



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

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



Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales

Bogotá, D.C, 20 de diciembre de 2024

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	10
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona	16
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región 17	
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	19
2.1.	Expectativas de TPM.....	19
2.2.	Expectativas de crecimiento económico	23
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	24
4.	RECUADROS/ANEXOS	26
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.....	26
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	32
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local.....	34
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	37
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	39
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS.....	40
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	41
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	41
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países.....	42

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

- Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), la mayoría de las medidas de expectativas de inflación aumentaron (Cuadro 1).
- Las expectativas de Tasa de Política monetaria (TPM) señalan con mayor probabilidad un recorte de 50 puntos básicos (pb) en la reunión de diciembre. Mientras que descuentan menores recortes de la TPM para 2025.
- La curva de TES en pesos se aplanó ante mayores desvalorizaciones de los títulos de corto plazo frente a los de los demás tramos, mientras que la curva de TES en UVR se empinó por valorizaciones de los títulos de corto plazo frente a las desvalorizaciones de los demás tramos.
- Los inversionistas extranjeros corrigieron parcialmente sus ventas de noviembre, aunque por un monto moderado, mientras que los fondos de pensiones volvieron a ubicarse como los principales demandantes de TES en pesos, seguidos por los bancos comerciales. Por su parte, las entidades públicas continuaron siendo los principales vendedores de TES.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado											Expectativas de encuestas											
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		Total (otras encuestas)			Total (BanRep)			SAR (BanRep)				
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-25	2 años	dic-25	2 años	1 año	2 años	dic-24	1 año	dic-25	dic-24	1 año	dic-25	2 años	dic-24	1 año	dic-25	2 años
nov-24	5,34%	4,71%	5,23%	4,53%	3,26%	3,60%	5,00%	4,04%	3,40%	3,95%	4,60%	3,89%	5,08%	3,92%	3,81%	5,10%	3,98%	3,86%	3,40%	5,19%	3,74%	3,62%	3,04%
dic-24	5,63%	4,95%	5,31%	4,66%	3,61%	3,75%	5,63%	4,24%	3,61%	3,89%	4,93%	3,84%	5,16%	3,88%	3,88%	5,14%	3,90%	3,90%	3,49%	5,25%	3,79%	3,79%	3,21%
Variación (pb)	29	24	7	13	36	15	63	20	22	-5	33	-6	8	-4	7	4	-8	4	9	6	5	17	17

Las expectativas de mercado se presentan como un promedio del mes. La expectativa de otras encuestas a diciembre de 2024 y 2025 corresponde a un promedio de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citi, y a un año corresponde a la EOF. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados.

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

La inflación implícita en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation*, BEI), calculada con tasas promedio, aumentó para todos los plazos. Con información hasta el 16 de diciembre, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó en promedio 29 puntos básicos (pb), 18 pb y 28 pb para los plazos de uno, cinco y diez años, respectivamente. Así, el 16 de diciembre, el BEI se situó en 5,76% a un año, 5,00% a cinco años y 6,33% a diez años (Gráfico 1). No obstante, al comparar las tasas del 16 de diciembre con las tasas observadas el 29 de noviembre, también se observan aumentos en el corto plazo, pero leves variaciones para los demás plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Gráfico 1. Promedio mensual de expectativas de inflación

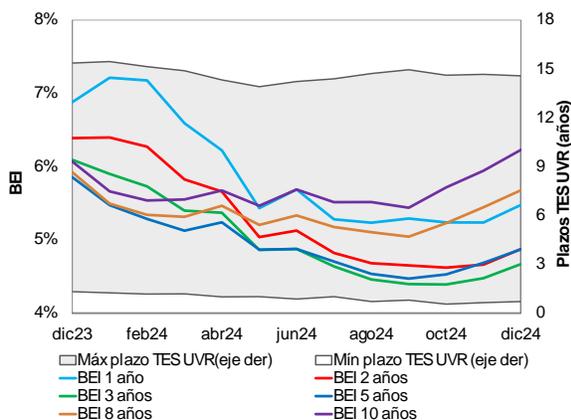
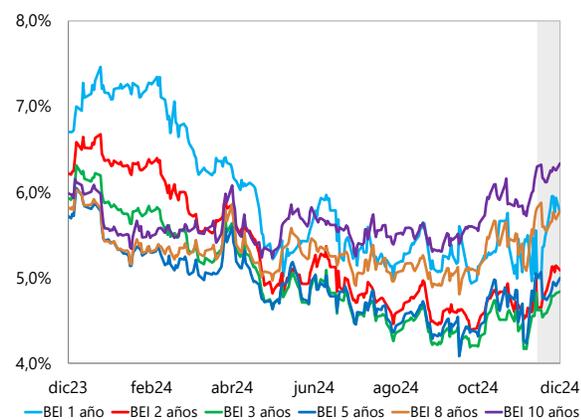


Gráfico 2. Expectativas de inflación diarias



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

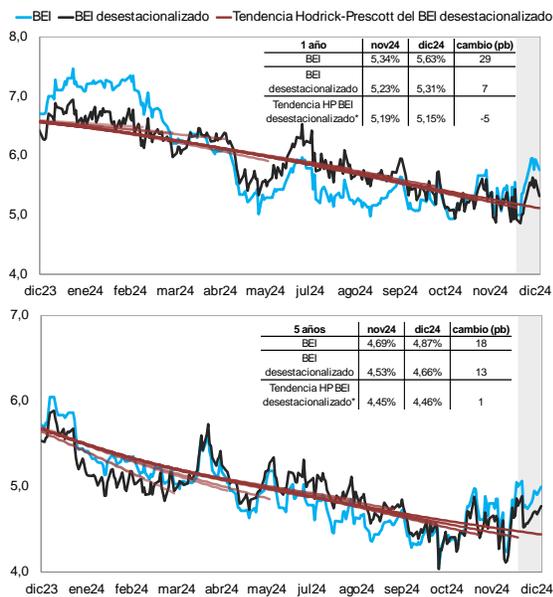
Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)											
	TES pesos					TES UVR						
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
29nov24	8,47%	9,05%	9,53%	10,28%	11,05%	11,41%	3,48%	4,39%	4,91%	5,28%	5,24%	5,11%
16dic24	9,08%	9,39%	9,72%	10,36%	11,22%	11,69%	3,32%	4,31%	4,88%	5,36%	5,43%	5,36%
	Variaciones (pb)											
	61	35	19	8	16	29	-15	-9	-3	8	20	25
Var. BEI	76	43	22	0	-3	4						
BEI	5,76%	5,09%	4,84%	5,00%	5,79%	6,33%						

	Promedios mensuales											
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
nov24	8,66%	9,04%	9,39%	10,02%	10,77%	11,15%	3,32%	4,33%	4,92%	5,34%	5,32%	5,21%
dic24*	8,92%	9,20%	9,50%	10,10%	10,93%	11,40%	3,29%	4,25%	4,83%	5,23%	5,26%	5,17%
	Variaciones (pb)											
	27	16	10	8	17	25	-3	-8	-9	-10	-7	-4
Var. BEI	29	24	19	18	23	28						
BEI	5,63%	4,95%	4,67%	4,87%	5,68%	6,23%						

*Información disponible al 16 de diciembre de 2024.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

*El dato de la tendencia del 29 de noviembre se estimó con datos hasta esa fecha. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

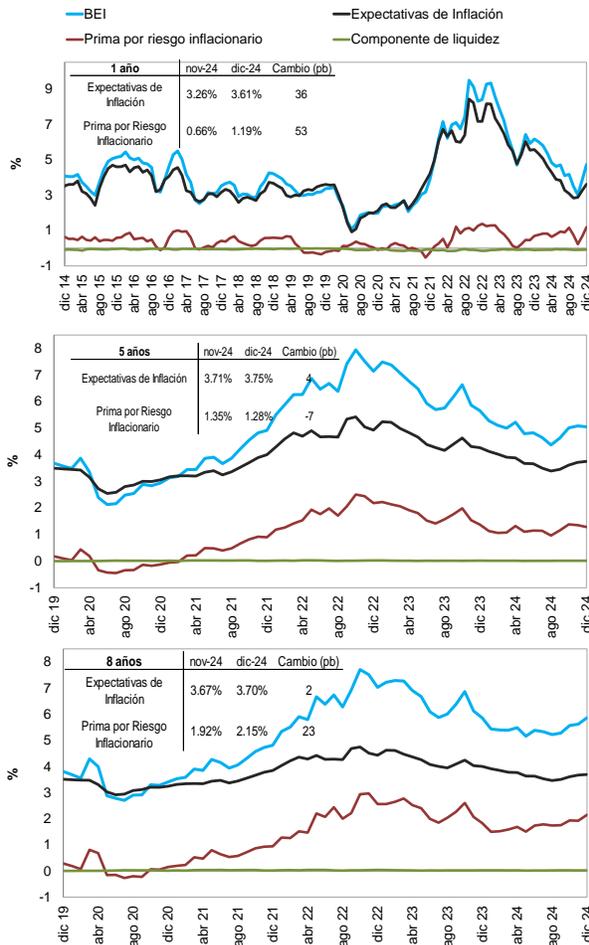
años (obs: 4,46%; ant: 4,45%).

El componente de expectativas de inflación del BEI aumentó para todos los plazos. El aumento de esta medida está en línea con el dato de inflación de noviembre que se ubicó por encima de lo esperado (obs: 5,20%; esp: 5,12%). Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI¹ para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en

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

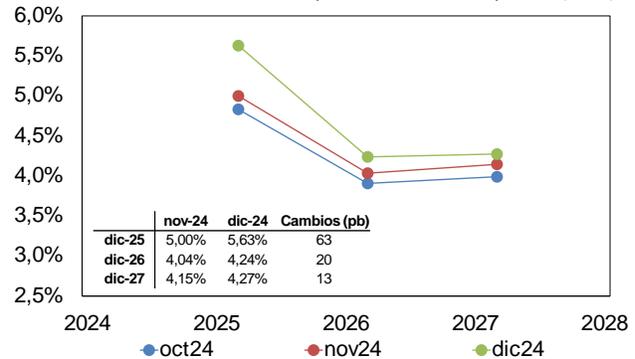
expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los TES UVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 3,61% (ant: 3,26%), 3,75% (ant: 3,71%) y 3,70% (ant: 3,67%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

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



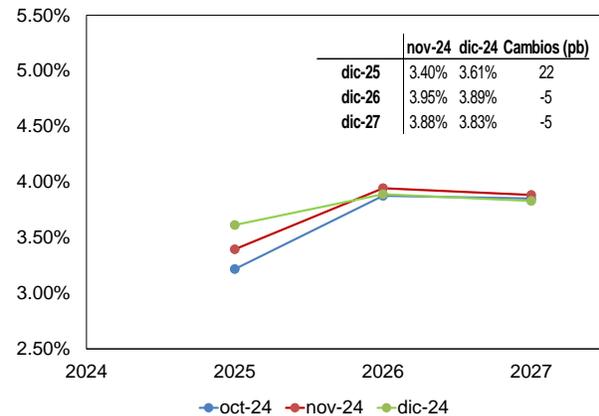
Fuentes: Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 4,72% (ant: 3,83%), 5,05% (ant: 5,08%) y 5,87% (ant: 5,62%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

Gráfico 5A. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



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

Gráfico 5B. FBEI a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa



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 FBEI ajustados por primas, las expectativas de inflación subieron a un año, y para periodos superiores a 2 años se ubican por encima del 3%. Para calcular las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como para el final de cada uno 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 diciembre de 2025, 2026 y 2027 mediante la curva *Forward Break-Even Inflation* (FBEI), las cuales se ubican en 5,63%, 4,24% y 4,27%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 3,61%, 3,89% y 3,83% para los mismos plazos. Estas últimas

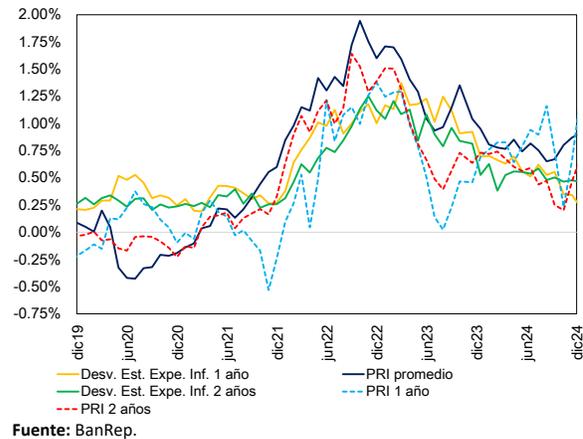
expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez; el BEI total puede diferir del BEI presentado en el Gráfico 1 para cada plazo dado que se estiman con modelos diferentes.

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

expectativas se encuentran por debajo del FBEl sin ajuste, toda vez que las primas por riesgo inflacionario son positivas.

Las primas por riesgo inflacionario (PRI) de corto plazo aumentaron durante el periodo. En contraste, la desviación estándar de las expectativas de inflación cayó. Estas medidas siguen ubicándose por encima de su promedio histórico. Las PRI variaron +30 pb, +52 pb, -7 pb y +22 pb para los plazos de 1, 2, 5 y 8 años, y se ubicaron en 1,19%, 0,66%, 1,28% y 2,15%, en su orden. El aumento de esta medida en el corto plazo pudo estar asociado con la estacionalidad en el mercado de TES en UVR y las menores compras de títulos en este tramo por parte de las entidades públicas. Por su parte la dispersión de las expectativas de inflación a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep se ubicó en 0,24% y 0,46%, respectivamente (ant: 0,34% y 0,48%, Gráfico 6). El alto nivel de estos indicadores puede estar asociado con algunos factores destacados por analistas del mercado, como la persistencia de factores de riesgo en el frente fiscal, la persistencia de la inflación básica (en particular el componente de servicios), la depreciación del tipo de cambio, los ajustes futuros del precio del ACPM, la fluctuación de los precios internacionales de las materias primas y el ajuste del salario mínimo que regirá en 2025. Además, el aumento de la prima por riesgo inflacionario de corto plazo también pudo estar alineada con el aumento de la prima a término en EE.UU. (Gráfico A4.5)³.

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



Fuente: BanRep.

La probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación se ubique entre el rango de 3% y 4% aumentó según las expectativas del mercado para los plazos de uno y dos años. En el caso de las encuestas, esta misma medida aumentó a un año y disminuyó para el plazo de dos años. Empleando la distribución del BEI ajustado por primas y ajustando una distribución a las respuestas de la EME, se estima que la probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año se encuentre entre el rango de 3% y 4% es de 71,42% (ant: 66,37%) y de 79,49% (ant: 65,85%), respectivamente (Gráfico 7.1 y 7.2). Para el plazo de dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren en el rango entre 3% y 4% es de 72,25% (ant: 62,08%) y del 69,44% (ant: 79,49%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4).

