

**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 abril de 2025

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALS

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS.....	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas.....	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana	11
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona	17
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región 18	
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	20
2.1.	Expectativas de TPM.....	20
2.2.	Expectativas de crecimiento económico	24
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO.....	25
4.	RECUADROS/ANEXOS.....	27
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	27
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	33
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local.....	35
	Anexo 4. Actualización sobre la colocación de deuda pública en el mercado internacional	38
	Anexo 5. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	39
	Anexo 6. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	41
	Anexo 7. 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	42
	Anexo 8. IDOAM, análisis por componentes	43
	Anexo 9. Indicadores de percepción de riesgo internacional	43
	Anexo 10. Expectativas macroeconómicas de otros países.....	44

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

- Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las medidas de expectativas de inflación de corto plazo provenientes de los mercados financieros disminuyeron significativamente mientras que las provenientes de encuestas se mantuvieron estables. Ambas fuentes de información sugieren expectativas de inflación 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 un recorte de 25 puntos básicos (pb) y que esta se mantenga inalterada en la reunión de abril. Para finales de 2025, el mercado espera que la TPM se ubique en 8,25%, mientras que las encuestas proyectan 8,00%.
- Los títulos de deuda pública colombiana (TES) se valorizaron, en línea con los títulos de los demás países de la región. Esta dinámica se produjo en un contexto de elevada incertidumbre en los mercados, tanto a nivel local como internacional, y de menor liquidez en el mercado de deuda pública local.
- Los inversionistas extranjeros revirtieron parcialmente su tendencia compradora observada en el primer trimestre del año, realizando ventas en el mercado de contado, mientras que en el de futuros de TES continuaron comprando. Por su parte, los fondos de pensiones y cesantías (FPC) continuaron vendiendo TES. En este contexto, los principales demandantes de TES en pesos y UVR fueron los bancos comerciales.

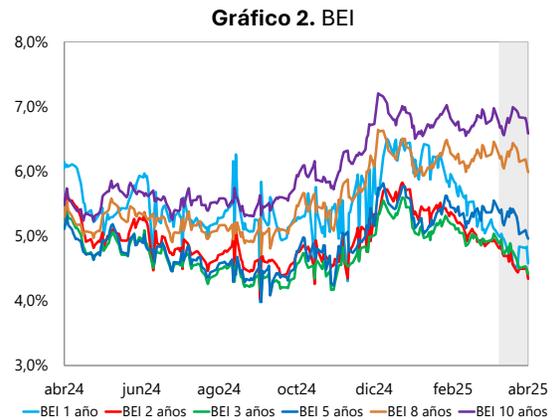
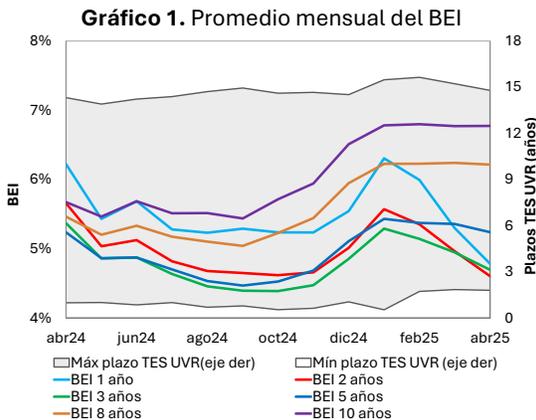
Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	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
mar-25	5.30%	4.96%	5.00%	5.20%	4.00%	3.87%	4.68%	4.62%	3.79%	3.73%	4.49%	4.46%	4.47%	4.00%	3.73%	4.50%	3.90%	3.72%	3.51%	4.19%	3.90%	3.50%	3.30%
abr-25	4.78%	4.60%	4.84%	5.25%	3.28%	3.33%	4.42%	4.42%	3.35%	3.38%	4.24%	4.16%	4.50%	3.95%	3.69%	4.50%	3.90%	3.72%	3.50%	4.19%	3.73%	3.59%	3.34%
Variación (pb)	-51	-36	-15	5	-71	-54	-26	-20	-44	-36	-25	-30	3	-5	-4	0	0	0	-1	0	-17	9	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, se redujo para el corto y mediano plazo, y presentó leves variaciones a largo plazo. Con información hasta el 23 de abril, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó en promedio 51 puntos básicos (pb) a 4,78% para el plazo de un año, y 12 pb a 5,24% para el plazo de cinco años, mientras que el plazo de diez años se mantuvo en 6,77% (Gráfico 1). Por otro lado, al comparar las tasas del 23 de abril con las tasas observadas el 31 de marzo, se observan reducciones para todos los plazos, principalmente en el corto plazo (Cuadro 2 y Gráfico 2).



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

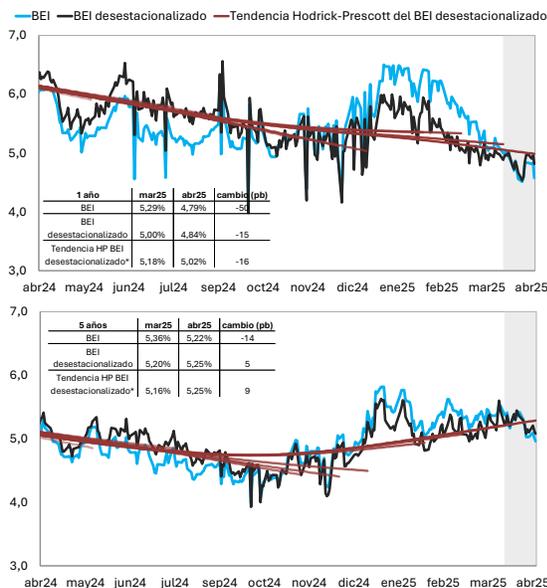
Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)											
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
31mar25	9,34%	10,03%	10,60%	11,48%	12,37%	12,77%	4,35%	5,21%	5,70%	6,10%	6,11%	6,02%
23abr25	9,09%	9,70%	10,24%	11,11%	12,07%	12,53%	4,52%	5,36%	5,83%	6,15%	6,08%	5,94%
	Variaciones (pb)											
	-25	-32	-36	-37	-30	-24	17	15	13	6	-3	-8
Var. BEI	-42	-48	-48	-42	-27	-17						
BEI	4,58%	4,34%	4,41%	4,96%	5,99%	6,58%						

	Promedios mensuales											
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
mar25	9,06%	9,65%	10,16%	11,00%	11,91%	12,35%	3,76%	4,68%	5,21%	5,64%	5,67%	5,58%
abr25*	9,26%	9,90%	10,45%	11,35%	12,30%	12,75%	4,47%	5,30%	5,76%	6,11%	6,08%	5,98%
	Variaciones (pb)											
	20	25	30	35	39	41	71	61	55	47	42	40
Var. BEI	-51	-36	-25	-12	-3	0						
BEI	4,78%	4,60%	4,70%	5,24%	6,22%	6,77%						

*Información disponible al 23 de abril 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, se modera la reducción de las expectativas de inflación de corto plazo. Asimismo, la tendencia del BEI ajustado estacionalmente refleja una reducción de menor magnitud en el corto plazo. La disminución de estas expectativas es consistente con el menor dato de inflación registrado en marzo; no obstante, la reducción en la medida desestacionalizada del BEI también podría reflejar el aumento de la incertidumbre internacional y la menor liquidez relativa de los títulos de corto plazo (Gráfico A2.4 y Gráfico A2.5). Con el fin de controlar por la estacionalidad de los TES denominados en UVR a inicio y fin de cada año (periodos en los que estos títulos suelen presentar mayores valorizaciones producto de las inflaciones mensuales altas), el Gráfico 3 presenta los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Además, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (estimada mediante un filtro de

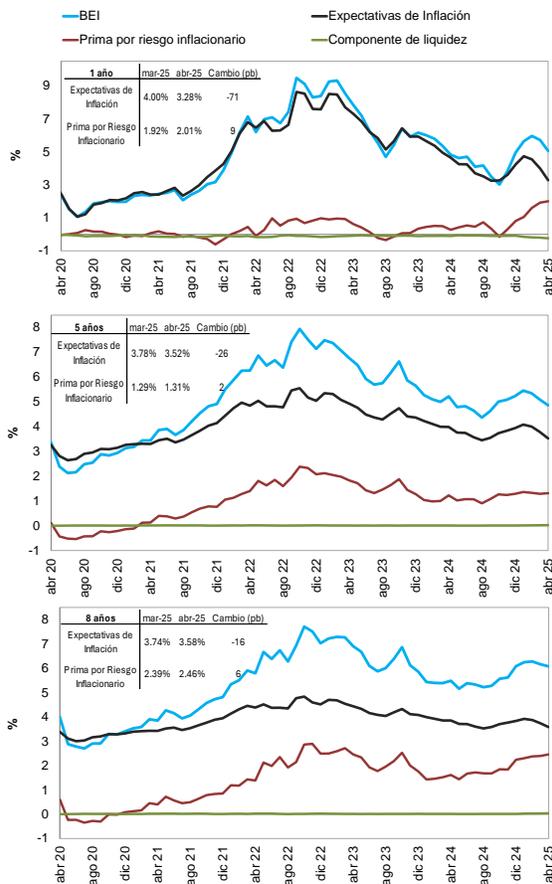
Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo que permite observar el ajuste de la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado promedio disminuyó a 4,84% para el plazo de un año (ant: 5,00%) y aumentó a 5,25% para el plazo de cinco años (ant: 5,20%). Por su parte, la tendencia promedio también se redujo para el plazo de un año (obs: 5,02%; ant: 5,18%) y aumentó para el plazo de cinco años (obs: 5,25%; ant: 5,16%).

El componente de expectativas de inflación del BEI disminuyó de manera significativa y se ubica en 3.28% con 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 BEI¹ para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en expectativas de

¹ Según Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano", las expectativas de inflación netas de primas se calculan como el diferencial de las tasas nominales y reales libres de riesgo extraídas de los mercados de deuda pública local a diferentes plazos. 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

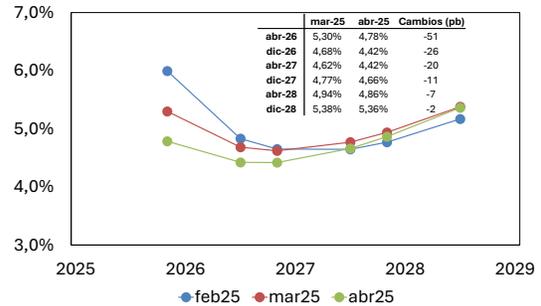
inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los TES UVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 3,28% (ant: 4,00%), 3,52% (ant: 3,78%) y 3,58% (ant: 3,74%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

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



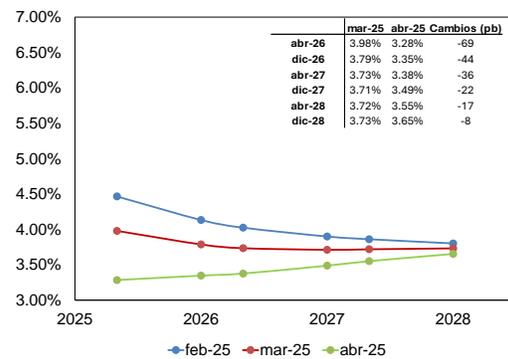
Fuentes: Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 5,05% (ant: 5,72%), 4,86% (ant: 5,09%) y 6,07% (ant: 6,16%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

Gráfico 5A. FBEI sin ajuste



Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes del BEI, el cual se estima con base en las tasas de cupón de TES en pesos y UVR, calculadas por el BanRep. Se presenta esta misma gráfica usando la información de precio en el Anexo 7 (Gráfico A7.4).

Gráfico 5B. FBEI neto de primas



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

De acuerdo con los Forward Break-Even Inflation (FBEI), tanto su versión sin ajuste como la ajustada por primas, las expectativas de inflación descendieron para los próximos dos años. Para calcular las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como al cierre de los próximos tres años², y considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para los meses de abril y diciembre de 2026, 2027 y 2028 mediante la curva FBEI, las cuales se ubican en 4,78%, 4,42%, 4,42%, 4,66%, 4,86% y 5,36%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un

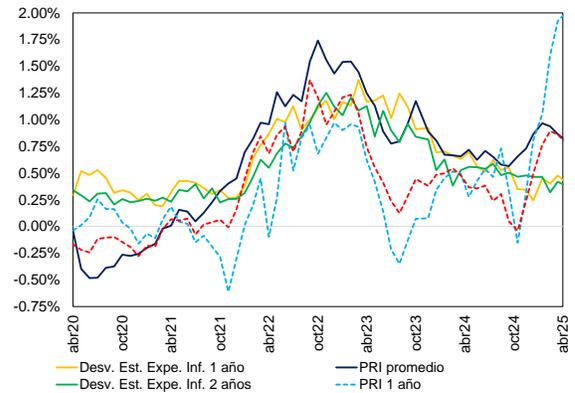
por incertidumbre sobre la inflación a futuro y fricciones particulares de cada mercado (como las preferencias de algunos agentes en invertir en cierto tipo de títulos). Finalmente, el componente de liquidez se calcula como el diferencial entre la prima por liquidez extraída de los TES en pesos y de 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 estima con modelos diferentes.

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

componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 3,28%, 3,35%, 3,38%, 3,49%, 3,55% y 3,65% para los mismos plazos.

Las primas por riesgo inflacionario (PRI) presentaron leves cambios, mientras que la desviación estándar de las expectativas de inflación a uno y dos años cayeron. Las PRI variaron +9 pb, -8 pb, +2 pb y +6 pb para los plazos de 1, 2, 5 y 8 años, y se ubicaron en 2,01%, 0,78%, 1,31% y 2,46%, en su orden. Por su parte la dispersión de las expectativas de inflación a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep cayeron y se ubicaron en 0,41% y 0,38%, respectivamente (ant: 0,48% y 0,42%, Gráfico 6). El mayor nivel de la PRI de un año puede estar respondiendo a la alta incertidumbre en el frente fiscal local y el aumento de la prima por riesgo inflacionario en EE. UU., factores que podrían generar presiones inflacionarias ante la posible depreciación del tipo de cambio (Gráfico A4.5)³.

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



Fuente: BanRep.

Las expectativas obtenidas tanto del BEI ajustado por primas como de la EME del BanRep indican que, para los horizontes de 1 y 2 años, la inflación tendría una mayor probabilidad de ubicarse en el rango del 3% al 4%. Además, en términos generales, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren en el rango del 2% al 3% aumentó. 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 68,7% (ant: 52,1%) y de 60,0% (ant: 57,5%), respectivamente (Gráfico 7.1 y 7.2)⁴. Para el horizonte de dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren dentro de este rango son del 97,2% (ant: 62,1%) y del 75,8% (ant: 84,2%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4)⁵. 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 25,86% (ant: 1,50%) y 0,00% (ant: 5,00%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente; y a dos años se ubicaron en 2,72% (ant: 0,00%) y 15,15% (ant: 13,16%). Las expectativas del mercado indican una disminución en la probabilidad de que las expectativas de inflación se ubiquen por encima del 4%⁶. Además, a la pregunta *¿Qué probabilidad le asigna a cada rango de inflación total en cada periodo?* de la EME, los analistas esperan con mayor probabilidad que la inflación se ubique dentro del rango del 4% al 5% en 2025 (probabilidad de 64,75%⁷) y dentro del rango del 3% al 4% en 2026 (probabilidad de 58,3%⁸).

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

⁴ 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 64,9% (ant: 14,9%) y 7,5% (ant: 17,5%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

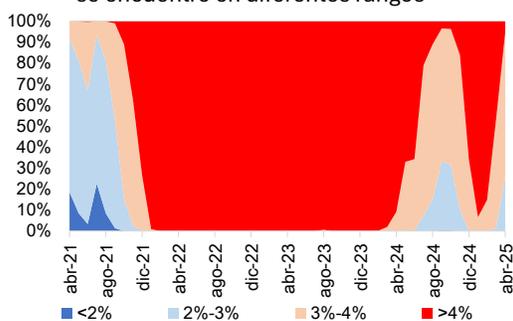
⁵ Las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango entre 2,5% y 3,5% para el plazo a dos años son 73,4% (ant: 1,3%) y 42,4% (ant: 39,5%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

⁶ Las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren por encima del 4% se ubicaron en 5,29% (ant: 46,44%) y del 0,08% (ant: 37,9%), a uno y dos años respectivamente.

⁷ Calculado como el promedio de las respuestas correspondientes al rango del 4% al 5%.

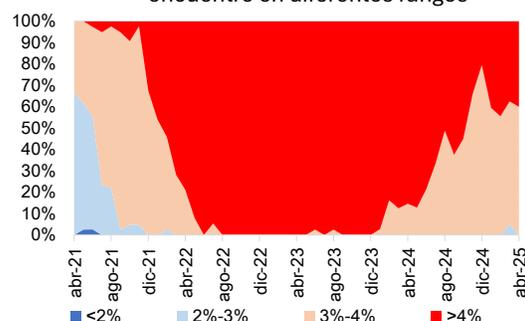
⁸ Calculado como el promedio de las respuestas correspondientes al rango del 3% al 4%.

