



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

**8BANCO 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, 27 de febrero de 2026

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	4
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana	11
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona	18
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región.....	19
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	20
2.1.	Expectativas de TPM	21
2.2.	Expectativas de crecimiento económico.....	25
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	26
4.	RECUADROS/ANEXOS	28
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	33
	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	38
	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	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
	Anexo 10. Índices de confianza	43
	Anexo 11. Inflación mensual sin alimentos, SAR y expectativas	44

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

- Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda y derivados continuaron al alza, en línea con el aumento significativo que han presentado en los últimos meses. En contraste, las expectativas obtenidas por encuestas bajaron ligeramente, aunque todas las medidas siguen por encima del 3% en el horizonte de dos años (Cuadro 1).
- La curva de rendimientos de la deuda pública tanto en pesos como en UVR se aplanaron. Sin embargo, se observaron menores desvalorizaciones en el mercado de UVR en línea con el comportamiento estacional para esta época del año. Estos movimientos ocurrieron en un entorno de mayor volatilidad y liquidez reducida.
- Las expectativas implícitas en el mercado de derivados y de las encuestas, anticipan incrementos significativos de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en los próximos meses. Hacia el cierre de 2026, el mercado descuenta mayores aumentos que los previstos por las encuestas.
- Las entidades públicas fueron los principales vendedores durante el periodo, mientras que los inversionistas extranjeros y bancos comerciales fueron los mayores demandantes. Se sigue observando un aumento en la concentración de las tenencias de los inversionistas extranjeros.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

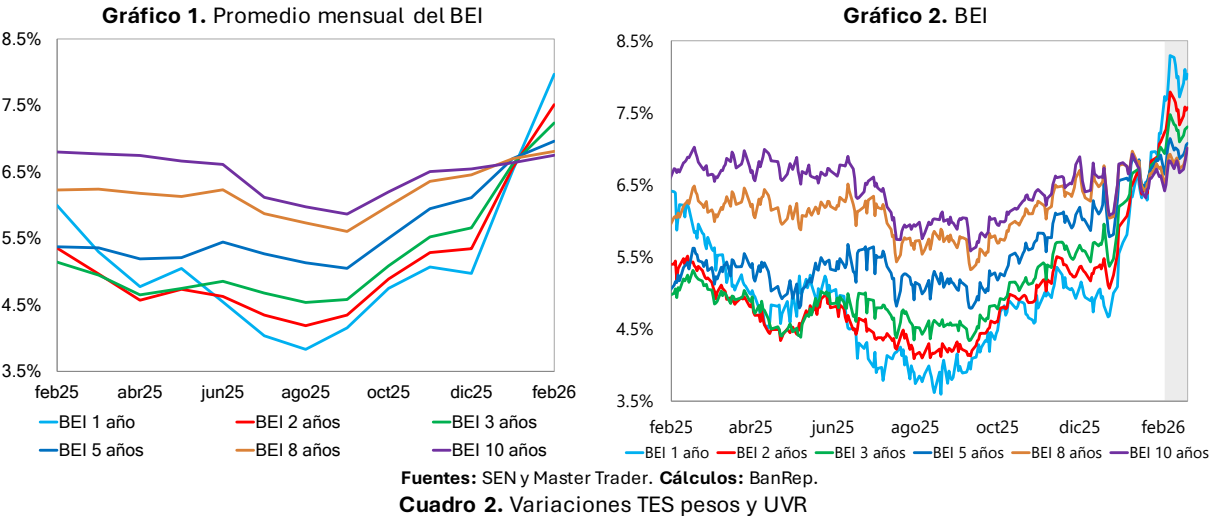
	Expectativas de inflación (mercado)											
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI	
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic27	2 años	dic27	2 años	1 año	2 años
ene26	6.52%	6.57%	5.92%	6.47%	6.67%	6.52%	6.61%	6.62%	6.45%	6.30%	6.89%	6.30%
feb26	7.97%	7.51%	7.17%	6.65%	7.59%	7.01%	7.12%	7.07%	6.63%	6.43%	7.85%	5.80%
Variación (pb)	145	95	126	18	92	49	51	45	18	13	96	-50

	Expectativas de inflación (encuestas)										
	Total (otras encuestas)			Total (BanRep)				SAR (BanRep)			
	dic26	1 año	dic-27	dic26	1 año	dic27	2 años	dic26	1 año	dic27	2 años
ene26	6.48%	6.30%	5.10%	6.37%	6.15%	4.82%	4.70%	6.68%	6.18%	4.82%	4.54%
feb26	6.43%	5.99%	4.84%	6.33%	5.76%	4.76%	4.50%	6.41%	6.03%	4.76%	4.59%
Variación (pb)	-5	-31	-26	-4	-39	-6	-20	-27	-15	-6	5

Las expectativas de mercado se presentan como un promedio del mes. La expectativa de otras encuestas a diciembre de 2026 y 2027 corresponde a un promedio de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citi, y a un año corresponde a la EOF. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados.

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

Las inflaciones implícitas en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation*, BEI) registraron incrementos a lo largo de todos los plazos, ubicándose en promedio por encima del 7%. Este comportamiento pudo estar asociado a la mayor incertidumbre sobre la trayectoria de inflación en el corto plazo tras el ajuste del salario mínimo para 2026 y a la estacionalidad propia de los TES UVR, que tienden a mostrar mayor demanda a finales e inicios de cada año en línea con el patrón estacional de una mayor inflación en los primeros meses del año, lo que llevó a que durante el periodo se desvalorizaran en menor magnitud que los títulos denominados en pesos¹ (Ver *Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana*). Este aumento se produjo en un entorno caracterizado por baja liquidez y mayor cautela por parte de los inversionistas ante los riesgos inflacionarios, la situación fiscal del Gobierno y las necesidades de financiamiento previstas para 2026 (Gráfico 1, Gráfico 2 y Cuadro 2).



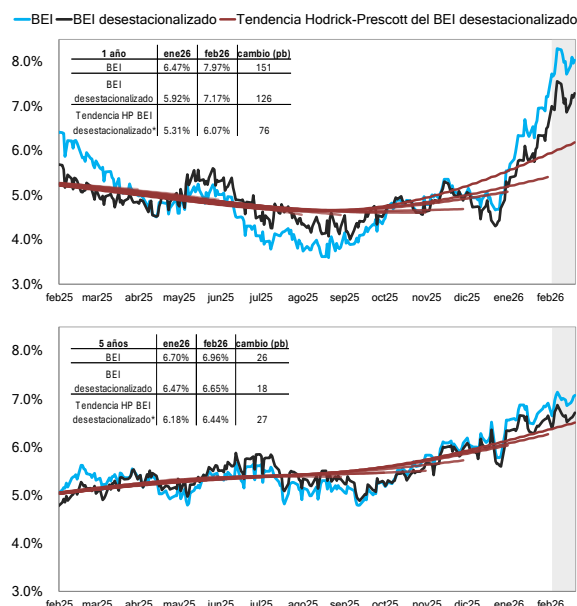
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
30ene26	11.65%	12.08%	12.37%	12.68%	12.76%	12.70%	4.44%	4.99%	5.35%	5.76%	6.01%	6.08%
19feb26	12.64%	12.87%	13.03%	13.22%	13.32%	13.33%	4.60%	5.29%	5.72%	6.14%	6.31%	6.32%
Variaciones (pb)												
	98	78	66	55	56	62	16	31	37	38	30	24
Var. BEI	82	48	28	16	26	38						
BEI	8.04%	7.57%	7.31%	7.08%	7.01%	7.01%						

Promedios mensuales												
ene26	11.19%	11.76%	12.15%	12.58%	12.76%	12.73%	4.67%	5.19%	5.53%	5.88%	6.06%	6.09%
feb26*	12.39%	12.64%	12.80%	12.96%	12.99%	12.95%	4.42%	5.12%	5.56%	6.00%	6.18%	6.20%
Variaciones (pb)												
	120	88	65	38	24	22	-24	-6	4	12	13	11
Var. BEI	145	95	61	26	11	11						
BEI	7.97%	7.51%	7.24%	6.96%	6.81%	6.75%						

*Información disponible al 19 de febrero de 2026.

¹ En los meses de inicio y cierre de año suelen registrarse inflaciones mensuales más altas, lo que tiende a favorecer el desempeño relativo de los TES denominados en UVR. Estos títulos ajustan su valor según la variación de la UVR, que a su vez se ajusta con base en el IPC, de modo que una inflación más elevada incrementa el valor del bono en pesos. En este sentido, ante inflaciones altas o expectativas de aumentos, algunos inversionistas aumentan su demanda por TES UVR como mecanismo de cobertura dada su indexación. En episodios de inflación elevada o de desanclaje de expectativas, los TES en pesos suelen desvalorizarse en mayor medida por el aumento de las tasas nominales, mientras que los TES UVR suelen presentar mayores valorizaciones debido al mayor valor de la UVR y mayor demanda. Dado que el BEI corresponde a la diferencia entre rendimientos nominales y reales, la compresión de las tasas reales por estos factores puede elevarlo.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

*El dato de la tendencia se estimó con datos hasta el 19 de febrero. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

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 aumentaron para el próximo año (obs: 7,59%) y para los siguientes 5 (obs: 5,74%) y 8 (5,18%) años.

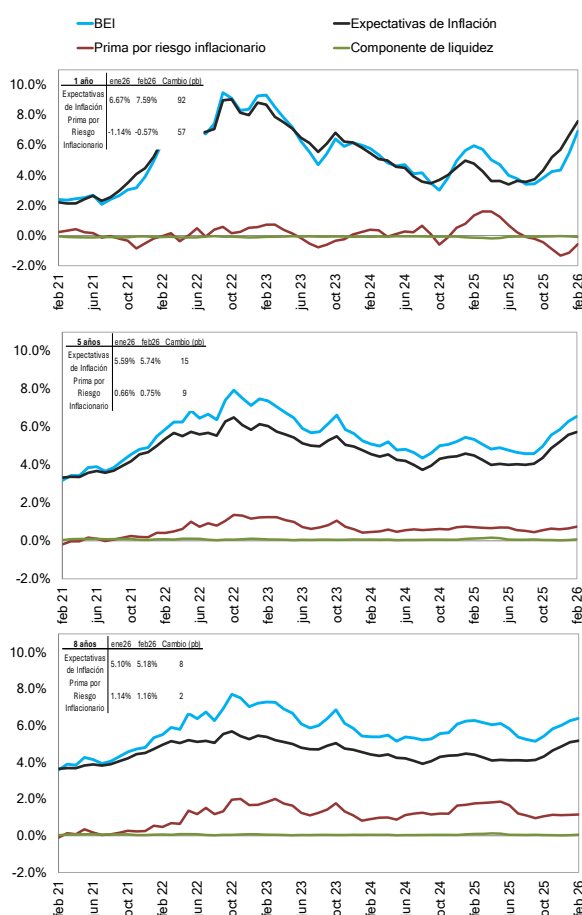
Al ajustar el BEI por estacionalidad en los horizontes de corto y mediano plazo, se observan menores incrementos en esta medida cuando se compara con el BEI sin dicho ajuste². Estos menores aumentos y niveles del BEI desestacionalizado son especialmente notorios en los primeros meses del año, cuando el componente estacional tiene a ser mayor, como se observa en el Gráfico 3. La tendencia promedio también aumentó para el plazo de un año y de cinco años.

El componente de expectativas de inflación del BEI registró aumentos en todos los plazos, principalmente en el corto. Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también la incertidumbre sobre estas expectativas y algunas potenciales fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI³ para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en expectativas de inflación, prima por

² 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), se presentan 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 la velocidad de ajuste de las expectativas de inflación.

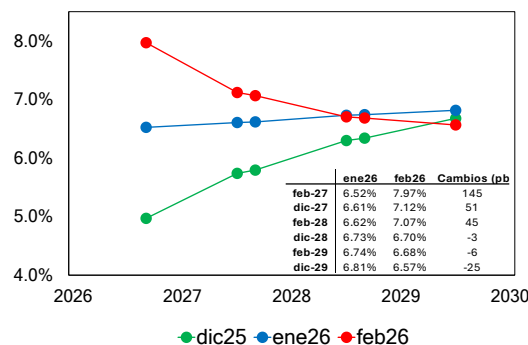
³ Según Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano", las expectativas de inflación netas de primas se calculan como el diferencial de las tasas nominales y reales libres de riesgo extraídas de los mercados de deuda pública local a diferentes plazos. Finalmente, el componente de liquidez se calcula como el diferencial entre la prima por liquidez extraída de los TES en pesos y de los TES en UVR. Así, el BEI total se puede descomponer en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez; el BEI total puede diferir del BEI presentado en el Gráfico 1 para cada plazo dado que se estiman con modelos diferentes.

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



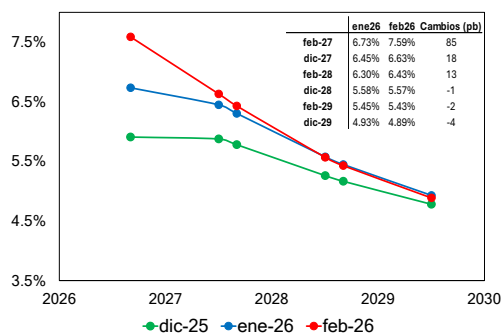
Fuentes: Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 6,93% (ant: 5,48), 6,56% (ant: 6,29%) y 6,40% (ant: 6,27%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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 precio en el Anexo 6 (Gráfico A6.4).

Gráfico 5B. FBEL neto de primas

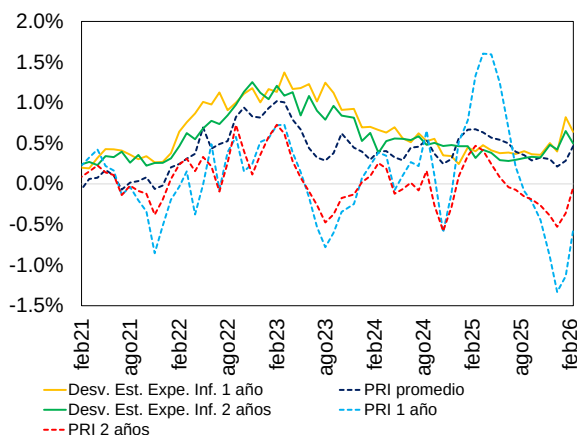


Fuentes: Precia. **Nota:** La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

Los Forward Break-Even Inflation (FBEL), tanto en su versión simple como ajustada por primas, registraron incrementos en el horizonte a un año, mientras que hacia adelante se observaron leves reducciones. En todos los casos, estas métricas permanecen por encima de la meta de inflación del Banco de la República. Para calcular las expectativas de inflación anual a 12, 24 y 36 meses y considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual mediante la curva FBEL para los meses de febrero de 2027, 2028 y 2029. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR.

La prima por riesgo inflacionario (PRI) aumentó en todos los plazos (Gráfico 6). A pesar de este aumento las primas de corto plazo permanecen en niveles bajos. Estos niveles históricamente bajos de las PRI de corto plazo, en un contexto de aumento en las expectativas de inflación, sugieren que el mercado descuenta niveles de inflación elevados y muestra un mayor consenso en esa dirección. En este sentido, la desviación estándar de las expectativas de inflación a uno y dos años disminuyó (Gráfico A4.5)⁴.

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



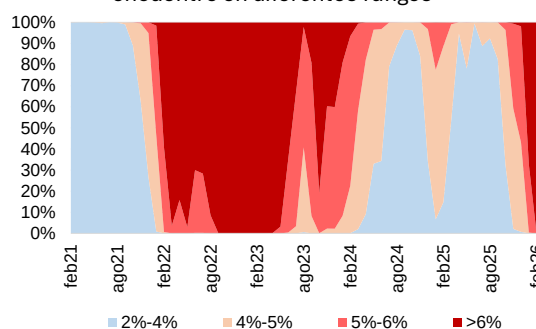
Fuente: BanRep. Nota: PRI promedio corresponde al promedio de la PRI para todos los plazos.

El escenario más probable para la inflación promedio de acuerdo con las expectativas de inflación del mercado es que esta se ubique por encima del 6% en los horizontes de uno y dos años. Por su parte, las encuestas sitúan esta medida entre 5% y 6% para el horizonte de un año y entre 4% y 5% para el de dos años⁵. La probabilidad de que el valor esperado de la inflación a un año se ubique por encima del 6% alcanzó 99,98% según el BEI ajustado por primas (ant: 67,27%), mientras que para la EME se situó en 28,95% (ant: 56,76%) (Gráficos 7A y 7B). Para el horizonte de dos años, la probabilidad de superar este umbral fue de 98,65% (ant: 49,37%) según el BEI ajustado, sin embargo, de acuerdo con la EME el valor más probable para este horizonte se encuentra en el rango de 4% a 5% para el cual se estima una probabilidad de 69,7% (ant: 51,52%; Gráficos 7C y 7D).

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

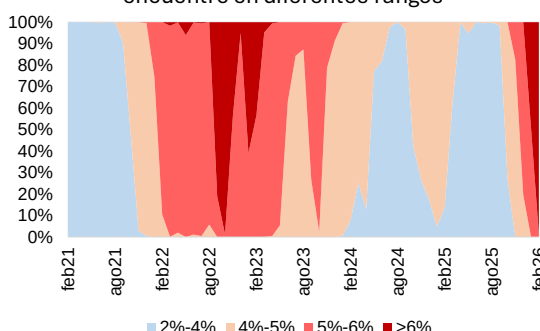
⁵ La probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a uno y dos años se ubiquen dentro de unos rangos, se estimó empleando la distribución del BEI ajustado por primas y, adicionalmente, ajustando una distribución a las respuestas de la EME.