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

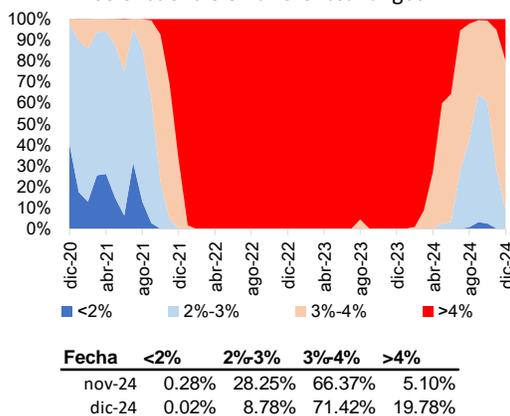
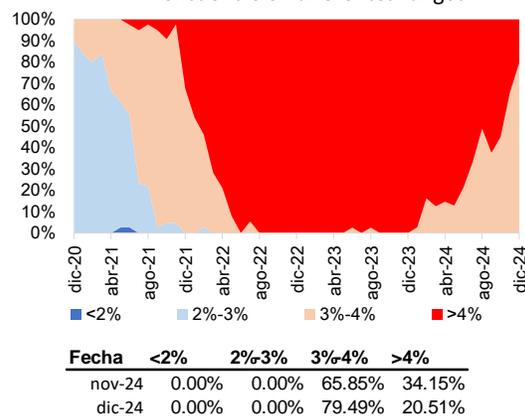


Gráfico 7.2. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año de la EME se encuentre en diferentes rangos



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

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

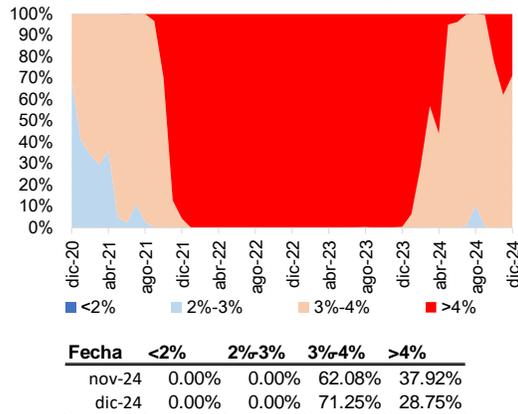
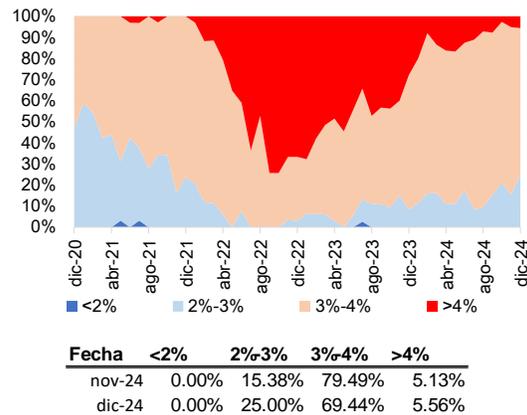


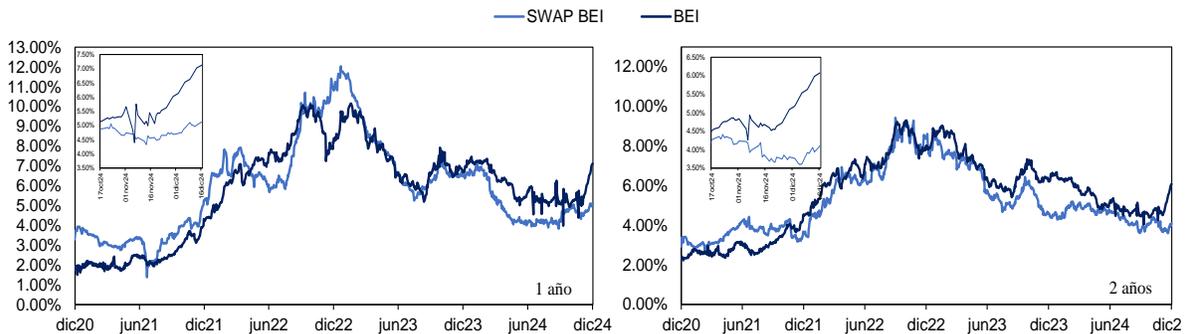
Gráfico 7.4. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a dos años de la EME se encuentre en diferentes rangos



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

La expectativa de inflación a un año de los contratos de derivados subió, en línea con las expectativas del mercado de deuda, mientras que a dos años esta expectativa se mantuvo relativamente estable. En el Gráfico 8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁴), en comparación con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, con información hasta el 16 de diciembre, los *swaps* BEI promedio mensual a 1 y 2 años variaron +33 pb y -6 pb, y se ubicaron en 4,93% y 3,84% (ant: 4,60% y 3,89%), respectivamente. La medida *forward* del primer año al segundo cayó (obs: 2,76%, ant: 3,19%).

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

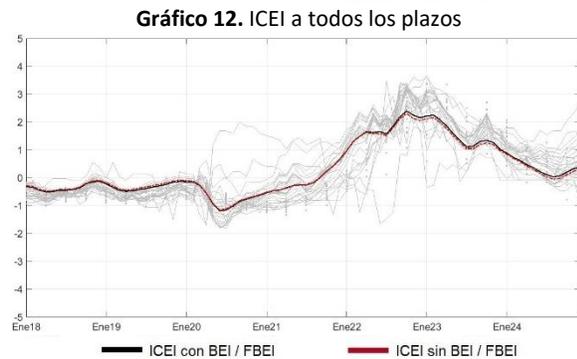
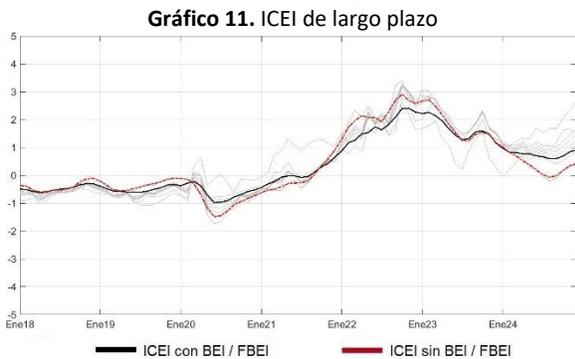
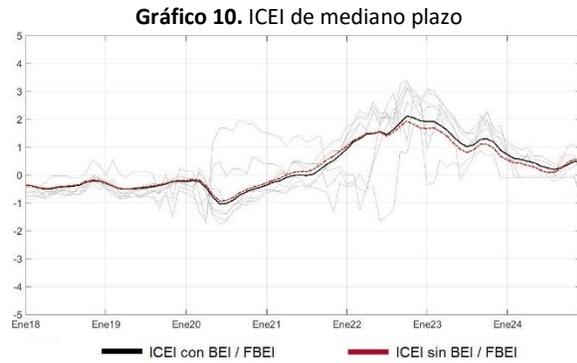
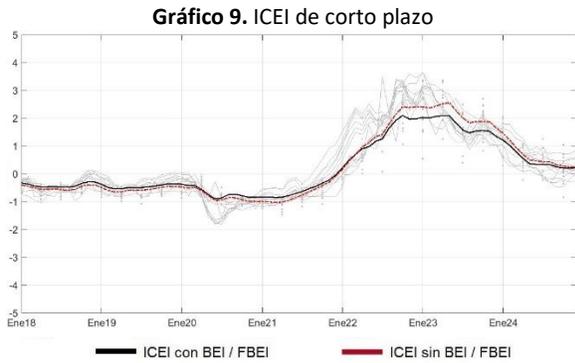


Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁵ (ICEI) se mantuvo estable a corto plazo, y continuó evidenciando un aumento a mediano y largo plazo (Gráficos 9 al 12).

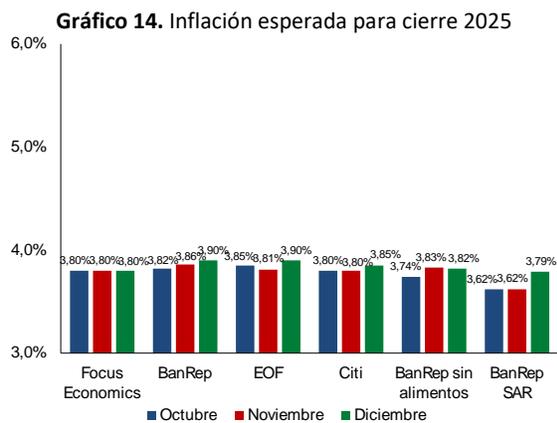
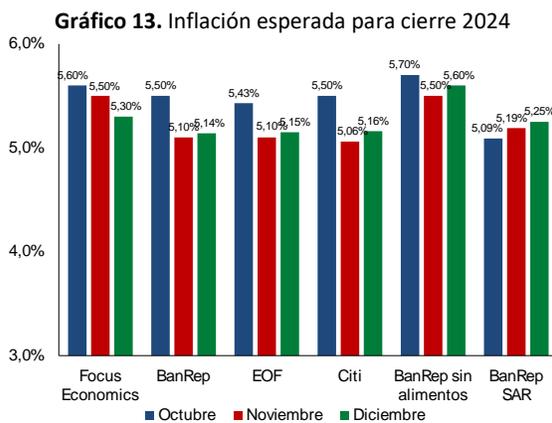
⁴ Se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los *swap* IBR UVR, para más detalle consultar el Recuadro 1. Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros, publicado en el Informe de Política Monetaria de diciembre de 2020. El mercado *swap*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

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

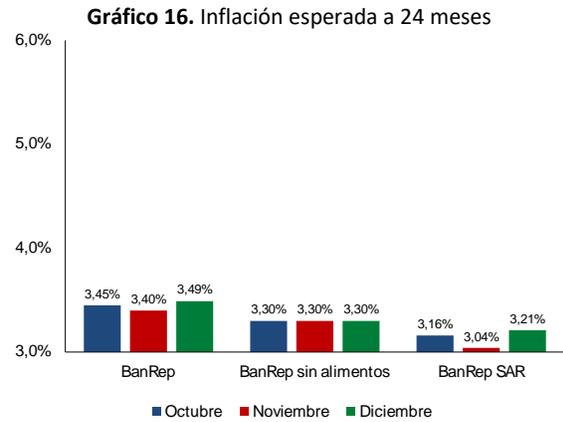
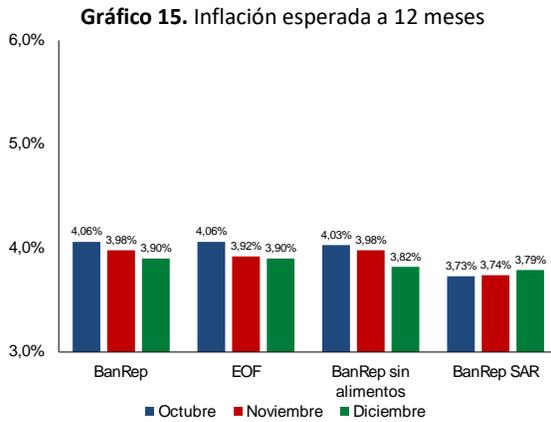


Fuentes: BanRep, Fedesarrollo, Focus Economics, SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. La serie negra se estima con base en una muestra de expectativas de inflación que provienen de encuestas, de mercado (BEI/FBEI) y del BEI/FBEI sin primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa. La serie 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 aumentaron en su mayoría, en línea con el dato de inflación de noviembre, el cual se ubicó por encima de las expectativas del mercado. El promedio⁶ de las encuestas de expectativas de inflación total aumentó para finales de 2024 (obs: 5,15%; ant: 5,09%), 2025 (obs: 3,88%; ant: 3,82%) y a 24 meses (obs: 3,49%; ant: 3,40%), mientras que a doce meses disminuyó 5 pb a 3,90%. Asimismo, la última EME del BanRep mostró aumentos de la mayoría de las expectativas sobre la inflación básica (sin alimentos, y sin alimentos ni regulados -SAR-) de corto plazo (Gráficos 13 al 16).

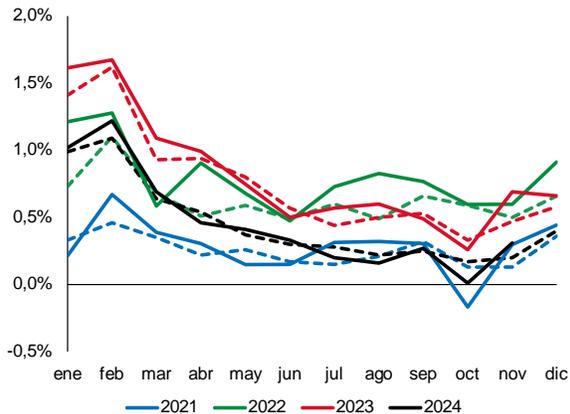


⁶ Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2024 se mantuvo en 5,19%, mientras que para 2025 aumentó de 3,82% a 3,86%.



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 3 de diciembre, con encuestas recolectadas hasta el 2 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de diciembre. La EOF se publicó el 18 de diciembre con datos recolectados entre el 9 y el 13 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 16 de diciembre.

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



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

En noviembre, la inflación mensual sin alimentos se ubicó por encima de lo esperado por el mercado. Para diciembre, la expectativa se ubica por debajo de lo registrado en el mismo mes de los últimos tres años. La inflación sin alimentos se ubicó en 0,31% m/m en noviembre, por encima de lo esperado por los analistas encuestados por Citi (0,20%). Para diciembre, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,40% m/m, por debajo de los niveles de 0,44%, 0,91% y 0,66% registrados en diciembre de 2021, 2022 y 2023, respectivamente (Gráfico 17).

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros aumentaron en su mayoría, al igual que aquellas provenientes de encuestas, en

línea con el dato de inflación de noviembre que se ubicó por encima de lo esperado. Estos aumentos pudieron estar asociados con algunos factores destacados por analistas del mercado, como la persistencia de factores de riesgo en el frente fiscal, la persistencia de la inflación básica (en particular el componente de servicios), la depreciación del tipo de cambio durante lo corrido del año, ajustes futuros del precio del ACPM, la fluctuación de los precios internacionales de las materias primas y el ajuste del salario mínimo que regirá en 2025. El aumento de las expectativas provenientes del mercado de deuda también pudo obedecer a la estacionalidad de los TES en UVR de corto plazo. Al controlar por dicha estacionalidad, se observa una moderación de la magnitud de los aumentos.

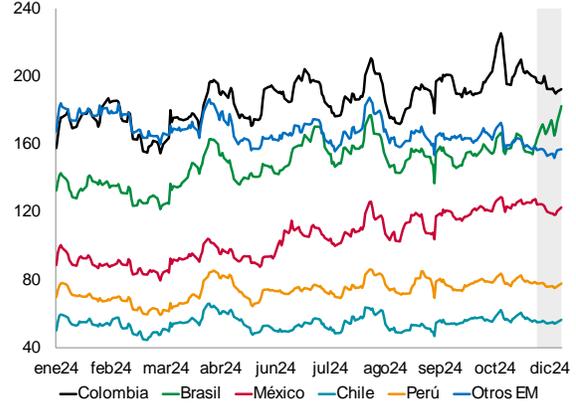
De esta manera, la brecha entre las expectativas de inflación de los encuestados y del mercado de deuda pública se redujo. Para plazos superiores a doce meses, las expectativas provenientes del mercado aún se ubican por encima de las encuestas. Todas estas medidas se ubican por encima del 3%. A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 3,90% (ant: 3,95%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 3,61% (ant: 3,26%). A 24 meses, la encuesta del BanRep indica una expectativa de 3,49% (ant: 3,40%), mientras que el FBEl neto de primas a este plazo se ubica en 3,89% (ant: 3,95%)⁷.

⁷ A diciembre de 2025, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,88% (ant: 3,82%), mientras que el FBEl a 2025 neto de primas se ubica en 3,61% (ant: 3,40%) para el mismo plazo.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

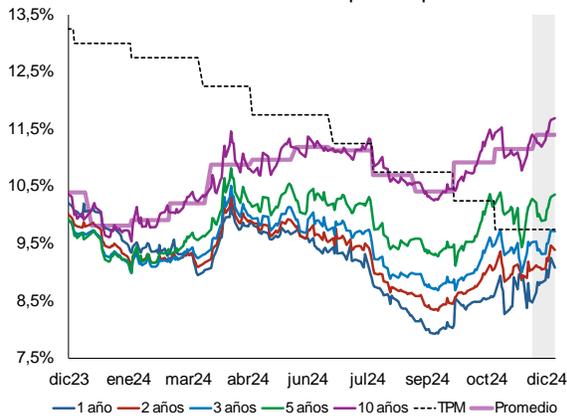
Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se aplanó ante mayores desvalorizaciones de los títulos de corto plazo frente a los de los demás tramos. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con el entorno internacional, caracterizado por un comportamiento desfavorable de los títulos de renta fija ante las expectativas de unas sendas de política monetaria menos expansivas en las principales economías desarrolladas. A nivel local, las desvalorizaciones del tramo corto también pudieron estar asociadas con las expectativas de menores recortes de la TPM ante la publicación del dato de inflación de noviembre (total: 5,20%; básica: 5,88%) por encima de lo esperado por el mercado (total: 5,12%; básica: 5,77%). Las variaciones de las tasas en el largo plazo también pudieron estar influenciadas por las ventas de las entidades públicas en este tramo. En este contexto, el CDS a cinco años del país presentó un comportamiento similar al de sus pares de la región⁸ (Gráficos 18 al 20).

Gráfico 18. Credit Default Swaps Latam (5 años)



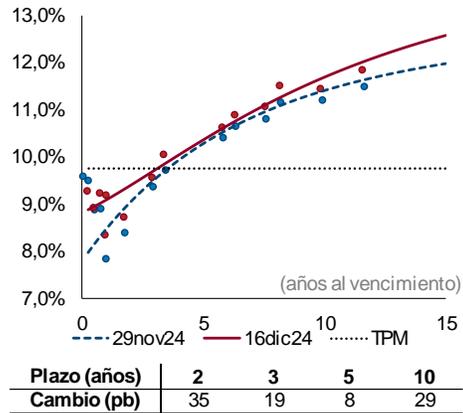
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

Gráfico 19. Tasas cero cupón en pesos



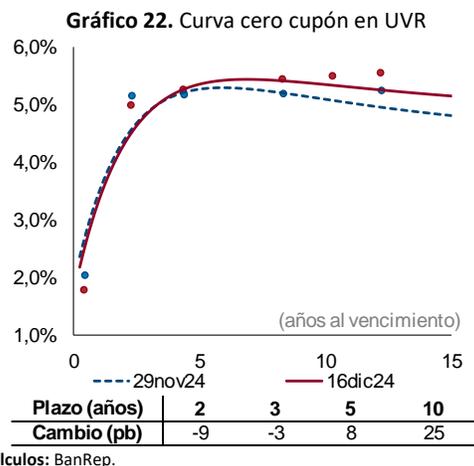
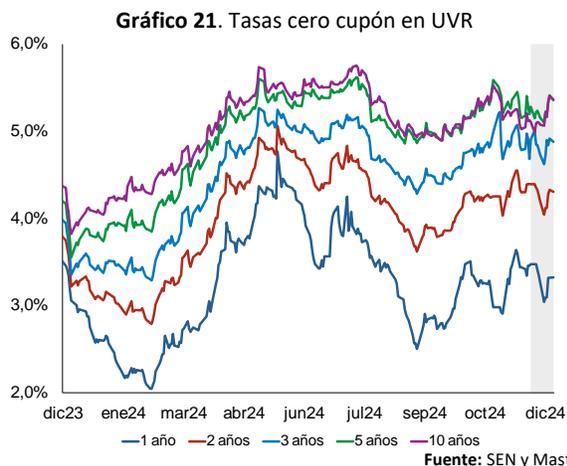
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep. Notas: i) si bien la TPM es a plazo overnight, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos; ii) la línea detrás de la serie morada corresponde al promedio mensual de la tasa de diez años.