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



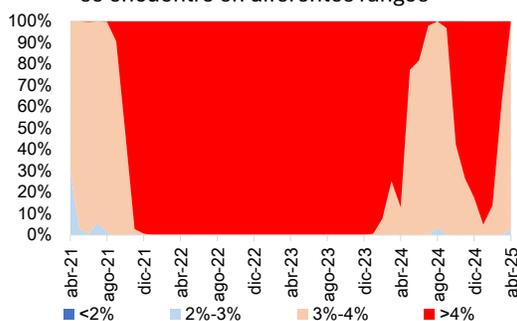
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
mar-25	0.00%	1.50%	52.06%	46.44%
abr-25	0.19%	25.86%	68.66%	5.29%

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



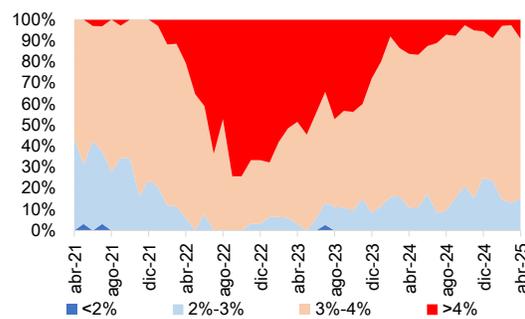
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
mar-25	0.00%	5.00%	57.50%	37.50%
abr-25	0.00%	0.00%	60.00%	40.00%

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



Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
mar-25	0.00%	0.00%	62.10%	37.90%
abr-25	0.00%	2.72%	97.20%	0.08%

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



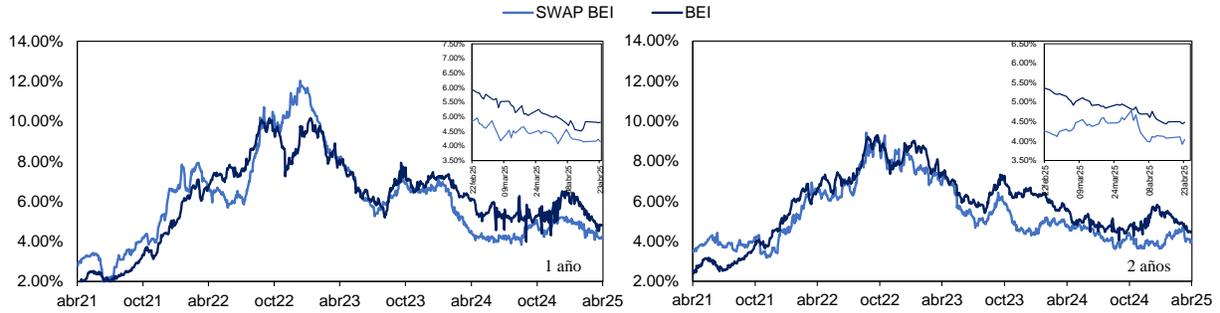
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
mar-25	0.00%	13.16%	84.21%	2.63%
abr-25	0.00%	15.15%	75.76%	9.09%

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

La expectativa de inflación a uno y dos años de los contratos de derivados descendió, en línea con las expectativas del mercado de deuda. En el Gráfico 8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁹), en comparación con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, con información hasta el 23 de abril, los *swaps* BEI promedio mensual a 1 y 2 años variaron -25 pb y -30 pb, y se ubicaron en 4,24% y 4,16% (ant: 4,49% y 4,46%), respectivamente. La medida *forward* del primer al segundo año descendió (obs: 4,08%, ant: 4,43%).

⁹ 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 Inflación¹⁰ (ICEI), que refleja la dinámica común de las expectativas de inflación provenientes del mercado y de encuestas, presentó leves reducciones para todos los plazos (Gráficos 9 al 12). La mayor tendencia decreciente la presentaron las expectativas de corto plazo. Además, las expectativas de mediano y largo plazo retomaron la tendencia decreciente observada desde mediados de 2024.

Gráfico 9. ICEI de corto plazo

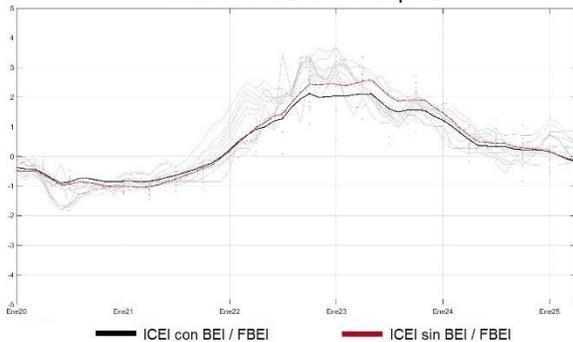


Gráfico 10. ICEI de mediano plazo

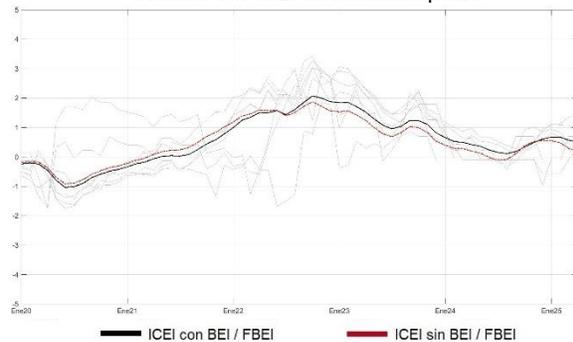


Gráfico 11. ICEI de largo plazo

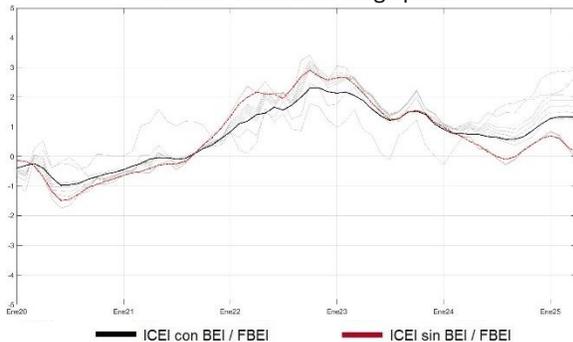
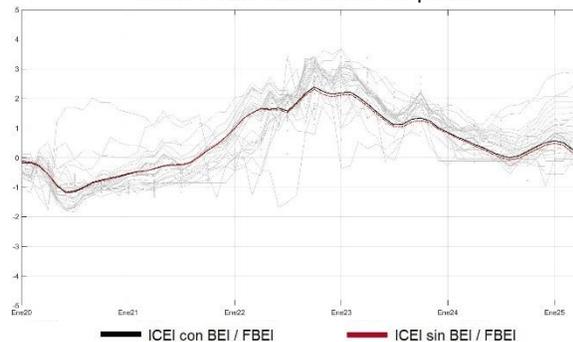


Gráfico 12. ICEI a todos los plazos



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, se mantuvieron relativamente estables. El promedio¹¹ de las encuestas de expectativas de inflación total se ubicó en niveles similares a los observados el mes previo para finales de 2025 (obs: 4,50%; ant: 4,48%), 2026 (obs: 3,70%; ant: 3,72%), 12 meses (obs: 3,93%; ant: 3,95%) y 24 meses (obs: 3,50%; ant:

¹⁰ 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.

¹¹ 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 4,21% a 4,41%, mientras que para 2026 lo hizo de 3,53% a 3,67%.

3,51%). Por su parte, la última EME del BanRep mostró leves reducciones de la mayoría de las expectativas de inflación sin alimentos, mientras que para la inflación sin alimentos ni regulados (SAR) estas expectativas registraron un comportamiento mixto (Gráficos 13 al 16).

Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025 según encuestas

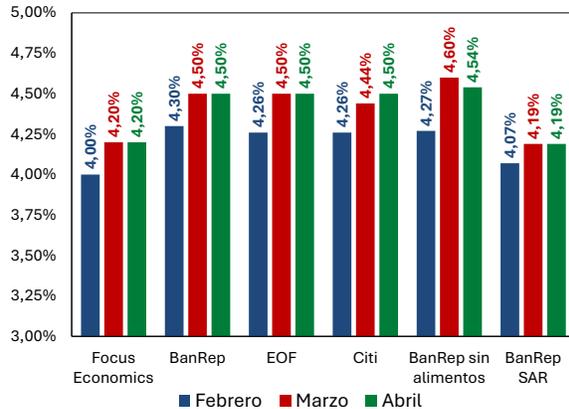


Gráfico 14. Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas

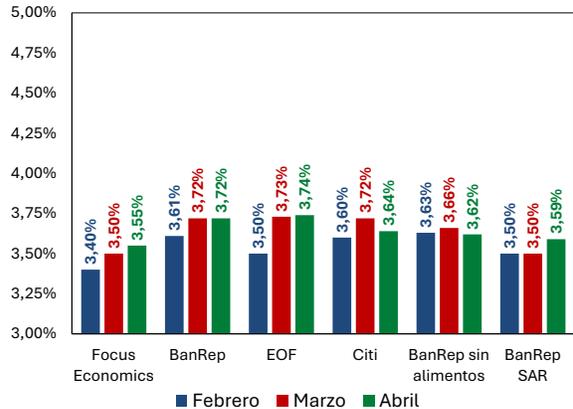


Gráfico 15. Inflación esperada a 12 meses según encuestas

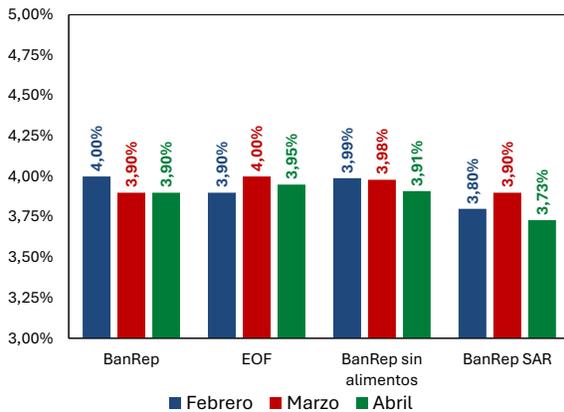
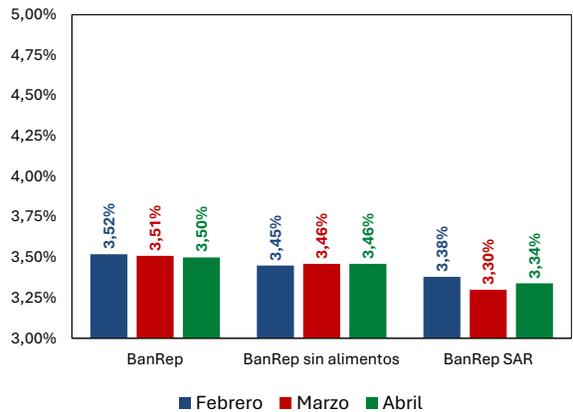


Gráfico 16. Inflación esperada a 24 meses según encuestas



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 15 de abril, con encuestas recolectadas hasta el 13 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 8 y el 10 de abril. La EOF se publicó el 23 de abril con datos recolectados entre el 8 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 23 de abril.

En marzo, la inflación mensual sin alimentos y SAR se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado y por debajo de lo observado en el mismo mes de los últimos tres años. Asimismo, se espera que el dato de abril se ubique por debajo de lo registrado en el mismo periodo de los últimos tres años. La inflación sin alimentos se ubicó en 0,45% m/m en marzo, por debajo de lo esperado por los analistas encuestados por la EME (0,56%) y del dato registrado en marzo de 2022 (0,59%), 2023 (1,09%) y 2024 (0,69%). Asimismo, la inflación SAR se ubicó en 0,48%, por debajo de lo esperado (0,50%) y de lo registrado durante el mismo mes de 2022 (0,58%), 2023 (1,01%) y 2024 (0,53%). Para abril, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos y SAR se ubique en 0,40%, por debajo de los niveles registrados en abril de 2022, 2023 y 2024 (Gráfico 17).

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

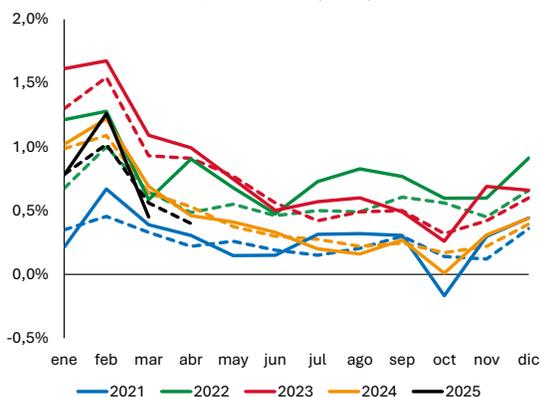
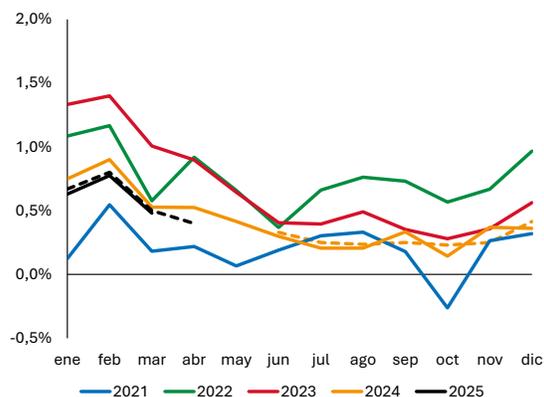


Gráfico 18. Inflación mensual SAR y expectativas (EME)



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

Las expectativas de inflación de corto y mediano plazo implícitas en los mercados financieros disminuyeron, mientras que aquellas provenientes de encuestas se mantuvieron estables. Ambas fuentes de información sugieren expectativas de inflación por encima de la meta de 3% durante los próximos dos años. La reducción en las expectativas de mercado pudo estar asociada con: *i*) la publicación del dato de inflación de marzo (5,09%), el cual se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado (5,12%); *ii*) la continuidad de la tendencia de corrección registrada desde febrero, tras los aumentos importantes observados durante los meses previos; y *iii*) la estacionalidad propia de las tasas de los TES denominados en UVR de corto plazo. 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.

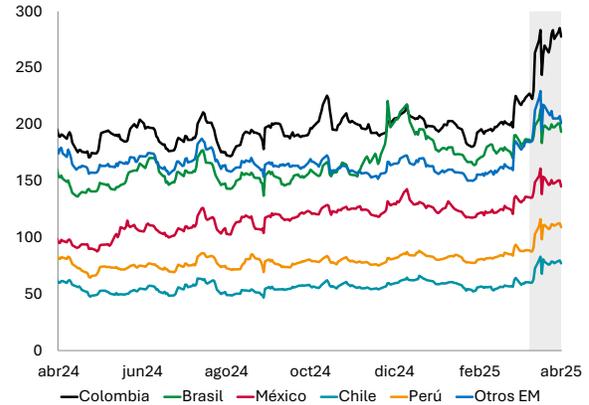
De esta manera, la brecha entre las expectativas de inflación provenientes del mercado de deuda pública y aquellas obtenidas a partir de encuestas, se tornó negativa, un comportamiento que no se observaba desde noviembre de 2024. A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 3,93% (ant: 3,95%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 3,28% (ant: 4,00%). A 24 meses, la encuesta del BanRep indica una expectativa de 3,50% (ant: 3,51%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 3,38% (ant: 3,73%)¹².

¹² A diciembre de 2026, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,70% (ant: 3,72%), mientras que el FBEI a 2026 neto de primas se ubica en 3,35% (ant: 3,79%) para el mismo plazo.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

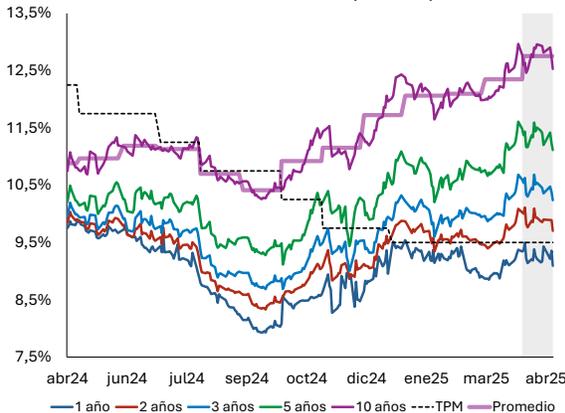
Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se empujó por mayores valorizaciones de los títulos de corto plazo. Este comportamiento se dio en un contexto de alta volatilidad, caracterizado inicialmente por desvalorizaciones de los activos de riesgo a nivel global tras la imposición de aranceles por parte del gobierno de Estados Unidos a sus socios comerciales¹³. A lo anterior se sumó: i) la caída de los precios del petróleo, asociada con los temores de una desaceleración económica global producto de los aranceles y con la decisión de la OPEP+ de aumentar su producción¹⁴; y ii) temores sobre la independencia de la FED, ante la intención del presidente Trump de despedir al presidente de esta entidad (una acción no permitida bajo la legislación vigente), Jerome Powell. Posteriormente, estas desvalorizaciones se revirtieron ante la mejora del apetito por activos de economías emergentes, luego que el presidente Trump suspendiera una parte de los aranceles anunciados inicialmente, mostrara disposición al diálogo con el gobierno chino, y desistiera de despedir a Powell. No obstante, el CDS a cinco años del país aumentó en mayor medida que el de sus pares de la región, soportado por la reducción de los precios del petróleo y factores de incertidumbre fiscal a nivel local, que se han visto reflejados en el anuncio de la suspensión de la Línea de Crédito Flexible y la prolongación de la revisión del Artículo IV por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI)¹⁵ (Gráficos 19 al 21).

Gráfico 19. Credit Default Swaps Latam (5 años)



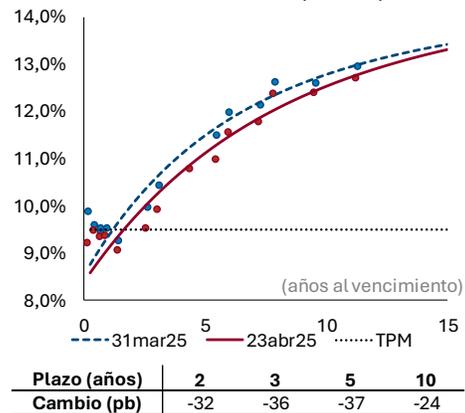
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

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

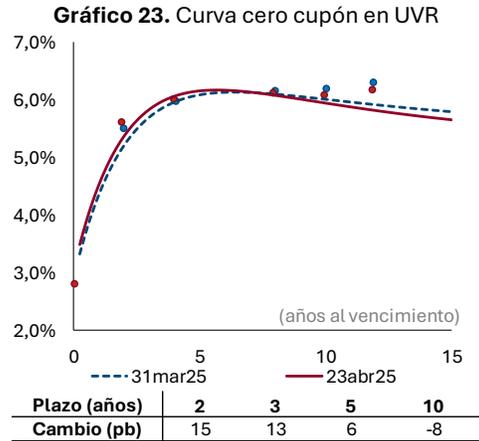
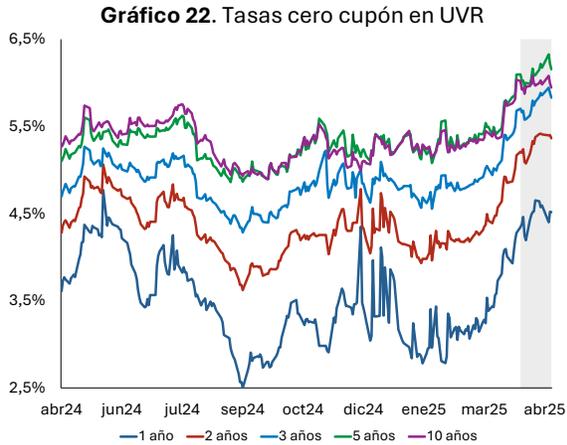


¹³ Para un mayor detalle ver el *Sombreado 1: Incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante la política comercial de EE.UU.* del [Reporte de Mercados Financieros del 1T25](#).

