



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, 31 de enero de 2024

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALS

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana	10
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona	16
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región 17	
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	18
2.1.	Expectativas de TPM.....	18
2.2.	Expectativas de crecimiento económico	22
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	23
4.	RECUADROS/ANEXOS	26
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.....	26
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	32
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local.....	34
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región	36
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos.....	39
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS.....	40
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	41
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	41
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países.....	42

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

- Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), la mayoría de las medidas de expectativas de inflación aumentaron (Cuadro 1).
- Las expectativas de Tasa de Política monetaria (TPM) provenientes de encuestas señalan con mayor probabilidad un recorte de 25 puntos básicos (pb), mientras que las del mercado se encuentran divididas entre un recorte de esta magnitud o que se queden quietas. Ambas fuentes de información descuentan menores recortes de la TPM para 2025.
- La curva de TES en pesos se aplanó ante desvalorizaciones de los títulos de corto plazo y valorizaciones para plazos más largos, mientras que la curva de TES en UVR se empinó ante mayores valorizaciones de los títulos de corto plazo frente a los de los demás plazos.
- Los inversionistas extranjeros tomaron una posición compradora, corrigiendo parcialmente sus ventas de 2024, mientras que los fondos de pensiones continuaron ubicándose como los principales demandantes de TES en pesos, seguidos por las sociedades fiduciarias.

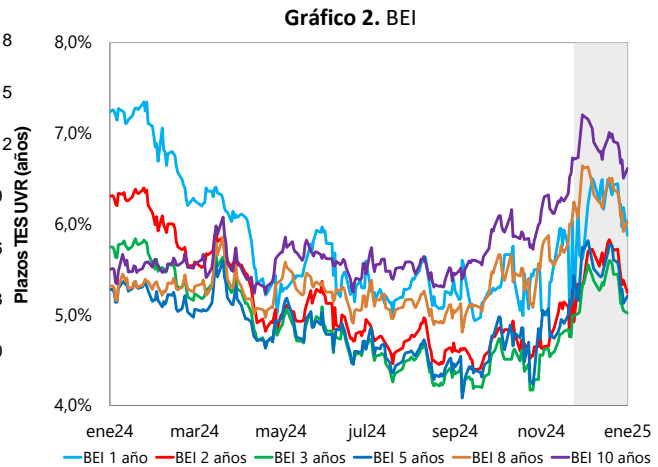
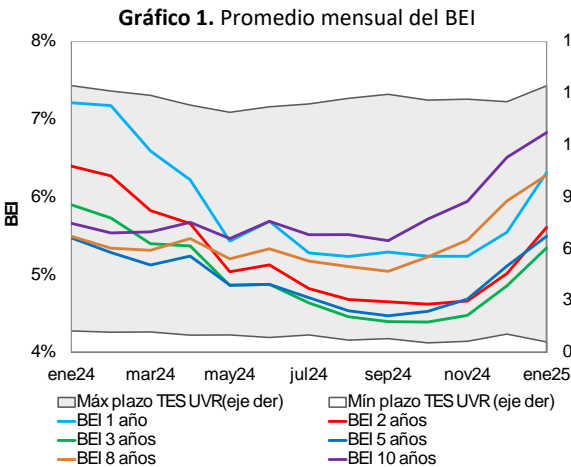
Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado										Expectativas de encuestas													
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBFI		FBFI ajustado		Swap BEI		Total (otras encuestas)			Total (BanRep)				SAR (BanRep)				
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-26	2 años	dic-26	2 años	1 año	2 años	dic-25	1 año	dic-26	dic-25	1 año	dic-26	2 años	dic-25	1 año	dic-26	2 años	
dic-24	5,55%	5,01%	5,32%	4,97%	4,05%	4,11%	4,49%	4,46%	4,18%	4,17%	4,99%	3,88%	3,88%	3,90%	3,45%	3,90%	3,90%	3,49%	3,49%	3,90%	3,79%	3,79%	3,21%	3,21%
ene-25	6,31%	5,61%	5,74%	5,26%	4,58%	4,47%	4,98%	4,92%	4,38%	4,36%	5,08%	3,81%	4,09%	3,90%	3,58%	4,04%	3,95%	3,60%	3,49%	3,90%	3,70%	3,30%	3,25%	
Variación (pb)	77	59	42	29	54	35	48	46	20	18	9	-7	21	0	13	14	5	11	0	11	-9	9	4	

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

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

La inflación implícita en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation, BEI*), calculada con tasas promedio, aumentó para todos los plazos. Con información hasta el 27 de enero, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR aumentó en promedio 77 puntos básicos (pb), 38 pb y 32 pb para los plazos de uno, cinco y diez años, respectivamente. Así, el 27 de enero, el BEI se situó en 6,31% a un año, 5,49% a cinco años y 6,83% a diez años (Gráfico 1). Asimismo, al comparar las tasas del 27 de enero con las tasas observadas el 20 de diciembre, también se observan aumentos en el corto plazo, pero reducciones para los demás plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

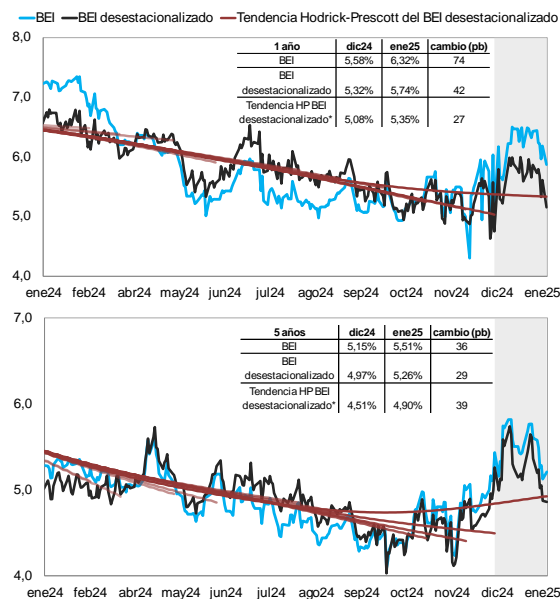
Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)											
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
20dic24	8,96%	9,48%	9,95%	10,71%	11,55%	11,96%	3,88%	4,56%	4,96%	5,28%	5,31%	5,25%
27ene25	9,31%	9,54%	9,82%	10,43%	11,31%	11,82%	3,43%	4,30%	4,81%	5,23%	5,28%	5,21%
	Variaciones (pb)											
	35	6	-13	-28	-24	-14	-45	-26	-15	-5	-3	-4
Var. BEI	80	32	3	-23	-21	-10						
BEI	5,87%	5,24%	5,02%	5,21%	6,04%	6,61%						

	Promedios mensuales											
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
dic24	9,10%	9,40%	9,72%	10,37%	11,24%	11,72%	3,55%	4,39%	4,87%	5,26%	5,29%	5,21%
ene25*	9,31%	9,68%	10,04%	10,74%	11,62%	12,10%	2,99%	4,07%	4,70%	5,24%	5,34%	5,27%
	Variaciones (pb)											
	21	27	32	36	38	37	-56	-32	-17	-2	5	6
Var. BEI	77	59	49	38	33	32						
BEI	6,31%	5,61%	5,34%	5,49%	6,28%	6,83%						

*Información disponible al 27 de enero de 2025.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

*El dato de la tendencia del 20 de diciembre se estimó con datos hasta esa fecha. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

ant: 5,08%) y cinco años (obs: 4,90%; ant: 4,51%).