Gráfico 20. Curva cero cupón en pesos



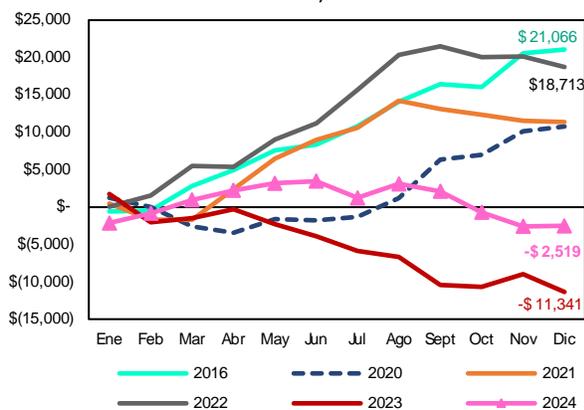
La curva de TES denominados en UVR se empinó, ante valorizaciones del tramo corto y desvalorizaciones de los títulos de los demás tramos. Las desvalorizaciones estuvieron en línea con lo observado en el mercado de TES en pesos, mientras que las valorizaciones pudieron obedecer a las mayores expectativas de inflación en el corto plazo y al comportamiento estacional de estos títulos a fin e inicios de cada año (Gráficos 21 y 22).

⁸ Durante este periodo, el CDS a cinco años se redujo 4 pb en Colombia y 2pb en México, se mantuvo estable en Perú, mientras que en Brasil y Chile aumentó 19 pb y 2 pb, respectivamente. Por su parte, el CDS de una muestra de países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) aumentó 1 pb. El aumento de los CDS en Brasil se da en un contexto de incertidumbre fiscal, con un balance caracterizado por un elevado gasto público y crecientes preocupaciones sobre la autonomía del Banco Central de Brasil, en un escenario donde el gobierno de Lula da Silva podría obtener una mayoría en la junta directiva del Banco Central.



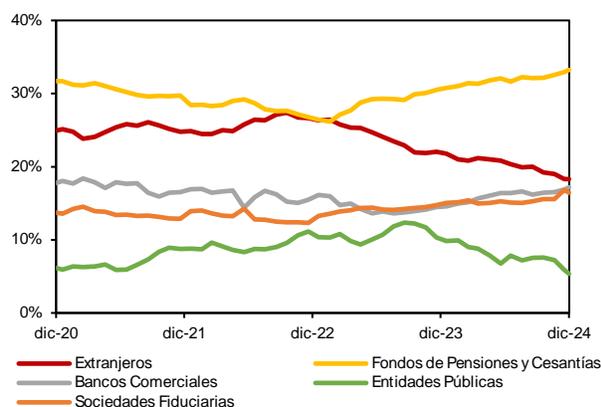
Desde la última reunión de la JDBR y con datos al 16 de diciembre, los inversionistas extranjeros revirtieron parcialmente la tendencia vendedora presentada desde septiembre, realizando compras netas de TES denominados en pesos por COP 808 miles de millones (mm)⁹, concentradas principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 1.112 mm)¹⁰. Por el contrario, en TES denominados en UVR, vendieron en neto COP 486 mm en el mercado de contado, concentrados en el tramo largo (COP 391 mm)¹¹. Así, acumulan ventas netas por COP 2,5 billones (b) en lo corrido de 2024 en el mercado de contado de TES (Gráfico 23), y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES (18,3% del total de TES en circulación, Gráfico 24).

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



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

Gráfico 24. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencia 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.

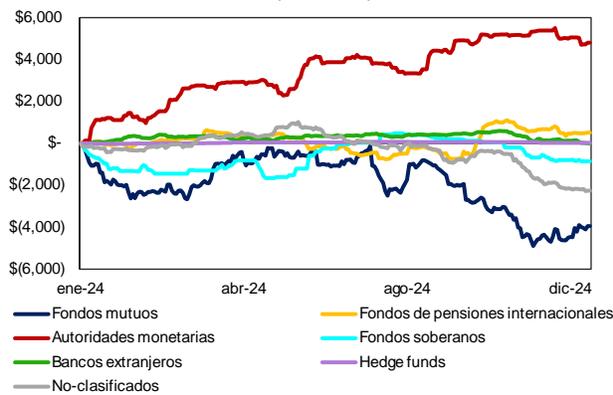
⁹ Parte de esta demanda estuvo guiada por la subasta de TES verdes con vencimiento en 2031 realizada el 4 de diciembre de 2024. Los inversionistas extranjeros compraron COP 101 mm de estas referencias.

¹⁰ En TES denominados en pesos del tramo medio y corto vendieron en neto por COP 53 mm y COP 250 mm, respectivamente.

¹¹ En TES denominados en UVR del tramo medio realizaron ventas netas por COP 95 mm.

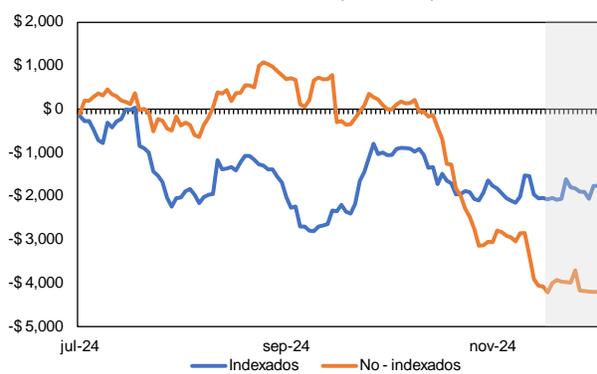
Desde la última reunión de la JDBR, los fondos mutuos encabezaron las compras realizadas por los inversionistas extranjeros, mientras que las autoridades monetarias revirtieron parcialmente su tendencia compradora del año (Gráfico 25). En lo corrido de diciembre, los fondos mutuos realizaron compras netas por COP 673 mm, mientras que las autoridades monetarias vendieron en neto COP 223 mm. En el acumulado del año, continúa observándose una recomposición hacia las autoridades monetarias, con compras de COP 4,8 b, mientras que los fondos mutuos han sido los principales vendedores, por COP 4,0 b.

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



Fuente: BanRep.

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



Fuente: BanRep.

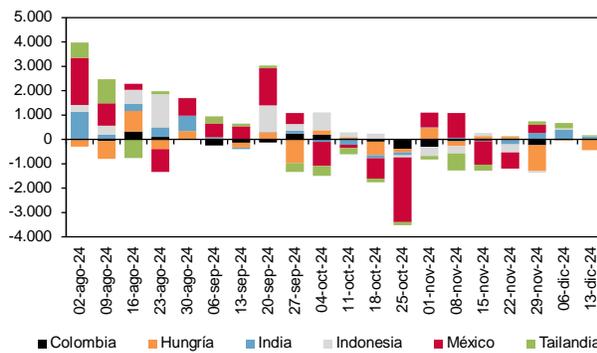
Los inversionistas extranjeros clasificados como no-indexados¹² al índice *GBI-EM Global Diversified*¹³ continuaron presentando una demanda baja por TES desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 26). Estos agentes realizaron compras netas por COP 11 mm, mientras que los inversionistas clasificados como indexados compraron en neto COP 311 mm durante el mismo período. Las salidas de los inversionistas no-indexados desde octubre podrían estar relacionadas con un menor apetito por activos locales por cuenta de factores de incertidumbre local, principalmente en el frente fiscal, y por acontecimientos a nivel internacional, como los resultados electorales en EE. UU. Además, en el contexto de la disminución de la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM por el aumento de la ponderación de India¹⁴, se espera que los flujos de los inversionistas indexados enfrenten una presión a la baja, ya que deben rebalancear sus portafolios para ajustarse al nuevo peso de Colombia.

¹² La clasificación se basa en un documento de investigación en desarrollo, elaborado por Oscar Botero, Andrés Murcia y Mauricio Villamizar, en el cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

¹³ 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

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

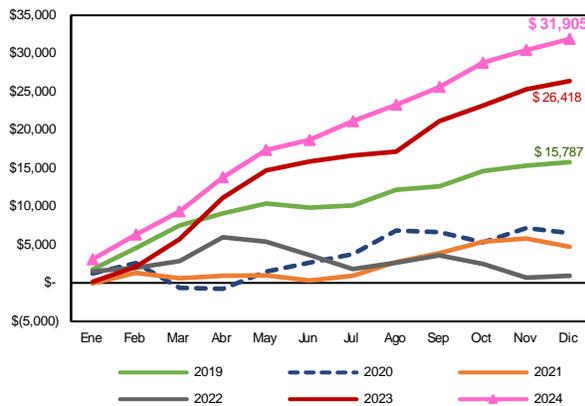
Gráfico 27. Flujos netos semanales de inversionistas extranjeros en títulos de deuda de un grupo de países emergentes (USD millones)



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.

Los flujos de inversionistas extranjeros en títulos de deuda¹⁵ continúan evidenciando una presión a la baja en otros países emergentes (Gráfico 27). Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF), países como México, Tailandia y Hungría han presentado salidas por USD 4,3 mm, USD 1,6 mm y USD 1,5 mm, respectivamente, desde octubre. Este comportamiento se encuentra en línea con las salidas de los inversionistas extranjeros en TES (USD 0,9 mm) durante el mismo período.

Gráfico 28. Flujos netos de los fondos de pensiones locales en el mercado de contado de TES acumulados por año



Fuente: BanRep.

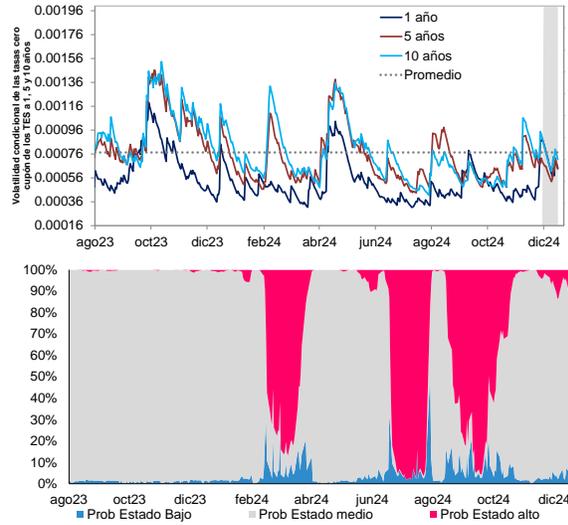
Por su parte, los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora en diciembre, siendo los mayores demandantes de TES denominados en pesos por COP 2,0 b, seguidos por los bancos comerciales¹⁶ (Gráfico 28). Por el contrario, en TES denominados en UVR realizaron ventas netas por COP 618 mm. De esa manera, se mantienen como los principales tenedores de TES (33% del total de TES en circulación, ver Anexo 3).

Las entidades públicas continuaron siendo los principales vendedores tanto en el mercado de TES denominados en pesos (COP 3,6 b) como en el de TES denominados en UVR (COP 855 mm) desde la última reunión de la JDBR. Durante diciembre, las entidades públicas realizaron ventas netas por COP 45 mm, COP 117 mm y COP 3,4 b en los tramos corto, medio y largo de la curva de TES denominados en pesos, respectivamente. En la curva de TES denominados en UVR vendieron en neto COP 75 mm y COP 780 mm, en los tramos medio y largo, en su orden.

¹⁵ Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.

¹⁶ Los bancos comerciales presentaron flujos netos por COP -650 mm, COP 567 mm y COP 1.185 mm en los tramos corto, medio y largo de la curva de TES denominados en pesos, respectivamente.

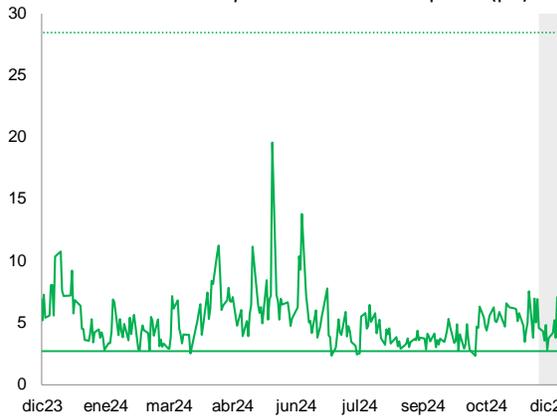
Gráfico 29. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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.

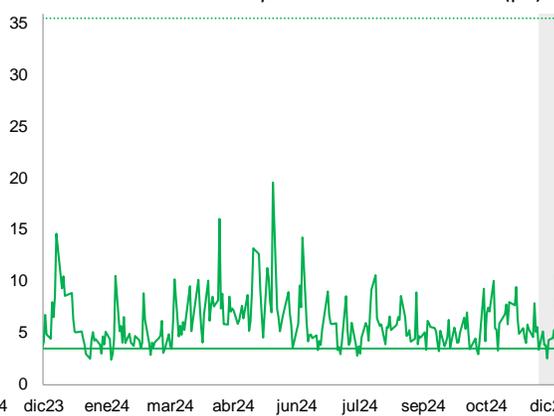
La volatilidad promedio mensual del mercado de TES en pesos disminuyó para todos los plazos y se ubicó con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 29), al tiempo que la liquidez mejoró frente a lo observado en noviembre. Respecto a los indicadores de liquidez, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio de los TES en pesos y UVR se ubicó por debajo del observado en noviembre, mientras que la profundidad promedio de los TES en pesos se ubicó por encima de lo observado el mes anterior¹⁷ (Anexo 2 – Gráficos 30 al 33).

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

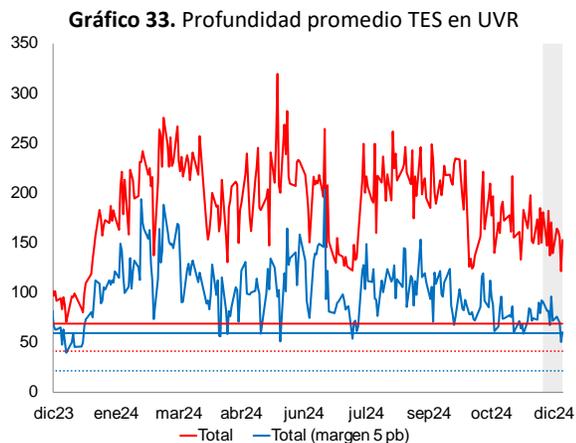
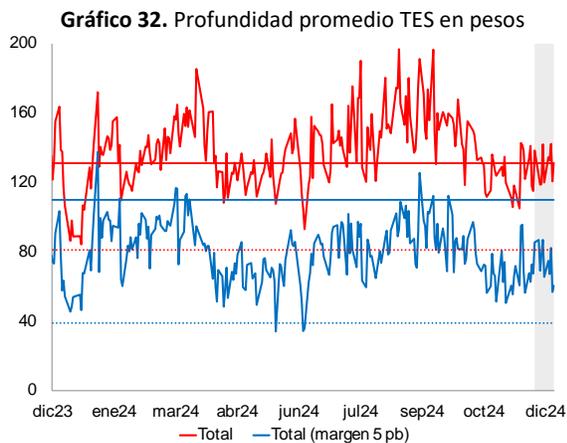


Fuente y Cálculos: BanRep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del Gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A 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 prepandemia.

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

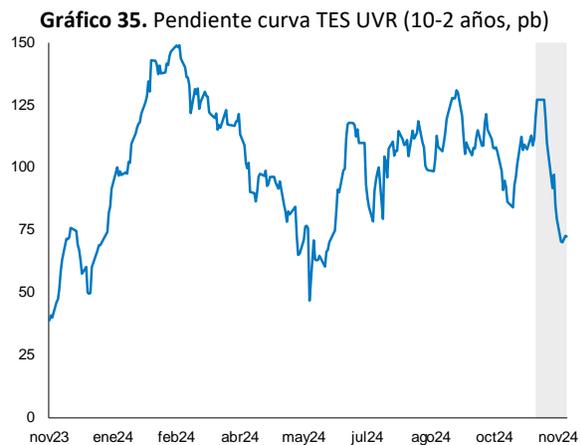


¹⁷ Al 16 de diciembre, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 4,5 pb para los TES en pesos y 5,3 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 5,6 pb y 6,0 pb observados durante noviembre, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de COP 125,1 mm a COP 128,5 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR se redujo de COP 168,2 mm a COP 153,3 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).