Gráfico 7A. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año del FBEl ajustado se encuentre en diferentes rangos



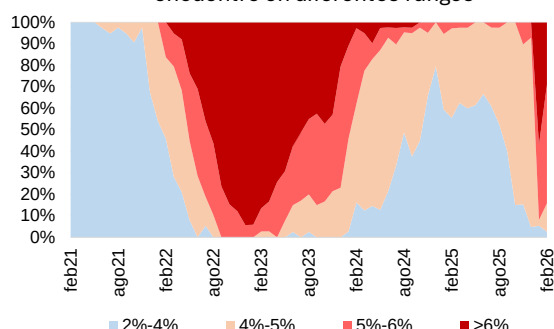
Fecha	2%-4%	4%-5%	5%-6%	>6%
ene26	0.00%	0.34%	32.39%	67.27%
feb26	0.00%	0.00%	0.02%	99.98%

Gráfico 7C. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a dos años del FBEl ajustado se encuentre en diferentes rangos



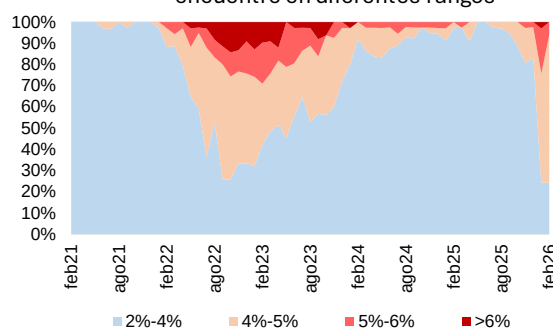
Fecha	2%-4%	4%-5%	5%-6%	>6%
ene26	0.00%	0.00%	50.63%	49.37%
feb26	0.00%	0.00%	1.35%	98.65%

Gráfico 7B. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año de la EME se encuentre en diferentes rangos



Fecha	2%-4%	4%-5%	5%-6%	>6%
ene26	5.41%	2.70%	35.14%	56.76%
feb26	2.63%	13.16%	55.26%	28.95%

Gráfico 7D. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a dos años de la EME se encuentre en diferentes rangos



Fecha	2%-4%	4%-5%	5%-6%	>6%
ene26	24.24%	51.52%	21.21%	3.03%
feb26	24.24%	69.70%	6.06%	0.00%

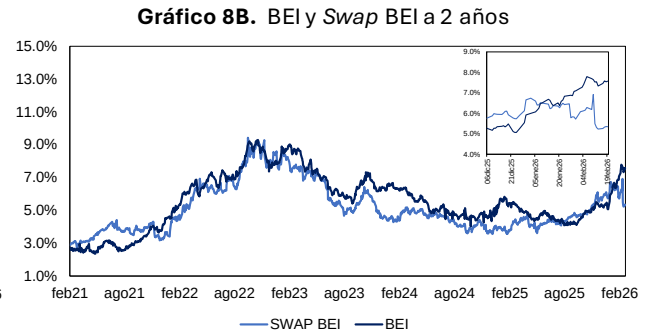
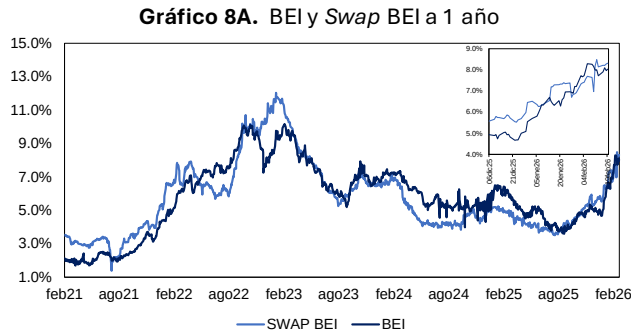
Fuentes: BanRep. **Nota:** Para más detalle sobre la metodología ver el Anexo 10 del documento *Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales* de agosto de 2024.

Las expectativas de inflación implícitas en los contratos derivados a un año continuaron aumentando, en línea con el comportamiento de la mayoría de las medidas de expectativas de inflación del mercado. En contraste, las expectativas a dos años se redujeron. Por su fuente de información, este indicador no se ve afectado por las estrategias de manejo de deuda implementadas por el MHCP, lo que permite extraer información de expectativas de inflación excluyendo el efecto de estas operaciones. El Gráfico 8 presenta las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁶), frente al BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información al 19 de febrero, el swap BEI promedio mensual a un año aumentó 96 pb, alcanzando 7,85% (ant: 6,89%). En contraste, el plazo a dos años registró una disminución de 50 pb, ubicándose en 5,80% (ant: 6,30%)⁷, descenso que podría estar relacionado por factores de liquidez⁸.

⁶ Se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los *swap* IBR UVR, para más detalle consultar el Recuadro 1. Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros, publicado en el documento [Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capital](#) de diciembre de 2020. El mercado *swap* de IBR/UVR se caracteriza por concentrar sus operaciones en el mercado externo y a plazos relativamente cortos (menores a 2 años), además se distingue porque sus contrapartes están altamente concentradas en pocos bancos locales e internacionales.

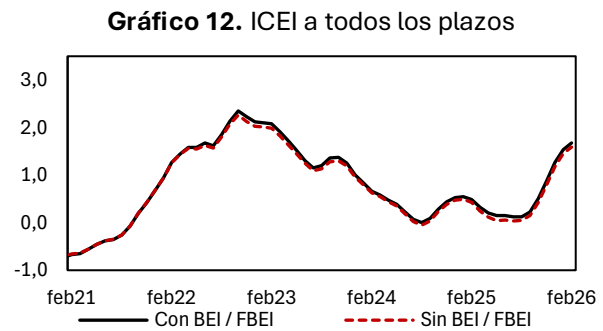
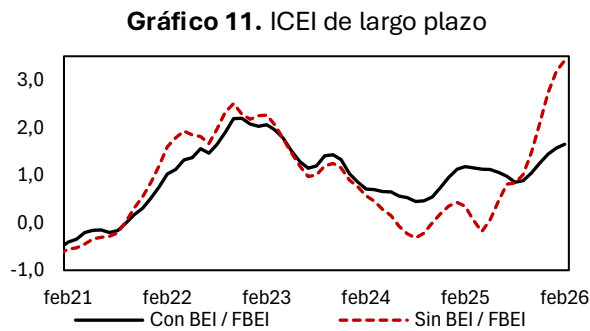
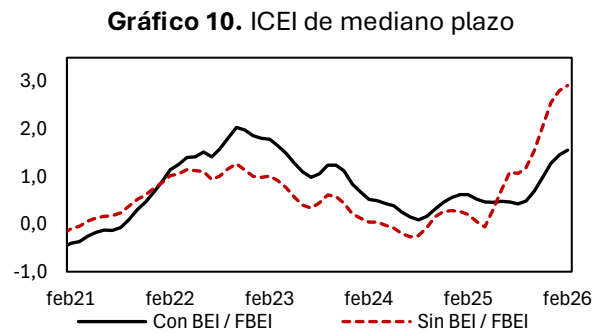
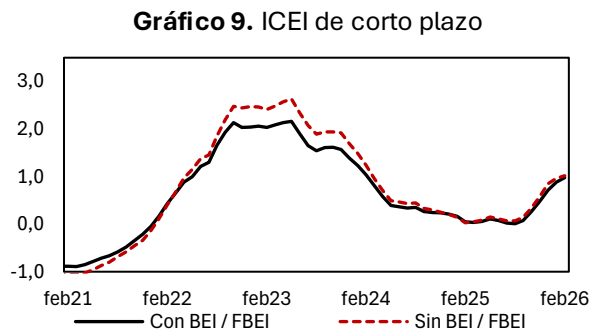
⁷ La medida forward del primer al segundo año disminuyó 193 pb (obs: 3,78%, ant: 5,72%).

⁸ El derivado IBR/UVR es un contrato con baja liquidez, por lo que movimientos puntuales (temas relacionados con cambios en el contrato de referencia o en los montos operados) pueden generar ajustes temporales en las cotizaciones. En este caso, la curva extraída presentó



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁹ (ICEI), que refleja la dinámica común de las expectativas de inflación provenientes del mercado y de encuestas, continuó aumentando para todos los plazos (Gráficos 9 al 12). La dinámica común de las expectativas excluyendo los BEI y FBEI¹⁰ supera la del indicador que incluye todas las medidas.



Fuentes: BanRep, Fedesarrollo, Focus Economics, SENy 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.

un movimiento importante el 10 de febrero y posteriormente se estabilizó alrededor de ese nivel, un patrón consistente con episodios de escasa profundidad de mercado.

⁹ 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.

¹⁰ Se excluyen las medidas BEI y FBEI que no son netas de primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa, con el objetivo de limpiar por factores que podrían contaminar las expectativas de inflación.

Las expectativas provenientes de encuestas de inflación total, básica y sin alimentos ni regulados (SAR) registraron leves reducciones para el cierre de 2026 y 2027 y en los horizontes de 12 y 24 meses (Gráficos 13 al 16). En el caso de la inflación total, el valor promedio reflejó una dinámica similar frente al mes anterior para finales de 2026 (de 6,21% a 6,20%), a 12 meses el valor promedio presentó una reducción (de 6,23% a 5,89%), para finales de 2027 (de 4,79% a 4,72%), y a 24 meses (de 4,65% a 4,53%). Las expectativas de inflación SAR y sin alimentos reflejaron una dinámica similar a la observada en la inflación total para los distintos horizontes.

Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas

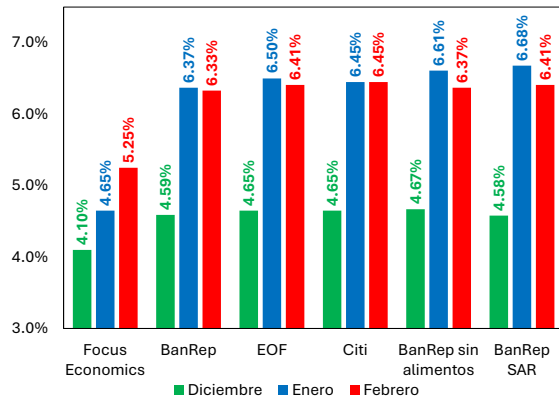


Gráfico 14. Inflación esperada para cierre 2027 según encuestas

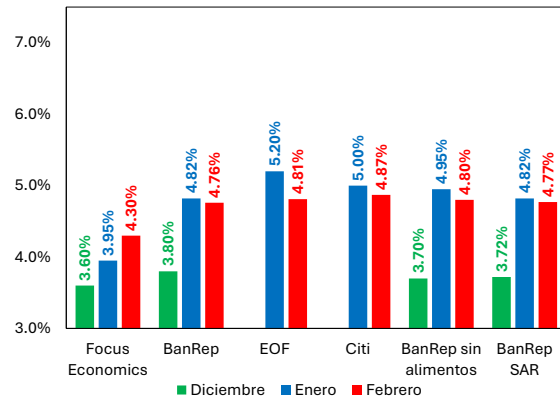


Gráfico 15. Inflación esperada a 12 meses según encuestas

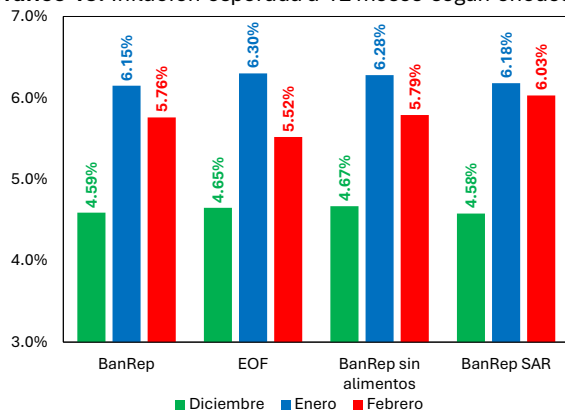
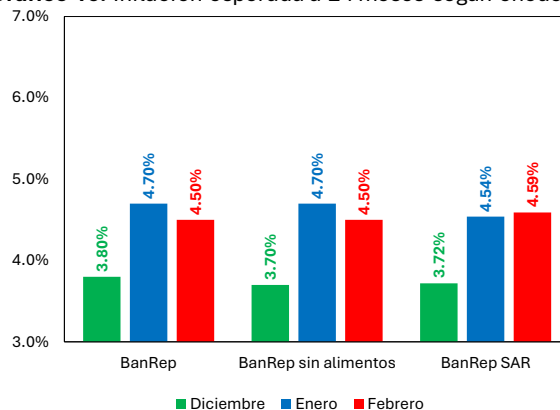


Gráfico 16. Inflación esperada a 24 meses según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi.

Nota: Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics incluyen datos recolectados hasta el 11 de febrero. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de febrero. Los datos de la EOF se publicaron el 18 de febrero con datos recolectados entre el 9 y el 13 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 24 de febrero. Las encuestas de Fedesarrollo y Citi no preguntaron por la inflación de diciembre de 2027 en la encuesta publicada en diciembre 2025.

En síntesis, las expectativas de inflación continúan en niveles elevados y, en particular, las implícitas en los mercados financieros aumentaron, mientras que las derivadas de encuestas se redujeron marginalmente durante el periodo analizado. Sin embargo, ambos conjuntos de medidas continúan por encima del 3% en el horizonte de dos años. Los altos valores que se observan las encuestas, están en línea con los datos de inflación registrados en los últimos meses de 2025 y los primeros de 2026, que mostraron una aceleración para esta medida, ahora bien, el incremento de las expectativas extraídas de mercado pudo estar influenciado por el comportamiento estacional de los títulos en UVR, pero sus niveles son consistentes con lo observado en las encuestas. Finalmente, las expectativas están en línea con el ajuste

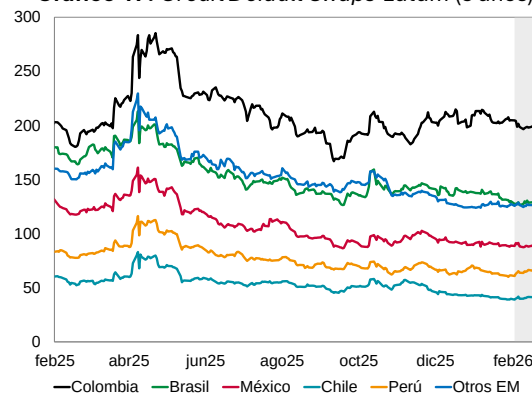
históricamente alto del salario mínimo para 2026, las persistentes preocupaciones en materia fiscal y la dinámica de la demanda interna.

Las expectativas de inflación a un año provenientes de encuestas se encuentran por debajo de las implícitas en el mercado de deuda. A un año las encuestas muestran una expectativa de 5,99% (ant: 6,30%), mientras que la expectativa para el mismo periodo derivada del forward BEI (ajustado) se ubica en 7,97% (ant: 6,52%). A 24 meses, la EME indica una expectativa de 4,50% (ant: 4,70%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 7,07% (ant: 6,62%).

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

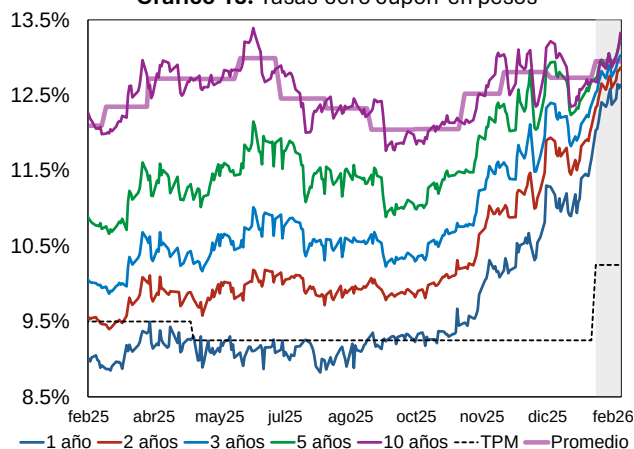
Entre el 30 de enero y el 19 de febrero se observó una desvalorización generalizada de los TES en pesos a lo largo de toda la curva (Gráficos 18 y 19), en un entorno de elevada volatilidad y limitada liquidez. En el tramo corto, los ajustes respondieron al aumento de las expectativas de inflación desde comienzos de año y a la expectativa del mercado de incrementos más rápidos en la tasa de política monetaria. En los plazos más largos, las desvalorizaciones estuvieron afectadas por el riesgo fiscal, incluidas las necesidades de financiamiento del Gobierno para 2026¹¹ y una mayor oferta concentrada en dichos segmentos por parte de entidades públicas, como se detalla más adelante. Otros eventos relevantes durante el periodo, aunque con efectos transitorios o leves, se destacan en el anexo 2. Finalmente, las primas de riesgo para Colombia se mantuvieron estables desde la última reunión de la JDBR, en línea con el comportamiento observado en la mayoría de las economías de la región (Gráfico 17).

Gráfico 17. Credit Default Swaps Latam (5 años)



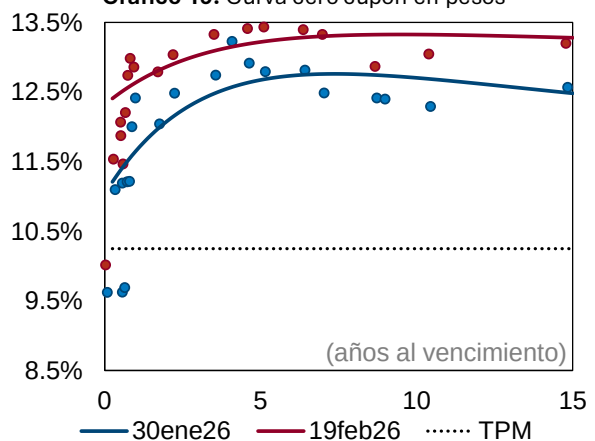
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

Gráfico 18. Tasas cero cupón en pesos



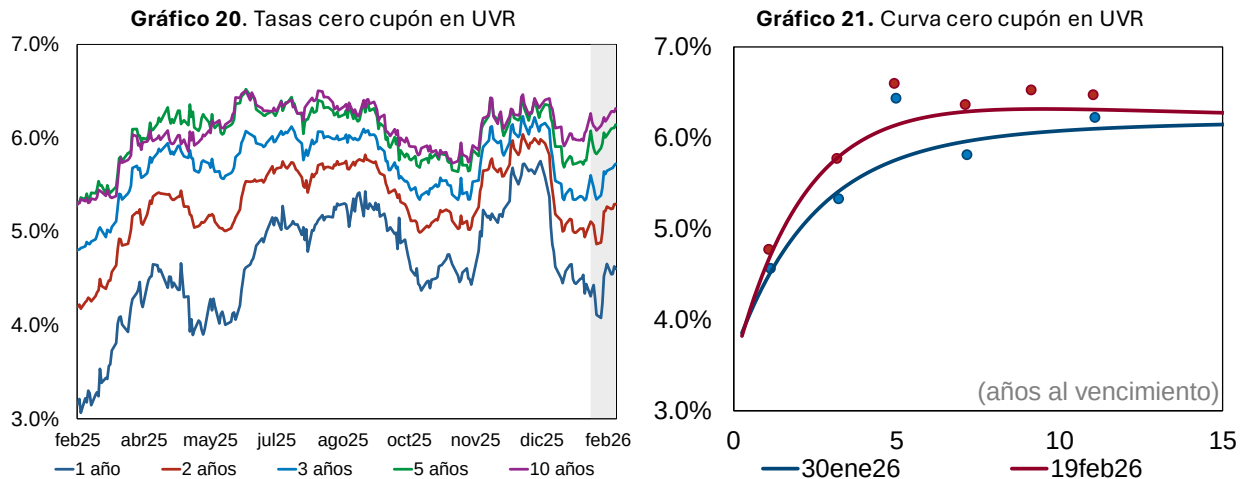
Fuente: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. **Notas:** i) si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos; ii) la línea detrás de la serie morada corresponde al promedio mensual de la tasa de diez años.

Gráfico 19. Curva cero cupón en pesos



¹¹ En este frente, el CARF publicó el informe de seguimiento correspondiente a diciembre de 2025, destacando que: i) el recaudo neto alcanzó COP 270,4 billones, ubicándose 0,5 pp del PIB por debajo de la meta del MFMP; ii) el gasto fiscal cerró en 22,9% del PIB y el gasto primario en 20% del PIB, ambos por encima de las metas establecidas; iii) el gasto por intereses se redujo a 2,9% del PIB, debido a las operaciones de manejo de deuda; iv) los déficits total y primario se situaron en 6,3% y 3,4% del PIB, respectivamente, configurando un escenario menos favorable frente al MFMP; y v) la deuda bruta aumentó a 64,7% del PIB, con incrementos tanto en la deuda interna como en la externa.

La curva de TES denominados en UVR presentó desvalorizaciones a lo largo de todos sus tramos (Gráfico 20 y 21), aunque de menor magnitud frente a la observada en la curva de TES en pesos, lo cual puede estar asociado al comportamiento estacional de principio de año que se observa tradicionalmente para estos títulos. Al inicio del periodo, los rendimientos aumentaron en línea con el incremento en las expectativas de inflación derivado del fuerte ajuste del salario mínimo para 2026. Sin embargo, a partir del 9 de febrero, la curva comenzó a registrar desvalorizaciones graduales, en línea con el comportamiento del mercado de TES en pesos y en un entorno caracterizado por limitada liquidez y elevada volatilidad.