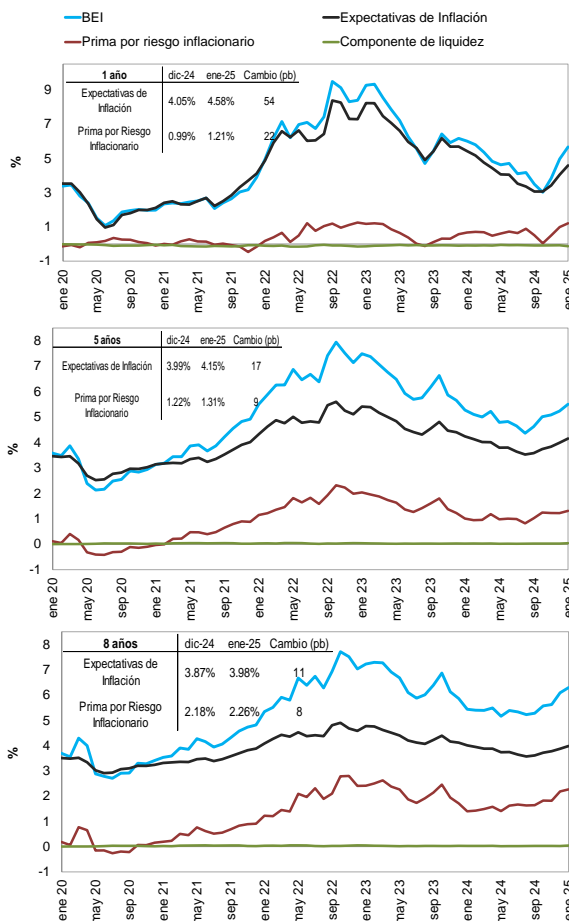
El componente de expectativas de inflación del BEI aumentó para todos los plazos, en línea con el aumento del salario mínimo¹ y el dato de inflación de diciembre (obs: 5,20%; esp: 5,16%), ambos por encima de lo esperado. Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también incertidumbre sobre estas expectativas y fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI² para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en

¹ Agentes del mercado estimaban que el salario mínimo subiría en línea con el dato de inflación y el crecimiento de la productividad. Algunas estimaciones otorgadas por el Ministerio del Trabajo sugerían un aumento de la productividad total de los factores (PTF) de 1,73%, productividad laboral por hora trabajada de 3,43%, productividad laboral por persona empleada de 1,76% y productividad media de 3,14%, estos valores sugerían que el aumento del salario mínimo se hubiese encontrado en el rango de 6,93% a 8,63%, por debajo del aumento decretado de 9,5%.

² Según Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano", las expectativas de inflación netas de primas se calculan como el diferencial de las tasas nominales y reales libres de riesgo extraídas de los mercados de deuda pública local a diferentes plazos. En este sentido, la denominada "prima por riesgo inflacionario" surge de restar la prima por término de la curva de TES

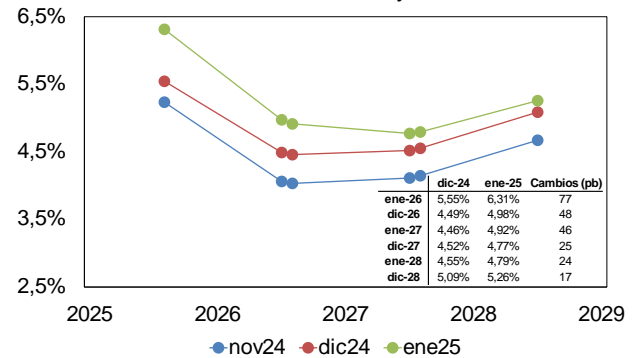
expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los TES UVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 4,58% (ant: 4,05%), 4,15% (ant: 3,99%) y 3,98% (ant: 3,87%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

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



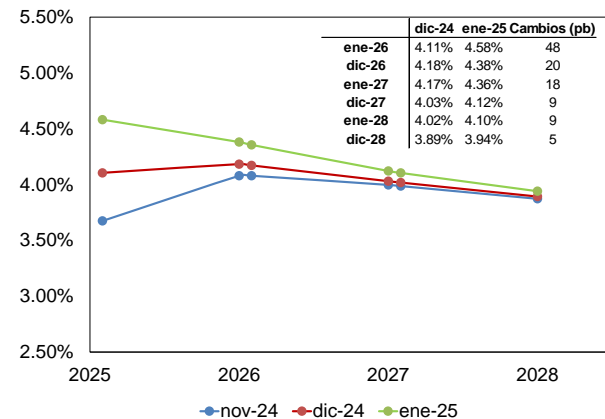
Fuentes: Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 5,66% (ant: 4,96%), 5,50% (ant: 5,23%) y 6,28% (ant: 6,08%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

Gráfico 5A. FBEL sin ajuste



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

Gráfico 5B. FBEL neto de primas



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

De acuerdo con los FBEL sin ajuste y los ajustados por primas, las expectativas de inflación subieron para los próximos años. Para calcular las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como para el final de cada uno de los próximos tres años³, y considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para los meses de enero y diciembre de 2026, 2027 y 2028 mediante la curva *Forward Break-Even Inflation* (FBEL), las cuales se ubican en 6,31%, 4,98%, 4,92%, 4,77%, 4,79% y 5,26%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 4,58%, 4,38%, 4,36%, 4,12%, 4,10% y 3,94% para los mismos