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

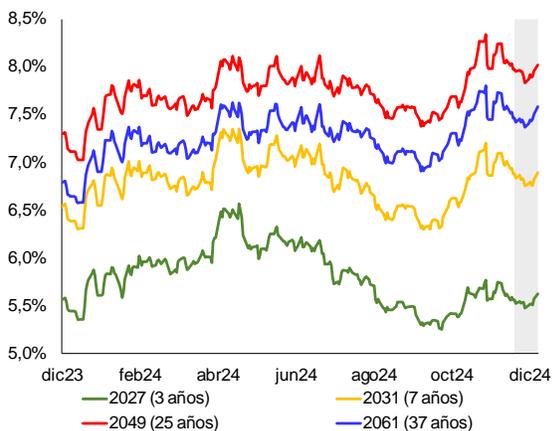
La curva de los TES denominados en pesos se aplanó mientras que la de los TES en UVR se empinó. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años disminuyó 6 pb, alcanzando un nivel de 230 pb en la curva de TES pesos, y aumentó 34 pb, hasta un nivel de 105 pb, para la curva de TES UVR (Gráficos 34 y 35).



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

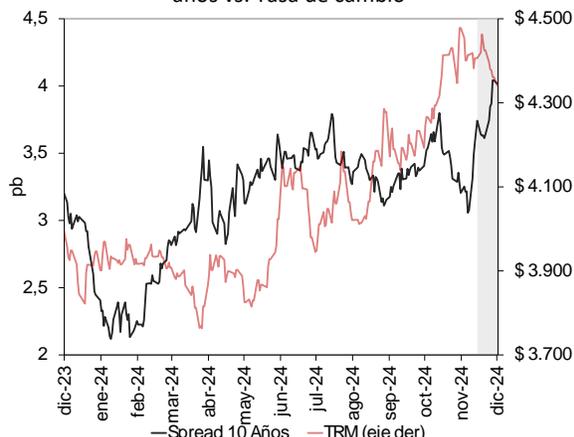
Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se desvalorizaron, y la diferencia de sus tasas con las de los títulos locales aumentó. Desde el 29 de noviembre, las tasas de los títulos con vencimientos a 3, 7, 25 y 37 años presentaron variaciones de 10 pb, 6 pb, 7 pb y 16 pb, respectivamente (Gráfico 36). En ese periodo, el margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares, respectivamente) aumentó 27 pb, debido a que los títulos locales presentaron mayores desvalorizaciones que los externos (Gráfico 37).

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



Fuente: Bloomberg.

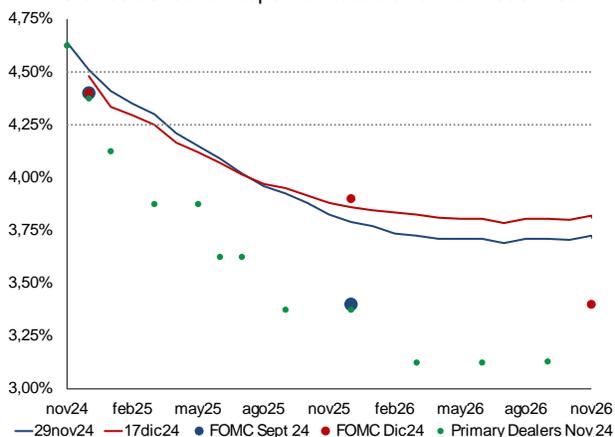
Gráfico 37. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

Gráfico 38. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

comité para cierre de 2026 (Gráfico 38).

En esta misma línea, el CME¹⁹ muestra que el rango más probable de la tasa de los fondos federales para diciembre de 2025 es aquel consistente con recortes por 50 pb (ant: 50 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2025 se ubicó en el rango entre 3,75% y 4,00% (probabilidad del 33%) durante diciembre (Cuadro 3).

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

	2,75% σ 3,00%	3,00% σ 3,25%	3,25% σ 3,50%	3,50% σ 3,75%	3,75% σ 4,00%	4,00% σ 4,25%	4,25% σ 4,50%	4,50% σ 4,75%
	(Rango actual)							
29nov24	1%	4%	12%	24%	29%	21%	8%	1%
17dic24	0%	2%	7%	20%	33%	28%	10%	0%

Fuente: CME.

En su reunión del 17 y 18 de diciembre, el FOMC redujo la tasa objetivo de los Fondos Federales en 25 pb a un rango entre 4,25% y 4,50% y actualizó sus proyecciones económicas. Frente a sus estimaciones de septiembre, se observó una reducción en las perspectivas de desempleo, junto con un incremento

¹⁸ Para enero de 2025, el mercado no anticipa recortes de la tasa de los fondos federales.

¹⁹ Chicago Mercantile Exchange.

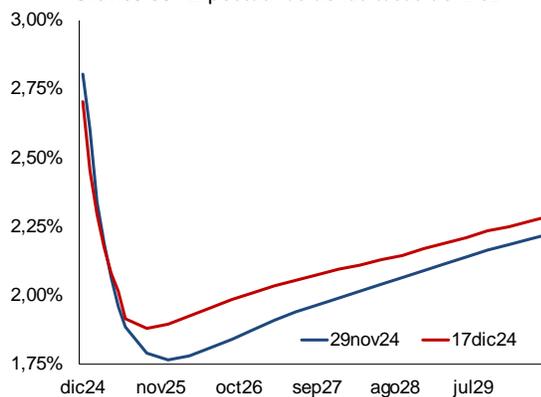
en sus proyecciones de inflación, crecimiento económico y de la tasa de los Fondos Federales (Cuadro 4).

Cuadro 4. Mediana de las proyecciones del FOMC (diciembre de 2024)

		Tasa de crecimiento económico	Tasa de desempleo	Inflación PCE	Inflación PCE núcleo	Tasa de los Fondos Federales
2024	sep-24	2,0%	4,4%	2,3%	2,6%	4,4%
	dic-24	2,5% ▲	4,2% ▼	2,4% ▲	2,8% ▲	4,4% ▬
2025	sep-24	2,0%	4,4%	2,1%	2,2%	3,4%
	dic-24	2,1% ▲	4,3% ▼	2,5% ▲	2,5% ▲	3,9% ▲
2026	sep-24	2,0%	4,3%	2,0%	2,0%	2,9%
	dic-24	2,0% ▬	4,3% ▬	2,1% ▲	2,2% ▲	3,4% ▲
Largo Plazo	sep-24	1,8%	4,2%	2,0%	2,0%	2,9%
	dic-24	1,8% ▬	4,2% ▬	2,0% ▬	2,0% ▬	3,0% ▲

Fuente: FOMC. Las proyecciones de las tasas de crecimiento económico y de inflación se presentan como variaciones anuales. Las proyecciones de la tasa de desempleo se presentan para el promedio del último trimestre de cada año, mientras que las de la tasa de los Fondos Federales se presentan para fin de cada año.

Gráfico 39. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

En Europa, el mercado descuenta recortes acumulados durante 2025 por la misma magnitud que en el mes pasado. Sin embargo, la senda de estas expectativas presenta una tendencia al alza para 2026. Así, los futuros de la tasa Euribor anticipan un recorte adicional de 25 pb en la próxima reunión del ECB (ant: 25 pb), y recortes acumulados por 100 pb durante 2025 (ant:100 pb) (Gráfico 39, Anexo 5).

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

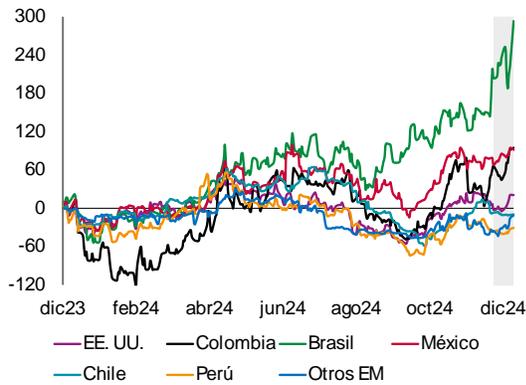
La curva de Tesoros de EE. UU. se empinó ante mayores desvalorizaciones del tramo largo frente a las de los demás tramos. Las desvalorizaciones del tramo corto estuvieron en línea con unas expectativas de política monetaria menos expansiva ante la publicación de algunas cifras de actividad económica que sorprendieron al alza al mercado²⁰. Para plazos más largos, las desvalorizaciones también estuvieron asociadas con un aumento de la prima a término ante la continua valoración del mercado sobre los mayores riesgos inflacionarios y fiscales, y una mayor incertidumbre en el frente geopolítico y comercial, tras los resultados de las elecciones de noviembre.

En línea con lo observado en EE. UU, la mayoría de los títulos de deuda pública de la región se desvalorizó. Se destacan las fuertes desvalorizaciones de los títulos de Brasil, las cuales pudieron estar asociadas, por un lado, con la mayor incertidumbre fiscal ante la publicación de un plan de recortes por parte del gobierno, el cual no fue visto de manera favorable por el mercado. Adicionalmente, las expectativas de mayores aumentos de la TPM también contribuyeron a las desvalorizaciones de los títulos de corto plazo. Estas expectativas estuvieron en línea con la persistencia de presiones inflacionarias y la publicación de cifras de actividad económica por encima de lo esperado, lo que llevó al Banco Central a aumentar la TPM en 100 pb en su reunión de diciembre, por encima de los 75 pb que descontaban varios

²⁰ Las cifras de nóminas no agrícolas, sentimiento del consumidor (estimado por la Universidad de Michigan) y ISM manufacturero, sorprendieron al mercado al alza durante el mes.

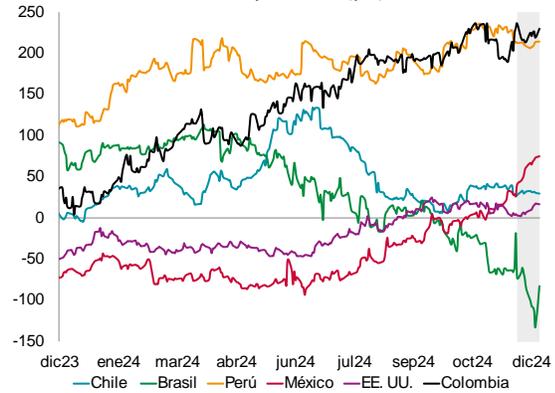
analistas del mercado. En este contexto, las pendientes 10 años-2 años aumentaron 35 pb (hasta un nivel de 75 pb) en México y 16 pb en EE. UU. (17 pb), permanecieron relativamente estables en Chile (30 pb) y Perú (214 pb), mientras que en Brasil (-83 pb) se redujo 13 pb (Gráficos 40 a 42 y Anexo 4).

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



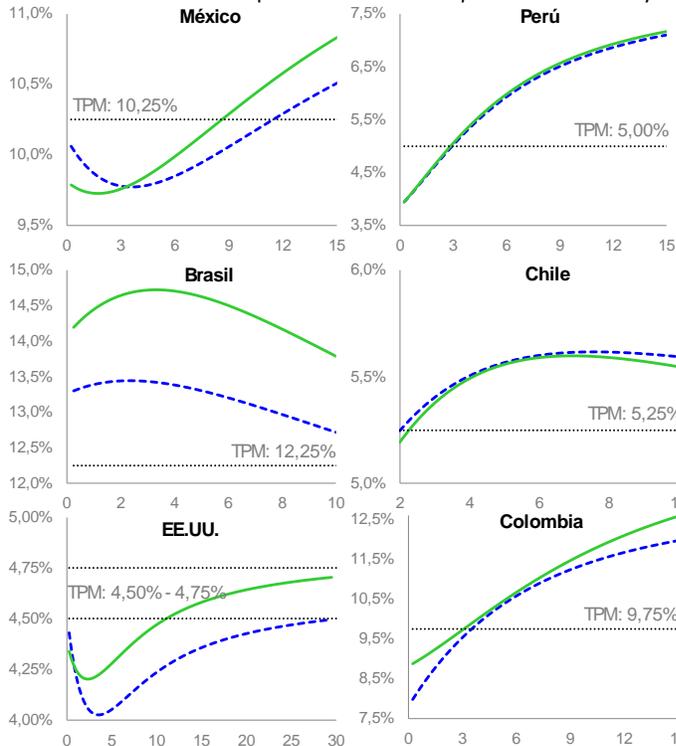
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep. Cambios (pb) desde el 1 de diciembre de 2023.

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



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

Gráfico 42. Comportamiento curvas spot Latinoamérica y EE. UU. Desde la última reunión de la JDBR



	EVOLUCIÓN POR TRAMOS			Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-10	10	25	0
Perú	3	5	6	0
Brasil	120	132	107	100
Chile	-5	-1	-4	0
EEUU	8	22	24	0
Colombia	35	8	29	0

	EVOLUCIÓN POR TRAMOS 3 MESES			Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-4	60	101	-50
Perú	-3	20	27	-25
Brasil	322	299	220	175
Chile	15	37	24	-25
EEUU	90	84	68	-75
Colombia	105	106	144	-100

	CAMBIOS OBSERVADOS		
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	9	35	4
Perú	5	3	1
Brasil	120	-13	37
Chile	-3	1	8
EEUU	18	16	12
Colombia	24	-6	-48

29-nov-24

16-dic-24

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

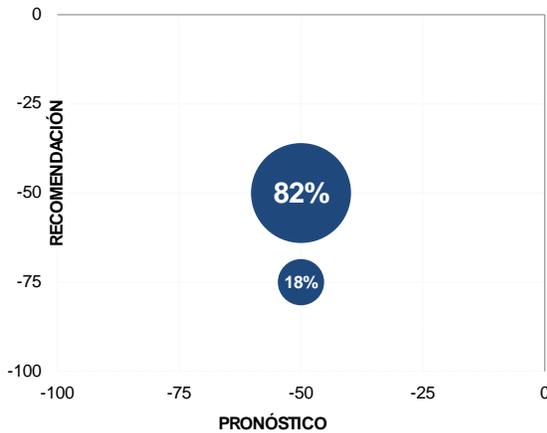
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

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

2.1. Expectativas de TPM

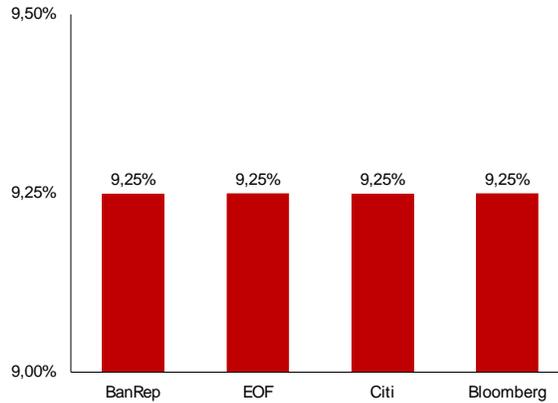
Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera un recorte de la TPM de 50 pb en diciembre. Primero, según la EME²¹, la mediana señala una reducción de 50 pb hasta 9,25% en diciembre (desviación estándar de 11 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera²² (EOF), 25 de los 28 agentes encuestados también esperan un recorte de 50 pb, dos estiman un recorte de 75 pb, mientras que el agente restante proyecta que la TPM se mantenga inalterada. Por su parte, de las 27 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg²³, 26 esperan un recorte de 50 pb, mientras que una entidad proyecta un recorte de 25 pb. Por último, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citi²⁴ y ANIF²⁵, de las 34 entidades encuestadas, el 82% espera y recomienda que la TPM disminuya 50 pb en diciembre, y el 18% restante espera que disminuya 50 pb pero recomienda que disminuya 75 pb. La desviación estándar de las expectativas disminuyó de 0,09% a 0,00% entre noviembre y diciembre (Gráficos 43 y 44, y Anexo 1).

Gráfico 43. Expectativa de cambio (pb) TPM para la reunión de diciembre



Fuente: ANIF y Citi.

Gráfico 44. Expectativas TPM próxima reunión*



Fuente: BanRep, EOF, Bloomberg y Citi. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de diciembre. La EOF se publicó el 18 de diciembre con datos recolectados entre el 9 y el 13 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 16 de diciembre. La encuesta de Bloomberg se recolectó hasta el 17 de diciembre.

²¹ Datos recolectados entre el 9 y el 11 de diciembre.

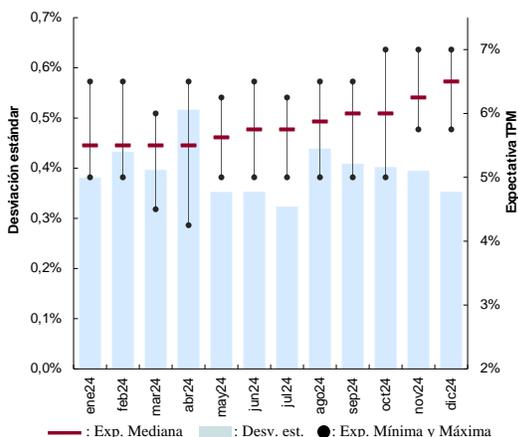
²² Publicada el 18 de diciembre con información recolectada entre el 9 y el 13 del mismo mes.

