



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, 18 de diciembre de 2025

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITAL

CONTENIDO

1. ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS	3
1.1. Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas	3
1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana	11
1.3. Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona	19
1.4. Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región.....	21
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	22
2.1. Expectativas de TPM	22
2.2. Expectativas de crecimiento económico.....	27
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	28
4. RECUADROS/ANEXOS	30
Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	30
Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	36
Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local	38
Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región.....	41
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos	43
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	44
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	45
Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional	45
Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	46

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 derivadas del mercado de deuda pública, del mercado de derivados y de las encuestas han aumentado, y se mantienen por encima la meta del 3% en el horizonte de dos años (Cuadro 1).
- Los títulos de deuda pública se desvalorizaron en la mayoría de los tramos, en línea con la tendencia de meses anteriores y en un contexto de mayor volatilidad y baja liquidez.
- Las expectativas del mercado de derivados sobre tasas de interés reflejan una alta probabilidad de incrementos en la Tasa de Política Monetaria (TPM) durante los próximos meses. Asimismo, las proyecciones obtenidas a partir de encuestas anticipan un nivel superior de la TPM para el año 2026.
- Los inversionistas extranjeros pausaron su tendencia vendedora en TES en el mercado de contado y en el mercado a futuro. Las entidades públicas cambiaron su tendencia compradora de meses previos y fueron los principales vendedores durante el mes.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

Expectativas de mercado													Expectativas de encuestas											
BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		Total (otras encuestas)		Total (BanRep)				SAR (BanRep)						
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-26	2 años	dic-26	2 años	1 año	2 años	dic-25	dic-26	dic-25	1 año	dic-26	2 años	dic-25	1 año	dic-26	2 años		
nov-25	5.07%	5.29%	4.97%	5.83%	4.80%	4.81%	5.11%	5.52%	4.85%	4.80%	5.48%	5.64%	5.38%	4.51%	5.33%	4.47%	4.40%	3.83%	5.00%	4.39%	4.18%	3.67%		
dic-25	4.97%	5.30%	4.78%	5.96%	5.08%	5.12%	5.01%	5.63%	5.08%	5.17%	5.61%	5.81%	5.20%	4.65%	5.19%	4.59%	4.59%	3.80%	4.89%	4.58%	4.58%	3.72%		
Variación (pb)	-10	2	-19	13	28	31	-10	10	22	37	13	17	-18	14	-14	12	19	-3	-11	19	40	5		

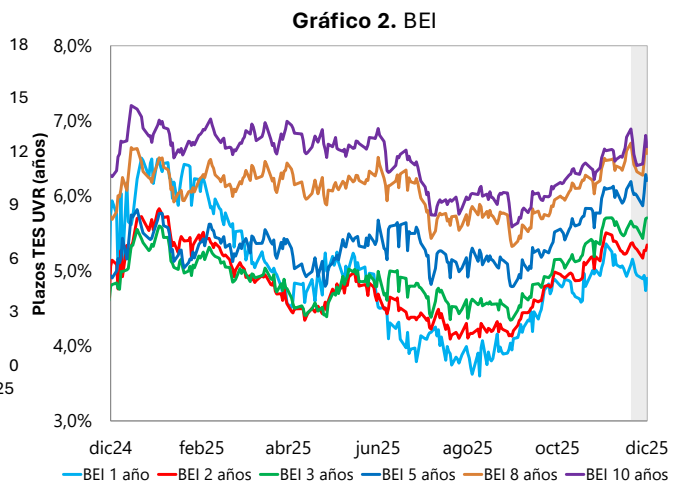
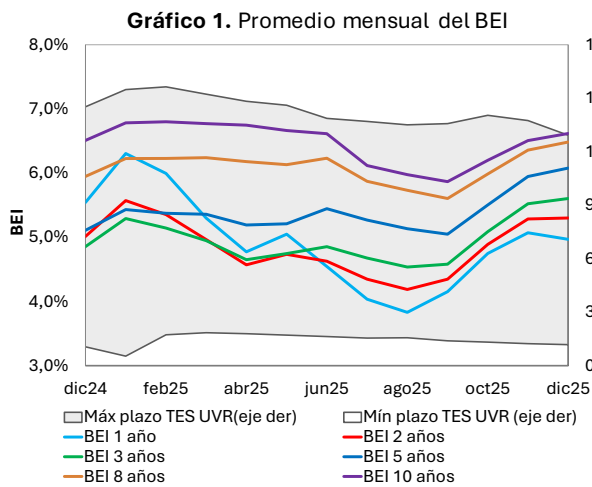
Las expectativas de mercado se presentan como un promedio del mes. La expectativa de otras encuestas a diciembre de 2025 y 2026 corresponde a un promedio de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citi, y a un año corresponde a la EOF. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados.

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

Las inflaciones implícitas en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation*, BEI) presentaron alta volatilidad, en un entorno de menor liquidez. En promedio, la inflación implícita se redujo en el horizonte de un año, mientras que en los plazos restantes registró incrementos, manteniéndose por encima de la meta de inflación fijada por el BanRep para los distintos horizontes analizados. La reducción de la medida de corto plazo pudo estar influenciada por el dato de inflación de noviembre, que se ubicó por debajo de lo esperado (obs: 5,30%; esp: 5,46%). En contraste, las demás medidas habrían estado condicionadas por las expectativas en torno al ajuste del salario mínimo para 2026, las persistentes preocupaciones fiscales¹ y la dinámica de la demanda interna². Con corte al 12 de diciembre, el BEI calculado a partir de los TES denominados en pesos y en UVR mostró una disminución mensual promedio de 10 puntos básicos (pb) para el plazo de un año, alcanzando 4,97%. Para los plazos de cinco y diez años, aumentaron 13 pb y 11 pb, ubicándose en 6,08% y 6,62%, respectivamente (Gráfico 1). Adicionalmente, al comparar las tasas del 12 de diciembre con las observadas el 28 de noviembre, se evidencia que los BEI a uno, cinco y diez años variaron en -2 pb, +12 pb y -13 pb, respectivamente, situándose en 4,90%, 6,20% y 6,65% (Cuadro 2 y Gráfico 2). La mayor volatilidad del mercado se encuentra en línea con los riesgos fiscales derivados del rechazo por parte del Congreso de la Ley de Financiamiento (LF) y la incertidumbre regulatoria.

¹ El 9 de diciembre el Congreso de la República rechazó la Ley de Financiamiento propuesta por el Gobierno.

² Durante el 3T25 el PIB presentó un crecimiento superior al esperado y a la observación previa (obs: 1,2% t/t; esp: 1,0% t/t; ant: 0,5% t/t). La expansión se apoyó principalmente por el crecimiento de la demanda interna (4,6%); y por el lado de la oferta, este crecimiento fue soportado por la administración pública, defensa, educación y salud con una tasa de crecimiento anual de 8,0%, seguido por comercio al por mayor y al por menor (5,6%) e industrias manufactureras (4,1%).



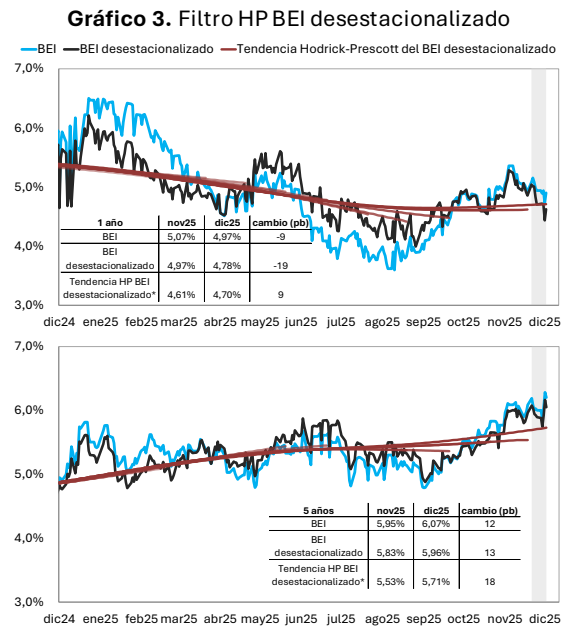
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)						TES UVR					
	TES pesos											
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
28nov25	10,09%	10,92%	11,54%	12,33%	12,87%	13,01%	5,16%	5,69%	5,99%	6,25%	6,28%	6,23%
12dic25	10,51%	11,24%	11,76%	12,42%	12,82%	12,90%	5,61%	5,89%	6,06%	6,22%	6,26%	6,25%
	Variaciones (pb)											
	42	31	22	9	-5	-11	45	20	7	-3	-2	2
Var. BEI	-2	11	16	12	-3	-13						
BEI	4,90%	5,35%	5,70%	6,20%	6,56%	6,65%						

	Promedios mensuales											
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
nov25	9,87%	10,62%	11,18%	11,90%	12,39%	12,52%	4,80%	5,34%	5,66%	5,96%	6,03%	6,01%
dic25*	10,31%	11,04%	11,58%	12,27%	12,73%	12,84%	5,34%	5,74%	5,98%	6,19%	6,24%	6,23%
	Variaciones (pb)											
	44	42	40	37	34	32	54	40	32	24	21	21
Var. BEI	-10	2	8	13	13	11						
BEI	4,97%	5,30%	5,60%	6,08%	6,49%	6,62%						

*Información disponible al 12 de diciembre de 2025.



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

*El dato de la tendencia se estimó con datos hasta el 12 de diciembre. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

Al ajustar el BEI por estacionalidad, se evidencian reducciones en el corto plazo, mientras que en el mediano plazo se registran incrementos. La tendencia del BEI ajustado estacionalmente refleja aumentos en ambos horizontes. Con el fin de controlar por la estacionalidad de los TES denominados en UVR a inicio y fin de cada año (periodos en los que estos títulos suelen presentar mayores valorizaciones producto de las inflaciones mensuales altas), el Gráfico 3 presenta los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Además, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (estimada mediante un filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo que permite observar la velocidad de ajuste de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado promedio se ubicó en 4,78% para el plazo de un año (ant: 4,97%) y en 5,96% para el plazo de cinco años (ant: 5,83%). Porsu parte, la tendencia promedio subió para el plazo de un año (obs: 4,70%; ant: 4,61%) y de cinco años (obs: 5,71%; ant: 5,53%).

El componente de expectativas de inflación del BEI registró aumentos en todos los plazos. Los elevados niveles de esta medida se encuentran en línea con las expectativas de un ajuste del salario mínimo por encima de la inflación y la productividad, las persistentes preocupaciones fiscales y la sólida dinámica de la demanda interna. Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también la incertidumbre sobre estas expectativas y algunas potenciales fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI³ para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en expectativas de inflación, prima por 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 5,08% (ant: 4,80%), 4,68% (ant: 4,49%) y 4,43% (ant: 4,30%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

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

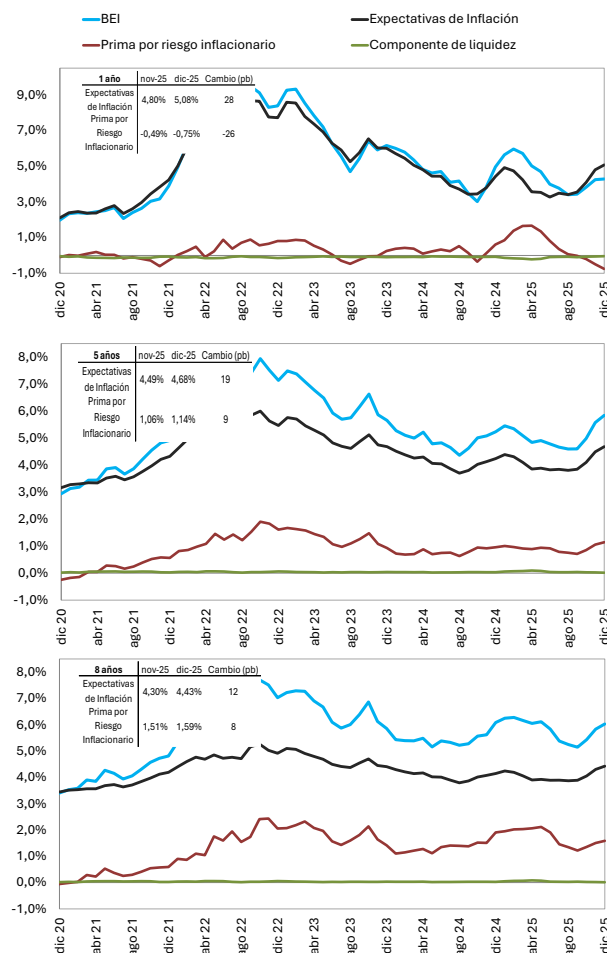
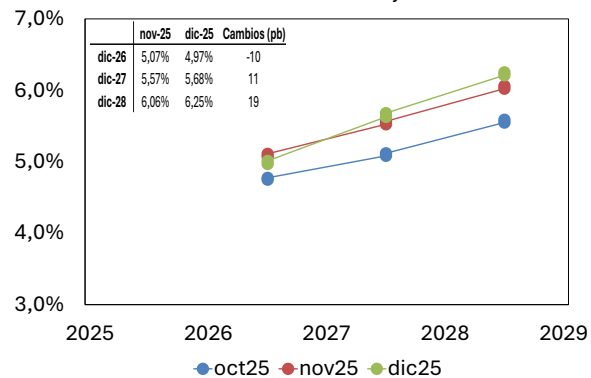
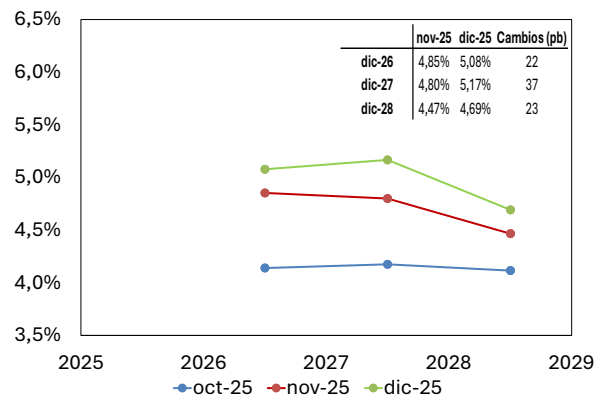


Gráfico 5A. FBEL sin ajuste



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

Gráfico 5B. FBEL neto de primas



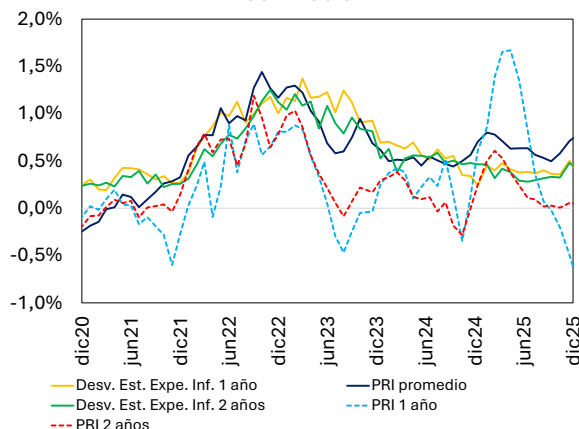
Fuentes: Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información de precios. **Fuentes:** Precia. **Nota:** La estimación se basa en las expectativas de promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precios, el BEI inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con promedio calculado con estos datos se ubicó en 4,28% (ant: 4,25%), 5,84% (ant: 5,57%) y 6,02% (ant: 5,83%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

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

Los *Forward Break-Even Inflation (FBEI)*, tanto en su versión simple como ajustada por primas, registraron aumentos para los plazos superiores a un año. Estas métricas continúan ubicándose por encima de la meta de inflación establecida por el BanRep. Para calcular las expectativas de inflación anual a 12, 24 y 36 meses y considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual mediante la curva FBEI para los meses de diciembre de 2026, 2027 y 2028 las cuales se ubican en 4,97%, 5,68% y 6,25%, en su orden. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 5,08%⁴, 5,17% y 4,69% para los mismos plazos.

La prima por riesgo inflacionario (PRI) de corto plazo disminuyó y las de los demás plazos aumentaron. La disminución de la PRI de corto plazo, en un escenario de aumento de las expectativas de inflación, sugiere que el mercado descuenta con mayor probabilidad altos niveles de inflación a futuro. Por su parte, la desviación estándar de las expectativas de inflación a uno y dos años cayeron. Las PRI variaron -26 pb, +9 pb y +8 pb para los plazos de 1, 5 y 8 años, y se ubicaron en -0,75%, 1,14%, y 1,59%, en su orden (Gráfico 6). 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 ubicaron en 0,40% y 0,42%, respectivamente (ant: 0,50% y 0,48%, Gráfico A4.5)⁵.

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



Fuente: BanRep.

Para el horizonte de uno y dos años, el escenario más probable es que las expectativas de inflación del mercado y de las encuestas se ubiquen por encima del 3%, en particular, la probabilidad de que las expectativas de inflación se ubiquen por debajo del 3% es 0%. Se estima la probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año se encuentre por encima del 4%, empleando la distribución del BEI ajustado por primas y ajustando una distribución a las respuestas de la EME, en el primer caso dicha probabilidad es de 99,25% (ant: 97,87%) y de 95,24% (ant: 84,62%), en el segundo caso (Gráfico 7.1 y 7.2). Para el horizonte de dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren por encima de este valor es de 100% (ant: 100%) y de 17,07% (ant: 19,44%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4).

⁴ Las expectativas netas de primas de riesgo inflacionario superan a las medidas brutas debido a la contribución negativa de la propia prima por riesgo inflacionario.

⁵ Christensen, J & Ruiz, C. (2024) muestran que las primas por riesgo inflacionario en Colombia están influenciadas por factores internacionales. Esta prima surge de restar la prima por término de la curva de TES en UVR a la prima a término de la curva de TES en pesos.

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

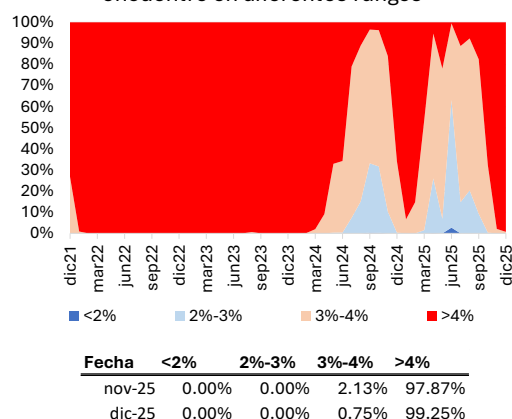


Gráfico 7.3. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a dos años del FBEl ajustado se encuentre en diferentes rangos

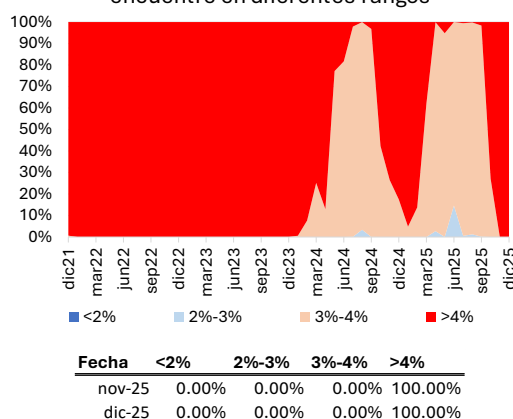


Gráfico 7.2. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año de la EME se encuentre en diferentes rangos

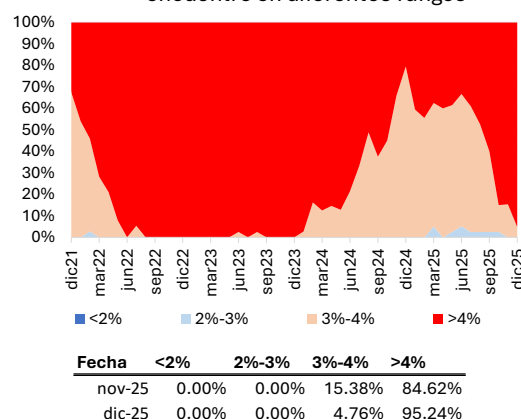
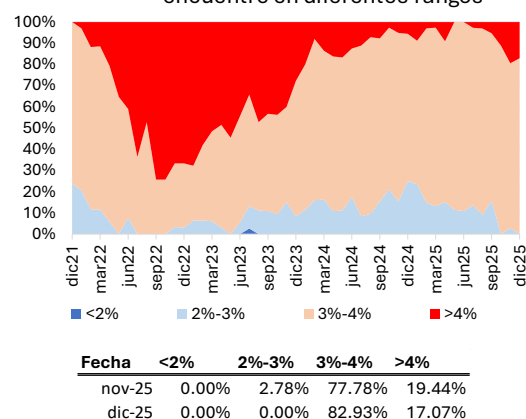


Gráfico 7.4. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a dos años de la EME se encuentre en diferentes rangos



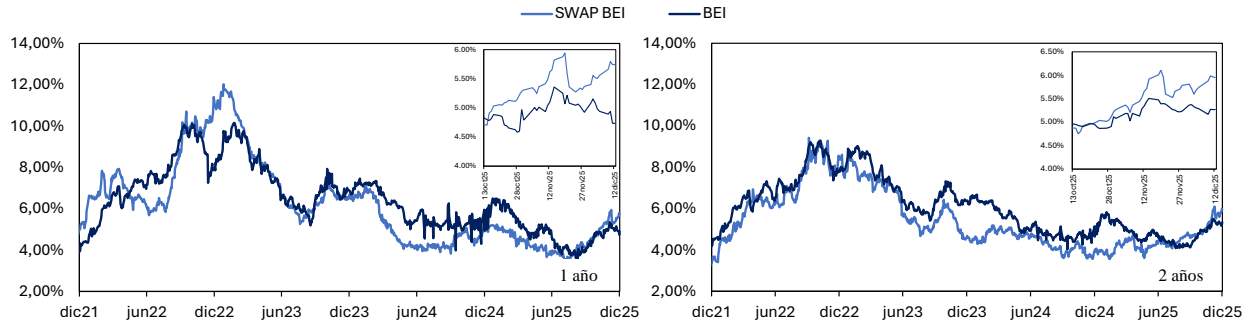
Fuentes: BanRep. **Nota:** Para más detalle sobre la metodología ver el Anexo 10 del documento *Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales* de agosto de 2024.