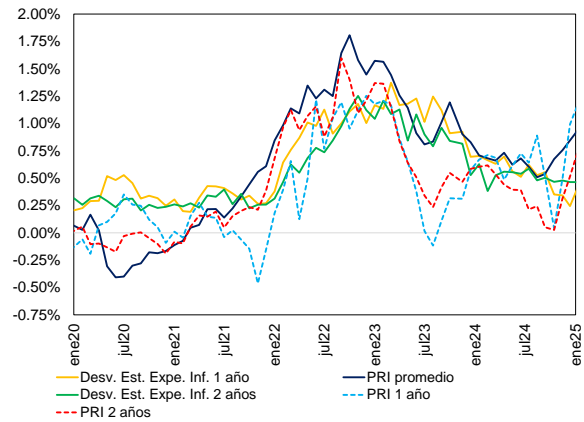
en UVR a la prima a término de la curva de TES en pesos. Los diferenciales en estas primas a término pueden estar reflejando incertidumbre sobre la inflación a futuro, sin embargo, también pueden estar influenciados por fricciones particulares de cada mercado, como las preferencias de algunos agentes en invertir en cierto tipo de títulos. Finalmente, el componente de liquidez se calcula como el diferencial entre la prima por liquidez extraída de los TES en pesos y de los TES en UVR. Así, el BEI total calculado con esta metodología se puede descomponer entre las expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez; el BEI total puede diferir del BEI presentado en el Gráfico 1 para cada plazo dado que se estiman con modelos diferentes.

³ No se estima la expectativa de inflación para fin del presente año dado que el BEI para plazos inferiores a un año puede presentar distorsiones por liquidez.

plazos. Estas últimas expectativas se encuentran por debajo del FBEI sin ajuste, toda vez que las primas por riesgo inflacionario son positivas.

Las primas por riesgo inflacionario (PRI) a diferentes plazos y la desviación estándar de las expectativas de inflación a un año subieron durante el periodo. Por su parte, la desviación estándar de las expectativas de inflación a dos años se mantuvo estable. Estas medidas siguen ubicándose por encima de su promedio histórico. Las PRI aumentaron 22 pb, 28 pb, 9 pb y +8 pb para los plazos de 1, 2, 5 y 8 años, y se ubicaron en 1,21%, 0,79%, 1,31% y 2,26%, en su orden. Por su parte la dispersión de las expectativas de inflación a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep se ubicó en 0,45% y 0,46%, respectivamente (ant: 0,24% y 0,46%, Gráfico 6). El alto nivel de estos indicadores puede estar asociado con algunos factores destacados por analistas del mercado, como el aumento del salario mínimo, el dato de inflación de diciembre que se ubicó por encima de lo esperado, la continua incertidumbre en el frente fiscal, la persistencia de la inflación básica (en particular el componente de servicios), la depreciación del tipo de cambio desde mediados de 2024, la fluctuación de los precios internacionales de las materias primas, y los ajustes al precio del ACPM⁴. Adicionalmente, el aumento de las PRI pudo estar influenciado por la estacionalidad en el mercado de TES en UVR y el aumento de la prima a término y de riesgo inflacionario en EE. UU. (Gráfico A4.5)⁵. Por otro lado, el desarrollo de las relaciones bilaterales con EE. UU. en distintos frentes también podría incidir sobre las PRI.

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



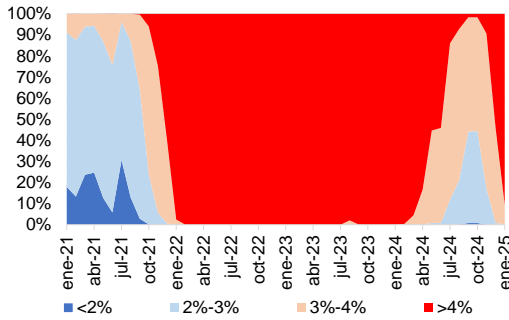
Fuente: BanRep.

En línea con un deterioro de las expectativas de inflación, la probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación se ubique entre los rangos de 2%-3% y 3%-4% disminuyó según las expectativas del mercado y encuestas para los plazos de uno y dos años. Empleando la distribución del BEI ajustado por primas y ajustando una distribución a las respuestas de la EME, se estima que la probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año se encuentre por encima de 4% es de 90,6% (ant: 54,1%) y de 40,5% (ant: 20,5%), respectivamente (Gráfico 7.1 y 7.2). Para el plazo de dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren por encima de 4% es de 96,5% (ant: 82,5%) y del 8,8% (ant: 5,6%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4).

⁴ El precio del ACPM subió \$400 desde el 1 de diciembre.

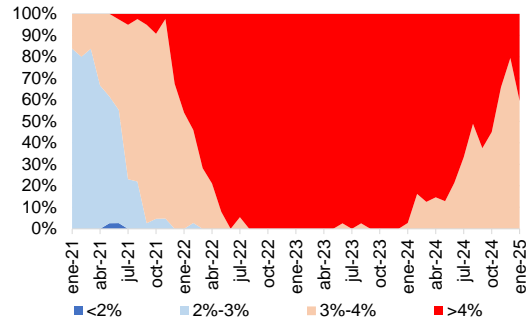
⁵ Christensen, J & Ruiz, C. (2024) muestran que las primas por riesgo inflacionario en Colombia están influenciadas por factores internacionales.

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



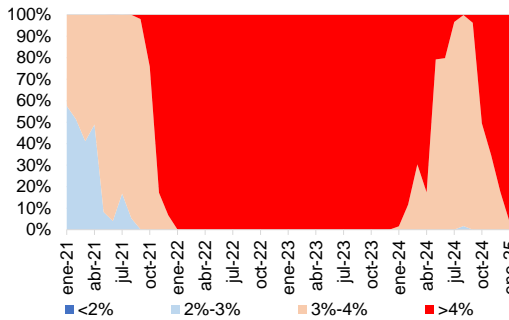
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
dic-24	0.00%	0.91%	45.03%	54.07%
ene-25	0.00%	0.02%	9.40%	90.58%

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



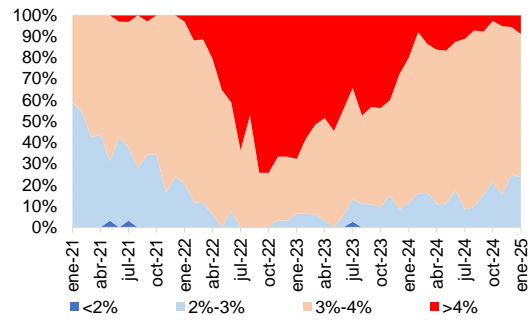
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
dic-24	0.00%	0.00%	79.49%	20.51%
ene-25	0.00%	0.00%	59.46%	40.54%