²³ Datos recolectados al 17 de diciembre.

²⁴ Publicada el 16 de diciembre.

²⁵ Publicada el 12 de diciembre.

Gráfico 45. Expectativas TPM para diciembre de 2025



Fuente: Citi.

En general, las encuestas indican expectativas de política monetaria superiores a las registradas en noviembre. Por un lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la mediana de la tasa esperada para cierre de 2025 aumentó de 6,25% a 6,50%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 0,39% a 0,35% (Gráfico 45). Asimismo, el promedio de todas las encuestas aumentó para el cierre de 2024 de 9,19% a 9,22% (Gráfico 46), y para el cierre de 2025 de 6,19% a 6,38% (Gráfico 47).

Gráfico 46. Expectativas TPM para diciembre de 2024

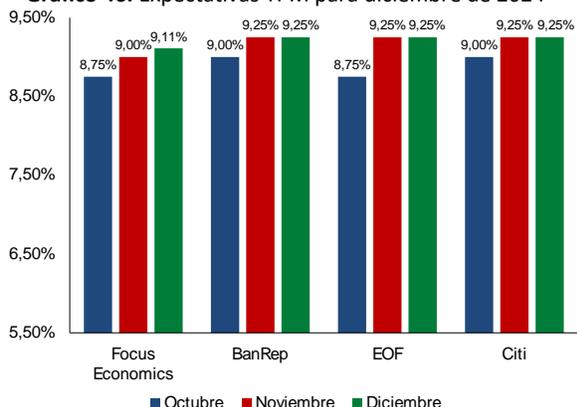
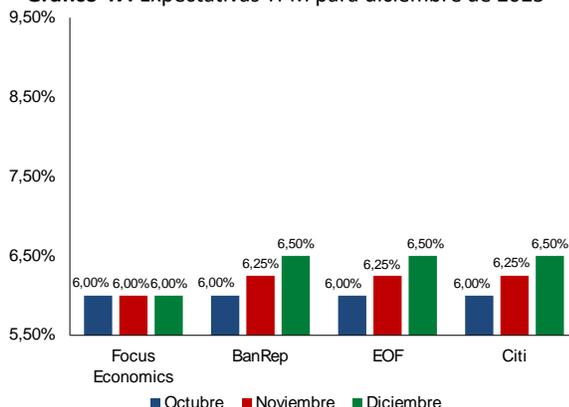


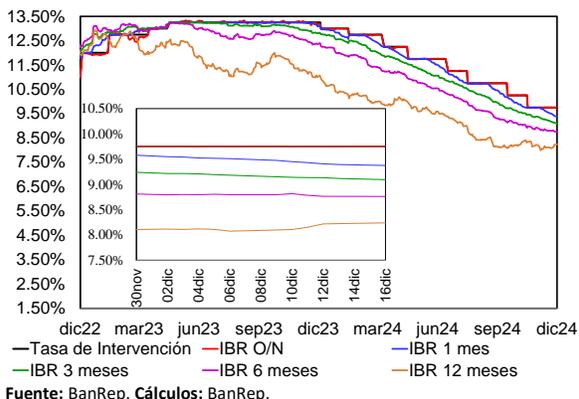
Gráfico 47. Expectativas TPM para diciembre de 2025



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 3 de diciembre, con encuestas recolectadas hasta el 2 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de diciembre. La EOF se publicó el 18 de diciembre con datos recolectados entre el 9 y el 13 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 16 de diciembre.

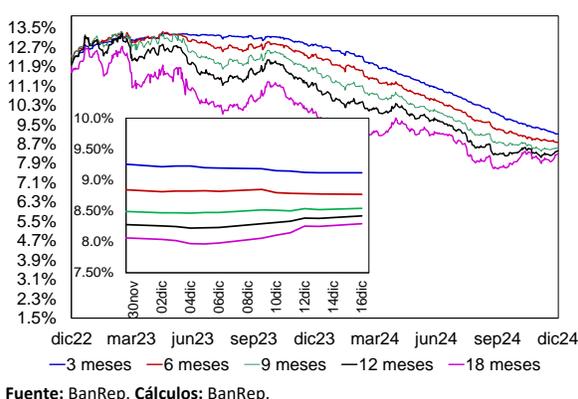
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 6 meses cayeron ante expectativas de que continúe los recortes de la TPM. Por su parte, las tasas IBR y OIS entre 9 y 18 meses subieron ante la publicación del dato de inflación por encima de lo esperado. Hasta el 16 de diciembre, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, variaron -16 pb, -6 pb, +14 pb, +5 pb, +14 pb y +22 pb, respectivamente (Gráficos 48 y 49).

Gráfico 48. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

Gráfico 49. Tasas OIS



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

El mercado descuenta con mayor probabilidad una reducción de la TPM de 50 pb en la reunión de diciembre, el segundo escenario más probable es una reducción de 25 pb. Además, en línea con la publicación del dato de inflación de noviembre por encima de lo esperado, el mercado descuenta menores recortes de la TPM para 2025. Así, al 16 de diciembre, para la última reunión del año, el mercado descuenta con una probabilidad de 66% una reducción de la TPM de 50 pb y con 34% de probabilidad un recorte de 25 pb. Al cierre de 2025 la TPM se ubicaría en 8,00% (anterior: 7,50%; Gráficos 50 y 51). En este contexto, algunos analistas del mercado resaltan algunos riesgos que requieren prudencia en las decisiones de TPM futuras, tales como la depreciación de la tasa de cambio, las preocupaciones por las perspectivas fiscales de mediano plazo y la evolución de las perspectivas sobre la tasa de interés de la Fed.

Gráfico 50. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 16 de diciembre de 2024)

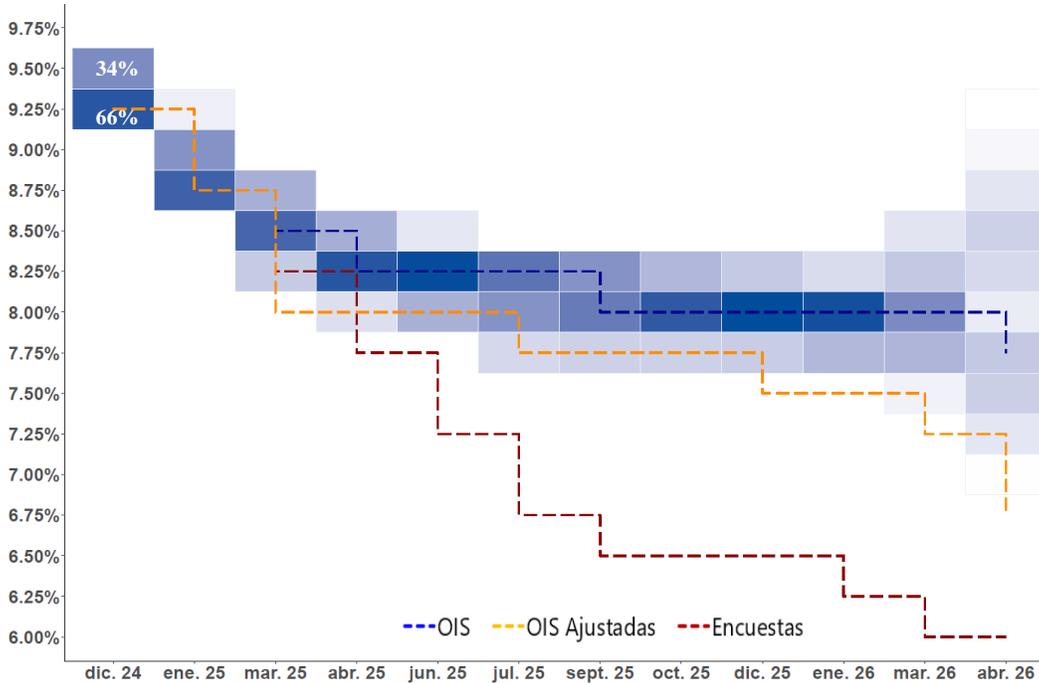
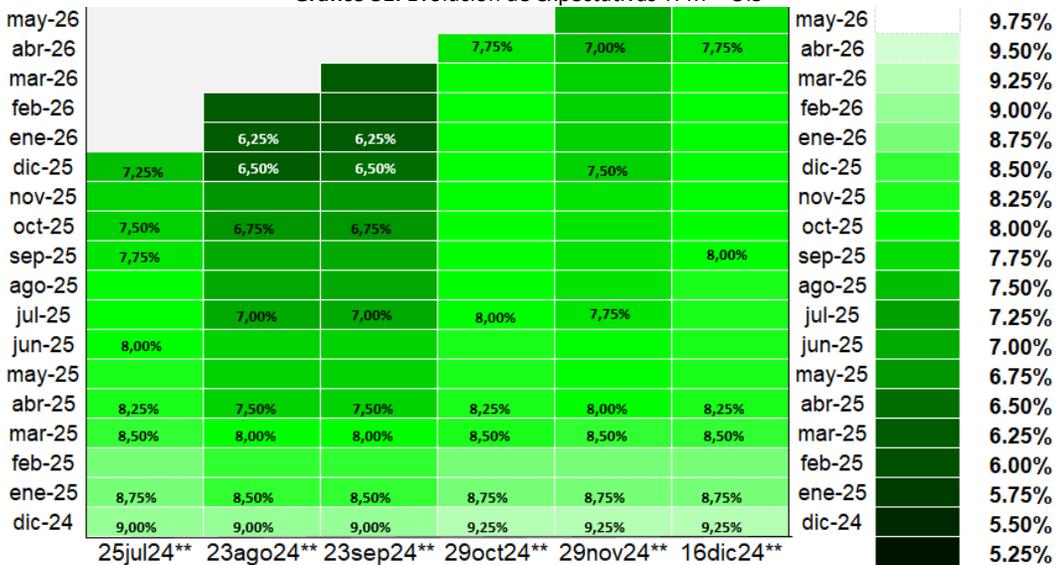


Gráfico 51. Evolución de expectativas TPM – OIS

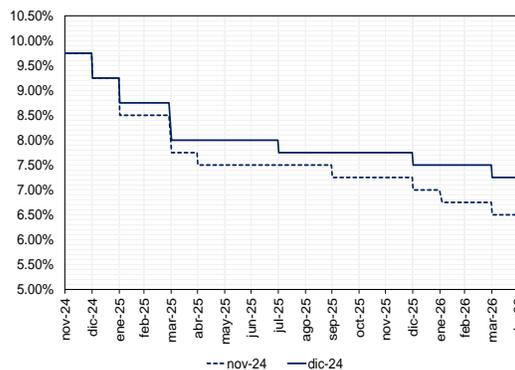


Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep. Nota: Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Los resultados del modelo OIS para las fechas marcadas con ** permiten aumentos o reducciones de hasta 200 pb de la TPM. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo se estima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

Para la reunión de diciembre, las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS descuentan con probabilidad de 89% un recorte de 50 pb de la TPM y con probabilidad de 11% un recorte de 25 pb. Estas expectativas también descuentan menores recortes de la TPM en 2025. El Gráfico 52 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de noviembre y diciembre. Según esta medida, la expectativa para diciembre de 2024 se ubicó en 9,25% (ant: 9,25%), y para diciembre de 2025 se ubicó en 7,50% (ant: 7,00%).

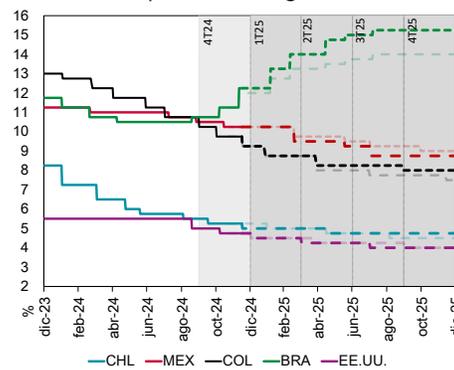
En algunos países latinoamericanos, los cambios de las expectativas de TPM para 2025 se explicaron principalmente por factores idiosincráticos (Gráfico 53). En el caso de Brasil, se esperan mayores aumentos de la TPM por la publicación de datos de inflación local de noviembre que se ubicaron por encima de las expectativas y de sus lecturas anteriores (obs: 4,87%, esp: 4,85%) y las persistentes preocupaciones de los inversionistas en materia fiscal; de esta manera, se espera que la TPM en 2025 se ubique en 15,25% (ant: 14,00%). En México se espera una menor TPM en 2025 (obs: 8,75%, ant: 9,00%), lo cual estuvo soportado por los resultados locales de inflación de noviembre, tanto general (obs: 4,55%, esp: 4,60%) como subyacente (obs: 3,58%, esp: 3,60%), que se ubicaron por debajo de lo anticipado. Por otra parte, la expectativa de TPM en Chile permanecieron relativamente estables.

Gráfico 52. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 29 de noviembre de 2024 y 16 de diciembre de 2024.

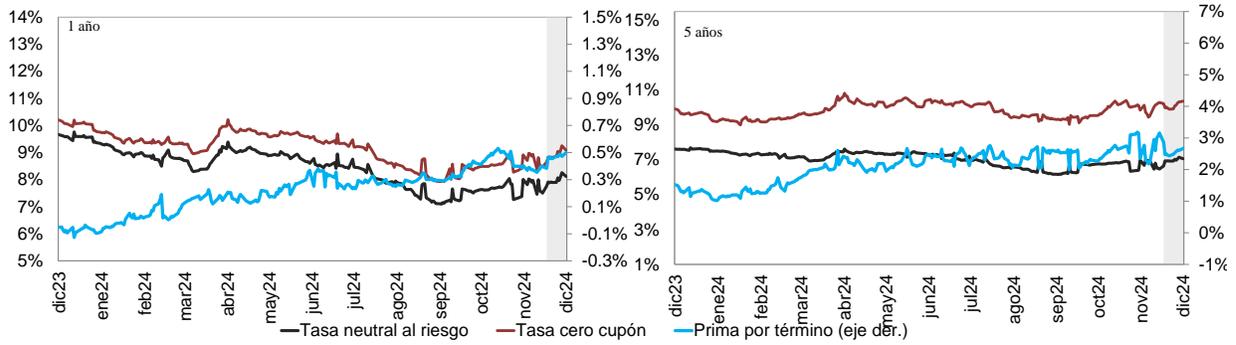
Gráfico 53. Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Citi. Cálculos BanRep. Nota: Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 16 de diciembre, mientras que los guiones claros representan las expectativas de finales de noviembre de 2024.

En línea con las expectativas de TPM, el aumento promedio mensual de las tasas de los TES en pesos puede explicarse principalmente por incrementos de las tasas neutrales. Por su parte, las primas a término tuvieron una tendencia creciente en el mes lo cual pudo estar explicado por los desafíos en el frente fiscal. El Gráfico 54 presenta estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo, evaluando qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutrales al riesgo promedio mensual subieron 26 pb a 1 y 5 años respectivamente, situándose en 7,98% y 6,96%, respectivamente. Por su parte, desde la última reunión de la JDBR las primas a término variaron +6 pb y -18 pb a 1 y 5 años, respectivamente (Gráfico A4.4).

Gráfico 54. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años

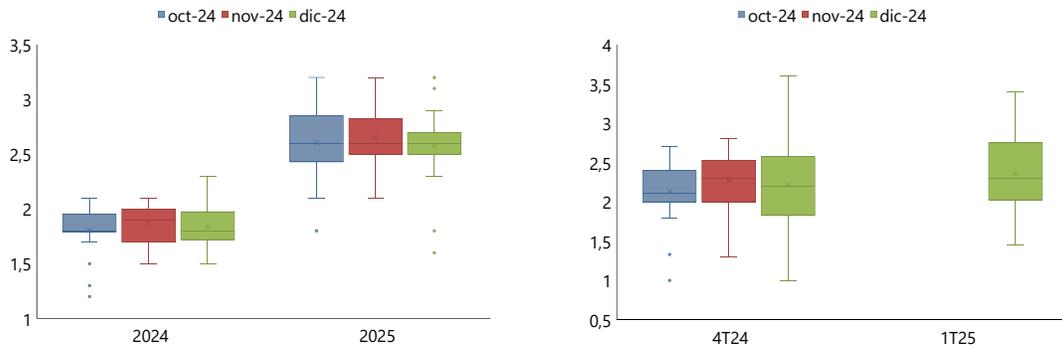


Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

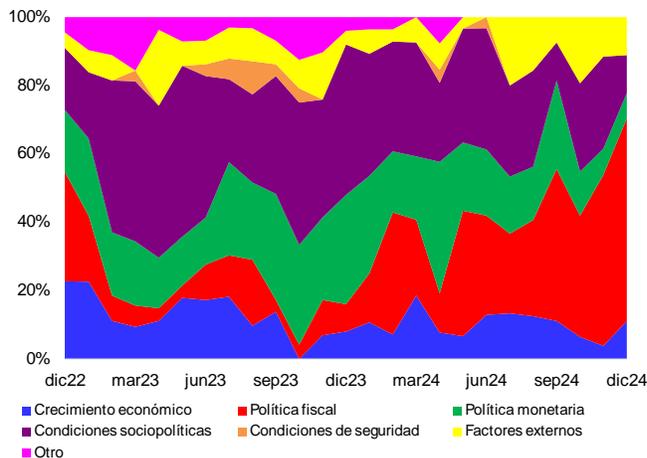
Las expectativas de crecimiento se mantuvieron relativamente estables. De acuerdo con la EOF, los analistas redujeron su perspectiva de crecimiento para 2024 de 1,9% a 1,8%, y para el 4T24 de 2,3% a 2,2%, mientras que para 2025 la mantuvieron en 2,6%. Con respecto al 1T25, los analistas proyectan un ritmo de crecimiento de 2,3% (Gráfico 55). Por su parte, los agentes encuestados por Citi mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2024 y 2025 en 1,8% y 2,6%, respectivamente.