Las expectativas de inflación implícitas en los contratos de derivados a uno y dos años aumentaron, en línea con la mayoría de las expectativas de inflación del mercado. Por su fuente de información, este indicador no se ve afectado por las estrategias de manejo de deuda implementadas por el MHCP, lo que permite extraer información de expectativas de inflación excluyendo el efecto de estas operaciones. El Gráfico 8 presenta las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁶), frente al BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 12 de diciembre, los *swaps* BEI promedio mensual a 1 y 2 años subieron cada uno 64 pb y 71 pb, y se ubicaron en 5,61% y 5,81% (ant: 5,48% y 5,64%), respectivamente⁷.

⁶ Se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los *swap* IBR UVR, para más detalle consultar el Recuadro 1. Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros, publicado en el [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.

⁷ La medida forward del primer al segundo año aumentó (obs: 6,02%, ant: 5,80%).

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁸ (ICEI), que refleja la dinámica común de las expectativas de inflación provenientes del mercado y de encuestas, continuó aumentando para todos los plazos (Gráficos 9 al 12). La dinámica común de las expectativas excluyendo los BEI y FBEI⁹, supera la del indicador que incluye todas las medidas.

Gráfico 9. ICEI de corto plazo

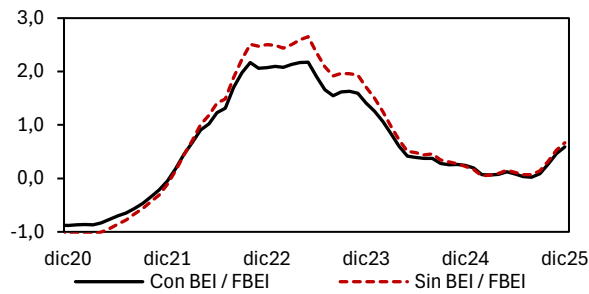


Gráfico 10. ICEI de mediano plazo

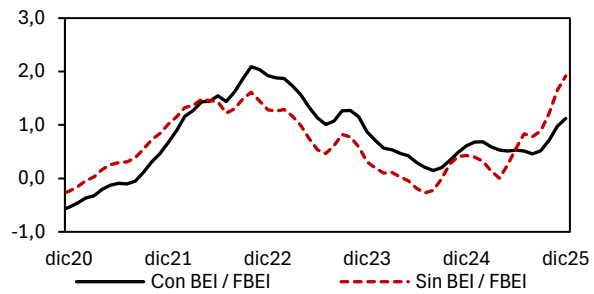


Gráfico 11. ICEI de largo plazo

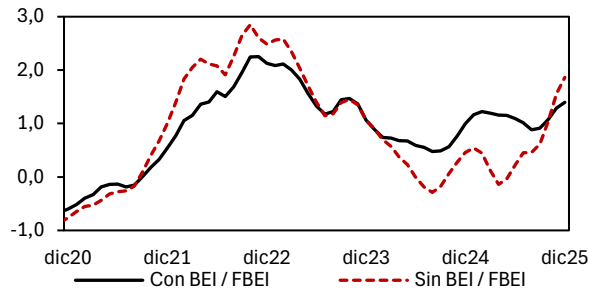
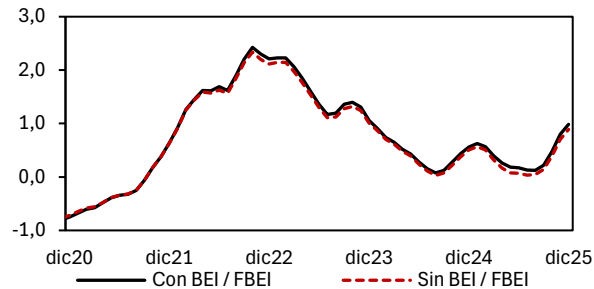


Gráfico 12. ICEI a todos los plazos



Fuentes: BanRep, Fedesarrollo, Focus Economics, SENy MasterTrader. 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.

⁸ 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.

⁹ Se excluyen las medidas BEI y FBEI que no son netas de primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa, con el objetivo de limpiar por factores que podrían contaminar las expectativas de inflación.

Las expectativas provenientes de encuestas de inflación total, básica y sin alimentos ni regulados (SAR) registraron un incremento para 2026, mientras que las correspondientes a 2025 se ajustaron ligeramente a la baja. Estas expectativas permanecen por encima de la meta del 3% en el horizonte de 24 meses. En el caso de la inflación total, el valor promedio¹⁰ se redujo frente al mes anterior para finales de 2025 (de 5,36% a 5,20%), mientras que a 12 meses aumentó (de 4,50% a 4,59%), al igual que para 2026 (de 4,47% a 4,62%), y a 24 meses se ajustó levemente a la baja (de 3,83% a 3,80%). Las expectativas de inflación SAR y sin alimentos reflejaron una dinámica similar a la observada en la inflación total para los distintos horizontes.

Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025 según encuestas

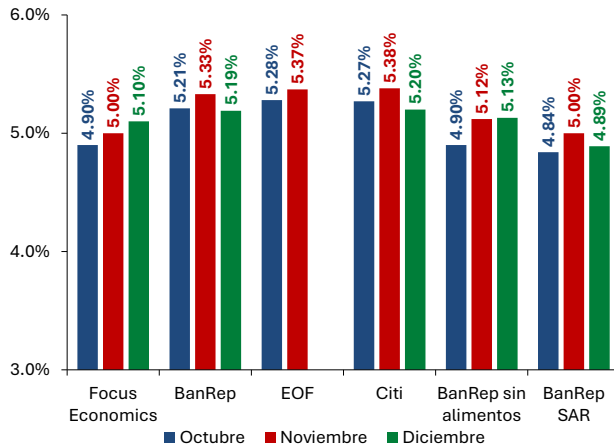


Gráfico 14. Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas

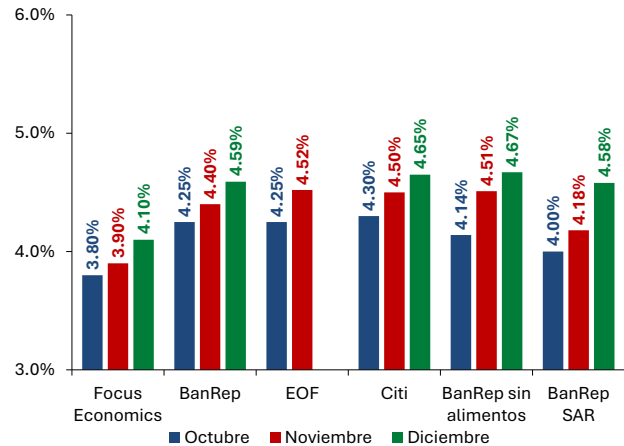


Gráfico 15. Inflación esperada a 12 meses según encuestas

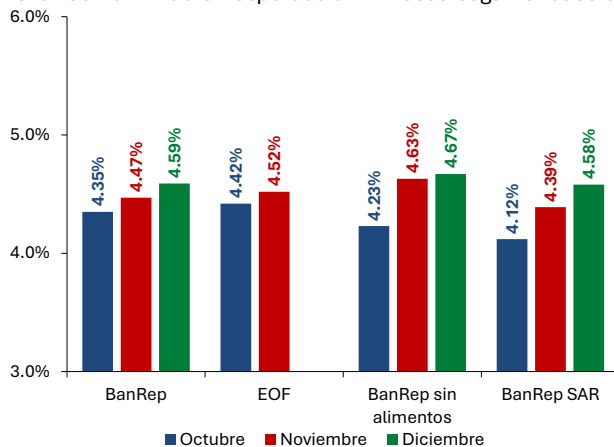
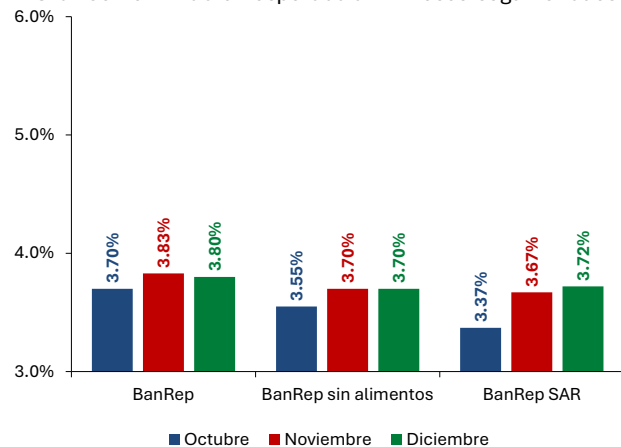


Gráfico 16. Inflación esperada a 24 meses según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics incluyen datos recolectados hasta el 30 de noviembre. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de diciembre. Los datos de la EOF se publicaron el 20 de noviembre con datos recolectados entre el 11 y el 14 del mismo mes, no se presenta información a diciembre dado que la fecha de publicación de dicha encuesta es posterior a la elaboración de este informe. La encuesta de Citi se publicó el 16 de diciembre.

¹⁰ Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics dado el rezago en la recolección de sus datos. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2025 se redujo de 5,27% a 5,16%, y para 2026 aumentó de 4,33% a 4,45%.

En noviembre, la inflación mensual sin alimentos se ubicó levemente por encima de lo esperado por el mercado y por debajo de la registrada el mismo mes en 2024. Por su parte, la medida SAR se ubicó por debajo tanto de las expectativas del mercado como la del registro del mismo mes del año anterior. En noviembre, la inflación sin alimentos se ubicó en 0,26% m/m, superando levemente el pronóstico de los analistas encuestados por la EME (0,25%) y ubicándose por debajo del dato de noviembre de 2024 (0,31%)¹¹. Por su parte, la inflación SAR se situó en 0,24%, por debajo de lo esperado (0,28%) y del dato de 2024 (0,37%)¹². Para diciembre, los analistas proyectan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,37% m/m lo que representaría un nivel inferior al de diciembre de 2024 (0,44%) y la de SAR en 0,39% lo que la ubicaría levemente por encima de lo registrado en 2024 (0,36%)¹³ (Gráfico 17 y 18).

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

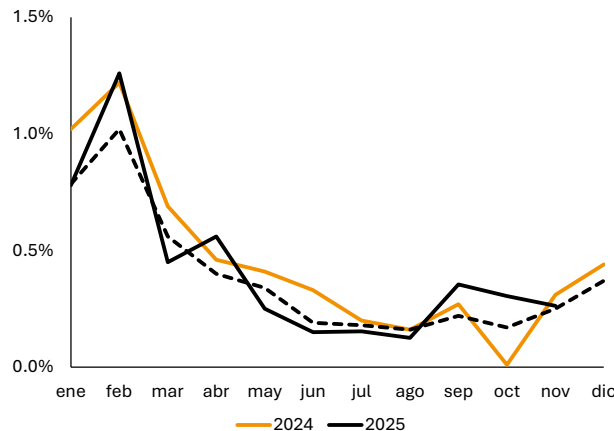
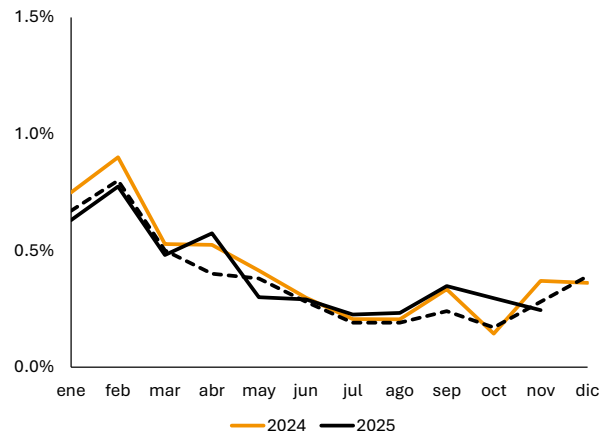


Gráfico 18. Inflación mensual SAR y expectativas (EME)



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

En síntesis, las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros aumentaron durante el periodo, comportamiento similar al observado en las expectativas provenientes de encuestas. Estas medidas continúan por encima del 3% en el horizonte de dos años. El incremento en las expectativas, tanto en encuestas como en mercados financieros, está en línea con los datos de inflación registrados en los últimos meses y con las proyecciones sobre el ajuste del salario mínimo para 2026¹⁴, las persistentes preocupaciones fiscales y la dinámica de la demanda interna también contribuyeron a este aumento.

Los promedios mensuales de los swap BEI a 1 y 2 años se ubicaron en niveles superiores a los registrados tanto en las encuestas como en el mercado de deuda. Las expectativas de inflación a un año provenientes de encuestas se encuentran por debajo de las implícitas en el mercado de deuda, y aumentaron en 14 pb para diciembre de 2026. Para diciembre de 2026, las encuestas muestran una expectativa de 4,65% (ant: 4,51%), mientras que la expectativa para el mismo periodo derivada del forward BEI (ajustado) se ubica en 5,08% (ant: 4,85%). A 24 meses, la EME indica una expectativa de 3,80% (ant: 3,83%), mientras que el FBEl neto de primas a este plazo se ubica en 5,17% (ant: 4,80%)¹⁵.

¹¹ Y se mantuvo por debajo del registro de 2022 (0,60%) y 2023 (0,69%).

¹² Y se mantuvo por debajo del registro de 2022 (0,67%) y 2023 (0,36%).

¹³ Ambas medidas se ubicarían por debajo de lo observado en diciembre de 2022 y 2023.

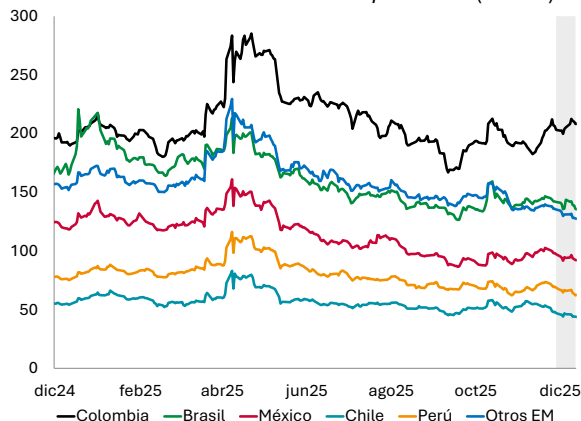
¹⁴ Este aumento también puede incorporar la expectativa de una mayor inflación para el cierre de 2025.

¹⁵ A diciembre de 2026, las encuestas indican una expectativa promedio de 4,51% (ant: 4,28%), mientras que el FBEl a 2026 neto de primas se ubica en 5,11% (ant: 4,76%) para el mismo plazo.

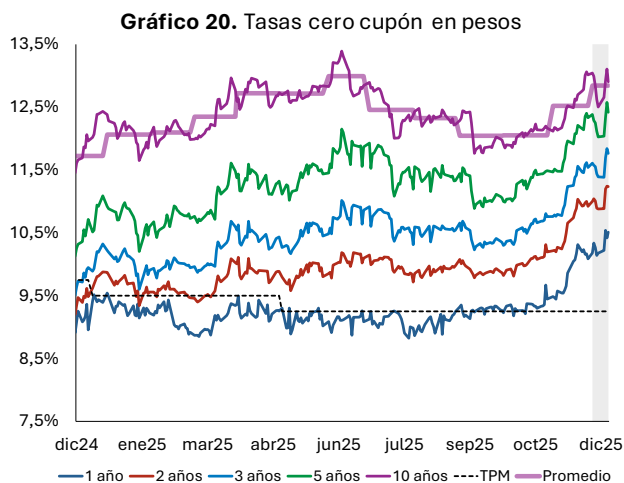
1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Al comparar las tasas de los TES en pesos entre el 28 de noviembre y el 12 de diciembre, se observa una desvalorización en la mayoría de los tramos de la curva, en línea con la dinámica de meses anteriores y en un contexto de mayor volatilidad y baja liquidez. Las tasas de la parte corta de la curva fueron las más afectadas, a pesar de que la inflación de noviembre (5,30%) se ubicó por debajo tanto de las expectativas del mercado (5,46%) como del registro previo (5,51%). Según analistas, este comportamiento obedece a factores locales, tales como la postura cautelosa del BanRep; las presiones inflacionarias que podrían persistir hacia el cierre del año; el inicio oficial de las discusiones sobre el salario mínimo, con discrepancias entre gremios y sindicatos reforzando las expectativas de un aumento por encima de la inflación y la productividad vía decreto por parte del Gobierno¹⁶; y el rechazo de la LF en el Congreso, que implica un presupuesto desfinanciado para 2026 y la necesidad de ajustes al gasto o nuevas fuentes de financiamiento. Todo esto mientras continúan las operaciones de manejo de deuda por parte del MHCP, con la expectativa de que se mantengan. Adicionalmente, la renuncia de la directora de la Unidad de Regulación Financiera (URF), en medio del debate sobre el régimen de inversiones de los fondos de pensiones, incrementó la incertidumbre durante el periodo. Finalmente, las primas de riesgo para Colombia aumentaron en lo corrido de diciembre¹⁷, en contraste con la tendencia a la baja observada en la mayoría de los países de la región¹⁸.

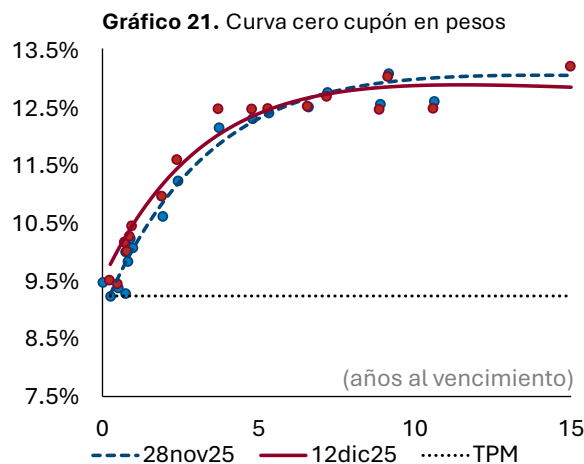
Gráfico 19. Credit Default Swaps Latam (5 años)



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



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.

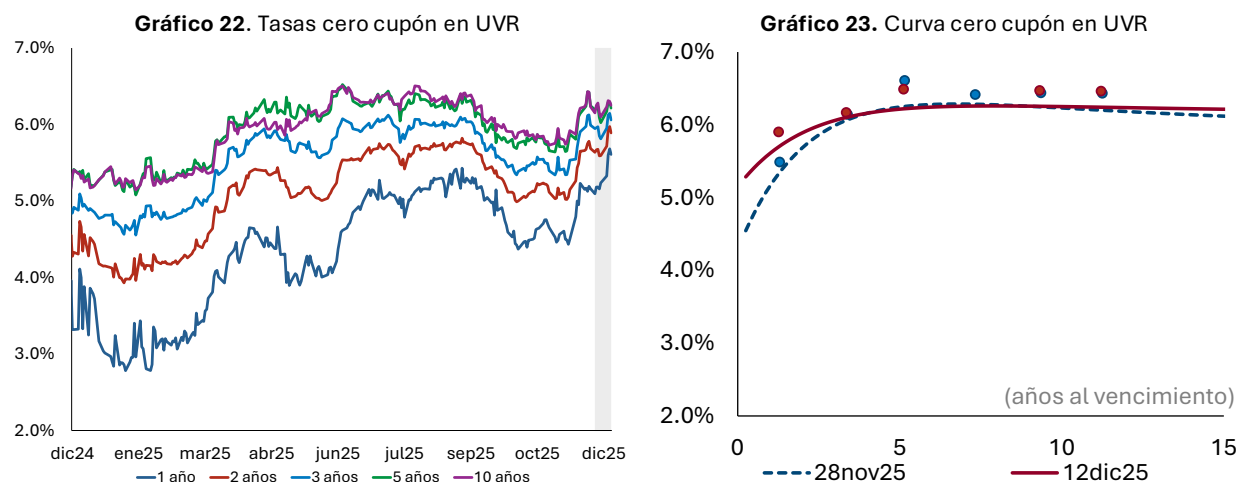


¹⁶ El 15 de diciembre terminaron las negociaciones sin acuerdo ente empresarios y trabajadores. Según el Ministerio del Trabajo, ahora se definirá si se habilitan espacios bilaterales con las partes o si el salario mínimo se expide mediante decreto.

