



# Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales

---



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

VERSIÓN PÚBLICA

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



**Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales**

**Bogotá, D.C, 30 de mayo de 2025**

## DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

### CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS .....	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas .....	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana .....	11
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona .....	18
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región 19	
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO .....	20
2.1.	Expectativas de TPM .....	20
2.2.	Expectativas de crecimiento económico .....	25
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO .....	25
4.	RECUADROS/ANEXOS.....	28
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros .....	28
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local .....	33
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local .....	35
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región .....	38
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos .....	40
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación .....	41
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes .....	42
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional .....	42
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países .....	43

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

- Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las medidas de expectativas de inflación de corto plazo provenientes tanto de los mercados financieros como las encuestas aumentaron. Ambas fuentes de información anticipan que la inflación se mantendría por encima de la meta de 3% durante los próximos dos años (Cuadro 1).
- Las expectativas de la Tasa de Política Monetaria (TPM) provenientes del mercado y de encuestas están divididas entre la posibilidad de que esta se mantenga inalterada en la reunión de junio (probabilidad de 63%, según el mercado OIS) y un recorte de 25 puntos básicos (pb, probabilidad de 37%). Además, las expectativas de la TPM señalan recortes más moderados en las próximas reuniones de manera que, para finales de 2025, el mercado estima que la TPM se situará en 8,75% (ant: 8,25%), mientras que las encuestas la proyectan en 8,25% (ant: 8,00%).
- Los títulos de deuda pública colombiana (TES) se desvalorizaron, en línea con los títulos de renta fija a nivel global. Esta dinámica se dio en un contexto de mayor incertidumbre fiscal y de una corrección al alza de las expectativas de política monetaria en EE. UU.
- Los inversionistas extranjeros mantuvieron su tendencia compradora en los mercados de contado y a futuro de TES. A su vez, los fondos de pensiones y cesantías (FPC) frenaron su reciente tendencia vendedora, mientras que las sociedades fiduciarias lideraron la demanda de TES en pesos. Por su parte, los bancos siguieron comprando y se posicionaron como el segundo mayor tenedor, con el 17,5% del total.

**Cuadro 1.** Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado												Expectativas de encuestas											
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		Total (otras encuestas)			Total (BanRep)			SAR (BanRep)					
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-26	2 años	dic-26	2 años	1 año	2 años	dic-25	1 año	dic-26	dic-25	1 año	dic-26	2 años	dic-25	1 año	dic-26	2 años	
abr-25	4,78%	4,57%	4,88%	5,22%	3,63%	3,62%	4,37%	4,36%	3,60%	3,60%	4,22%	4,10%	4,50%	3,95%	3,69%	4,50%	3,90%	3,72%	3,50%	4,19%	3,73%	3,59%	3,34%	
may-25	5,03%	4,67%	5,24%	5,24%	3,66%	3,67%	4,43%	4,30%	3,69%	3,68%	4,10%	4,04%	4,80%	3,95%	3,77%	4,80%	3,95%	3,76%	3,50%	4,32%	3,90%	3,66%	3,38%	
Variación (pb)	25	10	36	2	2	5	6	-6	9	8	-12	-6	30	0	8	30	5	4	0	13	17	7	4	

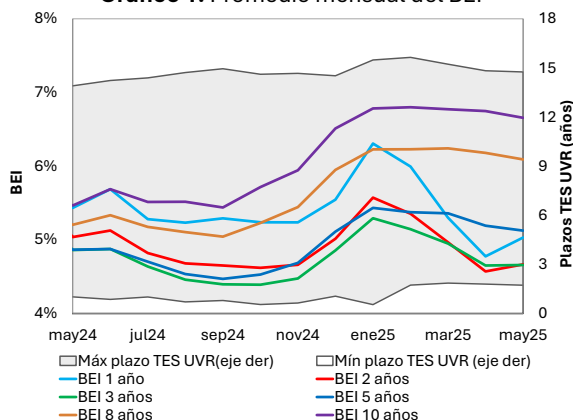
Las expectativas de mercado se presentan como un promedio del mes. La expectativa de otras encuestas a diciembre de 2025 y 2026 corresponde a un promedio de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citi, y a un año corresponde a la EOF. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados.

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

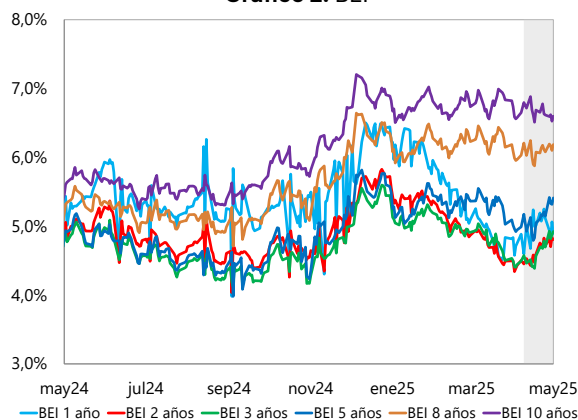
La inflación implícita en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation*, BEI), calculada con tasas promedio, aumentó en el corto plazo y presentó leves variaciones para los demás plazos. Con información hasta el 22 de mayo, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó en promedio 25 puntos básicos (pb) a 5,03% para el plazo de un año, se mantuvo estable alrededor de 4,66% para el plazo de cinco años, y disminuyó 9 pb a 6,66% para el plazo a diez años (Gráfico 1). Por otro lado, al comparar las tasas del 22 de mayo con las tasas observadas el 30 de abril, se observan aumentos para el corto y mediano plazo, y reducciones para el largo plazo (Cuadro 2 y Gráfico 2).



**Gráfico 1. Promedio mensual del BEI**



**Gráfico 2. BEI**



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

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

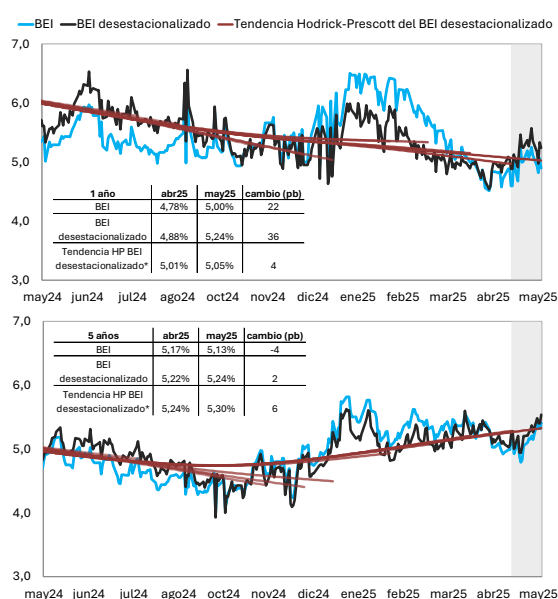
	Punto a punto (plazo en años)											
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
30abr25	9,26%	9,89%	10,43%	11,32%	12,27%	12,73%	4,66%	5,44%	5,86%	6,15%	6,06%	5,93%
22may25	9,18%	9,97%	10,61%	11,55%	12,40%	12,75%	4,28%	5,17%	5,69%	6,13%	6,21%	6,15%
	Variaciones (pb)											
	-8	9	18	22	12	2	-38	-27	-17	-1	15	22
Var. BEI	30	35	35	24	-2	-20						
BEI	4,90%	4,80%	4,92%	5,41%	6,19%	6,60%						

	Promedios mensuales											
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
abr25	9,25%	9,88%	10,43%	11,32%	12,27%	12,72%	4,47%	5,32%	5,79%	6,14%	6,09%	5,98%
may25*	9,11%	9,81%	10,40%	11,31%	12,25%	12,68%	4,08%	5,14%	5,74%	6,19%	6,16%	6,02%
	Variaciones (pb)											
	-14	-7	-3	0	-2	-5	-39	-17	-5	5	6	4
Var. BEI	25	10	1	-6	-8	-9						
BEI	5,03%	4,67%	4,66%	5,12%	6,09%	6,66%						

\*Información disponible al 22 de mayo de 2025.

**Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado**



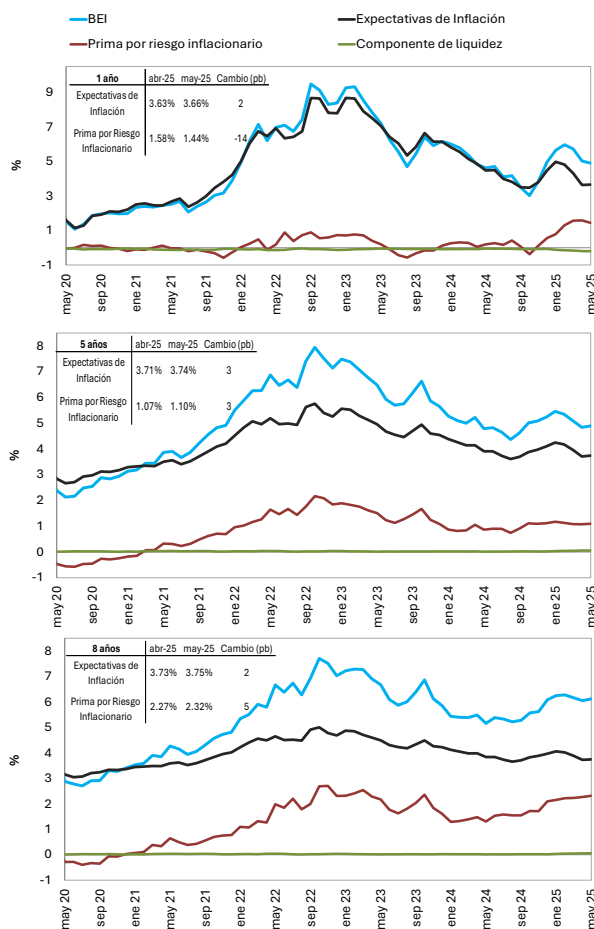
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

\*El dato de la tendencia del 31 de marzo se estimó con datos hasta esa fecha. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

Al ajustar el BEI por estacionalidad, también se observa el aumento de las expectativas de inflación a doce meses. Por su parte, la tendencia del BEI ajustado estacionalmente refleja un nivel similar al observado el mes previo. Con el fin de controlar por la estacionalidad de los TES denominados en UVR a inicio y fin de cada año (periodos en los que estos títulos suelen presentar mayores valorizaciones producto de las inflaciones mensuales altas), el Gráfico 3 presenta los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Además, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (estimada mediante un filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo que permite observar el ajuste de la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado promedio aumentó a 5,24% para el plazo de un año (ant: 4,88%) y se mantuvo estable alrededor de 5,24% para el plazo de cinco años (ant: 5,22%). Por su parte, la tendencia promedio se mantuvo relativamente estable para los plazos de uno (obs: 5,05%; ant: 5,01%) y cinco años (obs: 5,30%; ant: 5,24%).

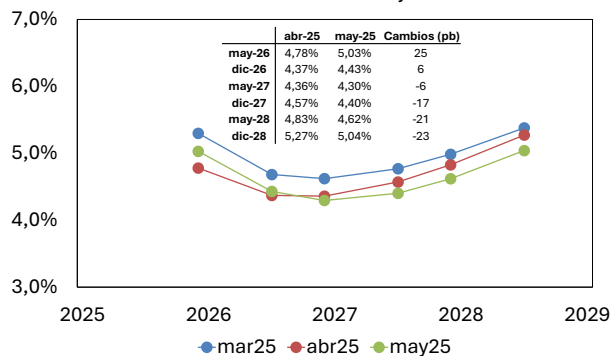
**El componente de expectativas de inflación del BEI se mantuvo estable y se ubica en 3,66% a un horizonte de un año.** Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también la incertidumbre sobre estas expectativas y algunas potenciales fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI<sup>1</sup> para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los TES UVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 3,66% (ant: 3,64%), 3,74% (ant: 3,71%) y 3,75% (ant: 3,73%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

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



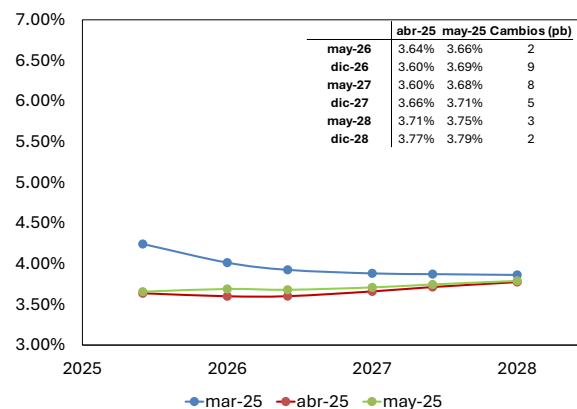
**Fuentes:** Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 4,50% (ant: 5,00%), 4,90% (ant: 4,82%) y 6,66% (ant: 6,61%) para los plazos de 1, 5 y 10 años, respectivamente.

**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.

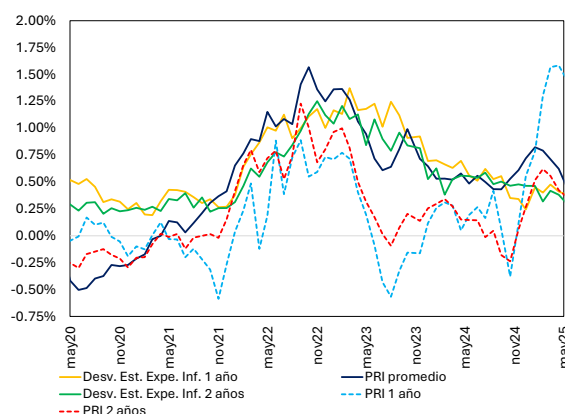
**De acuerdo con los Forward Break-Even Inflation (FBEL) ajustados por primas, las expectativas de inflación señalan estabilidad para los próximos dos años.** Para calcular las expectativas de

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

inflación anual a 12 y 24 meses, así como al cierre de los próximos tres años<sup>2</sup>, y considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para los meses de mayo y diciembre de 2026, 2027 y 2028 mediante la curva FBEI, las cuales se ubican en 5,03%, 4,43%, 4,30%, 4,40%, 4,62% y 5,04%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 3,66%, 3,69%, 3,68%, 3,71%, 3,75% y 3,79% para los mismos plazos.

**Las primas por riesgo inflacionario (PRI) de corto plazo disminuyeron, al igual que lo hizo la desviación estándar de las expectativas de inflación a uno y dos años.** Las PRI variaron -14 pb, -7 pb, +3 pb y +5 pb para los plazos de 1, 2, 5 y 8 años, y se ubicaron en 1,44%, 0,36%, 1,10% y 2,32%, en su orden. Por su parte la dispersión de las expectativas de inflación a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep disminuyeron y se ubicaron en 0,38% y 0,29%, respectivamente (ant: 0,41% y 0,38%, Gráfico 6). El alto nivel de las PRI podría estar asociado a la incertidumbre en el frente fiscal local y la posible incidencia de la política comercial de EE. UU. sobre la inflación a nivel global (Gráfico A4.5)<sup>3</sup>.

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



Fuente: BanRep.

**Las expectativas de inflación obtenidas tanto del BEI ajustado por primas como de la EME continúan indicando que, para los horizontes de 1 y 2 años, la inflación tiene una mayor probabilidad de ubicarse en el rango entre 3% y 4%. En términos generales, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren en el rango del 2% al 3% disminuyó. La probabilidad de que las expectativas de inflación del BEI ajustado se sitúen por encima del 4% aumentó para los horizontes de 1 y 2 años.** Empleando la distribución del BEI ajustado por primas y ajustando una distribución a las respuestas de la EME, se estima que la probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año se encuentre dentro del rango del 3% al 4% es de 71,2% (ant: 68,7%) y de 58,9% (ant: 60,0%), respectivamente (Gráfico 7.1 y 7.2)<sup>4</sup>. Para el horizonte de dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren dentro de este rango son del 94,7% (ant: 97,2%) y del 88,57% (ant: 75,8%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4)<sup>5</sup>. Por su parte, la probabilidad de que las expectativas de inflación a un año se encuentren en el rango de 2% a 3% se ubicaron en 6,8% (ant: 25,9%) y 2,56% (ant: 0,00%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente; y a dos años se ubicaron en 2,72% (ant: 0,00%) y 11,43% (ant: 15,15%).

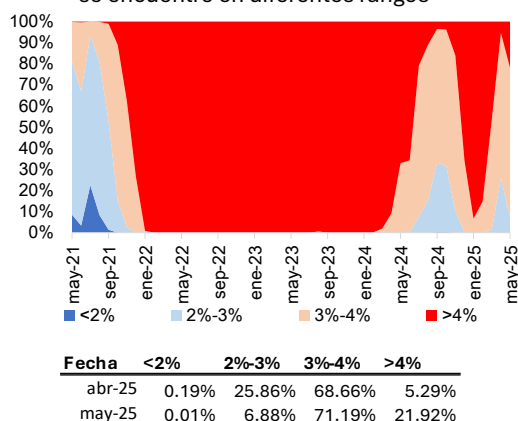
<sup>2</sup> No se estima la expectativa de inflación para fin del presente año dado que el BEI para plazos inferiores a un año puede presentar distorsiones por liquidez.