Gráfico 55. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)
Anuales Trimestrales



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

Gráfico 56. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



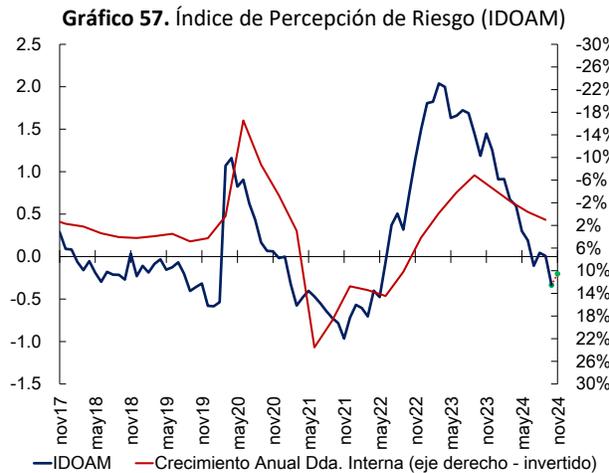
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

En cuanto a la toma de decisiones de inversión, la política fiscal continuó ganando relevancia como el factor más relevante. Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: *¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?*, el 59% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 50%), el 11% las condiciones sociopolíticas (ant: 27%), otro 11% los factores externos (ant: 12%), mientras que el 11% restante señaló el crecimiento económico (ant: 4%; Gráfico 56). Por otra parte, el Anexo 9 presenta las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

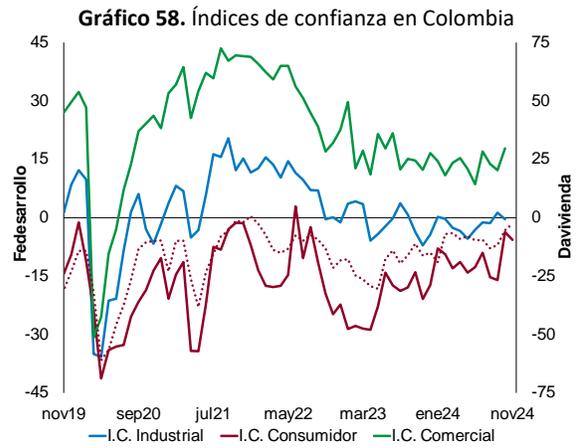
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos preliminares de noviembre de 2024, el IDOAM aumentó frente al mes anterior, pero continúa ubicándose cerca de su promedio histórico. El crecimiento de este indicador se explica por el aumento de la volatilidad del mercado de TES en noviembre (Gráfico 57).

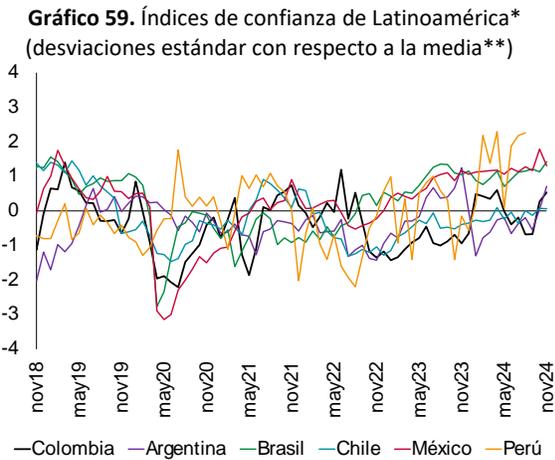
Los indicadores de confianza del consumidor presentaron un comportamiento mixto. Por un lado, el indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, se redujo en octubre (obs: -5,7%; ant: -3,7%) como consecuencia del deterioro de las expectativas a doce meses, y en menor medida de la percepción de las condiciones económicas (Gráfico 58). Por el contrario, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -8,4% a -5,5% (Gráfico 59), al tiempo que el indicador de confianza del consumidor estimado por Davivienda continuó aumentando hasta el mismo nivel registrado en enero de 2022 (obs: -2,6%; ant: -5,4%).



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



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



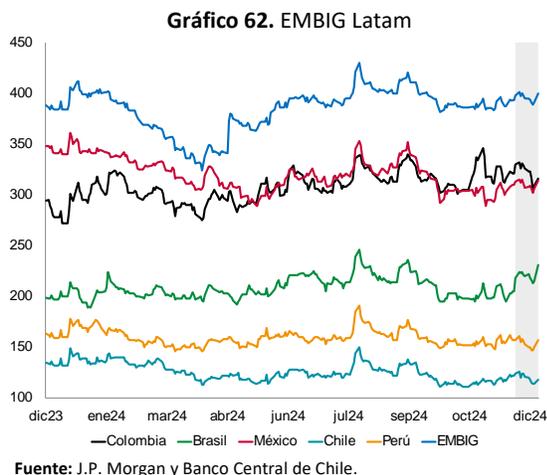
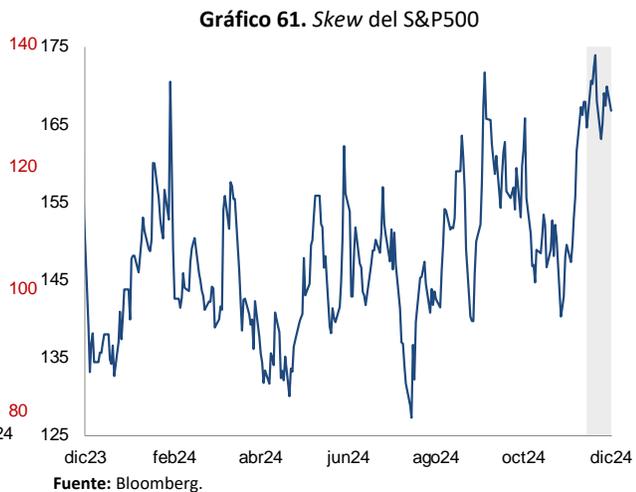
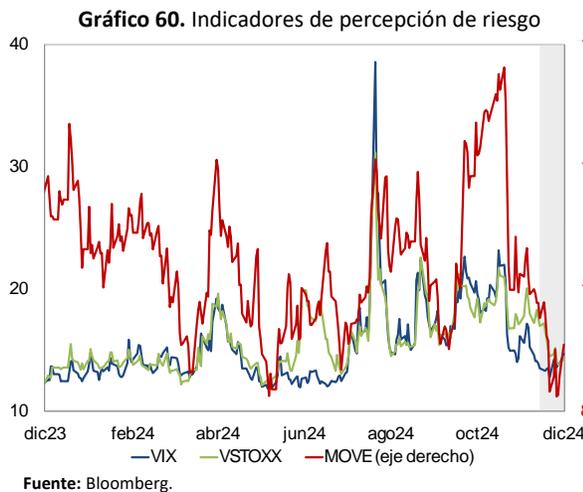
Fuentes: INEGI²⁶, FGV²⁷, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.
Cálculos: BanRep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.
** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.
*** No se incluye el dato de Perú para septiembre por indisponibilidad del indicador.

El indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia continuó aumentando en noviembre. El Gráfico 59 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Chile y México fueron los únicos países para los que este indicador disminuyó en noviembre. Todos los indicadores se encuentran por encima de su media histórica.

²⁶ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

²⁷ Instituto Brasileiro de Economía.

La volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. (Vix²⁸) se mantuvo en niveles bajos, mientras que en Europa (Vstox²⁹) continuó corrigiendo a la baja, en línea con la volatilidad implícita sobre Tesoros (Move³⁰). Este comportamiento pudo estar asociado con la continuación del optimismo del mercado ante la victoria de Donald Trump y de su partido en las elecciones presidenciales y legislativas que se llevaron a cabo durante la primera semana de noviembre. Por su parte, el Skew³¹ se mantuvo en niveles similares a los registrados en noviembre.



Finalmente, el EMBIG continuó cayendo en Colombia y presentó menores variaciones en los demás países de la región. Así, el índice EMBIG³² se redujo 14 pb en Colombia y 6 pb en Chile, aumentó 13 pb en Brasil, y se mantuvo estable en México y Perú (Gráfico 62).

²⁸ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

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

³⁰ El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.

³¹ 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.

³² A diferencia del EMBI+, que incorpora solamente títulos soberanos, el EMBIG también incorpora títulos cuasi soberanos (por ejemplo, los bonos emitidos por Pemex). *Information has been obtained from sources believed to be reliable, but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.*

4. RECUADROS/ANEXOS

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 diciembre de 2024

Actualizada el 17 de diciembre		
Empresa	Estimación	Fecha
1 Acciones y Valores	9,25%	13dic24
2 Asobancaria	9,25%	5dic24
3 Banco Agrario de Colombia SA	9,25%	17dic24
4 Banco de Bogota SA	9,25%	12dic24
5 Banco Rabobank Int Brasil SA	9,25%	12dic24
6 Bancolombia SA	9,25%	12dic24
7 Barclays Capital Inc.	9,25%	15dic24
8 Bloomberg Economics	9,25%	11dic24
9 BNP Paribas	9,25%	11dic24
10 Btg Pactual SA Comis de Bolsa	9,25%	5dic24
11 Capital Economics Ltd	9,25%	12dic24
12 Casa de Bolsa SA	9,50%	5dic24
13 Deutsche Bank Securities Inc	9,25%	12dic24
14 Goldman Sachs & Co LLC	9,25%	12dic24
15 in Touch Capital Markets Limited	9,25%	12dic24
16 Itau Colombia SA	9,25%	12dic24
17 Jgp Gestao de Credito Ltda	9,25%	15dic24
18 Mapfre Seguros Generales de Colombia	9,25%	9dic24
19 Natixis North America LLC	9,25%	15dic24
20 Pacifico Research	9,25%	12dic24
21 Pantheon Macroeconomics Ltd	9,25%	12dic24
22 Positiva Compania de Seguros	9,25%	15dic24
23 Scotiabank Colpatria SA	9,25%	15dic24
24 UBS Europe SE Spain Branch	9,25%	12dic24
25 University Jorge Tadeo Lozano	9,25%	12dic24
26 Vinland Capital Management International	9,25%	15dic24
27 Wells Fargo Securities LLC	9,25%	5dic24
Tasa	Obs.	Prob.
9,25%	26	96%
9,50%	1	4%
Tasa esperada ponderada	9,26%	

Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de ANIF y Citi sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de diciembre de 2024

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿Acuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	9,25%	9,25%
Alianza	9,25%	9,25%
AllianceBernstein	9,25%	9,00%
Anif	9,25%	9,00%
Asobancaria	9,25%	9,25%
Axa Colpatría	9,25%	9,25%
Banco Agrario	9,25%	9,25%
Banco Davivienda	9,25%	9,25%
Banco de Bogotá	9,25%	9,25%
Banco de Occidente	9,25%	9,25%
Banco Popular	9,25%	9,25%
Banco Santander	9,25%	9,25%
Bancoldex	9,25%	9,25%
Barclays	9,25%	9,25%
BBVA	9,25%	9,25%
BTG Pactual	9,25%	9,25%
Camacol	9,25%	9,00%
Casa de Bolsa	9,25%	9,25%
Citi	9,25%	9,25%
Colfondos	9,25%	9,25%
Corficolombiana	9,25%	9,25%
Credicorp Capital	9,25%	9,25%
EAFIT	9,25%	9,25%
Fedesarrollo	9,25%	9,00%
Fiduoccidente	9,25%	9,00%
Grupo Bancolombia	9,25%	9,25%
Grupo Bolívar	9,25%	9,25%
Itaú	9,25%	9,25%
Lulo Bank	9,25%	9,25%
Positiva	9,25%	9,00%
Proteccion	9,25%	9,25%
Scotiabank Colpatría	9,25%	9,25%
Skandia	9,25%	9,25%
XP Investments	9,25%	9,25%
Promedio	9,25%	9,21%
Mediana	9,25%	9,25%
Desv. Estándar	0,00%	0,10%
Máximo	9,25%	9,25%
Mínimo	9,25%	9,00%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
9,25%	100%	34
Total	100%	34

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9,00%	18%	6
9,25%	82%	28
Total	100%	34

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	6,25%	5,50%
Alianza	6,00%	5,00%
Anif	6,75%	0,00%
Asobancaria	5,75%	5,75%
Axa Colpatria	6,00%	5,25%
Banco Agrario	6,25%	5,25%
Banco de Bogotá	6,00%	6,00%
Banco de Occidente	6,50%	5,75%
Banco Popular	6,50%	6,50%
Banco Santander	7,00%	7,00%
Bancoldex	6,75%	5,75%
BBVA	6,50%	6,50%
BTG Pactual	6,50%	5,50%
Casa de Bolsa	7,00%	6,00%
Citi	6,00%	6,00%
Colfondos	6,25%	5,75%
Corficolombiana	7,00%	6,00%
Credicorp Capital	6,50%	6,50%
Fiduoccidente	6,25%	6,00%
Grupo Bancolombia	6,50%	6,00%
Grupo Bolivar	6,00%	0,00%
Itaú	6,75%	6,00%
Positiva	6,00%	6,00%
Scotiabank Colpatria	6,75%	5,75%
Skandia	6,50%	6,50%
XP Investments	6,50%	6,50%
Promedio	6,41%	5,49%
Mediana	6,50%	6,00%
Desv. Estándar	0,35%	1,68%
Máximo	7,00%	7,00%
Mínimo	5,75%	0,00%
No. Respuestas	26	26

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	3,91%	3,50%
Alianza	3,80%	3,00%
Anif	3,80%	0,00%
Asobancaria	3,50%	3,30%
Axa Colpatría	3,80%	3,00%
Banco Agrario	4,00%	3,32%
Banco de Bogotá	3,62%	3,00%
Banco de Occidente	3,90%	3,45%
Banco Popular	3,79%	3,61%
Banco Santander	4,23%	3,70%
Bancoldex	4,24%	3,57%
BBVA	3,60%	3,10%
BTG Pactual	3,80%	3,00%
Casa de Bolsa	4,00%	3,80%
Citi	3,70%	3,00%
Colfondos	3,90%	3,50%
Corficolombiana	4,00%	3,80%
Credicorp Capital	4,00%	3,00%
Fiduoccidente	3,90%	3,45%
Grupo Bancolombia	4,00%	3,90%
Grupo Bolívar	3,77%	3,50%
Itaú	3,70%	3,00%
Positiva	3,60%	3,00%
Scotiabank Colpatría	3,91%	3,47%
Skandia	4,00%	3,66%
XP Investments	3,70%	3,50%
Promedio	3,85%	3,24%
Mediana	3,85%	3,45%
Desv. Estándar	0,18%	0,72%
Máximo	4,24%	3,90%
Mínimo	3,50%	0,00%
No. Respuestas	26	26

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 2 de diciembre

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,75%	0	0,0%	1	4,2%
4,50%	0	0,0%	4	16,7%
5,00%	1	2,8%	0	0,0%
5,25%	1	2,8%	2	8,3%
5,50%	3	8,3%	7	29,2%
5,75%	4	11,1%	2	8,3%
6,00%	10	27,8%	6	25,0%
6,25%	1	2,8%	0	0,0%
6,50%	6	16,7%	1	4,2%
6,75%	5	13,9%	0	0,0%
7,00%	2	5,6%	0	0,0%
7,50%	1	2,8%	1	4,2%
8,00%	2	5,6%	0	0,0%
Media	6,28%		5,51%	
Mediana	6,00%		5,50%	

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 2 de diciembre

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	14	53,8%
3,25% - 3,50%	1	2,6%	5	19,2%
3,50% - 3,75%	12	30,8%	6	23,1%
3,75% - 4,00%	17	43,6%	1	3,8%
4,00% - 4,25%	6	15,4%	0	0,0%
4,25% - 4,50%	2	5,1%	0	0,0%
4,50% - 4,75%	1	2,6%	0	0,0%
Media		3,82%		3,28%
Mediana		3,80%		3,20%

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 2 de diciembre, la Cámara de Representantes aprobó en su último debate la reforma al Sistema General de Participaciones (SGP). Esta reforma incrementará gradualmente, a partir de 2027, los ingresos corrientes de la Nación destinados a departamentos, distritos y municipios, alcanzando un 39,5% en un periodo de 12 años. Este aumento está condicionado a la aprobación de una Ley de Competencias, que deberá definir la transferencia de responsabilidades del Gobierno a las entidades territoriales. Según analistas, esta decisión incrementa los riesgos fiscales a mediano y largo plazo y comentaron que, aunque los mercados ya habrían descontado la aprobación y su impacto en las finanzas públicas, el efecto final sigue siendo incierto debido a la naturaleza estructural de la reforma, cuyos resultados no se evidenciarán en el corto plazo. 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 -3 pb, -24 pb y -6 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -43 pb, 7 pb y 10 pb para dichos vencimientos.