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



Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
dic-24	0.00%	0.00%	17.54%	82.46%
ene-25	0.00%	0.00%	3.54%	96.46%

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



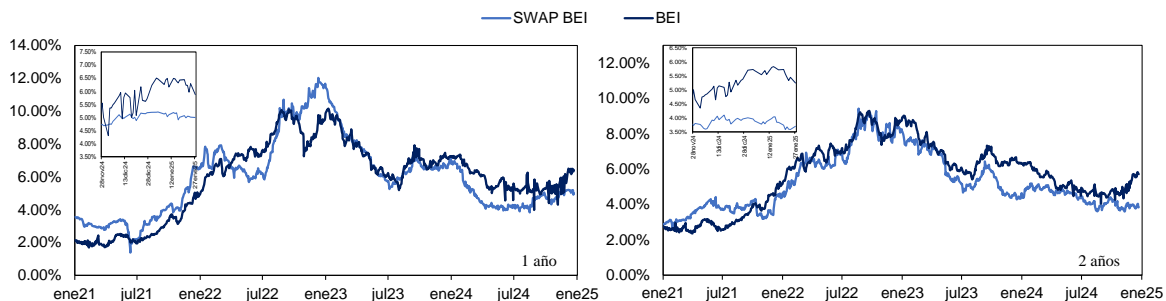
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
dic-24	0.00%	25.00%	69.44%	5.56%
ene-25	0.00%	23.53%	67.65%	8.82%

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

La expectativa de inflación a un año de los contratos de derivados subió, en línea con las expectativas del mercado de deuda, mientras que a dos años esta expectativa descendió. En el Gráfico 8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps UVR* (*swap BEI*)⁶, en comparación con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, con información hasta el 27 de enero, los *swaps* BEI promedio mensual a 1 y 2 años variaron +9 pb y -7 pb, y se ubicaron en 5,08% y 3,81% (ant: 4,99% y 3,88%), respectivamente. La medida *forward* del primer año al segundo cayó (obs: 2,55%, ant: 2,77%).

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.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁷ (ICEI) presentó un repunte para todos los plazos (Gráficos 9 al 12).

Gráfico 9. ICEI de corto plazo

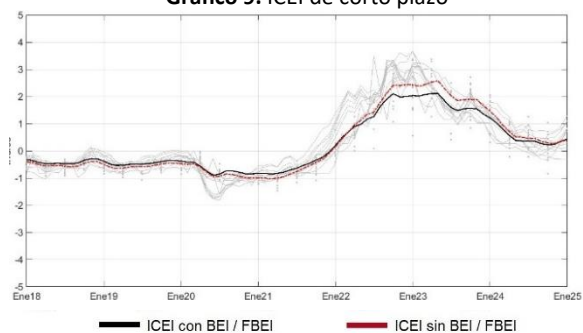


Gráfico 10. ICEI de mediano plazo

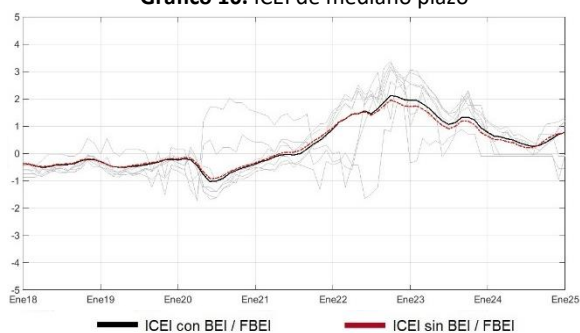


Gráfico 11. ICEI de largo plazo

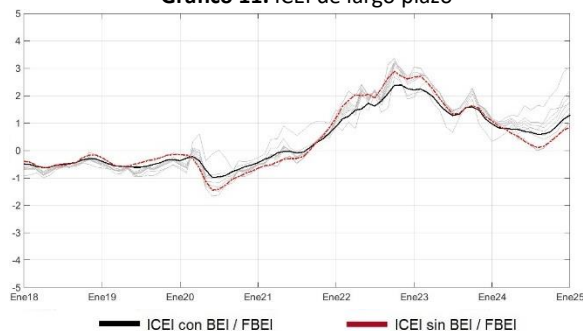
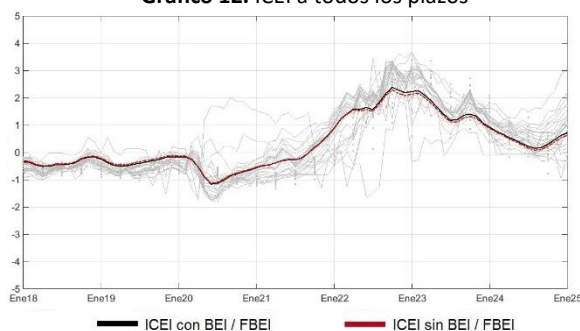


Gráfico 12. ICEI a todos los plazos



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

Las expectativas de inflación total y básica provenientes de encuestas aumentaron en su mayoría. El promedio⁸ de las encuestas de expectativas de inflación total aumentó para finales de 2025 (obs: 4,07%; ant: 3,88%), y 2026 (obs: 3,59%; ant: 3,47%), mientras que a 12 y 24 meses se mantuvo relativamente estable en 3,93% y 3,49%, respectivamente. Asimismo, la última EME del BanRep mostró aumentos de la mayoría de las expectativas sobre la inflación básica (sin alimentos, y sin alimentos ni regulados -SAR-) de corto plazo (Gráficos 13 al 16).

⁷ 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.

⁸ Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2025 aumentó de 3,86% a 4,03%, mientras que para 2026 lo hizo de 3,38% a 3,52%.

Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025 según encuestas

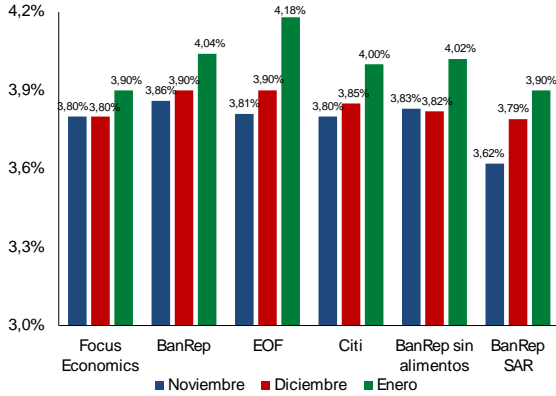


Gráfico 14. Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas

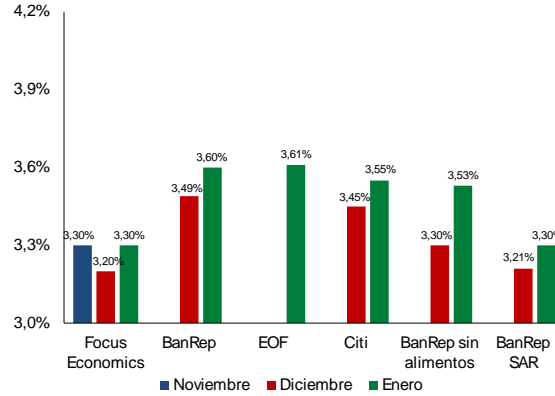


Gráfico 15. Inflación esperada a 12 meses según encuestas

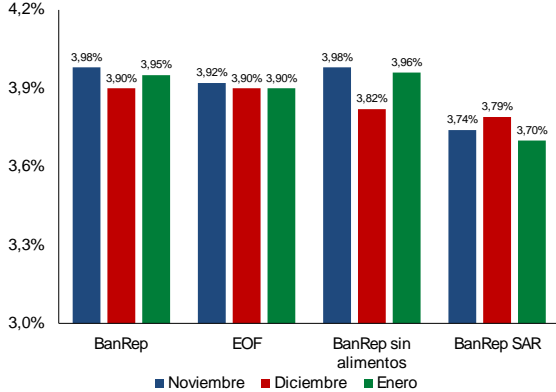
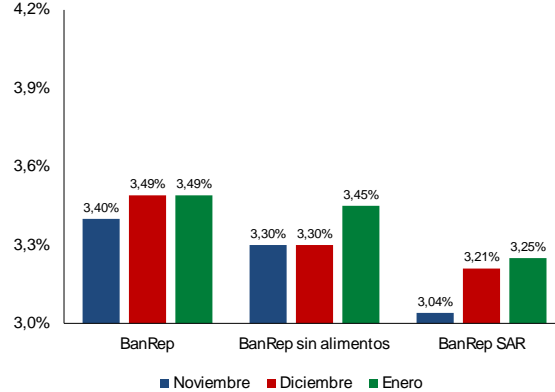
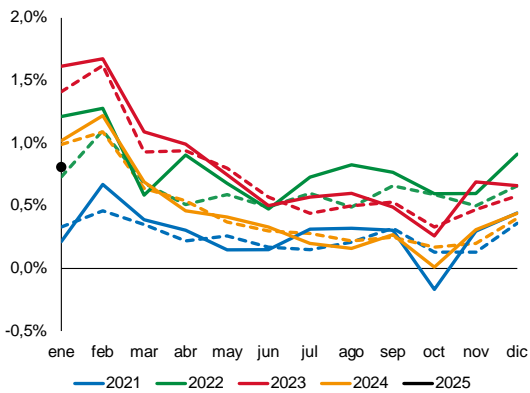


Gráfico 16. Inflación esperada a 24 meses según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 21 de enero, con encuestas recolectadas hasta el 20 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 10 y el 14 de enero. La EOF se publicó el 22 de enero con datos recolectados entre el 13 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 27 de enero.

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



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

En diciembre, la inflación mensual sin alimentos se ubicó por encima de lo esperado por el mercado. Para enero, la expectativa se ubica por debajo de lo registrado en el mismo mes de los últimos tres años. La inflación sin alimentos se ubicó en 0,44% m/m en diciembre, por encima de lo esperado por los analistas encuestados por Citi (0,40%). Para enero, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,81% m/m, por debajo de los niveles de 1,21%, 1,61% y 1,02% registrados en enero de 2022, 2023 y 2024, respectivamente (Gráfico 17).

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

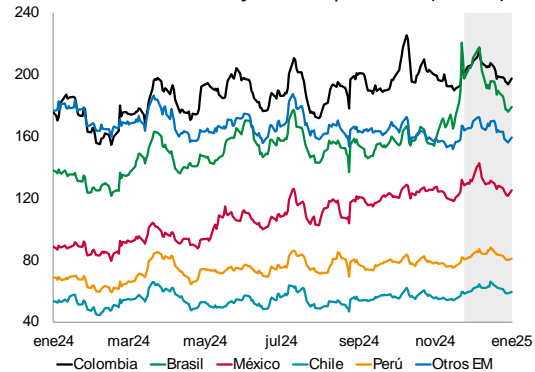
línea con el aumento del salario mínimo y el dato de inflación de diciembre, ambos por encima de lo esperado. Estos aumentos también pudieron estar asociados con otros factores destacados por analistas del mercado, como la continua incertidumbre en el frente fiscal, la persistencia de la inflación básica (en particular el componente de servicios), la depreciación del tipo de cambio desde mediados de 2024, la fluctuación de los precios internacionales de las materias primas, y los ajustes al precio del ACPM y los peajes.

De esta manera, la brecha entre las expectativas de inflación provenientes del mercado de deuda pública y de las encuestas aumentó. Todas estas medidas se ubican por encima del 3%. A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 3,93% (ant: 3,90%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 4,58% (ant: 4,05%). A 24 meses, la encuesta del BanRep indica una expectativa de 3,49% (ant: 3,49%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 4,47% (ant: 4,11%)⁹.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

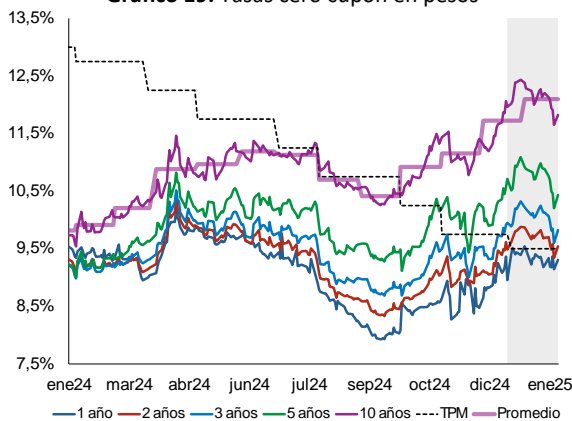
Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se aplanó ante desvalorizaciones de los títulos de corto plazo y valorizaciones para los demás tramos de la curva. Estas desvalorizaciones se explican por las mayores expectativas de política monetaria tras la última reunión de la JDBR, la cual sorprendió al grueso del mercado, así como por las mayores expectativas de inflación. Por el contrario, las valorizaciones observadas en los demás tramos de la curva pudieron estar asociadas con el apetito de inversionistas extranjeros luego que la deuda de largo plazo alcanzara en diciembre precios mínimos no observados en más de un año, y con la decisión de S&P Global Ratings de mantener la calificación crediticia soberana en moneda local y extranjera en BBB- y BB+, respectivamente¹⁰. En este contexto, el CDS a cinco años del país presentó un comportamiento similar al de sus pares de la región¹¹ y se mantuvo relativamente estable al observar los valores de inicio y cierre del periodo (Gráficos 18 al 20).