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

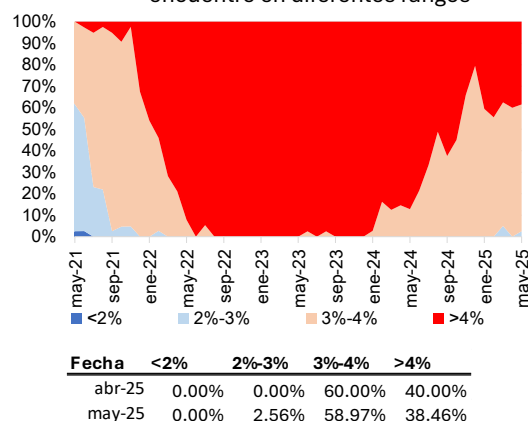
<sup>4</sup> Las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango entre 2,5% y 3,5% para el plazo a un año son 35,7% (ant: 64,8%) y 15,37% (ant: 7,5%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

<sup>5</sup> Las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango entre 2,5% y 3,5% para el plazo a dos años son 17,8% (ant: 73,4%) y 48,5% (ant: 42,4%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

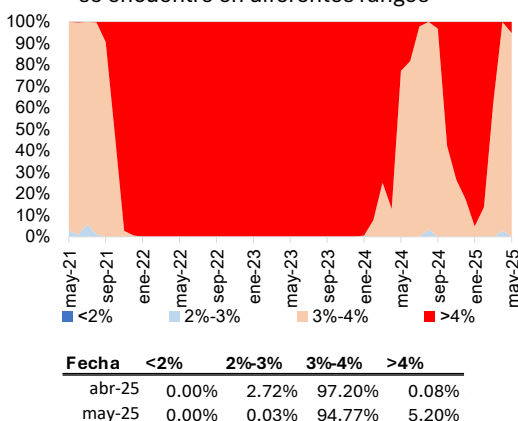
**Gráfico 7.1.** Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año del FBEL ajustado se encuentre en diferentes rangos



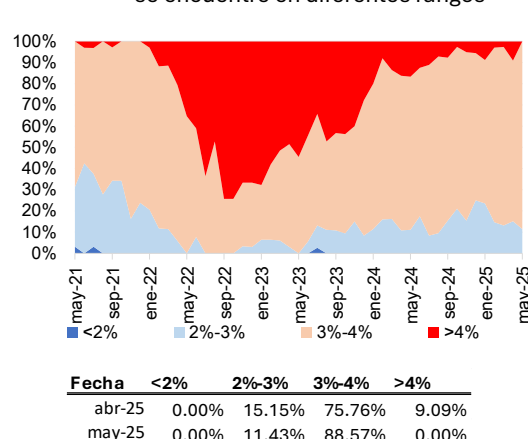
**Gráfico 7.2.** Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año de la EME se encuentre en diferentes rangos



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



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

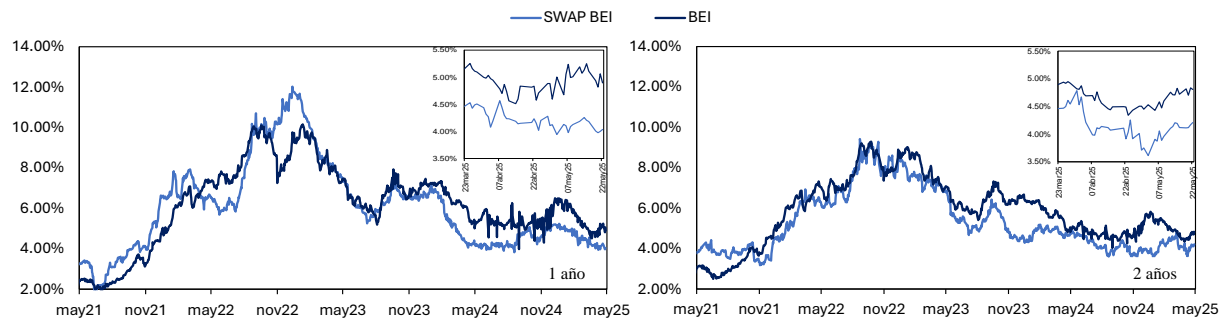


**Fuentes:** BanRep. **Nota:** Para más detalle sobre la metodología ver el Anexo 10 del documento *Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales* de agosto de 2024.

**En contraste, las expectativas de inflación a uno y dos años implícitas en los contratos de derivados presentaron reducciones.** El Gráfico 8 presenta las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps* UVR (*swap* BEI<sup>6</sup>), frente al BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 22 de mayo, los *swaps* BEI promedio mensual a 1 y 2 años variaron -12 pb y -6 pb, y se ubicaron en 4,10% y 4,04% (ant: 4,22% y 4,10%), respectivamente. La medida *forward* del primer al segundo año se mantuvo estable (obs: 3,99%, ant: 3,99%). La disminución en estas medidas podría estar relacionada con la sorpresiva reducción de 25 pb en la TPM, lo que llevó a un ajuste a la baja en las tasas OIS.

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

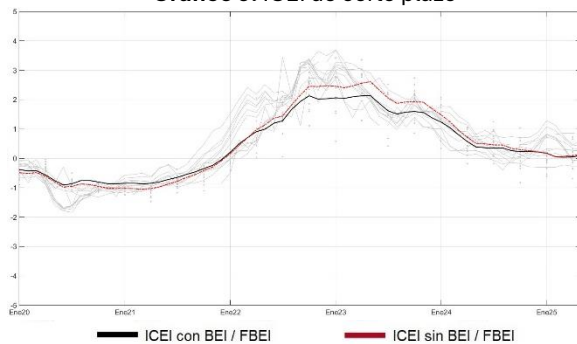
**Gráfico 8. BEI y Swap BEI a 1 y 2 años**



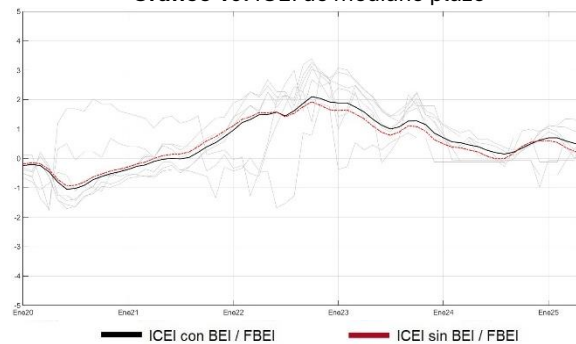
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación<sup>7</sup> (ICEI), que refleja la dinámica común de las expectativas de inflación provenientes del mercado y de encuestas, presentó un leve repunte para el corto plazo, al tiempo que mantuvo la tendencia decreciente para los demás plazos (Gráficos 9 al 12).

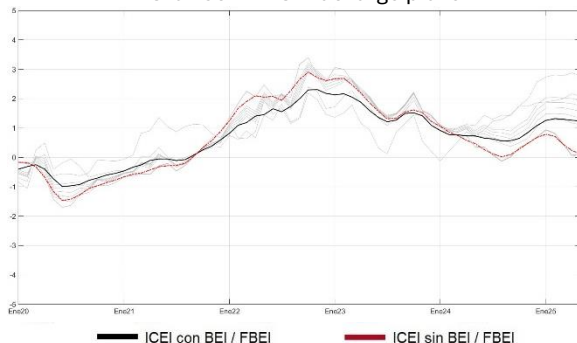
**Gráfico 9. ICEI de corto plazo**



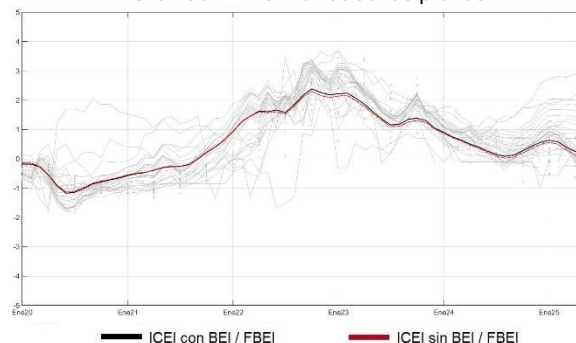
**Gráfico 10. ICEI de mediano plazo**



**Gráfico 11. ICEI de largo plazo**



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



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

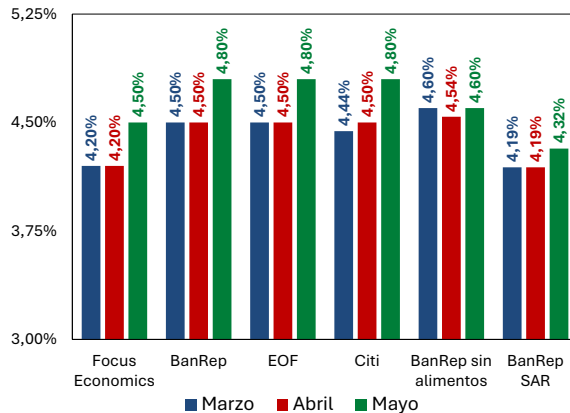
Las expectativas de inflación total y básica, provenientes de encuestas, aumentaron significativamente para el cierre de 2025 y 2026, y se mantuvieron relativamente estables a 12 y 24 meses. El promedio<sup>8</sup> de las encuestas de expectativas de inflación total aumentó frente a lo observado el mes previo para finales de 2025 (obs: 4,80%; ant: 4,50%), 2026 (obs: 3,76%; ant: 3,70%), mientras que a 12 meses (obs: 3,95%; ant: 3,93%) y 24 meses (obs: 3,50%; ant: 3,50%) se mantuvo relativamente estable. Asimismo, la última EME mostró aumentos de las expectativas de

<sup>7</sup> Para la descripción del cálculo de este indicador véase el *Recuadro 1. Indicador común de expectativas de inflación para Colombia*, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de enero de 2022.

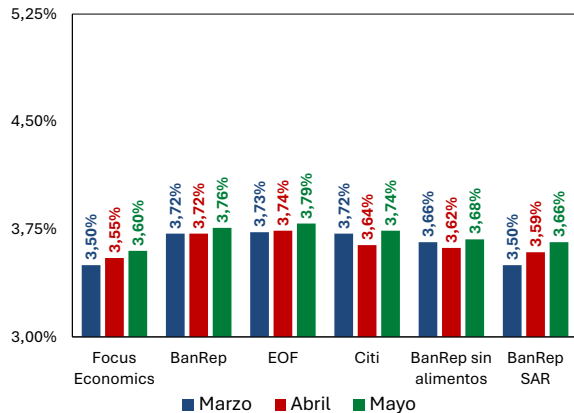
<sup>8</sup> Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2025 aumentó de 4,43% a 4,73%, y para 2026 de 3,66% a 3,72%.

inflación sin alimentos y sin alimentos ni regulados (SAR) para la mayoría de los horizontes (Gráficos 13 al 16).

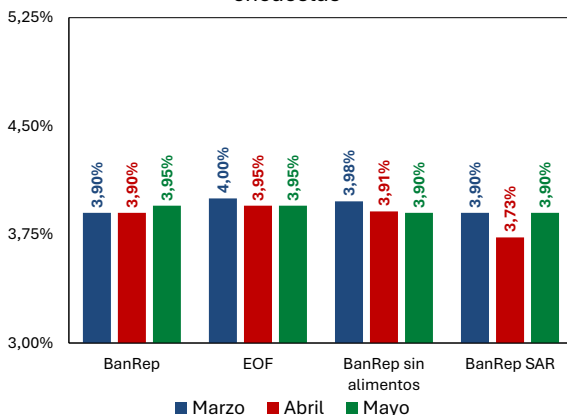
**Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025 según encuestas**



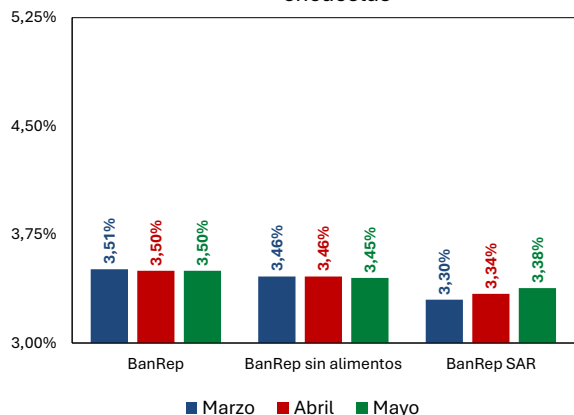
**Gráfico 14. Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas**



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



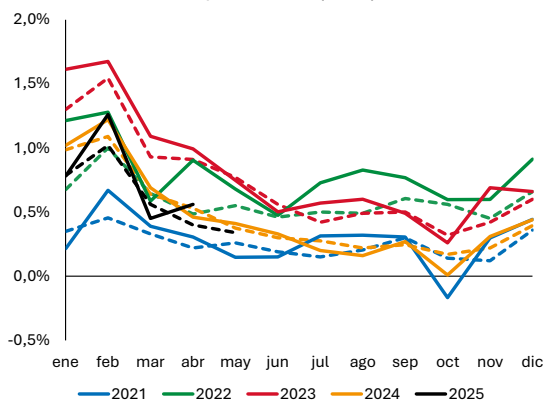
**Gráfico 16. Inflación esperada a 24 meses según encuestas**



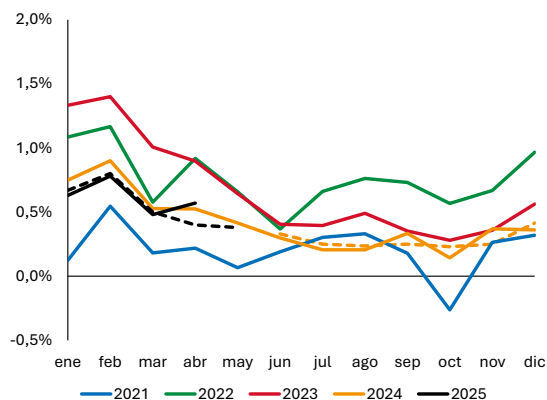
**Fuente:** Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 20 de mayo, con encuestas recolectadas hasta el 18 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 13 de mayo. La EOF se publicó el 21 de mayo con datos recolectados entre el 12 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 27 de mayo.

**En abril, la inflación mensual sin alimentos y SAR se ubicó por encima de lo esperado por el mercado y por encima de lo observado en el mismo mes de 2024. Para mayo, los analistas esperan que ambas medidas de inflación básica se ubiquen por debajo de lo registrado en el mismo periodo de los últimos tres años. La inflación sin alimentos se ubicó en 0,56% m/m en abril, por encima de lo esperado por los analistas encuestados por la EME (0,40%) y del dato registrado en abril de 2024 (0,46%). Asimismo, la inflación SAR se ubicó en 0,57%, por encima de lo esperado (0,40%) y de lo registrado durante el mismo mes de 2024 (0,52%). Para mayo, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos y SAR se ubique en 0,34% y 0,38%, respectivamente, por debajo de los niveles registrados en mayo de 2022, 2023 y 2024 (Gráfico 17).**

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



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



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

**En síntesis, las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros aumentaron, en línea con aquellas provenientes de encuestas. Ambas fuentes de información anticipan que la inflación se mantendría por encima de la meta de 3% durante los próximos dos años.** Este aumento de las expectativas pudo estar asociado con la publicación del dato de inflación de abril (5,16%), el cual se ubicó por encima del dato anterior (5,09%) y de lo esperado por el mercado (5,00%). Por su parte, las expectativas de inflación de largo plazo provenientes del mercado de deuda presentaron leves cambios durante este periodo. Distintos agentes del mercado han manifestado que la postura cautelosa de política monetaria por parte de la JDBR ha contribuido a mantener acotadas las expectativas de inflación en un contexto de deterioro en las métricas fiscales del país.

**Las expectativas de inflación provenientes de encuestas se mantuvieron por encima de las implícitas en el mercado de deuda hasta diciembre de 2026.** A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 3,95% (ant: 3,93%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 3,66% (ant: 3,63%). A 24 meses, la EME indica una expectativa de 3,50% (ant: 3,50%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 3,68% (ant: 3,60%)<sup>9</sup>.

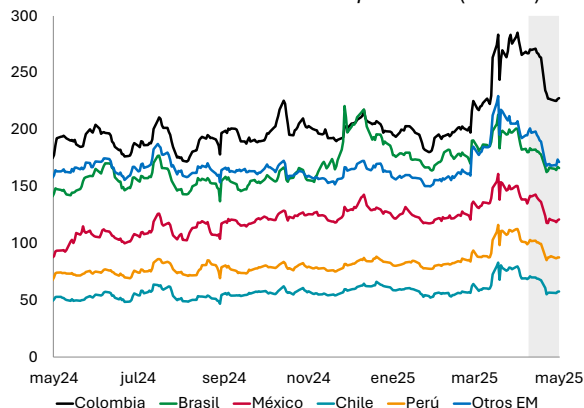
<sup>9</sup> A diciembre de 2026, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,78% (ant: 3,70%), mientras que el FBEI a 2026 neto de primas se ubica en 3,69% (ant: 3,60%) para el mismo plazo.



## 1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

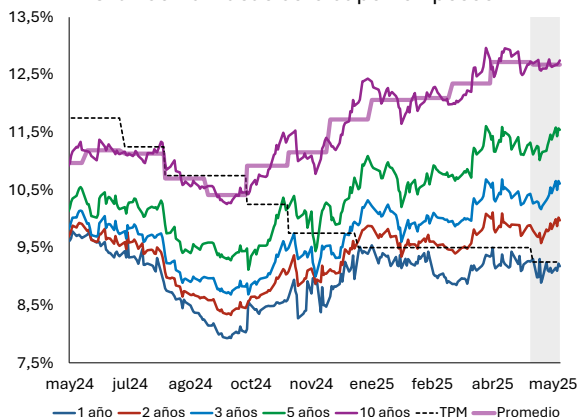
Desde la última reunión de la JDBR, los TES en pesos se desvalorizaron, principalmente los del tramo medio de la curva. Este comportamiento estuvo en línea con la tendencia de desvalorizaciones de la deuda pública a nivel global, ante la mayor incertidumbre fiscal en EE. UU, y la corrección al alza de las expectativas de política monetaria, la cual se explica principalmente por la menor percepción de riesgo internacional luego de que disminuyeran las tensiones en el frente comercial<sup>10</sup>. A nivel local, las desvalorizaciones del tramo corto pudieron estar asociadas con la publicación del dato de inflación de abril, mientras que las del tramo medio pudieron explicarse por la mayor oferta de títulos de este tramo de la curva por parte del Gobierno<sup>11</sup> (Gráficos 19 al 21).