¹⁴ El 3 de abril, la OPEP+ decidió incrementar su producción de petróleo en 411 mil barriles diarios a partir de mayo, casi el triple de lo que tenía inicialmente previsto.

¹⁵ Durante este periodo, el CDS a cinco años aumentó 50 pb en Colombia, 20 pb en Perú, 17 pb en Chile, 10 pb en México y 7 pb en Brasil. Por su parte, el CDS de una muestra de países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) aumento 17 pb. Adicionalmente, el 18 de abril el FMI publicó un comunicado en el marco de la revisión del Artículo IV, en el que indicó que la revisión continúa y que se requiere un ajuste en el frente fiscal dadas las sorpresas que se han dado al alza en los niveles de déficit fiscal y de deuda pública. Por su parte, el 27 de abril, el FMI anunció la suspensión de la Línea de Crédito Flexible que tiene Colombia con esta entidad hasta que se complete la revisión del artículo IV y se realice una evaluación adicional en octubre, en aras de confirmar que el país continúa cumpliendo los requisitos para acceder a esta facilidad.

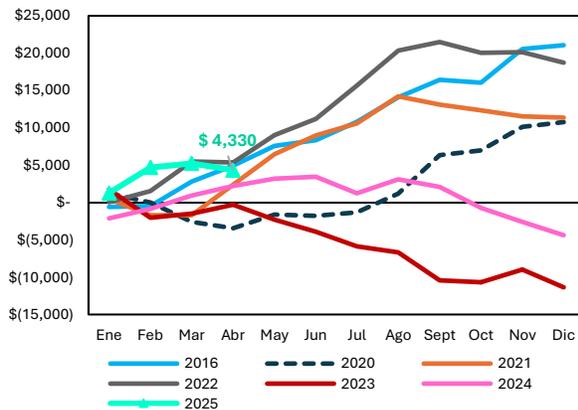
La curva de TES denominados en UVR se aplanó por desvalorizaciones de los títulos del tramo corto y leves variaciones de los demás tramos. Las desvalorizaciones del corto plazo respondieron a la publicación del dato de inflación de marzo (5,09%), por debajo de lo esperado por el mercado (5,12%), y al comportamiento estacional de las tasas de estos títulos. Por su parte, la magnitud de las desvalorizaciones de los demás tramos estuvo en línea con el comportamiento de los TES en pesos para estos mismos plazos (Gráficos 22 y 23).



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 23 de abril, los inversionistas extranjeros revirtieron la tendencia compradora que presentaron hasta marzo, vendiendo TES denominados en pesos por COP 1,2 billones (b), principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP -1,1 b)¹⁶. Por el contrario, en TES denominados en UVR, compraron en neto COP 266 mm en el mercado de contado, principalmente en el tramo largo (COP 260 mm). De esta manera, en lo corrido del 2025 acumulan compras netas por COP 4,3 billones (b) en el mercado de contado de TES (Gráfico 24), manteniéndose como el segundo mayor grupo de tenedores de estos títulos (17,3% del total de TES en circulación, Gráfico 25).

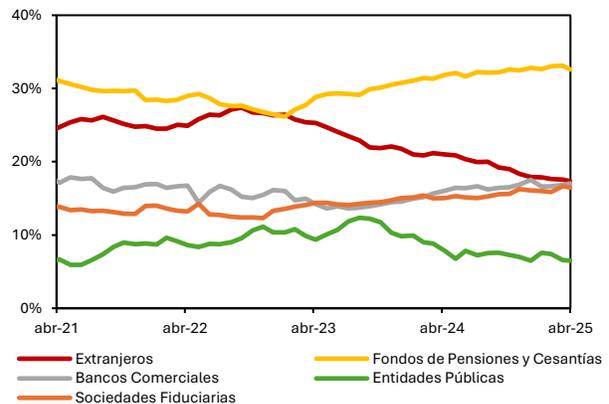
Gráfico 24. Flujos netos de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)



Fuente: BanRep.

Nota: Se incorpora los últimos 4 años y se agregan los flujos de 2016 por ser un 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.

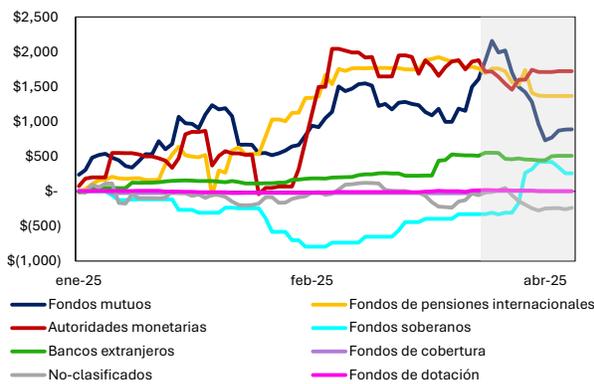
Nota: Excluye la transferencia de los TES en el portafolio del Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al Ministerio de Hacienda (entidades públicas) en abril de 2023, así como la posterior transferencia del 25% de ese portafolio del Ministerio de Hacienda a Fiduprevisora 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.

¹⁶ En TES denominados en pesos del tramo medio y corto presentaron flujos netos por COP -155 mm y COP 130 mm, respectivamente.

Los fondos mutuos y fondos de pensiones internacionales lideraron las ventas de los inversionistas extranjeros en TES, mientras que los fondos soberanos compensaron parcialmente esta tendencia (Gráfico 26)¹⁷. Desde la última reunión de la JDBR, los fondos mutuos y fondos de pensiones internacionales realizaron ventas netas por COP 719 mm y COP 398 mm, respectivamente, mientras que los fondos soberanos compraron en neto COP 588 mm.

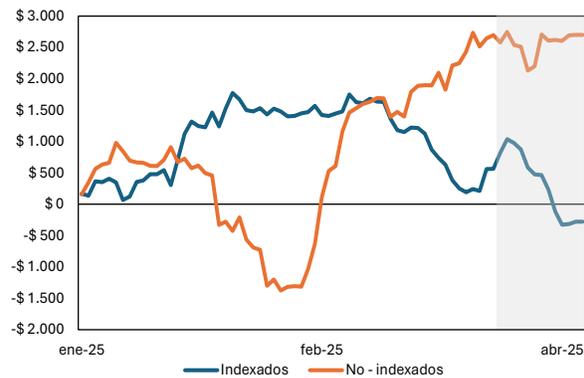
Además, los inversionistas extranjeros clasificados como indexados¹⁸ al índice *GBI-EM Global Diversified*¹⁹ lideraron las ventas, mientras que los flujos de los no-indexados permanecieron estables (Gráfico 27). Los agentes indexados realizaron ventas netas por COP 925 mm, mientras que los no-indexados compraron en neto COP 19 mm desde la última reunión de la JDBR. Las ventas de los agentes extranjeros 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 TES²⁰, continuando con la tendencia compradora que vienen presentado desde mediados de 2023. Así, su posición compradora aumentó COP 721 mm desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 28), hasta alcanzar COP 21,2 b el 23 de abril de 2025. De acuerdo con la información reportada por las contrapartes locales al BanRep, estas compras se

¹⁷ A abril 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, 24% para los fondos de pensiones internacionales, 16% para las autoridades monetarias, 6% para los fondos soberanos, 3% para los bancos extranjeros, 2% para las compañías de seguros internacionales, y 8% para los demás tipos de agentes.

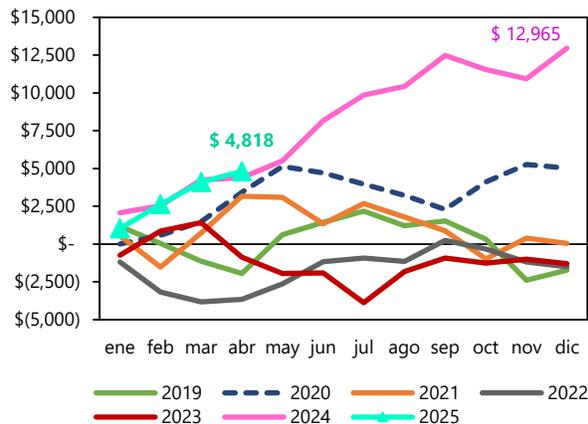
¹⁸ La clasificación se basa en la metodología propuesta por [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#), en la cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores 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.

¹⁹ 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

²⁰ 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.

concentraron en referencias del tramo medio de la curva de TES en pesos (COP 912 mm)²¹. En cuanto a sus contrapartes locales, las corporaciones financieras fueron el tipo de entidad con la que concentraron el incremento en su posición compradora durante el periodo (COP 836 mm), mientras que con las sociedades comisionistas de bolsas y bancos comerciales la disminuyeron en COP 107 mm y COP 8 mm.

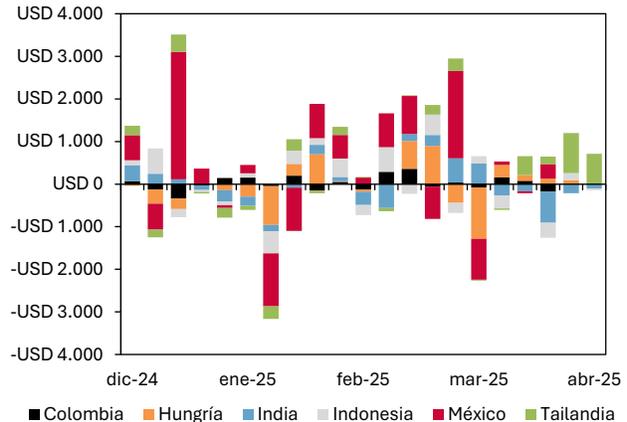
Gráfico 28. Posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año (COP mm)



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).

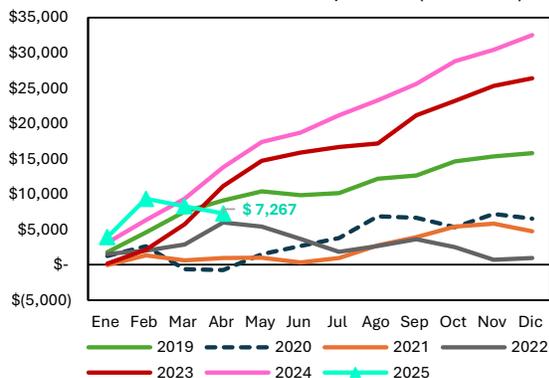
Gráfico 29. Flujos netos semanales de inversionistas extranjeros en títulos de deuda de un grupo de países emergentes (USD millones)



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.

A nivel global, se observaron flujos de venta de inversionistas extranjeros en títulos de deuda²² a principios de abril, los cuales han corregido 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 India, Indonesia y Colombia han presentado ventas netas por USD 1.195 m, USD 221 m y USD 120 m, respectivamente, mientras que Tailandia ha presentado compras por USD 2.267 m.

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



Fuente: BanRep.

Los FPC continuaron vendiendo en neto TES desde la última reunión de la JDBR. No obstante, siguen demandando referencias del tramo largo de la curva (Gráfico 30). Durante el periodo, los FPC vendieron en neto TES en pesos por COP 786 mm, principalmente en referencias del tramo medio y corto de la curva, sobre la cuales vendieron COP 716 mm y COP 436 mm, respectivamente, mientras que en el tramo largo compraron títulos por COP 366 mm. Por su parte, en TES denominados en UVR realizaron ventas netas por COP 232 mm, principalmente en referencias del tramo medio y corto de la curva (COP 334 mm y COP 233 mm, respectivamente)²³, mientras que en el tramo largo compraron COP 335 mm. De esa manera, se mantienen como los principales tenedores de TES (32,6% del total de TES en circulación).

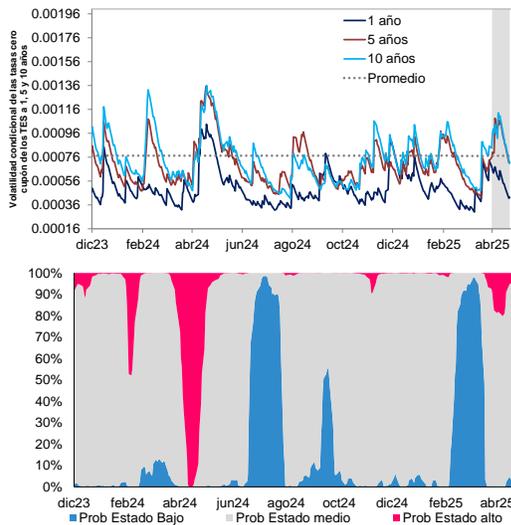
²¹ En instrumentos sobre referencias del tramo largo de la curva aumentaron su posición compradora en COP 510 mm, mientras que en referencias del tramo corto la disminuyeron en COP 700 mm.

²² Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.

²³ En títulos del tramo largo denominados en UVR realizaron compras netas COP 355 mm.

Desde la última reunión de la JDBR, los bancos comerciales han sido los principales compradores de TES, tanto en pesos como en UVR. Por su parte, las entidades públicas no realizaron operaciones de manejo de deuda en el mercado de contado de TES durante el período analizado, a diferencia de lo observado en meses anteriores. En el mercado de TES en pesos, estas entidades demandaron títulos por COP 2,2 b, COP 2,0 b y COP 3,2 b en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. Por su parte, en TES denominados en UVR presentaron flujos netos por COP 437 mm, COP 591 mm y COP -140 mm en esos mismos plazos.

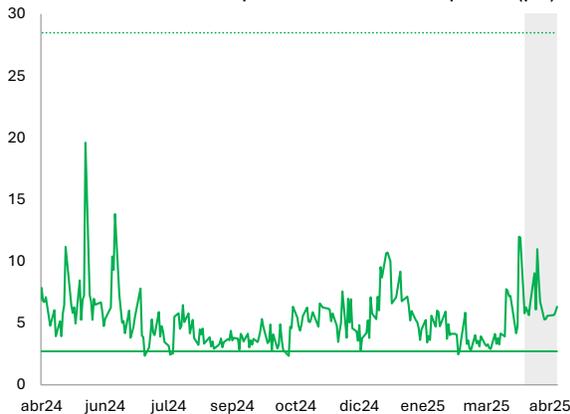
Gráfico 31. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES



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

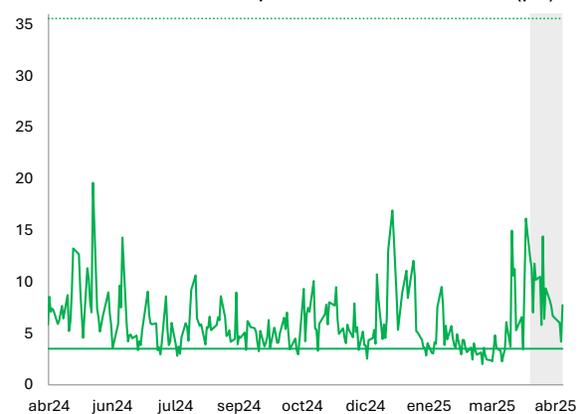
Durante el período analizado, la volatilidad del mercado de TES en pesos disminuyó, corrigiendo el aumento registrado en abril, y se ubicó con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 31), al tiempo que la liquidez se deterioró frente a lo observado en marzo y frente a su promedio de los cinco años previos a la pandemia. Respecto a los indicadores de liquidez, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio de los TES en pesos y UVR se ubicó por encima del observado en marzo, mientras que la profundidad promedio de estos títulos se ubicó por debajo de lo observado el mes anterior. Estos indicadores continúan reflejando niveles de liquidez inferiores a los cinco años previos a la pandemia del Covid-19²⁴ (Anexo 2 – Gráficos 32 al 35).

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

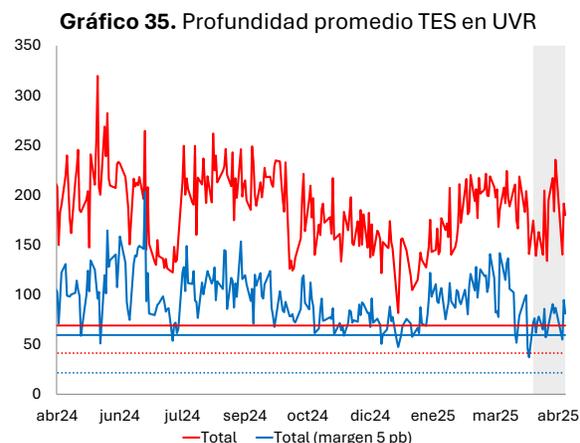
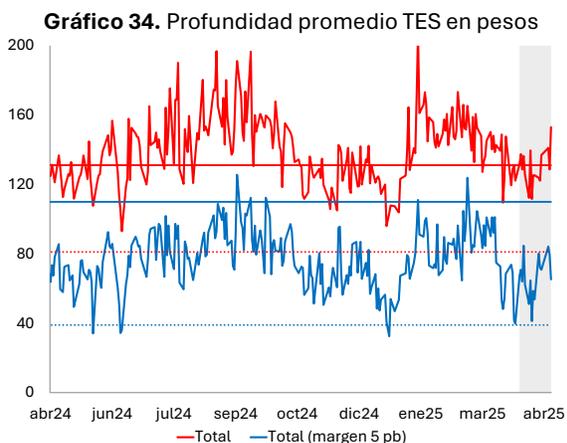


Fuente y Cálculos: BanRep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del Gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A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

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

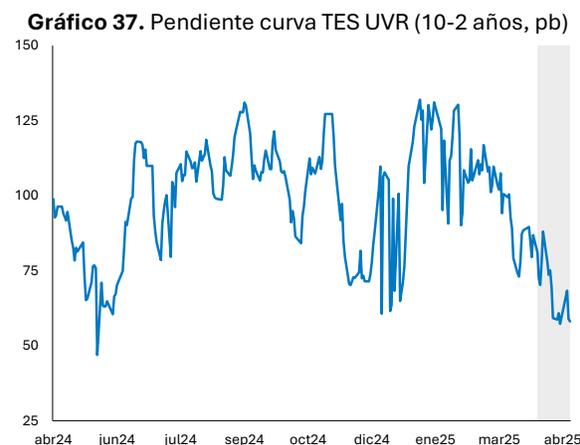
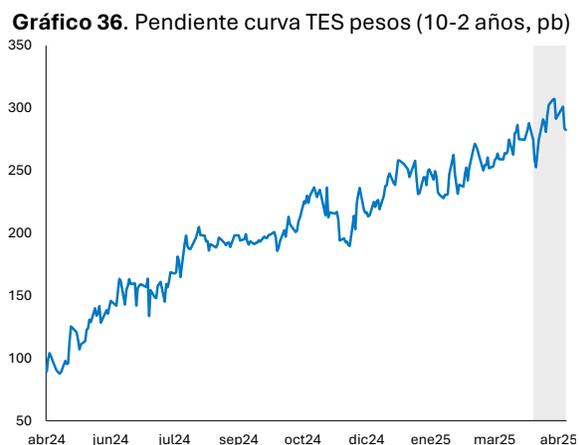


²⁴ Al 23 de abril, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 6,7 pb para los TES en pesos y 8,5 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 5,3 pb y 6,4 pb observados durante marzo, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años pre-pandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 135,6 mm a COP 129,8 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR lo hizo de COP 191,9 mm a COP 172,8 mm. Durante los cinco años pre-pandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).