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

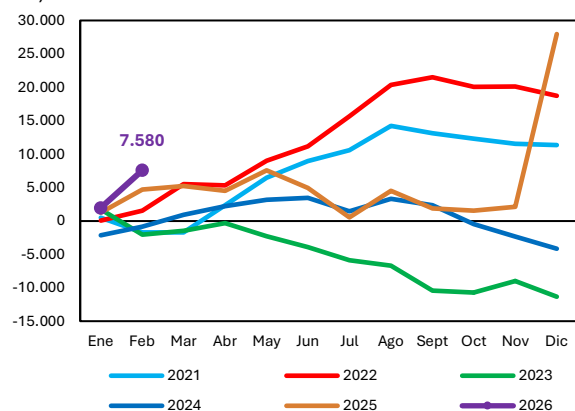
Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 19 de febrero, los inversionistas extranjeros realizaron compras netas de TES denominados en pesos por COP 5,8 billones (b), principalmente en referencias del tramo medio de la curva¹². Estas compras fueron explicadas casi en su totalidad por operaciones particulares de compra de un agente en específico (PIMCO)¹³. Por su parte, en TES denominados en UVR, estos inversionistas vendieron en neto COP 168 mm en el mercado de contado, principalmente en el tramo medio-corto¹⁴. Así, han acumulado compras netas por COP 7,6 b en lo corrido de 2026 (Gráfico 22) y, con corte a febrero, cuentan con el 23% del total de tenencias (Gráfico 23).

¹² Los inversionistas extranjeros presentaron flujos netos en TES denominados en pesos por COP -310 miles de millones (mm), COP -927 mm, COP 5,3 billones, COP 875 mm y COP 863 mm, en los tramos corto (0-2 años), medio-corto (2-5 años), medio (5-10 años), medio-largo (10-15 años) y largo (>15 años) de la curva, respectivamente.

¹³ Clasificado de acuerdo con el documento JD-S-0722-035-J (Jul. 29/2022).

¹⁴ Los inversionistas extranjeros presentaron flujos netos en TES denominados en UVR por COP -189 mm, COP 5 mm y COP 15 mm, en los tramos medio-corto (2-5 años), medio (5-10 años) y largo (>15 años) de la curva, respectivamente.

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

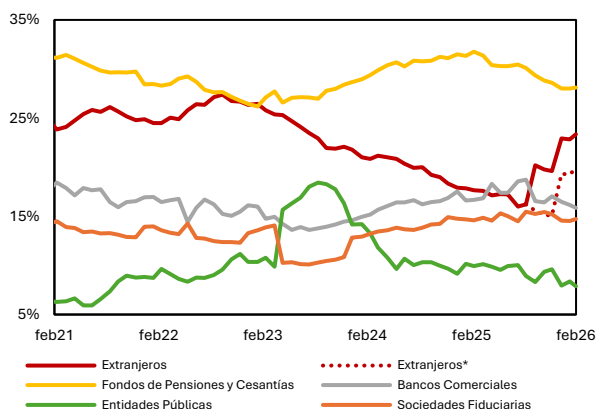


Fuente: BanRep.

Nota: * Se incorpora los últimos 5 años.

** Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

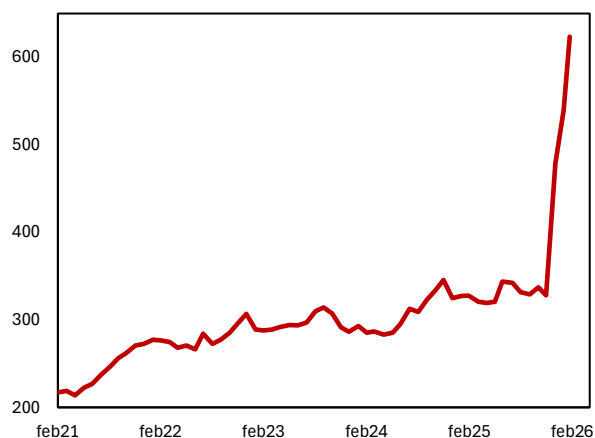
Gráfico 23. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR



Fuente: BanRep.

* La serie punteada, para los inversionistas extranjeros, excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

Gráfico 24. Índice de concentración IHH de las tenencias en TES de los inversionistas extranjeros



Fuente: BanRep. El índice se construye como la sumatoria de la participación al cuadrado de cada inversionista extranjero dentro del total de tenencias del grupo en cada mes.

En este contexto, se continuó observando un incremento significativo en la concentración de las tenencias en TES de los inversionistas extranjeros, medida a través del indicador IHH, el cual se acerca a máximos históricos (Gráfica 24). El aumento en la concentración del mercado de TES en los inversionistas extranjeros, así como la concentración de las tenencias de títulos en unos pocos agentes de este grupo, puede incrementar la sensibilidad de los rendimientos de los TES ante escenarios de ventas en el mercado de contado. Esto, en la medida que los agentes extranjeros suelen demandar un mayor retorno para absorber excesos de oferta en el mercado secundario, de acuerdo con ejercicios empíricos¹⁵.

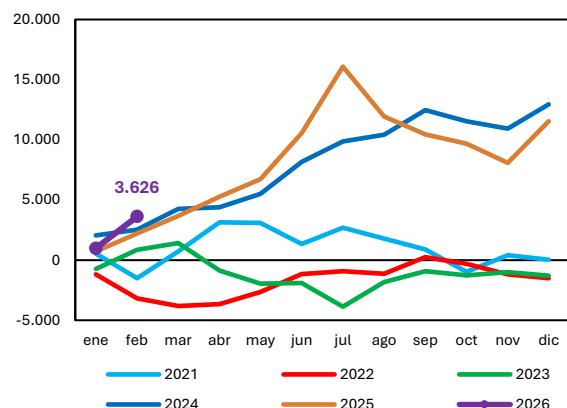
Por otro lado, los inversionistas extranjeros aumentaron su posición compradora en contratos *Non-Delivery Forward* (NDF) de TES¹⁶ desde la última reunión de la JD BR (COP 2,6 b, Gráfico 25). Con esto, continúa la tendencia compradora que iniciaron en diciembre, y su posición compradora se ubicó en COP 31 b al 19 de febrero. De acuerdo con la información reportada por

¹⁵ Botero (2026). "The Role of Investor Composition in Sovereign Bond Pricing: Evidence from an Emerging Market." IHEID Working Papers 02-2026, Economics Section, The Graduate Institute of International Studies.

¹⁶ Un NDF de TES es un contrato futuro *Over-the-Counter* (OTC) en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio pactado en la fecha de negociación del contrato. Son derivados OTC, por lo que las negociaciones se llevan a cabo mediante acuerdos bilaterales entre las partes interesadas. Al ser *Non-Delivery*, la liquidación se realiza por compensación. Es decir, a su vencimiento se compara el precio pactado en el contrato con el precio de mercado del TES subyacente, y se paga la diferencia a la parte que corresponda (no hay entrega del TES). A modo de ejemplo, si al vencimiento del contrato, el precio en el mercado de contado del TES subyacente es mayor al precio pactado en el NDF de TES, el comprador del contrato recibe el diferencial entre los dos precios multiplicado por el monto.

las contrapartes locales al BanRep, la posición compradora de los extranjeros aumentó principalmente sobre referencias del tramo corto de la curva de TES en pesos (COP 1,7 b). En cuanto a sus contrapartes locales, los bancos comerciales fueron el tipo de entidad con la que concentraron el aumento en su posición durante el periodo (COP 2,5 b), acompañados en menor medida por aumentos en la posición compradora con las sociedades comisionistas de bolsa de COP 195 mm, mientras que con las corporaciones financieras la redujeron en COP 54 mm.

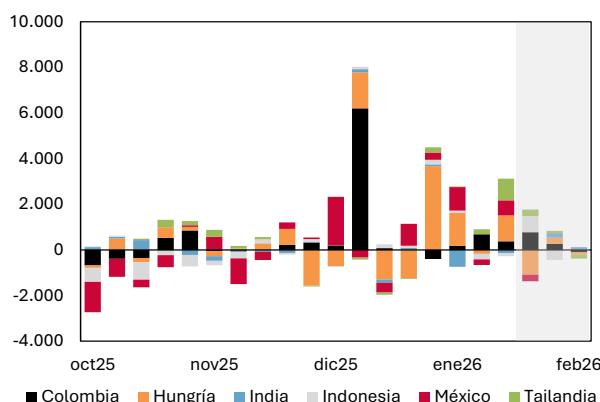
Gráfico 25. Cambio en la posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año (COP mm)



Fuente: Reporte de las entidades locales al BanRep.

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

Gráfico 26. Flujos netos semanales de inversionistas extranjeros en títulos de deuda de un grupo de países emergentes (USD millones)



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

Nota: Los flujos de compra en Colombia durante las dos primeras semanas de septiembre se deben a las operaciones de Tesorería con bancos extranjeros.

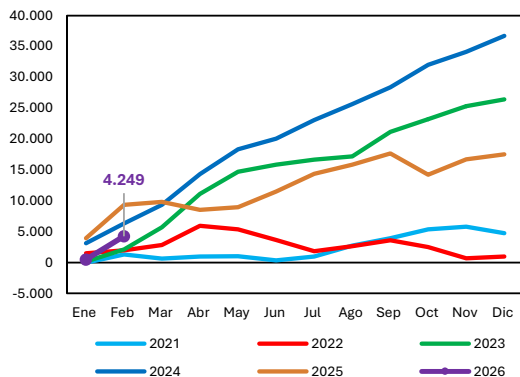
Esta información es preliminar, dado que el IIF revisa regularmente los flujos para países distintos a Colombia. Además, pueden presentarse diferencias frente a los agregados regionales publicados por la misma entidad, debido a variaciones en las metodologías de estimación. En algunos casos, como en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

A nivel global, durante febrero se registraron flujos de compra de inversionistas extranjeros en títulos de deuda¹⁷ para una muestra de países emergentes (Gráfico 26). En el caso de Colombia, se han observado entradas de capital en el periodo reciente. Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF) con corte al 19 de febrero, desde la última reunión de la JDBR, Colombia e India registraron compras netas por USD 947 m (0,53% del saldo total de deuda pública¹⁸) y USD 342 m (0,02%), en su orden, mientras que Hungría presentó ventas netas por USD 934 m (0,48%).

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

¹⁸ Fuente: *Haver Analytics*. Información a enero de 2026.

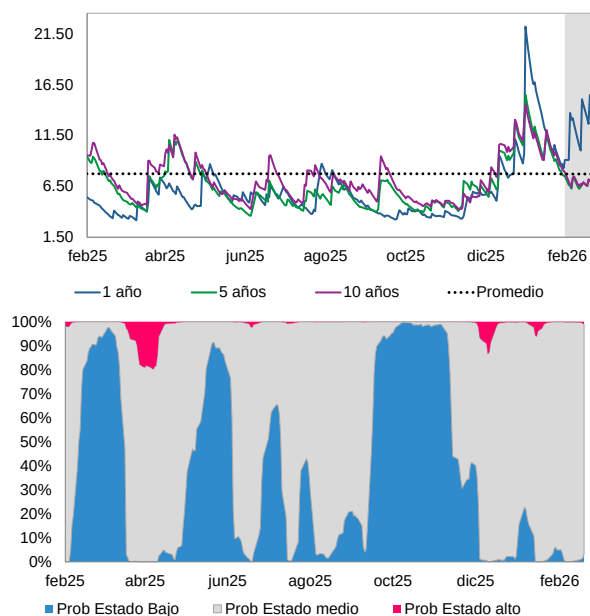
Gráfico 27. Flujos netos de los FPC en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)



Fuente: BanRep.

(COP 1,0 b). De esta manera, se mantienen como los principales tenedores de TES (28% del total de TES en circulación¹⁹).

Gráfico 28. 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 con un modelo GARCH (1,1). El promedio incluye datos desde 2003. Valores en puntos básicos. Las probabilidades de los regímenes de volatilidad se calcularon con un modelo MS-GARCH sobre el índice IDXTES.

Desde la última reunión de la JDBR, las entidades públicas fueron los mayores vendedores netos de TES por COP 2,7 b. Durante el periodo, realizaron ventas en el mercado secundario de TES por COP 11 b. Por su parte, en el mismo periodo, los FPC registraron compras netas de TES. Durante el periodo, los FPC compraron en neto TES en pesos por COP 2,3 b, principalmente en referencias del tramo medio de la curva, retomando su tendencia compradora del año anterior (COP 3,1 b, Gráfico 27). Además, realizaron compras netas de TES denominados en UVR por COP 1,5 b, principalmente en referencias del tramo medio-corto de la curva

La volatilidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó en febrero; sin embargo, el plazo a un año permaneció en niveles elevados. El estado de volatilidad más probable continuó ubicándose en el nivel medio (Gráfico 28). Este comportamiento se dio en un contexto en el que la liquidez del mercado mejoró, aunque aún permanece en niveles bajos. Los elevados niveles de volatilidad en el corto plazo son coherentes con los riesgos inflacionarios, el incremento en las tasas esperadas para este horizonte y la situación fiscal del Gobierno, en particular sus necesidades de financiamiento para 2026. Por su parte, los Bid-Ask Spread (BAS) promedio de los TES en pesos y en UVR continúan reflejando niveles de liquidez inferiores frente a su serie histórica²⁰ si bien se observaron disminuciones frente a los niveles observados en el mes previo, y la profundidad promedio aumentó para ambas referencias (Anexo 2 – Gráficos 29 al 32).

¹⁹ Para el cálculo de este porcentaje se excluyen los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

²⁰ Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 19 de febrero, lo BAS promedio diario se ubicaron en 8,65 pb para los TES en pesos y 9,00 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 10,46 pb y 11,96 pb observados durante enero. Por otro lado, desde la última reunión de la JDBR, la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 129,04 mm a COP 147,66 mm, y la de los TES denominados en UVR aumentó de COP 122,93 mm a COP 143,47 mm (Gráfico A2.4).

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

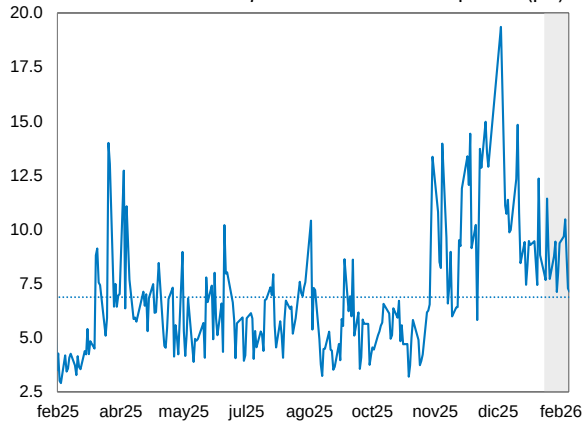
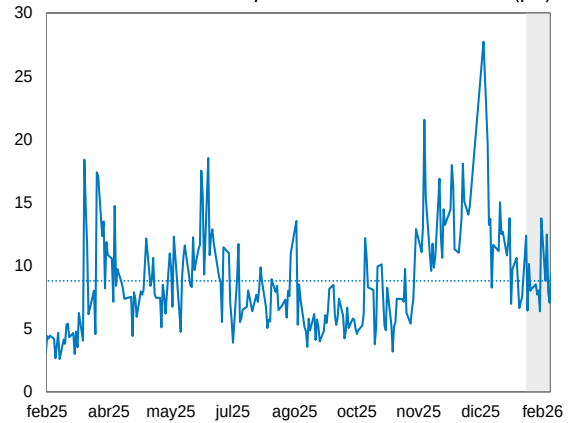


Gráfico 30. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



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. La línea punteada corresponde al promedio de los últimos doce meses.

Gráfico 31. Profundidad promedio TES en pesos (COP mm)

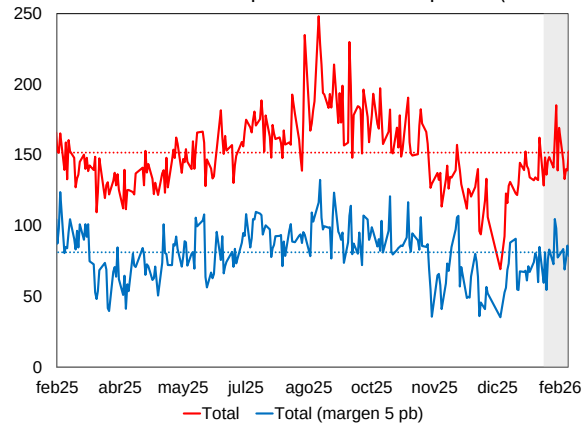
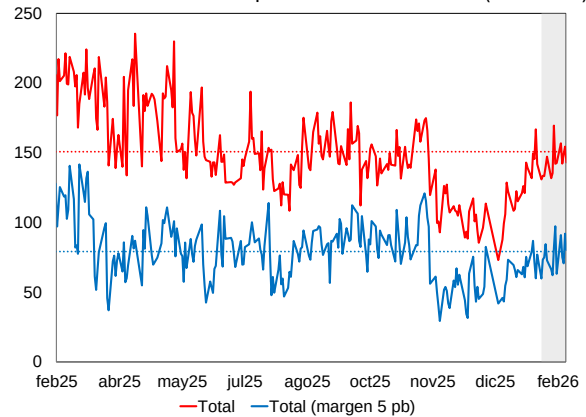
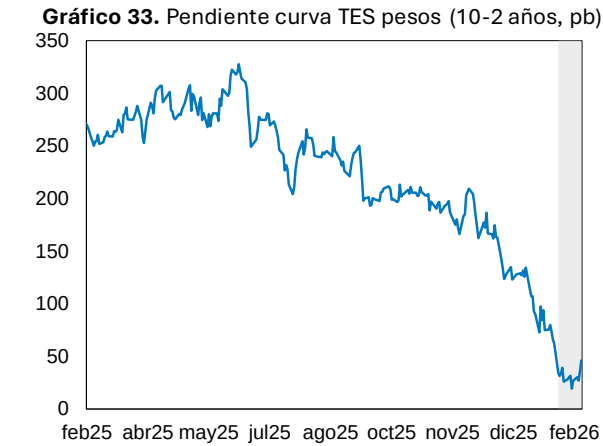


Gráfico 32. Profundidad promedio TES en UVR (COP mm)

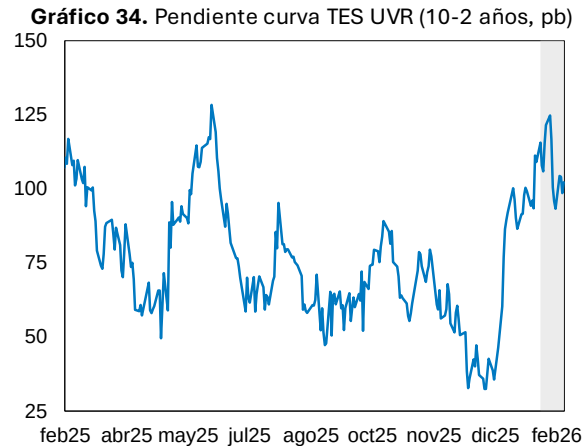


Fuente y Cálculos: BanRep. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total del mercado y las mejores posturas (en tasa) dentro de un rango de +/- 5 pb. Total: promedio de todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. Los títulos sin posturas tienen una profundidad de 0. La línea punteada corresponde al promedio de los últimos doce meses.