Gráfico 19. Credit Default Swaps Latam (5 años)



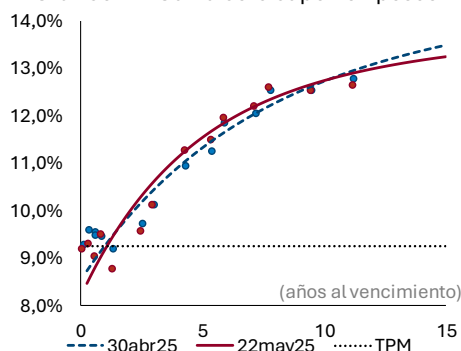
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

Gráfico 20. Tasas cero cupón en pesos



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

Gráfico 21. Curva cero cupón en pesos



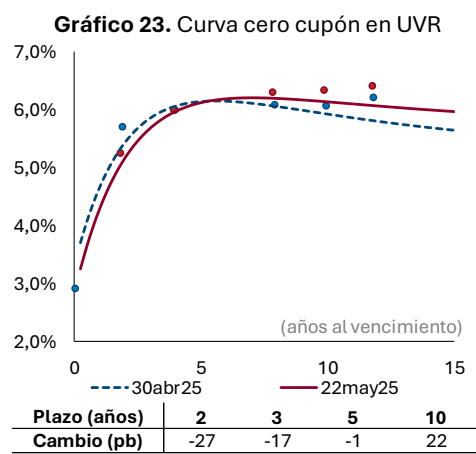
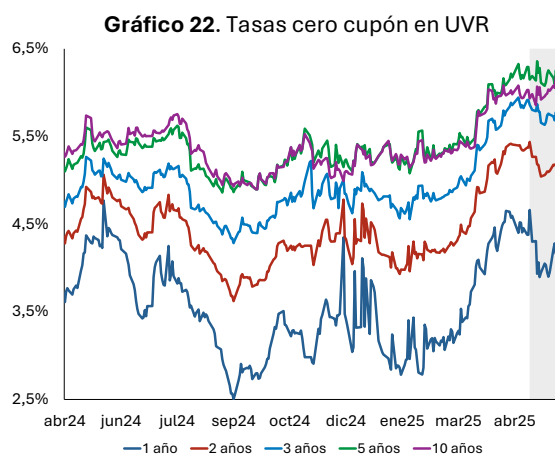
Plazo (años)	2	3	5	10
Cambio (pb)	9	18	22	2

Por su parte, la curva de TES denominados en UVR se empujó por valorizaciones de los títulos del tramo corto y desvalorizaciones del tramo largo. Las valorizaciones del corto plazo respondieron a la publicación del dato de inflación de abril, mientras que las desvalorizaciones del tramo largo estuvieron en línea con el entorno desfavorable para la renta fija a nivel internacional (Gráficos 22 y 23).

<sup>10</sup> Durante este periodo, el CDS a cinco años disminuyó 39 pb en Colombia, 17 pb en México, 14 pb en Brasil, 13 pb en Perú y 12 pb en Chile. Por su parte, el CDS de una muestra de países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) disminuyó 27 pb.

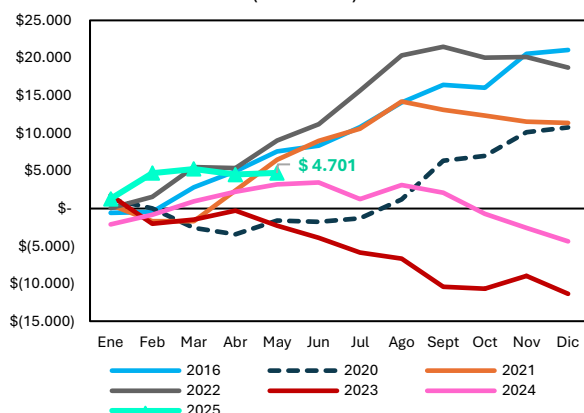
<sup>11</sup> En línea con el anuncio hecho en meses pasados por parte del director de Crédito Público, Javier Cuellar, el Ministerio de Hacienda (MHCP) aumentó el monto colocado en las subastas primarias de TES, especialmente en los títulos con vencimiento en 2029. Así, mientras que en la última semana de abril se emitieron COP 582,8 mm y COP 468,5 mm en TES con vencimiento en 2029 y 2040, respectivamente, en la segunda semana de mayo el monto emitido de TES con vencimiento en 2029 aumentó a COP 979,5 mm, mientras que para las referencias con vencimiento en 2033 y 2040 se subastaron COP 192,4 mm y COP 215,5 mm, respectivamente. Por otro lado, el 20 de mayo el MHCP realizó un canje de deuda que consistió en la entrega de COP 2,7 b en TES con vencimiento en 2029 a cambio de títulos con vencimiento en 2025 y 2026.





Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 22 de mayo, los inversionistas extranjeros compraron TES denominados en pesos por COP 362 miles de millones (mm), principalmente en referencias del tramo medio de la curva (COP 804 mm)<sup>12</sup>. En mayo pasaron de ser el segundo al tercer grupo de mayores de tenedores de estos títulos (17,1% del total de TES en circulación, Gráfico 25). En TES denominados en UVR, vendieron en neto COP 165 mm en el mercado de contado, principalmente en el tramo corto (COP 265 mm). De esta manera, en lo corrido del 2025 acumulan compras netas por COP 4,7 billones (b) en el mercado de contado de TES (Gráfico 24).

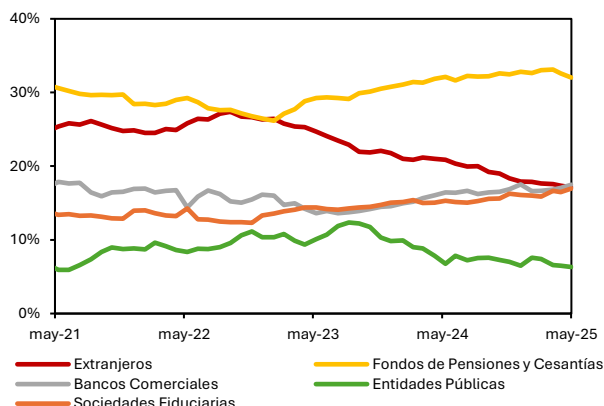
**Gráfico 24. Flujos netos de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)**



Fuente: BanRep.

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

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



Fuente: BanRep.

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

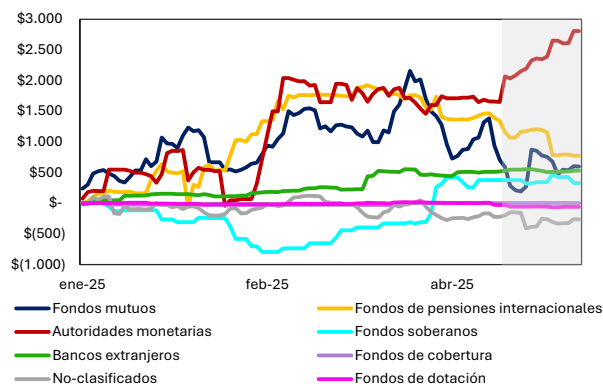
Las autoridades monetarias lideraron las compras de los inversionistas extranjeros en TES, mientras que los fondos de pensiones internacionales revirtieron parcialmente esta tendencia (Gráfico 26)<sup>13</sup>. Desde la última reunión de la JDBR, las autoridades monetarias realizaron compras netas por COP 739 mm, mientras que los fondos de pensiones internacionales vendieron en neto COP 382 mm.

<sup>12</sup> En TES denominados en pesos del tramo corto y largo presentaron flujos netos por COP -304 mm y COP -138 mm, respectivamente.

<sup>13</sup> A mayo de 2025, la participación por tipo de inversionista extranjero dentro del total de tenencias en TES de extranjeros es de 41% para los fondos mutuos, 23% para los fondos de pensiones internacionales, 17% para las autoridades monetarias, 7% para los fondos soberanos, 3% para los bancos extranjeros, 2% para las compañías de seguros internacionales, y 7% para los demás tipos de agentes.

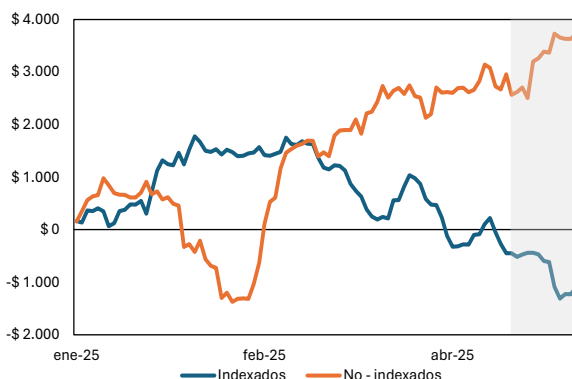
Además, los inversionistas extranjeros clasificados como no-indexados<sup>14</sup> al índice *GBI-EM Global Diversified*<sup>15</sup> lideraron las compras, mientras que los indexados presentaron ventas (Gráfico 27). Los agentes no-indexados realizaron compras netas por COP 832 mm, mientras que los indexados vendieron en neto COP 635 mm desde la última reunión de la JDBR. Las ventas de los agentes indexados durante el periodo podrían estar relacionadas con la incertidumbre internacional. Además, persisten riesgos hacia adelante que podrían presionar a la baja los flujos de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública, entre los que se encuentran la incertidumbre en el frente fiscal local.

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



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

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



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

Por otro lado, los inversionistas extranjeros aumentaron su posición compradora en contratos *Non-Delivery Forward* (NDF) de TES<sup>16</sup>, continuando con la tendencia compradora que vienen presentado desde mediados de 2023. Así, su posición compradora aumentó COP 223 mm desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 28), hasta alcanzar COP 22,6 b el 22 de mayo de 2025. De acuerdo con la información reportada por las contrapartes locales al BanRep, estas compras se concentraron en referencias del tramo corto y largo de la curva de TES en pesos (COP 98 mm y COP 113 mm)<sup>17</sup>. En cuanto a sus contrapartes locales, los bancos comerciales fueron el tipo de entidad con la que concentraron el incremento en su posición compradora durante el periodo (COP 254 mm), seguidos de las corporaciones financieras (COP 94 mm), mientras que con las sociedades comisionistas de bolsas la disminuyeron en COP 124 mm.

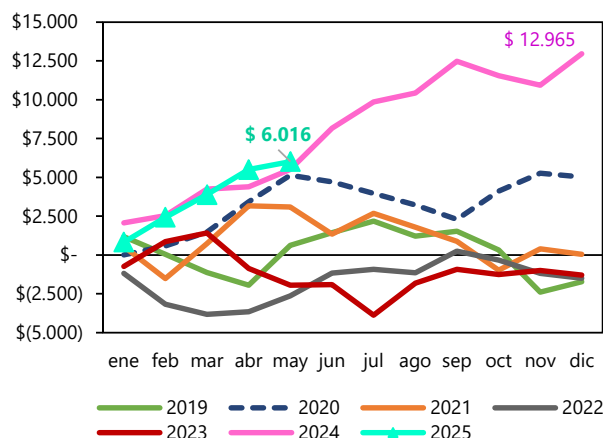
<sup>14</sup> La clasificación se basa en la metodología propuesta por Botero, Murcia y Villamizar (2025), en la cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

<sup>15</sup> Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes. Este índice basa sus cotizaciones en el valor de mercado de los títulos incluidos en la canasta, por lo tanto, las ponderaciones de los emisores incluidos no son constantes a través del tiempo

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

<sup>17</sup> En instrumentos sobre referencias del tramo medio de la curva aumentaron su posición compradora en COP 12 mm.

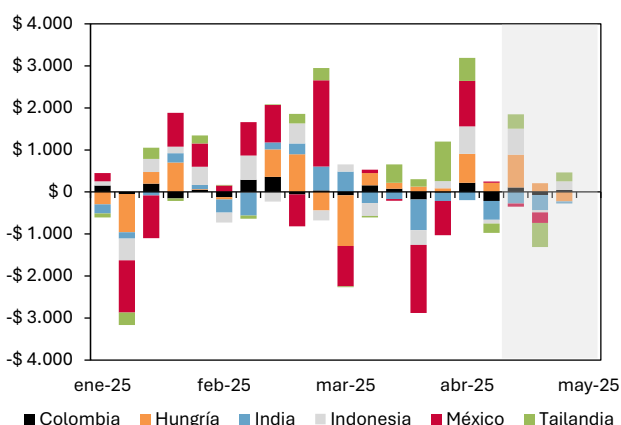
**Gráfico 28.** Posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año (COP mm)



Fuente: Reporte de las entidades locales al BanRep.

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

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

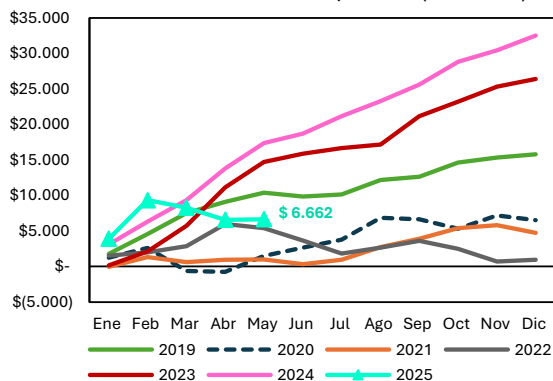


Fuente: IIF y BanRep. La serie de Colombia se calcula con base en la información del Depósito Central de Valores (DCV) de los flujos diarios a valor de mercado de los inversionistas extranjeros en TES, convertidos a dólares con la tasa de cambio del día anterior a la fecha de negociación de cada flujo.

Nota: Esta información es preliminar, ya que el IIF revisa regularmente los flujos para países distintos a Colombia. En el caso de algunos países, como México, existe un rezago en la disponibilidad de datos. Por ejemplo, las ventas registradas en títulos de deuda de México correspondientes al mes de abril se reportaron a finales de mayo.

A nivel global, se observaron flujos de compra de inversionistas extranjeros en títulos de deuda<sup>18</sup> durante mayo, los cuales se han moderado hacia el cierre del mes (Gráfico 29). Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF), desde la última reunión de la JDBR países como Indonesia, Hungría y Colombia han presentado compras netas por USD 767 m, USD 765 m y USD 81 m, respectivamente, mientras que India y México han presentado ventas netas por USD 677 m y USD 325 m.

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



Fuente: BanRep.

en los tramos medio y corto vendieron en neto COP 208 mm y COP 95 mm, en su orden. De esa manera, se mantienen como los principales tenedores de TES (32,0% del total de TES en circulación).

Desde la última reunión de la JDBR, las sociedades fiduciarias han sido los principales compradores de TES denominados en pesos. Durante el periodo, se llevó a cabo un canje de deuda entre el Ministerio de Hacienda y los creadores de mercado por COP 2,7 b, en el cual se

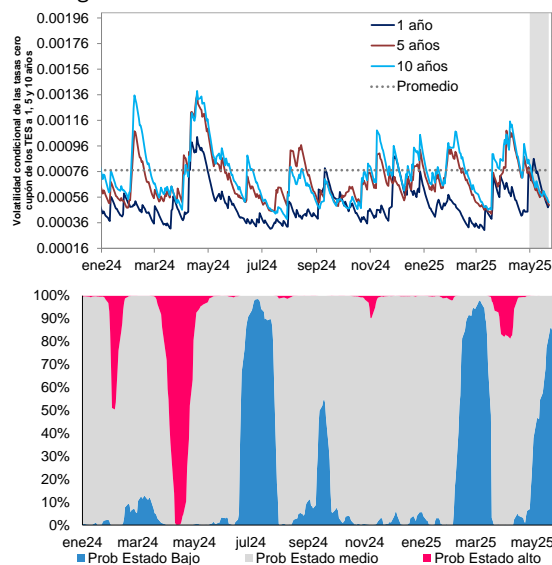
Los FPC aumentaron levemente su posición neta en TES desde la última reunión de la JDBR, demandando principalmente referencias del tramo largo de la curva (Gráfico 30). Durante el periodo, los FPC vendieron en neto TES en pesos por COP 276 mm, principalmente en referencias del tramo medio y corto de la curva, sobre las cuales vendieron COP 688 mm y COP 497 mm, respectivamente, mientras que en el tramo largo compraron títulos por COP 914 mm. Por su parte, en TES denominados en UVR realizaron compras netas por COP 352 mm, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 655 mm), mientras que

<sup>18</sup> Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.

**recibieron TES en pesos con vencimiento en 2025 y 2026 a cambio de referencias que vencen en 2029.** En el mercado de TES en pesos, las sociedades fiduciarias demandaron títulos por COP 494 mm, COP 806 mm y COP 562 mm en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Parte de estas compras se encuentran relacionadas con la obtención de títulos de corto plazo por COP 2,5 b<sup>19</sup>.

**Por su parte, los bancos comerciales continuaron con su tendencia compradora y se posicionaron como el segundo mayor tenedor de TES, con el 17,5% del total circulando.** Desde la última reunión de la JDBR, los bancos comerciales realizaron compras por COP 1,6 b, COP 870 mm y COP 275 mm en TES denominados en pesos de los tramos corto, medio y largo de la curva, en su orden.

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



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

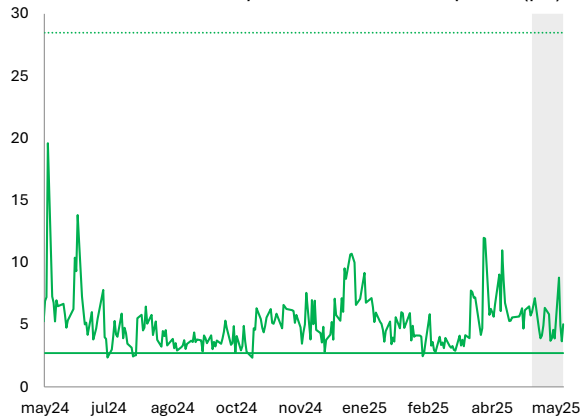
**Frente a los altos niveles de volatilidad observados en abril, la volatilidad del mercado de TES en pesos disminuyó en mayo y se ubicó con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad bajo (Gráfico 31), al tiempo que la liquidez mejoró frente a los bajos niveles registrados el mes previo.** Respecto a los indicadores de liquidez, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio de los TES en pesos y UVR se ubicó por debajo del observado en abril<sup>20</sup>, mientras que la profundidad promedio de los TES en pesos se ubicó por encima de lo observado el mes anterior. Estos indicadores continúan reflejando niveles de liquidez inferiores a los cinco años previos a la pandemia del Covid-19<sup>21</sup> (Anexo 2 – Gráficos 32 al 35).

<sup>19</sup> Durante 2025, el saldo de títulos de corto plazo (TCOs) ha aumentado de COP 17,4 b a COP 32,7 b, lo cual constituye un nivel históricamente alto. De los cuales, COP 18,2 b vencen en 2025 y los COP 14,5 b restantes vencen en 2026.