¹⁷ El CDS a 5 años subió 5 pb. El 16 de diciembre, Fitch rebajó la calificación de Colombia en moneda extranjera de largo plazo de BB+ a BB con perspectiva estable, citando déficits fiscales persistentes y el aumento de la deuda sobre PIB por encima de la mediana de sus pares. Algunos analistas señalan que el deterioro en la prima de riesgo frente a la mejora regional responde en parte a que el mercado ya venía anticipando esta rebaja.

¹⁸ El CDS a 5 años en Perú se redujo 7 pb, en Brasil 6 pb, en México 5 pb y en Chile 3 pb. Por su parte, en una muestra de países emergentes, según el índice CDX.EM, el CDS se redujo 8 pb.

Por su parte, la curva de TES denominados en UVR registró desvalorizaciones en la mayoría de los tramos al comparar las tasas del 28 de noviembre con las del 12 de diciembre. La parte corta fue la más afectada, en línea con el dato de inflación que sorprendió a la baja. En general, la curva también estuvo influenciada por un contexto de alta volatilidad y limitada liquidez.



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

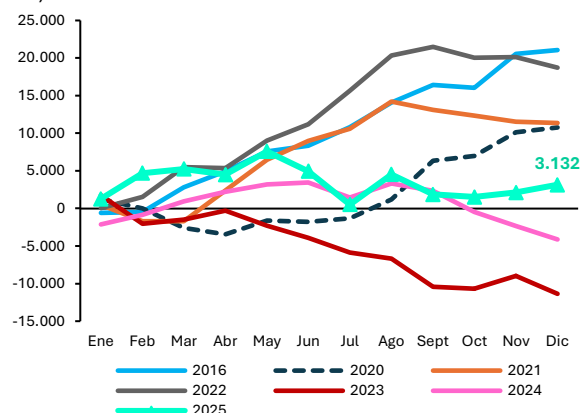
Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 11 de diciembre, los inversionistas extranjeros realizaron compras netas de TES denominados en pesos por COP 1,0 billón (b), principalmente en referencias del tramo medio y largo de la curva¹⁹. Por su parte, en TES denominados en UVR, compraron en neto COP 50 mm en el mercado de contado, principalmente en el tramo medio-corto²⁰. De esta manera, en lo corrido del 2025 acumulan compras netas por COP 3,1 b en el mercado de contado de TES, excluyendo los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería²¹ (Gráfico 24). Así, pausaron su tendencia vendedora y, con corte a diciembre, cuentan con el 16,0% del total de tenencias (Gráfico 25).

¹⁹ Los inversionistas extranjeros presentaron flujos netos en TES denominados en pesos por COP -905 miles de millones (mm), COP 297 mm, COP 907 mm, COP 106 mm y COP 554 mm, en los tramos corto (0-2 años), medio-corto (2-5 años), medio (5-10 años), medio-largo (10-15 años) y largo (>15 años) de la curva, respectivamente.

²⁰ Los inversionistas extranjeros presentaron flujos netos en TES denominados en UVR por COP -1 mm, COP 41 mm, COP 26 mm y COP -16 mm, en los tramos corto (0-2 años), medio-corto (2-5 años), medio (5-10 años) y medio-largo (10-15 años) de la curva, respectivamente.

²¹ En septiembre de 2025, el MHCP recibió recursos en francos suizos de un grupo de bancos extranjeros, a cambio de Tesoros y deuda pública colombiana en pesos y en dólares. En títulos de deuda pública local, entregó TCO y TES de largo plazo por un monto de COP 32 b a estos bancos. [Ver comunicado.](#)

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

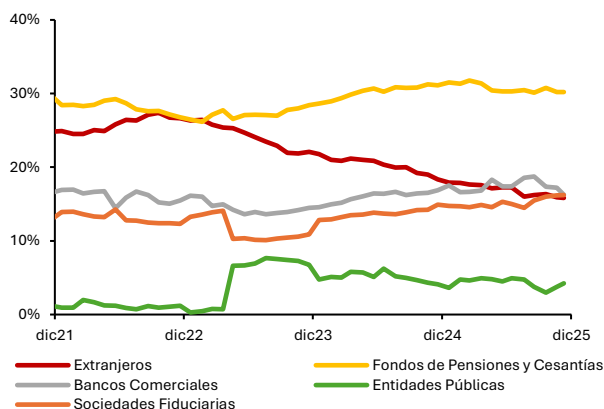


Fuente: BanRep.

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

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

Gráfico 25. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR



Fuente: BanRep.

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

Los fondos mutuos y fondos de pensiones internacionales lideraron las compras de los inversionistas extranjeros desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 26)²². Se observa una recomposición de estos inversionistas por tipo de agente dado que los fondos mutuos han ganado participación en lo corrido de 2025²³. Desde la última reunión de la JDBR, los fondos mutuos y fondos de pensiones internacionales compraron en neto títulos por COP 787 mm y COP 639 mm, respectivamente. Mientras que, en el acumulado del año, los fondos mutuos han realizado compras netas por COP 3,1 b.

Además, al categorizar estos inversionistas entre indexados²⁴ y no-indexados al índice *GBI-EM Global Diversified*²⁵ se observa que realizaron compras netas de TES en pesos por COP 869 mm y COP 139 mm, respectivamente, desde la última reunión de la JDBR²⁶ (Gráfico 27). Las compras de los inversionistas extranjeros durante el periodo podrían estar relacionadas con los rendimientos de los títulos colombianos, que se encuentran en niveles elevados frente al año previo y en comparación con pares, en un contexto de mayor apetito por activos emergentes. Sin embargo, persisten riesgos en los frentes local e internacional, entre los que se destacan la incertidumbre fiscal en Colombia, que se suma a las tensiones geopolíticas a nivel global, los cuales podrían llegar a presionar a la baja los flujos de los inversionistas extranjeros en el futuro.

²² A diciembre de 2025, la participación por tipo de inversionista extranjero dentro del total de tenencias en TES de extranjeros, excluyendo los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería, es de 43% para los fondos mutuos, 22% para los fondos de pensiones internacionales, 13% para las autoridades monetarias, 7% para los fondos soberanos, 5% para los bancos extranjeros, 3% para las compañías de seguros internacionales, y 7% para los demás tipos de agentes.

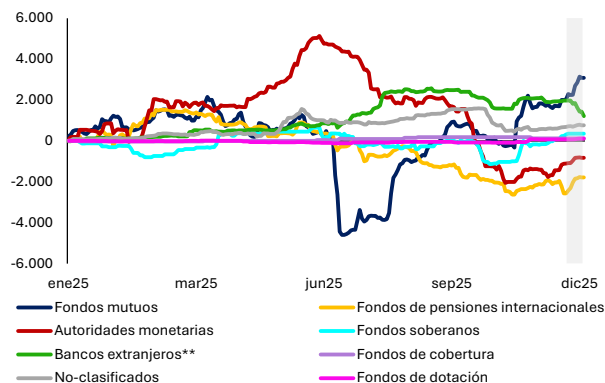
²³ Excluyendo los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

²⁴ La clasificación se basa en la metodología propuesta por [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#), en la cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

²⁵ 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

²⁶ Esta metodología permite clasificar a los administradores de fondos que invierten en TES; sin embargo, no controla por movimientos específicos o discrecionales que puedan presentarse en determinados fondos gestionados por un administrador.

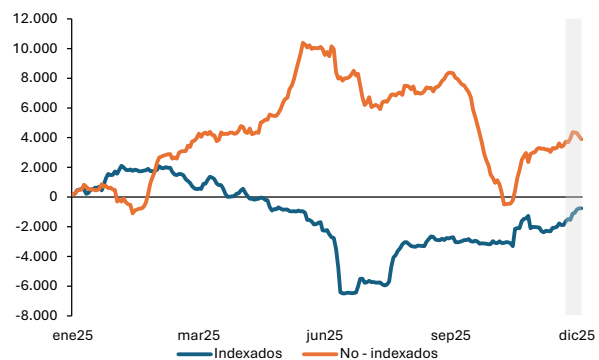
Gráfico 26. Flujos netos acumulados por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (COP mm)



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

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

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



Fuente: BanRep. **Nota:** Clasificación basada en [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#).

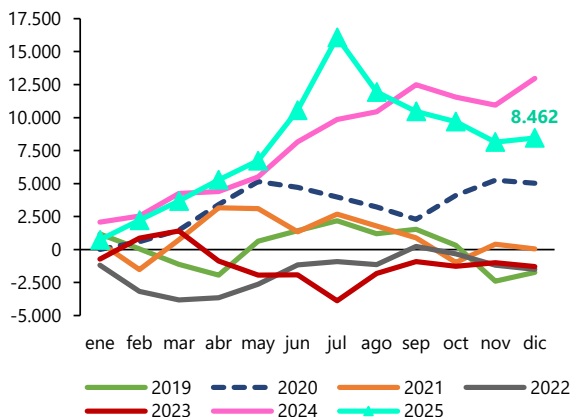
** Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

Por otro lado, los inversionistas extranjeros aumentaron levemente su posición compradora en contratos *Non-Delivery Forward* (NDF) de TES²⁷ en diciembre (COP 321 mm, Gráfico 28). Con esto, pausaron la tendencia vendedora que venían presentando desde agosto, y su posición compradora se ubicó en COP 24,2 b al 11 de diciembre. De acuerdo con la información reportada por las contrapartes locales al BanRep, la posición compradora de los extranjeros aumentó principalmente sobre referencias del tramo corto²⁸ de la curva de TES en pesos (COP 861 mm). En cuanto a sus contrapartes locales, los bancos comerciales fueron el tipo de entidad con la que concentraron el aumento en su posición durante el periodo (COP 291 mm), mientras que su posición compradora presentó cambios de COP 125 mm y COP -99 mm con las corporaciones financieras y las sociedades comisionistas de bolsa, respectivamente.

²⁷ Un NDF de TES es un contrato futuro *Over-the-Counter* (OTC) en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio pactado en la fecha de negociación del contrato. Son derivados OTC, por lo que las negociaciones se llevan a cabo mediante acuerdos bilaterales entre las partes interesadas. Al ser *Non-Delivery*, la liquidación se realiza por compensación. Es decir, a su vencimiento se compara el precio pactado en el contrato con el precio de mercado del TES subyacente, y se paga la diferencia a la parte que corresponda (no hay entrega del TES). A modo de ejemplo, si al vencimiento del contrato, el precio en el mercado de contado del TES subyacente es mayor al precio pactado en el NDF de TES, el comprador del contrato recibe el diferencial entre los dos precios multiplicado por el monto.

²⁸ El tramo corto incluye las referencias con plazo al vencimiento menor a 2 años.

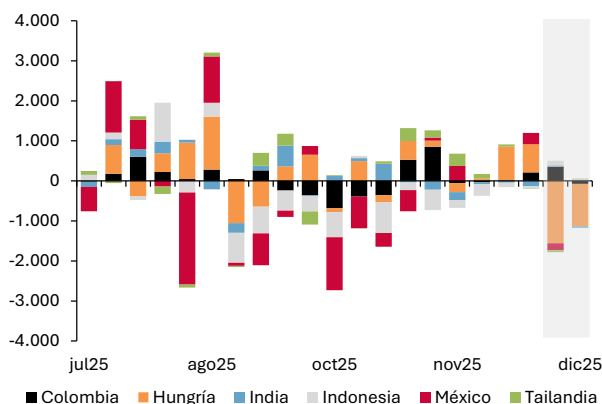
Gráfico 28. Cambio en la posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año (COP mm)



Fuente: Reporte de las entidades locales al BanRep.

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

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

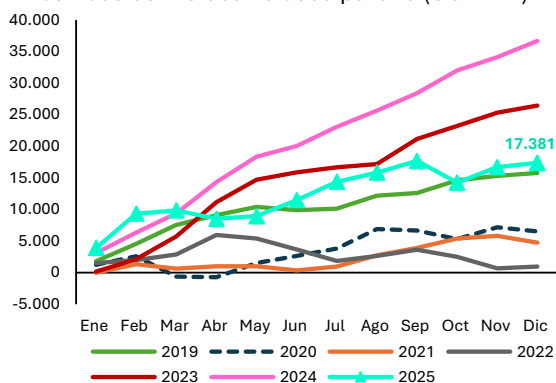


Fuente: IIF y BanRep. La serie de Colombia se calcula con base en la información del Depósito Central de Valores (DCV) de los flujos diarios a valor de mercado de los inversionistas extranjeros en TES, convertidos a dólares con la tasa de cambio del día anterior a la fecha de negociación de cada flujo. Nota: Los flujos de compra en Colombia durante las dos primeras semanas de septiembre se deben a las operaciones de Tesorería con bancos extranjeros.

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

A nivel global, durante diciembre se registraron flujos mixtos de inversionistas extranjeros en títulos de deuda²⁹ para una muestra de países emergentes (Gráfico 29). En el caso de Colombia, se han observado entradas de capital en el periodo reciente. Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF) con corte al 11 de diciembre, desde la última reunión de la JDBR, Hungría registró ventas netas por USD 2.616 m³⁰ (1,46% del saldo total de deuda pública en ese país³¹), mientras que países como Colombia e Indonesia presentaron compras netas por USD 277 m (0,17%) y USD 158 m (0,04%), en su orden.

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



Fuente: BanRep.

Los FPC registraron compras netas de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR, continuando con la tendencia compradora de meses previos (Gráfico 30). Durante el periodo, los FPC compraron en neto TES en pesos por COP 612 mm, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 600 mm). Además, realizaron compras netas de TES denominados en UVR por COP 8 mm, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 160 mm)³². De esta manera, se mantienen como los principales tenedores de TES (30,1% del total de TES en circulación³³).

²⁹ Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.

³⁰ Estas ventas se dan en un ambiente de incertidumbre política en este país durante las últimas semanas, en un entorno de protestas masivas pidiendo la renuncia del Gobierno.

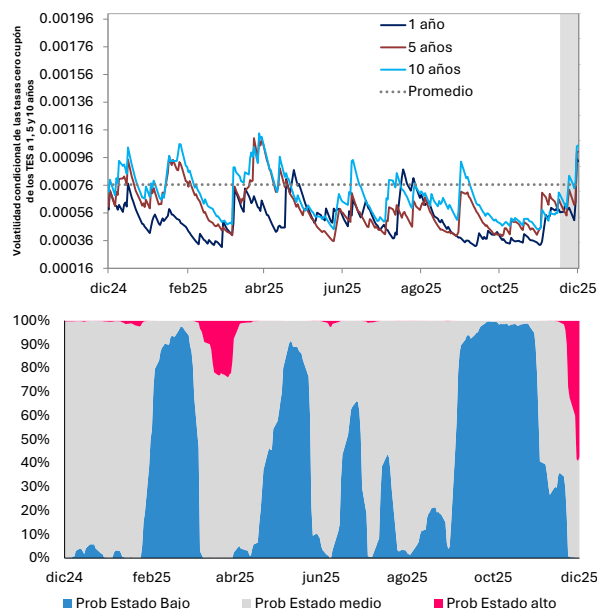
³¹ Fuente: Haver Analytics. Información a octubre de 2025.

³² En TES denominados en UVR del tramo corto (0-2 años), medio-corto (2-5 años), medio (5-10 años) y medio-largo (10-15 años) presentaron flujos netos por COP -104 mm, COP -62 mm, COP 10 mm y COP 4 mm, respectivamente.

³³ Para el cálculo de este porcentaje se excluyen los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

Desde la última reunión de la JDBR, los bancos comerciales fueron los mayores compradores netos de TES. Por su parte, las entidades públicas cambiaron su tendencia de meses previos y fueron los mayores vendedores netos junto con las sociedades fiduciarias. En diciembre, los bancos comerciales concentraron sus compras netas en las referencias del tramo medio-corto³⁴ de la curva (COP 2,7 b). Por su parte, las entidades públicas y las sociedades fiduciarias vendieron en neto títulos por COP 2,1 b y COP 2,3 b, respectivamente, concentradas ambas en el tramo corto de la curva (COP 2,3 b y COP 2,2 b, en su orden).

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



Fuente: BanRep y Precia. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** La volatilidad condicional se estima con un modelo GARCH (1,1). Las probabilidades de los regímenes de volatilidad se calcularon con un modelo MS-GARCH sobre el índice IDXTES.

La volatilidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó en diciembre, pasando de un estado de volatilidad medio a un nivel de volatilidad alto (Gráfico 31), en un escenario de baja liquidez. La mayor volatilidad del mercado se encuentra en línea con los riesgos fiscales derivados del rechazo por parte del congreso de la LF y la incertidumbre regulatoria; como resultado, la volatilidad alcanzó niveles similares a los registrados en abril. En particular, los Bid-Ask Spread (BAS) promedio de los TES en pesos y en UVR se ubicaron por encima de los niveles observados en noviembre, y la profundidad promedio disminuyó para ambas referencias. Los BAS continúan reflejando niveles de liquidez inferiores a los registrados en los cinco años previos a la pandemia de Covid-19, mientras que la profundidad ya se ubica en niveles superiores³⁵ (Anexo 2 – Gráficos 32 al 35).

³⁴ Plazo al vencimiento entre 2 y 5 años.

³⁵ Al 12 de diciembre, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 9,97 pb para los TES en pesos y 14,17 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 7,49 pb y 10,38 pb observados durante octubre, y los niveles promedio de 2,72 pb y 3,51 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 143,87 mm a COP 132,84 mm, y la de los TES denominados en UVR de COP 138,46 mm a COP 102,71 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,11 mm y COP 68,90 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).