Las curvas de TES en pesos y UVR se aplanaron. En especial se ha observado que en algunos momentos se ha invertido la curva de rendimientos en línea con tasas de negociación más altas para los títulos de corto plazo. Los niveles observados para el periodo no se observaban desde enero de 2024. La pendiente 10 años – 2 años disminuyó 16 pb en la curva de TES en pesos, ubicándose en 46 pb. Por su parte, la pendiente en la curva de TES en UVR disminuyó 7 pb, hasta alcanzar 102 pb (Gráficos 33 y 34).

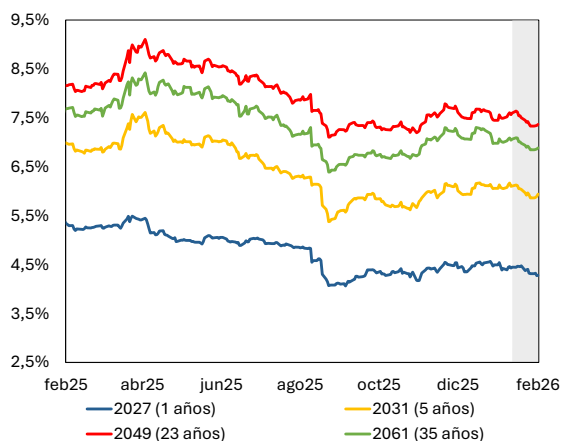


Fuentes: SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep.



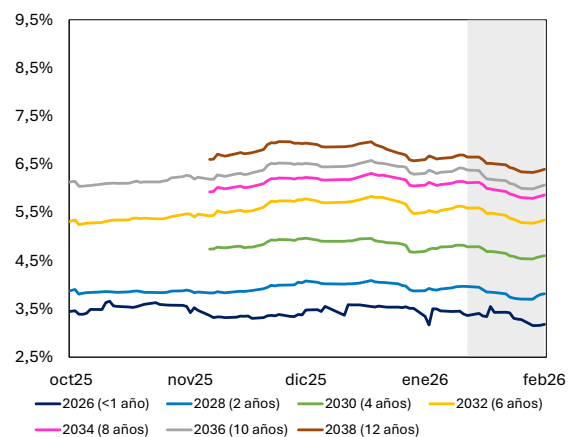
En febrero, los títulos de deuda soberana colombiana denominados en dólares y en euros presentaron valorizaciones, a diferencia de los denominados en pesos que se desvalorizaron, al comparar las tasas del 30 de enero con las del 19 de febrero. Así, la diferencia de tasas entre los bonos en pesos y moneda extranjera aumentó. Desde la última reunión de la JDBR, y hasta el 19 de febrero, las tasas de los títulos en dólares con vencimientos a 1, 5, 23 y 35 años presentaron variaciones de -17 pb, -16 pb, -23 pb y -18 pb, respectivamente (Gráfico 35), mientras que los denominados en euros presentaron variaciones de -18 pb, -15 pb, -25 pb y -31 pb para los plazos menor a 1 año, 2, 6 y 10 años (Gráfico 36), en su orden. En ese período, el margen entre la deuda pública local y externa en dólares a 10 años aumentó 74 pb, mientras que el margen de la deuda pública local y la denominada en euros al mismo plazo aumentó 84 pb (Gráfico 37).

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



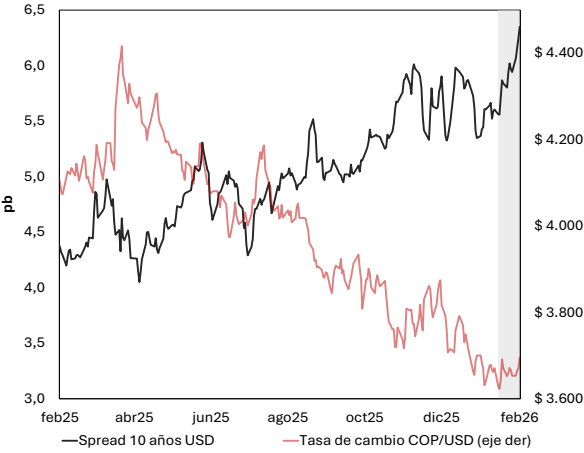
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 36. Tasas de la deuda pública externa en EUR por referencia



Fuente: Bloomberg.

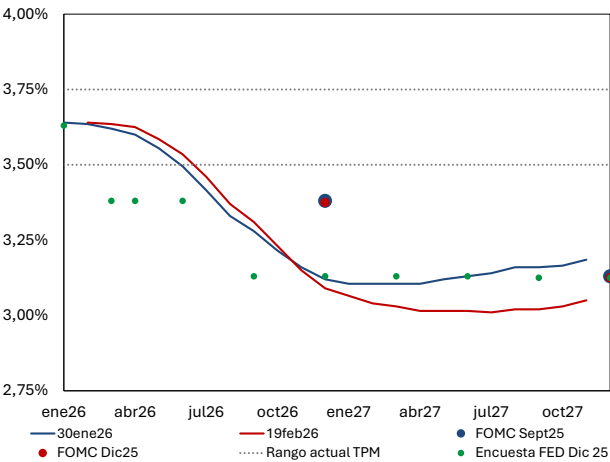
Gráfico 37. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años (pb) vs. Tasa de cambio (COP/USD)



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

Gráfico 38. Senda esperada tasa de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg y Fed.

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

Durante febrero, las expectativas del mercado de futuros sobre las tasas de los fondos federales se mantuvieron estables para el cierre de 2026 y 2027 (Gráfico 38), descontando recortes acumulados por 50pb (ant: 50 pb) para 2026 y estabilidad de tasas en 2027 (ant: 0 pb). Las expectativas de política monetaria continuaron descontando recortes por 50 pb²¹ ante la publicación de cifras de inflación ligeramente por debajo de lo esperado por el mercado, y de datos del mercado laboral y actividad económica mixtos en EE.UU. (ver *Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región*).

De la misma manera, el CME²² muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2026 es aquel consistente con recortes acumulados

por 50 pb (ant: 50 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2026 se ubicó en el rango entre 3,00% y 3,25% al 19 de febrero (probabilidad del 33%, Cuadro 3).

Cuadro 3. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre de 2026

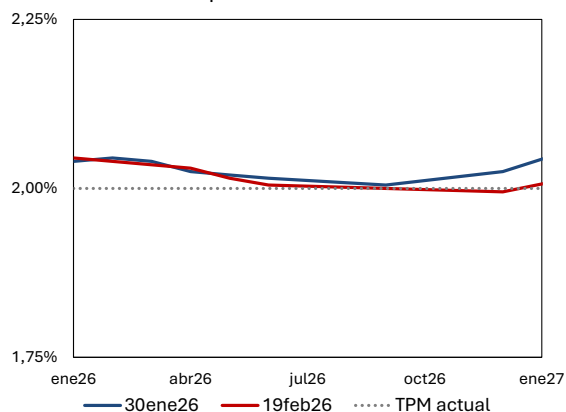
	2,00%-2,25%	2,25%-2,50%	2,50%-2,75%	2,75%-3,00%	3,00%-3,25%	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00%
	(Rango actual)							
30ene26	0%	2%	9%	24%	33%	24%	7%	0%
19feb26	0%	3%	12%	27%	33%	21%	5%	0%

Fuente: CME.

²¹ Estas proyecciones del mercado se ubican 25 pb por debajo de las publicadas por el FOMC en diciembre para el cierre de 2026 , y están en línea con las publicadas para el cierre de 2027.

²² Chicago Mercantile Exchange.

Gráfico 39. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, las expectativas de TPM en Europa se mantuvieron estables en febrero. Los futuros de la tasa Euribor anticipan una tasa de 2,00% para cierre de 2026 (ant: 2,03%) (Gráfico 39).

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

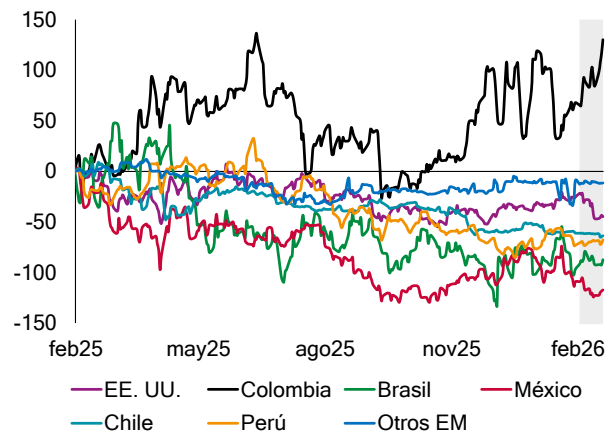
Durante febrero, la curva de rendimientos de los Tesoros de EE. UU. registró valorizaciones a lo largo de todos sus tramos, en un contexto de elevada incertidumbre global. En el segmento corto, las valorizaciones estuvieron impulsadas principalmente por el dato de inflación de enero (2,4% a/a), que se ubicó por debajo tanto de lo esperado (2,5% a/a) como del registro previo (2,7% a/a). En los plazos más largos, el movimiento estuvo adicionalmente respaldado por un entorno de mayor incertidumbre, que favoreció la demanda por activos refugio, en medio de la intensificación de tensiones geopolíticas²³.

En este contexto, las curvas de deuda pública de la región registraron movimientos mixtos. En México, los bonos soberanos presentaron valorizaciones, impulsadas por la expectativa de recortes en la TPM, luego de que el subgobernador de Banxico señalara que la entidad podría retomar el ciclo de reducciones en marzo²⁴. En Chile, las curvas se mantuvieron estables en un entorno marcado por resultados de actividad económica superiores a lo previsto y por la desaceleración de la inflación de enero, que descendió por debajo del 3%. Por su parte, en Brasil, el tramo corto recibió soporte de las expectativas de que el Banco Central inicie el ciclo de flexibilización monetaria en la reunión de marzo; no obstante, este efecto fue parcialmente compensado por el dato de inflación, que se ubicó por encima de lo esperado (Gráficos 40 a 42, Anexo 4).

²³ EE. UU. ha desplegado en Medio Oriente la flota aérea más grande desde 2003, ante el estancamiento de las negociaciones de acuerdos nucleares con Irán. Así, mientras la Casa Blanca evalúa las vías diplomáticas y sus opciones militares, Israel ha presionado para actuar antes de que Teherán refuerce su capacidad ofensiva.

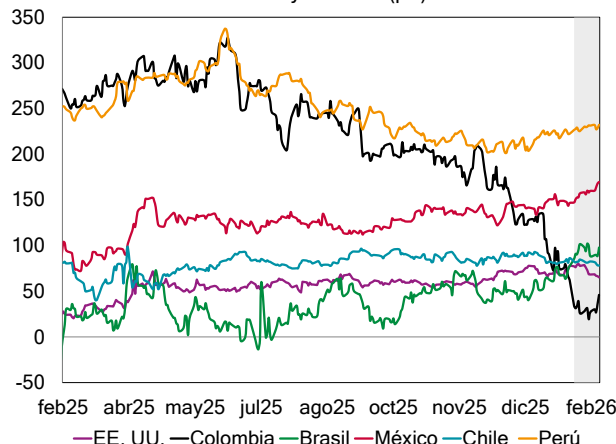
²⁴ Este comportamiento se da a pesar de que el Banxico mantuvo inalterada su TPM en la reunión de febrero, debido a la persistencia reciente de presiones inflacionarias asociadas a ajustes fiscales, al incremento del salario mínimo y a posibles efectos derivados de los aranceles. Sin embargo, analistas consideran que las expectativas de inflación de largo plazo permanecen “bien ancladas”. Esto sugiere que las presiones actuales serían de carácter transitorio y que existe margen para futuros recortes. En este contexto, el mercado continúa anticipando reducciones acumuladas cercanas a 50 pb durante 2026.

Gráfico 40. Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE. UU.



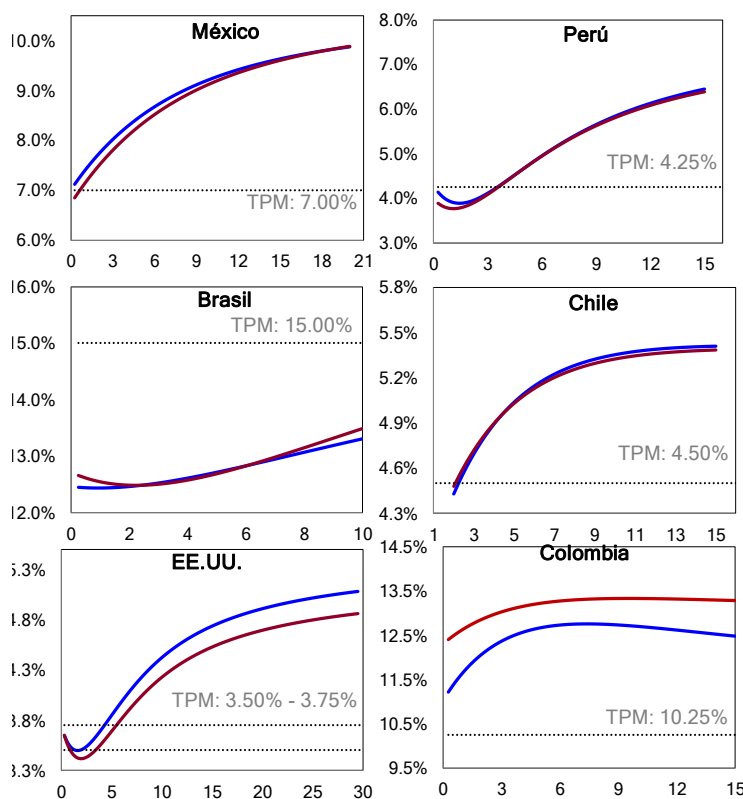
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, **Cálculos:** BanRep. Cambios (pb) desde el 1 de febrero de 2025.

Gráfico 41. Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

Gráfico 42. 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.

EVOLUCIÓN POR TRAMOS				Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-24	-18	-9	0
Perú	-7	0	-3	0
Brasil	2	-3	19	0
Chile	5	-1	-3	0
EEUU	-7	-15	-19	0
Colombia	78	55	62	0

EVOLUCIÓN POR TRAMOS 3 MESES				Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-36	-22	-14	-25
Perú	-23	-26	-29	0
Brasil	-27	-4	1	0
Chile	-11	-17	-1	-25
EEUU	0	-1	-3	-25
Colombia	198	114	72	100

CAMBIOS OBSERVADOS			
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	-17	15	-2
Perú	-4	3	9
Brasil	6	17	-26
Chile	1	-8	-4
EEUU	-14	-13	-4
Colombia	65	-16	-32

30-ene-26

19-feb-26

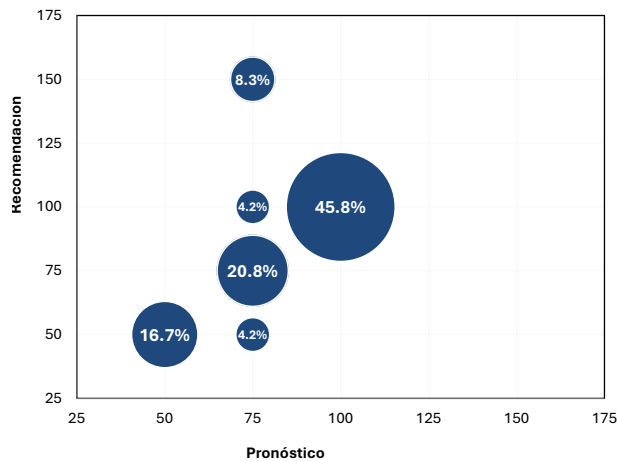
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la TPM extraídas de encuestas, del mercado de derivados de tasa de interés y del mercado de TES en pesos.

2.1. Expectativas de TPM

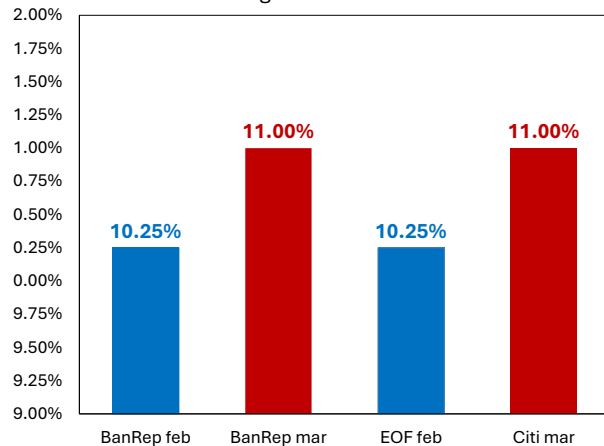
En línea con el incremento de las expectativas de inflación, las encuestas indican que la mediana de los agentes esperan que la TPM aumente 75 pb en marzo. Según la EME y la encuesta de Citi, la mediana señala un aumento de 75 pb hasta 11,00% en marzo. De acuerdo con las encuestas de analistas financieros de Citi, de las 24 entidades encuestadas, el 45,8% espera y recomienda que la TPM aumente 100 pb en marzo, el 20,8% espera y recomienda que aumente 75 pb, y un 16,7% espera y recomienda aumentos de 50 pb, ningún agente pronostica ni recomienda recortes de la TPM (Gráficos 43 a 45, y Anexo 1). El promedio de todas las encuestas se ubicó en 11,65% para diciembre de 2026 (Gráfico 46).

Gráfico 43. Expectativa de cambio (pb) TPM para la reunión de marzo según las encuestas de Citi.



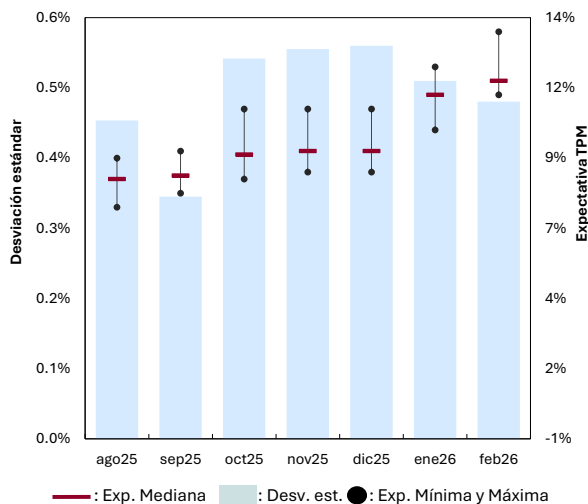
Fuente: Citi.

Gráfico 44. Expectativas TPM próxima reunión según encuestas



Fuente: BanRep y Citi. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de febrero. La EOF se publicó el 18 de febrero. La encuesta de Citi se publicó el 24 de febrero.