Gráfico 18. Credit Default Swaps Latam (5 años)



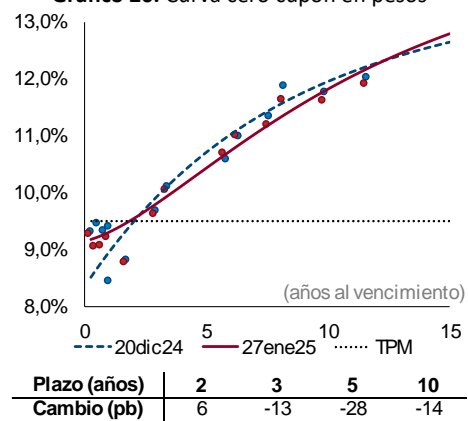
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

Gráfico 19. Tasas cero cupón en pesos



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

Gráfico 20. Curva cero cupón en pesos



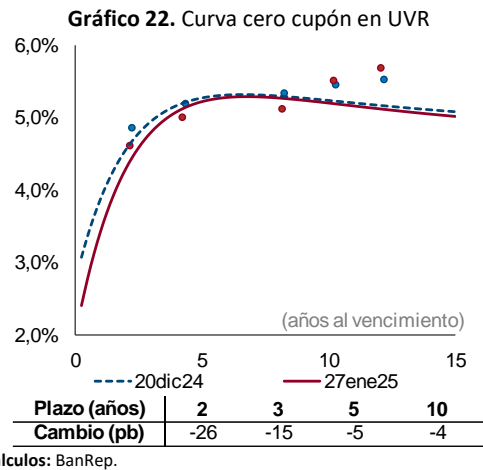
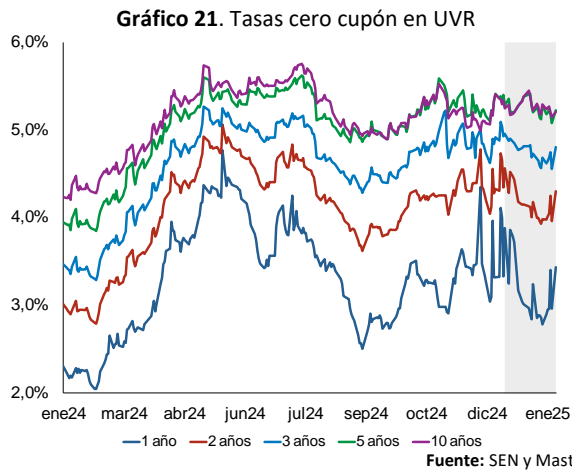
La curva de TES denominados en UVR se empinó, ante mayores valorizaciones del tramo corto frente a los títulos de los demás tramos. Las valorizaciones del tramo corto estuvieron en línea con las mayores expectativas de inflación durante este periodo, así como con el comportamiento estacional de estos títulos

⁹ A diciembre de 2026, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,59% (ant: 3,47%), mientras que el FBEI a 2026 neto de primas se ubica en 4,38% (ant: 4,18%) para el mismo plazo.

¹⁰ El 23 de enero de 2025, S&P Global Ratings afirmó la calificación soberana de largo plazo en moneda extranjera (BB+) y local (BBB-) para Colombia, al tiempo que mantuvo la perspectiva negativa. Para S&P, las calificaciones estuvieron limitadas por un restringido margen fiscal y por un perfil externo cada vez más débil, con una deuda externa elevada y términos de intercambio volátiles.

¹¹ Durante este periodo, el CDS a cinco años se redujo 18 pb en Brasil, 4 pb en Colombia y 3 pb en México, se mantuvo estable en Perú, y aumentó 1 pb en Chile. Por su parte, el CDS de una muestra de países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) se redujo 5 pb.

a fin e inicios de cada año. En cuanto a los demás tramos, el comportamiento observado estuvo en línea con el de los TES denominados en pesos (Gráficos 21 y 22).



Desde la última reunión de la JDBR y con datos al 27 de enero, los inversionistas extranjeros revirtieron parcialmente la tendencia vendedora presentada al cierre de 2024, realizando compras netas de TES denominados en pesos por COP 1,2 billones (b), concentradas principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 982 miles de millones – mm)¹². Asimismo, en TES denominados en UVR, compraron en neto COP 27 mm en el mercado de contado, concentrados en el tramo largo (COP 24 mm)¹³. Así, acumulan compras netas por COP 1,2 b en lo corrido de 2025 en el mercado de contado de TES (Gráfico 23), y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES (17,8% del total de TES en circulación, Gráfico 24).

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

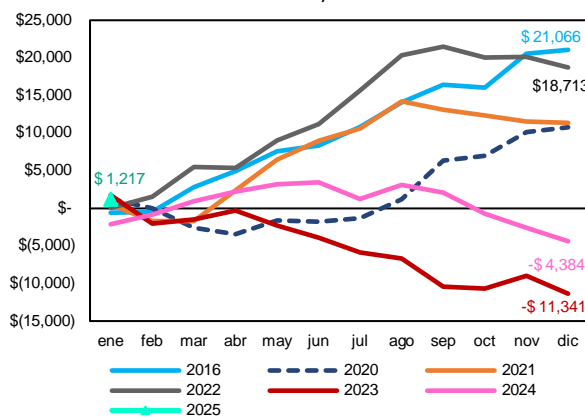
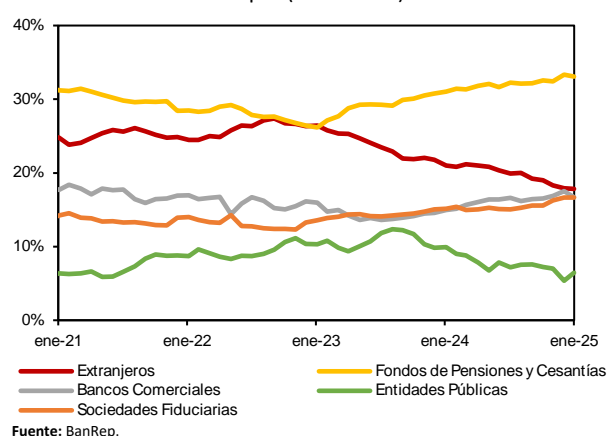


Gráfico 24. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencia del Fonpet (% del total)