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

La curva de los TES denominados en pesos continuó empinándose, en línea con la incertidumbre fiscal en el frente local. Por su parte, la curva de los TES en UVR se aplanó. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años aumentó 8 pb, alcanzando un nivel de 283 pb en la curva de TES pesos, y se redujo 23 pb, hasta un nivel de 58 pb, para la curva de TES UVR (Gráficos 36 y 37).



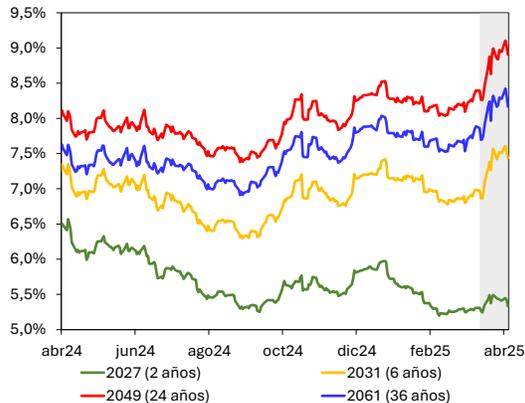
Fuentes: SEN y Master Trader, **Cálculos:** BanRep.

Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se desvalorizaron, y la diferencia de sus tasas con las de los títulos locales disminuyó. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas de los títulos con vencimientos a 2, 6, 24 y 36 años presentaron variaciones de 2 pb, 46 pb, 51 pb y 31 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) disminuyó 75 pb, debido a que los títulos locales presentaron valorizaciones mientras que los de deuda externa se desvalorizaron (Gráfico 39).

El 15 de abril se llevó a cabo una subasta de títulos de deuda pública denominados en dólares en los mercados internacionales por un monto de USD 3.800 m. Aunque la demanda por estas emisiones fue elevada, el costo de la operación en términos de tasas resultó alto, en línea con una mayor percepción de riesgo fiscal (Ver Anexo 4). El monto adjudicado se distribuyó en partes iguales de USD 1.900 m entre dos nuevas referencias con vencimiento en 2030 y 2035. El nuevo bono con vencimiento en 2030 se colocó con una tasa de rendimiento de 7,50% y un *spread* de 351 pb sobre el Tesoro de referencia, mientras que el de 2035 lo hizo con un rendimiento del 8,75% y un

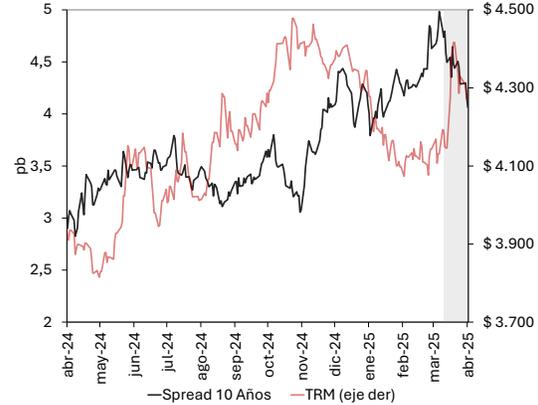
spread de 441 pb. Ambos spreads son superiores a los registrados en emisiones para plazos similares hechas por otros países de la región desde 2024. Además, la subasta registró un bid-to-cover de 2,7 veces el monto emitido, continuando con la tendencia de menor demanda observada en las subastas realizadas desde abril de 2024 (Ver Anexo 4).

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



Fuente: Bloomberg.

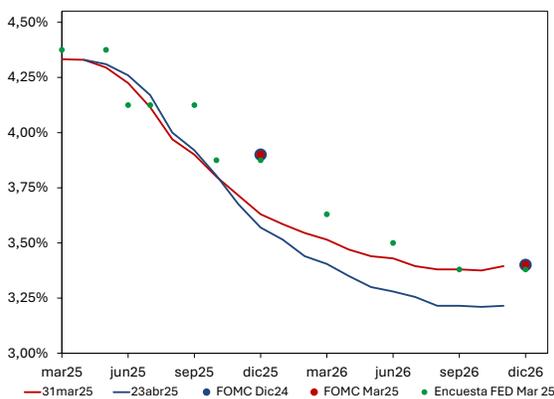
Gráfico 39. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



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.

Durante abril, las expectativas del mercado de futuros sobre las tasas de los fondos federales se ajustaron levemente a la baja, descontando recortes por igual magnitud durante 2025, con una volatilidad alta en estas expectativas durante el periodo. El mercado descuenta que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) recortará la tasa en 75 pb (ant: 75 pb) durante 2025. A comienzos de abril, se dieron expectativas de una política monetaria más acomodativa en EE.UU. ante el aumento de las expectativas de recesión en esta economía, tras los anuncios arancelarios de la

administración Trump. Estas expectativas corrigieron durante los últimos días del mes ante el mayor optimismo del mercado frente a una posible negociación entre EE. UU. y China (ver Sección 1.4.). Estas proyecciones del mercado se encuentran por debajo de las proyecciones del FOMC publicadas en marzo para el cierre de 2025 y el cierre de 2026 (Gráfico 40).

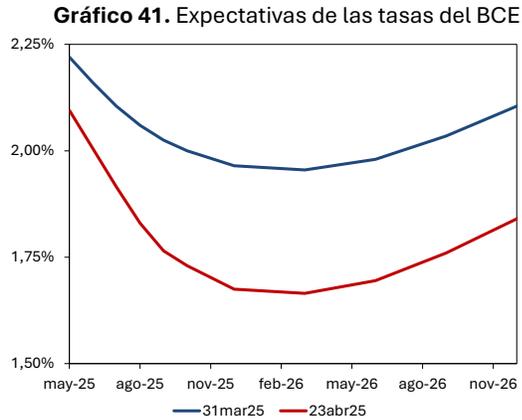
En esta misma línea, el CME²⁵ muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2025 es aquel consistente con un recorte de 75 pb (ene: 75 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2025 se ubicó en el rango entre 3,50% y 3,75% durante abril (probabilidad del 34%), seguido del rango entre 3,25% y 3,50% (probabilidad del 30%, Cuadro 3).

²⁵ Chicago Mercantile Exchange.

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)							
31mar25	1%	7%	24%	34%	24%	8%	1%	0%
23abr25	1%	11%	30%	34%	19%	5%	1%	0%

Fuente: CME.



Fuente: Bloomberg.

En Europa, frente a lo observado a finales de marzo, el mercado anticipa recortes por mayor magnitud para 2025 y 2026. Los futuros de la tasa Euribor anticipan un recorte adicional de 25 pb en la próxima reunión del ECB (ant: 0 pb) y recortes acumulados por 50 pb durante 2025 (ant: 25 pb) (Gráfico 41, Anexo 6).

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

La curva de Tesoros de EE. UU. se empinó ante desvalorizaciones del tramo largo (Gráfico A5.3).

Durante los primeros días de abril, los Tesoros se valorizaron en respuesta a los anuncios de aranceles por parte del gobierno de EE. UU, dado su rol como activo refugio y reflejando además expectativas de mayores recortes de tasas por parte de la FED. No obstante, posteriormente presentaron desvalorizaciones importantes ante: *i*) la liquidación de Tesoros por parte de inversionistas apalancados (i.e. fondos de coberturas) con el fin de obtener liquidez para responder a llamados al margen sobre posiciones de *basis trade*²⁶; *ii*) la especulación de posibles ventas por parte de inversionistas extranjeros, especialmente China; *iii*) un aumento en la prima a término asociado con la mayor incertidumbre inflacionaria y fiscal; y *iv*) temores sobre la independencia de la FED, ante la intención del presidente Trump de despedir al presidente de esta entidad (una acción no permitida bajo la legislación vigente), Jerome Powell, aunque posteriormente se conocieron reportes descartando esta posibilidad.

Por el contrario, la mayoría de los títulos de deuda pública de la región se valorizó. Similar a lo observado en Colombia, este comportamiento se dio en un contexto de alta volatilidad, caracterizado inicialmente por desvalorizaciones dado el menor apetito por riesgo a nivel global tras la imposición de aranceles por parte del gobierno de EE. UU, y la incertidumbre en torno a la independencia de la FED. No obstante, posteriormente se registraron valorizaciones ante el mayor apetito hacia economías emergentes luego que el presidente Trump suspendiera una parte de los aranceles anunciados inicialmente, mostrara disposición al diálogo con el gobierno chino, y

²⁶ Estrategia de inversión que consiste en aprovechar la diferencia entre el precio de los Tesoros en los mercados de contado y a futuro. Si un bono está más barato en el mercado de contado, un inversionista puede aprovechar la oportunidad de arbitraje comprando el papel en este mercado y simultáneamente vendiéndolo en el mercado a futuro a un precio más alto. No obstante, cuando las condiciones de mercado cambian desfavorable, especialmente por aumentos en las tasas de interés o por mayor volatilidad, pueden generarse: *i*) llamados al margen ya que la posición vendedora en futuros requiere mantener colateral, y si el precio del futuro sube, el inversionista pierde dinero en esa parte de la operación y debe aportar más colateral, por lo que para cubrir ese margen adicional, el inversionista puede verse obligado a liquidar Tesoros de su cartera; *ii*) desapalancamiento, ya que muchas operaciones se hacen con apalancamiento elevado, usando financiamiento de corto plazo. Así, si el financiamiento se vuelve más caro o difícil de obtener, los inversionistas deshacen la estrategia (venden Tesoros y cierran su posición en futuros) para reducir riesgo; y *iii*) los fondos que emplean estas estrategias pueden enfrentar pérdidas que los fuerzan a reducir exposición y vender activos líquidos como Tesoros. Es decir, cambian las condiciones de mercado de tal manera que deben cerrar la estrategia antes de tiempo.

desistiera de despedir a Powell. Estas valorizaciones también reflejaron la corrección a la baja de las expectativas de política monetaria en la mayoría de estas economías, especialmente en Brasil, por las posibles presiones a la baja sobre la actividad económica y la inflación producto de la nueva política comercial estadounidense. En este contexto, las pendientes 10 años-2 años aumentaron 48 pb (hasta un nivel de 73 pb) en Brasil, 39 pb (hasta un nivel de 142 pb) en México, 22 pb (hasta un nivel de 57 pb) en EE. UU. y 10 pb (hasta un nivel de 285 pb) en Perú, mientras que en Chile se mantuvo estable en 59 pb (Gráficos 42 a 44, Anexo 4).

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

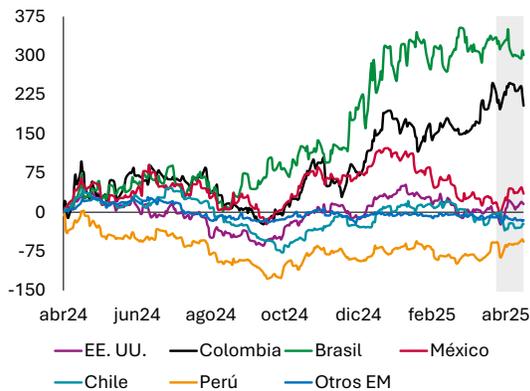
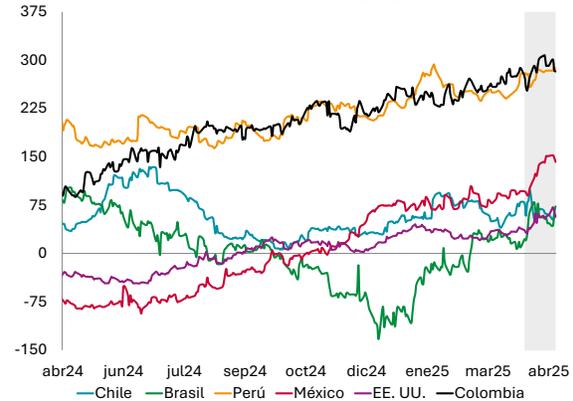


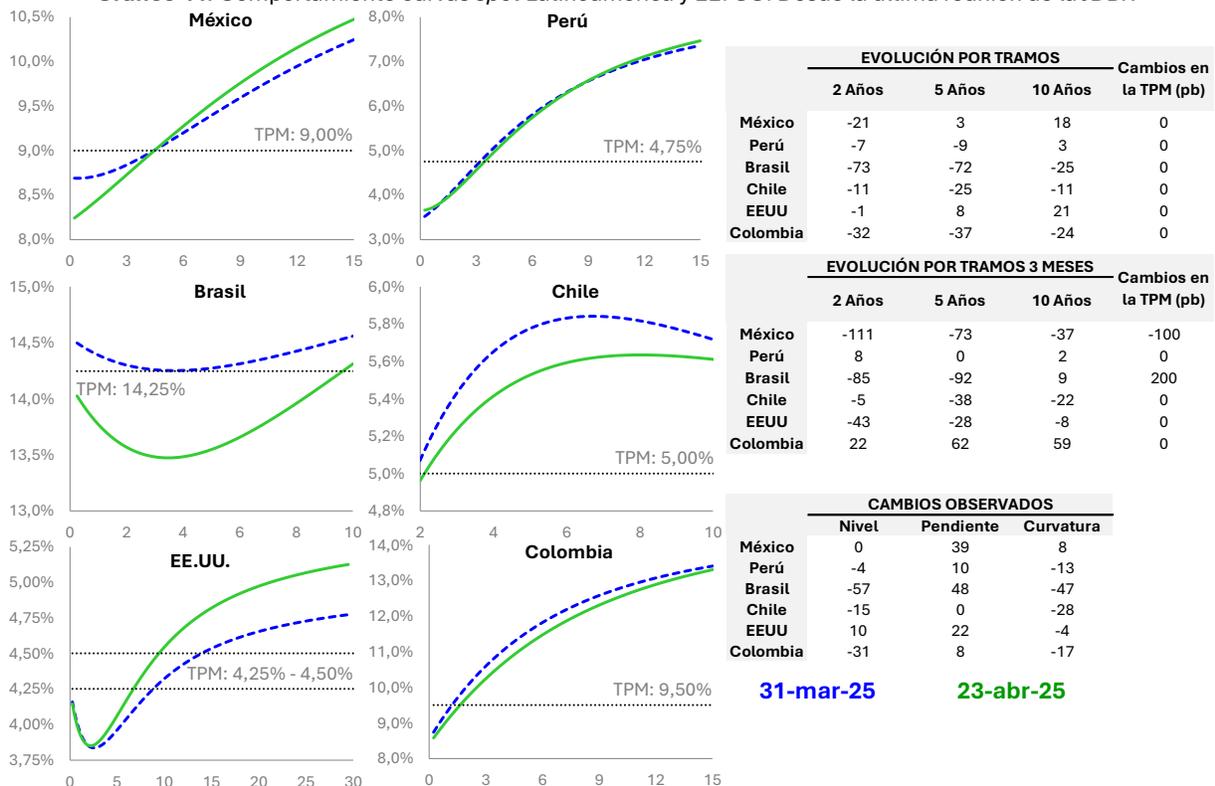
Gráfico 43. Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

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.

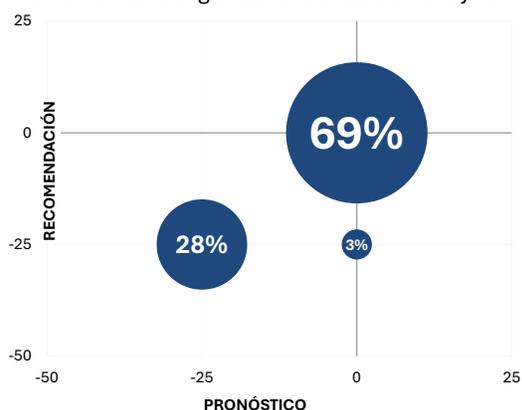
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

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

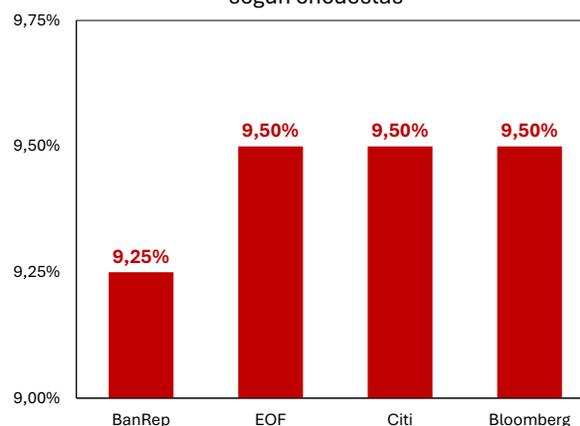
Las encuestas indican que la mayoría de los agentes esperan que las tasas de interés de mantendrán inalteradas en la próxima sesión de la JDBR. No obstante, un porcentaje importante descuenta una reducción de 25pbs. Primero, según la EME²⁷, la mediana señala una reducción de 25 pb hasta 9,25% en abril (desviación estándar de 14 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera²⁸ (EOF), 14 de los 27 agentes encuestados esperan que la TPM se mantenga en 9,50%, 12 estiman un recorte de 25 pb, mientras que el agente restante proyecta una reducción de 50 pb. Por su parte, de las 20 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg²⁹, 18 esperan que la TPM se mantenga en 9,50%, mientras que una entidad proyecta un recorte de 25 pb y otra entidad estima uno de 50 pb. Por último, de acuerdo con las encuestas de analistas financieros de Citi³⁰ y ANIF³¹, de las 32 entidades encuestadas, el 69% espera y recomienda que la TPM se mantenga inalterada en abril, un 28% espera y recomienda que disminuya 25 pb, y el 3% restante espera que permanezca inalterada, pero recomienda que disminuya 25 pb. La desviación estándar de las expectativas disminuyó de 16 pb a 10 pb entre marzo y abril (Gráficos 45 y 46, y Anexo 1).

Gráfico 45. Expectativa de cambio (pb) TPM para la reunión de abril según las encuestas de Citi y ANIF.



Fuente: Citi y ANIF.