Gráfico 45. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas

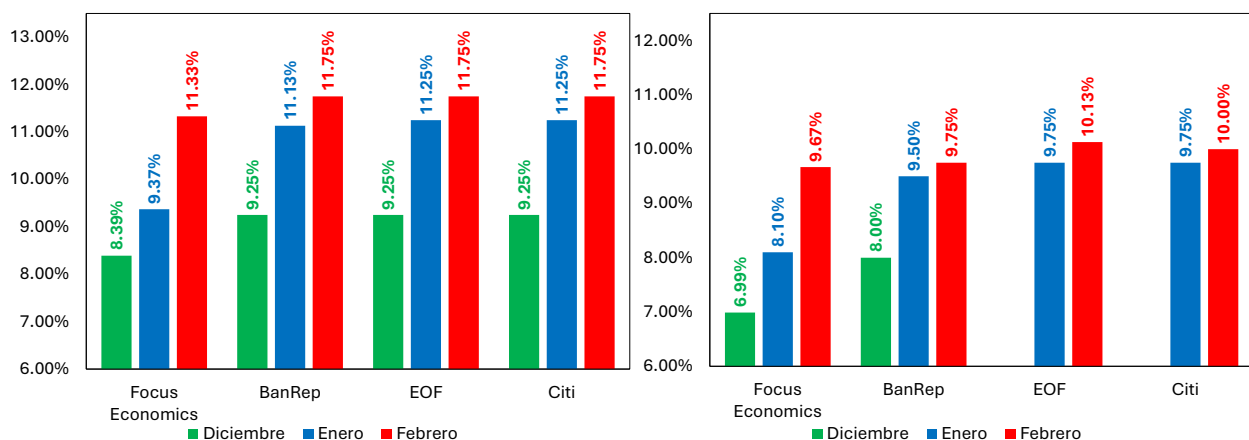


Fuente: Citi.

Gráfico 46. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas

Considerando horizontes más largos, las encuestas anticipan niveles de TPM mayores para 2026 y 2027. El promedio de las encuestas aumentó de 10,75% a 11,65% para el cierre de 2026, y de 9,28% a 9,89% para el cierre de 2027 (Gráficos 46 y 47). Según la EME, la mayoría de los analistas esperan que la JDBR aumente la TPM en 150 pb durante las próximas 5 reuniones.

Gráfico 47. Expectativas TPM para diciembre de 2027 según encuestas

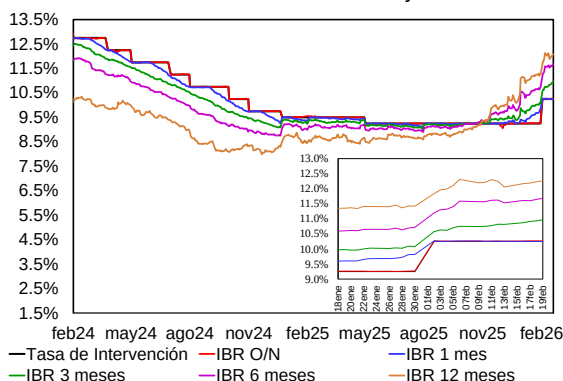


Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi.

Nota: Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics incluyen datos recolectados hasta el 8 de febrero. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de febrero. Los datos de la EOF se publicaron el 18 de febrero con datos recolectados entre el 9 y el 13 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 24 de febrero. Las encuestas de Fedesarrollo y Citi no preguntaron por la inflación de diciembre de 2027 en la encuesta publicada en diciembre 2025.

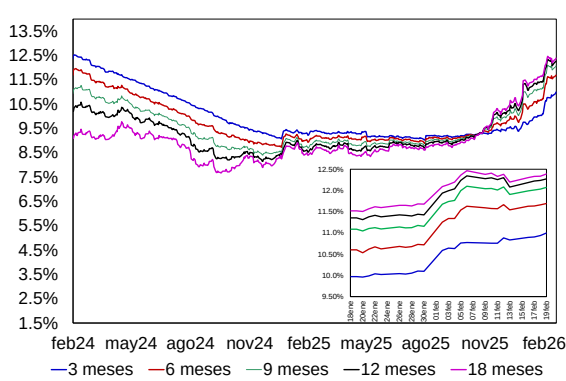
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS a plazos entre 3 y 18 meses han mostrado aumentos y descuentan incrementos de la TPM para los próximos 18 meses. Entre el 30 de enero y el 19 de febrero, las tasas IBR y las tasas OIS mostraron ajustes en promedio superiores a 70 pb²⁵. (Gráficos 48 y 49). Las mayores variaciones se registraron después de la decisión de la JDBR de aumentar la TPM en enero. Según dialogo con los agentes esto puede estar relacionado con la expectativa de un ajuste más decidido en la tasa de interés que contribuya a anclar las expectativas de inflación de los agentes²⁶.

Gráfico 48. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BanRep. **Cálculos:** BanRep.

Gráfico 49. Tasas OIS



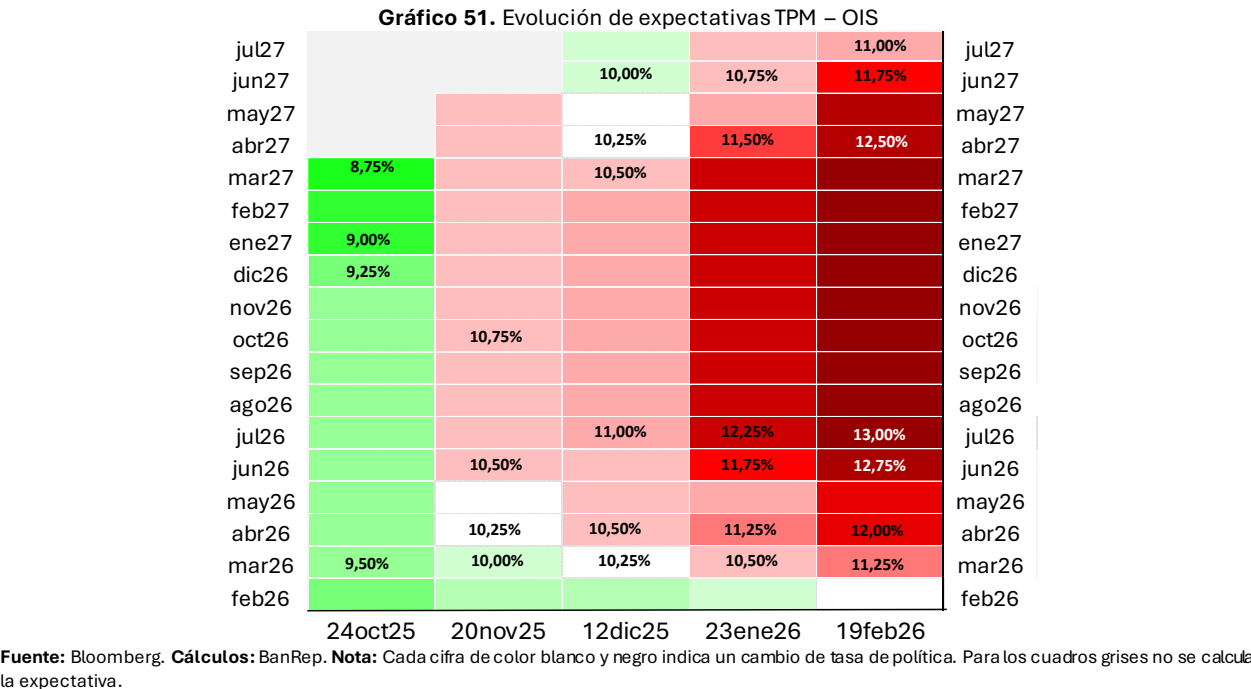
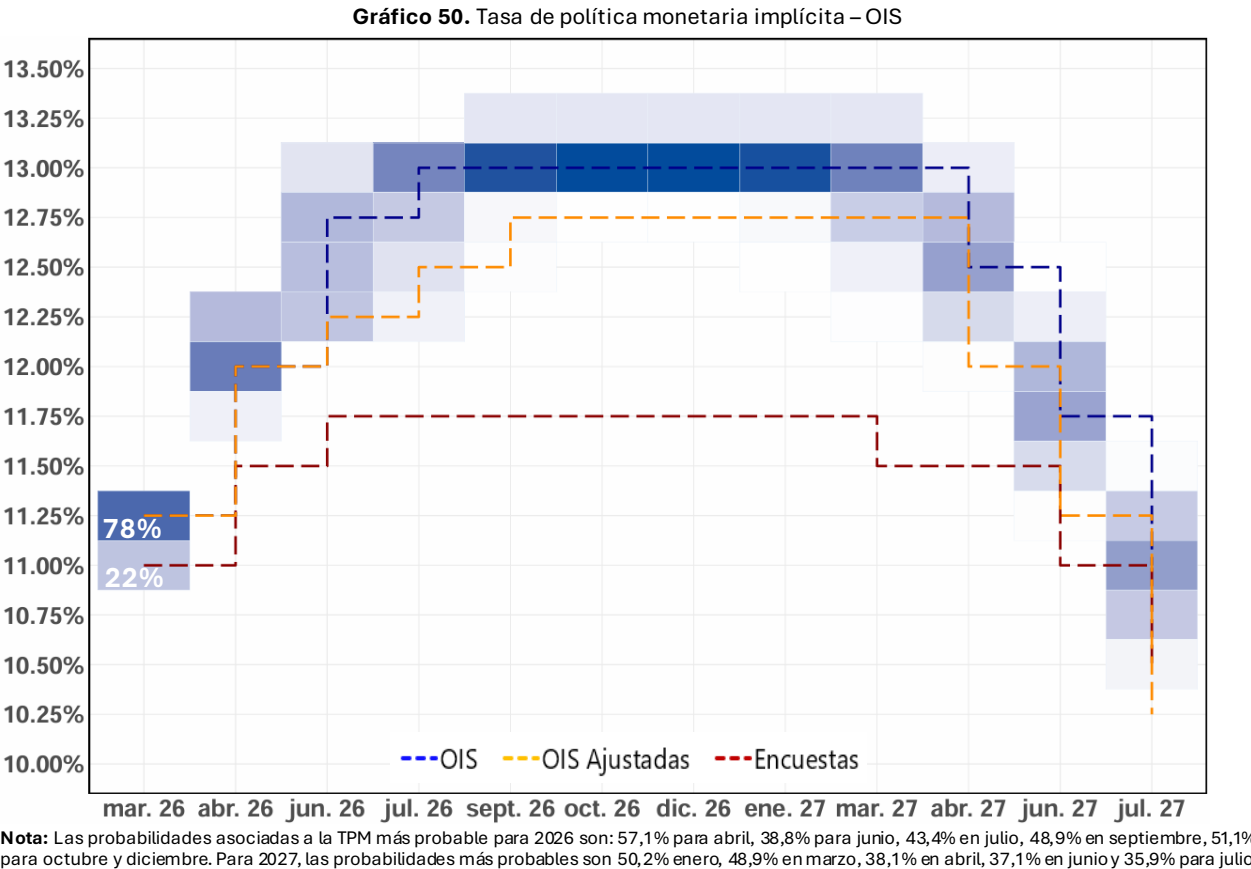
Fuente: BanRep. **Cálculos:** BanRep.

Para la reunión de marzo, empleando información del mercado de derivados de tasa de interés se encuentra que el mercado asigna una mayor probabilidad a un incremento de 100 pb en la TPM, mientras que la mediana de los analistas anticipa un ajuste de 75 pb. Hacia finales de 2026, el mercado descuenta un aumento acumulado de 275 pb, en línea con el repunte significativo de las expectativas de inflación observado desde comienzos del año. Con información al 19 de febrero, el mercado proyecta que la TPM alcanzaría 11,25% en marzo de 2026 (ant: 10,50%) y 13,00% en diciembre de 2026 (ant: 12,25%; Gráficos 50 y 51). La trayectoria implícita de la TPM es consistente con expectativas de inflación persistentemente por encima de la meta del BanRep y con un contexto de riesgos fiscales elevados. En este escenario, diversos analistas

²⁵ Las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, así como las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, registraron aumentos de 89 pb, 96 pb, 84 pb, 92 pb, 85 pb y 71 pb, respectivamente.

²⁶ Entre el 30 de enero y el 2 de febrero, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, mostraron variaciones de 50 pb, 48 pb, 42 pb, 52 pb, 51 pb y 41 pb, respectivamente.

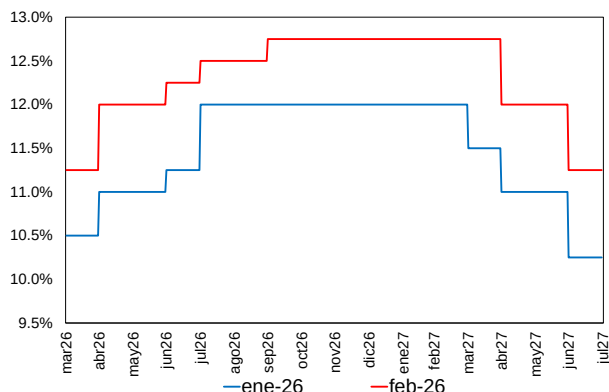
enfatan la necesidad de mantener una postura de política monetaria acorde con el desanclaje de las expectativas de inflación y anticipan un ciclo de ajuste más rápido que contribuya a una pronta corrección de las expectativas de inflación.



Las expectativas de TPM ajustadas por la prima a término implícita en el mercado OIS indican un incremento de 100 pb en la reunión de marzo y descuentan un aumento acumulado de 250 pb en la TPM a lo largo de 2026 (Gráfico 52). Las expectativas de política monetaria ajustadas por la prima a término reflejan niveles superiores de TPM y sugieren que esta se ubicaría en 11,25% en marzo de 2026 (ant: 10,50%) y en 12,75% en diciembre de 2026 (ant: 12,00%).

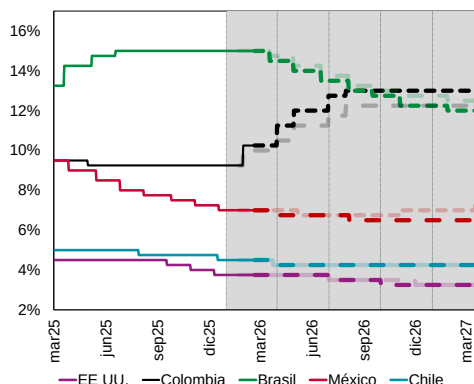
Las expectativas de TPM en los países de la región mostraron, en su mayoría, revisiones a la baja (Gráfico 53). En México, se espera que la TPM se ubique en 6,50% para 2026 (ant: 7,00%; act: 7,00%). En el caso de Chile, se proyecta que la TPM cierre 2026 en 4,25% (ant: 4,25%; act: 4,50%). Por su parte, en Brasil se anticipa que la TPM termine 2026 en 12,25% (ant: 12,75%; act: 15,00%).

Gráfico 52. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 23 de enero y 19 de febrero de 2026.

Gráfico 53. Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Citi. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 19 de febrero, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 23 de enero.

Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutras al riesgo a 1 y 5 años aumentaron, en línea con las expectativas de la TPM implícitas en el mercado OIS. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutras al riesgo promedio mensual subieron 144 pb y 114 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 11,48% y 10,18%, en su orden. Por su parte, las primas a término promedio del mes disminuyeron en 25 pb y 89 pb, respectivamente, ubicándose en 0,33% (ant: 0,58%) y 2,01% (ant: 2,91%; Gráfico 54 y 55).

Gráfico 54. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 año

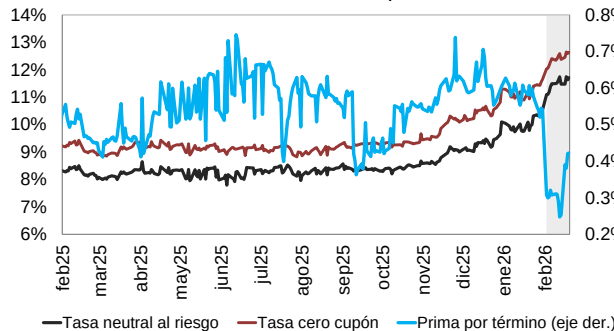
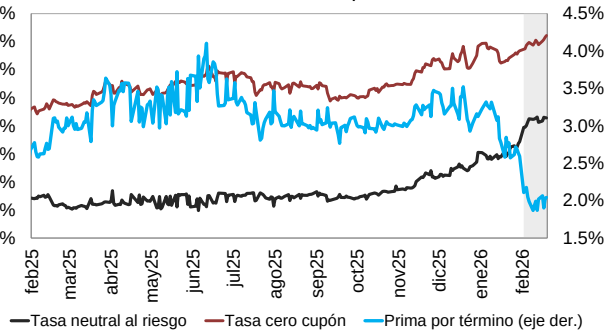


Gráfico 55. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 5 años

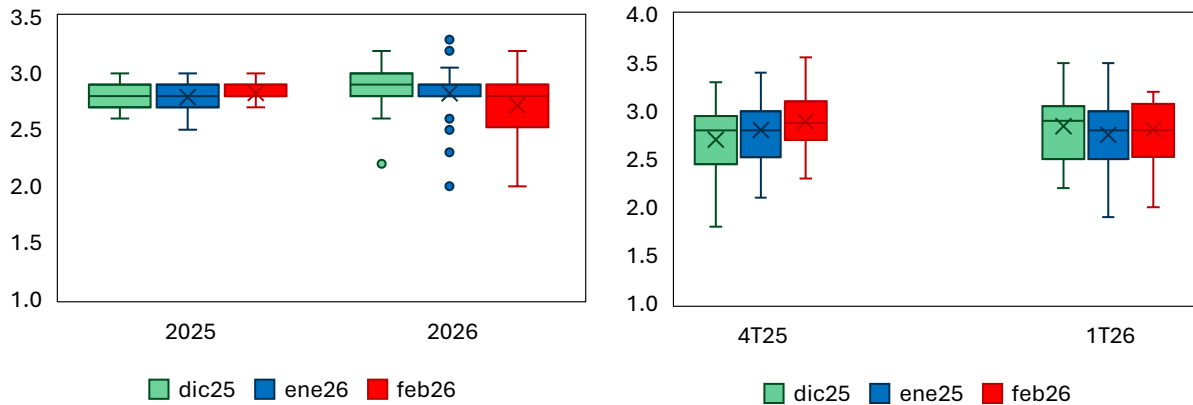


Fuente: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Las estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo, permiten evaluar en qué proporción los movimientos de las tasas nominales pueden ser explicados por estos factores.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

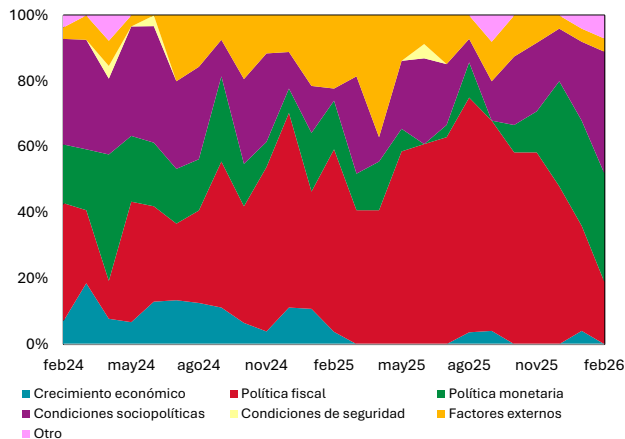
De acuerdo con la EOF, los analistas mantuvieron sus proyecciones de crecimiento para 2026 y para el 1T26 en 2,8%. Posteriormente, se dio a conocer que la economía colombiana creció 2,3% durante el 4T25, por debajo del 2,9% estimado por los analistas que respondieron la EOF del mes de febrero. Por otro lado, el crecimiento del 2025 se ubicó en 2,6%, por debajo del 2,8% previsto por los analistas que respondieron la misma encuesta. Por su parte, los agentes encuestados en febrero por Citi redujeron sus perspectivas de crecimiento para 2026 de 2,8% a 2,75%.