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

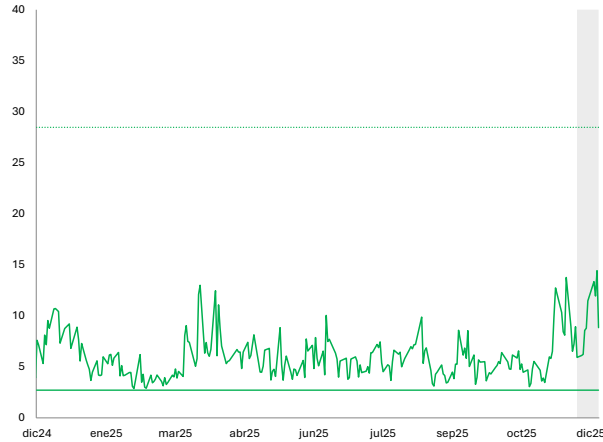
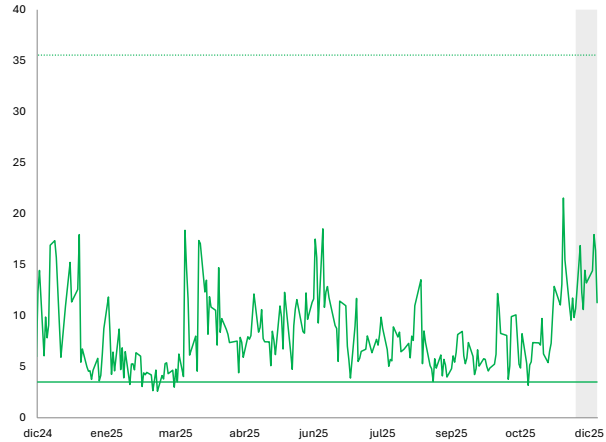


Gráfico 33. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



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

Gráfico 34. Profundidad promedio TES en pesos (COP mm)

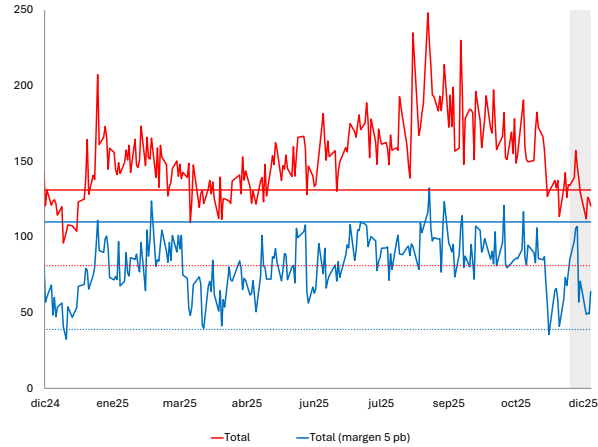
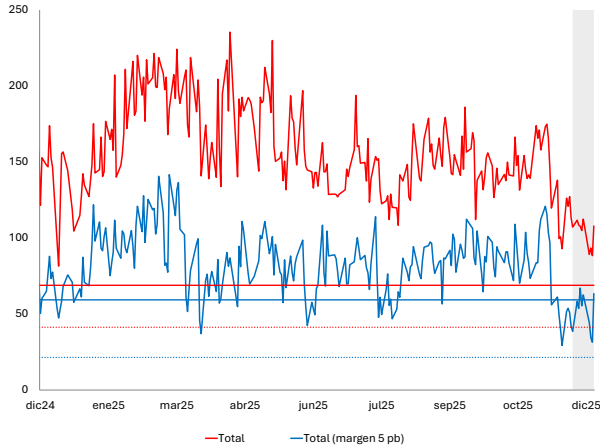
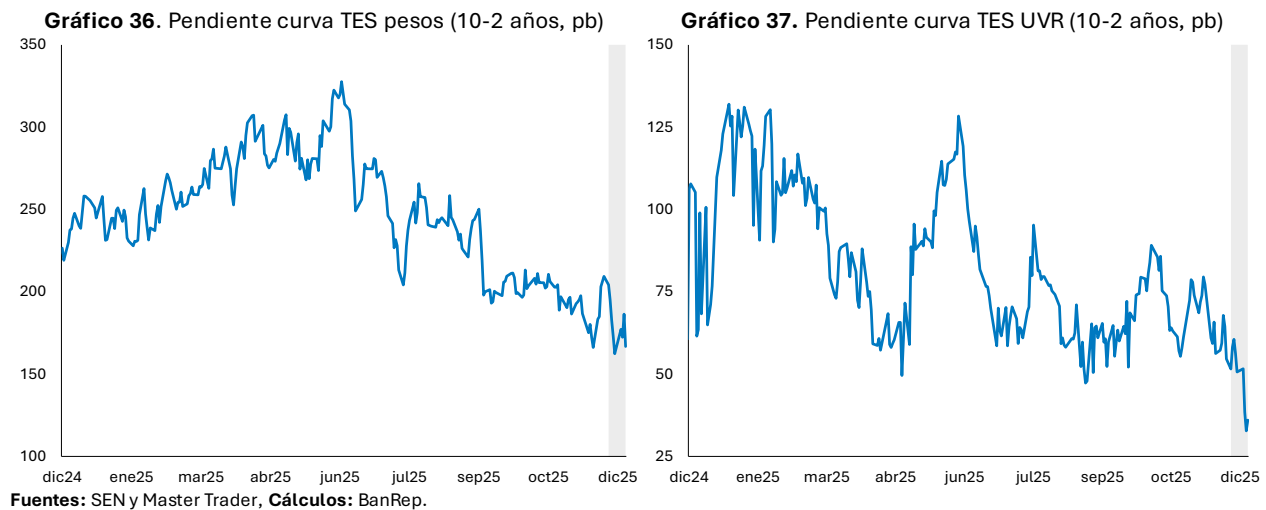


Gráfico 35. Profundidad promedio TES en UVR (COP mm)

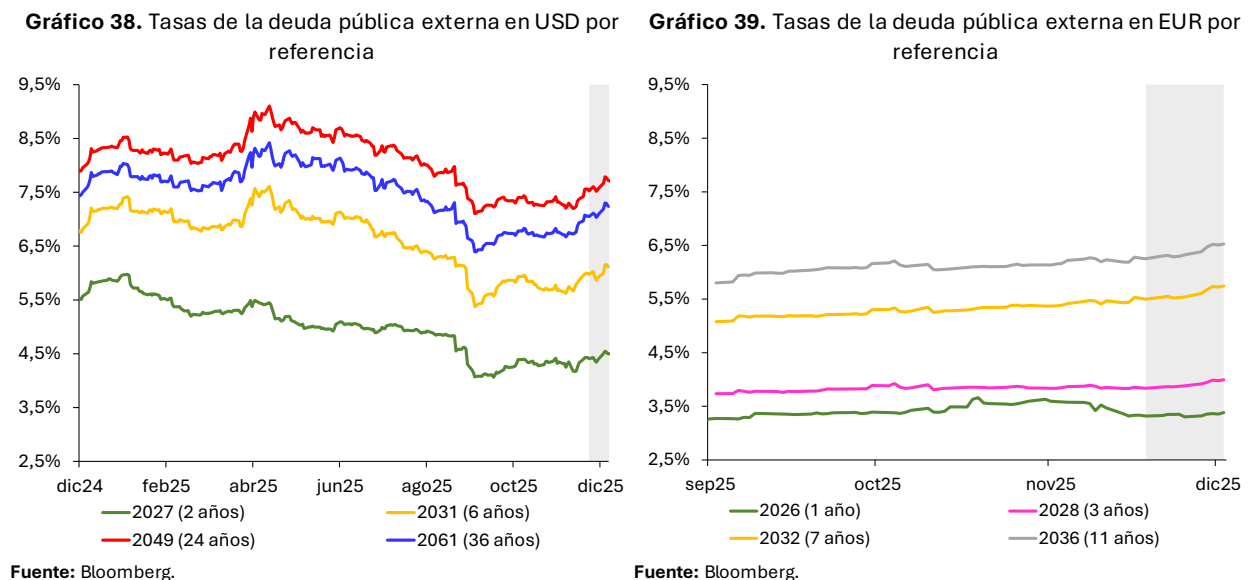


Fuente y Cálculos: BanRep. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total del mercado y las mejores posturas (en tasa) dentro de un rango de +/- 5 pb. Total: promedio de todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. Los títulos sin posturas tienen una profundidad de 0. 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 y en UVR se aplanaron, y el valor de la pendiente alcanzó un mínimo de más de un año. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años disminuyó en 43 pb, alcanzando un nivel de 166 pb³⁶ en la curva de TES pesos, por otra parte, la de TES en UVR cayó 19 pb, hasta un nivel de 36 pb³⁷ (Gráficos 36 y 37).



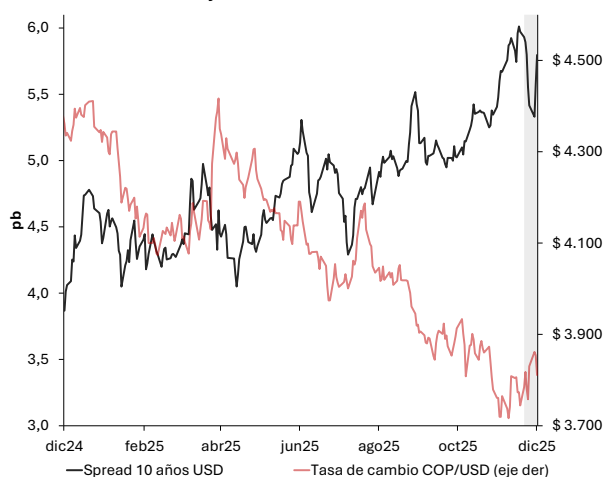
En diciembre, los títulos de deuda soberana colombiana denominados en dólares y en euros presentaron mayores desvalorizaciones que los denominados en pesos, al comparar las tasas del 28 de noviembre con las del 11 de diciembre. Así, la diferencia de tasas entre los bonos en pesos y moneda extranjera disminuyó. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas de los títulos en dólares con vencimientos a 2, 6, 24 y 36 años presentaron variaciones de 9 pb, 15 pb, 18 pb y 19 pb, respectivamente (Gráfico 38), mientras que los denominados en euros presentaron variaciones de 7 pb, 16 pb, 24 pb y 28 pb para los plazos de 1, 3, 7 y 11 años (Gráfico 39), en su orden. En ese período, el margen entre la deuda pública local y externa en dólares a 10 años disminuyó 18 pb, mientras que el margen de la deuda pública local y la denominada en euros al mismo plazo disminuyó 17 pb, debido a que los títulos en moneda extranjera presentaron mayores desvalorizaciones que los denominados en pesos (Gráfico 40).



³⁶ Este valor no se observaba desde mayo de 2024.

³⁷ Este valor no se observaba desde julio de 2023.

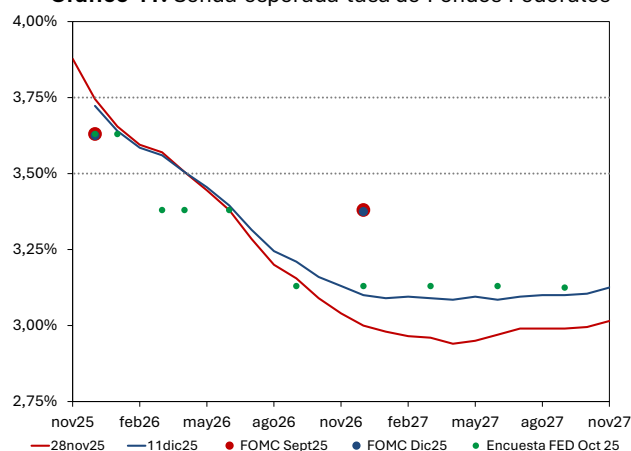
Gráfico 40. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio (COP/USD)



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

Gráfico 41. Senda esperada tasa de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg y Fed.

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

El 10 de diciembre, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) recortó su tasa de intervención en 25 pb para ubicarla en el rango entre 3,50% y 3,75%, en línea con las expectativas del mercado de futuros. Por su parte, el mercado descuenta que el FOMC realice recortes adicionales por 50 pb (ant: entre 50 pb y 75 pb) durante 2026. Las expectativas de política monetaria se consolidaron en torno a recortes de 50 pb en la tasa durante 2026, ante la publicación de algunas cifras del mercado laboral por debajo de lo esperado en EE.UU. (ver *Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región*). Estas proyecciones del mercado se encuentran 25 pb por debajo de las proyecciones del FOMC publicadas en diciembre para el cierre de 2026³⁸ (Gráfico 40).

De la misma manera, el CME³⁹ muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2026 es aquel consistente con recortes acumulados por 50 pb (ant: recortes entre 50 pb y 75 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2026 se ubicó en el rango entre 3,00% y 3,25% durante diciembre (probabilidad del 32%, Cuadro 3).

³⁸ Con corte al 11 de diciembre de 2025

³⁹ Chicago Mercantile Exchange.

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

	1,75%-2,00%	2,00%-2,25%	2,25%-2,50%	2,50%-2,75%	2,75%-3,00%	3,00%-3,25%	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00%
	(Rango actual)								
28nov25	0%	1%	6%	16%	27%	28%	16%	5%	0%
11dic25	0%	1%	3%	11%	24%	32%	23%	6%	0%

Fuente: CME.

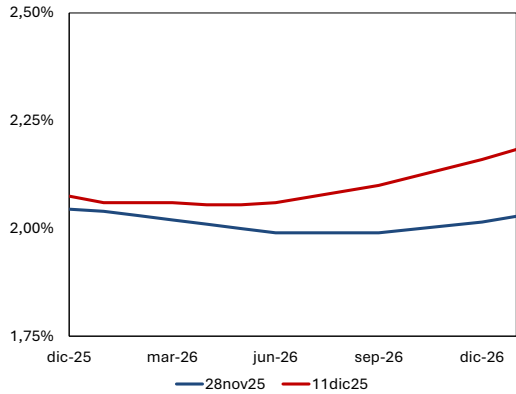
En su reunión del 10 de diciembre, el FOMC también actualizó sus proyecciones económicas. Frente a sus estimaciones de septiembre, se observó un aumento en las perspectivas de crecimiento, junto con una reducción en sus proyecciones de inflación, así como estabilidad de las de desempleo y la tasa de los Fondos Federales (Cuadro 4).

Cuadro 4. Mediana de las proyecciones del FOMC (marzo de 2025)

		Tasa de crecimiento económico	Tasa de desempleo	Inflación PCE	Inflación PCE núcleo	Tasa de los Fondos Federales
2025	sep-25	1,6%	4,5%	3,0%	3,1%	3,6%
	dic-25	1,7% ▲	4,5% ▬	2,9% ▼	3,0% ▼	3,6% ▬
2026	sep-25	1,8%	4,4%	2,6%	2,6%	3,4%
	dic-25	2,3% ▲	4,4% ▬	2,4% ▼	2,5% ▼	3,4% ▬
2027	sep-25	1,9%	4,3%	2,1%	2,1%	3,1%
	dic-25	2,0% ▲	4,2% ▼	2,1% ▬	2,1% ▬	3,1% ▬
Largo Plazo	sep-25	1,8%	4,2%	2,0%	-	3,0%
	dic-25	1,8% ▬	4,2% ▬	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 42. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

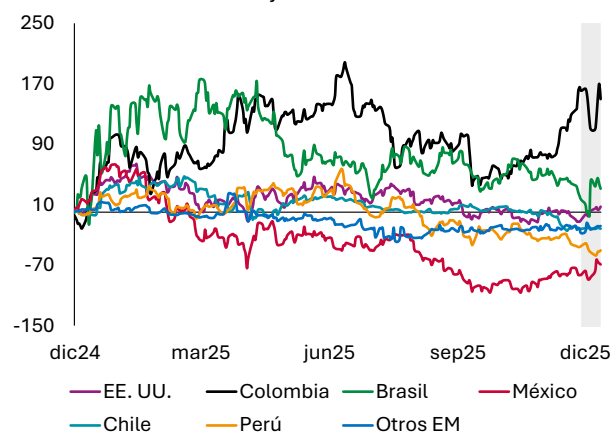
Por su parte, las expectativas de TPM en Europa se mantuvieron relativamente estables en diciembre. Los futuros de la tasa Euribor anticipan una tasa de 2,08% para cierre de 2025 (ant: 2,05%) y de 2,16% para el cierre de 2026 (ant: 2,02%) (Gráfico 42).

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

Durante diciembre, la curva de rendimientos de los Tesoros de EE. UU. se desvalorizó en todos los tramos, en un contexto en donde el mercado estuvo atento a la decisión de la Fed sobre la TPM, y un mayor apetito por riesgo. Las desvalorizaciones estuvieron en línea con un ajuste al alza en la senda esperada de la tasa de los fondos federales. Adicionalmente, el 10 de diciembre, la Fed recortó la tasa de fondos federales en 25 pb, ubicándola entre 3,50% y 3,75%, y anunció compras de letras del Tesoro desde el 12 de diciembre⁴⁰. Además, se publicaron datos débiles del mercado laboral y la inflación PCE se mantuvo en línea con lo esperado⁴¹.

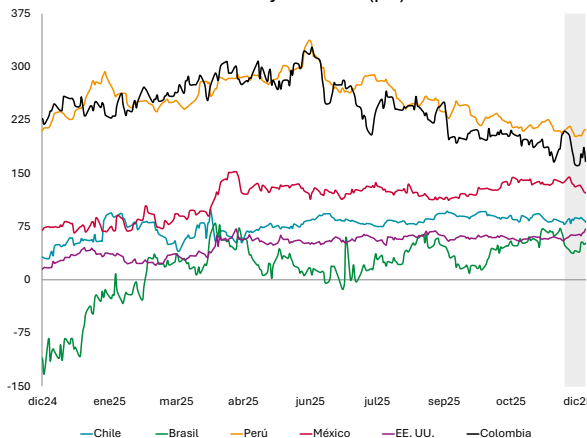
En este contexto, la mayoría de las curvas de deuda pública en la región se desvalorizaron. Destacaron los desempeños de las curvas de Brasil y México. En Brasil, las pérdidas respondieron principalmente a la incertidumbre política tras el anuncio del expresidente Jair Bolsonaro de respaldar a su hijo, Flavio Bolsonaro, en las elecciones presidenciales de octubre, contrario a las expectativas del mercado que esperaban su apoyo al candidato Tarcisio de Freitas, considerado pro-mercado⁴². En México, las desvalorizaciones fueron impulsadas por un dato de inflación superior a lo previsto, lo que, según analistas, aumenta la incertidumbre sobre la trayectoria de la tasa de política monetaria en 2026⁴³ (Gráficos 43 a 45, Anexo 4)⁴⁴.

Gráfico 43. 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 2024.

Gráfico 44. Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

⁴⁰ Jerome Powell señaló en la rueda de prensa lo siguiente: i) no se contempla subir las tasas, el consenso es mantenerlas o seguir recortando; ii) el enfriamiento del mercado laboral motivó el recorte; iii) aún no hay decisión sobre la reunión de enero; y iv) las tasas se ubican ahora en un rango neutral.

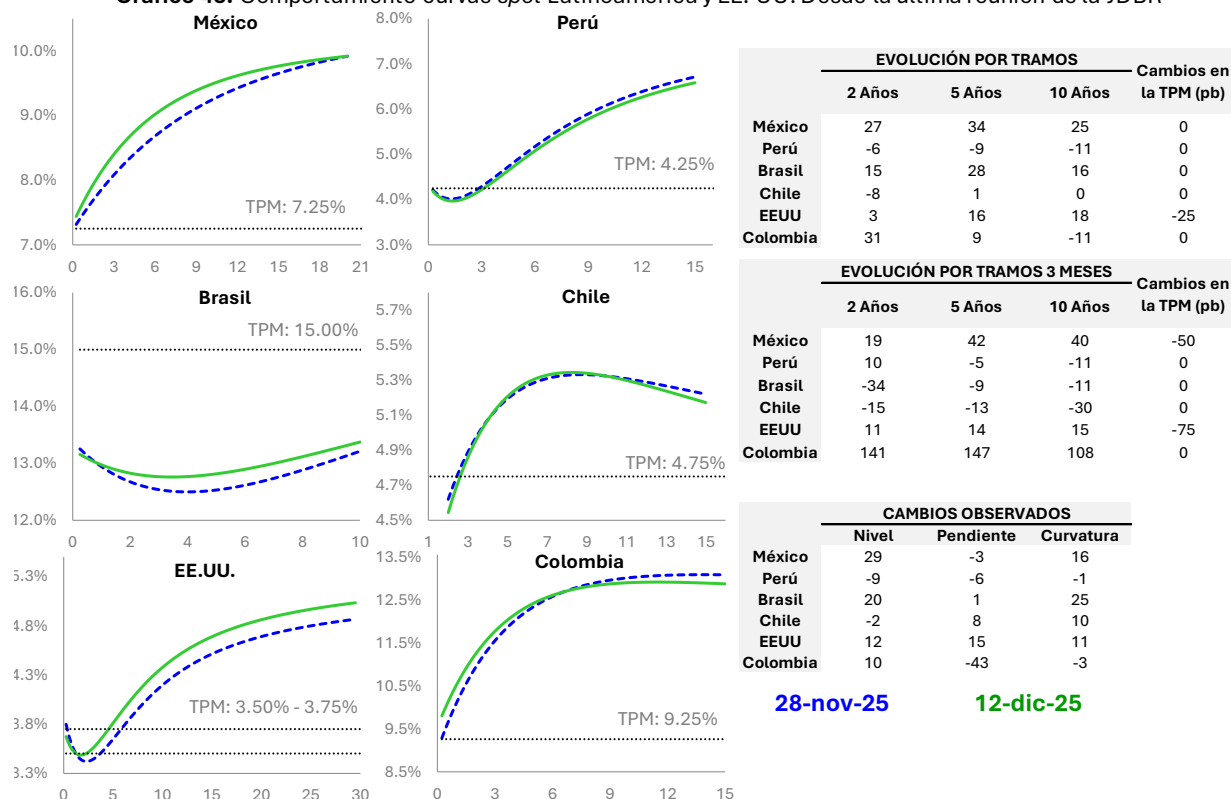
⁴¹ Las nóminas ADP se ubicaron en -32 mil en noviembre (esp: 10 mil; ant: 47 mil). La inflación PCE se ubicó en 2,8% a/a en septiembre (esp: 2,8%; ant: 2,7%).

⁴² Según Bloomberg, los inversionistas habían considerado la candidatura de Tarcisio de Freitas como la opción más competitiva frente a Lula; sin embargo, la fragmentación de la derecha tras el pronunciamiento de Bolsonaro generó volatilidad y debilitó la confianza en los activos locales. Durante el periodo también se divulgaron indicadores macroeconómicos: el PIB creció 1,8% a/a en el 3T25 (esp: 1,7%; ant: 2,4%), mientras que la inflación se ubicó en 4,46% a/a en noviembre (esp: 4,47%; ant: 4,68%), en un contexto adicionalmente marcado por incertidumbre en el frente fiscal.