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 8 y el 10 de abril. La EOF se publicó el 23 de abril con datos recolectados entre el 8 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 23 de abril. La información de Bloomberg se tomó hasta el 25 de abril.

²⁷ Datos recolectados entre el 8 y el 10 de abril.

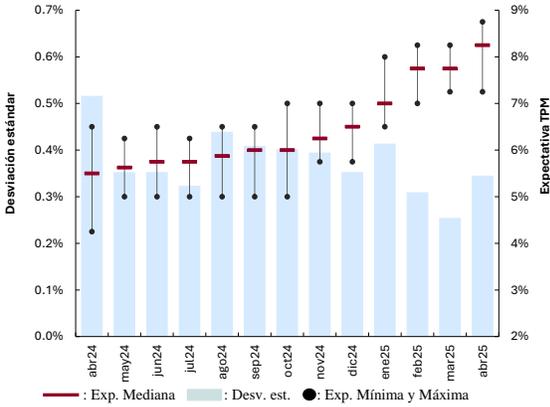
²⁸ Publicada el 23 de abril con información recolectada entre el 8 y el 15 del mismo mes.

²⁹ Datos recolectados hasta el 25 de abril.

³⁰ Publicada el 23 de abril.

³¹ Publicada el 24 de abril.

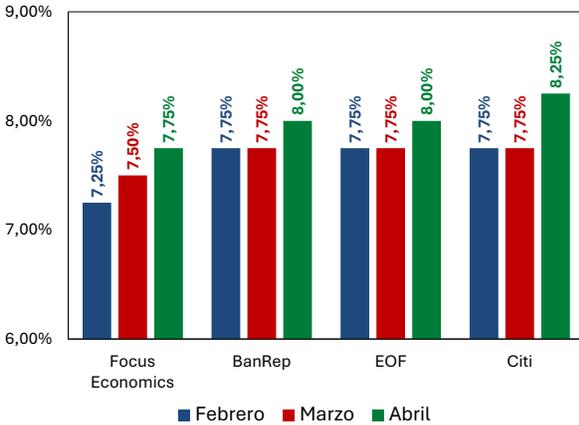
Gráfico 47. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas



Fuente: Citi.

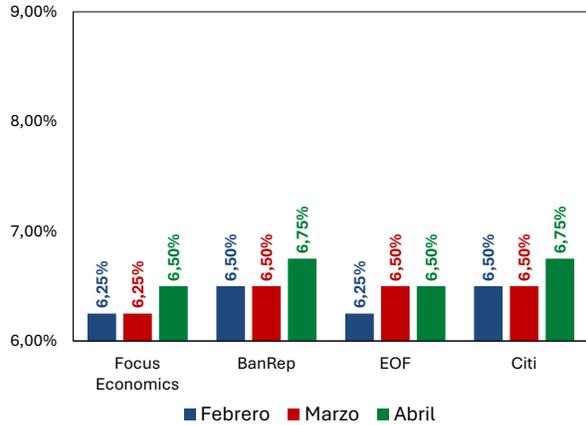
Considerando horizontes más largos, las encuestas muestran expectativas de una TPM más alta frente a las registradas en marzo. Por un lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la mediana de la TPM esperada para cierre de 2025 aumentó de 7,75% a 8,25%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas aumentó de 25 pb a 35 pb (Gráfico 47). Asimismo, el promedio de todas las encuestas aumentó de 7,69% a 8,00% para el cierre de 2025 (Gráfico 48), y de 6,44% a 6,63% para el cierre de 2026 (Gráfico 49).

Gráfico 48. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas



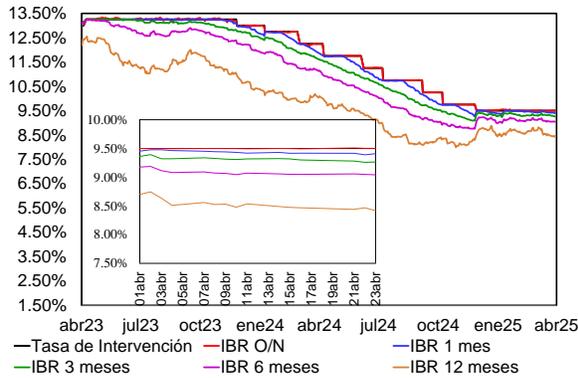
Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 15 de abril, con encuestas recolectadas hasta el 13 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 8 y el 10 de abril. La EOF se publicó el 23 de abril con datos recolectados entre el 8 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 23 de abril.

Gráfico 49. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas



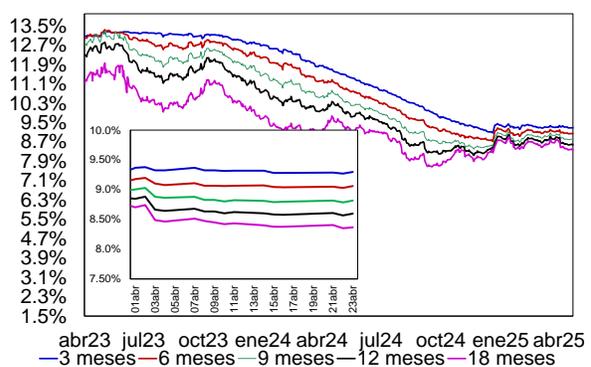
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses cayeron ante expectativas de mayores recortes de la TPM. Hasta el 23 de abril, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, disminuyeron 6 pb, 11 pb, 35 pb, 17 pb, 26 pb y 39 pb, respectivamente (Gráficos 50 y 51).

Gráfico 50. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

Gráfico 51. Tasas OIS



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

El mercado OIS refleja un panorama dividido para la reunión de abril. Según los datos del 23 de abril, este mercado asigna una probabilidad del 50,5% a que la TPM permanezca sin cambios y

un 49,5% a un recorte de 25 pb. Además, las expectativas proyectan mayores reducciones de la TPM para el año 2026, lo cual está en línea con los menores niveles de las expectativas de inflación implícitas en los mercados. Con información al 23 de abril, el mercado descuenta que la TPM se ubicaría en 8,25% al cierre del 2025 (ant: 8,50%) y en julio de 2026 se ubicaría 7,75% (ant: 8,00%; 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. Lo anterior se fundamenta en las inquietudes relacionadas con las perspectivas fiscales a mediano plazo, la dinámica de la política monetaria en los Estados Unidos y las posibles presiones al alza sobre la tasa de cambio.

Gráfico 52. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 25 de abril de 2025)

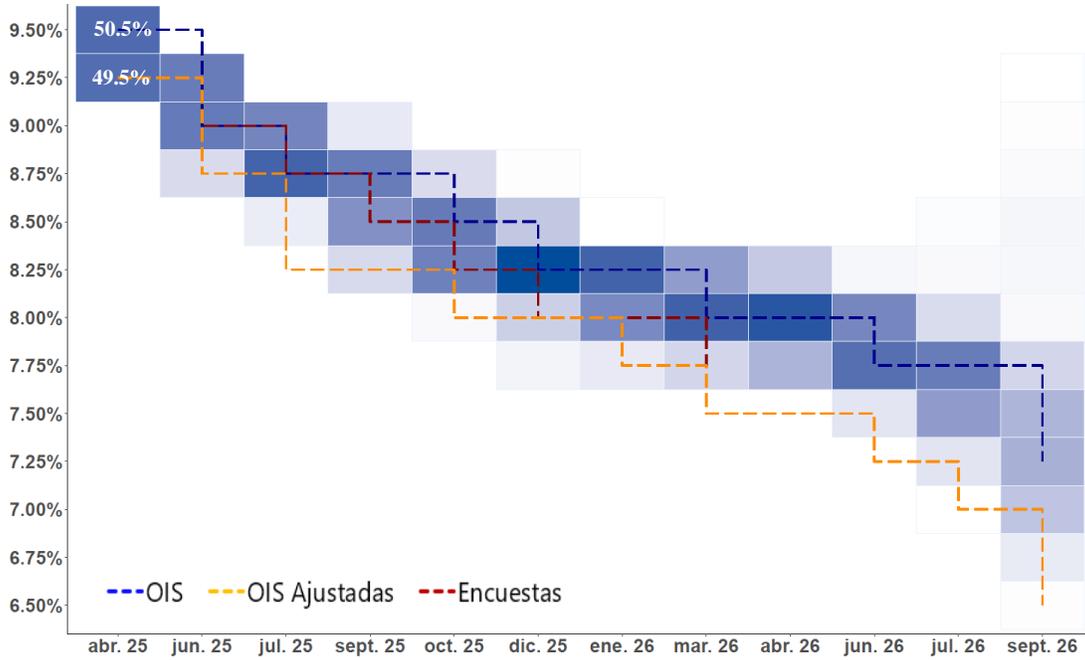


Gráfico 53. Evolución de expectativas TPM – OIS

sep-26				7,25%	sep-26	9.50%
ago-26					ago-26	9.25%
jul-26		7,75%	8,00%		jul-26	9.00%
jun-26	7,75%			7,75%	jun-26	8.75%
may-26					may-26	8.50%
abr-26	7,75%		8,25%		abr-26	8.25%
mar-26		8,25%		8,00%	mar-26	8.00%
feb-26					feb-26	7.75%
ene-26					ene-26	7.50%
dic-25		8,50%	8,50%	8,25%	dic-25	7.25%
nov-25					nov-25	7.00%
oct-25	8,00%			8,50%	oct-25	6.75%
sep-25	8,00%	8,25%	8,75%		sep-25	6.50%
ago-25					ago-25	6.25%
jul-25		8,75%		8,75%	jul-25	6.00%
jun-25		8,50%	9,00%	9,00%	jun-25	5.75%
may-25					may-25	5.50%
abr-25	8,25%	8,75%	9,00%	9,25%	abr-25	5.25%
	16dic24	27ene25	20feb25	25mar25	23abr25	5.00%

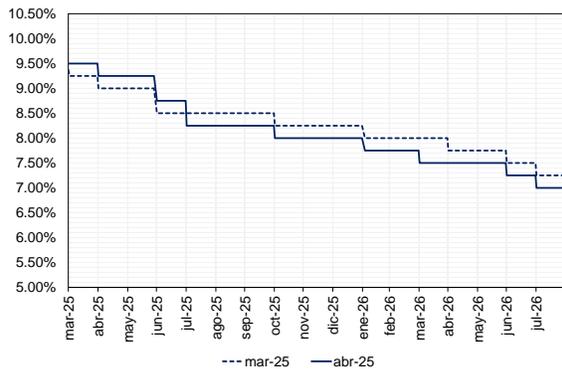
Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep. Nota: Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo se estima el modelo con tasas hasta 18 meses, para valores superiores a estas maduraciones las tasas OIS presentan cupón.

Las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS asignan una probabilidad del 65% a un recorte de 25 pb en la TPM y una del 35% a su estabilidad. Además, estas expectativas apuntan a mayores recortes para diciembre de 2025 (esp: 8,00% ant: 8,25%) y julio de 2026 (esp: 7,00% ant: 7,25%). El Gráfico 54 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de marzo y abril.

Disminuyó la brecha entre las expectativas de TPM, a diciembre de 2025 y julio de 2026, provenientes del mercado OIS y de encuestas. A diciembre de 2025, la EME muestra una expectativa de 8,00% (ant: 7,75%), mientras que la expectativa que se extrae del mercado OIS y OIS ajustado por primas se ubicaron en 8,25% (ant: 8,50%) y 8,00% (ant: 8,25%), respectivamente. A julio de 2026, la EME indica una expectativa de 7,00% (ant: 6,75%), mientras que las del mercado OIS y OIS ajustado por primas se ubicaron en 7,75% (ant: 8,00%) y 7,00% (ant: 7,25%), respectivamente.

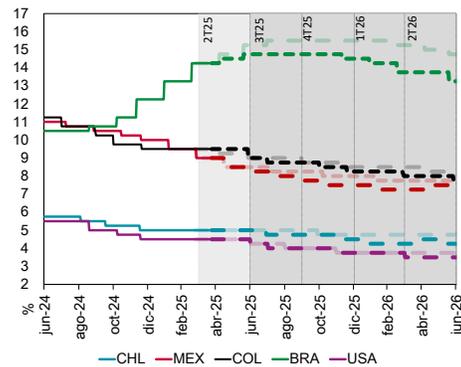
En línea con el entorno internacional, las expectativas de TPM para 2025 de los países de la región señalan niveles más bajos de las tasas de política (Gráfico 55). En Brasil, las expectativas de TPM han presentado alta volatilidad y, frente al mes anterior, presentaron una reducción explicada por un menor dinamismo esperado de la actividad económica³²; de esta manera, se espera que la TPM en 2025 se ubique en 14,50% (ant: 15,50%). En México, se esperan mayores recortes de la TPM en 2025 (obs: 7,50%, ant: 8,00%), en línea con las expectativas de TPM de EE.UU. y menores expectativas de inflación a nivel local (obs: 3,16%, ant: 3,27%). En Chile, el mercado descuenta mayores recortes de la TPM (obs: 4,50%, ant: 4,75%), en línea con cifras de actividad económica por debajo de lo esperado³³.

Gráfico 54. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 25 de marzo y 23 de abril de 2025.

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



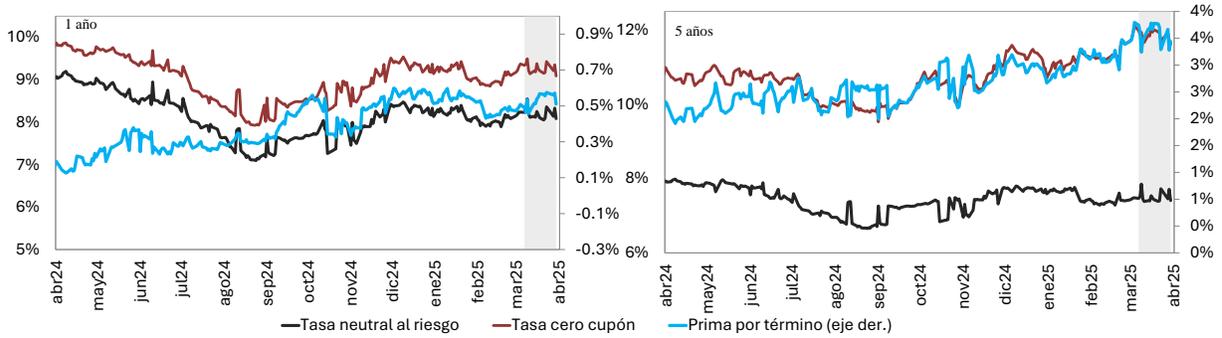
Fuente: Bloomberg, Citi. Cálculos BanRep. Nota: Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 23 de abril, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 25 de marzo.

En Colombia, durante el periodo las tasas neutras al riesgo a 1 y 5 años disminuyeron, reflejando las expectativas de mayores 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 bajaron 15 pb y 6 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 8,08% y 6,91%, en su orden. Por su parte, las primas a término promedio del mes se ubicaron en 0,53% (ant: 0,47%) y 3,57% (ant: 3,29%), respectivamente (Gráfico A4.4).

³² El crecimiento anual de la producción industrial del mes de febrero creció por debajo de las expectativas (1,5%, esp: 2,1%).

³³ El crecimiento anual de la producción industrial del mes de febrero cayó por debajo de las expectativas (-3,62%, esp: -0,9%). El Imacec cayó frente al mes anterior y se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado, afectado principalmente por corte energético y caída en minería.

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

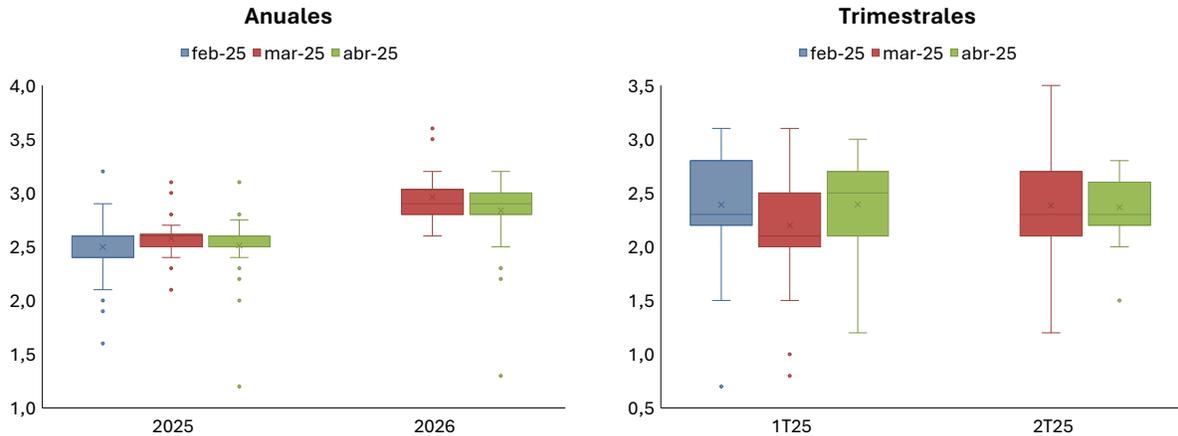


Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

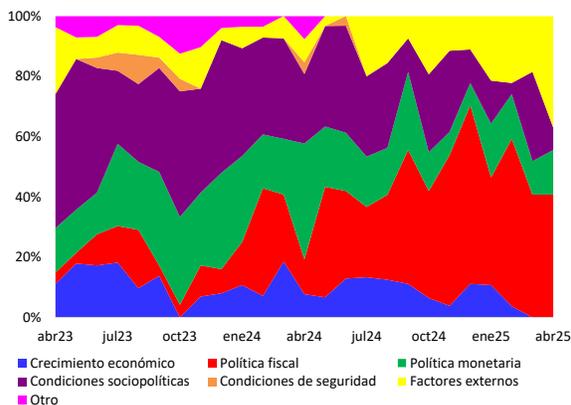
Las expectativas de crecimiento se mantuvieron relativamente estables, señalando la continuidad del proceso de recuperación económica. Sin embargo, tanto el FMI como el Banco Mundial han revisado a la baja sus proyecciones de crecimiento económico para Colombia y la economía global en 2025, reflejando un panorama de mayor incertidumbre y tensiones comerciales a nivel global. De acuerdo con la EOF, los analistas mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2025, 2026 y el 2T25 en 2,6%, 2,9% y 2,3%, respectivamente, y la mejoraron para el 1T25 de 2,1% a 2,5% (Gráfico 57). 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: 2,95%; ant: 3,0%). Por otro lado, tanto el FMI como el Banco Mundial recortaron su proyección de crecimiento para Colombia en 2025 de 3,0% a 2,4%. A nivel global, el FMI redujo su previsión de crecimiento de 3,3% a 2,8%, y el Banco Mundial proyecta una expansión moderada de 2,7%.