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



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

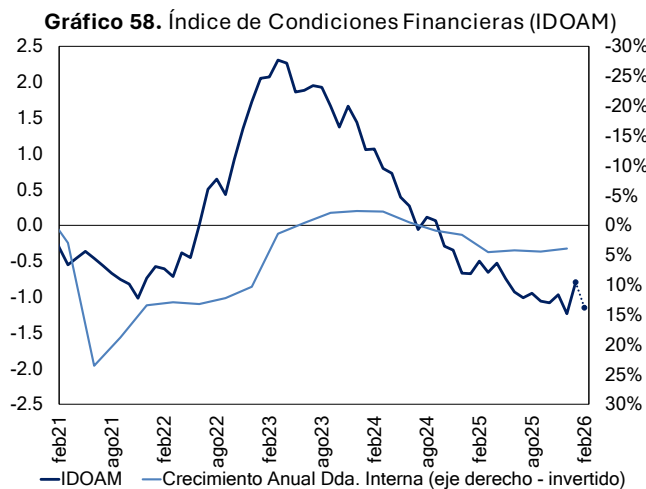
Gráfico 57. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

En la EOF de febrero, las condiciones sociopolíticas y la política monetaria fueron destacados como los factores más relevantes para la toma de decisiones de inversión, seguidos por la política fiscal. Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: *¿Cuáles actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?*, el 37% de los encuestados señaló las condiciones sociopolíticas (ant: 24%), otro 33% la política monetaria (ant: 32%), el 19% la política fiscal (ant: 32%), el 7% otros factores (ant: 4%), y el 4% restante factores externos (ant: 4%; Gráfico 57).

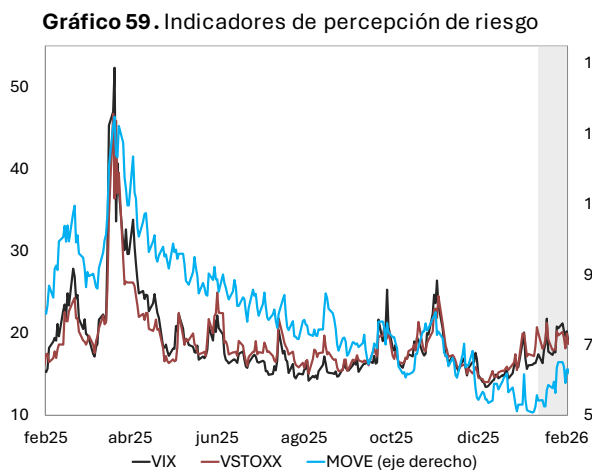
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO



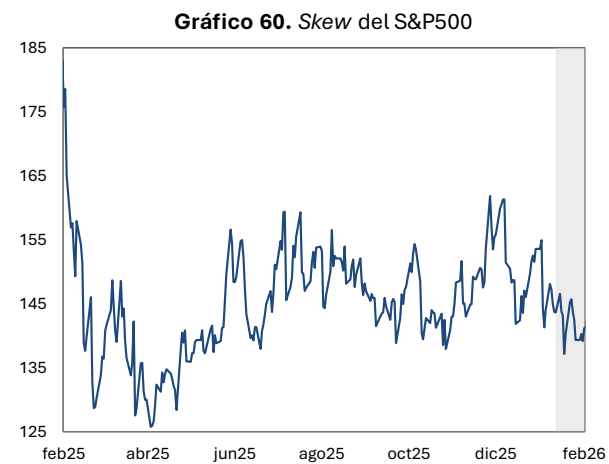
Fuentes: BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Nota:** La volatilidad se calcula con un modelo GARCH(1,1).

Con información preliminar a febrero de 2026, el Indicador de Condiciones Financieras (IDOAM) registró una disminución y continúa reflejando condiciones financieras locales favorables, consistentes con la dinámica de la demanda interna. La reducción del indicador obedeció principalmente al descenso generalizado de los *spreads* crediticios y a la menor volatilidad promedio en los mercados de TES, a pesar de que en el tramo de corto plazo esta última permaneció en niveles elevados (Gráfico 58).

Desde la última reunión de la JDBR, los principales índices de percepción de riesgo en economías avanzadas presentaron comportamientos mixtos, en medio del cierre parcial del Gobierno de EE. UU. y el anuncio del candidato nominado para asumir la presidencia de la Fed. El Vix²⁷ y el Move²⁸ aumentaron 2,8 y 8,8 puntos, respectivamente, mientras que el Vstoxx²⁹ se mantuvo estable y el Skew³⁰ presentó una disminución de 2,4 puntos (Gráficos 59 y 60).



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

²⁷ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

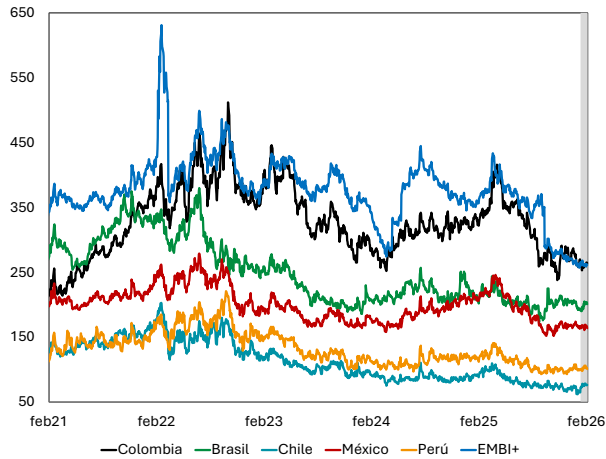
²⁸ El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.

²⁹ El Vstoxx es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

³⁰ El Skew es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del S&P 500, de forma tal que un incremento del Skew -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

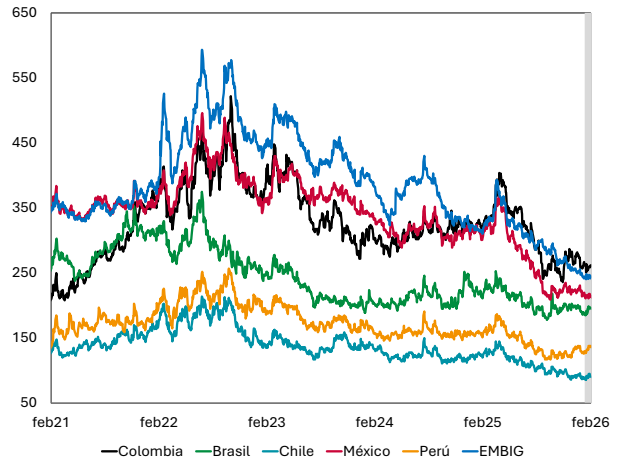
Finalmente, el EMBI³¹ se mantuvo estable a nivel global y presentó leves incrementos en la región. Los índices EMBI+ y EMBIG presentaron variaciones de 5 pb y 0 pb, respectivamente, desde la última reunión de la JDBR. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) presentó variaciones de 2 pb (0 pb) en Colombia, 3 pb (9 pb) en Perú, 4 pb (corresponde al EMBIG) en Chile, 1 pb (1 pb) en México y 13 pb (10 pb) en Brasil (Gráficos 61 y 62).

Gráfico 61. EMBI+ Latam



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 62. EMBIG Latam



Fuente: Bloomberg.

³¹ A diferencia del EMBI+, que incorpora solamente títulos soberanos, el EMBIG también incorpora títulos cuasi soberanos (por ejemplo, los bonos emitidos por Pemex). *Information has been obtained from sources believed to be reliable, but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.*

4. RECUADROS/ANEXOS

Cuadro A1. Encuestas de expectativas de Citi sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de marzo de 2026

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	10.75%	10.75%
Alianza	11.25%	11.25%
Anif	11.00%	11.00%
Asobancaria	11.25%	11.25%
Aval Asset Management	11.00%	11.75%
Banco Agrario	10.75%	10.75%
Banco de Bogotá	11.00%	11.25%
Banco de Occidente	11.25%	11.25%
Banco Popular	11.00%	11.00%
Banco Santander	11.25%	11.25%
Bancoldex	11.25%	11.25%
Bancolombia	11.25%	11.25%
BBVA	11.25%	11.25%
BTG Pactual	11.25%	11.25%
Citi	11.25%	11.25%
Colfondos	11.00%	11.00%
Corficolombiana	11.00%	11.75%
Credicorp Capital	11.00%	11.00%
Davibank	11.25%	11.25%
Deutsche Bank	11.25%	11.25%
Grupo Bolívar	10.75%	10.75%
Itaú	11.00%	11.00%
Moody's Analytics	10.75%	10.75%
Positiva	11.00%	10.75%
Promedio	11.07%	11.14%
Mediana	11.00%	11.25%
Desv. Estándar	0.19%	0.28%
Máximo	11.25%	11.75%
Mínimo	10.75%	10.75%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
10.75%	17%	4
Total	17%	4

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
10.75%	21%	5
11.75%	8%	2
Total	29%	7

Cuadro A1.1. Encuesta de expectativas de Citi sobre tasa de política monetaria

Participantes	ene26	dic26
Acciones y Valores	10.75%	11.75%
Alianza	11.25%	11.75%
Anif	11.00%	11.75%
Asobancaria	11.25%	11.75%
Aval Asset Manager	11.00%	11.75%
Banco Agrario	10.75%	12.50%
Banco de Bogotá	11.00%	12.00%
Banco de Occidente	11.25%	12.00%
Banco Popular	11.00%	11.75%
Banco Santander	11.25%	12.50%
Bancoldex	11.25%	11.75%
Bancolombia	11.25%	12.50%
BBVA	11.25%	12.25%
BTG Pactual	11.25%	12.75%
Citi	11.25%	11.75%
Colfondos	11.00%	12.00%
Corficolombiana	11.00%	11.75%
Credicorp Capital	11.00%	11.50%
Davibank	11.25%	12.00%
Deutsche Bank	11.25%	13.50%
Grupo Bolivar	10.75%	11.25%
Itaú	11.00%	12.00%
Moody's Analytics	10.75%	11.50%
Positiva	11.00%	11.75%
Promedio	11.07%	11.99%
Mediana	11.00%	11.75%
Desv. Estándar	0.19%	0.48%
Máximo	11.25%	13.50%
Mínimo	10.75%	11.25%
No. Respuestas	24	24

Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de Citi sobre inflación

Participantes	ene26	dic26
Acciones y Valores	5.79%	6.39%
Alianza	5.49%	6.10%
Anif	5.59%	5.94%
Asobancaria	5.46%	6.70%
Aval Asset Manager	5.44%	6.50%
Banco Agrario	5.51%	6.74%
Banco de Bogotá	5.17%	6.24%
Banco de Occidente	5.57%	6.00%
Banco Popular	5.86%	6.61%
Banco Santander	5.52%	6.50%
Bancoldex	5.76%	6.58%
Bancolombia	5.52%	6.40%
BBVA	5.57%	6.50%
BTG Pactual	5.35%	6.48%
Citi	5.32%	5.80%
Colfondos	5.51%	6.35%
Corficolombiana	5.44%	6.50%
Credicorp Capital	5.56%	6.30%
Davibank	5.33%	6.27%
Deutsche Bank	5.48%	6.81%
Grupo Bolivar	5.55%	6.41%
Itaú	5.28%	6.70%
Moody's Analytics	5.50%	6.30%
Positiva	5.46%	6.48%
Promedio	5.50%	6.40%
Mediana	5.50%	6.45%
Desv. Estándar	0.16%	0.25%
Máximo	5.86%	6.81%
Mínimo	5.17%	5.80%
No. Respuestas	24	24

Cuadro A1.3. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre tasa de política monetaria

**Las entidades en rojo presentan expectativas a 2026 que difieren de las de la encuesta de Citi*

Encuestas recolectadas hasta el 8 de febrero

	Empresa	2026	2027
1	4intelligence	11.25%	8.50%
2	Acciones y Valores	10.75%	8.25%
3	Actinver	-	-
4	AGPV	-	-
5	Alianza Valores y Fiduciaria	11.25%	-
6	Allianz	-	-
7	ANIF	11.75%	-
8	Asobancaria	11.75%	-
9	Banco Agrario de Colombia	12.50%	11.50%
10	Banco Davivienda	11.25%	-
11	Banco de Occidente	12.00%	10.00%
12	Bancolombia	11.00%	10.00%
13	Barclays Capital	10.50%	8.50%
14	BBVA Research	12.25%	11.25%
15	BTG Pactual	12.75%	11.25%
16	CABI	-	-
17	Capital Economics	10.50%	8.50%
18	Citigroup Global Mkts	10.25%	8.25%
19	Corficolombiana	11.75%	-
20	Credicorp Capital	-	-
21	DAVIBank	12.00%	9.25%
22	Deutsche Bank	13.50%	11.50%
23	Ecoanalítica	-	-
24	Econosignal Deloitte	11.50%	11.50%
25	EIU	10.75%	8.25%
26	Fedesarrollo	10.00%	9.50%
27	Fitch Solutions	11.75%	10.25%
28	Goldman Sachs	11.75%	11.00%
29	Itaú Unibanco	-	-
30	JPMorgan	11.25%	-
31	Oxford Economics	10.50%	8.00%
32	Pantheon Macroeconomics	10.50%	10.00%
33	Positiva Compañía de Segurc	12.00%	8.00%
34	Rabobank	11.25%	10.00%
35	S&P Global Ratings	-	-
36	Scope Ratings	-	-
37	Sectorial	10.50%	9.25%
38	Société Générale	-	-
39	Standard Chartered	11.25%	9.50%
40	UBS	11.25%	10.25%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
10.00%	1	3.3%	4	16.7%
10.25%	1	3.3%	2	8.3%
10.50%	5	16.7%	0	0.0%
10.75%	2	6.7%	0	0.0%
11.00%	1	3.3%	1	4.2%
11.25%	7	23.3%	2	8.3%
11.50%	1	3.3%	3	12.5%
11.75%	5	16.7%	0	0.0%
12.00%	3	10.0%	0	0.0%
Media	11.38%		9.68%	
Mediana	11.25%		9.75%	

Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre inflación

**Las entidades en rojo presentan expectativas a 2026 que difieren de las de la encuesta de Citi*

Encuestas recolectadas hasta el 8 de febrero

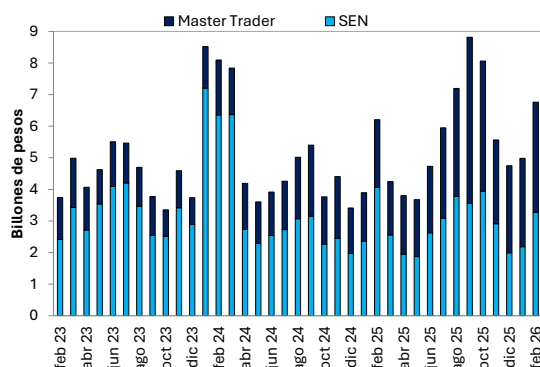
	Empresa	2026	2027
1	4intelligence	5.80%	5.00%
2	Acciones y Valores	6.50%	5.10%
3	Actinver	4.50%	4.00%
4	Alianza Valores y Fiduciaria	6.10%	-
5	Allianz	3.80%	3.80%
6	ANIF	5.90%	3.90%
7	Asobancaria	6.70%	-
8	Banco Agrario de Colombia	6.70%	5.60%
9	Banco Davivienda	6.20%	-
10	Banco de Occidente	6.00%	5.10%
11	Barclays Capital	4.60%	3.60%
12	BBVA Research	6.50%	5.00%
13	BTG Pactual	6.80%	5.60%
14	Capital Economics	6.10%	5.90%
15	Citigroup Global Mkts	5.80%	3.90%
16	Corficolombiana	6.50%	-
17	Credicorp Capital	4.10%	-
18	DAVIBank	6.30%	3.80%
19	DekaBank	-	-
20	Deutsche Bank	6.60%	4.90%
21	Dun & Bradstreet	-	-
22	E2 Economia	3.70%	3.60%
23	Ecoanalítica	3.60%	4.10%
24	EIU	4.80%	3.30%
25	Euromonitor Int.	-	-
26	Fitch Ratings	-	-
27	Fitch Solutions	6.20%	4.30%
28	FrontierView	-	-
29	Goldman Sachs	6.00%	4.20%
30	Itaú Unibanco	4.20%	-
31	Julius Baer	-	-
32	Kiel Institute	-	-
33	MAPFRE Economics	4.00%	3.20%
34	Moody's Analytics	4.40%	3.80%
35	Oxford Economics	6.30%	3.90%
36	Pantheon Macroeconomics	-	-

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3.50% - 3.75%	2	5.4%	2	7.4%
3.75% - 4.00%	1	2.7%	6	22.2%
4.00% - 4.25%	3	8.1%	3	11.1%
4.25% - 4.50%	1	2.7%	1	3.7%
4.50% - 4.75%	2	5.4%	0	0.0%
4.75% - 5.00%	1	2.7%	1	3.7%
5.00% - 5.25%	0	0.0%	4	14.8%
Media		5.53%		4.35%
Mediana		6.00%		4.05%

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

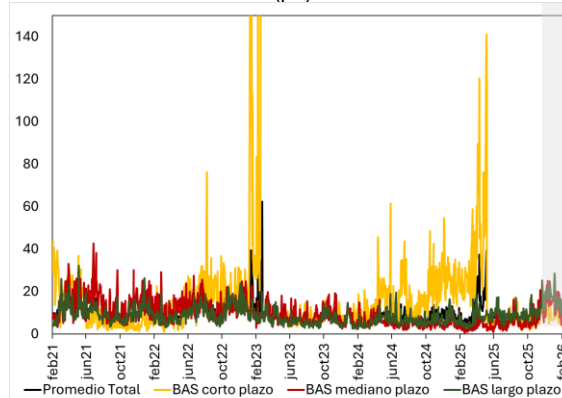
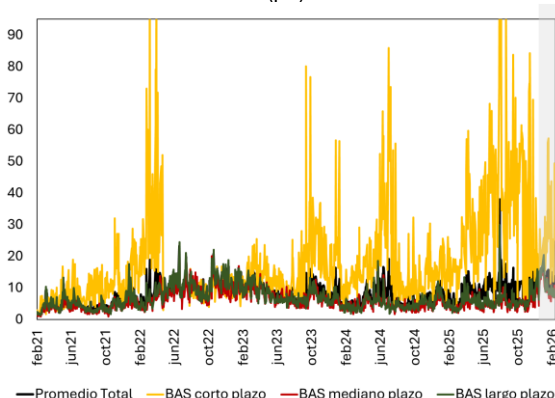
- El 30 de enero, la Junta Directiva del BanRep aumentó la tasa de política monetaria en 100 pb, ubicándola en 10,25%. Analistas del mercado destacaron que después de esta decisión la curva en pesos tendió a desvalorizarse y presentó un aplanamiento.
- El 6 de febrero se conoció el dato de inflación de enero de 2026, el cual se ubicó en 5,35% a/a, levemente por debajo de lo esperado por los analistas encuestados por Citi y Bloomberg (5,40% a/a cada una) y en línea con la mediana de los encuestados por la EME del BanRep (5,33% a/a). La mayoría de los TES en pesos se valorizaron y los TES en UVR se desvalorizaron.
- Operadores consideran que los efectos del incremento del salario mínimo no se reflejaron plenamente, y esperan que las medidas de febrero y marzo evidencien la persistencia de las presiones inflacionarias.
- El 13 de febrero, el Consejo de Estado suspendió provisionalmente el decreto que fijó el salario mínimo de 2026 y ordenó al Gobierno expedir en 8 días un aumento transitorio. Los TES en pesos se valorizaron, mientras que los TES en UVR presentaron el comportamiento contrario.
- Operadores destacaron que el incremento del salario mínimo ha sido uno de los factores que han generado preocupación en torno a la convergencia de la inflación. De este modo, operaron con cautela a la espera de conocer la medida definitiva que se tomará en esta materia.