⁴³ La inflación se ubicó en 3,80% a/a en noviembre (esp: 3,70%; ant: 3,57%). Por su parte, la inflación núcleo fue de 4,43% a/a durante el mismo mes (esp: 4,33%; ant: 4,28%).

⁴⁴ La pendiente 10-2 años en México se redujo en 16 pb, hasta 122 pb; mientras que en EE. UU., Chile, Perú y Brasil se amplió en 14 pb, 3 pb, 2 pb y 1 pb, alcanzando niveles de 71 pb, 82 pb, 51 pb y 212 pb, respectivamente.

Gráfico 45. Comportamiento curvas spot Latinoamérica y EE. UU. Desde la última reunión de la JDBR



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

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

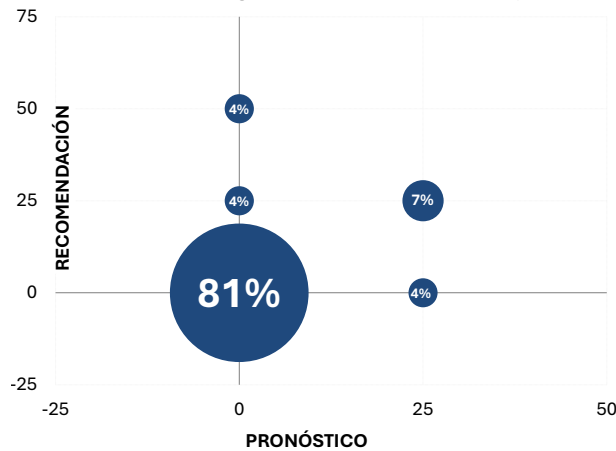
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la TPM extraídas de encuestas, de la curva OIS y del mercado de TES en pesos.

2.1. Expectativas de TPM

Al igual que los últimos dos meses, las encuestas indican que la mayoría de los agentes descuentan que la TPM permanecerá inalterada en diciembre. No obstante, en diciembre se observa una mayor dispersión entre las respuestas de los agentes, tanto en las proyecciones sobre el nivel de la tasa como en las recomendaciones para la decisión de este mes. Primero, según la EME, la mediana señala que la TPM permanecerá estable en 9,25% en diciembre. Por su parte, de las 25 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg, 21 esperan que permanezca inalterada mientras que los 4 restantes esperan que aumente 25 pb. Finalmente, de acuerdo con las encuestas de analistas financieros de Citi y ANIF, de las 28 entidades encuestadas, el 81% espera y recomienda que la TPM permanezca inalterada en diciembre, el 7% espera y recomienda que aumente 25 pb, y un 15% recomienda aumentos entre 25 pb y 50 pb (Gráficos 46, 47 y 48, y Anexo 1). El promedio de todas las encuestas⁴⁵ se mantuvo en 9,25% para el cierre de 2025 (Gráfico 49).

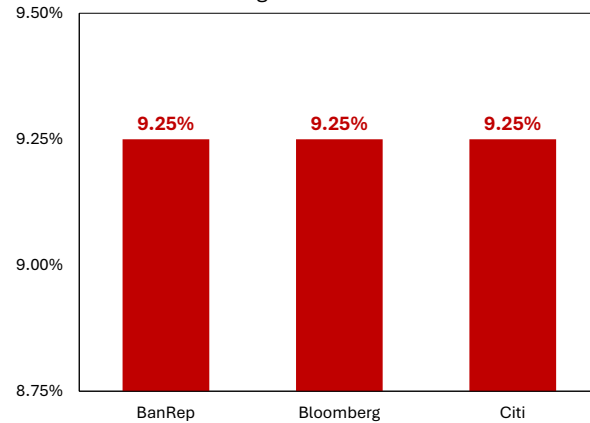
⁴⁵ Excluye a Focus Economics dado el rezago en la recolección de sus datos. Si se tiene en cuenta esta encuesta, la expectativa promedio para 2025 aumentó de 9,14% a 9,22%.

Gráfico 46. Expectativa de cambio (pb) TPM para la reunión de diciembre según las encuestas de ANIF y Citi.



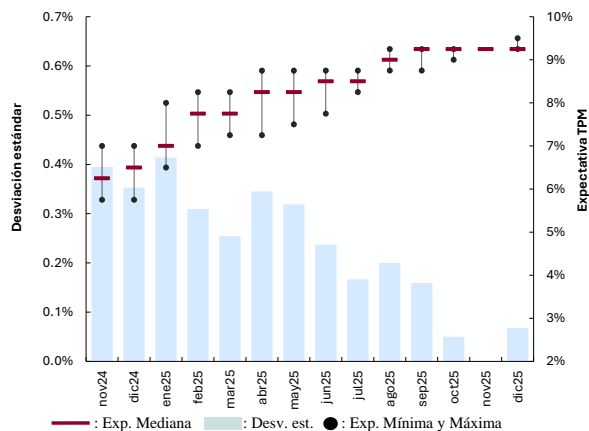
Fuente: ANIF y Citi.

Gráfico 47. Expectativas TPM próxima reunión según encuestas



Fuente: BanRep, Bloomberg y Citi. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de diciembre. La encuesta de Citi se publicó el 16 de diciembre.

Gráfico 48. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas



Fuente: Citi.

Considerando horizontes más largos, las encuestas no anticipan recortes durante el 2026. El promedio de las encuestas⁴⁶ aumentó de 8,96% a 9,25% para el cierre de 2026 (Gráfico 50).

⁴⁶ Excluye a Focus Economics dado el rezago en la recolección de sus datos. Si se tiene en cuenta esta encuesta, la expectativa promedio para 2026 aumentó de 8,67% a 8,96%.

Gráfico 49. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas

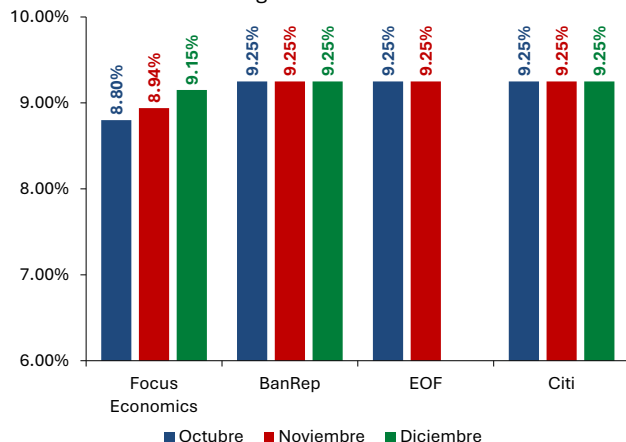
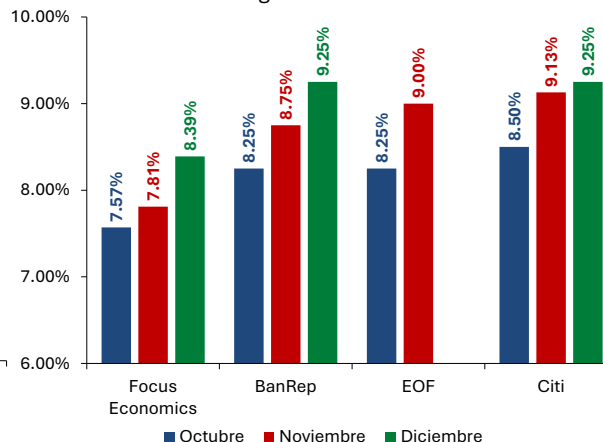


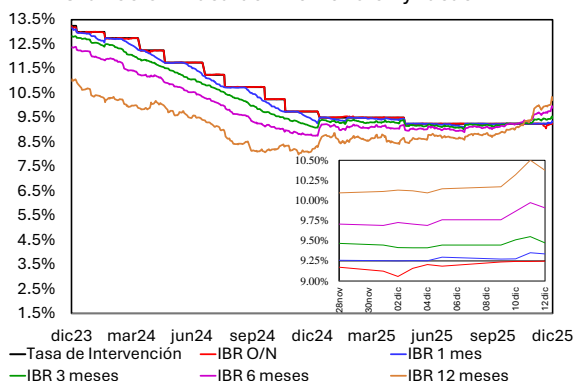
Gráfico 50. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics incluyen datos recolectados hasta el 30 de noviembre. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 11 de diciembre. Los datos de la EOF se publicaron el 20 de noviembre con datos recolectados entre el 11 y el 14 del mismo mes, no se presenta información a diciembre dado que la fecha de publicación de dicha encuesta es posterior a la elaboración de este informe. La encuesta de Citi se publicó el 16 de diciembre.

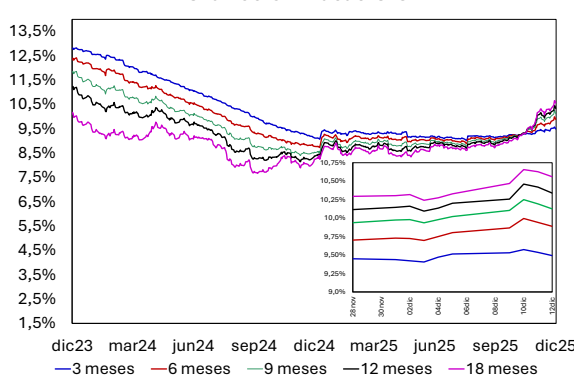
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS a plazos entre 3 y 18 meses han mostrado aumentos y descuentan aumentos de la TPM para los próximos 18 meses. Entre el 28 de noviembre y el 12 de diciembre, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, mostraron aumentos de 1 pb, 20 pb, 28 pb, 19 pb, 22 pb y 27 pb, respectivamente (Gráficos 51 y 52).

Gráfico 51. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BanRep. **Cálculos:** BanRep.

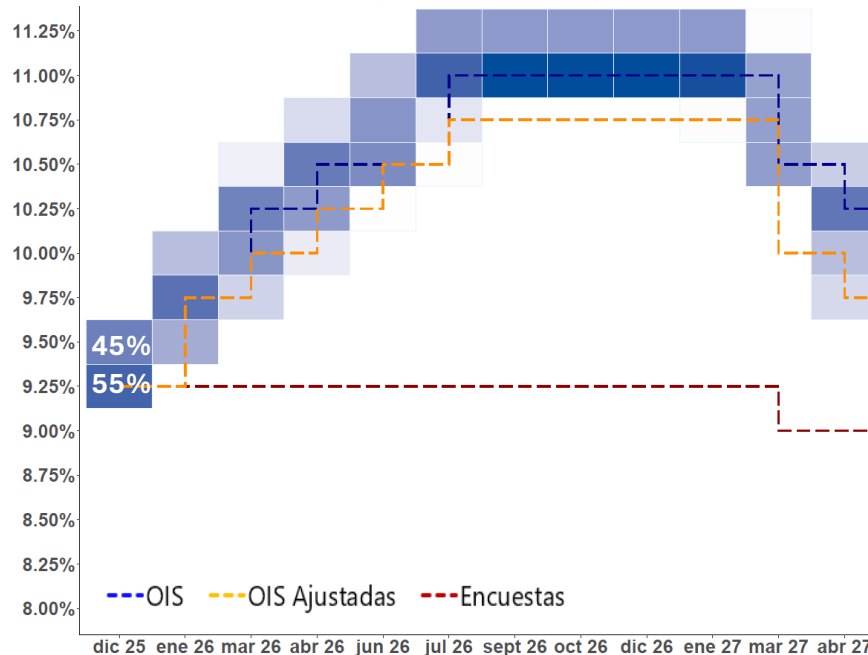
Gráfico 52. Tasas OIS



Fuente: BanRep. **Cálculos:** BanRep.

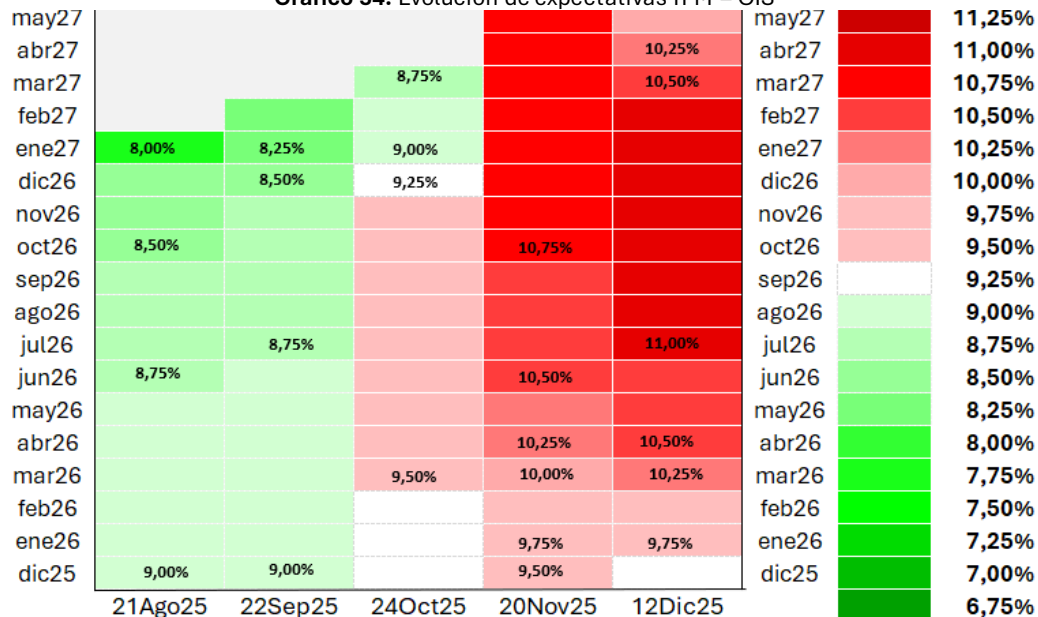
Para la reunión de diciembre, las tasas OIS reflejan un escenario dividido entre la estabilidad de la TPM y un posible aumento de 25 pb. A mediano plazo, para 2026, descuentan un incremento acumulado de 175 pb en la TPM. Este comportamiento está en línea con las expectativas de inflación que se mantienen por encima de la meta establecida por el BanRep. Con información al 12 de diciembre, el mercado descuenta que la TPM se ubicaría en 9,25% al cierre de 2025 (ant: 9,50%) y en diciembre de 2026 se ubicaría en 11,00% (ant: 10,75%; Gráficos 53 y 54). La trayectoria de TPM es coherente con expectativas de inflación por encima de la meta del BanRep, las persistentes preocupaciones fiscales y la dinámica de la demanda interna. En este escenario, diversos analistas continúan destacando la importancia de mantener una postura prudente frente a futuras decisiones sobre la tasa, subrayando los riesgos inflacionarios que traería un posible incremento del salario mínimo por encima de la inflación y la productividad como se ha observado en años anteriores.

Gráfico 53. Tasa de política monetaria implícita – OIS



Nota: Las probabilidades asociadas a la TPM más probable son las siguientes: 49,7% en enero, 43% en marzo, 34,8% en abril, 40,1% en junio, 56,1% en julio, 65% en septiembre, 65% en octubre, 65% en diciembre de 2026; y 63,5%, 33,8% y 48,2% en enero, marzo y abril de 2027, respectivamente.

Gráfico 54. Evolución de expectativas TPM – OIS



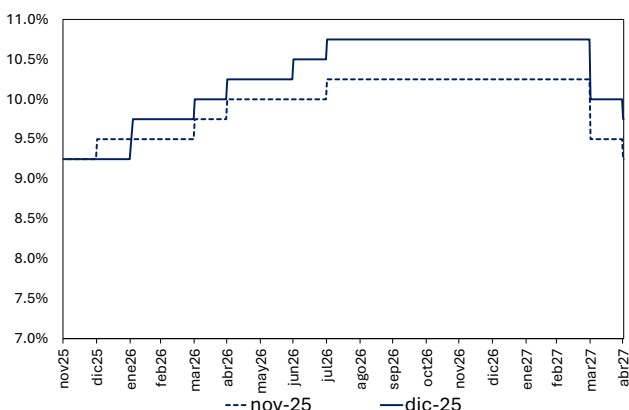
Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa. Los cálculos de la senda del 12 de diciembre incluyen las tasas OIS con plazo hasta de 2 años.

Para 2026, las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS señalan un aumento de 100 pb (Gráfico 55). Estas expectativas indican que la TPM se ubicaría en 9,25% en diciembre de 2025 (ant: 9,50%) y en 10,75% en diciembre de 2026 (ant: 10,25%). El Gráfico 55 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de noviembre y diciembre, los niveles de la TPM esperados con los datos de diciembre son superiores a lo esperado en noviembre.

Las expectativas de TPM de los países de la región presentaron cambios mixtos (Gráfico 56). En México se espera una mayor TPM para 2026 (7,25%; ant: 7,00%) como respuesta a los datos de

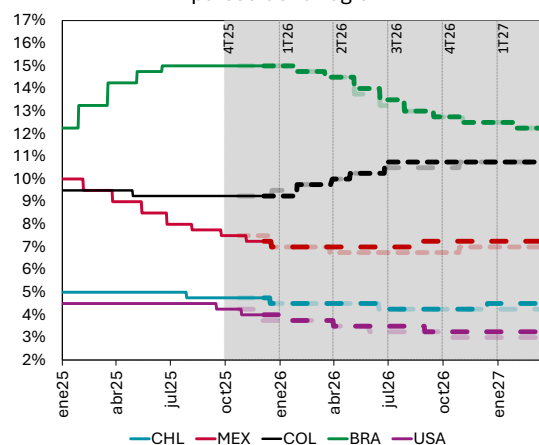
inflación por encima de lo esperado⁴⁷. En el caso de Chile se proyecta que la TPM en 2026 cierre en 4,50% (ant: 4,25%), en un contexto favorecido por datos positivos de actividad económica⁴⁸. Por su parte en Brasil se espera que la TPM cierre en 2026 en 12,50% (ant: 12,50%), este comportamiento está en línea con datos de actividad económica por debajo de lo esperado⁴⁹, que redujeron las expectativas de mantener una postura monetaria restrictiva por un periodo prolongado.

Gráfico 55. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 20 de noviembre y 12 de diciembre de 2025.

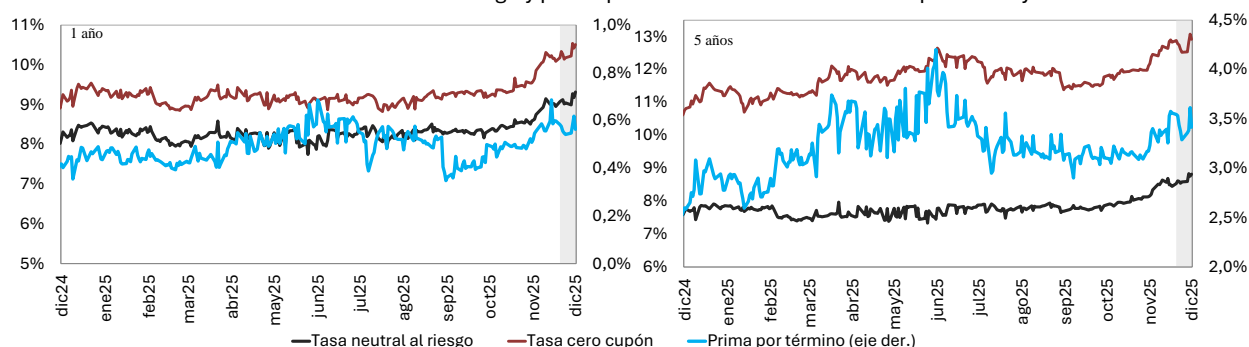
Gráfico 56. Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Citi. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 12 de diciembre, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 20 de noviembre.

En Colombia, durante el periodo las tasas neutrales al riesgo a 1 y 5 años aumentaron, en línea con las expectativas de la TPM implícitas en el mercado OIS. Las estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo, permiten evaluar en qué proporción los movimientos de las tasas nominales pueden ser explicados por estos factores (Gráfico 57). Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutrales al riesgo promedio mensual subieron 32 pb y 31 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 9,12% y 8,16%, en su orden. Por su parte, las primas a término promedio del mes aumentaron en 2 pb y 14 pb, respectivamente, ubicándose en 0,57% (ant: 0,55%) y 3,44% (ant: 3,30%, Gráfico A4.4).

Gráfico 57. Tasas neutrales al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años



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

⁴⁷ La inflación a/a se ubicó en 3,80% (esp: 3,69%; ant: 3,57%).

⁴⁸ La actividad económica a/a registró 3,2% (ant: 0,5%; esp: 3,2%) y la inflación estuvo por debajo de las expectativas en 3,4% (ant: 4,4%; esp: 3,7%).