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.

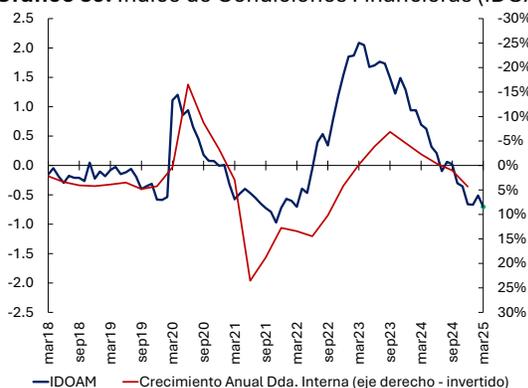
10 presenta las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con los datos definitivos de marzo de 2025, el Indicador de Condiciones Financieras (IDOAM³⁴) disminuyó frente a febrero, sugiriendo un alivio en las condiciones financieras. Este descenso refuerza las señales de la recuperación económica en curso. La caída del indicador refleja el incremento en las expectativas de crecimiento económico y la reducción del *spread* entre las tasas de la cartera de consumo, tesorería y preferencial, en comparación con las tasas de los TES (Gráfico 59).

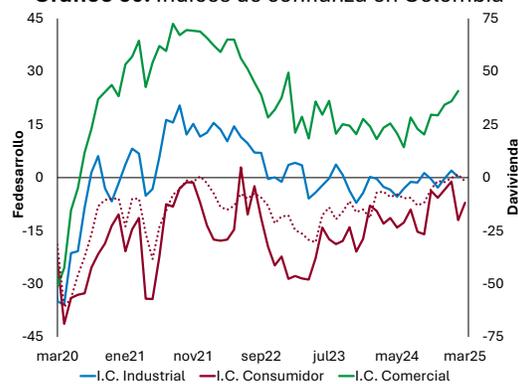
Los indicadores de confianza del consumidor presentaron un comportamiento heterogéneo en marzo. Por un lado, el indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, aumentó (obs: -7,1%; ant: -12,0%), aunque se mantuvo en terreno negativo, como consecuencia de una mejora de las expectativas a doce meses y la percepción de las condiciones económicas (Gráfico 60). Asimismo, la serie desestacionalizada aumentó, al pasar de -8,1% a -3,2% (Gráfico 61), mientras que el indicador de confianza del consumidor estimado por Davivienda retornó a terreno negativo (obs: -1,8%; ant: 1,5%).

Gráfico 59. Índice de Condiciones Financieras (IDOAM)



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

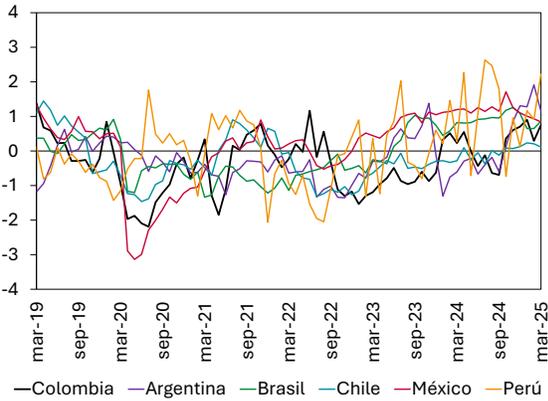
Gráfico 60. Índices de confianza en Colombia



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

³⁴ Este indicador busca aproximarse a las condiciones financieras del mercado colombiano. Se construye usando la siguiente información: *i*) los spreads de las tasas de los TES frente a las tasas de las carteras de Tesorería, Preferencial y de Consumo; *ii*) las desviaciones de las expectativas de inflación frente a la meta y la incertidumbre de estas expectativas; *iii*) las expectativas de crecimiento económico; *iv*) los indicadores de confianza comercial, industrial y del consumidor de Fedesarrollo; *v*) los EMBI; y *vi*) las volatilidades condicionales de los mercados accionarios y de TES. Cada indicador se estandariza y luego se promedian de manera que un mayor valor del índice refleje una mayor carga financiera. Este indicador ha mostrado una alta correlación negativamente con el crecimiento anual de la demanda interna en Colombia.

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



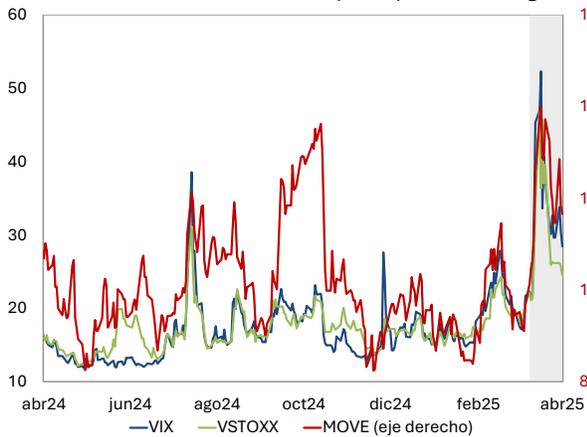
— Colombia — Argentina — Brasil — Chile — México — Perú
Fuentes: INEGI³⁵, FGV³⁶, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.
Cálculos: BanRep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.
 ** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

El indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia presentó el segundo mayor incremento entre los países de la muestra en marzo. 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 Argentina, Chile y México durante marzo, mientras que en Perú, Colombia y Brasil presentó incrementos. Todos los indicadores se encuentran por encima de su media histórica.

En un entorno de mayor aversión al riesgo, los índices de percepción de riesgo aumentaron de manera importante. La volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. (*Vix*³⁷),

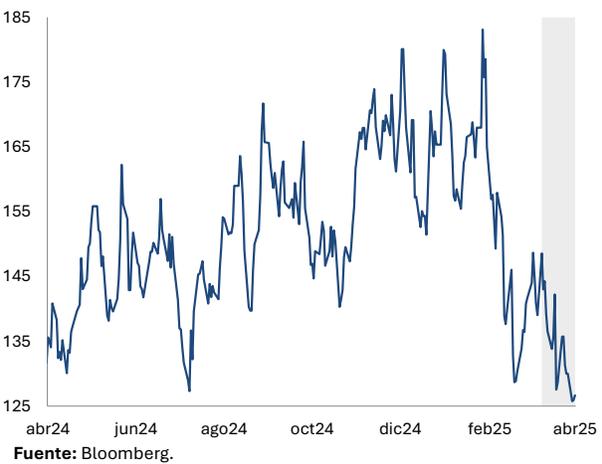
en Europa (*Vstox*³⁸) y sobre Tesoros de EE. UU. (*Move*³⁹), aumentó de manera importante durante la primera semana de abril tras la imposición de aranceles globales por parte del gobierno de EE. UU. el 2 de abril. Posteriormente, estas métricas corrigieron a la baja ante la postergación de varias de estas medidas y la disposición al diálogo por parte de la administración Trump con el gobierno chino hacia el final del periodo analizado. En el margen, estos indicadores también incorporaron los anuncios del presidente Trump de su intención de destituir al presidente de la FED (una acción no permitida bajo la legislación vigente), aunque posteriormente se retractó. En este contexto, estos indicadores se mantienen en niveles elevados. Por otro lado, el *Skew*⁴⁰ se redujo, en línea con la desvalorización de 4,2% del S&P 500 durante este periodo.

Gráfico 62. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 63. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

³⁵ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

³⁶ Instituto Brasileiro de Economía.

³⁷ El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

³⁸ El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx 50*.

³⁹ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

⁴⁰ El *Skew* es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del S&P 500, de forma tal que un incremento del *Skew* -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

Cuadro A1.1. Encuesta de expectativas de Bloomberg sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de abril de 2025

Actualizada el 25 de abril

Empresa	Estimación	Fecha
1 Acciones Y Valores	9,50%	24abr25
2 Asobancaria	9,50%	20abr25
3 Banco Agrario de Colombia S A	9,50%	24abr25
4 Banco de Occidente	9,50%	19abr25
5 Banco de Occidente SA	9,50%	24abr25
6 Bancoldex	9,50%	24abr25
7 Bloomberg Economics	9,50%	23abr25
8 BNP Paribas	9,50%	23abr25
9 Btg Pactual SA Comis de Bolsa	9,50%	24abr25
10 Capital Economics Ltd	9,25%	24abr25
11 Casa de Bolsa SA Sociedad Comisionista de	9,50%	21abr25
12 Fiduciaria de Occidente SA	9,50%	21abr25
13 Goldman Sachs & Co LLC	9,50%	25abr25
14 in Touch Capital Markets Limited	9,50%	24abr25
15 Itau Colombia SA	9,50%	24abr25
16 Mapfre Seguros Generales de Colombia SA	9,50%	24abr25
17 Positiva Compania de Seguros	9,50%	23abr25
18 UBS Europe SE Spain Branch	9,50%	24abr25
19 University Jorge Tadeo Lozano	9,50%	25abr25
20 Wells Fargo Securities LLC	9,00%	16abr25
Tasa	Obs.	Prob.
9,00%	1	5%
9,25%	1	5%
9,50%	18	90%
Tasa esperada ponderada	9,46%	

Cuadro A1.2. 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	9,50%	9,50%			
Alianza	9,50%	9,50%			
Anif	9,50%	9,50%			
Asobancaria	9,50%	9,50%			
Aval Casa de Bolsa	9,50%	9,50%			
Banco Agrario	9,50%	9,50%			
Banco de Bogotá	9,50%	9,50%			
Banco de Occidente	9,50%	9,50%			
Banco Popular	9,50%	9,50%			
Bancoldex	9,50%	9,50%			
BBVA	9,50%	9,50%			
BTG Pactual	9,50%	9,50%			
Citi	9,50%	9,25%			
Colfondos	9,25%	9,25%			
Corficolombiana	9,50%	9,50%			
Credicorp Capital	9,25%	9,25%			
Fiduoccidente	9,50%	9,50%			
Grupo Bancolombia	9,50%	9,50%			
Grupo Bolivar	9,25%	9,25%			
Itaú	9,50%	9,50%			
Moody's Analytics	9,25%	9,25%			
Positiva	9,50%	9,50%			
Scotiabank Colpatría	9,25%	9,25%			
XP Investments	9,50%	9,50%			
AllianceBernstein	9,25%	9,25%			
Banco Davivienda	9,25%	9,25%			
CAMACOL	9,50%	9,50%			
EAFIT	9,25%	9,25%			
Fedesarrollo	9,50%	9,50%			
Lulo Bank	9,25%	9,25%			
Pontificia Universidad Javeriana	9,50%	9,50%			
Protección	9,50%	9,50%			
Promedio	9,43%	9,42%			
Mediana	9,50%	9,50%			
Desv. Estándar	0,11%	0,12%			
Máximo	9,50%	9,50%			
Mínimo	9,25%	9,25%			

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9,25%	28%	9
9,50%	72%	23
Total	100%	32

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9,25%	31%	10
9,50%	69%	22
Total	100%	32

Cuadro A1.3. Encuesta de expectativas de Citi sobre tasa de política monetaria

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	8,00%	6,25%
Alianza	8,50%	6,50%
Anif	7,75%	7,75%
Asobancaria	7,75%	6,50%
Aval Casa de Bolsa	8,50%	7,25%
Banco Agrario	8,50%	7,50%
Banco de Bogotá	8,50%	7,00%
Banco de Occidente	8,25%	6,25%
Banco Popular	8,75%	7,50%
Bancoldex	7,75%	6,25%
BBVA	8,50%	6,50%
BTG Pactual	8,25%	6,50%
Citi	8,25%	8,00%
Colfondos	8,00%	6,75%
Corficolombiana	8,50%	7,00%
Credicorp Capital	8,00%	6,50%
Fiduoccidente	8,25%	6,25%
Grupo Bancolombia	7,75%	6,50%
Grupo Bolivar	7,25%	0,00%
Itaú	8,25%	7,50%
Moody's Analytics	8,00%	6,50%
Positiva	8,25%	7,00%
Scotiabank Colpatri:	8,00%	6,75%
XP Investments	8,00%	7,25%
Promedio	8,15%	6,57%
Mediana	8,25%	6,63%
Desv. Estándar	0,35%	1,49%
Máximo	8,75%	8,00%
Mínimo	7,25%	0,00%
No. Respuestas	24	24

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	4,80%	3,61%
Alianza	4,50%	3,80%
Anif	4,20%	3,72%
Asobancaria	5,02%	4,30%
Aval Casa de Bolsa	4,50%	3,80%
Banco Agrario	4,90%	3,60%
Banco de Bogotá	4,66%	3,45%
Banco de Occidente	5,08%	3,80%
Banco Popular	4,45%	3,77%
Bancoldex	4,85%	3,84%
BBVA	4,44%	3,54%
BTG Pactual	4,30%	3,00%
Citi	4,20%	3,20%
Colfondos	4,60%	3,70%
Corficolombiana	5,00%	3,80%
Credicorp Capital	4,60%	3,40%
Fiduoccidente	4,80%	3,64%
Grupo Bancolombia	4,40%	3,90%
Grupo Bolivar	4,45%	0,00%
Itaú	4,50%	3,30%
Moody's Analytics	4,40%	3,60%
Positiva	4,45%	3,60%
Scotiabank Colpatri:	4,96%	3,90%
XP Investments	4,40%	3,50%
Promedio	4,60%	3,49%
Mediana	4,50%	3,63%
Desv. Estándar	0,26%	0,79%
Máximo	5,08%	4,30%
Mínimo	4,20%	0,00%
No. Respuestas	24	24

Cuadro A1.5. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre tasa de política monetaria

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

Encuestas recolectadas hasta el 13 de abril

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,50%	0	0,0%	2	6,9%
5,00%	0	0,0%	1	3,4%
5,50%	0	0,0%	1	3,4%
6,00%	0	0,0%	4	13,8%
6,25%	0	0,0%	1	3,4%
6,50%	1	2,9%	11	37,9%
6,75%	1	2,9%	3	10,3%
7,00%	3	8,8%	3	10,3%
7,25%	1	2,9%	0	0,0%
7,50%	7	20,6%	3	10,3%
7,75%	9	26,5%	0	0,0%
8,00%	9	26,5%	0	0,0%
8,25%	2	5,9%	0	0,0%
8,50%	1	2,9%	0	0,0%
Media		7,67%		6,38%
Mediana		7,75%		6,50%

Cuadro A1.6. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre inflación

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

Encuestas recolectadas hasta el 13 de abril

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	8	22,2%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	7	19,4%
3,50% - 3,75%	1	2,6%	13	36,1%
3,75% - 4,00%	7	18,4%	7	19,4%
4,00% - 4,25%	12	31,6%	1	2,8%
4,25% - 4,50%	8	21,1%	0	0,0%
4,50% - 4,75%	6	15,8%	0	0,0%
4,75% - 5,00%	3	7,9%	0	0,0%
5,00% - 5,25%	1	2,6%	0	0,0%
Media	4,27%		3,50%	
Mediana	4,20%		3,55%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 31 de marzo, la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener inalterada la tasa de política monetaria en 9,50%. Tras esta decisión, los analistas coincidieron en que esta decisión reafirma el compromiso de esta entidad con la estabilidad de precios, lo que ha contribuido en reducir las expectativas de inflación y ofrecer una señal positiva para el mercado de deuda pública. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -2 pb, -11 pb y -18 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -1 pb, -8 pb y -10 pb para dichos vencimientos.

El 2 de abril, el nuevo director de Crédito Público anunció que en las próximas subastas se colocarán referencias de TES en pesos de menor duración en respuesta a las recomendaciones de los creadores de mercado, quienes han señalado que la curva de rendimientos presenta una pendiente pronunciada y que existe un bajo apetito por instrumentos de largo plazo. Algunos analistas valoraron positivamente el enfoque técnico de este anuncio, destacando su intención de alinear la estrategia de financiamiento del Gobierno con las condiciones del mercado. 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 -29 pb, -27 pb y -18 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -15 pb, -7 pb y -7 pb para dichos vencimientos.

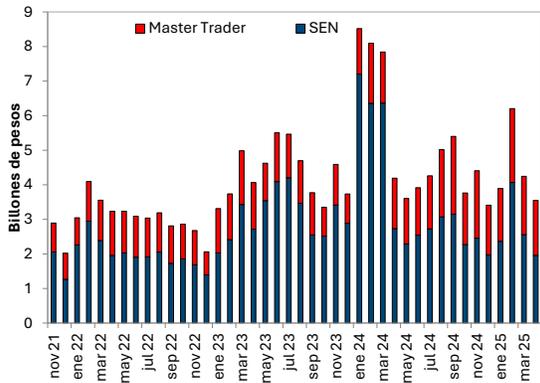
El 07 de abril, el DANE reportó que la inflación anual de marzo de 2025 se ubicó en 5,09% por debajo de las expectativas de mercado (5,12%) y de la lectura anterior. El IPC registró una variación m/m de 0,52% (ant: 1,14% m/m, esp: 0,55% m/m). Algunos analistas del mercado destacaron que la cifra de inflación mensual más baja ha contribuido las expectativas de inflación durante abril. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -2 pb, -3 pb y -5 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 7 pb, 5 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

El 11 de abril, Morgan Stanley rebajó su recomendación sobre las acciones colombianas a ‘infraponderar’, a pesar del sólido desempeño que ha mostrado el mercado en lo corrido del año. Algunos analistas señalaron que esta decisión refleja la persistente preocupación por la sostenibilidad fiscal del país, en un contexto de precios internacionales del petróleo más bajos, lo cual podría debilitar las cuentas externas y aumentar la percepción de riesgo sobre los activos colombianos. Durante este mes las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -7 pb, -6 pb y -2 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 4 pb, 6 pb y 3 pb para dichos vencimientos.

El 21 de abril, según el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), reportado por el DANE, la actividad económica en febrero registró una expansión del 1,77% a/a, levemente por debajo de la expectativa del mercado (1,90%). Los analistas coincidieron en que este resultado refleja un dato positivo de crecimiento para el inicio de año, y anticipan una recuperación moderada de la actividad económica, con lo cual esperan que las tasas de interés se ubiquen en niveles más bajos en el mediano plazo. No obstante, persisten presiones en medio del entorno de incertidumbre fiscal a nivel local. Al finalizar la sesión de negociación las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -1 pb, 22 pb y 9 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -1 pb, 15 pb y 10 pb para dichos vencimientos.