Gráfico A2.1. Monto promedio diario negociado de TES



Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 19 de febrero de 2026.

Gráfico A2.2. Bid-Ask spread por plazo de los TES en pesos* **Gráfico A2.3.** Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR* (pb)



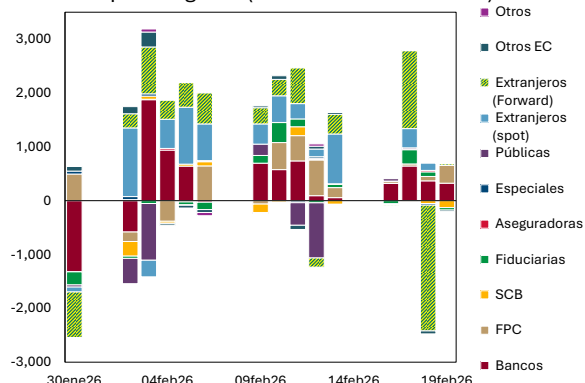
Fuente y Cálculos: BanRep. * El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A los títulos sin posturas se le asigna el máximo *bid-ask* del día para los títulos que presentaron posturas. El corto plazo hace referencia a títulos con vencimientos menores a dos años, mediano plazo con títulos con vencimiento entre 3 y 5 años y largo plazo títulos con vencimiento superior a 5 años.

Con información al 13 de febrero de 2026, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 11,9 pb (ant: 30,9 pb), 4,3 pb (ant: 9,8 pb) y 5,4 pb (ant: 11,0 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 14,52 pb (ant: 11,2 pb), 6,26 pb (ant: 14,3 pb) y 7,51 pb (ant: 16,9 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

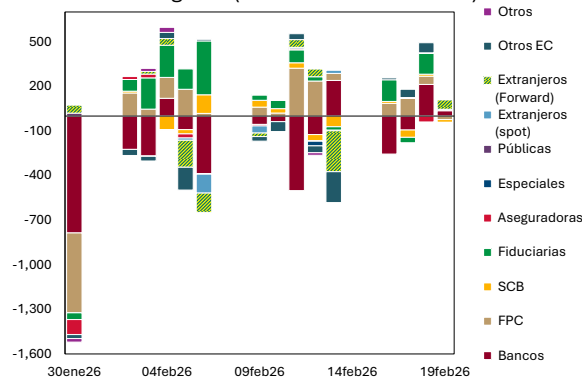
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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)



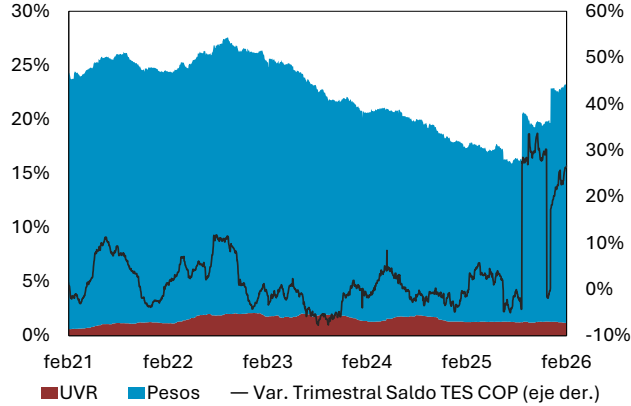
Fuente: BanRep.

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 2026	Corrido del 2026	Tramo Corto TCO	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio-corto (2-5 años)	Tramo Medio (5-10 años)	Tramo Medio-largo (10-15 años)	Tramo Largo (>15 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto TCO	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio-corto (2-5 años)	Tramo Medio (5-10 años)	Tramo Medio-largo (10-15 años)	Tramo Largo (>15 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	8,735	(3,454)	1,315	323	1,509	2,695	(443)	2,209	7,609	-	(868)	(558)	9	47	(107)	(1,477)
Compañía de Financiamiento Comercial	(130)	12	105	7	16	-	-	-	128	-	4	-	-	-	-	4
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	304	(561)	-	(20)	208	38	(36)	(53)	137	-	(249)	(34)	(6)	-	(60)	(349)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	8,908	(4,003)	1,420	310	1,733	2,733	(479)	2,156	7,874	-	(1,113)	(592)	3	47	(167)	(1,822)
Fondos de Pensiones y Cesantías	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	2,062	2,223	166	(23)	682	3,197	(309)	(1,213)	2,501	-	139	996	(20)	7	191	1,314
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	2,066	2,223	166	(23)	682	3,197	(309)	(1,213)	2,501	-	139	996	(20)	7	191	1,314
Sociedades Comisionistas de Bolsa	131	80	(3)	29	(195)	165	(265)	44	(224)	-	245	(142)	(7)	(44)	13	66
Propia	(421)	(111)	25	4	(265)	(77)	6	(1)	(309)	-	(49)	(38)	-	-	0	(87)
Terceros	166	(249)	515	(6)	57	-	-	220	786	-	(1)	5	-	-	10	13
Extranjeros	-	(2)	987	-	-	-	-	-	987	-	1	2	-	-	-	3
FIC	(289)	(32)	22	34	(461)	88	(259)	43	(533)	-	196	(179)	(7)	(44)	13	(21)
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(289)	(32)	22	34	(461)	88	(259)	43	(533)	-	196	(179)	(7)	(44)	13	(21)
Sociedades Fiduciarias	4	(11)	8	5	(1)	2	-	-	14	-	(8)	-	-	-	-	(8)
Propia	6,170	2,660	803	(268)	(774)	5,235	1,007	498	6,501	-	758	146	23	(10)	534	1,451
Terceros	8,213	(557)	7	(356)	(1,003)	5,427	816	838	5,729	-	-	(189)	5	-	15	(168)
Extranjeros***	71	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros (TES verdes)****	155	1,000	950	135	34	(38)	(1)	(3)	1,077	-	297	18	-	-	-	315
FIC	(249)	306	5	11	(180)	4	10	47	(104)	-	192	13	(0)	(21)	2	185
Pasivos Pensionales	6,174	2,649	811	(263)	(775)	5,237	1,007	498	6,515	-	750	146	23	(10)	534	1,443
Total Sociedades Fiduciarias	6,174	2,649	811	(263)	(775)	5,237	1,007	498	6,515	-	750	146	23	(10)	534	1,443
Compañías de Seguros y Capitalización	85	(260)	2	(14)	111	11	-	(17)	93	-	56	(116)	-	-	40	(20)
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	85	(260)	2	(14)	111	11	-	(17)	93	-	56	(116)	-	-	40	(20)
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	8,035	4,580	1,000	(266)	(442)	8,534	439	(689)	8,576	-	1,141	847	(3)	(47)	777	2,715
Total Entidades Financieras Especiales**	364	13	-	(34)	(43)	10	80	81	93	-	(8)	(12)	-	-	-	(20)
Total Entidades Públicas****	618	31	(2,023)	-	(375)	(447)	(29)	(85)	(2,958)	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****	138	133	-	(10)	(19)	70	2	4	47	-	(20)	56	-	-	-	36
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	18,063	754	397	-	854	10,900	14	1,467	13,632	-	-	299	0	-	610	910

Fuente: BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 19 de febrero de 2026. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa a 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.

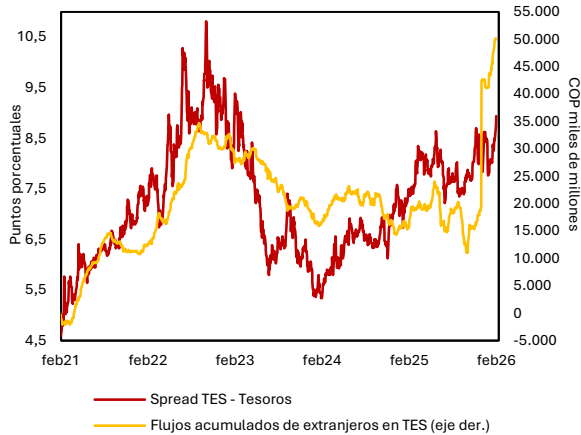
Gráfico A3.3. Saldo de TES de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado como proporción del saldo total



Fuente: BanRep

En los gráficos A3.4 - A3.8 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.

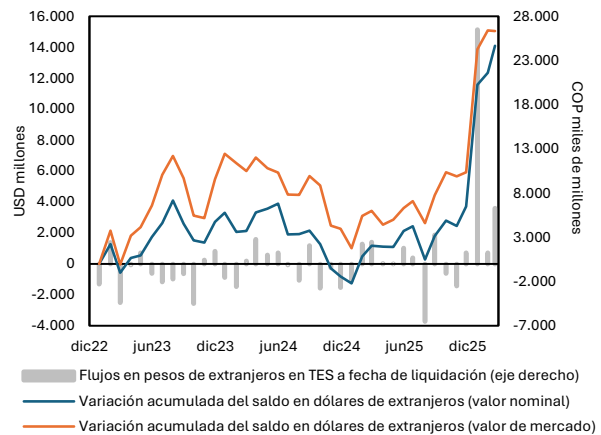
Gráfico A3.4. Margen entre la deuda local a 10 años y los Tesoros vs flujos netos acumulados de extranjeros en TES



Fuente: BanRep.

** Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

Gráfico A3.5. Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



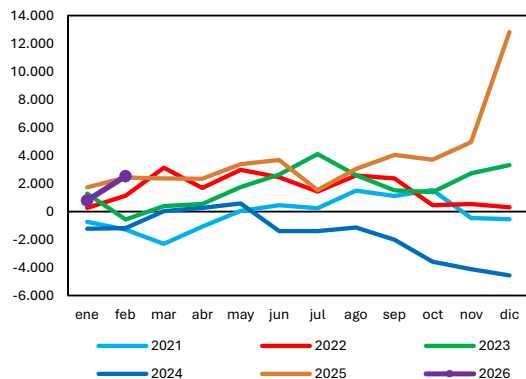
Fuente: BanRep.

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.

** Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

Gráfico A3.6. Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* por año, a valor nominal (USD millones).



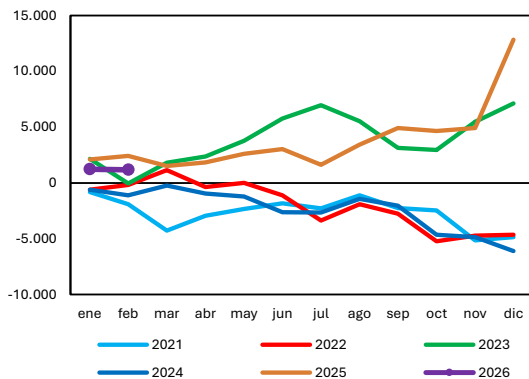
Fuente: BanRep.

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.

** Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

Gráfico A3.7. Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* por año, a valor de mercado (USD millones).



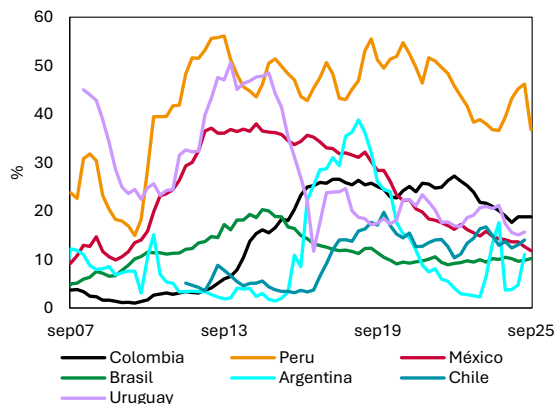
Fuente: BanRep.

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.

** Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

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



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.

Los fondos mutuos lideraron las compras de los inversionistas extranjeros desde la última reunión de la JDBR, por COP 6,1 b (Gráfico A3. 9). Además, los inversionistas clasificados como indexados³² al índice *GBI-EM Global Diversified*³³ realizaron compras por COP 5,7 b desde la última reunión de la JDBR³⁴, mientras que los no-indexados realizaron ventas netas por COP 30 mm (Gráfico A3.10).

Gráfico A3.9. Flujos netos acumulados por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (COP mm)

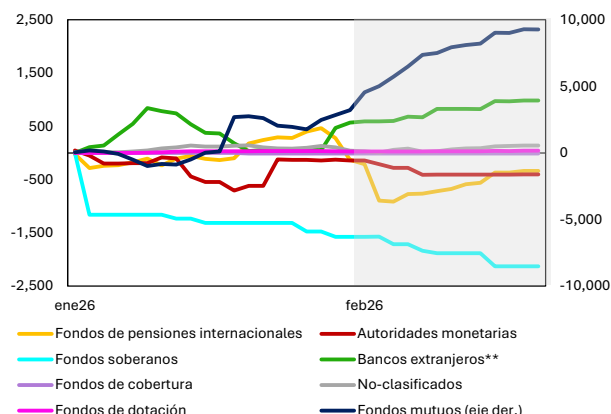
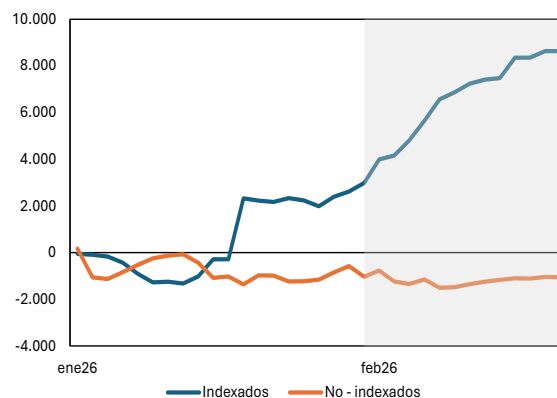


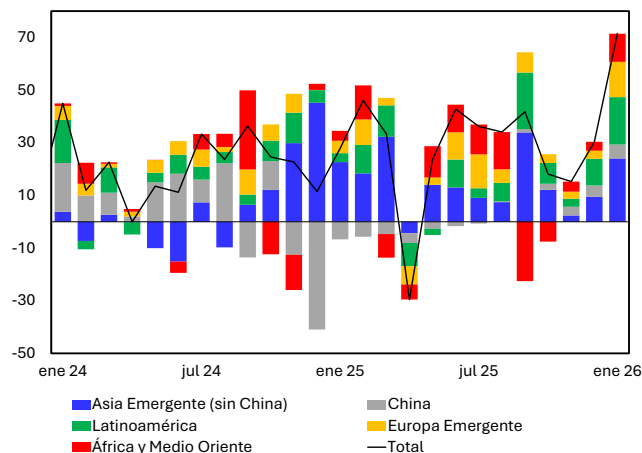
Gráfico A3.10. Flujos netos acumulados de inversionistas extranjeros clasificados como indexados y no indexados al índice *GBI-EM Global Diversified* en el mercado de contado de TES (COP mm)



Fuente: BanRep. **Nota:** Los fondos de dotación corresponden a las organizaciones sin ánimo de lucro de otros países, como las fundaciones o universidades, que realizan inversiones en TES. **Fuente:** BanRep. **Nota:** Clasificación basada en [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#). ** Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

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

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



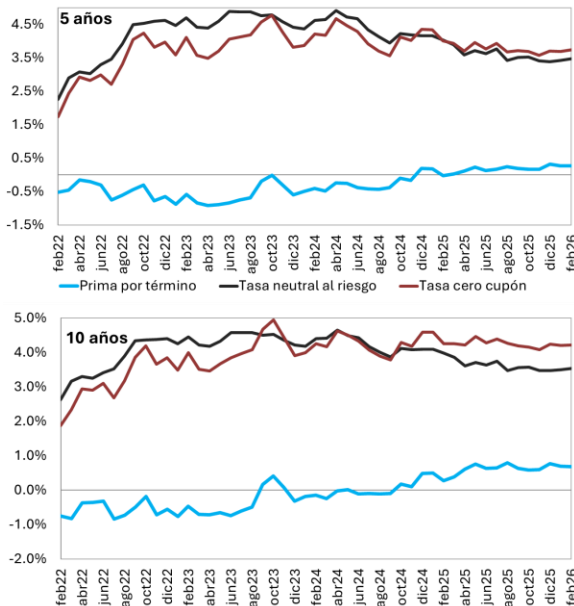
Fuente: IIF.

³² La clasificación se basa en la metodología propuesta por [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#), en la cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

³³ 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

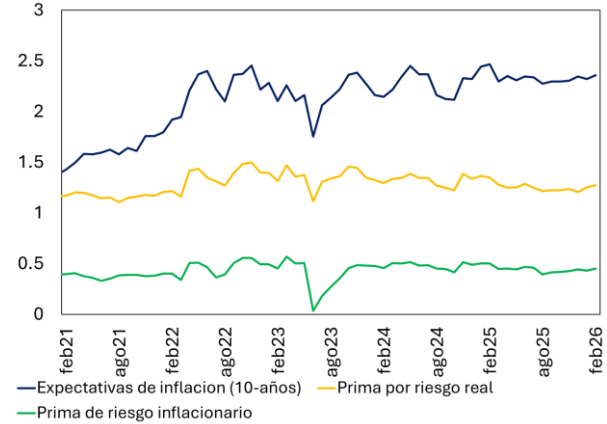
³⁴ Esta metodología permite clasificar a los administradores de fondos que invierten en TES; sin embargo, no controla por movimientos específicos o discrecionales que puedan presentarse en determinados fondos gestionados por un administrador.