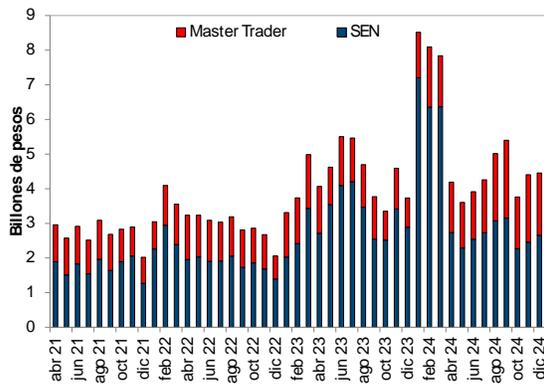
El 4 de diciembre, fue nombrado un nuevo ministro de hacienda tras la turbulencia desencadenada por los escándalos relacionados con la Unidad Nacional para la Gestión del Riesgo de Desastres (UNGRD). Analistas señalaron que el nombramiento generó tranquilidad en los mercados, ya que representa una transición suave en el liderazgo del Ministerio. Además, destacaron que el nuevo ministro ha mostrado un firme compromiso con la preservación de la estabilidad macroeconómica. 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 0 pb, -7 pb y -4 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -6 pb, -4 pb y 0 pb para dichos vencimientos.

El 6 de diciembre, el DANE informó que la inflación anual para noviembre de 2024 se ubicó en 5,20%, por encima de las expectativas del mercado (5,12%) pero por debajo de la lectura del mes anterior (5,41%). El IPC registró una variación mensual de 0,27% (esp: 0,20%; ant: -0,13%). Tras estos resultados, algunos analistas indicaron que disminuyeron sus expectativas de que la Junta Directiva del Banco de la República aumente el ritmo de flexibilización monetaria en la reunión de diciembre. 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, 2 pb y 12 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -16 pb, -6 pb y -1 pb para dichos vencimientos.

El 11 de diciembre, el Congreso rechazó el proyecto de Ley de Financiamiento que buscaba cubrir parte del presupuesto de 2025, lo cual obligaría al Gobierno a implementar recortes en el gasto por aproximadamente COP 12 billones. Algunos analistas del mercado señalaron que esta decisión es positiva, ya que evita los cambios propuestos a la regla fiscal, los cuales podrían haber afectado su credibilidad, y obliga al Gobierno a ajustar el presupuesto de 2025. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 14 pb, 12 pb y 15 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -28 pb, 14 pb y 18 pb para dichos vencimientos.

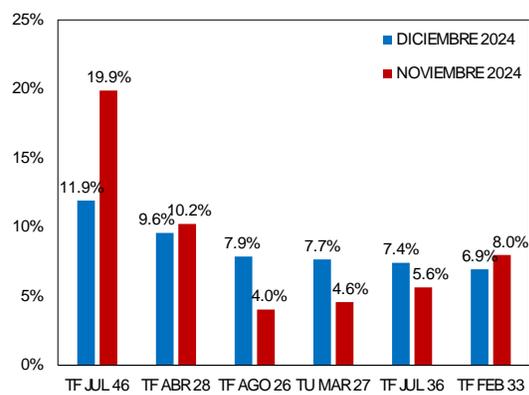
En lo corrido de diciembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,5 billones, mayor al observado el mes anterior (\$4,4 billones) y al registrado en diciembre de 2023 (\$3,7 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2046, cuya participación pasó de 19,9% a 11,9%, seguidos por los que vencen en abril de 2028 cuya participación pasó de 10,2% a 9,6% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



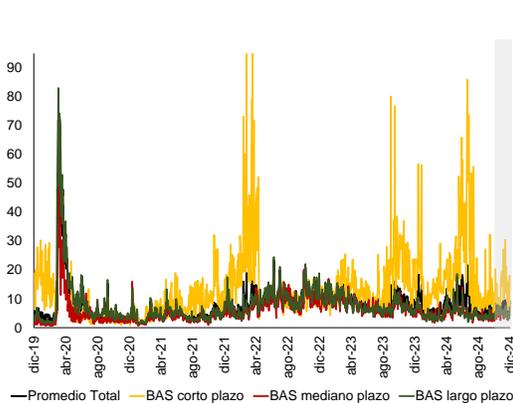
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
 Datos al 16 de diciembre de 2024.

Gráfico A2.3. TES más transados



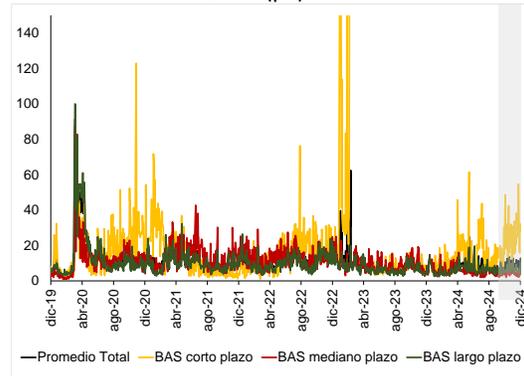
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 16 de diciembre de 2024.

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)

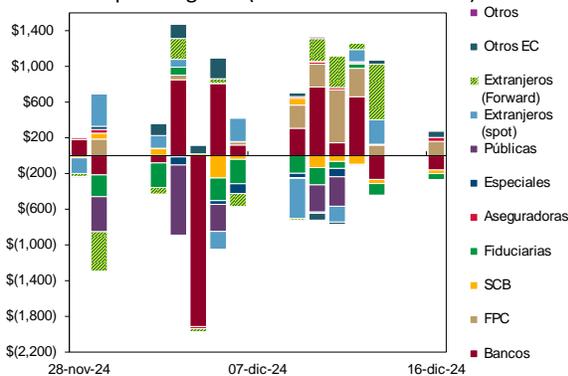


Con información al 21 de noviembre de 2024, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 12,3 pb (ant: 15,1 pb), 3,9 pb (ant: 4,7 pb) y 4,7 pb (ant: 5,5 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 31,13 pb (ant: 24,9 pb), 4,3 pb (ant: 4,8 pb) y 6,4 pb (ant: 7,2 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

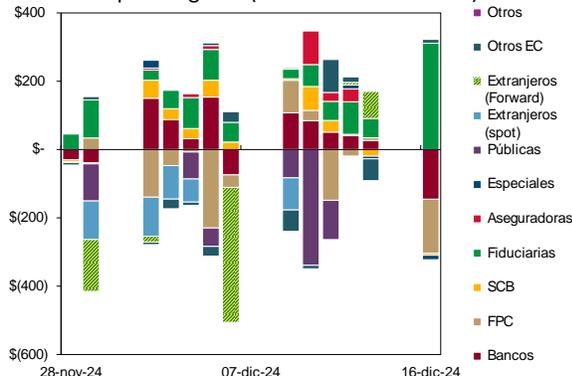
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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 2024	Corrido del 2024	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	14.725	3.489	(650)	567	1.267	1.185	(63)	583	(45)	475
Compañía de Financiamiento Comercial	783	9	20	5	-	25	-	9	-	9
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	(80)	(190)	722	121	(189)	654	73	(243)	114	(55)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	15.428	3.309	93	693	1.078	1.864	11	350	69	429
Fondos de Pensiones y Cesantías	68	-	(18)	17	-	(2)	-	-	-	-
Propia	35.480	(3.953)	(83)	(655)	2.725	1.987	-	(746)	127	(618)
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	35.548	(3.953)	(101)	(638)	2.725	1.986	-	(746)	127	(618)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	494	577	(42)	(101)	(35)	(179)	45	(30)	94	110
Propia	(131)	422	(185)	41	(172)	(315)	-	169	(8)	161
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros	(0)	(0)	-	-	(0)	(0)	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	363	999	(227)	(60)	(208)	(494)	45	139	86	271
Sociedades Fiduciarias	32	(13)	40	(20)	(4)	16	(11)	(4)	4	(11)
Propia	(11.748)	7.718	(4.576)	(162)	1.347	(3.391)	(20)	248	340	568
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros***	(848)	(1.912)	(250)	(53)	1.010	707	-	(96)	(391)	(487)
Extranjeros (TES verdes)****	94	-	-	-	102	102	-	-	-	-
FIC	(1.060)	225	(953)	(34)	(5)	(992)	(2)	124	-	122
Pasivos Pensionales	266	(250)	(1)	(8)	(16)	(25)	-	8	6	15
Administración FONPET	(779)	14	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	(11.716)	7.705	(4.536)	(182)	1.343	(3.375)	(31)	244	344	557
Compañías de Seguros y Capitalización	2.566	3.176	(86)	108	132	154	-	37	154	191
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	2.566	3.176	(86)	108	132	154	-	37	154	191
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	26.760	7.927	(4.950)	(772)	3.992	(1.730)	14	(325)	711	400
Total Entidades Financieras Especiales**	1.387	337	(471)	188	(628)	(912)	(24)	49	-	24
Total Entidades Públicas****	(35.476)	(5.777)	(142)	-	(2.495)	(2.637)	(109)	(0)	(669)	(778)
Administración FONPET	720	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****	1.267	278	(5)	8	22	25	-	1	-	1
Extranjeros	3	144	-	-	-	-	-	1	-	1
TOTAL MOVIMIENTO NETO	9.367	6.074	(5.476)	117	1.968	(3.391)	(109)	75	111	78

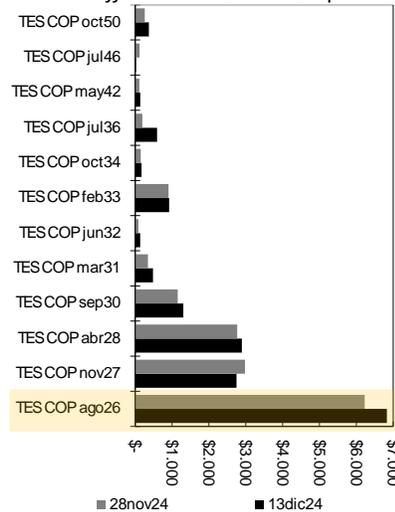
Fuente: BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 16 de diciembre de 2024. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

Posterior a la última reunión de la JDBR, la posición compradora neta de TES en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) del *offshore* aumentó para los títulos que vencen en 2026, 2028, 2030, 2031, 2032, 2033, 2034, 2036, 2042 y 2050, y disminuyó para aquellos con vencimiento en 2027, 2046 y 2027 (Gráfico A3.3).

Además, la posición neta en TES denominados en pesos aumentó COP 1.433 mm, y la posición neta en TES denominados en UVR disminuyó COP 898 mm.

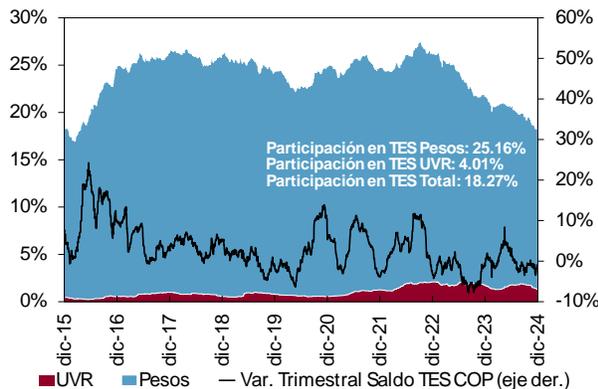
En el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES denominados en pesos en el mercado a futuro por COP 12.174 mm y COP 1.527 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 11.774 mm y COP 1.751 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES denominados en pesos a través de contratos NDF aumentó COP 624 mm; adicionalmente, estos inversionistas vendieron TES denominados en UVR en este mercado por COP 17 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra por COP 395 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES denominados en UVR a través de contratos NDF disminuyó COP 412 mm (Gráfico A3.5). Así, el saldo de compras netas en NDF de TES denominados en pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de COP 15.766 mm a COP 16.642 mm; al tiempo que para TES denominados en UVR pasó de COP 58 mm a COP -419.

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



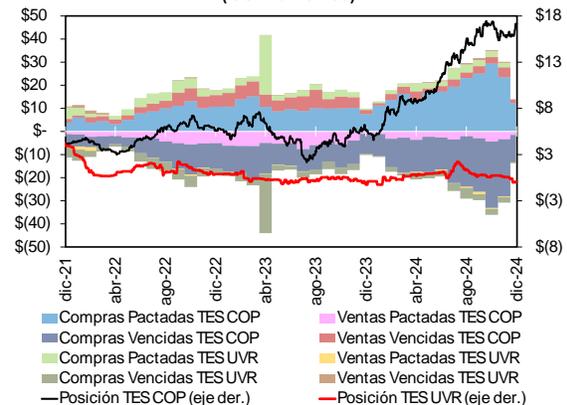
Fuente: BanRep.

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



Fuente: BanRep

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

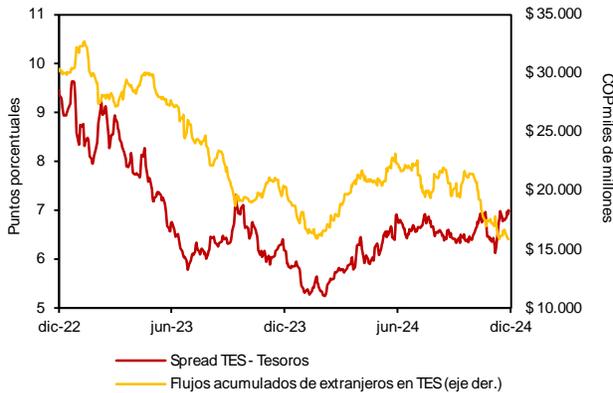


*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

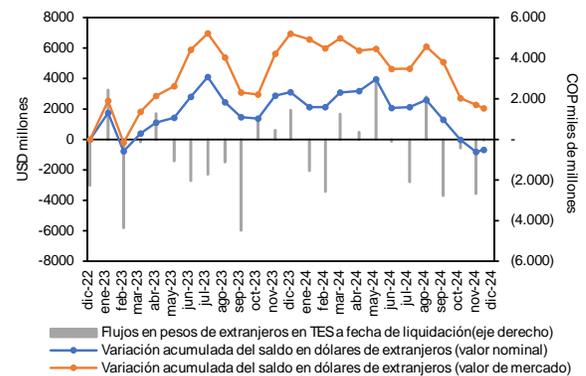
En los gráficos A3.6 - A3.10 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en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

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



Fuente: BanRep.

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



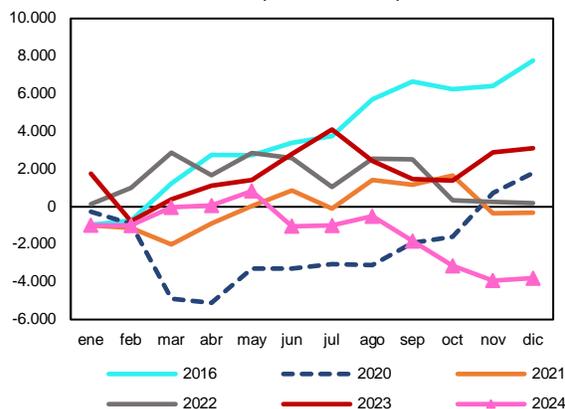
Fuente: BanRep.

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

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

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

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



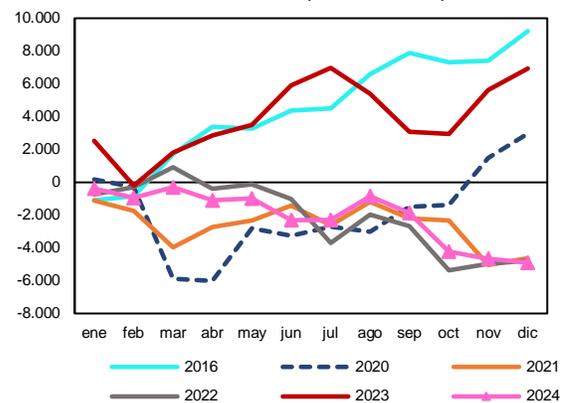
Fuente: BanRep.