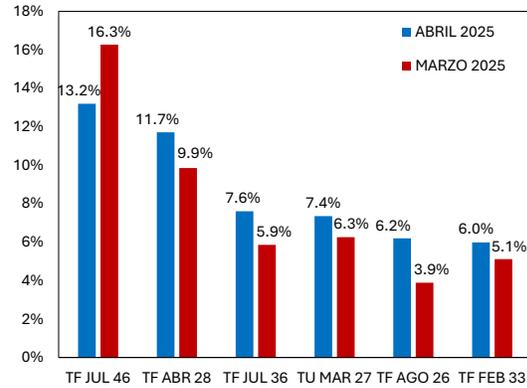
En lo corrido de abril, el monto promedio diario negociado ha sido \$3,5 billones, menor al observado el mes anterior (\$4,2 billones), y al registrado en abril de 2024 (\$4,2 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2046, cuya participación pasó de 16,3% a 13,2%, seguidos por los que vencen en abril de 2028 cuya participación pasó de 9,9% a 11,7% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



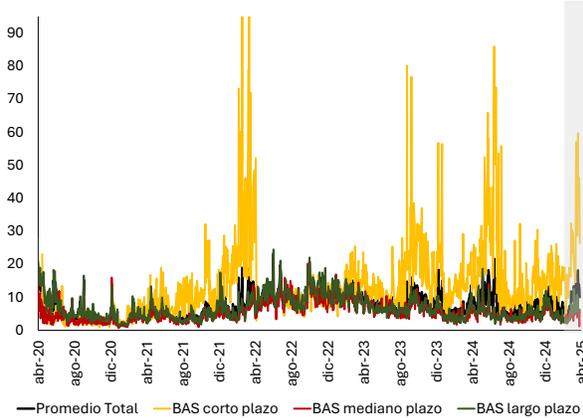
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 24 de abril de 2025.

Gráfico A2.3. TES más transados



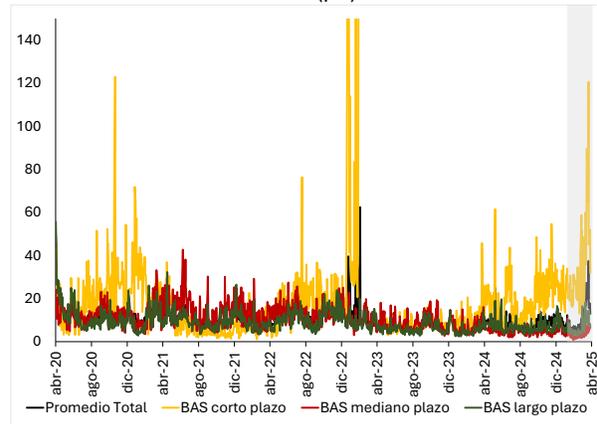
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 24 de abril de 2025.

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



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

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

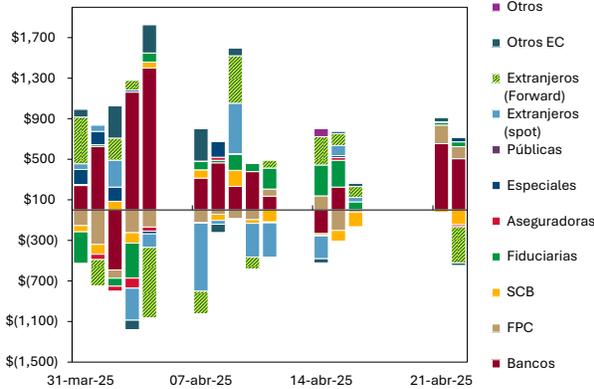


Con información al 23 de abril de 2025, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 37,7 pb (ant: 19,6 pb), 5,5 pb (ant: 4,3 pb) y 6,9 pb (ant: 5,2 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 59,8 pb (ant: 32,4 pb), 5,9 pb (ant: 4,2 pb) y 9,6 pb (ant: 7,3 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

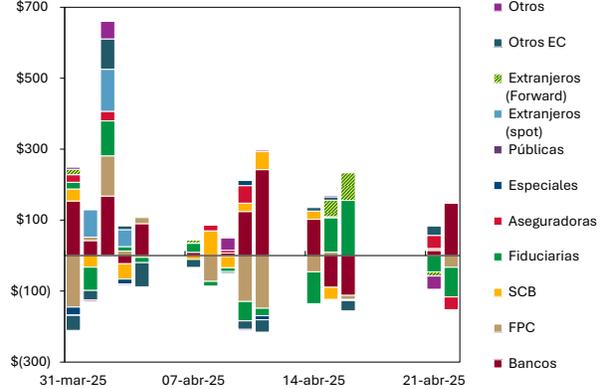
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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)



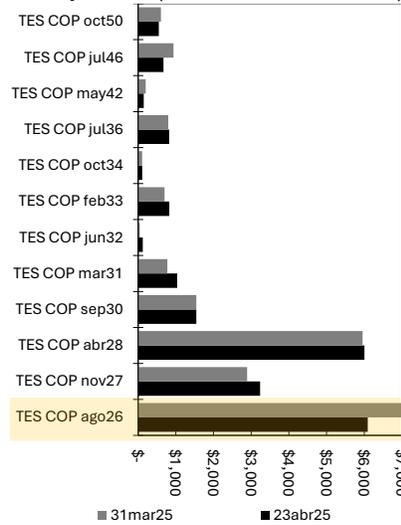
Fuente: BanRep.

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	7,359	3,061	2,230	1,999	3,163	7,392	437	591	(140)	888
Compañía de Financiamiento Comercial	146	(0)	7	5	-	12	(0)	(0)	-	(0)
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	1,523	(264)	600	259	10	869	52	(61)	0	(9)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	9,028	2,796	2,837	2,263	3,174	8,274	489	531	(140)	879
Fondos de Pensiones y Cesantías	(23)	(0)	(50)	9	-	(41)	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	8,762	(1,515)	(386)	(725)	366	(745)	(334)	(233)	335	(232)
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	8,739	(1,515)	(436)	(716)	366	(786)	(334)	(233)	335	(232)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	(465)	418	149	(60)	(47)	42	140	(106)	12	46
Propia	248	(60)	(185)	(112)	(184)	(482)	17	(13)	3	7
Terceros	(0)	-	-	-	0	0	-	-	-	-
Extranjeros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(217)	358	(37)	(172)	(231)	(440)	157	(119)	16	54
Sociedades Fiduciarias	28	8	(3)	10	9	16	(8)	4	-	(4)
Propia	(984)	4,227	(953)	(147)	(1,204)	(2,303)	(249)	45	746	541
Terceros	3,797	223	130	(155)	(1,219)	(1,244)	(0)	2	243	244
Extranjeros***	224	-	-	-	71	71	-	-	-	-
Extranjeros (TES verdes)****	(254)	1,226	981	(111)	(35)	836	77	3	(1)	79
FIC	(348)	222	76	45	51	172	(154)	(15)	12	(157)
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	(956)	4,234	(956)	(137)	(1,195)	(2,287)	(257)	49	746	538
Compañías de Seguros y Capitalización	356	1,083	24	(101)	(121)	(198)	(8)	(27)	149	114
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	356	1,083	24	(101)	(121)	(198)	(8)	(27)	149	114
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	7,923	4,161	(1,404)	(1,126)	(1,181)	(3,711)	(441)	(330)	1,245	474
Total Entidades Financieras Especiales**	384	(35)	247	172	(34)	385	(11)	-	-	(11)
Total Entidades Públicas****	2,890	1,214	-	-	-	-	-	-	-	-
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****	172	297	-	90	(4)	87	(37)	7	95	65
Extranjeros	2	84	-	-	-	-	-	5	17	22
TOTAL MOVIMIENTO NETO	20,397	8,433	1,680	1,399	1,956	5,034	-	207	1,200	1,407

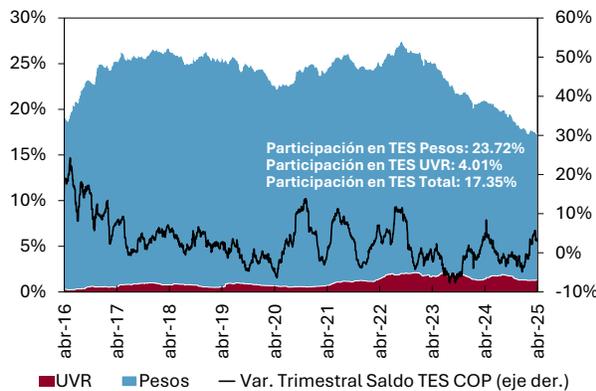
Fuente: BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 23 de abril de 2025. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), 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, Corbanca 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)



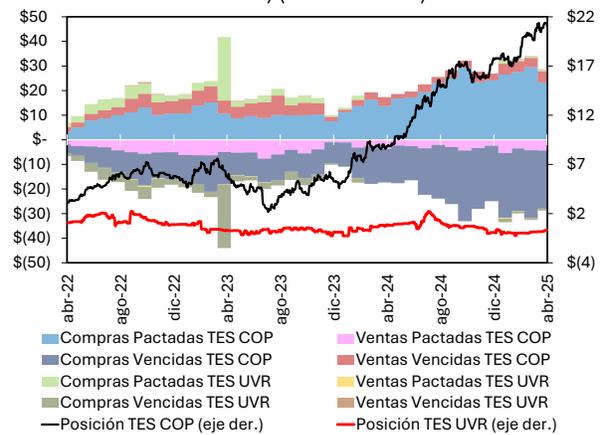
Fuente: BanRep.

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)

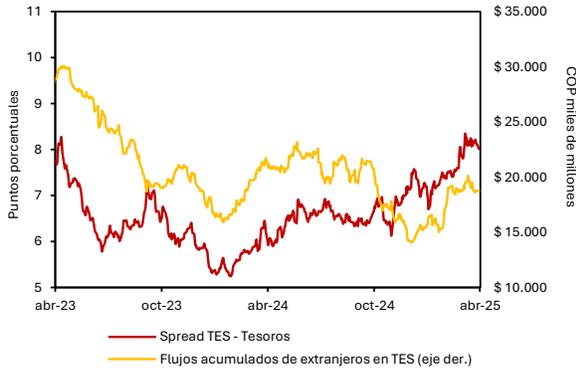


*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

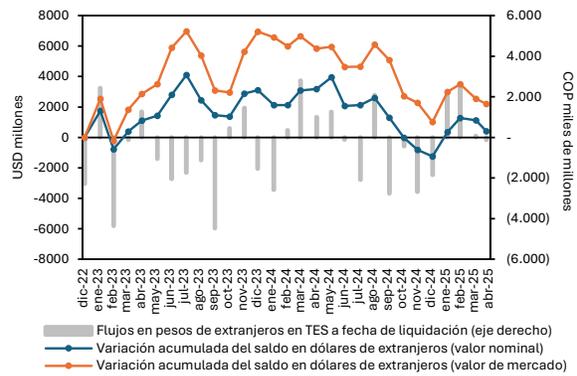
En los gráficos A3.6 - A3.10 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en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

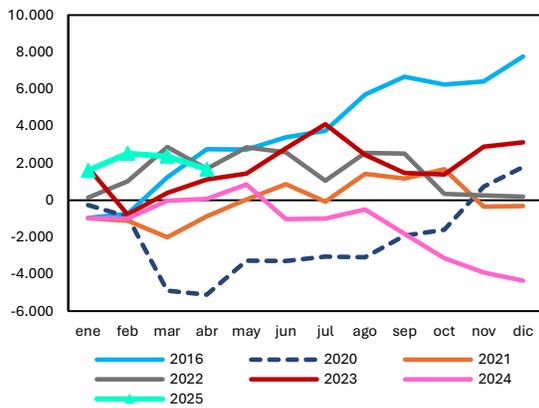
Gráfico A3.7. Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



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.

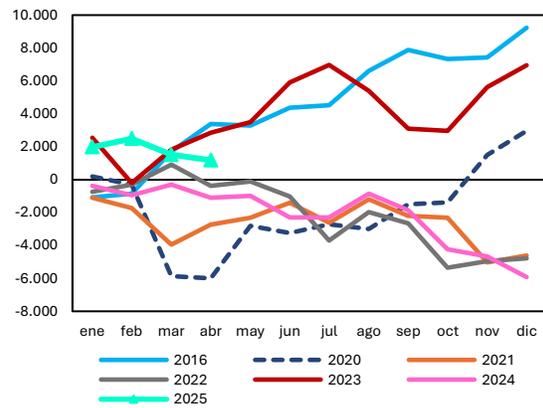
Gráfico A3.8. Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* por año, a valor nominal (USD millones).



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.

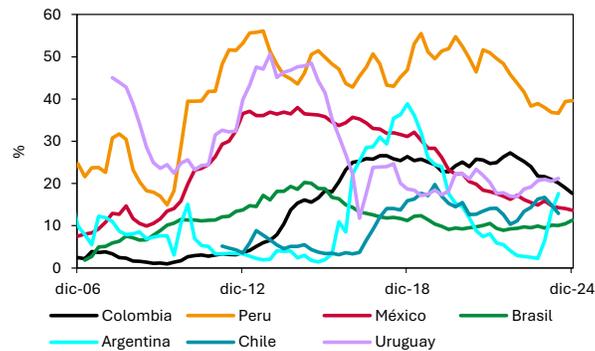
Gráfico A3.9. Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* por año, a valor de mercado (USD millones).



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



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

Anexo 4. Actualización sobre la colocación de deuda pública en el mercado internacional

El 15 de abril de 2025, el Ministerio de Hacienda (MHCP) llevó a cabo una colocación de títulos de deuda pública en dólares (bonos globales) por un monto total de USD 3.800 m. Este es el mayor monto que esta entidad ha colocado en estos instrumentos a la fecha, aunque es similar al colocado en octubre de 2024 (USD 3.640 m). Este monto se distribuyó en partes iguales de USD 1.900 m entre dos nuevas referencias denominadas en dólares con vencimiento en 2030 y 2035.

El nuevo bono con vencimiento en 2030 se colocó con una tasa de rendimiento de 7,50% y un *spread* sobre el Tesoro de referencia de 351 pb, mientras que el de 2035 lo hizo con un rendimiento del 8,75% y un *spread* de 441 pb. Como se observa en el Cuadro A4.1, ambos *spreads* son muy superiores a los registrados en emisiones para plazos similares hechas por otros países de la región desde 2024. Incluso, el bono a diez años registró un *spread* 88 pb por encima de la emisión a 12 años hecha en octubre.

Cuadro A4.1. Emisiones de bonos en moneda extranjera por parte de algunos países latinoamericanos desde 2024

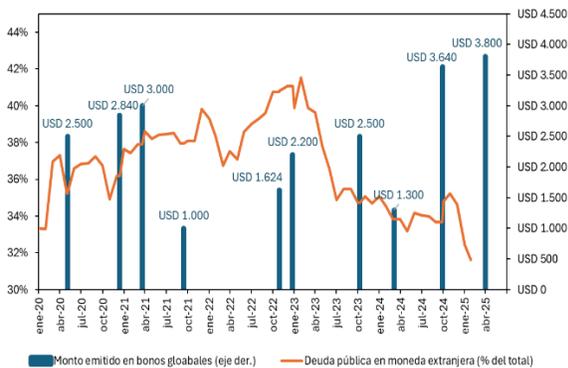
País	Moneda	Fecha de emisión	Reapertura	Vencimiento	Cupón (%)	Plazo (años)	Tasa	Spread sobre benchmark (pb)	Monto colocado (millones)	Monto demandado (millones)	Bid to Cover
Brasil	USD	22ene24		2034	6,125	10	6,35	225	USD 2.250	USD 12.300	2,5
				2054	7,125	30	7,15	282	USD 2.250		
	USD	20jun24		2032	6,125	7	6,38	213	USD 2.000	USD 4.700	2,4
Perú	USD	18feb25		2035	6,625	10	6,75	220	USD 2.500	USD 6.500	2,6
				2035	8,000	12	7,55	320	USD 650		
	USD	03abr24	x	2053	8,750	30	8,15	364	USD 650	USD 10.100	7,8
	USD	28oct24		2036	7,750	12	7,81	353	USD 2.000	USD 11.500	3,2
				2054	8,375	30	8,50	397	USD 1.640		
USD	15abr25		2030	7,375	5	7,50	351	USD 1.900	USD 10.174	2,7	
			2035	8,500	10	8,75	441	USD 1.900			
México	USD	02ene24		2029	5,000	5	5,07	115	USD 1.000	USD 21.300	2,8
				2036	6,000	12	6,09	215	USD 4.000		
				2054	6,400	30	6,45	235	USD 2.500		
Argentina	USD	06ene25		2030	6,000	5	6,13	170	USD 2.000	USD 33.000	3,9
				2037	6,875	12	6,93	230	USD 4.000		
				2050	7,375	30	7,41	255	USD 2.500		
Chile	USD	01ago24		2035	5,375	11	5,38	140	USD 1.250	USD 18.000	6
				2054	5,875	30	5,94	165	USD 1.750		
Uruguay	USD	17ene24		2029	4,850	5	4,88	85	USD 1.700	USD 11.100	6,5
				2037	5,650	12	5,74	105	USD 1.700		

Fuente: Ministerios de Hacienda. **Notas:** i) El *benchmark* corresponde a la tasa de madurez similar de los *Treasuries* para el caso de los bonos emitidos en dólares, los *Bunds* alemanes para el caso de los bonos emitidos en euros por Perú, y los *mid-swaps* para el caso de los bonos emitidos en euros por México y Chile; ii) los bonos verdes están resaltados en color verde, los bonos sociales en naranja, los bonos sostenibles en azul.

Dado que la información más reciente del perfil de deuda pública publicada por el Ministerio de Hacienda tiene corte a febrero de 2025, aún no es posible observar el efecto de esta última colocación de bonos globales sobre la proporción de deuda pública en moneda extranjera. No obstante, no se esperaría un aumento significativo en esta exposición, ya que venía disminuyendo a niveles mínimos desde enero de 2020 en el período reciente.

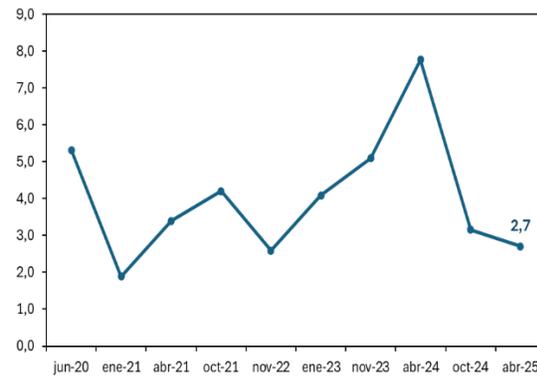
Por otro lado, esta emisión continuó con la tendencia de reducción en la demanda observada en las subastas recientes desde abril de 2024, registrando un *bid-to-cover* de 2,7 veces el monto emitido. En todo caso, este indicador es similar al reportado por Brasil en la emisión de febrero (2,6), pero inferior a los reportados por México (3,9) y Chile (6,5) en sus emisiones de enero.