Gráfico A4.2. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

Gráfico A4.3. Expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionaria y real a 10 años en EE. UU. (porcentaje)



Fuente: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

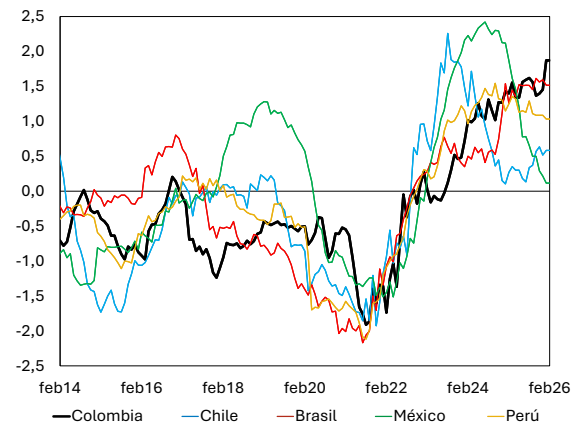
Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
Países desarrollados				
2feb26	Banco de la Reserva de Australia	25	25	3,85%
4feb26	Banco Central de Islandia	0	-	7,25%
5feb26	Banco de Inglaterra	0	0	3,75%
5feb26	Banco Central Europeo	0	0	2,00% / 2,15% / 2,40% *
17feb26	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	0	0	2,25%
Países emergentes/frontera				
3feb26	Banco Central de Armenia	0	-	6,50%
4feb26	Banco Nacional de Polonia	0	0	4,00%
5feb26	Banco Nacional Checo	0	0	3,50%
5feb26	Banco de México	0	0	7,00%
5feb26	Banco de la Reserva de la India	0	0	5,25%
9feb26	Banco de Uganda	0	-	9,75%
10feb26	Banco Central de Kenia	-25	-25	8,75%
11feb26	Banco Nacional de Georgia	0	-	8,00%
11feb26	Banco de Zambia	-75	-	13,50%
11feb26	Banco de Mauricio	0	-	4,50%
11feb26	Banco Central de Túnez	0	-	7,00%
12feb26	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
12feb26	Banco Central de Egipto	-100	-100	19,00%
12feb26	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	4,25%
13feb26	Banco de Rusia	-50	0	15,50%
17feb26	Banco Nacional de Rumania	0	0	6,50%
17feb26	Banco de Guatemala	-25	-	3,50%
18feb26	Banco de Namibia	0	-	6,50%
19feb26	Banco Central de Filipinas	-25	-25	4,25%
19feb26	Banco de Indonesia	0	0	4,75%

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

Fuente: Bloomberg

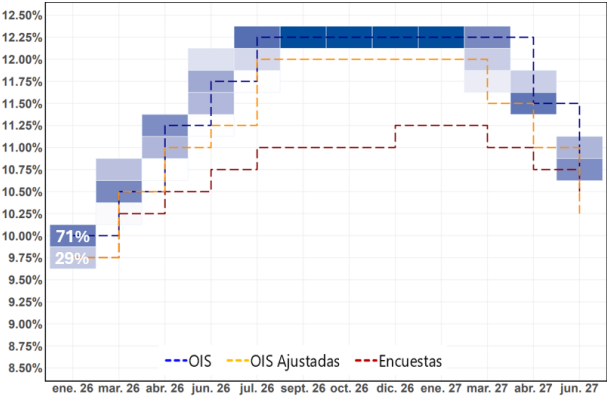
Gráfico A5.1. Tasas reales de los países de la región
(desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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

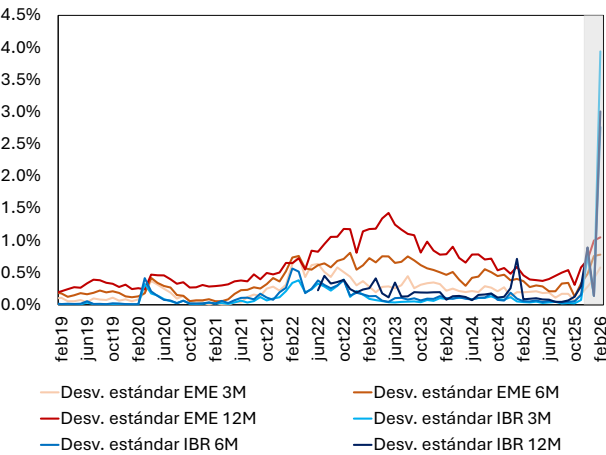
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación

Cuadro A6.1. 23 de enero de 2026



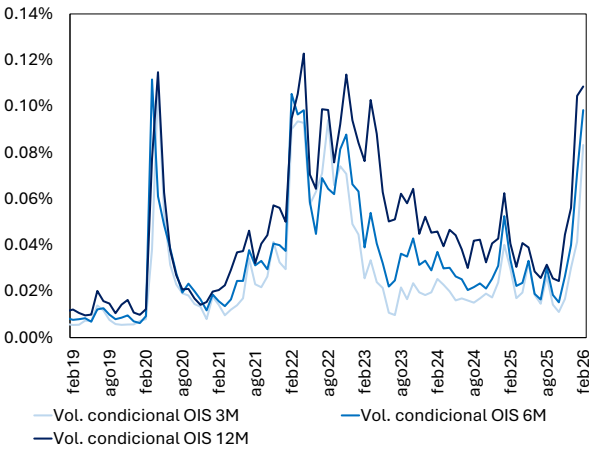
Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.

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



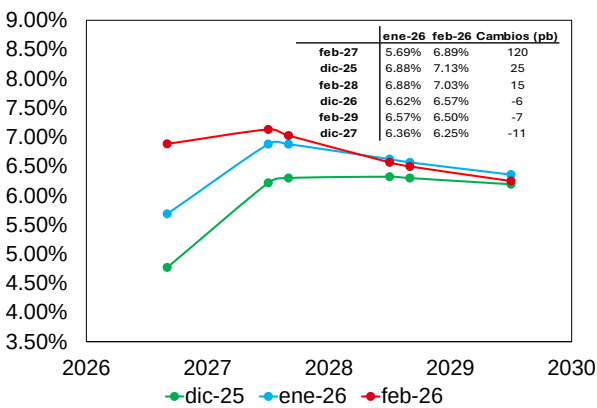
Fuente y Cálculos: BanRep.

A6.3. Volatilidad condicional de las tasas OIS



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

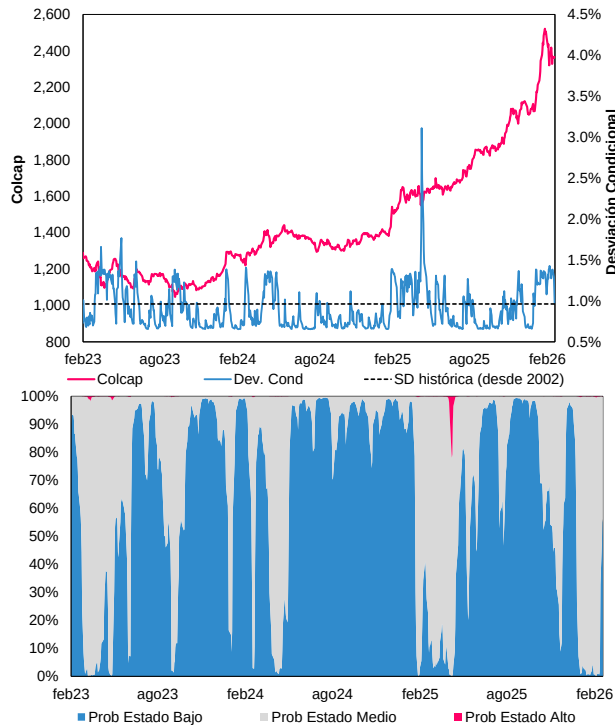
Gráfico A6.4. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



Fuente y Cálculos: Precia.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

Tabla A7.2. Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	ene26	feb26	ene26	feb26
Aumentará	74.1%	75.0%	8.3%	11.1%
Sin cambios	22.2%	21.4%	29.2%	29.6%
Disminuirá	3.7%	3.6%	33.3%	29.6%
No aplica			29.2%	29.6%

Fuente: EOF, **Cálculos:** BanRep. Los porcentajes más altos se encuentran en color verde y los más bajos en color azul. Las columnas "Duración del portafolio" contienen el porcentaje de encuestados que eligió cada opción respecto a la dinámica esperada del portafolio que administra en los próximos tres meses.

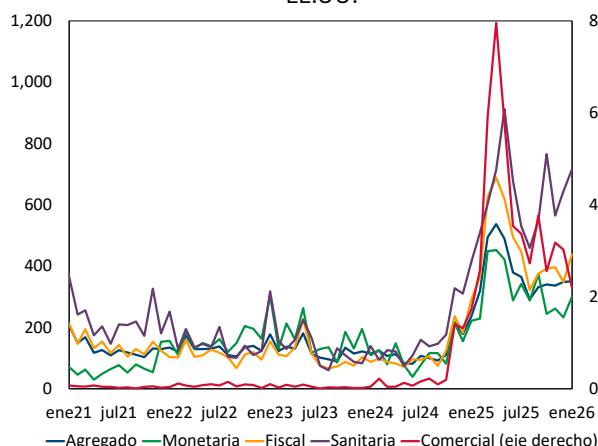
Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

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
dic25	348	233	348	644	3027	352	736	106	303	375	131
ene26	350	300	438	715	2205	372	743	94	268	458	222
Var.	2	67	90	71	-822	20	7	-12	-36	83	91

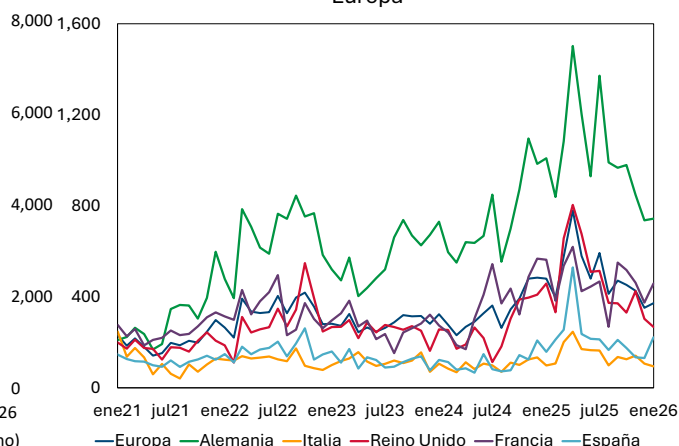
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

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 Diciembre 2025			Esperada a Diciembre 2026		Vigente	Esperada a Diciembre 2026		Ultimos datos publicados		Esperada a Diciembre 2026	
	Esp.	Obs.	Spread	Ene. 26	Feb. 26		Ene. 26	Feb. 26	Esp.	Obs.	Ene. 26	Feb. 26
Colombia	5.40%	5.35%	2.35%	6.45%	6.45%	10.25%	11.25%	11.75%	2.80%	2.30%	2.80%	2.75%
Chile	2.76%	2.80%	-0.20%	3.00%	3.00%	4.50%	4.25%	4.25%	1.80%	1.60%	2.50%	2.60%
México	3.82%	3.79%	0.79%	3.80%	3.90%	7.00%	6.49%	6.48%	1.60%	1.79%	1.30%	1.30%
Perú	1.70%	1.70%	-0.30%	2.20%	2.20%	4.25%	4.07%	4.09%	3.00%	3.20%	2.90%	2.90%
Brasil	4.43%	4.44%	1.44%	4.00%	3.91%	15.00%	12.25%	12.13%	1.70%	1.82%	1.80%	1.82%
Ecuador	n.d.	2.44%	0.44%	1.90%	1.90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.40%	2.10%	2.10%
Argentina	31.80%	32.40%	n.d.	19.70%	20.60%	29.00%	18.46%	19.19%	3.50%	3.30%	3.20%	3.20%
EE. UU.	2.50%	2.40%	0.40%	2.70%	2.64%	3.5% - 3.75%	3.26%	3.25%	2.80%	1.40%	2.40%	2.41%
India	2.77%	2.75%	-1.25%	3.80%	3.80%	5.25%	5.25%	5.25%	7.35%	8.23%	6.60%	6.60%
Sudáfrica	3.40%	3.50%	-1.00%	3.30%	3.27%	6.75%	6.15%	6.21%	1.80%	2.10%	1.60%	1.60%
China	0.40%	0.20%	-2.80%	0.80%	0.90%	1.40%	1.20%	1.22%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
Rusia	6.45%	6.00%	2.00%	5.50%	5.35%	15.50%	12.60%	12.46%	0.60%	0.60%	1.00%	0.90%
Turquía	29.96%	30.65%	25.65%	25.60%	25.80%	37.00%	28.43%	28.97%	4.15%	3.66%	3.50%	3.50%
Noruega	3.00%	3.60%	1.60%	2.33%	2.40%	4.00%	3.54%	3.54%	0.40%	0.40%	1.50%	1.50%
Costa Rica	n.d.	-2.53%	-5.53%	1.60%	1.40%	3.25%	3.38%	3.32%	n.d.	5.20%	3.60%	3.60%
El Salvador	n.d.	0.65%	-2.65%	1.50%	1.50%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	5.00%	2.60%	2.70%
Guatemala	n.d.	0.96%	-3.04%	3.00%	3.10%	3.50%	3.25%	3.25%	n.d.	4.30%	3.60%	3.60%
Honduras	n.d.	4.20%	-0.80%	4.20%	4.10%	5.75%	5.44%	5.38%	n.d.	3.50%	3.30%	3.40%
Panamá	n.d.	-0.40%	-2.40%	1.50%	1.40%	n.d.	7.77%	7.77%	n.d.	5.20%	4.00%	4.00%
Paraguay	n.d.	2.70%	-1.30%	3.40%	3.40%	5.50%	5.60%	5.60%	n.d.	10.30%	3.90%	3.90%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 24 febrero 2026.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 20 de febrero.

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

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

India: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de marzo.

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.

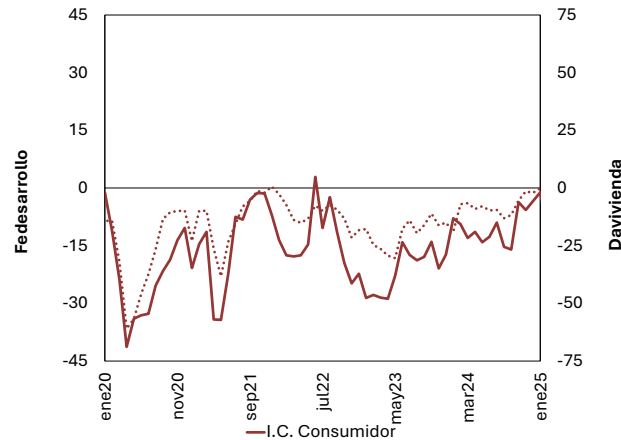
* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 3T25, excepto, Panamá, cuya información corresponde al 2T25, y Colombia, México, y Honduras, cuya información corresponde al 3T25.

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

*** El spread se calcula como la diferencia entre la inflación observada y objetivo.

Anexo 10. Índices de confianza

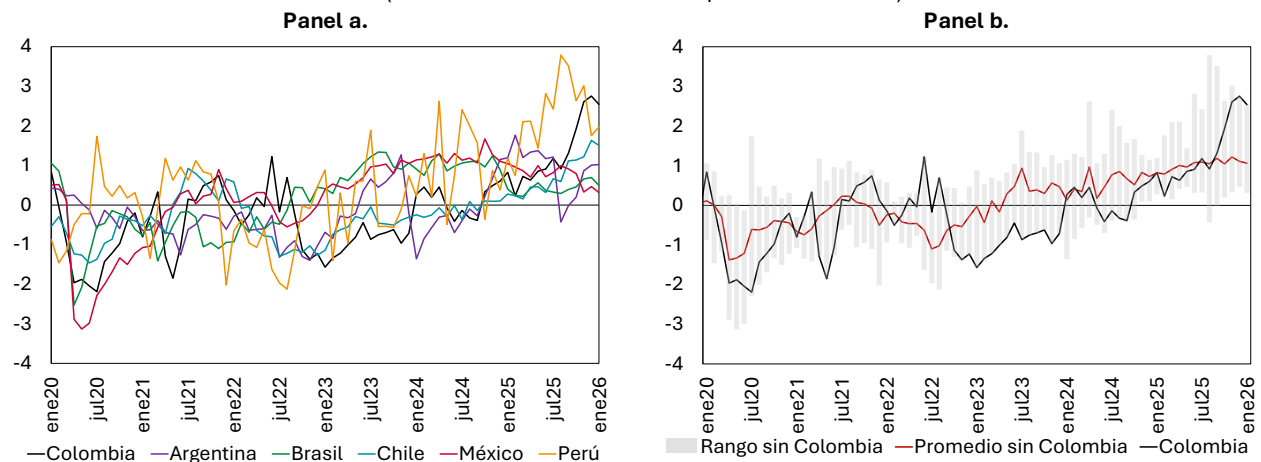
Gráfico A10. 1. Índices de confianza en Colombia



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

El indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo disminuyó respecto al mes anterior, ubicándose en 18,2% en enero frente al 19,9% registrado en diciembre. Evidenció una desmejora en el índice de condiciones económicas, y una mejora en el índice de expectativas del consumidor. Por otro lado, el indicador de confianza del consumidor de Davivienda pasó de -3,9% a -5,9%.

Gráfico A10.2. Índices de confianza de Latinoamérica*
(desviaciones estándar con respecto a la media**)



Fuentes: INEGI³⁵, FGV³⁶, 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 Gráfico A10.2. ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Este indicador presentó reducciones durante enero para Brasil, Chile, Colombia y México. Por otro lado, Argentina y Perú presentaron un aumento. Todos los indicadores se encuentran por encima de su media histórica.

³⁵ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

³⁶ Instituto Brasileiro de Economía.

Anexo 11. Inflación mensual sin alimentos, SAR y expectativas

Gráfico A. 11. Inflación mensual sin alimentos y expectativas (EME)

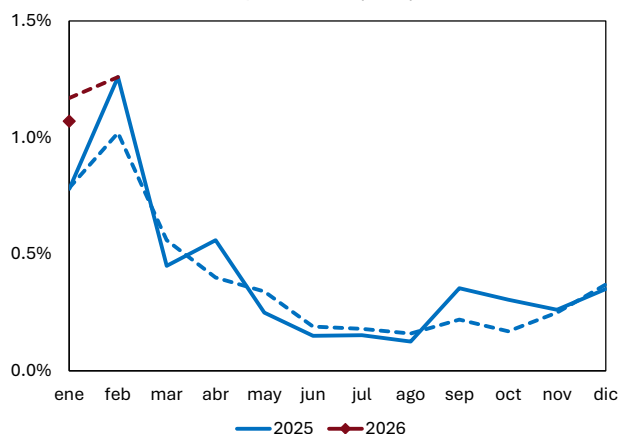
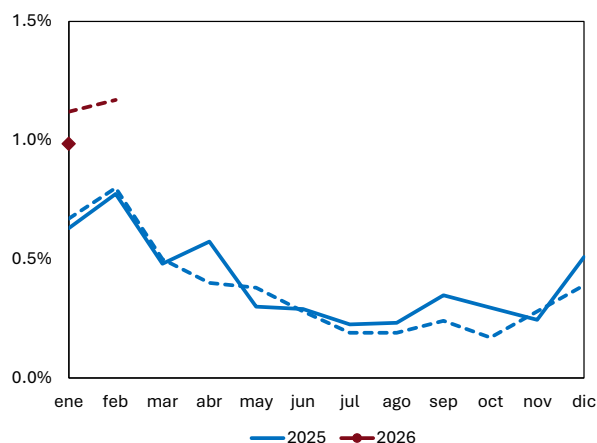


Gráfico A. 11.1. Inflación mensual SAR y expectativas (EME)



Fuente: BanRep. Las líneas sólidas muestran la inflación mensual observada y las punteadas la esperada para el mismo mes. No se cuenta con expectativas SAR para periodos anteriores a junio de 2024.

En enero, la inflación sin alimentos se ubicó en 1,07% m/m, levemente por debajo del pronóstico de los analistas encuestados por la EME (1,17%) y ubicándose por encima del dato de enero de 2025 (0,78%)³⁷. De la misma manera, la inflación SAR se situó en 0,99%, por debajo de lo esperado (1,12%) y por encima del dato de 2025 (0,63%)³⁸. Para febrero, los analistas proyectan que la inflación sin alimentos se ubique en 1,26% m/m, lo que representaría un nivel igual al de febrero de 2025 (1,26%), y proyectan que la medida SAR se ubicaría en 1,17% lo que la posicionaría por encima de lo registrado en 2025 (0,77%) (Gráfico A 11 y A 11.1).

³⁷ Y se mantuvo por debajo del registro de 2023 (1,61%) y levemente por encima de 2024 (1,02%).

³⁸ Y se mantuvo por debajo del registro de 2023 (1,33%) y por encima de 2024 (0,75%).