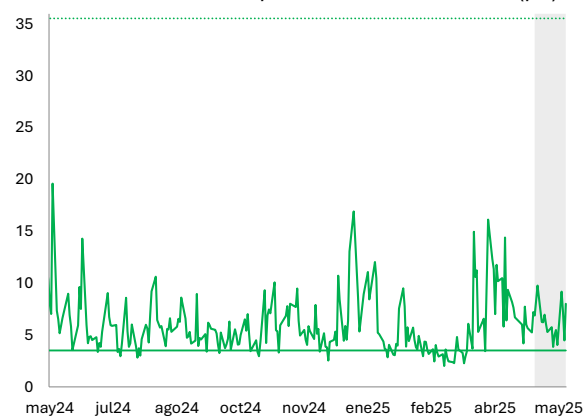
<sup>20</sup> Los mercados financieros presentaron una alta volatilidad y una menor liquidez en abril, luego que el presidente de EE. UU, Donald Trump, anunciara a inicios del mes una serie de aranceles a nivel global, los cuales fueron posteriormente reversados parcialmente.

<sup>21</sup> Al 22 de mayo, los BAS promedio diario del mes se ubicó en 5,0 pb para los TES en pesos y 6,2 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 6,5 pb y 7,9 pb observados durante abril, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de COP 130,7 mm a COP 143,2 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR se redujo de COP 177,0 mm a COP 174,5 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).

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

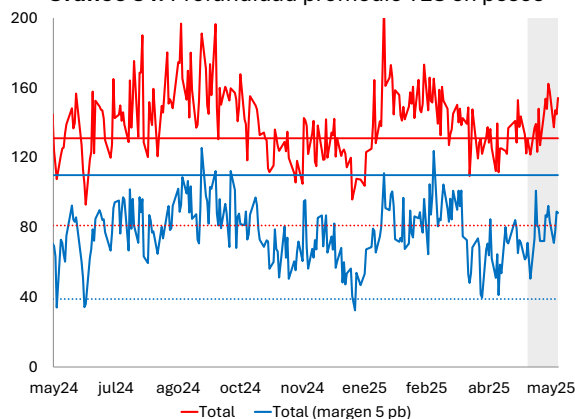


**Gráfico 33. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)**

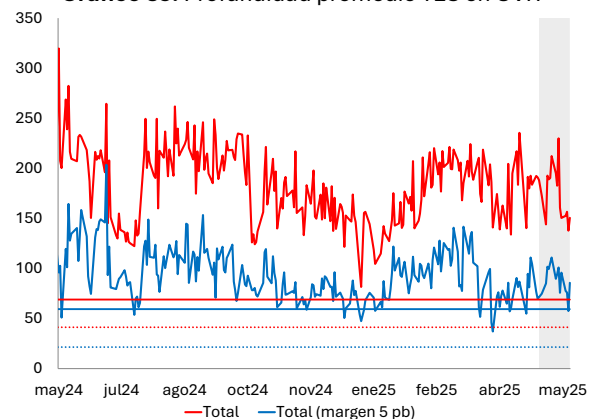


**Fuente y Cálculos:** BanRep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del Gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

**Gráfico 34. Profundidad promedio TES en pesos**



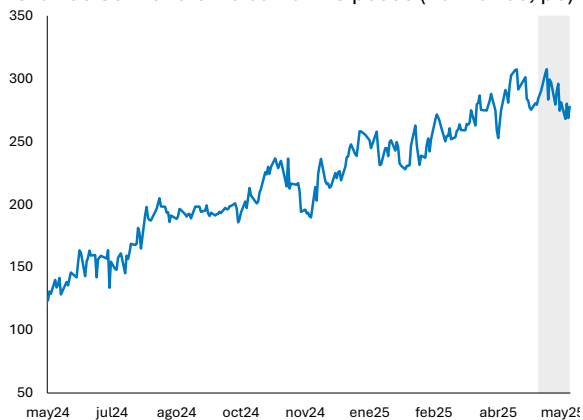
**Gráfico 35. Profundidad promedio TES en UVR**



**Fuente y Cálculos:** BanRep. Las cifras están en miles de millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total del mercado y las mejores posturas (en tasa) dentro de un rango de +/- 5 pb. Total: promedio de todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. Los títulos sin posturas tienen una profundidad de 0. Las líneas punteadas corresponden al promedio durante los primeros días de la pandemia del COVID-19 (marzo de 2020). Las líneas rectas sólidas corresponden al promedio de los cinco años prepandemia.

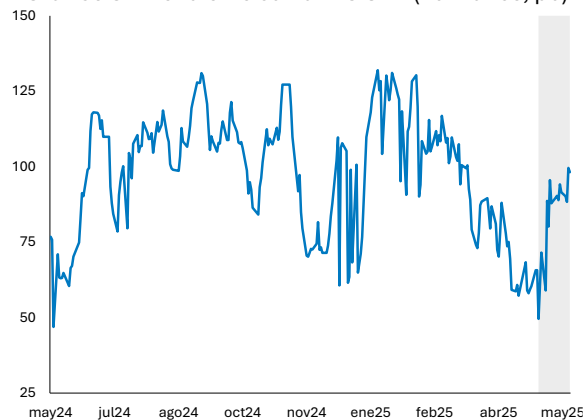
**La curva de los TES denominados en pesos se aplanó, mientras que la curva de los TES en UVR se empinó.** Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años disminuyó 7 pb, alcanzando un nivel de 278 pb en la curva de TES pesos, y aumentó 49 pb, hasta un nivel de 98 pb, para la curva de TES UVR (Gráficos 36 y 37).

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



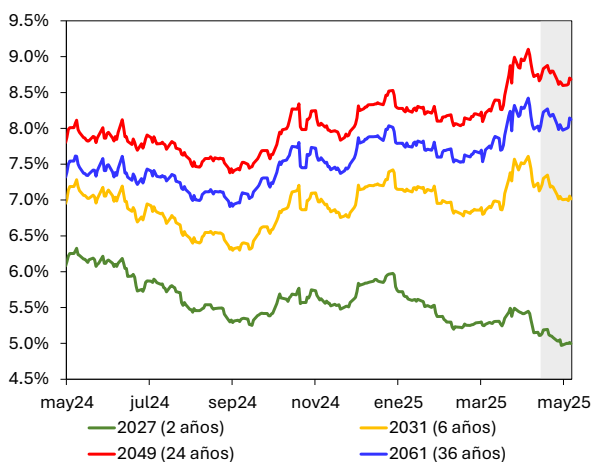
Fuentes: SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep.

**Gráfico 37.** Pendiente curva TES UVR (10-2 años, pb)



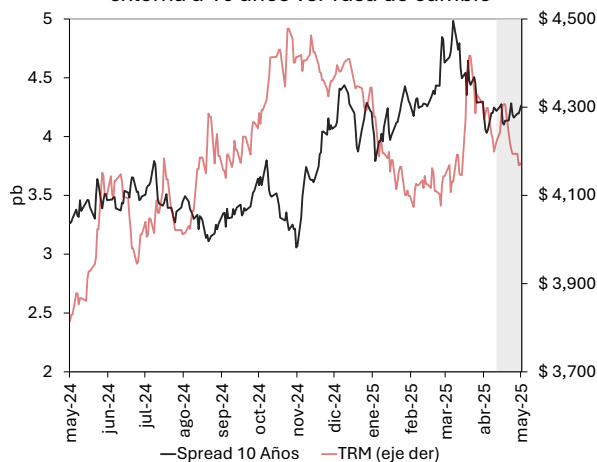
**Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se valorizaron, y la diferencia de sus tasas con las de los títulos locales aumentó.** Desde la última reunión de la JDBR, las tasas de los títulos con vencimientos a 2, 6, 24 y 36 años presentaron variaciones de -12 pb, -15 pb, -1 pb y 10 pb, respectivamente (Gráfico 38). En ese período, el margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares, respectivamente) aumentó 14 pb, debido a que los títulos locales presentaron desvalorizaciones mientras que los de deuda externa se valorizaron (Gráfico 39).

**Gráfico 38.** Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

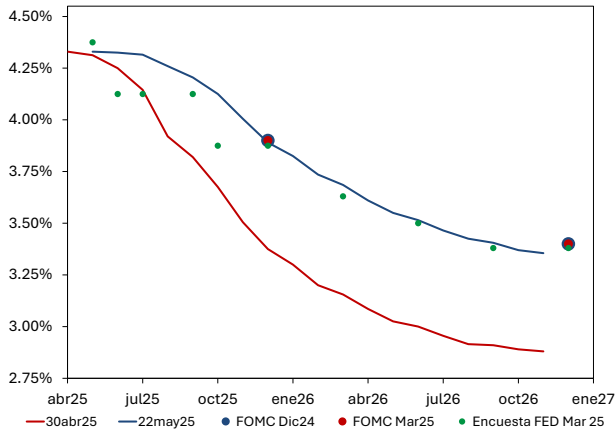
**Gráfico 39.** Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

Gráfico 40. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

mercado se encuentran en línea con las proyecciones del FOMC publicadas en marzo para el cierre de 2025 y el cierre de 2026 (Gráfico 40).

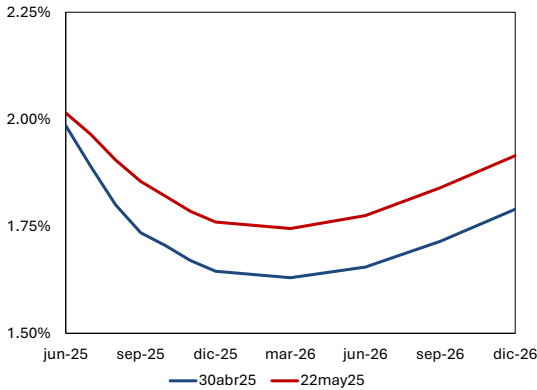
En esta misma línea, el CME<sup>22</sup> muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2025 es aquel consistente con un recorte de 50 pb (ant: 100 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2025 se ubicó en el rango entre 3,75% y 4,00% durante mayo (probabilidad del 39%), seguido del rango entre 4,00% y 4,25% (probabilidad del 26%, Cuadro 3).

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

	2,75%-3,00%	3,00%-3,25%	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00%	4,00%-4,25%	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%
	(Rango actual)							
30abr25	2%	33%	42%	20%	4%	0%	0%	0%
22may25	0%	0%	5%	24%	39%	26%	6%	0%

Fuente: CME.

Gráfico 41. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

Durante mayo, las expectativas del mercado de futuros sobre las tasas de los fondos federales se ajustaron al alza, descontando recortes por menor magnitud durante 2025. El mercado descuenta que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) recortará la tasa en 50 pb (ant: 100 pb) durante 2025. Estas expectativas se dieron ante el panorama comercial más favorable, después del avance en las negociaciones comerciales de EE.UU. con Reino Unido y China, y la postura cautelosa exhibida por miembros de la Fed (ver *Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región*). Estas proyecciones del

En línea con lo observado en EE.UU, las expectativas de TPM se ajustaron al alza para 2025 y 2026 en Europa. Los futuros de la tasa Euribor anticipan una tasa de 2,02% en la reunión de junio del Banco Central Europeo (ant: 1,99%), de 1,76% para cierre de 2025 (ant: 1,65%) y de 1,92% para cierre de 2026 (ant: 1,79%) (Gráfico 41).

<sup>22</sup> Chicago Mercantile Exchange.

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

**Los Tesoros de EE. UU. se desvalorizaron, ante las perspectivas de deterioro fiscal en esta economía. En particular, el título con vencimiento en 30 años alcanzó una tasa no observada desde octubre de 2023.** Las desvalorizaciones del tramo corto estuvieron asociadas con una corrección al alza de la senda esperada de política monetaria impulsada por el mayor optimismo en el frente comercial tras los avances en las negociaciones entre EE. UU. y China, las cuales redujeron por 90 días los aranceles de 145% al 30% sobre productos chinos y de 125% a 10% sobre productos estadounidenses. A lo anterior se sumó el acuerdo comercial con Reino Unido, que contribuyó a reducir la percepción de riesgo internacional al evidenciar disposición del gobierno estadounidense a negociar con sus socios comerciales. Adicionalmente, la corrección de las expectativas de política monetaria estuvo soportada por: *i)* las declaraciones del presidente de la Fed, Jerome Powell, quien resaltó que la entidad se siente cómoda con el nivel actual de tasas hasta tener mayor claridad sobre el rumbo de la economía y el avance de las negociaciones en el frente comercial; y *ii)* la publicación de datos económicos mixtos del mercado laboral y la actividad económica de EE. UU.<sup>23</sup>. En cuanto a los títulos del tramo largo, estos se desvalorizaron ante la mayor incertidumbre en el frente fiscal tras la aprobación en la Cámara de Representantes de un proyecto de ley que busca aumentar el techo de la deuda en USD 4 b (millones de millones) así como extender los recortes de impuestos vigentes de 2017 e incluye iniciativas adicionales propuestas por el presidente Trump durante la campaña presidencial<sup>24</sup>. A lo anterior se sumó la decisión de Moody's de reducir la calificación soberana de EE. UU. de Aaa a Aa1, ante el deterioro de largo plazo de las métricas fiscales del país y la falta de voluntad por parte del gobierno para corregir estos desbalances.

**En este contexto, la mayoría de los títulos de deuda pública de la región se desvalorizó.** Una excepción fueron los títulos de corto plazo de Perú, que se valorizaron ante la decisión del Banco Central de recortar la tasa de política en 25 pb, lo cual no fue anticipado por los analistas en sus expectativas. Las pendientes 10 años-2 años aumentaron 13 pb (hasta un nivel de 298 pb) en Perú, 6 pb (hasta un nivel de 131 pb) en México, 4 pb (hasta un nivel de 74 pb) en Chile y se mantuvo estable (en un nivel de 59 pb) en EE. UU, mientras que en Brasil se redujo en 7 pb (hasta 30 pb, Gráficos 42 a 44, Anexo 4).

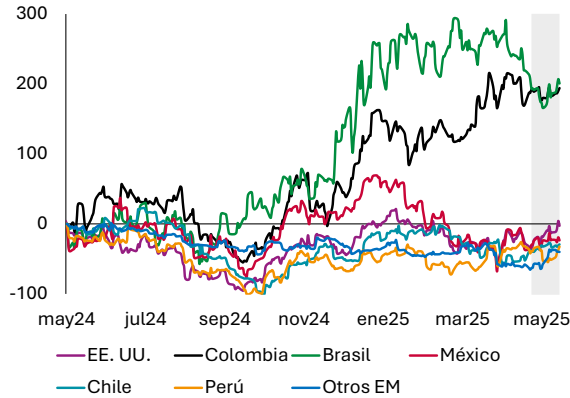
---

<sup>23</sup> El cambio de nóminas no agrícolas superó las expectativas de 130.000, ubicándose en 177.000 (ant: 185.000), el desempleo por su parte se ubicó en línea con las expectativas en 4.2%. La inflación, por su parte, no ha capturado el efecto de las políticas arancelarias, ubicándose por debajo de las expectativas a nivel mensual y anual (0,2% vs 0,3% y 2,3% vs. 2,4%, respectivamente). En contraste, el PIB anualizado decreció 0,3% (esp: -0,2%; ant: 2,4%), y el sentimiento del consumidor de la U. Michigan se ubicó en 50,8 (esp: 53,4; ant: 52,2).

<sup>24</sup> Dentro de estas medidas se destacan: *i)* hacer permanentes las exenciones de impuestos sobre las propinas, horas extra y ciertos intereses de préstamos para automóviles; *ii)* evitar el aumento del nivel de impuestos para las grandes empresas para el siguiente año; *iii)* aumentar el límite de la deducción del impuesto estatal y local (SALT) para quienes ganan menos de USD 500 mil. También se destaca que para cubrir en alguna medida el costo de las propuestas fiscales, el proyecto de ley incluyó varias disposiciones para aumentar los ingresos fiscales, como reducciones a los incentivos para las energías renovables, requisitos más estrictos para acceder a programas de salud y asistencia alimentaria, un impuesto de 3,5% a las remesas, entre otros. No obstante, varios analistas han destacado que los menores ingresos fiscales producto de la reforma serían efectivos en el corto plazo, mientras que los potenciales ingresos solo se verían reflejados en las cuentas fiscales posteriormente.

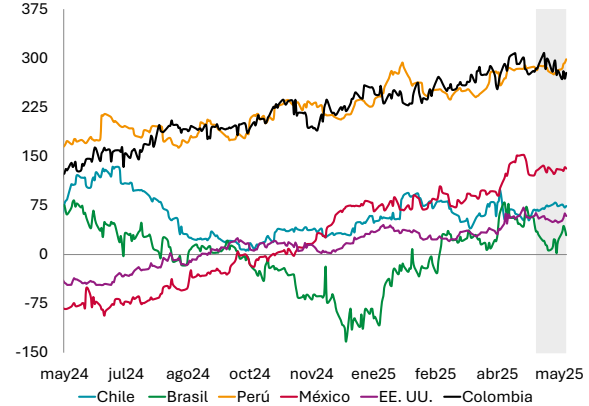


**Gráfico 42.** Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE. UU.



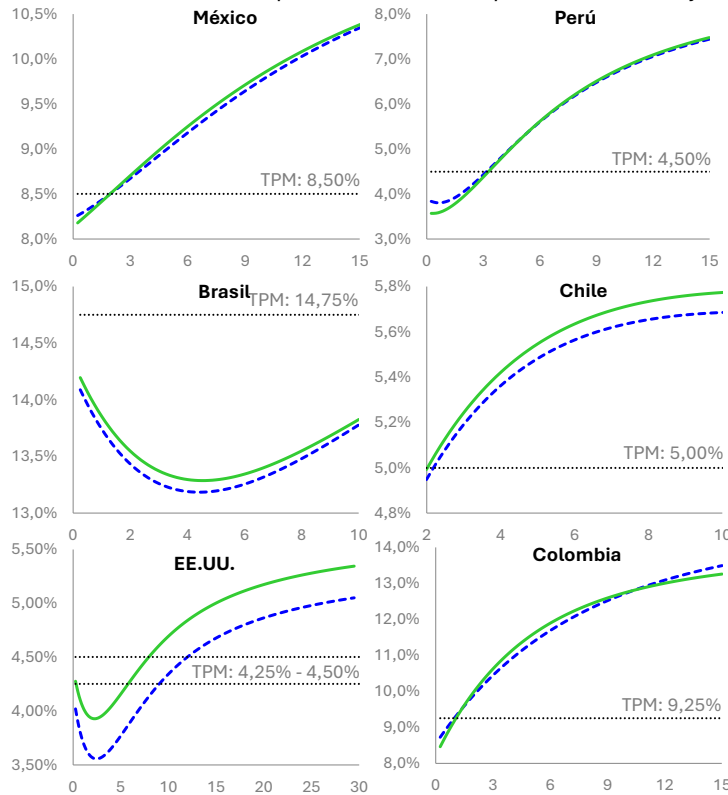
**Fuentes:** Bloomberg, SEN y Master Trader, **Cálculos:** BanRep. Cambios (pb) desde el 1 de abril de 2024.