Gráfico A4.1. Composición por moneda de la deuda pública del Gobierno Nacional Central



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico A4.2. Bid-to-Cover de las subastas de bonos globales

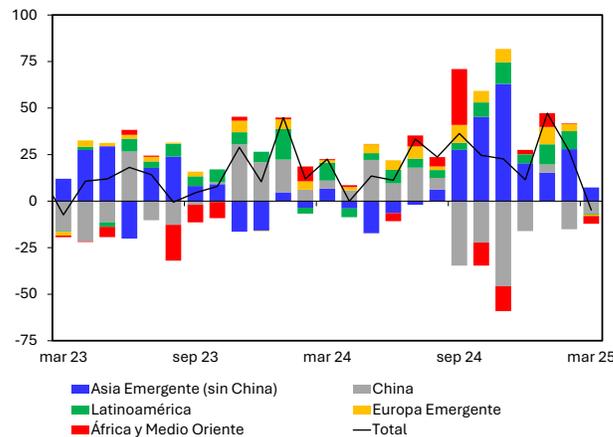


Fuente: Ministerio de Hacienda

Anexo 5. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región

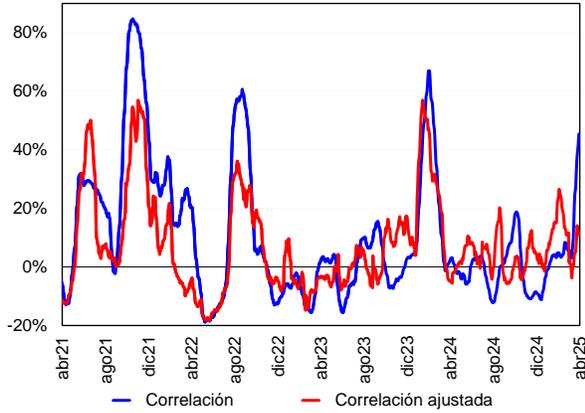
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

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



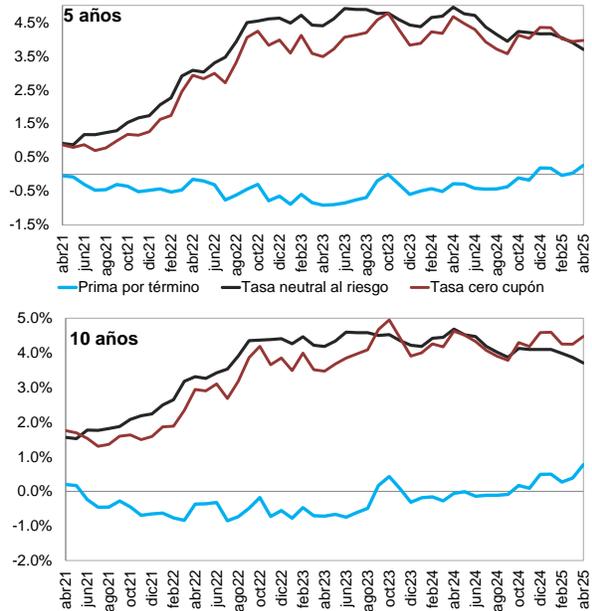
Fuente: IIF.

Gráfico A5.2. Correlación pendientes región



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

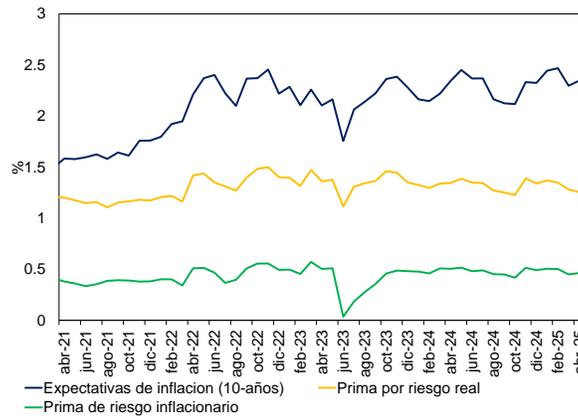
Gráfico A5.3. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A5.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) subió y se ubicó en 45,42%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también subió y se ubicó en 10,91%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas en parte por factores externos. Por su parte, con información al 23 de abril, desde finales de marzo las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,27% y 0,77%, respectivamente. Las tasas neutras al riesgo cayeron 20 pb y 16 pb, y se ubicaron en 3,70% y 3,70% 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 subió (0,46%, ant: 0,45%), la prima por riesgo real descendió (1,25%, ant: 1,28%) y la expectativa de inflación de largo plazo aumentó (2,35%, ant: 2,30%).

Gráfico A5.5. Expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionaria y real a 10 años en EE. UU.



Fuente: Fed.

Anexo 6. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

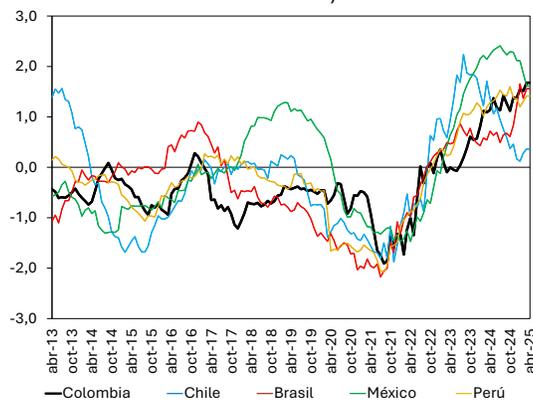
Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
Países desarrollados				
9abr25	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	-25	-25	3,50%
16abr25	Banco de Canadá	0	0	2,75%
17abr25	Banco Central Europeo	-25	-25	2,25% / 2,40% / 2,65%*
Países emergentes/frontera				
2abr25	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
4abr25	Banco de Tanzania	0	-	6,00%
7abr25	Banco Nacional de Rumania	0	0	6,50%
7abr25	Banco de Israel	0	0	4,50%
8abr25	Banco Central de Kenia	-75	-50	10,00%
8abr25	Banco Central del Uruguay	25	13	9,25%
9abr25	Banco de la Reserva de la India	-25	-25	6,00%
10abr25	Banco Central de Filipinas	-25	-25	5,50%
10abr25	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
10abr25	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	4,75%
11abr25	Banco Nacional de Kazajistán	0	0	16,50%
16abr25	Banco de Namibia	0	-	6,75%
17abr25	Banco de Corea	0	0	2,75%
17abr25	Banco de Botsuana	0	-	1,90%
17abr25	Banco Central de la República de Turquía	350	0	46,00%
17abr25	Banco Nacional de Ucrania	0	50	15,50%
17abr25	Banco Central de Egipto	-225	-137	25,00%
21abr25	Banco Popular de China	0	0	3,10% / 3,60%**
23abr25	Banco de Indonesia	0	0	5,75%
23abr25	Banco Central del Paraguay	0	-	6,00%

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

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

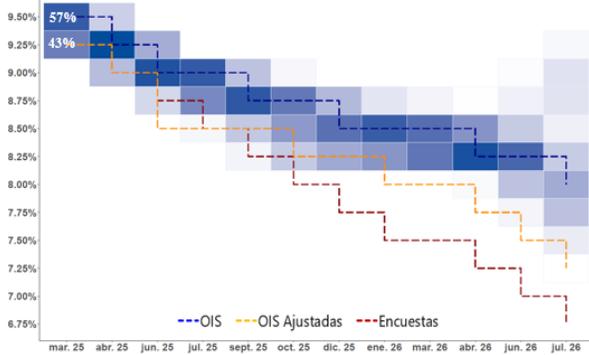
Gráfico A6.4. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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

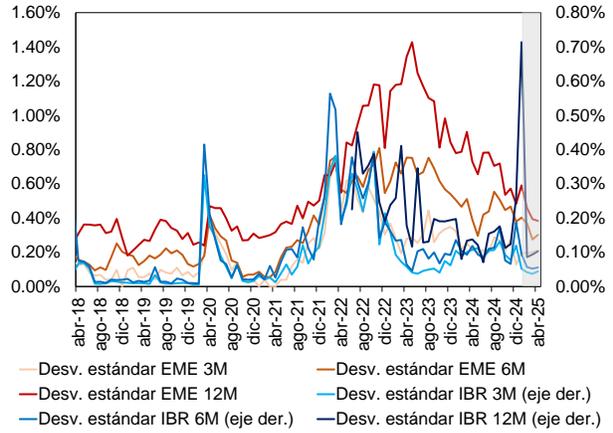
Anexo 7. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación

Cuadro A6.1. 25 de marzo de 2025



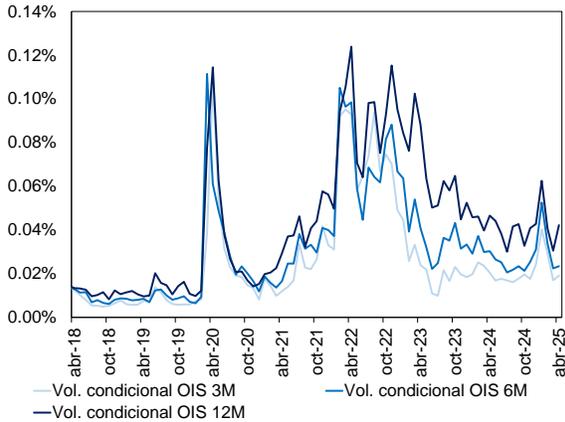
Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.

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



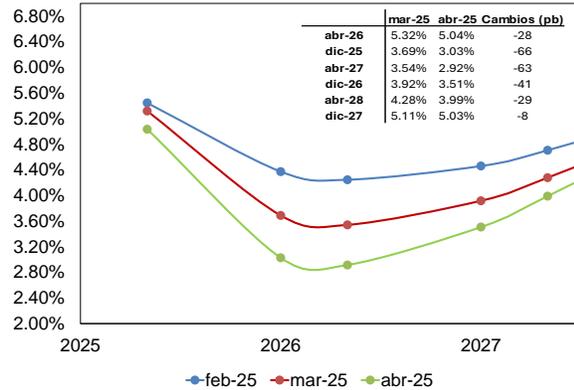
Fuente y Cálculos: BanRep.

A6.3. Volatilidad condicional de las tasas OIS



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

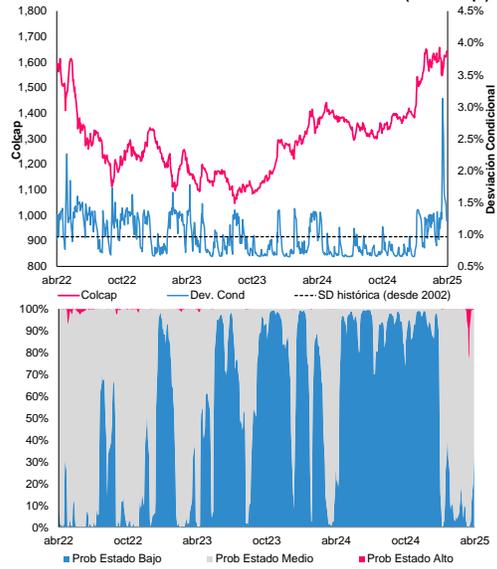
Gráfico A6.4. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



Fuente y Cálculos: Precia.

Anexo 8. IDOAM, análisis por componentes

Gráfico A8.1. Volatilidad condicional y regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

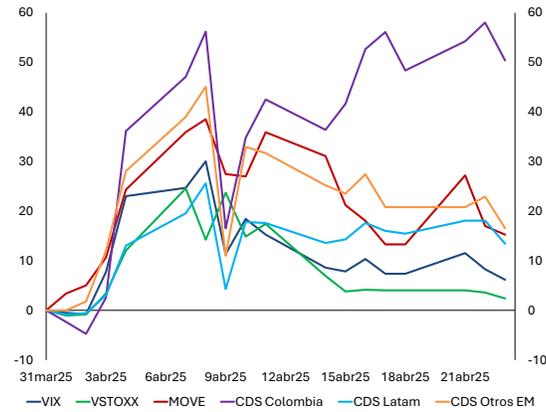
Tabla A8.1. Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	abr-25	mar-25	abr-25	mar-25
Aumentará	46,4%	51,9%	11,1%	10,7%
Sin cambios	14,3%	29,6%	29,6%	32,1%
Disminuirá	39,3%	18,5%	29,6%	17,9%
No aplica			29,6%	39,3%

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

Anexo 9. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



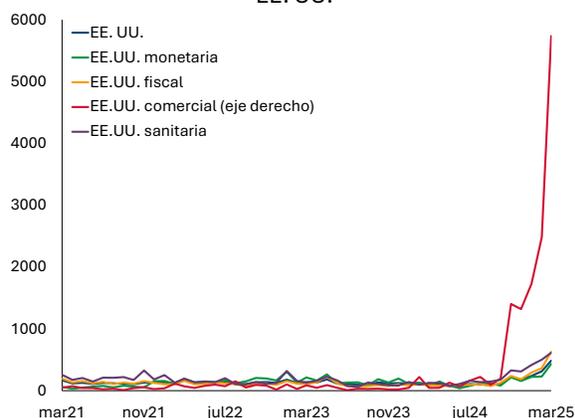
Fuente: Bloomberg. Los indicadores Vix, Vstoxx y Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

Tabla A9.1. Indicadores de incertidumbre en política económica

	EE. UU.					Europa					
	EE. UU.	Po. monetaria	Po. fiscal	Po. sanitaria	Po. comercial	Europa	Alemania	Italia	Reino Unido	Francia	España
feb-25	313	229	363	501	2481	397	839	107	332	383	212
mar-25	485	431	631	613	5736	553	1057	201	563	537	255
Var.	172	202	267	113	3255	156	218	94	231	154	44

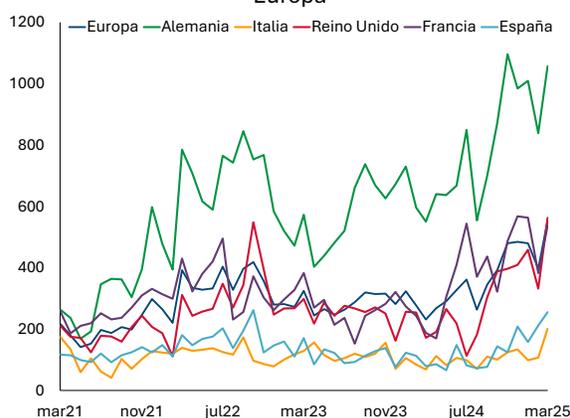
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

Gráfico A9.2. Incertidumbre en política económica en EE. UU.



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A9.3. Incertidumbre en política económica en Europa



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016); Ghirelli, Perez & Urtasun (2019).

Anexo 10. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación			Esperada a		Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Marzo 2025			Diciembre 2025		Vigente	Esperada a		Ultimos datos publicados*		Esperada a	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Mar. 25	Abr. 25		Mar. 25	Abr. 25	Esp.	Obs.	Mar. 25	Abr. 25
Colombia	5,12%	5,09%	2,09%	4,44%	4,50%	9,50%	7,75%	8,25%	2,20%	2,30%	2,60%	2,60%
Chile	4,90%	4,90%	1,90%	4,00%	4,10%	5,00%	4,75%	4,50%	3,70%	3,97%	2,20%	2,00%
México	3,79%	3,80%	0,80%	3,80%	3,70%	9,00%	8,16%	7,79%	0,60%	0,48%	0,90%	0,60%
Perú	1,02%	1,28%	-0,72%	2,30%	2,30%	4,75%	4,36%	4,35%	3,70%	4,20%	2,90%	2,90%
Brasil	5,45%	5,48%	2,48%	5,65%	5,57%	14,25%	15,00%	15,00%	4,00%	3,61%	1,98%	2,00%
Ecuador	n.d.	0,31%	-1,69%	2,00%	2,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-0,93%	1,60%	1,70%
Argentina	54,35%	55,90%	n.d.	26,60%	29,10%	29,00%	26,89%	26,80%	1,70%	2,10%	4,60%	4,80%
EE. UU.	2,50%	2,40%	0,40%	2,99%	3,00%	4,25% - 4,50%	4,05%	4,05%	2,30%	2,40%	1,94%	1,70%
India	3,50%	3,34%	-0,66%	4,40%	4,90%	6,00%	5,78%	5,71%	6,20%	6,15%	6,50%	6,50%
Sudáfrica	3,00%	2,70%	-1,80%	3,90%	3,66%	7,50%	7,15%	7,20%	1,00%	0,90%	1,63%	1,50%
China	0,00%	-0,10%	-3,10%	1,10%	1,10%	1,50%	1,14%	1,14%	5,00%	5,40%	4,50%	4,50%
Rusia	10,30%	10,34%	6,34%	8,20%	9,00%	21,00%	17,85%	17,30%	3,60%	4,50%	1,60%	1,60%
Turquía	38,70%	38,10%	33,10%	32,30%	33,90%	46,00%	30,30%	33,60%	2,50%	3,00%	2,80%	2,90%
Noruega	2,90%	2,60%	2,80%	2,60%	2,60%	4,50%	3,80%	3,80%	0,30%	-0,40%	1,30%	1,20%
Costa Rica	n.d.	1,21%	-1,79%	2,40%	2,40%	4,00%	3,75%	3,75%	n.d.	4,70%	3,70%	3,70%
El Salvador	n.d.	0,14%	-3,16%	1,90%	2,10%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,40%	2,50%	2,40%
Guatemala	n.d.	1,57%	-2,43%	3,80%	3,80%	4,50%	3,38%	3,38%	n.d.	4,50%	3,60%	3,50%
Honduras	n.d.	4,50%	-0,50%	4,50%	4,50%	5,75%	5,81%	5,81%	n.d.	2,90%	3,30%	3,30%
Panamá	n.d.	-0,40%	-2,29%	1,80%	1,80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,00%	3,70%	3,60%
Paraguay	n.d.	4,40%	0,40%	4,00%	4,00%	6,00%	6,00%	5,94%	n.d.	3,60%	3,80%	3,80%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citi el 23 de abril.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 17 de abril.

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

China: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de abril. 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 abril.

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

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