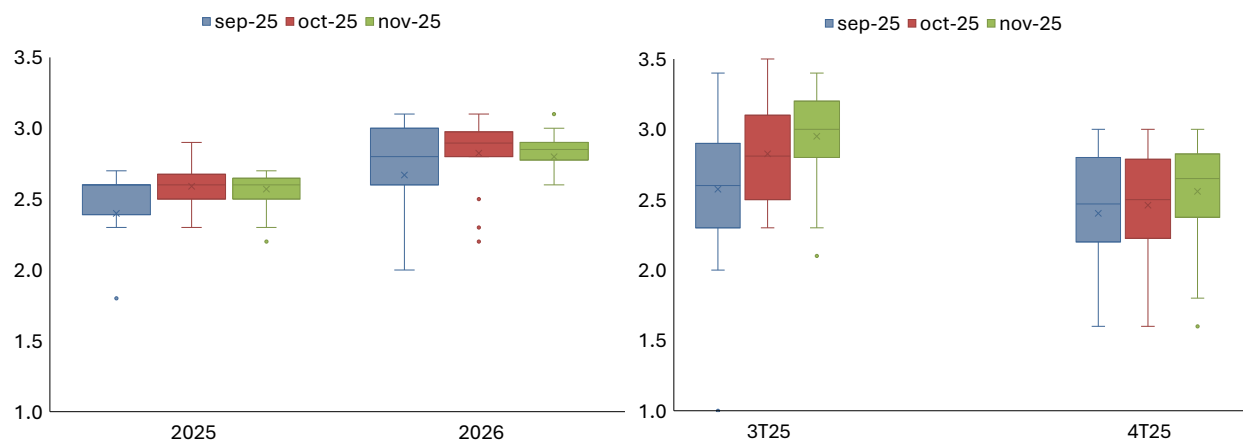
⁴⁹ La inflación a/a registró 5,17% (esp: 5,21%; ant: 5,13%), la inflación m/m se ubicó en 0,48% (esp: 0,52%; ant: -0,22%) y la actividad económica a/a de agosto creció 0,12% (esp: 0,70%; ant: 1,15%).

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento permanecieron estables para 2025 y 2026. De acuerdo con la EOF de noviembre, los analistas mantuvieron su proyección para 2025 en 2,6% y para 2026 en 2,9%. Para el 3T25, la expectativa aumentó de 2,8% a 3,0%⁵⁰, y para el 4T25, de 2,5% a 2,7% (Gráfico 58). Por su parte, los agentes encuestados por Citi aumentaron su perspectiva de crecimiento para 2025 de 2,6% a 2,7% y para 2026 de 2,8% a 2,9%.

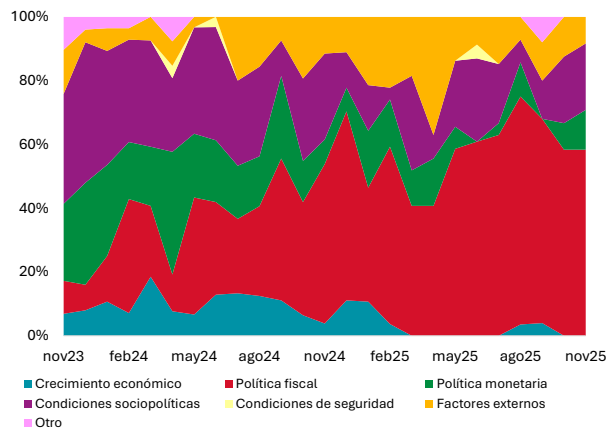
Las expectativas de crecimiento permanecieron estables para 2025 y 2026. De acuerdo con la EOF de noviembre, los analistas mantuvieron su proyección para 2025 en 2,6% y para 2026 en 2,9%. Para el 3T25, la expectativa aumentó de 2,8% a 3,0%⁵¹, y para el 4T25, de 2,5% a 2,7% (Gráfico 58). Por su parte, los agentes encuestados por Citi aumentaron su perspectiva de crecimiento para 2025 de 2,6% a 2,7% y para 2026 de 2,8% a 2,9%.

Gráfico 58. Expectativas de crecimiento (%) de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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

Gráfico 59. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

En la EOF de noviembre los factores más relevantes para la toma de decisiones de inversión, la política fiscal se mantuvo como el factor más relevante, seguida de las condiciones sociopolíticas y la política monetaria. 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 58% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 58%), el 21% las condiciones sociopolíticas (ant: 21%), el 13% la política monetaria (ant: 8%), y el 8% restante los factores externos (ant: 13%; Gráfico 59).

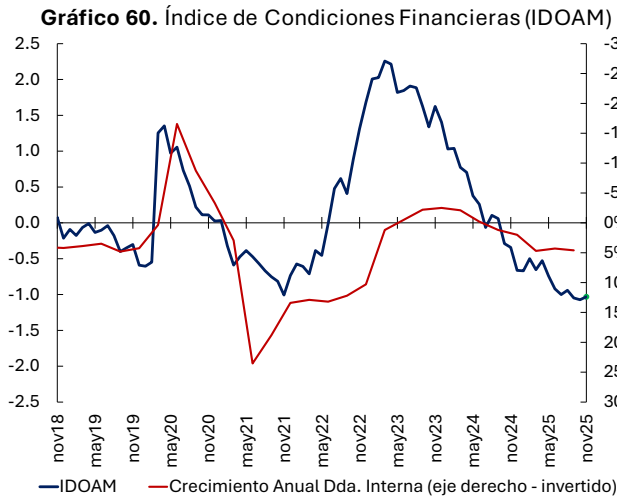
⁵⁰ Aunque el PIB del 3T25 se publicó el 18 de noviembre con un crecimiento de 3,6% a/a, la EOF se elaboró con información recolectada entre el 11 y el 14 del mismo mes. Así, aunque la expectativa pasó de 2,8% a 3,0%, la cifra oficial terminó superando las proyecciones.

⁵¹ Aunque el PIB del 3T25 se publicó el 18 de noviembre con un crecimiento de 3,6% a/a, la EOF se elaboró con información recolectada entre el 11 y el 14 del mismo mes. Así, aunque la expectativa pasó de 2,8% a 3,0%, la cifra oficial terminó superando las proyecciones.

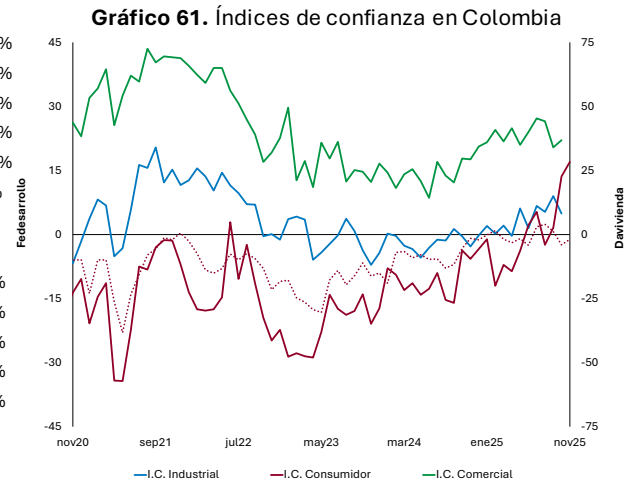
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con los datos preliminares a noviembre de 2025, el Indicador de Condiciones Financieras (IDOAM) permaneció estable. Este comportamiento continúa señalando condiciones financieras locales favorables, las cuales pueden haber contribuido al crecimiento de la demanda interna. La estabilidad del indicador se explica por la reducción en el diferencial entre las tasas de la cartera preferencial frente a las tasas de los TES, que fue compensada por un aumento en el diferencial entre las tasas de la cartera de consumo frente a las tasas de los TES (Gráfico 60).

El indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo mejoró respecto al mes anterior. El Índice de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo se ubicó en 17,0% en noviembre frente al 13,6% registrado en octubre, evidenciando una mejora tanto en el índice de condiciones económicas como en el índice de expectativas del consumidor. Por su parte, el indicador de confianza del consumidor de Davivienda se pasó de -4,0% a -1,9%, en un contexto de fortaleza del peso colombiano y el buen desempeño del mercado laboral. Por el lado empresarial⁵², el indicador de confianza industrial de Fedesarrollo disminuyó en octubre, mientras que el comercial aumentó. El indicador de confianza industrial se redujo de 9,0% a 4,9%, explicado por una caída de en las expectativas de producción para el próximo trimestre y un incremento en el nivel de existencias. A su vez el indicador de confianza comercial aumentó de 20,4% a 22,1%, explicado por un aumento en las expectativas de la situación económica para el próximo semestre, un incremento en la percepción de la situación económica actual de la empresa o negocio y una caída en el nivel de existencias (Gráfico 61).



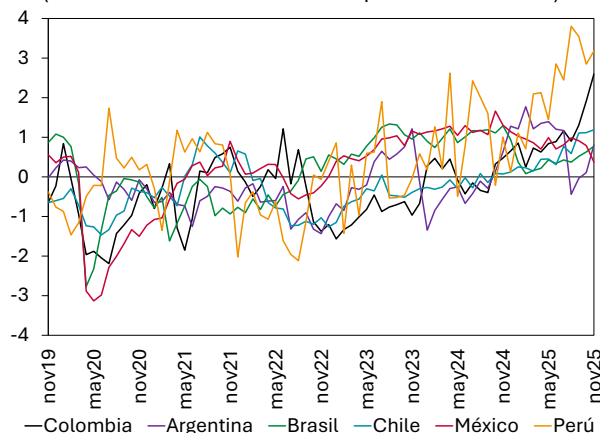
Fuentes: BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Nota:** La volatilidad se calcula con un modelo GARCH(1,1).



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

⁵² Las cifras de confianza empresarial están a octubre debido a disponibilidad de la información para el corte del documento.

Gráfico 62. Índices de confianza de Latinoamérica* (desviaciones estándar con respecto a la media**)



Fuentes: INEGI⁵³, FGV⁵⁴, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.

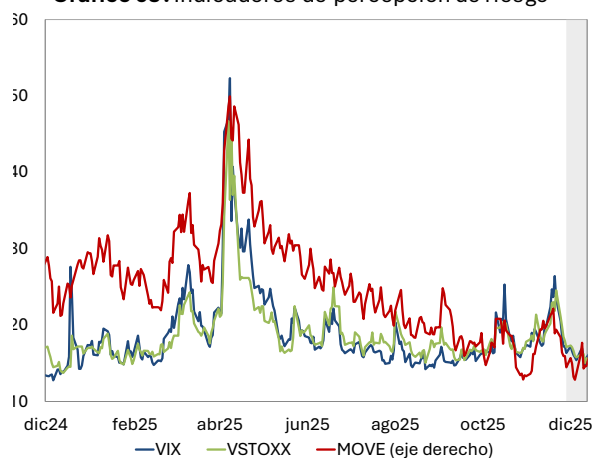
Cálculos: BanRep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.

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

En noviembre, el indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia continuó con su tendencia al alza, en línea con la mayoría de los países de la región. El Gráfico 62 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Este indicador presentó aumentos durante octubre para todos los países, con la excepción de México. Todos los indicadores se encuentran por encima de su media histórica.

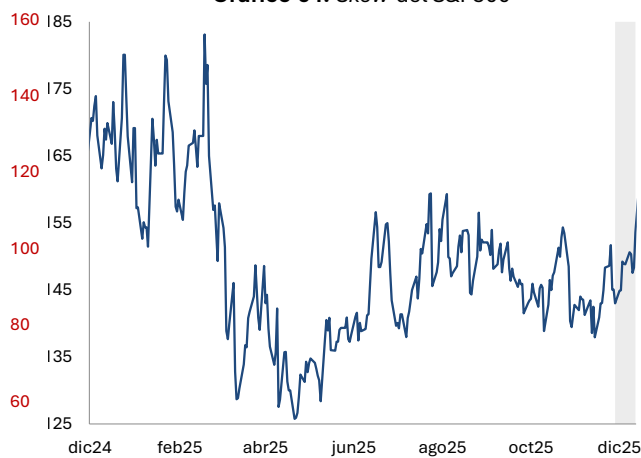
Durante diciembre (hasta el 12), los principales índices de percepción de riesgo en economías avanzadas se mantuvieron estables en un contexto de mayor apetito por riesgo. El Move⁵⁵ registró incrementos previos a la reunión de la Fed, pero corrigió y cerró con un leve aumento de 0,3 puntos. Por su parte, el Vix⁵⁶ y el Vstoxx⁵⁷ permanecieron estables y finalizaron con reducciones de 0,6 y 1,4 puntos, respectivamente. El Skew⁵⁸ fue el único indicador que aumentó durante el periodo.

Gráfico 63. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 64. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

⁵³ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

⁵⁴ Instituto Brasileiro de Economia.

⁵⁵ El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.

⁵⁶ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

⁵⁷ El Vstoxx es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

⁵⁸ El Skew es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del S&P 500, de forma tal que un incremento del Skew -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 16 de diciembre

	Empresa	Estimación	Fecha
1	Banco BTG Pactual SA	9.25%	4dic25
2	Mapfre Seguros Generales de Colombia SA	9.25%	4dic25
3	Casa de Bolsa SA Sociedad Comisionista de Bolsa	9.25%	8dic25
4	Bancolombia SA	9.25%	8dic25
5	Wells Fargo Securities LLC	9.25%	8dic25
6	Positiva Compania de Seguros	9.25%	11dic25
7	Alianza Valores Comisionista de Bolsa SA/Colombia	9.25%	11dic25
8	Fiduciaria de Occidente SA	9.25%	11dic25
9	Bloomberg Economics	9.25%	11dic25
10	Banco de Bogota SA	9.25%	11dic25
11	Corporacion Financiera Colombiana SA	9.25%	11dic25
12	Itau Colombia SA	9.25%	11dic25
13	Capital Economics Ltd	9.25%	11dic25
14	JP Morgan Securities LLC	9.25%	11dic25
15	UBS Europe SE Spain Branch	9.50%	11dic25
16	Acciones Y Valores	9.50%	11dic25
17	Natixis North America LLC	9.25%	11dic25
18	Vinland Capital Management II Gestora de Recursos Ltda	9.50%	11dic25
19	Barclays Capital Inc	9.50%	11dic25
20	Goldman Sachs & Co LLC	9.25%	11dic25
21	Banco Rabobank Int Brasil SA	9.25%	11dic25
22	Pantheon Macroeconomics Ltd	9.25%	11dic25
23	Deutsche Bank Securities Inc	9.25%	11dic25
24	BofA Securities Inc	9.25%	14dic25
25	University Jorge Tadeo Lozano	9.25%	14dic25
	Tasa	Obs.	Prob.
	9.25%	21	84%
	9.50%	4	16%
	Tasa esperada ponderada	9.29%	

Cuadro A1.2. Encuestas de expectativas de Citi y ANIF sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de diciembre de 2025

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?	PRONÓSTICO		
			Ajuste	Porcentaje	Número
Acciones y Valores	9.50%	9.25%			
Alianza	9.25%	9.25%			
Anif	9.50%	9.50%			
Asobancaria	9.25%	9.25%			
Aval Casa de Bolsa	9.25%	9.25%			
Banco Agrario	9.25%	9.25%			
Banco de Bogotá	9.25%	9.50%			
Banco de Occidente	9.25%	9.25%			
Banco Popular	9.25%	9.25%			
Banco Santander	9.25%	9.25%			
Bancoldex	9.25%				
Bancolombia	9.25%	9.25%			
BBVA	9.25%	9.25%			
BTG Pactual	9.25%	9.25%			
Citi	9.25%	9.25%			
Colfondos	9.25%	9.25%			
Corficolombiana	9.25%	9.25%			
Credicorp Capital	9.25%	9.25%			
Davibank	9.25%	9.25%			
Deutsche Bank	9.25%	9.75%			
Fedesarrollo	9.25%	9.25%			
Fiduoccidente	9.25%	9.25%			
Grupo Bolívar	9.25%	9.25%			
Itaú	9.25%	9.25%			
Lulo Bank	9.25%	9.25%			
Moody's Analytics	9.25%	9.25%			
Pontificia Universidad Javeriana	9.50%	9.50%			
Positiva	9.25%	9.25%			
Skandia	9.25%	9.25%			
Promedio	9.28%	9.29%			
Mediana	9.25%	9.25%			
Desv. Estándar	0.08%	0.12%			
Máximo	9.50%	9.75%			
Mínimo	9.25%	9.25%			

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.25%	90%	26
9.50%	10%	3
Total	100%	29

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.25%	86%	24
9.50%	11%	3
9.75%	4%	1
Total	100%	28

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	9.50%	10.00%
Alianza	9.25%	10.25%
Anif	9.50%	9.75%
Asobancaria	9.25%	9.25%
Aval Casa de Bolsa	9.25%	9.75%
Banco Agrario	9.25%	10.00%
Banco de Bogotá	9.25%	10.00%
Banco de Occidente	9.25%	8.75%
Banco Popular	9.25%	10.00%
Banco Santander	9.25%	9.25%
Bancoldex	9.25%	9.25%
Bancolombia	9.25%	10.00%
BBVA	9.25%	9.25%
BTG Pactual	9.25%	10.00%
Citi	9.25%	9.25%
Colfondos	9.25%	9.00%
Corficolombiana	9.25%	9.75%
Credicorp Capital	9.25%	9.00%
Davibank	9.25%	8.75%
Deutsche Bank	9.25%	10.75%
Fiduoccidente	9.25%	9.25%
Grupo Bolivar	9.25%	9.00%
Itaú	9.25%	9.25%
Moody's Analytics	9.25%	8.75%
Positiva	9.25%	8.50%
Skandia	9.25%	9.25%
Promedio	9.27%	9.46%
Mediana	9.25%	9.25%
Desv. Estándar	0.07%	0.56%
Máximo	9.50%	10.75%
Mínimo	9.25%	8.50%
No. Respuestas	26	26

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	5.13%	4.72%
Alianza	5.17%	4.72%
Anif	5.25%	4.32%
Asobancaria	5.28%	4.41%
Aval Casa de Bolsa	5.20%	4.90%
Banco Agrario	5.30%	5.06%
Banco de Bogotá	5.18%	4.43%
Banco de Occidente	5.20%	4.50%
Banco Popular	5.15%	4.74%
Banco Santander	5.21%	4.70%
Bancoldex	5.24%	4.90%
Bancolombia	5.26%	5.02%
BBVA	5.18%	4.51%
BTG Pactual	5.11%	5.00%
Citi	5.26%	4.20%
Colfondos	5.25%	4.60%
Corficolombiana	5.20%	4.90%
Credicorp Capital	5.10%	4.60%
Davibank	5.14%	4.23%
Deutsche Bank	5.19%	5.15%
Fiduoccidente	5.22%	4.92%
Grupo Bolivar	5.10%	4.31%
Itaú	5.20%	4.70%
Moody's Analytics	5.20%	4.40%
Positiva	5.16%	4.26%
Skandia	5.14%	4.52%
Promedio	5.19%	4.64%
Mediana	5.20%	4.65%
Desv. Estándar	0.06%	0.28%
Máximo	5.30%	5.15%
Mínimo	5.10%	4.20%
No. Respuestas	26	26

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 30 de noviembre

Empresa		2026	2027
1	4intelligence	7.25%	7.25%
2	Acciones y Valores	7.00%	4.75%
3	Actinver	7.75%	6.50%
4	AGPV	8.00%	-
5	Alianza Valores y Fiduciaria	9.25%	-
6	Allianz	8.50%	8.00%
7	ANIF	8.25%	-
8	Asobancaria	9.25%	-
9	Banco Agrario de Colombia	9.25%	8.25%
10	Banco Davivienda	9.00%	-
11	Banco de Occidente	8.75%	7.50%
12	Bancolombia	8.25%	7.00%
13	Barclays Capital	9.00%	7.50%
14	BBVA Research	9.25%	7.75%
15	BTG Pactual	9.25%	8.50%
16	CABI	8.75%	-
17	Capital Economics	8.25%	7.00%
18	Citigroup Global Mkts	8.50%	8.50%
19	Corficolombiana	9.25%	-
20	Credicorp Capital	8.25%	-
21	Ecoanalítica	6.50%	4.25%
22	EIU	7.00%	5.00%
23	Fedesarrollo	7.75%	6.75%
24	Fitch Solutions	8.50%	5.00%
25	Goldman Sachs	8.75%	7.50%
26	Itaú Unibanco	8.25%	-
27	JPMorgan	9.25%	-
28	Oxford Economics	8.50%	6.50%
29	Pantheon Macroeconomics	8.00%	7.00%
30	S&P Global Ratings	8.50%	7.25%
31	Scope Ratings	9.00%	9.00%
32	Scotiabank Colpatría	8.50%	-
33	Sectorial	7.50%	5.50%
34	Société Générale	8.00%	-
35	Standard Chartered	7.75%	7.75%
36	UBS	9.25%	7.75%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4.25%	0	0.0%	1	4.2%
4.50%	0	0.0%	0	0.0%
4.75%	0	0.0%	1	4.2%
5.00%	0	0.0%	2	8.3%
5.25%	0	0.0%	0	0.0%
5.50%	0	0.0%	1	4.2%
5.75%	0	0.0%	0	0.0%
6.00%	0	0.0%	0	0.0%
6.25%	0	0.0%	0	0.0%
6.50%	1	2.8%	2	8.3%
6.75%	0	0.0%	1	4.2%
7.00%	2	5.6%	3	12.5%
7.25%	1	2.8%	2	8.3%
7.50%	1	2.8%	3	12.5%
7.75%	3	8.3%	3	12.5%
8.00%	3	8.3%	1	4.2%
8.25%	5	13.9%	1	4.2%
8.50%	6	16.7%	2	8.3%
8.75%	3	8.3%	0	0.0%
9.00%	3	8.3%	1	4.2%
9.25%	8	22.2%	0	0.0%
Media	8.39%		6.99%	
Mediana	8.50%		7.25%	