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



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

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



**Fuente:** Bloomberg. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Curvas calculadas mediante la metodología de Nelson&Siegel. Si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos.

	EVOLUCIÓN POR TRAMOS			Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	1	7	7	-50
Perú	-9	0	3	-25
Brasil	12	10	5	50
Chile	5	6	9	0
EEUU	34	39	36	0
Colombia	9	22	2	0

	EVOLUCIÓN POR TRAMOS 3 MESES			Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-78	-59	-43	-100
Perú	-27	-12	13	-25
Brasil	-41	-63	-31	150
Chile	-27	-44	-20	0
EEUU	-25	-5	20	0
Colombia	44	70	56	-25

	CAMBIOS OBSERVADOS		
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	5	6	6
Perú	-2	13	7
Brasil	9	-7	4
Chile	7	4	0
EEUU	36	1	8
Colombia	11	-7	34

30-abr-25

22-may-25

## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

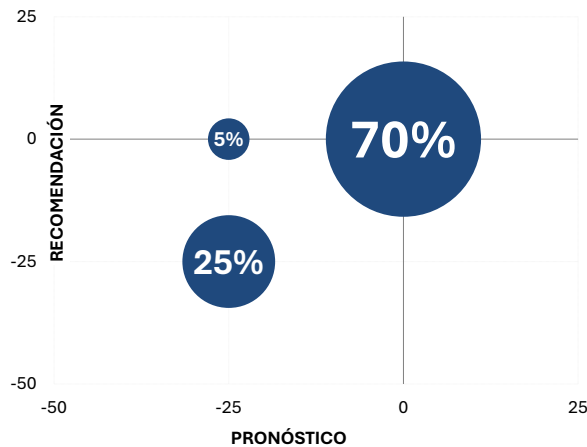
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la TPM extraídas de encuestas, de la curva OIS y del mercado de TES en pesos.

### 2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes esperan que las tasas de interés de mantendrán inalteradas en la reunión de junio. No obstante, un porcentaje importante

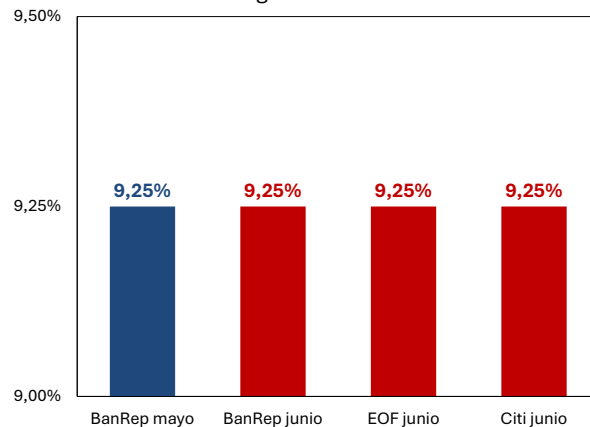
**descuenta una reducción de 25 pb.** Primero, según la EME<sup>25</sup>, la mediana señala que la TPM se mantendrá inalterada en 9,25% en junio (desviación estándar de 13 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera<sup>26</sup> (EOF), 17 de los 31 agentes encuestados esperan que la TPM se mantenga en 9,25%, mientras que 11 estiman un recorte de 25 pb<sup>27</sup>. Por último, de acuerdo con la encuesta de analistas financieros de Citi<sup>28</sup>, de las 20 entidades encuestadas, el 70% espera y recomienda que la TPM se mantenga inalterada en junio, un 25% espera y recomienda que disminuya 25 pb, y el 5% restante espera que disminuya 25 pb pero recomienda que permanezca inalterada. La desviación estándar de las expectativas aumentó de 10 pb a 12 pb entre abril y mayo (Gráficos 45 y 46, y Anexo 1). En cuanto a la reunión de mayo, todos los agentes encuestados por la EME esperan que la TPM se mantenga inalterada.

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



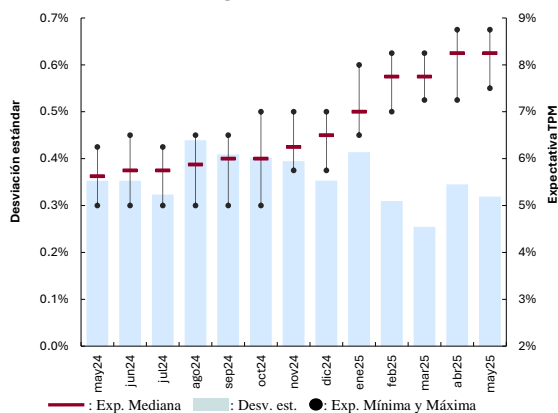
Fuente: Citi.

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



Fuente: BanRep, EOF, Bloomberg y Citi. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 13 de mayo. La EOF se publicó el 21 de mayo con datos recolectados entre el 12 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 27 de mayo. \*La EOF y la encuesta de Citi indagaron por la reunión de junio (rojo), mientras que la encuesta del BanRep averigua por las reuniones de mayo (azul) y junio.

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



Fuente: Citi.

**Considerando horizontes más largos, las encuestas muestran expectativas de una TPM más alta frente a las registradas en abril.** Por un lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la mediana de la TPM esperada para cierre de 2025 permaneció estable en 8,25%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 35 pb a 32 pb (Gráfico 47). Asimismo, el promedio de todas las encuestas aumentó de 8,00% a 8,25% para el cierre de 2025 (Gráfico 48), y de 6,63% a 6,88% para el cierre de 2026 (Gráfico 49).

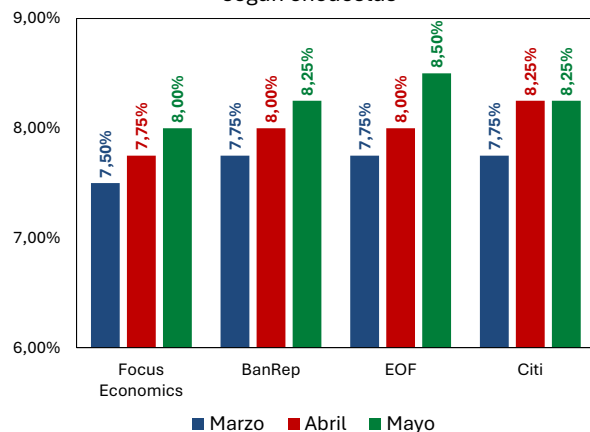
<sup>25</sup> Datos recolectados entre el 9 y el 13 de mayo.

<sup>26</sup> Publicada el 21 de mayo con información recolectada entre el 12 y el 15 del mismo mes.

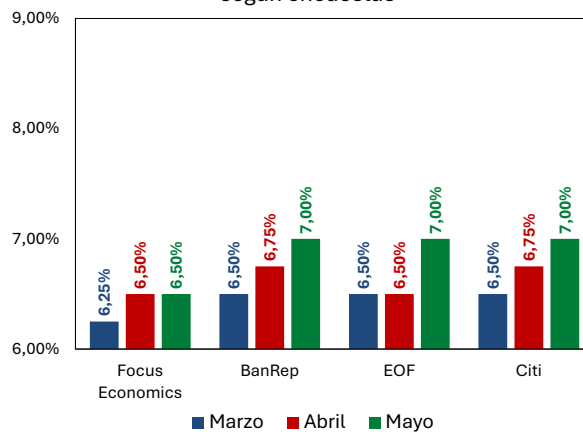
<sup>27</sup> Las tres entidades restantes se dividen entre un recorte de 50 pb, un recorte de 200 pb, o que ésta aumente 25 pb.

<sup>28</sup> Publicada el 27 de mayo.

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



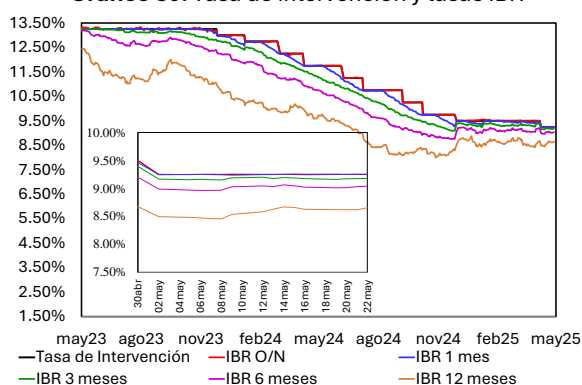
**Gráfico 49. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas**



**Fuente:** Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 20 de mayo, con encuestas recolectadas hasta el 18 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 13 de mayo. La EOF se publicó el 21 de mayo con datos recolectados entre el 12 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 27 de mayo.

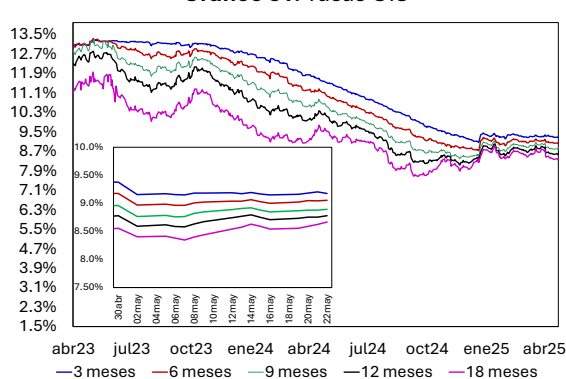
**Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses cayeron tras la reducción de la TPM en la reunión de abril, en donde el mercado OIS descontaba con mayor probabilidad estabilidad de la tasa.** Hasta el 22 de mayo, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, variaron -20 pb, -16 pb, -2 pb, -7 pb, +0 pb y +11pb, respectivamente (Gráficos 50 y 51).

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



**Fuente:** BanRep. Cálculos: BanRep.

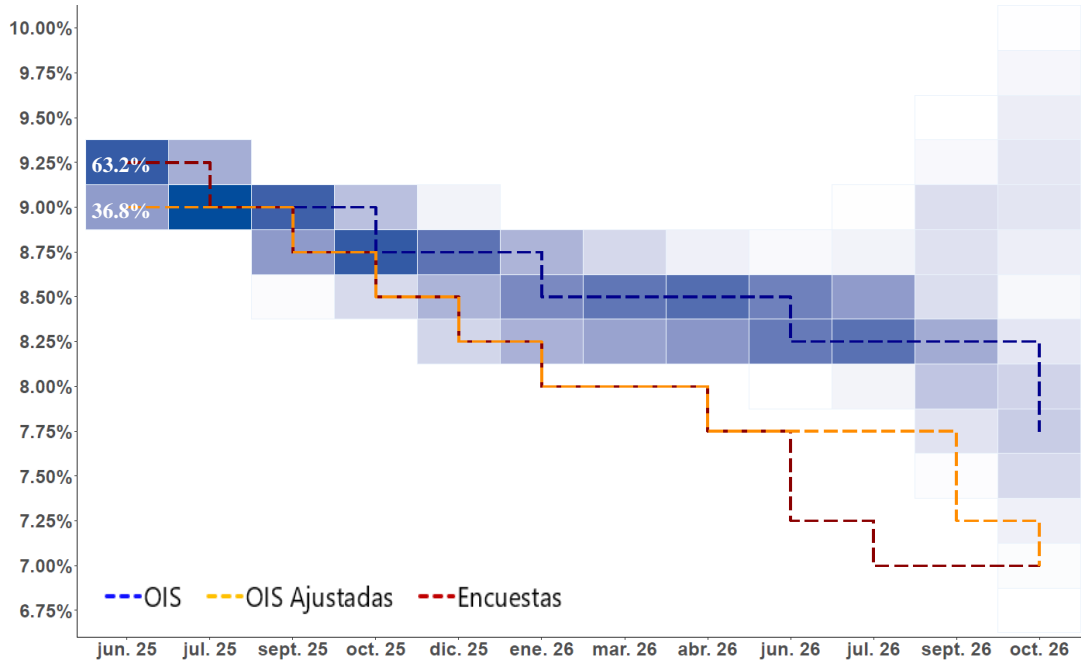
**Gráfico 51. Tasas OIS**



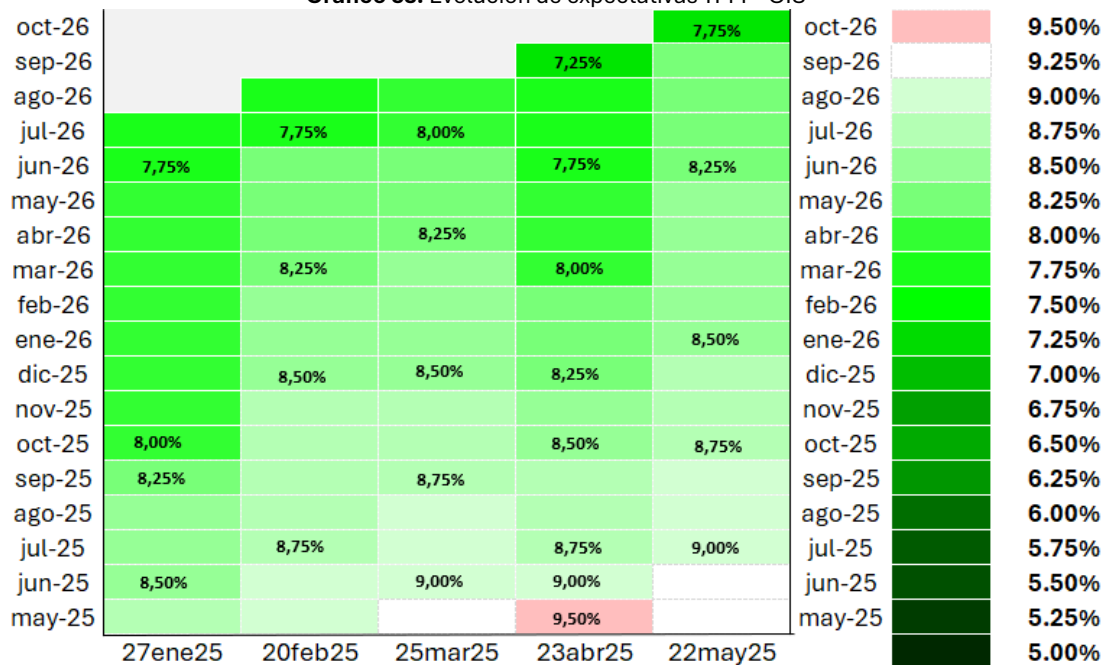
**Fuente:** BanRep. Cálculos: BanRep.

**El mercado OIS refleja un panorama dividido para la reunión de junio, aunque el mercado asigna mayor probabilidad a la estabilidad de tasas. Según los datos del 22 de mayo, este mercado asigna una probabilidad del 63,2% a que la TPM permanezca sin cambios y un 36,8% a un recorte de 25 pb. Además, las expectativas proyectan menores reducciones de la TPM para el año 2026, lo cual está en línea con los mayores niveles esperados de inflación.** Con información al 22 de mayo, el mercado descuenta que la TPM se ubicaría en 8,75% al cierre del 2025 (ant: 8,25%) y en junio de 2026 se ubicaría en 8,25% (ant: 7,75%; Gráficos 52 y 53). En este contexto, varios analistas del mercado destacan la importancia de continuar con una postura cautelosa respecto a las decisiones futuras sobre la TPM.

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



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



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

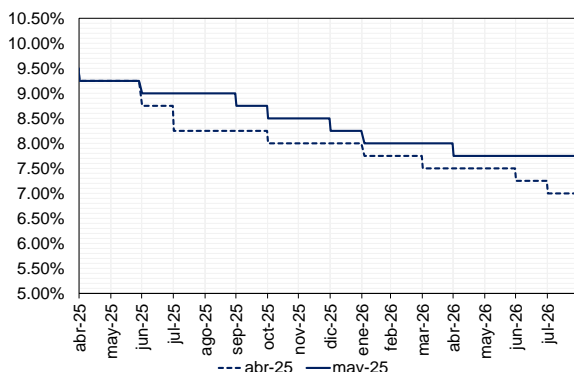
**Para la reunión de junio, las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS asignan una probabilidad del 61% a un recorte de 25 pb en la TPM y una del 39% a su estabilidad. Además, estas expectativas apuntan a menores recortes para diciembre de 2025 (esp: 8,25% ant: 8,00%) y junio de 2026 (esp: 7,75% ant: 7,25%). El Gráfico 54 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de abril y mayo.**

**Las expectativas de la TPM en el mercado se sitúan por encima de las recogidas en las encuestas, y durante el periodo analizado esta diferencia se amplió, impulsada por un aumento más pronunciado en las expectativas provenientes del mercado de derivados. A diciembre de 2025, la EME muestra una expectativa de 8,25% (ant: 8,00%), mientras que la expectativa que se**

extrae del mercado OIS y OIS ajustado por primas se ubicaron en 8,75% (ant: 8,25%) y 8,25% (ant: 8,00%), respectivamente. A junio de 2026, la EME indica una expectativa de 7,25% (ant: 7,00%), mientras que las del mercado OIS y OIS ajustado por primas se ubicaron en 8,25% (ant: 7,75%) y 7,75% (ant: 7,25%), respectivamente.

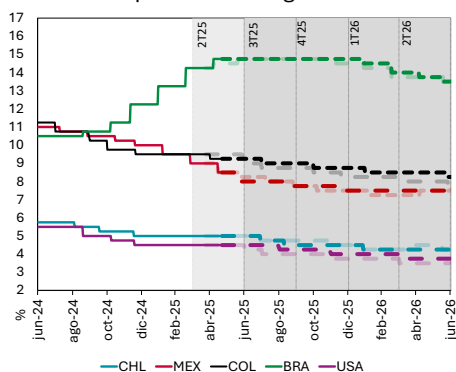
**Las expectativas de TPM para 2025 de los países de la región han reaccionado principalmente a factores idiosincráticos (Gráfico 55).** En Brasil, las expectativas de TPM han presentado alta volatilidad y, frente al mes anterior, aumentaron ante el dato de inflación que se ubicó por encima del dato anterior (obs: 5,53%, ant: 5,48%); de esta manera, se espera que la TPM en 2025 se ubique en 14,75% (ant: 14,50%). Por su parte, las expectativas de TPM en México y Chile permanecieron relativamente estables.