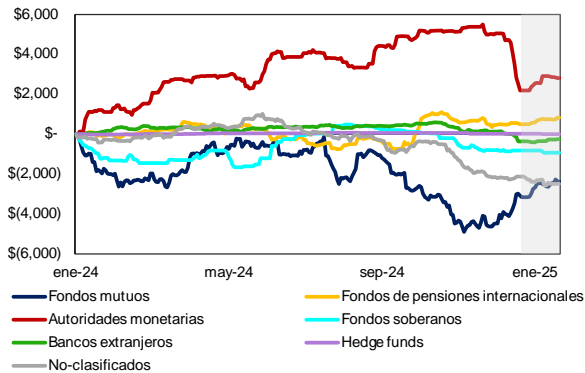
Desde la última reunión de la JDBR, los fondos mutuos y autoridades monetarias encabezaron las compras realizadas por los inversionistas extranjeros (Gráfico 25). Durante el periodo, los fondos mutuos realizaron compras netas por COP 713 mm, mientras que las autoridades monetarias compraron en neto COP 611 mm. Durante 2024 y lo corrido de 2025, se ha observado una recomposición hacia las autoridades

¹² En TES denominados en pesos del tramo medio y corto vendieron en neto por COP 177 mm y COP 88 mm, respectivamente.

¹³ En TES denominados en UVR del tramo medio realizaron compras netas por COP 3 mm.

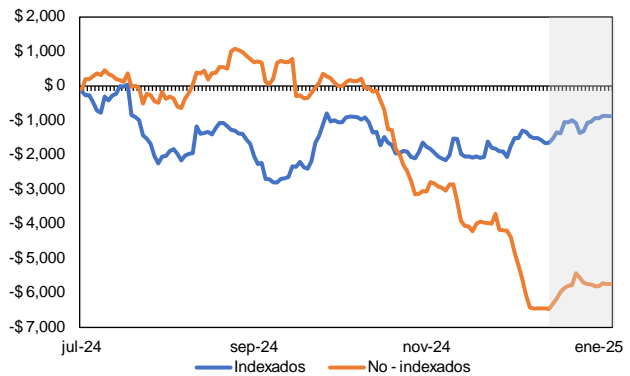
monetarias, con compras de COP 2,8 b, mientras que los fondos mutuos han sido los principales vendedores, por COP 2,4 b.

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



Fuente: BanRep.

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



Fuente: BanRep.

Tanto los inversionistas extranjeros clasificados como no-indexados¹⁴, como los indexados al índice *GBI-EM Global Diversified*¹⁵, presentaron una recuperación en su demanda por TES desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 26). Los agentes no-indexados realizaron compras netas por COP 687 mm, mientras que los clasificados como indexados compraron en neto COP 586 mm durante el mismo período. La recuperación en los flujos de los inversionistas no-indexados pudo verse impulsada por algunos acontecimientos que ayudaron a reducir la incertidumbre en el frente fiscal local, como la decisión de la agencia S&P de mantener la calificación crediticia del país a largo plazo. En todo caso, existen riesgos a la baja sobre los flujos de estos agentes en el futuro, dada la persistencia de factores de incertidumbre local, entre los que se encuentran el restringido margen fiscal y el perfil externo débil que limitan la calificación soberana de Colombia, como lo destacó S&P, así como la evolución futura de las relaciones bilaterales con EE.UU en distintos frentes¹⁶. Además, en el contexto de la disminución de la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM por el aumento de la ponderación de India¹⁷, que se anticipa que continúe hasta marzo de 2025, se espera que los flujos de los inversionistas indexados enfrenten una presión a la baja, ya que deben rebalancear sus portafolios para ajustarse al nuevo peso de Colombia.

De acuerdo con la información reportada por las contrapartes locales, los inversionistas extranjeros aumentaron en COP 505 mm su posición compradora en *Non Delivery Forwards (NDF)* de TES desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 27), ubicándola en COP 17,3 b al 27 de enero. En contratos sobre TES denominados en pesos, aumentaron su posición compradora en COP 517 mm, concentrados en referencias del tramo medio de la curva (COP 1.487 mm)¹⁸. Por su parte, en TES denominados en UVR la redujeron en COP 11 mm. Por contraparte local, los bancos comerciales fueron el tipo de entidad con la

¹⁴ La clasificación se basa en un documento de investigación en desarrollo, elaborado por Oscar Botero, Andrés Murcia y Mauricio Villamizar, en el cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

¹⁵ 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

¹⁶ El 26 de enero se presentó un impase diplomático entre Estados Unidos y Colombia respecto al recibimiento de migrantes colombianos, que llevó al anuncio de posibles sanciones comerciales y financieras sobre Colombia, e incertidumbre sobre su aplicación futura.

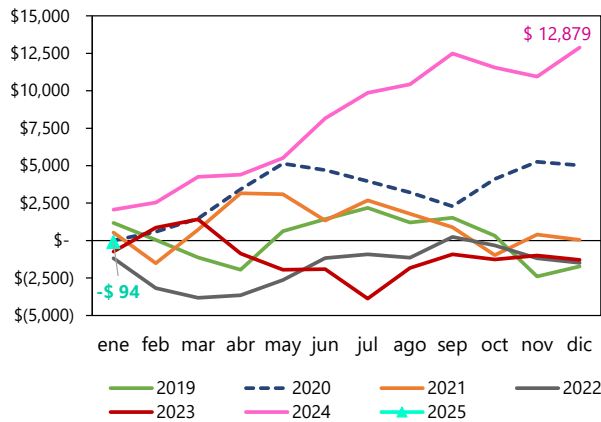
¹⁷ Según JP Morgan, la inclusión de India en el índice GBI-EM se realizará con incrementos uniformes de 1% cada mes, desde junio de 2024 hasta llegar a un techo de 10% en marzo de 2025.

¹⁸ En instrumentos sobre referencias del tramo corto y largo de la curva redujeron su posición compradoras en COP 297 mm y COP 673 mm, respectivamente.

que presentaron el mayor aumento en su posición compradora durante el periodo, por COP 425 mm, seguidos de las corporaciones financieras (COP 166 mm), mientras que con las sociedades comisionistas de bolsa redujeron su posición compradora en COP 86 mm.

Los flujos de inversionistas extranjeros en títulos de deuda¹⁹ continúan evidenciando una presión a la baja en otros países emergentes (Gráfico 28). Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF), países como Hungría, India e Indonesia han presentado salidas por USD 741 m, USD 710 m y USD 635 m, respectivamente, desde la última reunión de la JDBR.