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

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

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

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



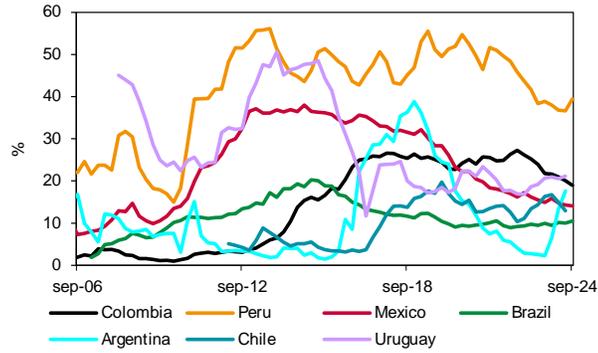
Fuente: BanRep.

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

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

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

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

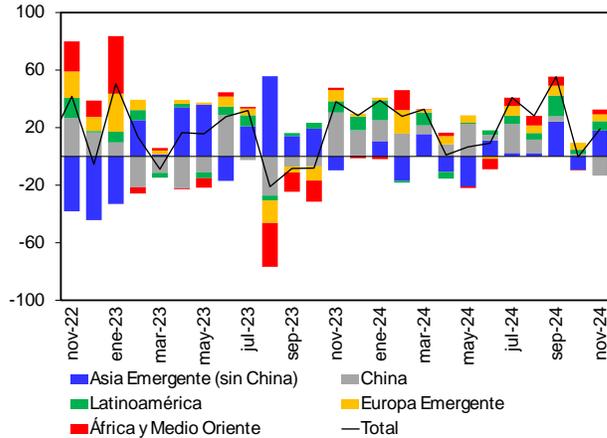


Fuente: IIF y FMI. **Nota:** Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. Esta información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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

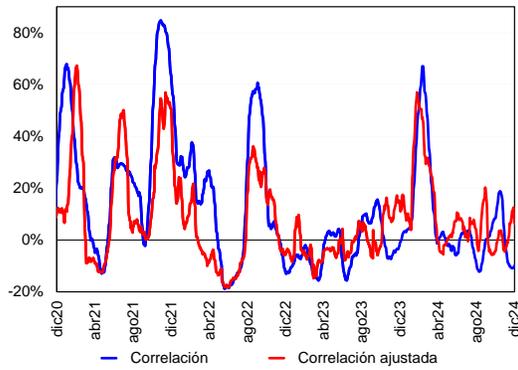
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

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



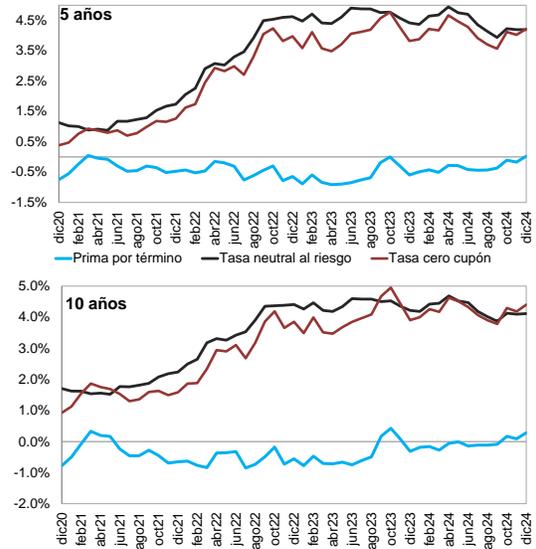
Fuente: IIF.

Gráfico A4.2. Correlación pendientes región



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

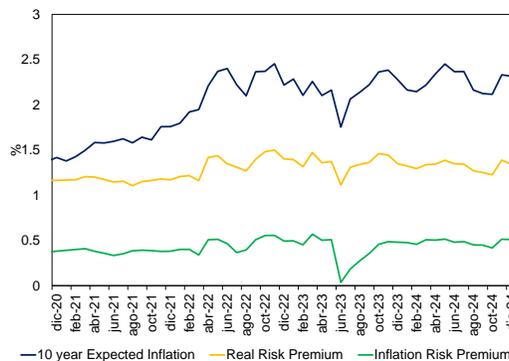
Gráfico A4.3. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) cayó y se ubicó en -9,5%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) aumentó y se ubicó en 6,13%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 13 de diciembre, desde finales de noviembre las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,02% y 0,28%, respectivamente. Las tasas neutras al riesgo variaron 0 pb y +2 pb, y se ubicaron en 4,20% y 4,12% 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 permaneció estable (0,51%, ant: 0,51%), la prima por riesgo real descendió (1,34%, ant: 1,38%) y la expectativa de inflación de largo plazo también disminuyó (2,31%, ant: 2,33%).

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



Fuente: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

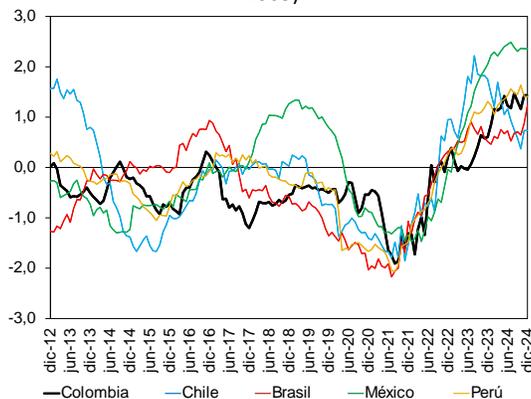
Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
Países desarrollados				
10dic24	Banco de la Reserva de Australia	0	0	4,35%
11dic24	Banco de Canadá	-50	-50	3,25%
12dic24	Banco Nacional Suizo	-50	-25	0,50%
12dic24	Banco Central Europeo	-25	-25	3,00% / 3,15% / 3,40%*
Países emergentes/frontera				
4dic24	Banco de Namibia	-25	-	7,00%
4dic24	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
5dic24	Banco de Botsuana	0	-	1,90%
5dic24	Banco de Uganda	0	-	9,75%
5dic24	Banco Central de Kenia	-75	-50	11,25%
6dic24	Banco de la Reserva de la India	0	0	6,50%
6dic24	Banco de la Reserva de la India	-50	0	4,00%**
10dic24	Banco Central de Armenia	-25	-	7,00%
11dic24	Banco Central de Brasil	100	75	12,25%
12dic24	Banco Central de la Rep. de Uzbekistán	0	-	13,50%
12dic24	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
12dic24	Banco Nacional de Ucrania	50	0	13,50%
12dic24	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	5,00%
16dic24	Banco Estatal de Pakistán	-200	-200	13,00%

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

**Corresponde al encaje bancario.

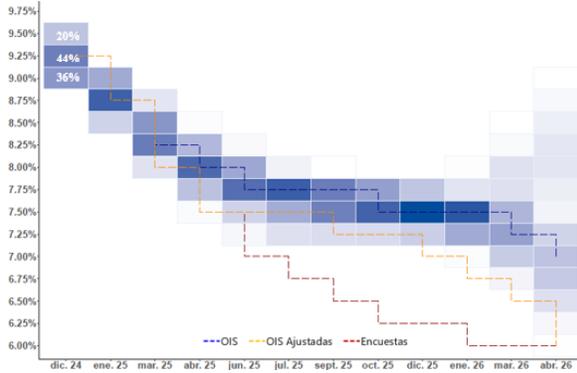
Gráfico A5.4. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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

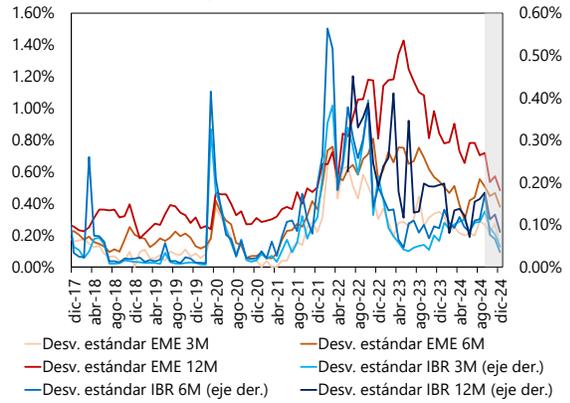
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación

Cuadro A6.1. 22 de noviembre de 2024



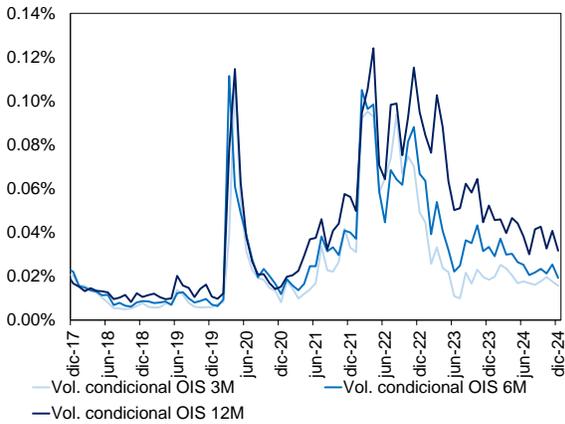
Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

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



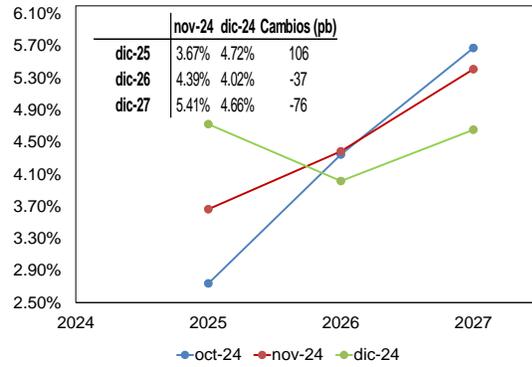
Fuente y Cálculos: BanRep.

A6.3. Volatilidad condicional de las tasas OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

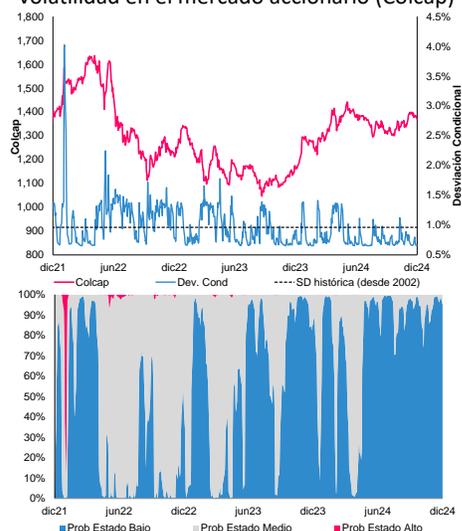
Gráfico A6.4. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



Fuente y Cálculos: Precia.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

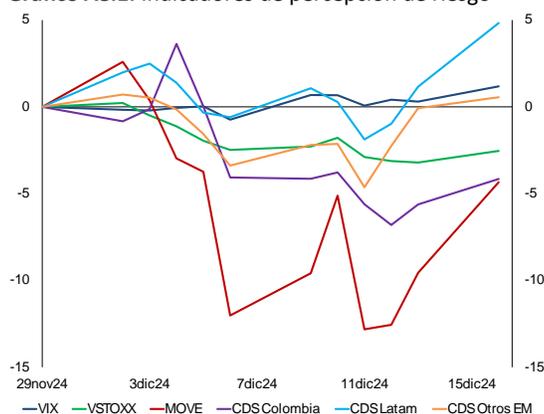
Tabla A7.1. Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	dic-24	nov-24	dic-24	nov-24
Aumentará	53,6%	52,0%	25,9%	28,0%
Sin cambios	32,1%	24,0%	18,5%	32,0%
Disminuirá	14,3%	24,0%	14,8%	8,0%
No aplica			40,7%	32,0%

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

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



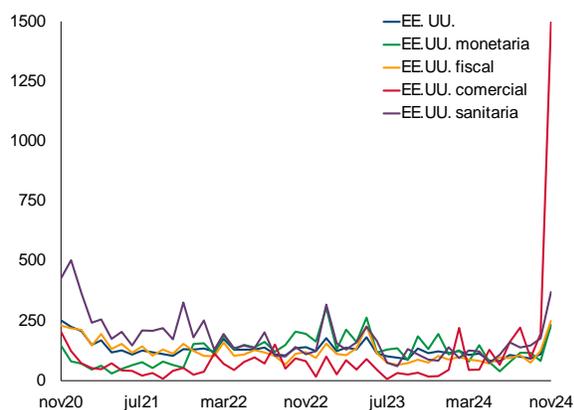
Fuente: Bloomberg. Los indicadores Vix, Vstoxx y Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

Tabla A8.1. Indicadores de incertidumbre en política económica

	EE. UU.					Europa					
	EE. UU.	Pol. monetaria	Pol. fiscal	Pol. sanitaria	Pol. comercial	Europa	Alemania	Italia	Reino Unido	Francia	España
oct-24	110	82	125	177	196	389	871	100	372	322	144
nov-24	232	233	250	370	1496	420	926	125	295	487	125
Var.	121	151	125	193	1300	30	55	24	-77	165	-19

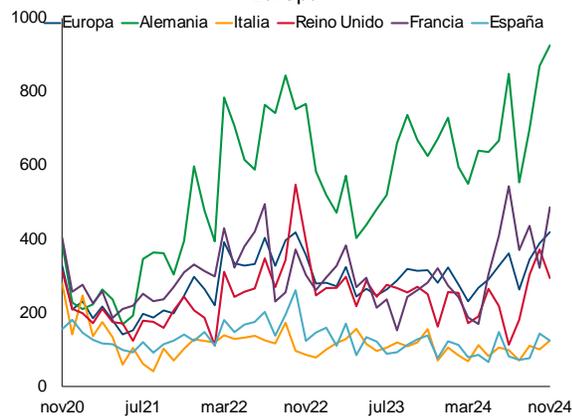
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

Gráfico A8.2. Incertidumbre en política económica en EE. UU.



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación					Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Noviembre 2024			Esperada a Diciembre 2025		Vigente	Esperada a Diciembre 2025		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2025	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Nov. 24	Dic. 24		Nov. 24	Dic. 24	Esp.	Obs.	Nov. 24	Dic. 24
Colombia	5.12%	5.20%	2.20%	3.80%	3.85%	9.75%	6.25%	6.50%	2.30%	2.00%	2.60%	2.63%
Chile	4.20%	4.20%	1.20%	3.50%	3.50%	5.25%	4.25%	4.25%	2.20%	2.25%	2.10%	2.00%
México	4.60%	4.55%	1.55%	3.70%	3.70%	10.25%	8.10%	8.27%	1.50%	1.65%	1.30%	1.30%
Perú	2.25%	2.27%	0.27%	2.40%	2.30%	5.00%	4.12%	4.15%	3.70%	3.80%	2.80%	2.80%
Brasil	4.85%	4.87%	1.87%	4.12%	4.60%	12.25%	12.00%	14.00%	3.90%	4.00%	1.94%	2.01%
Ecuador	n.d.	1.51%	-0.49%	2.10%	2.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2.17%	1.60%	1.50%
Argentina	167.15%	166.00%	n.d.	42.10%	35.60%	32.00%	32.35%	24.97%	-2.60%	-2.10%	3.80%	4.00%
EE.UU.	2.70%	2.70%	0.70%	2.40%	2.40%	4.5%-4.75%	3.65%	3.70%	2.80%	2.80%	2.05%	2.10%
India	5.50%	5.48%	1.48%	4.30%	4.30%	6.50%	5.75%	5.79%	6.50%	5.36%	6.60%	6.60%
Sudáfrica	3.10%	2.90%	-1.60%	4.20%	4.16%	7.75%	7.00%	6.95%	1.10%	0.30%	1.71%	1.70%
China	0.40%	0.20%	-2.80%	1.40%	1.40%	1.50%	1.23%	1.17%	4.50%	4.60%	4.50%	4.40%
Rusia	8.90%	8.88%	4.88%	6.70%	6.90%	21.00%	15.80%	15.80%	3.10%	3.10%	1.50%	1.50%
Turquía	46.60%	47.09%	42.09%	30.65%	30.70%	50.00%	32.27%	32.25%	2.45%	2.11%	2.80%	2.70%
Noruega	2.30%	2.40%	2.80%	2.50%	2.50%	4.50%	3.40%	3.40%	0.30%	0.50%	1.40%	1.40%
Costa Rica	n.d.	-0.09%	-3.09%	2.90%	2.70%	4.00%	3.56%	3.60%	n.d.	3.70%	3.50%	3.50%
El Salvador	n.d.	-0.30%	-3.60%	1.70%	1.80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.10%	2.50%	2.50%
Guatemala	n.d.	1.66%	-2.34%	3.80%	3.70%	4.50%	3.56%	3.25%	n.d.	3.70%	3.50%	3.50%
Honduras	n.d.	3.90%	-1.10%	4.40%	4.40%	5.75%	n.d.	5.75%	n.d.	3.90%	3.20%	3.20%
Panamá	n.d.	-0.30%	-2.30%	1.90%	1.90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.50%	3.60%	3.60%
Paraguay	n.d.	3.40%	-0.60%	3.90%	3.90%	6.00%	5.20%	5.20%	n.d.	8.70%	3.80%	3.80%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citi el 16 de diciembre.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 16 de diciembre.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 10 de diciembre.

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

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 3T24, excepto Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay cuya información corresponde al 2T24.

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