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 30 de noviembre

	Empresa	2026	2027		
1	4intelligence	3.60%	3.60%		
2	Acciones y Valores	3.60%	3.90%		
3	Actinver	3.90%	3.40%		
4	AGPV	3.80%	-		
5	Alianza Valores y Fiduciaria	4.70%	-		
6	Allianz	3.80%	3.80%		
7	ANIF	4.10%	3.30%		
8	Asobancaria	4.10%	-		
9	Banco Agrario de Colombia	4.80%	3.90%		
10	Banco Davivienda	4.30%	-		
11	Banco de Occidente	4.50%	3.80%		
12	Bancolombia	4.10%	3.80%		
13	Barclays Capital	4.00%	3.60%		
14	BBVA Research	4.30%	3.70%		
15	BTG Pactual	4.90%	4.60%		
16	CABI	4.00%	-		
17	Capital Economics	4.10%	4.00%		
18	Corficolombiana	5.00%	-		
19	Credicorp Capital	4.10%	-		
20	E2 Economía	3.80%	3.70%		
21	Ecoanalítica	3.10%	3.20%		
22	Econosignal Deloitte	4.20%	3.50%		
23	EIU	3.40%	3.00%		
24	Fedesarrollo	4.20%	3.50%		
25	Fitch Solutions	4.90%	3.70%		
26	Goldman Sachs	4.40%	3.50%		
27	Itaú Unibanco	4.20%	-		
28	MAPFRE Economics	4.00%	3.20%		
29	Ministry of Finance Colombia	3.20%	3.00%		
30	Moody's Analytics	4.20%	3.80%		
31	Oxford Economics	4.20%	3.40%		
32	Pezco Economics	4.30%	3.30%		
33	Positiva Compañía de Seguro	4.30%	-		
34	S&P Global Ratings	4.10%	3.00%		
35	Scotiabank Colpatria	4.30%	-		
36	Sectorial	3.20%	3.80%		
37	UBS	4.30%	3.70%		
Tasa		Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3.00% - 3.25%		3	8.1%	5	18.5%
3.25% - 3.50%		1	2.7%	4	14.8%
3.50% - 3.75%		2	5.4%	9	33.3%
3.75% - 4.00%		4	10.8%	7	25.9%
4.00% - 4.25%		14	37.8%	1	3.7%
4.25% - 4.50%		7	18.9%	0	0.0%
4.50% - 4.75%		2	5.4%	1	3.7%
4.75% - 5.00%		3	8.1%	0	0.0%
5.00% - 5.25%		1	2.7%	0	0.0%
Media		4.11%		3.58%	
Mediana		4.10%		3.60%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 5 de diciembre, el DANE reportó que el dato de inflación anual de noviembre se ubicó en 5,30%, por debajo de las expectativas del mercado (5,46%) y de la lectura anterior (5,51%). Analistas coincidieron en que, a pesar de la disminución de la inflación, aún persisten presiones de indexación y demanda que impedirían una convergencia rápida a la meta, por lo que la TPM se mantendría en 9,25% al cierre 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 1 pb, 1 pb y 15 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 12 pb, 15 pb y 13 pb para dichos vencimientos.

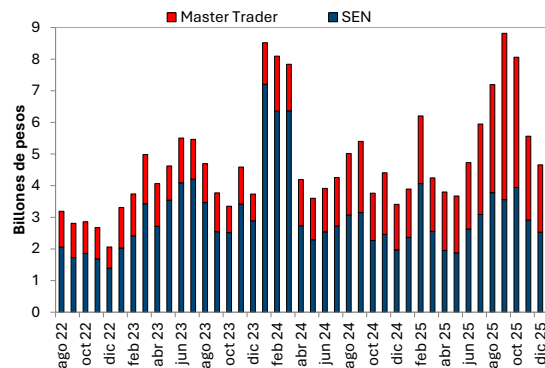
El 5 de diciembre se conoció que la caja del Tesoro Nacional cayó a su nivel más bajo en lo que va del siglo, alcanzando un mínimo histórico de COP 1,4 billones. Algunos analistas señalaron que el movimiento se debió a las presiones de gasto que enfrenta la Nación en medio de un recaudo que se mantiene débil, y que solo la mayor emisión de deuda podría mejorar la caja. 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 1 pb, 1 pb y 1 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 12 pb, 15 pb y 13 pb para dichos vencimientos.

El 9 de diciembre, el Congreso de la República rechazó la Reforma Tributaria del Gobierno, que buscaba recaudar COP 16,3 b para financiar el Presupuesto General de la Nación (PGN) 2026. Analistas consideraron que, tras la no aprobación, el camino a seguir apunta hacia un recorte del gasto público. 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 32 pb, 30 pb y 27 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 21 pb, 12 pb y 8 pb para dichos vencimientos.

El 10 de diciembre se conoció que la deuda externa total del país alcanzó un nuevo máximo histórico en septiembre de 2025, registrando un saldo de USD 211,58 mm, lo que representa un incremento cercano a USD 5 mm frente a agosto. Analistas señalaron que esta dinámica está asociada al deterioro de la posición fiscal, en un contexto en el que el Gobierno ha venido acumulando déficits superiores al promedio histórico y un nivel de endeudamiento en ascenso. 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 4 pb, 24 pb y 18 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 5 pb, 0 pb y -1 pb para dichos vencimientos.

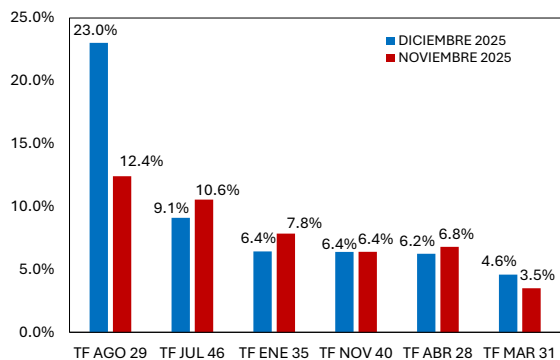
En lo corrido de diciembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,6 billones, inferior al mes anterior (\$5,5 billones), y superior al registrado en diciembre de 2024 (\$3,4 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en agosto de 2029, cuya participación pasó de 12,4% a 23,0%, seguidos por los que vencen en julio de 2046, cuya participación pasó de 10,6% a 9,1% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



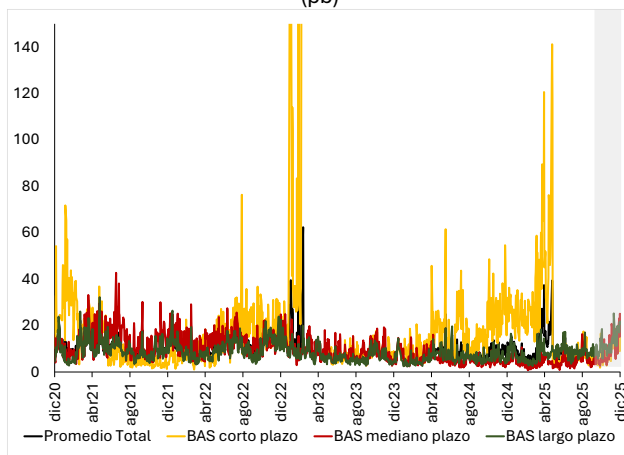
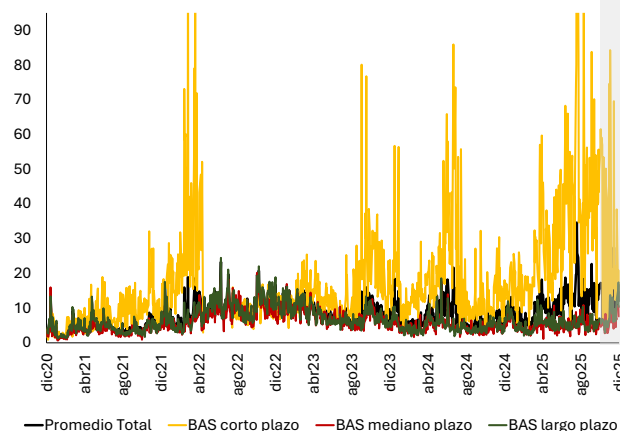
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 12 de diciembre de 2025.

Gráfico A2.3. TES más transados



Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 12 de diciembre de 2025.

Gráfico A2.3. Bid-Ask spread por plazo de los TES en pesos* **Gráfico A2.4.** Bid-Ask spread por plazo de los TES en UVR* (pb)



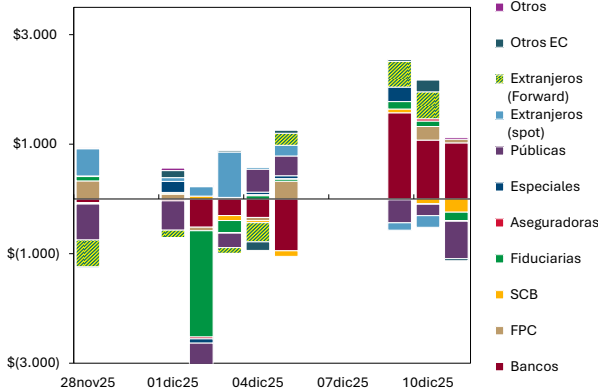
Fuente y Cálculos: BanRep. * El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

Con información al 12 de diciembre de 2025, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 19,2 pb (ant: 33,0 pb), 8,4 pb (ant: 6,5 pb) y 11,4 pb (ant: 8,1 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 12,2 pb (ant: 10,1 pb), 16,7 pb (ant: 11,7 pb) y 19,1 pb (ant: 13,1 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

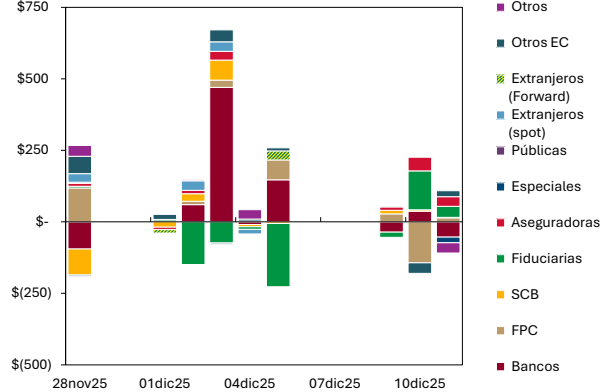
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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



Fuente: BanRep.

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



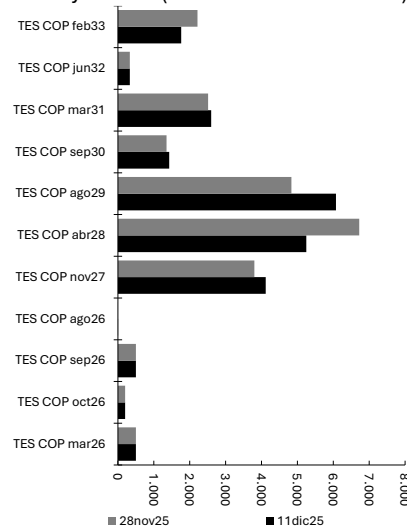
Fuente: BanRep.

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

	Corrido del 2025	Corrido del 2025	Tramo Corto TCO	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio-corto (2-5 años)	Tramo Medio (5-10 años)	Tramo Medio-largo (10-15 años)	Tramo Largo (>15 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto TCO	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio-corto (2-5 años)	Tramo Medio (5-10 años)	Tramo Medio-largo (10-15 años)	Tramo Largo (>15 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	18.140	7.187	(301)	10	2.738	(377)	(259)	(253)	1.557	-	561	(79)	19	(11)	129	619
Compañía de Financiamiento Comercial	3.908	4	10	-	(13)	-	-	-	(3)	-	-	-	(0)	-	-	(0)
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	1.837	(10)	(0)	155	187	(39)	70	(84)	289	-	27	16	12	(5)	10	60
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	23.885	7.181	(291)	165	2.912	(416)	(188)	(337)	1.844	-	587	(63)	31	(16)	140	679
Fondos de Pensiones y Cesantías	122	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	17.492	(884)	(197)	-	102	10	185	513	612	-	(104)	(62)	10	4	160	8
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	17.614	(884)	(197)	-	102	10	185	513	612	-	(104)	(62)	10	4	160	8
Sociedades Comisionistas de Bolsa	599	312	139	4	87	(21)	13	(118)	104	-	60	18	(2)	8	2	86
Propia	1.508	401	(47)	(152)	(310)	(19)	(3)	3	(528)	-	6	(11)	2	-	(0)	(3)
Terceros	18	(423)	103	135	132	-	-	-	370	-	37	(40)	-	-	20	17
Extranjeros	-	81	131	-	-	-	-	-	131	-	(33)	(0)	-	-	-	(33)
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	2.107	713	92	(148)	(224)	(40)	11	(115)	(424)	-	66	8	(0)	8	2	83
Sociedades Fiduciarias	88	11	2	(10)	-	(0)	-	-	(8)	-	14	-	-	-	-	14
Propia	36.990	12.283	(1.841)	(754)	475	911	221	(24)	(1.013)	-	(550)	117	13	1	165	(255)
Terceros	34.466	2.290	(128)	(777)	297	896	259	401	948	-	(1)	41	26	(16)	-	50
Extranjeros***	(30)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros (TES verdes)****	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	3.219	966	(1.672)	29	100	1	-	-	(1.543)	-	(603)	58	(40)	-	-	(585)
Pasivos Pensionales	(423)	159	(40)	(1)	15	28	20	(13)	9	-	(13)	(1)	(1)	-	-	(15)
Total Sociedades Fiduciarias	37.078	12.293	(1.839)	(764)	475	911	221	(24)	(1.021)	-	(537)	117	13	1	165	(241)
Compañías de Seguros y Capitalización	491	2.432	(31)	(8)	19	33	-	(5)	8	-	38	12	19	-	60	128
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	491	2.432	(31)	(8)	19	33	-	(5)	8	-	38	12	19	-	60	128
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	57.290	14.554	(1.973)	(920)	372	913	416	369	(824)	-	(538)	75	41	13	387	(22)
Total Entidades Financieras Especiales**	3.163	18	79	(11)	49	40	65	245	466	-	(12)	(12)	-	4	-	(20)
Total Entidades Públicas****	33.457	705	(2.151)	(185)	194	110	105	116	(1.810)	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****	1.384	1.184	17	4	1	80	(3)	2	100	-	(38)	-	33	-	10	5
Extranjeros	(87)	(1.060)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	119.179	23.643	(4.320)	(948)	3.528	726	395	394	(225)	-	-	-	105	-	538	641

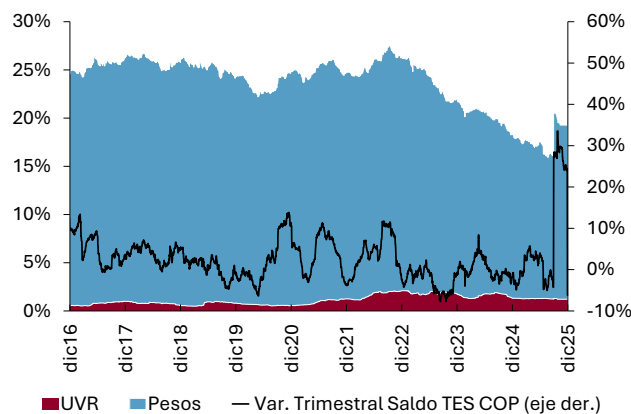
Fuente: BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 11 de diciembre de 2025. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compra venta contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

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



Fuente: BanRep.

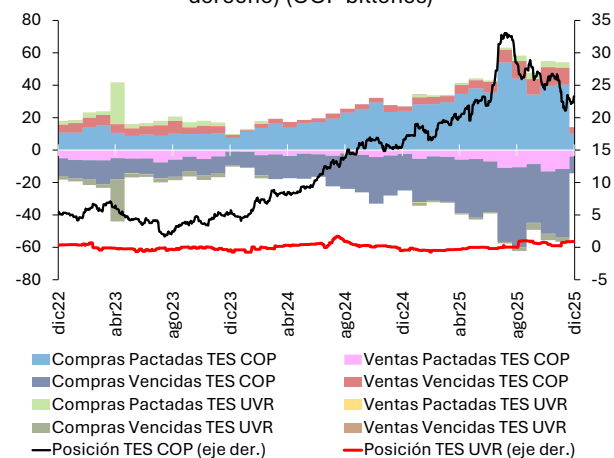
Gráfico A3.4. Saldo de TES de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado como proporción del saldo total



Fuente: BanRep

** Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por lasnet, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son operaciones de tesorería.

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

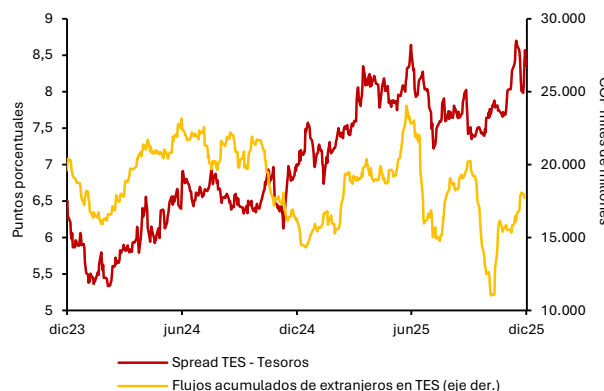


*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora lasnet, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

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.

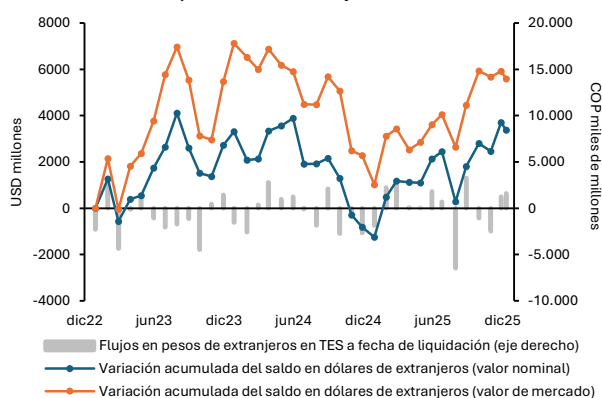
Gráfico A3.6. Margen entre la deuda local a 10 años y los Tesoros vs flujos netos acumulados de extranjeros en TES



Fuente: BanRep.

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

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



Fuente: BanRep.

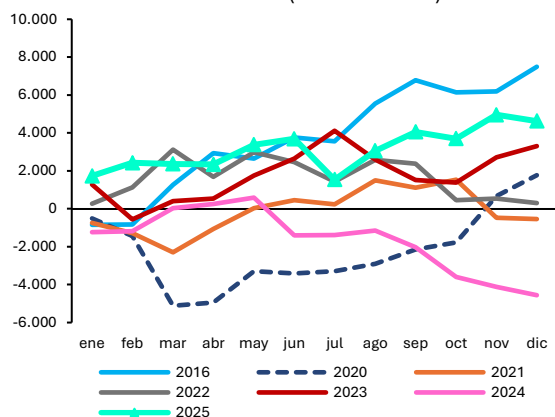
Nota: i) * Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).

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

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

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

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



Fuente: BanRep.

