 24	Ene. 25	Esp.	Obs.	Dic. 24	Ene. 25
Colombia	5,16%	5,20%	2,20%	3,85%	4,00%	9,50%	6,50%	7,00%	2,30%	2,00%	2,63%	2,60%
Chile	4,70%	4,50%	1,50%	3,50%	3,80%	5,00%	4,25%	4,50%	2,20%	2,25%	2,00%	2,10%
México	4,22%	4,21%	1,21%	3,70%	3,80%	10,00%	8,27%	8,37%	1,50%	1,65%	1,30%	1,20%
Perú	2,20%	1,97%	-0,03%	2,30%	2,40%	4,75%	4,15%	4,27%	3,70%	3,80%	2,80%	2,80%
Brasil	4,84%	4,83%	1,83%	4,60%	5,50%	12,25%	14,00%	15,00%	3,90%	4,00%	2,01%	2,06%
Ecuador	n.d.	0,53%	-1,47%	2,00%	2,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-1,54%	1,50%	1,50%
Argentina	117,80%	117,80%	n.d.	35,60%	31,70%	32,00%	24,97%	26,24%	-2,60%	-2,10%	4,00%	4,40%
EE.UU.	2,90%	2,90%	0,90%	2,50%	2,60%	4,25% - 4,5%	3,75%	3,95%	2,80%	3,10%	2,10%	2,20%
India	5,30%	5,22%	1,22%	4,30%	4,30%	6,50%	5,79%	5,81%	6,50%	5,36%	6,60%	6,50%
Sudáfrica	3,20%	3,00%	-1,50%	4,11%	4,10%	7,75%	6,95%	7,00%	1,10%	0,30%	1,66%	1,70%
China	0,10%	0,10%	-2,90%	1,40%	1,40%	1,50%	1,17%	1,14%	5,00%	5,40%	4,40%	4,50%
Rusia	9,80%	9,52%	5,52%	7,10%	7,30%	21,00%	16,90%	16,90%	3,10%	3,10%	1,50%	1,60%
Turquía	45,20%	44,38%	39,38%	31,35%	31,90%	45,00%	31,10%	30,90%	2,45%	2,11%	2,70%	2,60%
Noruega	2,50%	2,20%	2,80%	2,40%	2,50%	4,50%	3,35%	3,40%	0,30%	0,50%	1,35%	1,40%
Costa Rica	n.d.	0,84%	-2,16%	2,70%	2,50%	4,00%	3,60%	3,75%	n.d.	3,70%	3,50%	3,60%
El Salvador	n.d.	0,30%	-3,00%	1,80%	1,90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1,40%	2,50%	2,50%
Guatemala	n.d.	1,70%	-2,30%	3,70%	3,70%	4,50%	3,25%	3,33%	n.d.	3,50%	3,50%	3,50%
Honduras	n.d.	3,90%	-1,10%	4,40%	4,40%	5,75%	5,75%	5,75%	n.d.	2,90%	3,20%	3,20%
Panamá	n.d.	-0,20%	-2,29%	1,90%	1,90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,00%	3,60%	3,50%
Paraguay	n.d.	3,80%	-0,20%	3,90%	3,90%	6,00%	5,20%	6,00%	n.d.	3,40%	3,80%	3,80%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citi el 24 de febrero.

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

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile con información hasta el 9 de enero.

China: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de enero. La TPM corresponde a la tasa repo de siete días.

EE. UU. Sudáfrica, Rusia, Turquía & Noruega: Expectativas extraídas de Bloomberg.

México, Perú, Ecuador, Argentina, India, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá & Paraguay: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de enero.

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 3T24, excepto en China. cuya información corresponde al 4T24.

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