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



**Fuente:** Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 23 de abril y 22 de mayo de 2025.

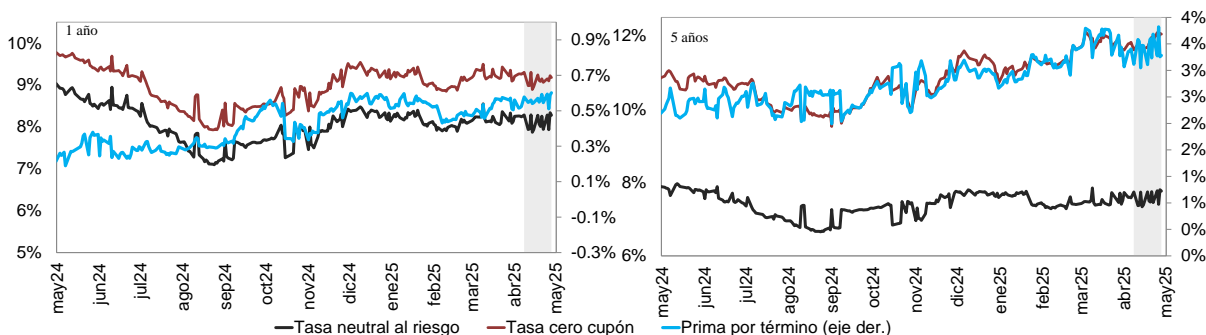
**Gráfico 55.** Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



**Fuente:** Bloomberg, Citi. **Cálculos BanRep.** **Nota:** Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 23 de abril, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 25 de marzo.

**En Colombia, durante el periodo las tasas neutras al riesgo a 1 y 5 años aumentaron, reflejando expectativas de menores recortes futuros de la TPM. Por su parte, la prima a término continuó en niveles elevados, en línea con la incertidumbre fiscal.** El Gráfico 56 presenta estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo, permitiendo evaluar en qué proporción los movimientos de las tasas nominales pueden ser explicados por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutras al riesgo subieron 4 pb y 18 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 8,28% y 7,27%, en su orden. Por su parte, las primas a término promedio del mes se ubicaron en 0,56% (ant: 0,53%) y 3,40% (ant: 3,50%), respectivamente (Gráfico A4.4).

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

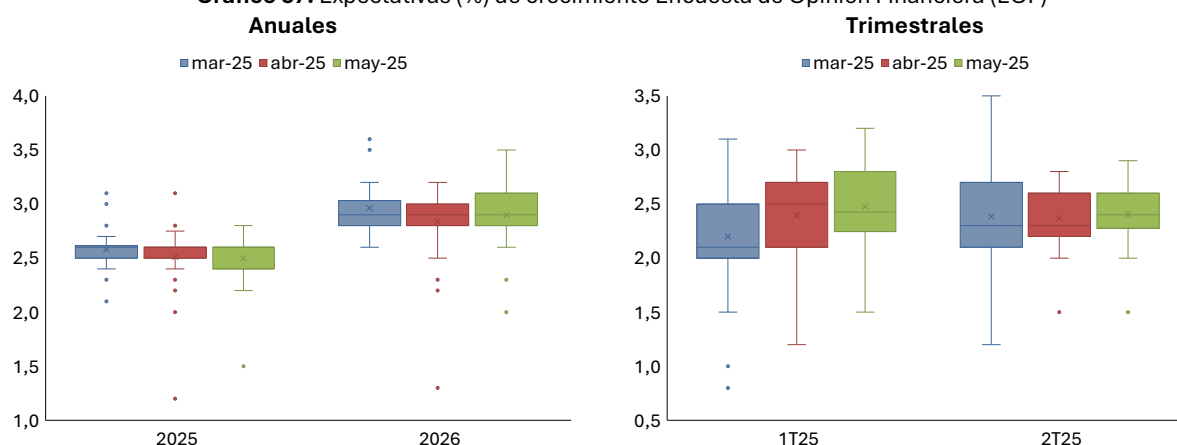


**Fuente:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep.

## 2.2. Expectativas de crecimiento económico

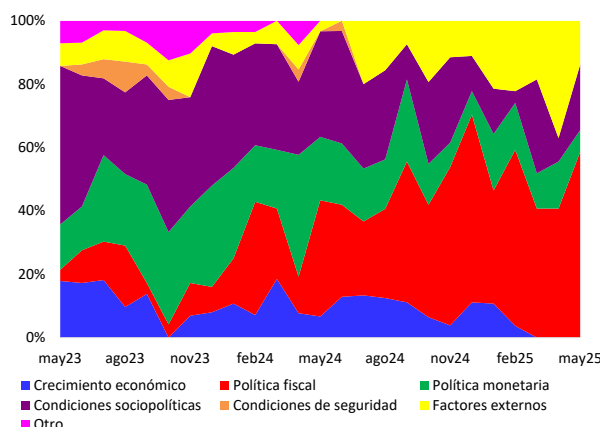
Las expectativas de crecimiento se mantuvieron relativamente estables, señalando la continuidad del proceso de recuperación económica. De acuerdo con la EOF, los analistas mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2025 y 2026 en 2,6%, 2,9%, respectivamente, y la mejoraron para el 2T25 de 2,3% a 2,4% (Gráfico 57). Posteriormente, el DANE informó que la economía colombiana creció 2,7% durante el 1T25, por encima del 2,43% esperado por los analistas que respondieron esta encuesta. Por su parte, los agentes encuestados por Citi mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2025 en 2,6%, y para 2026 cerca de 3% (obs: 2,90%; ant: 2,95%).

**Gráfico 57. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)**



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

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



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC.

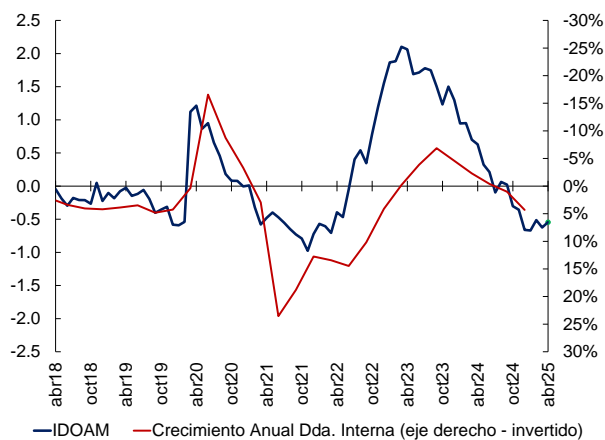
En cuanto a los factores más relevantes para la toma de decisiones de inversión, la política fiscal se mantuvo como el factor más relevante, mientras que las condiciones sociopolíticas ganaron importancia y se ubicaron en segundo lugar. Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: *¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?*, el 59% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 41%), el 21% las condiciones sociopolíticas (ant: 7%), el 14% los factores externos (ant: 37%), mientras que el 7% restante señaló la política monetaria (ant: 15%; Gráfico 58).

## 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con los datos definitivos de abril de 2025, el Indicador de Condiciones Financieras (IDOAM) aumentó respecto a marzo. Lo cual corresponde a un cambio en la tendencia de mejora en las condiciones financieras que se venía observando desde 2023. El aumento del indicador refleja el incremento en la volatilidad en los mercados durante el mes de abril y el aumento del *spread* entre las tasas de la cartera de consumo y preferencial, en comparación con las tasas de los TES (Gráfico 59).

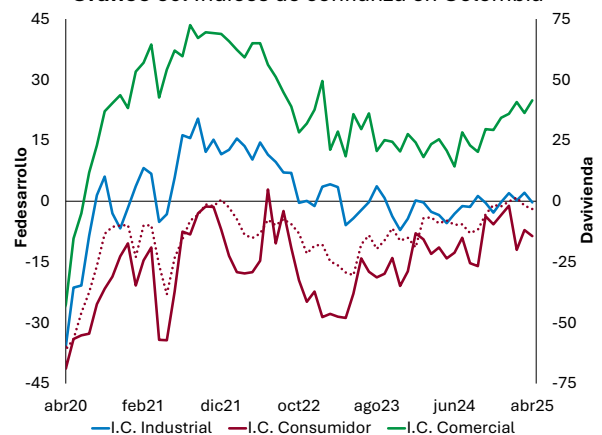
**Los indicadores de confianza del consumidor presentaron un deterioro en abril, mientras que los de confianza empresarial presentaron un comportamiento mixto.** Por un lado, el indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, se redujo (obs: -8,6%; ant: -7,1%), como consecuencia de unas menores expectativas a doce meses, las cuales fueron parcialmente compensadas por una mejor percepción de las condiciones económicas (Gráfico 60). Asimismo, la serie desestacionalizada disminuyó, al pasar de -3,2% a -4,8% (Gráfico 61), al tiempo que el indicador de confianza del consumidor estimado por Davivienda se adentró en terreno negativo (obs: -3,2%; ant: -1,8%). Por otro lado, el indicador de confianza industrial (obs: -0,3%; ant: 2,1%) volvió a terreno negativo, mientras que el comercial (obs: 24,9%; ant: 21,8%) aumentó. El desempeño del primero estuvo explicado por un deterioro tanto de las expectativas de producción para el próximo trimestre, como del volumen actual de pedidos, lo cual estuvo parcialmente compensado por una reducción del nivel de existencias. Por su parte, la mejora de la confianza comercial se explicó por una reducción del nivel de existencias, así como por una mejora de la percepción de la situación económica y de las expectativas de producción para el próximo semestre.

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



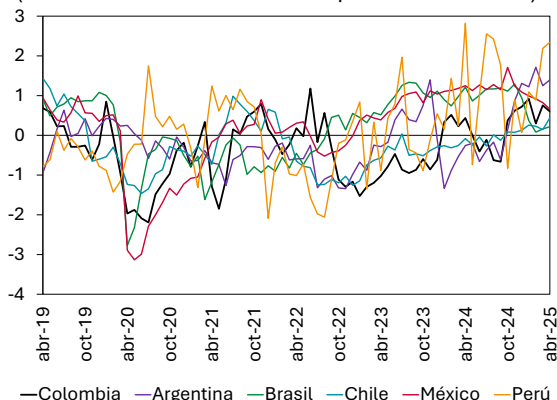
**Fuentes:** BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Nota:** La volatilidad se calcula con un modelo GARCH(1,1).

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



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

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



**Fuentes:** INEGI<sup>29</sup>, FGV<sup>30</sup>, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO. **Cálculos:** BanRep. \*Series desestacionalizadas. Información mensual.

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

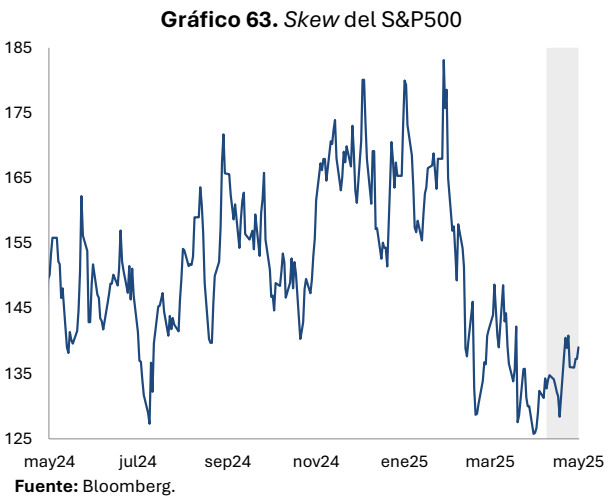
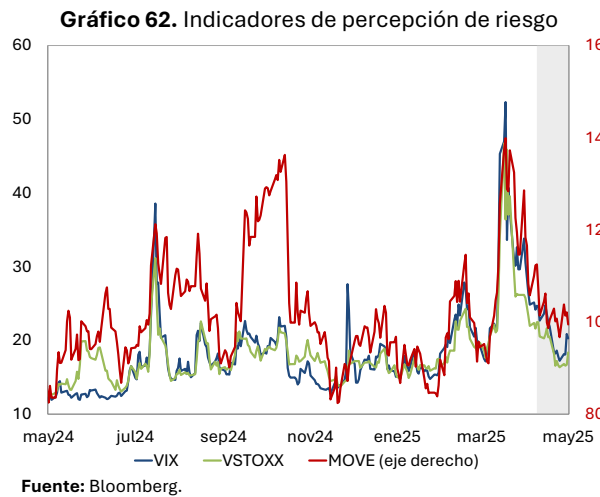
**El indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia disminuyó en abril.** El Gráfico 61 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Este indicador disminuyó en México y Colombia durante abril, mientras que presentó incrementos para los demás países. Todos los indicadores se encuentran por encima de su media histórica.

<sup>29</sup> Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

<sup>30</sup> Instituto Brasileiro de Economía.



**Si bien los índices de percepción de riesgo corrigieron a la baja, aún se mantienen en niveles superiores a los registrados a inicios de año.** La volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. (*Vix*<sup>31</sup>), en Europa (*Vstox*<sup>32</sup>) y sobre Tesoros de EE. UU. (*Move*<sup>33</sup>), disminuyó durante buena parte del mes ante el mayor optimismo en el frente comercial, luego de que EE. UU. llegara a un acuerdo comercial con Reino Unido, y avanzara de manera sustancial en la reducción temporal de las tarifas arancelarias bilaterales con China mientras avanzan en las negociaciones comerciales. Posteriormente, estas métricas corrigieron parcialmente al alza ante la mayor incertidumbre en el frente fiscal en EE. UU.<sup>34</sup>. Por otro lado, el *Skew*<sup>35</sup> aumentó, en línea con la valorización de 4,9% del S&P 500 durante este periodo.



<sup>31</sup> El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.

<sup>32</sup> El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

<sup>33</sup> El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

<sup>34</sup> Esta mayor incertidumbre se explica por el trámite en el Congreso de la ley de presupuesto, la cual, de acuerdo con la mayoría de los analistas, implicaría un mayor deterioro de las métricas fiscales. A lo anterior se sumó la decisión de Moody's de recortar la calificación crediticia soberana del país de Aaa a Aa1.

<sup>35</sup> El *Skew* es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del *S&P 500*, de forma tal que un incremento del *Skew* -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.



#### 4. RECUADROS/ANEXOS

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

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?	PRONÓSTICO		
			Ajuste	Porcentaje	Número
Acciones y Valores	9.00%	9.25%	9.00%	30%	6
Alianza	9.25%	9.25%	9.25%	70%	14
Anif	9.00%	9.00%			
Asobancaria	9.25%	9.25%			
Banco Agrario	9.25%	9.25%			
Banco de Bogotá	9.25%	9.25%			
Banco de Occidente	9.25%	9.25%			
Banco Popular	9.25%	9.25%			
Banco Santander	9.25%	9.25%			
BTG Pactual	9.25%	9.25%			
Citi	9.00%	9.00%			
Corficolombiana	9.25%	9.25%			
Credicorp Capital	9.00%	9.00%			
Fiduoccidente	9.25%	9.25%			
Grupo Bancolombia	9.25%	9.25%			
Grupo Bolivar	9.25%	9.25%			
Itaú	9.25%	9.25%			
Moody's Analytics	9.00%	9.00%			
Positiva	9.25%	9.25%			
Scotiabank Colpatría	9.00%	9.00%			
<b>Promedio</b>	<b>9.18%</b>	<b>9.19%</b>			
Mediana	9.25%	9.25%			
Desv. Estándar	0.12%	0.11%			
Máximo	9.25%	9.25%			
Mínimo	9.00%	9.00%			

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.00%	30%	6
9.25%	70%	14
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>20</b>

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.00%	25%	5
9.25%	75%	15
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>20</b>

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

<b>Participantes</b>	<b>dic-25</b>	<b>dic-26</b>
Acciones y Valores	8.50%	7.25%
Alianza	8.25%	6.25%
Anif	8.00%	0.00%
Asobancaria	8.50%	6.25%
Banco Agrario	8.50%	6.75%
Banco de Bogotá	8.50%	7.00%
Banco de Occidente	8.25%	6.75%
Banco Popular	8.50%	7.50%
Banco Santander	8.25%	7.50%
BTG Pactual	8.75%	7.00%
Citi	8.00%	8.00%
Corficolombiana	8.25%	7.00%
Credicorp Capital	8.00%	6.50%
Fiduoccidente	8.25%	6.25%
Grupo Bancolombia	7.50%	6.50%
Grupo Bolivar	7.75%	0.00%
Itaú	8.50%	7.75%
Moody's Analytics	8.00%	6.50%
Positiva	8.25%	7.00%
Scotiabank Colpatriz	8.75%	7.50%
<b>Promedio</b>	<b>8.26%</b>	<b>6.26%</b>
<b>Mediana</b>	<b>8.25%</b>	<b>6.88%</b>
<b>Desv. Estándar</b>	<b>0.32%</b>	<b>2.20%</b>
<b>Máximo</b>	<b>8.75%</b>	<b>8.00%</b>
<b>Mínimo</b>	<b>7.50%</b>	<b>0.00%</b>
<b>No. Respuestas</b>	<b>20</b>	<b>20</b>

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	5.06%	3.60%
Alianza	4.50%	3.80%
Anif	4.58%	3.80%
Asobancaria	4.31%	4.02%
Banco Agrario	4.94%	3.68%
Banco de Bogotá	4.95%	3.45%
Banco de Occidente	5.11%	4.11%
Banco Popular	4.67%	3.77%
Banco Santander	4.94%	3.74%
BTG Pactual	4.93%	3.60%
Citi	4.20%	3.20%
Corficolombiana	5.00%	3.80%
Credicorp Capital	4.60%	3.40%
Fiduoccidente	5.12%	4.08%
Grupo Bancolombia	4.40%	3.90%
Grupo Bolivar	4.76%	0.00%
Itaú	4.80%	3.50%
Moody's Analytics	4.80%	3.60%
Positiva	4.45%	3.60%
Scotiabank Colpatriz	5.36%	4.06%
<b>Promedio</b>	<b>4.77%</b>	<b>3.54%</b>
<b>Mediana</b>	<b>4.80%</b>	<b>3.71%</b>
<b>Desv. Estándar</b>	<b>0.30%</b>	<b>0.87%</b>
<b>Máximo</b>	<b>5.36%</b>	<b>4.11%</b>
<b>Mínimo</b>	<b>4.20%</b>	<b>0.00%</b>
<b>No. Respuestas</b>	<b>20</b>	<b>20</b>

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 18 de mayo

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,50%	0	0,0%	2	6,7%
5,00%	0	0,0%	1	3,3%
5,50%	0	0,0%	1	3,3%
6,00%	0	0,0%	2	6,7%
6,25%	0	0,0%	2	6,7%
6,50%	0	0,0%	8	26,7%
6,75%	0	0,0%	2	6,7%
7,00%	1	2,7%	8	26,7%
7,25%	0	0,0%	1	3,3%
7,50%	5	13,5%	2	6,7%
7,75%	5	13,5%	0	0,0%
8,00%	15	40,5%	1	3,3%
8,25%	4	10,8%	0	0,0%
8,50%	6	16,2%	0	0,0%
8,75%	1	2,7%	0	0,0%
<b>Media</b>	<b>8,00%</b>		<b>6,53%</b>	
<b>Mediana</b>	<b>8,00%</b>		<b>6,50%</b>	

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 18 de mayo

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	7	18,9%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	7	18,9%
3,50% - 3,75%	1	2,5%	13	35,1%
3,75% - 4,00%	3	7,5%	7	18,9%
4,00% - 4,25%	4	10,0%	3	8,1%
4,25% - 4,50%	10	25,0%	0	0,0%
4,50% - 4,75%	13	32,5%	0	0,0%
4,75% - 5,00%	4	10,0%	0	0,0%
5,00% - 5,25%	4	10,0%	0	0,0%
5,25% - 5,50%	1	2,5%	0	0,0%
<b>Media</b>	<b>4,50%</b>		<b>3,54%</b>	
<b>Mediana</b>	<b>4,50%</b>		<b>3,60%</b>	

## **Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local**

El 30 de abril, la Junta Directiva del Banco de la República decidió reducir la tasa de política monetaria en 25pb a 9,25%. Algunos analistas del mercado valoraron positivamente la postura cautelosa de la entidad, destacando que responde a una desaceleración en la inflación y a un entorno económico que permite un ciclo gradual de recortes. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -9 pb, -21 pb y -3 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -17 pb, 4 pb y 5 pb para dichos vencimientos.