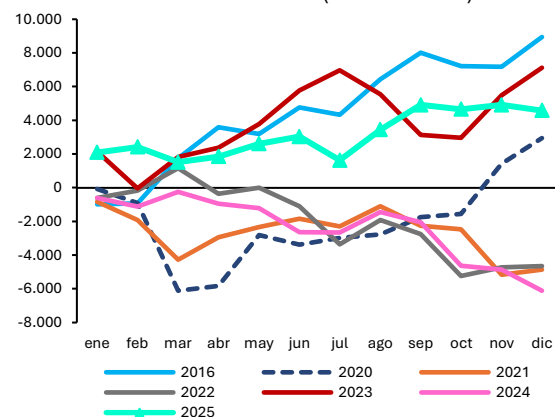
Nota: i) * Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).

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

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

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

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



Fuente: BanRep.

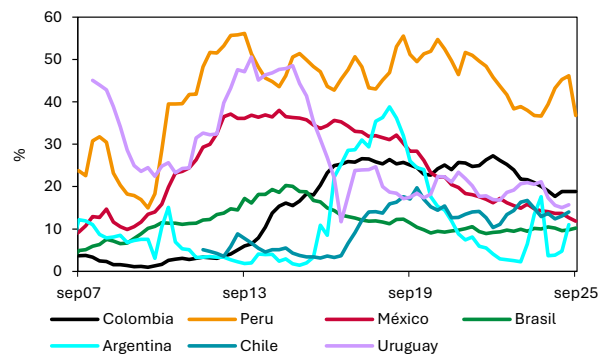
Nota: i) * Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).

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

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

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

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

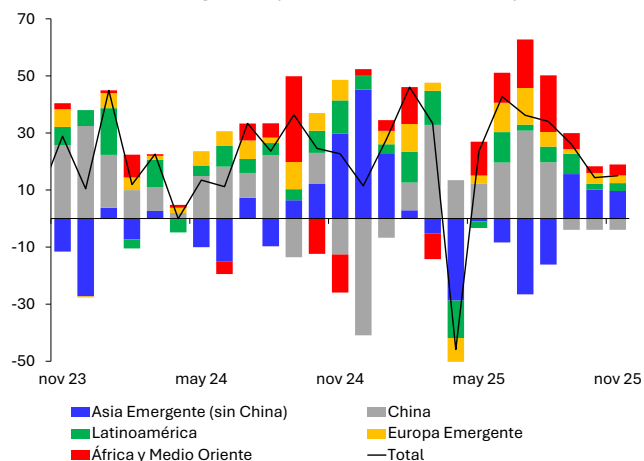


Fuente: IIF y FMI. **Nota:** Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. La información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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

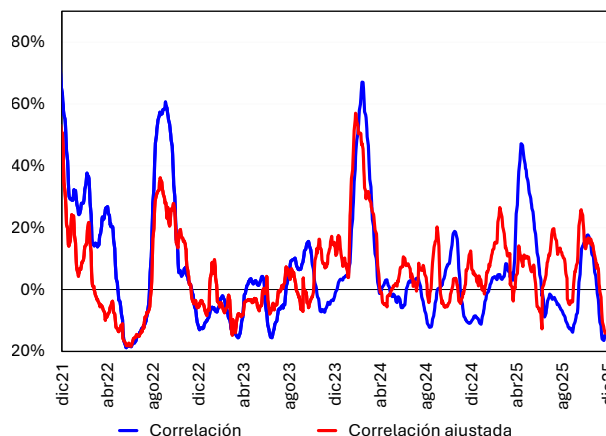
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

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



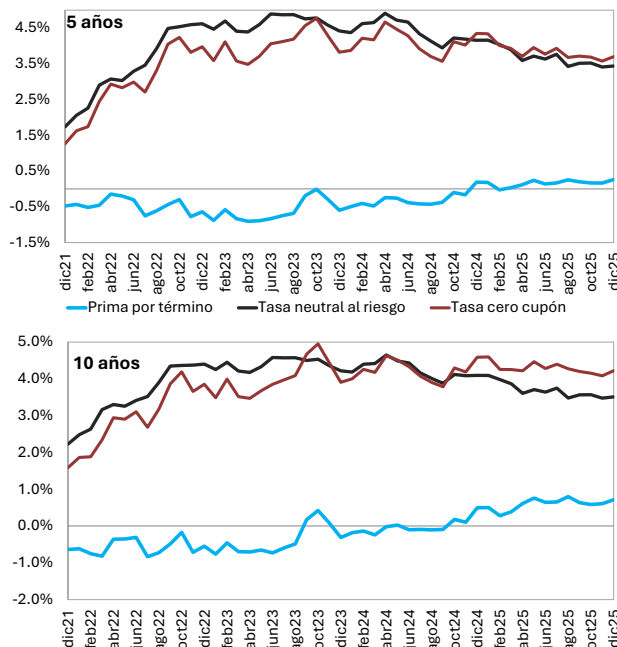
Fuente: IIF.

Gráfico A4.2. Correlación pendientes región



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

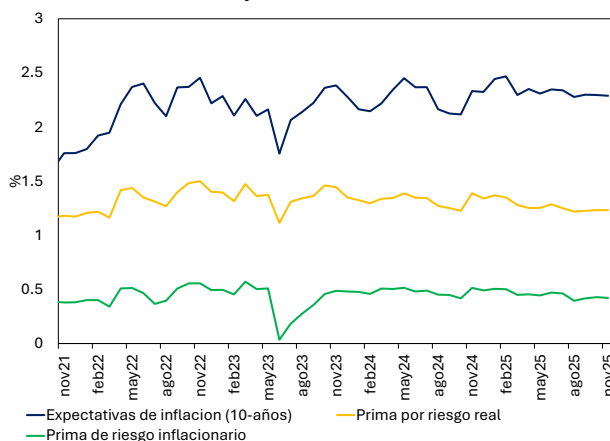
Gráfico A4.3. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.2 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) disminuyó y se ubicó en -13,7%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también cayó y se ubicó en -14,3%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciada principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 12 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 0,26% y 0,71%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo subieron 3 pb, y se ubicaron en 3,44% y 3,51% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). Por otra parte, en noviembre, la prima por riesgo inflacionario en EE. UU. se ubicó en 0,42% (ant: 0,43%), la prima por riesgo real en 1,23% (ant: 1,23%), y la expectativa de inflación de largo plazo en 2,29% (ant: 2,30%).

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



Fuente: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

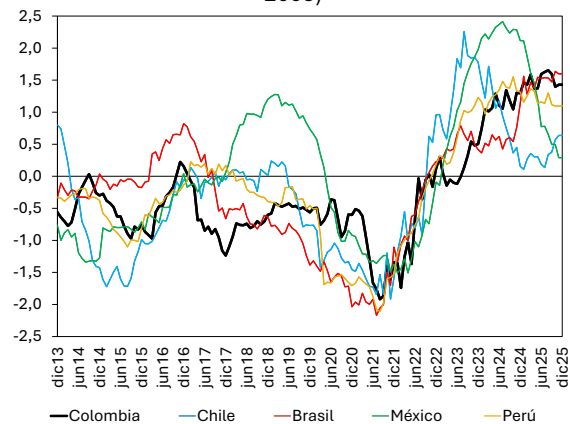
Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
Países desarrollados				
8dic25	Banco de la Reserva de Australia	0	0	3,60%
10dic25	Banco de Canadá	0	0	2,25%
10dic25	Reserva Federal	-25	-25	3,5% - 3,75%*
11dic25	Banco Nacional Suizo	0	0	0,00%
Países emergentes/frontera				
3dic25	Banco de Namibia	0	-	6,50%
3dic25	Banco Nacional de Polonia	-25	-25	4,00%
4dic25	Banco de Botsuana	0	-	3,50%
4dic25	Banco de la Reserva de la India	-25	-25	5,25%
9dic25	Banco Central de Kenia	-25	-25	9,00%
10dic25	Banco Central de Brasil	0	0	15,00%
11dic25	Banco Central de Filipinas	-25	-25	4,50%
11dic25	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
11dic25	Banco Central de la República de Turquía	-150	-100	38,00%
11dic25	Banco Central de la Rep. de Uzbekistán	0	-	14,00%
11dic25	Banco Nacional de Ucrania	0	0	15,50%
11dic25	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	4,25%

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

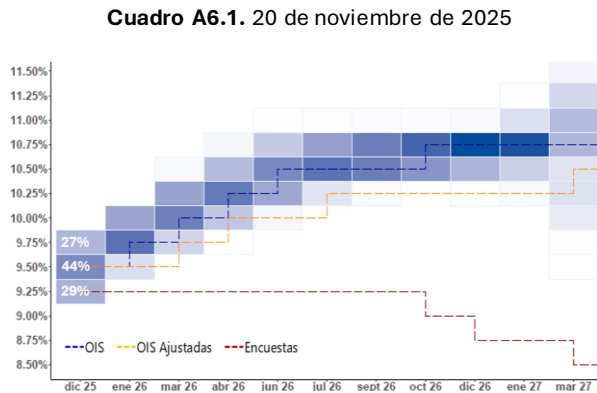
Fuente: Bloomberg

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

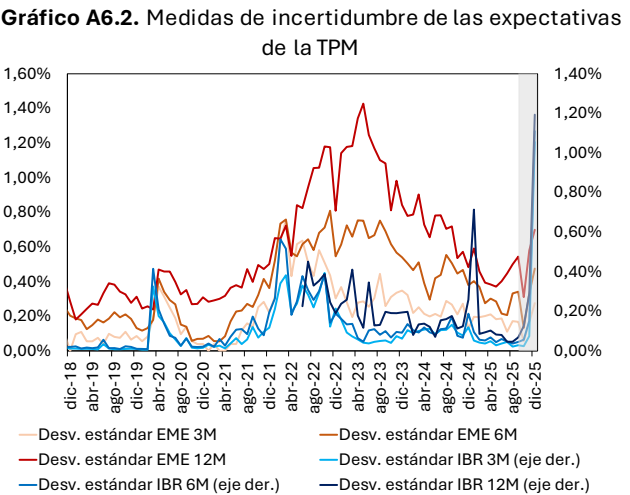


Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.

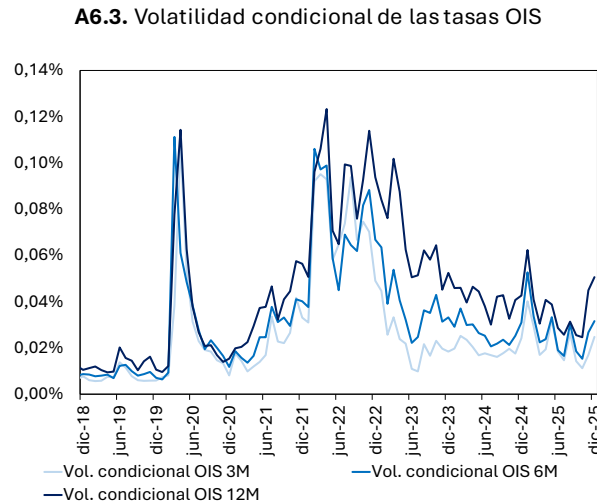
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación



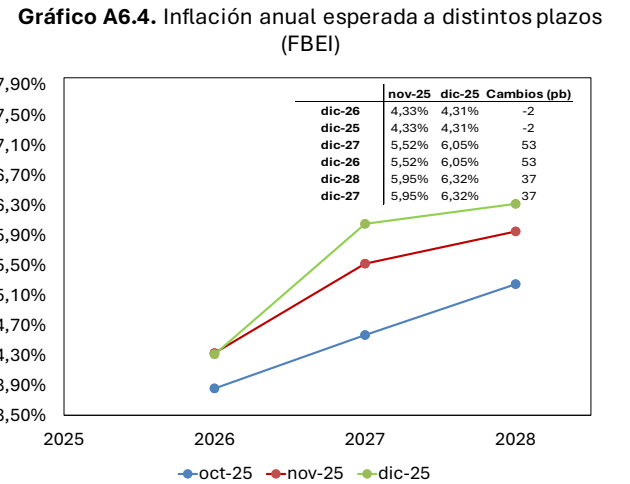
Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.



Fuente y Cálculos: BanRep.



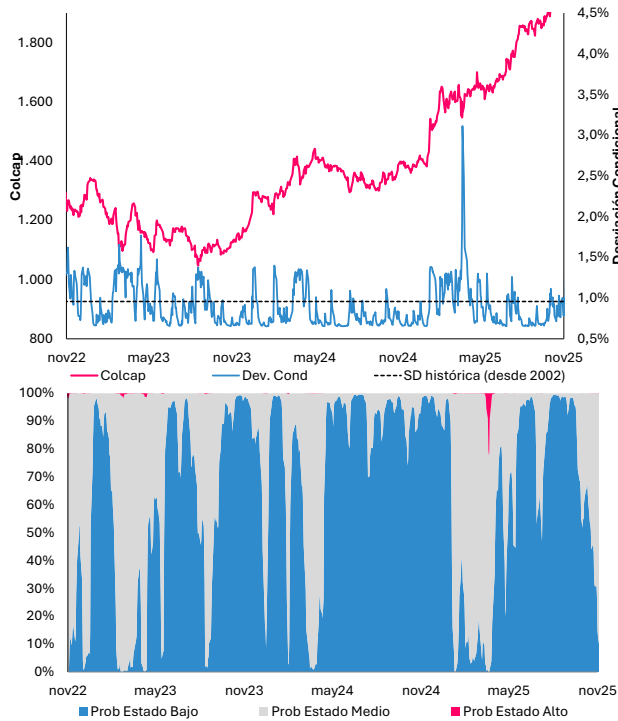
Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** BanRep.



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.

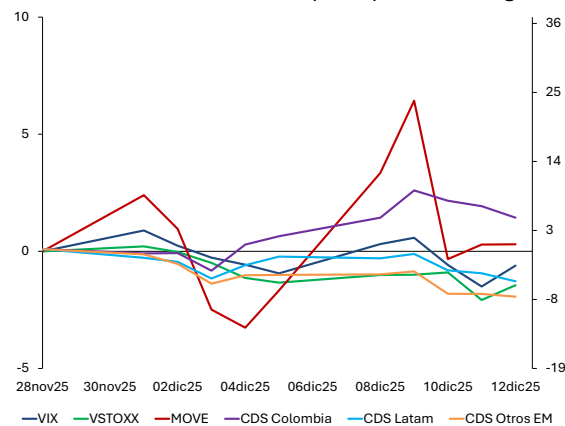
Tabla A7.2. Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	nov-25	oct-25	nov-25	oct-25
Aumentará	42.3%	25.0%	8.0%	13.0%
Sin cambios	42.3%	41.7%	40.0%	43.5%
Disminuirá	15.4%	33.3%	20.0%	13.0%
No aplica			32.0%	30.4%

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

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

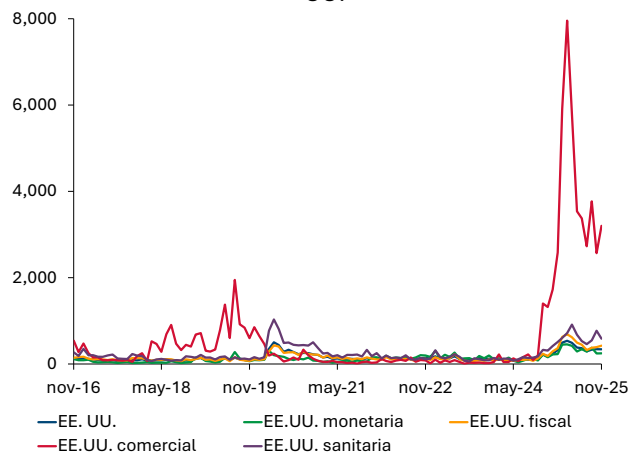
Nota: Los indicadores Vix, Vstoxxy Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

Tabla A8.1. Indicadores de incertidumbre en política económica

Países AEMV: indicadores de inestabilidad en política económica											
	EE. UU.					Europa					
	EE. UU.	Pol. monetaria	Pol. fiscal	Pol. sanitaria	Pol. comercial	Europa	Alemania	Italia	Reino Unido	Francia	España
oct-25	342	245	391	771	2569	449	979	125	313	518	175
nov-25	341	246	425	586	3202	403	758	142	416	462	134
Var.	-1	1	33	-185	633	-47	-222	16	103	-55	-41

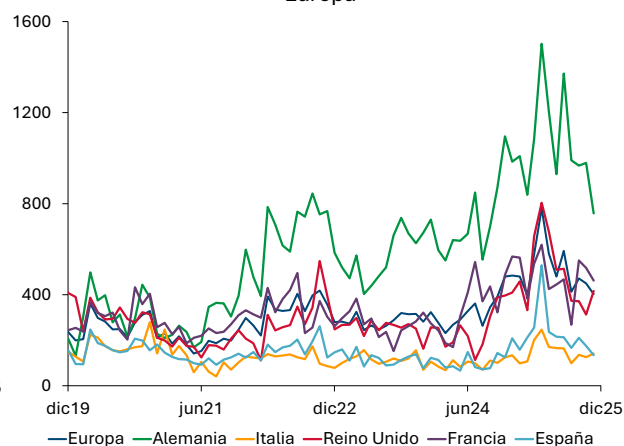
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

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 2025			Esperada a Diciembre 2025		Vigente	Esperada a Diciembre 2025		Ultimos datos publicados		Esperada a Diciembre 2025	
	Esp.	Obs.	Spread	Nov. 25	Dic. 25		Nov. 25	Dic. 25	Esp.	Obs.	Nov. 25	Dic. 25
Colombia	5.46%	5.30%	2.30%	5.38%	5.20%	9.25%	9.25%	9.25%	3.20%	3.60%	2.70%	2.80%
Chile	3.50%	3.40%	0.40%	4.30%	4.30%	4.75%	4.50%	4.50%	1.80%	1.60%	2.40%	2.40%
México	3.70%	3.80%	0.80%	3.80%	3.80%	7.25%	7.10%	7.01%	-0.20%	-0.12%	0.50%	0.50%
Perú	1.43%	1.37%	-0.63%	1.90%	1.80%	4.25%	4.15%	4.16%	3.40%	3.40%	3.00%	3.10%
Brasil	4.47%	4.46%	1.46%	4.45%	4.36%	15.00%	15.00%	15.00%	1.70%	1.82%	2.16%	2.25%
Ecuador	n.d.	1.05%	-0.95%	1.90%	2.00%	n.d.	n.d	n.d.	n.d.	4.30%	2.90%	3.00%
Argentina	31.20%	31.40%	n.d.	29.50%	29.70%	29.00%	35.91%	31.70%	6.50%	6.30%	4.20%	4.20%
EE. UU.	3.10%	3.00%	1.00%	2.80%	2.80%	3.5% - 3.75%	3.82%	3.80%	3.30%	3.80%	1.93%	1.95%
India	0.70%	0.71%	-3.29%	3.60%	3.50%	5.25%	5.33%	5.28%	7.35%	8.23%	6.70%	6.90%
Sudáfrica	3.60%	3.60%	-0.90%	3.30%	3.30%	6.75%	6.83%	6.83%	1.80%	2.10%	1.20%	1.30%
China	0.70%	0.70%	-2.30%	0.50%	0.40%	1.40%	1.33%	1.34%	4.70%	4.80%	4.80%	4.90%
Rusia	6.76%	6.64%	2.64%	8.80%	8.80%	16.50%	15.88%	15.88%	0.60%	0.60%	0.85%	0.80%
Turquía	31.60%	31.07%	26.07%	35.00%	35.00%	38.00%	37.63%	37.63%	4.15%	3.66%	3.41%	3.60%
Noruega	2.70%	3.00%	1.00%	3.00%	3.00%	4.00%	4.00%	4.00%	0.20%	0.10%	1.90%	1.80%
Costa Rica	n.d.	-0.38%	-3.38%	0.30%	0.20%	3.50%	3.50%	3.48%	n.d.	5.20%	3.60%	3.70%
El Salvador	n.d.	1.14%	-2.16%	1.20%	1.10%	n.d.	n.d	n.d	n.d.	3.90%	2.50%	2.60%
Guatemala	n.d.	1.73%	-2.27%	2.60%	2.30%	3.75%	3.81%	3.75%	n.d.	3.90%	3.70%	3.80%
Honduras	n.d.	5.10%	0.10%	4.50%	4.50%	5.75%	5.69%	5.75%	n.d.	Revisar	3.60%	3.60%
Panamá	n.d.	0.02%	-1.98%	0.90%	0.80%	n.d.	8.14%	8.14%	n.d.	3.40%	4.00%	4.00%
Paraguay	n.d.	4.10%	0.10%	4.00%	4.00%	6.00%	6.00%	6.00%	n.d.	9.00%	4.50%	4.50%

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

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 15 de diciembre.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 9 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 3T25, excepto, Ecuador, EE. UU., Argentina, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay, cuya información corresponde al 2T25.

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

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

**** El dato de inflación observada de EE. UU. corresponde al mes de septiembre y para Sudáfrica al mes de octubre.