El 8 de mayo, el DANE reportó que la inflación anual de abril de 2025 se ubicó en 5,16% por encima de las expectativas de mercado (5,00%) y de la lectura anterior. El IPC registró una variación m/m de 0,2% (ant: -0.1% m/m, esp: 0,3% m/m). Analistas del mercado coinciden en que la inflación más alta de lo previsto genera preocupación y podría llevar a un ciclo de recortes de tasas más cauteloso. Además, destacaron que la desaceleración de la inflación está siendo más lenta de lo esperado, afectada por factores como la indexación de precios, presiones externas y riesgos fiscales. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 6 pb, 5 pb y 4 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -6 pb, -17 pb y -14 pb para dichos vencimientos.

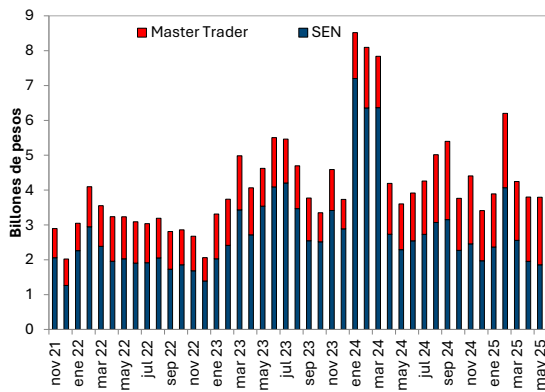
El 14 de mayo, el Congreso de la República negó la consulta popular para que la ciudadanía decidiera sobre la reforma laboral impulsada por el Gobierno Nacional. Sin embargo, la reforma sería discutida nuevamente en la comisión cuarta del Senado, luego de que se aceptó en plenaria una propuesta para revivir los dos últimos debates. Los analistas coinciden en que estos desarrollos reflejan las complejidades del debate político actual, en un entorno marcado por posturas encontradas. Durante este mes las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 11 pb, 10 pb y -10 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -1 pb, 4 pb y 5 pb para dichos vencimientos.

El 15 de mayo, de acuerdo con el DANE, el crecimiento del PIB local del 1T25 se ubicó en 2,7% a/a, por encima de lo esperado por el mercado (2,5% a/a) y del dato del 4T24, que fue revisado al alza (de 2,3% a/a a 2,5% a/a). El mayor aporte (0,8 pp) provino de la rama de comercio y reparación, transporte y almacenamiento, alojamiento y servicios de comida, mientras que el mayor crecimiento (15,5 %) lo tuvieron las actividades artísticas y de entretenimiento. Los analistas consideran que este desempeño positivo se da en un contexto de inflación moderada y tasas de interés elevadas, lo que indica una resiliencia de la demanda interna. Al finalizar la sesión de negociación las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -10 pb, -9 pb y -3 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 1 pb, -3 pb y -2 pb para dichos vencimientos.

El 16 de mayo, el Gobierno Nacional solicitó su ingreso formal al banco multilateral de los BRICS (*New Development Bank* – NDB por su sigla en inglés), con base en Shanghái. El Gobierno buscaría recibir préstamos a tasas bajas que le permitan financiar proyectos de desarrollo en infraestructura, energías renovables y salud, entre otros. Los analistas coinciden en que el acercamiento de Colombia a los BRICS y a China ha generado una respuesta de Estados Unidos que refleja tensiones en la política exterior. Mientras algunos ven la reacción como previsible, otros advierten sobre los efectos de un cambio en las alianzas estratégicas del país. Al finalizar la sesión de negociación las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 17 pb, 21 pb y 4 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 7 pb, -6 pb y 6 pb para dichos vencimientos.

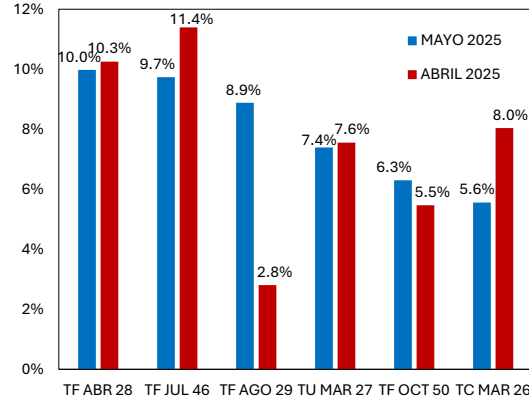
En lo corrido de mayo, el monto promedio diario negociado ha sido \$3,8 billones, aproximadamente igual al mes anterior (\$3,8 billones), y mayor al registrado en mayo de 2024 (\$3,6 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en abril de 2028, cuya participación pasó de 10,3% a 10,0%, seguidos por los que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 11,4% a 9,7% (Gráfico A2.3).

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



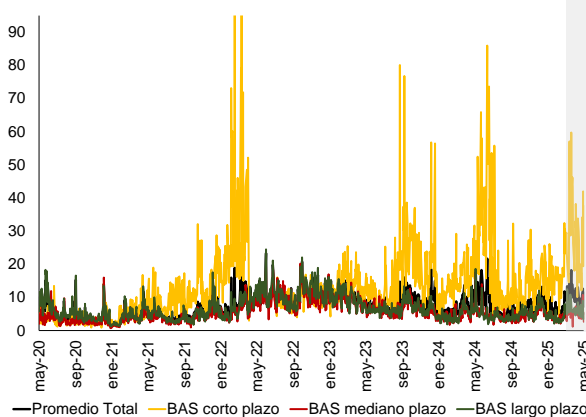
**Fuente y Cálculos:** DCV - Banrep.  
Datos al 23 de mayo de 2025.

**Gráfico A2.3.** TES más transados



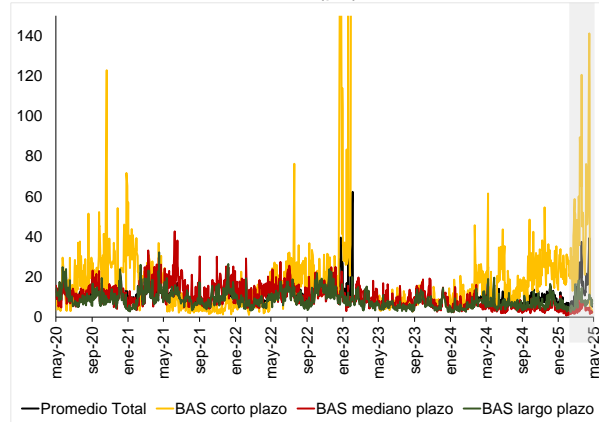
**Fuentes:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. \*Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 23 de mayo de 2025.

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



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

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

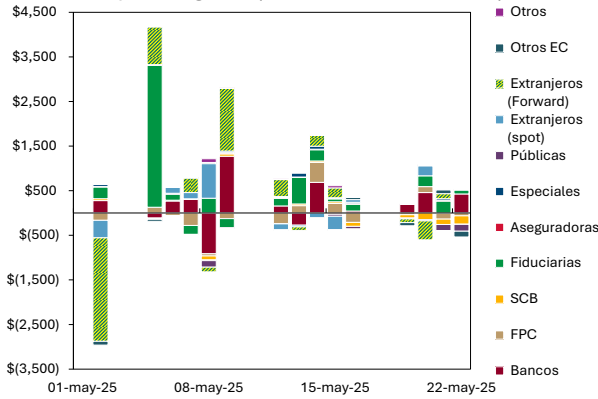


Con información al 22 de mayo de 2025, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 23,7 pb (ant: 33,0 pb), 4,6 pb (ant: 5,6 pb) y 5,6 pb (ant: 6,4 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 37,5 pb (ant: 56,6 pb), 2,8 pb (ant: 5,3 pb) y 8,8 pb (ant: 8,7 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

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

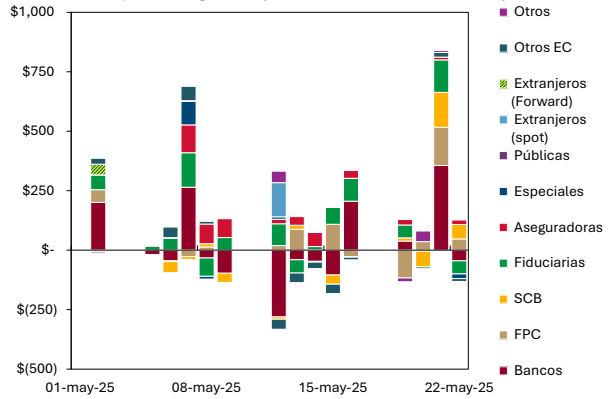
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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



Fuente: BanRep.

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



Fuente: BanRep.

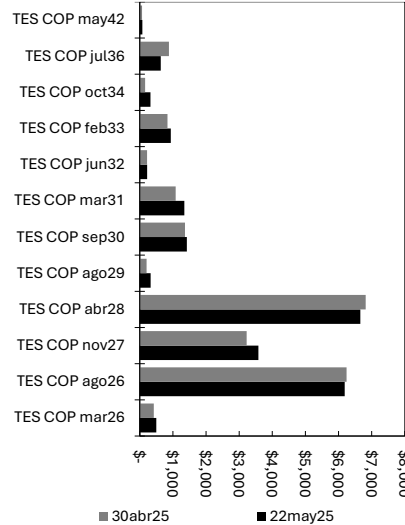
**Cuadro A3.1.** Compras netas de TES denominados en pesos (azul) y TES denominados en UVR (gris) (COP miles de millones – a valor nominal)

		Corrido del 2025	Corrido del 2025	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales		16,105	(4,368)	1,610	870	275	2,755	(7,608)	(137)	359	(7,385)
Compañía de Financiamiento Comercial		138	10	5	5	8	18	10	(0)	-	10
Cooperativas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras		1,527	(292)	(52)	40	(151)	(163)	(199)	(8)	(13)	(220)
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>		<b>17,770</b>	<b>(4,650)</b>	<b>1,562</b>	<b>916</b>	<b>132</b>	<b>2,610</b>	<b>(7,797)</b>	<b>(145)</b>	<b>347</b>	<b>(7,595)</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	(14)	(0)	5	10	-	15	-	-	-	-
	Terceros	8,351	(1,718)	(502)	(698)	914	(285)	(95)	(208)	656	352
	Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>		<b>8,338</b>	<b>(1,718)</b>	<b>(497)</b>	<b>(688)</b>	<b>914</b>	<b>(270)</b>	<b>(95)</b>	<b>(208)</b>	<b>656</b>	<b>352</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	(487)	334	17	81	(101)	(3)	(144)	31	39	(74)
	Terceros	323	(19)	(326)	42	(206)	(490)	(201)	218	7	24
	Extranjeros	(0)	(0)	-	(0)	(0)	(0)	-	-	(0)	(0)
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>		<b>(163)</b>	<b>314</b>	<b>(309)</b>	<b>123</b>	<b>(307)</b>	<b>(493)</b>	<b>(345)</b>	<b>249</b>	<b>46</b>	<b>(50)</b>
Sociedades Fiduciarias	Propia	34	(6)	1	4	(5)	-	(14)	-	-	(14)
	Terceros	(582)	76	4,375	1,222	85	5,682	(5,221)	389	345	(4,487)
	Extranjeros***	4,421	199	(304)	804	(73)	427	(60)	4	1	(55)
	Extranjeros (TES verdes)****	105	-	-	-	(65)	(65)	-	-	-	-
	FIC	1,234	(875)	1,363	4	20	1,386	(2,270)	21	-	(2,249)
	Pasivos Pensionales	(149)	63	36	96	25	156	(114)	(8)	(35)	(157)
	Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>		<b>(548)</b>	<b>70</b>	<b>4,376</b>	<b>1,226</b>	<b>80</b>	<b>5,682</b>	<b>(5,235)</b>	<b>389</b>	<b>345</b>	<b>(4,501)</b>
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	511	471	(20)	56	91	127	(842)	(18)	248	(612)
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>		<b>511</b>	<b>471</b>	<b>(20)</b>	<b>56</b>	<b>91</b>	<b>127</b>	<b>(842)</b>	<b>(18)</b>	<b>248</b>	<b>(612)</b>
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>		<b>8,137</b>	<b>(862)</b>	<b>3,552</b>	<b>717</b>	<b>778</b>	<b>5,046</b>	<b>(6,517)</b>	<b>411</b>	<b>1,295</b>	<b>(4,811)</b>
Total Entidades Financieras Especiales**		910	(364)	49	213	91	353	(332)	14	-	(319)
Total Entidades Públicas****		2,127	1,154	(169)	(339)	(255)	(763)	(60)	-	-	(60)
	Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****		457	(416)	2	55	130	187	(969)	111	73	(786)
	Extranjeros	2	(27)	-	-	-	-	(205)	31	63	(111)
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>		<b>29,402</b>	<b>(5,137)</b>	<b>4,996</b>	<b>1,562</b>	<b>875</b>	<b>7,433</b>	<b>(15,676)</b>	<b>391</b>	<b>1,714</b>	<b>(13,571)</b>

**Fuente:** BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 22 de mayo de 2025. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios. \*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

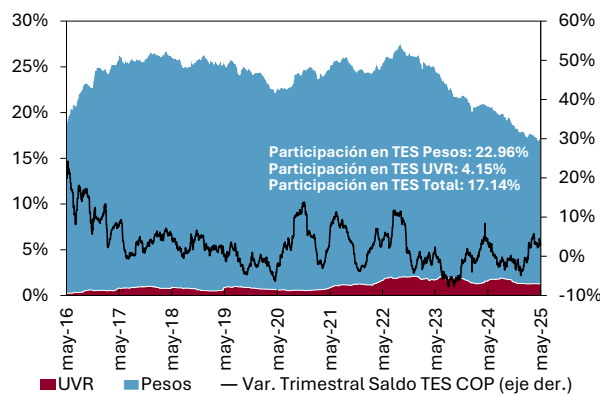


**Gráfico A3.3.** Saldo de compras netas de los inversionistas extranjeros en NDF de TES por referencia del título subyacente (COP miles de millones)



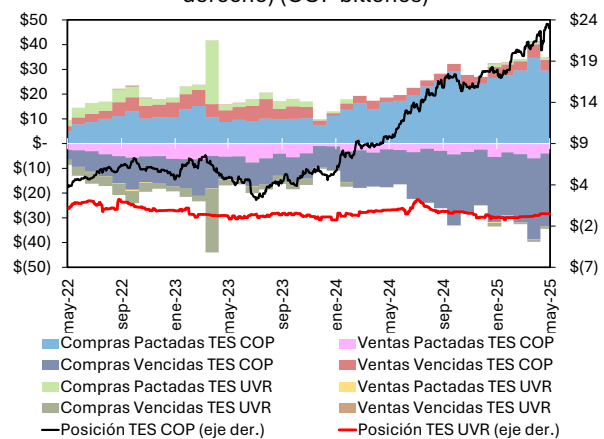
Fuente: BanRep.

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



Fuente: BanRep

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

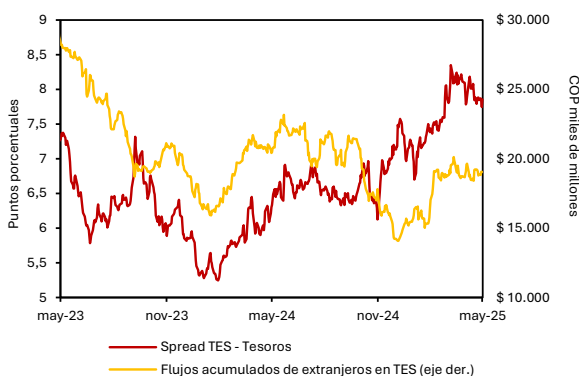


\*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

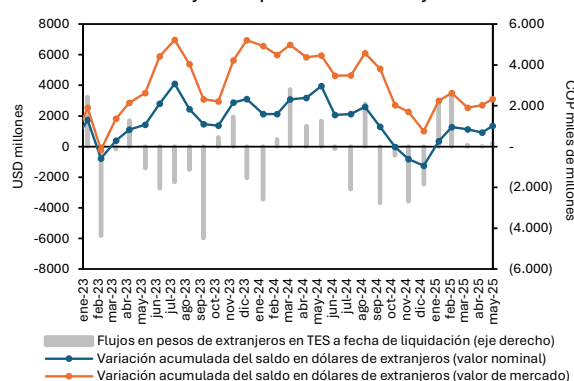
En los gráficos A3.6 - A3.10 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en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

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



Fuente: BanRep.

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



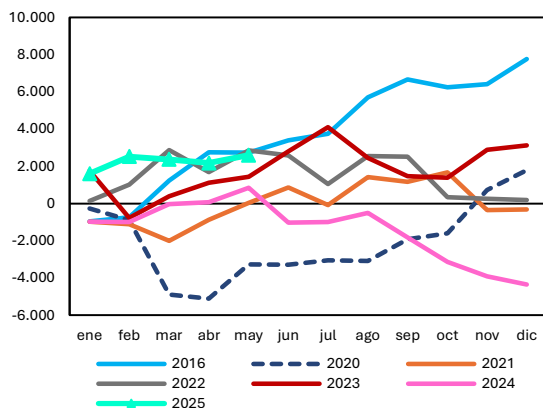
Fuente: BanRep.

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

ii) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte.

iii) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.

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



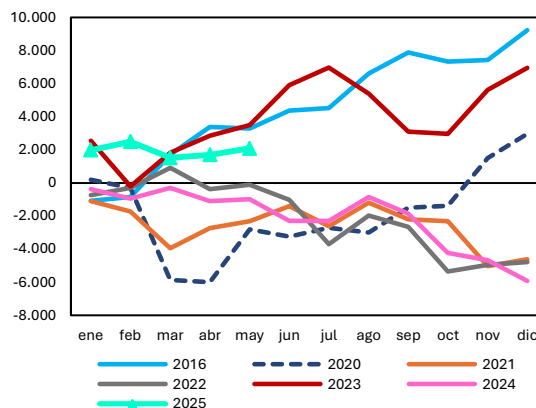
Fuente: BanRep.

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

ii) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte.

iii) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.

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



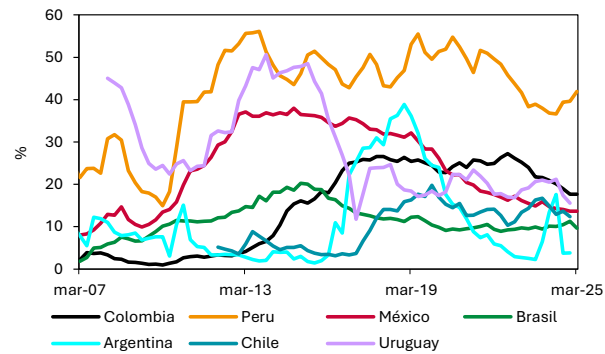
Fuente: BanRep.

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

ii) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte.

iii) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.

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

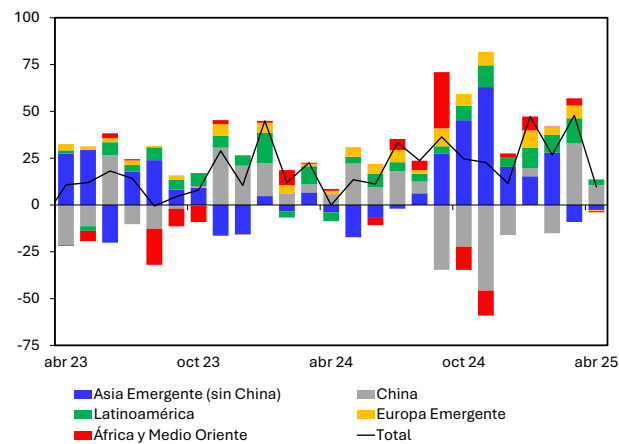


**Fuente:** IIF y FMI. **Nota:** Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. La información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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

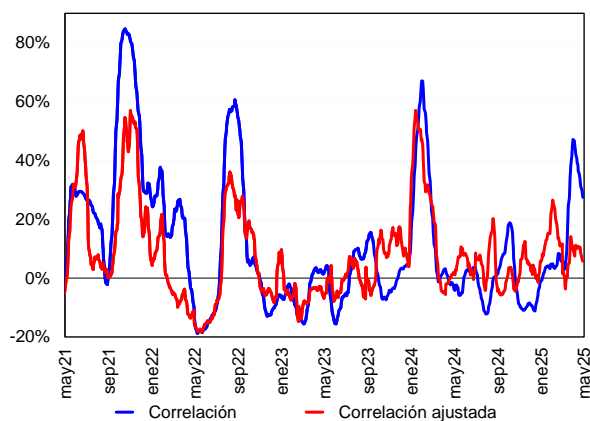
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

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



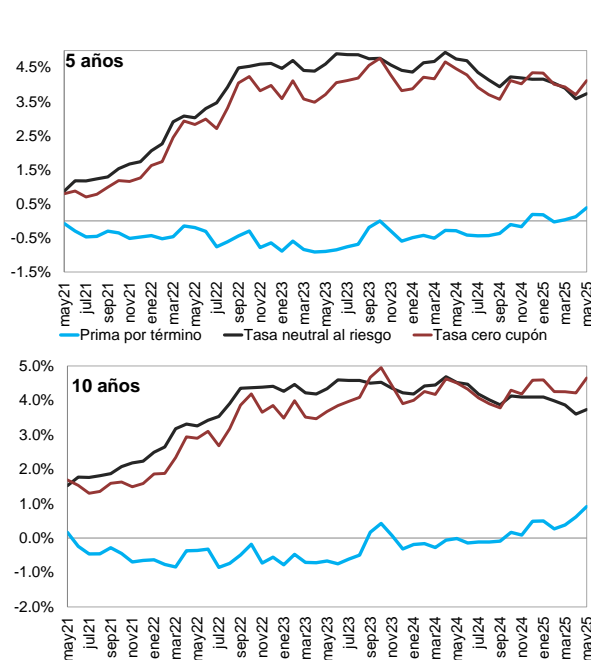
**Fuente:** IIF.

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



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

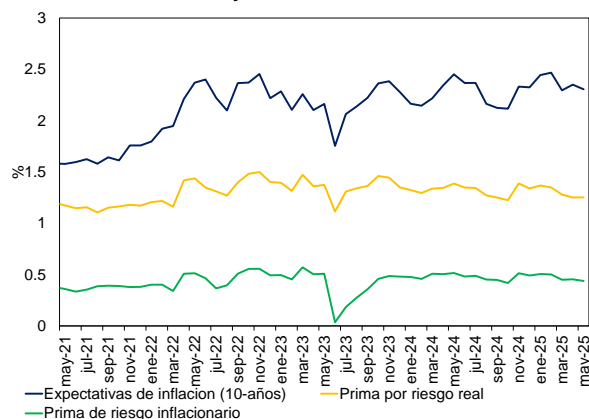
**Gráfico A4.3.** Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A5.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) disminuyó y se ubicó en 27,44%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también cayó y se ubicó en 5,74%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciada principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 22 de mayo, desde finales de abril las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,39% y 0,92%, respectivamente. Las tasas neutras al riesgo subieron 15 pb y 30 pb, y se ubicaron en 3,73% y 3,74% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). Por otra parte, la prima por riesgo inflacionaria en EE. UU. cayó (0,44%, ant: 0,45%), la prima por riesgo real se mantuvo estable (1,25%, ant: 1,28%) y la expectativa de inflación de largo plazo descendieron (2,30%, ant: 2,35%).

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



Fuente: Fed.

## Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<b>Países desarrollados</b>				
7may25	Reserva Federal	0	0	4,25% - 4,50%*
8may25	Banco de Suecia	0	0	2,25%
8may25	Banco de Noruega	0	0	4,50%
8may25	Banco de Inglaterra	-25	-25	4,25%
20may25	Banco de la Reserva de Australia	-25	-25	3,85%
21may25	Banco Central de Islandia	-25	-	7,50%
<b>Países emergentes/frontera</b>				
5may25	Banco Estatal de Pakistán	-100	0	11,00%
6may25	Banco Central de Armenia	0	-	6,75%
7may25	Banco Popular de China	-10	-	1,40%**
7may25	Banco Popular de China	-50	-	9,00%***
7may25	Banco Nacional de Georgia	0	-	8,00%
7may25	Banco Nacional Checo	-25	-25	3,50%
7may25	Banco Nacional de Polonia	-50	-50	5,25%
7may25	Banco Central de Brasil	50	50	14,75%
7may25	Banco de Mauricio	0	-	4,50%
8may25	Banco Central de Malasia	0	0	3,00%
8may25	Banco Central de Reserva del Perú	-25	0	4,50%
8may25	Banco de la Reserva de Malaui	0	-	26,00%
9may25	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
13may25	Banco de Uganda	0	-	9,75%
15may25	Banco de México	-50	-50	8,50%
16may25	Banco Nacional de Rumania	0	0	6,50%
20may25	Banco Popular de China	-10	-10	3,00% / 3,50%****
20may25	Banco Central de Nigeria	0	0	27,50%
21may25	Banco de Indonesia	-25	-25	5,50%
21may25	Banco Nacional de Angola	0	-	19,50%
21may25	Banco Central de Sri Lanka	-25	0	7,75%
22may25	Banco Central de Egipto	-100	-200	24,00%

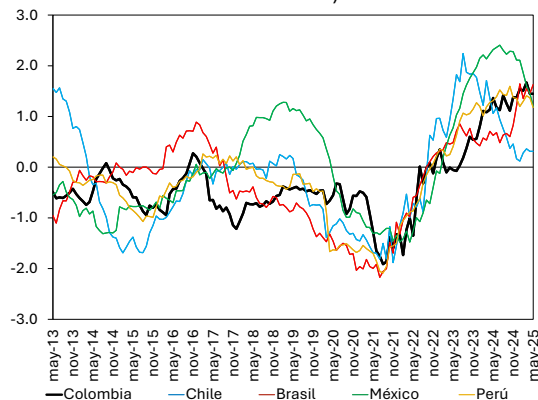
\*Corresponde al rango objetivo de la tasa de política monetaria.

\*\*Corresponde a la tasa de operaciones repo a 14 día.

\*\*\*Corresponde al requisito de reservas para los principales bancos.

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

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

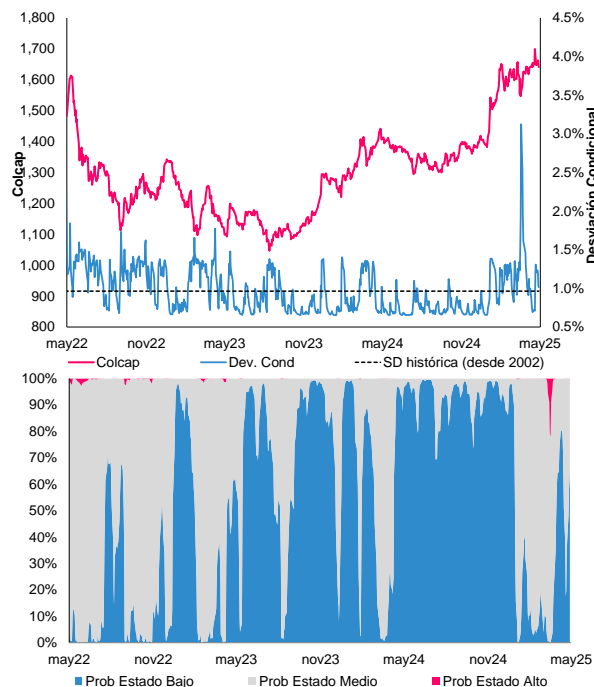


Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.



## Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

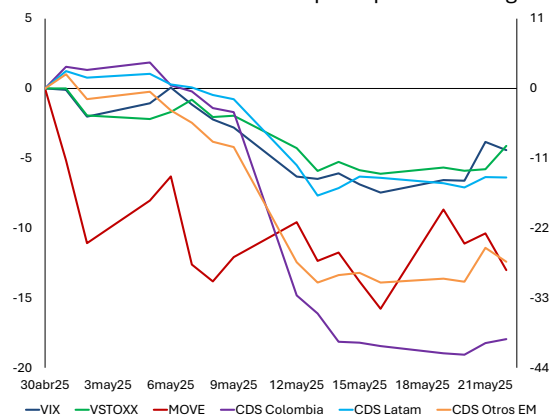
**Tabla A7.2.** Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	may-25	abr-25	may-25	abr-25
Aumentará	55,2%	46,4%	28,6%	11,1%
Sin cambios	17,2%	14,3%	21,4%	29,6%
Disminuirá	27,6%	39,3%	17,9%	29,6%
No aplica			32,1%	29,6%

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

## Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

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



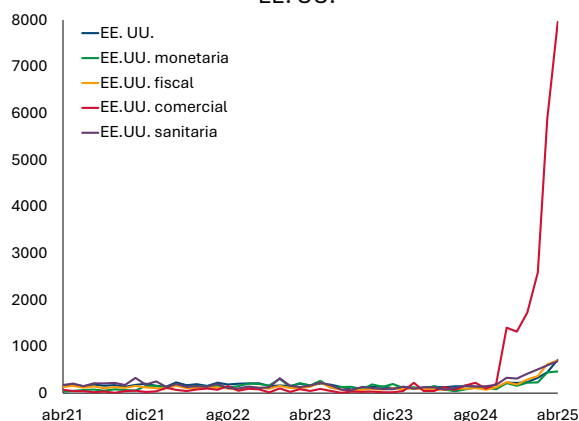
Fuente: Bloomberg. Los indicadores Vix, Vstoxx y Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

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

	EE. UU.					Europa				
	EE. UU.	Pol. monetaria	Pol. fiscal	Pol. sanitaria	Pol. comercial	Europa	Alemania	Italia	Reino Unido	España
mar-25	446	444	618	595	5886	575	1083	201	646	537
abr-25	716	464	700	686	7962	712	1318	246	682	620
Var.	270	20	82	91	2076	137	235	45	36	83

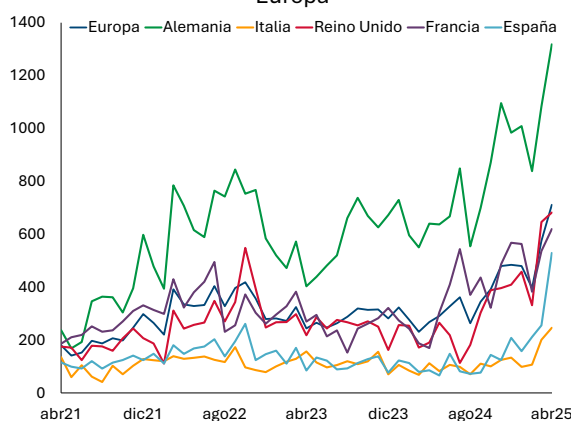
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

**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 Abril 2025			Esperada a Diciembre 2025		Vigente	Esperada a Diciembre 2025		Últimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2025	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Abr. 25	May. 25		Abr. 25	May. 25	Esp.	Obs.	Abr. 25	May. 25
<b>Colombia</b>	5,00%	5,16%	2,16%	4,50%	4,80%	9,25%	8,25%	8,25%	2,50%	2,70%	2,60%	2,60%
<b>Chile</b>	4,60%	4,50%	1,50%	4,10%	4,00%	5,00%	4,50%	4,50%	2,00%	2,29%	2,00%	2,00%
<b>México</b>	3,90%	3,93%	0,93%	3,70%	3,70%	8,50%	7,79%	7,57%	0,80%	0,80%	0,60%	0,20%
<b>Perú</b>	1,52%	1,65%	-0,35%	2,30%	2,40%	4,50%	4,35%	4,32%	3,90%	3,90%	2,90%	2,90%
<b>Brasil</b>	5,52%	5,53%	2,53%	5,55%	5,50%	14,75%	15,00%	14,75%	3,10%	3,61%	2,00%	2,14%
<b>Ecuador</b>	n.d.	-0,69%	-2,69%	2,00%	2,10%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-0,93%	1,70%	1,80%
<b>Argentina</b>	47,95%	47,30%	n.d.	29,10%	30,10%	29,00%	26,80%	26,93%	1,70%	2,10%	4,80%	4,90%
<b>EE. UU.</b>	2,40%	2,30%	0,30%	3,20%	3,00%	4,25% - 4,50%	3,95%	4,00%	-0,30%	-0,30%	1,40%	1,35%
<b>India</b>	3,20%	3,16%	-0,84%	4,90%	4,90%	6,00%	5,71%	5,50%	6,70%	6,15%	6,50%	6,30%
<b>Sudáfrica</b>	2,70%	2,80%	-1,70%	3,66%	3,50%	7,50%	7,20%	7,00%	1,00%	0,90%	1,50%	1,35%
<b>China</b>	-0,10%	-0,10%	-3,01%	1,10%	0,90%	1,40%	1,14%	1,09%	5,20%	5,40%	4,50%	4,40%
<b>Rusia</b>	10,30%	10,23%	6,23%	9,10%	9,20%	21,00%	17,30%	17,30%	1,70%	1,40%	1,60%	1,50%
<b>Turquía</b>	38,00%	37,86%	32,86%	34,00%	34,30%	46,00%	33,60%	36,20%	2,30%	3,00%	2,90%	2,95%
<b>Noruega</b>	2,50%	2,50%	2,80%	2,60%	2,60%	4,50%	3,90%	3,98%	0,60%	1,00%	1,20%	1,30%
<b>Costa Rica</b>	n.d.	0,37%	-2,63%	2,40%	2,10%	4,00%	3,75%	3,79%	n.d.	3,80%	3,70%	3,50%
<b>El Salvador</b>	n.d.	-0,10%	-3,40%	2,10%	1,80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,40%	2,40%	2,40%
<b>Guatemala</b>	n.d.	1,47%	-2,53%	3,80%	3,30%	4,50%	3,38%	3,81%	n.d.	4,50%	3,50%	3,50%
<b>Honduras</b>	n.d.	4,40%	-0,60%	4,50%	4,50%	5,75%	5,81%	5,69%	n.d.	3,40%	3,30%	3,20%
<b>Panamá</b>	n.d.	-0,70%	-2,29%	1,80%	1,60%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4,90%	3,60%	3,70%
<b>Paraguay</b>	n.d.	4,00%	0,00%	4,00%	3,90%	6,00%	5,94%	5,95%	n.d.	3,60%	3,80%	3,70%

**Colombia:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citi el 27 de mayo.

**Brasil:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 23 de mayo.

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

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

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

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

\* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 1T25, excepto en Brasil, Ecuador, Argentina, India, Sudáfrica, Turquía, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay, cuya información corresponde al 4T24.

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