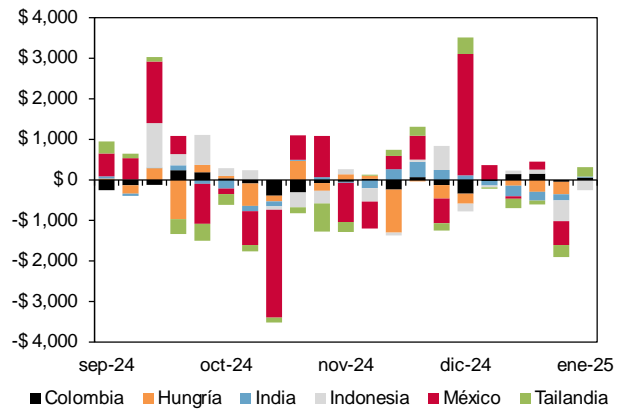
Gráfico 27. Posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año (COP mm)



Fuente: Reporte de las entidades locales al BanRep.

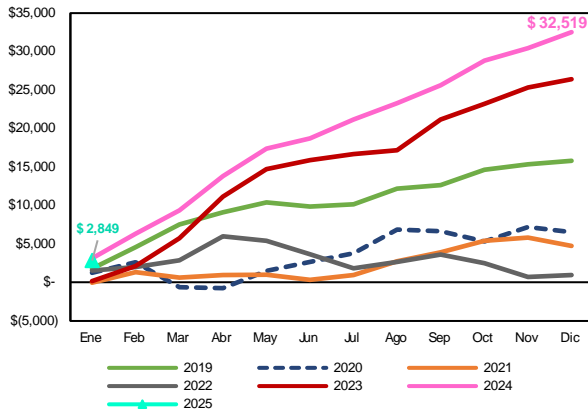
Nota: Corresponde a la suma de los montos de: (nuevos contratos de compra – vencimientos de contratos de compra) – (nuevos contratos de venta – vencimientos de contratos de venta).

Gráfico 28. 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.

Gráfico 29. Flujos netos de los fondos de pensiones locales en el mercado de contado de TES acumulados por año



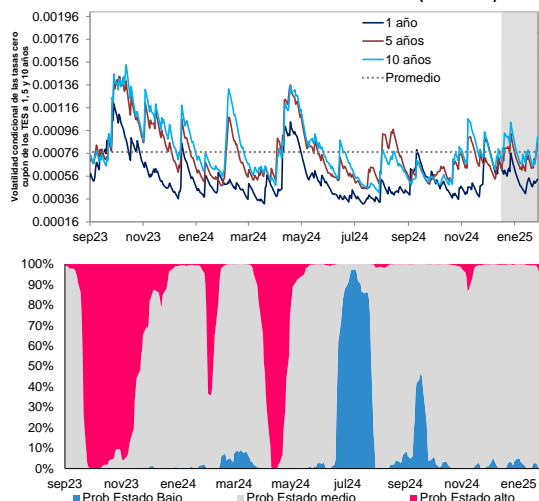
Fuente: BanRep.

Por su parte, los fondos de pensiones locales continuaron con su tendencia compradora en enero, siendo los mayores demandantes de TES denominados en pesos por COP 3,2 b, seguidos por las sociedades fiduciarias²⁰ (Gráfico 29). Por el contrario, en TES denominados en UVR realizaron ventas netas por COP 155 mm. De esa manera, se mantienen como los principales tenedores de TES (34% del total de TES en circulación, ver Anexo 3).

¹⁹ Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.

²⁰ Las sociedades fiduciarias presentaron compras netas por COP 642 mm, COP 678 mm y COP 860 mm en los tramos corto, medio y largo de TES denominado en pesos y UVR, respectivamente.

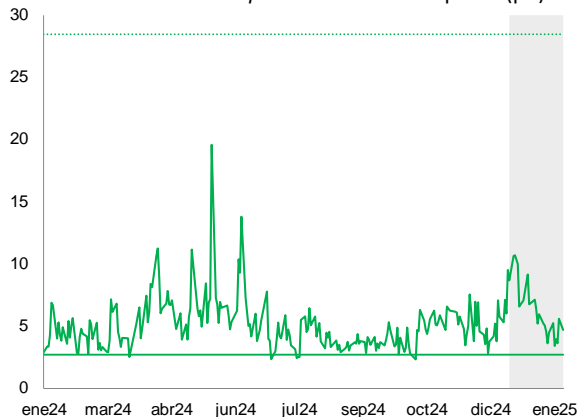
Gráfico 30. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)



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

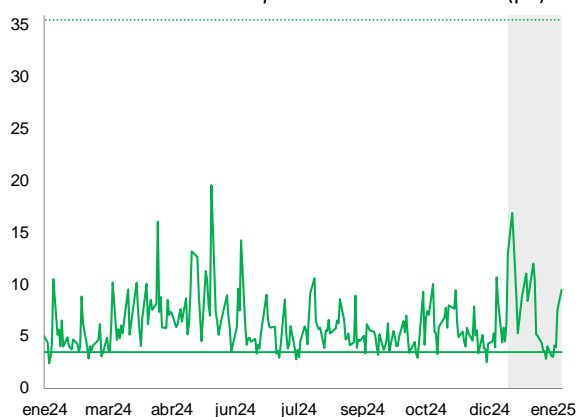
La volatilidad promedio mensual del mercado de TES en pesos disminuyó para todos los plazos y se ubicó con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 30), al tiempo que la liquidez mejoró frente a lo observado en diciembre. Respecto a los indicadores de liquidez, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio de los TES en pesos y UVR se ubicó por debajo del observado en diciembre, mientras que la profundidad promedio de los TES en pesos se ubicó por encima de lo observado el mes anterior²¹ (Anexo 2 – Gráficos 31 al 34).

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

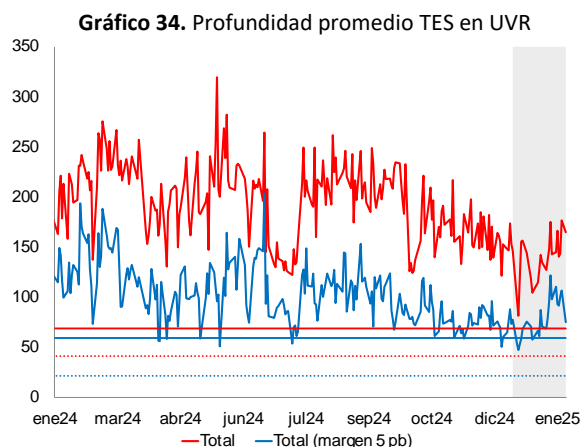
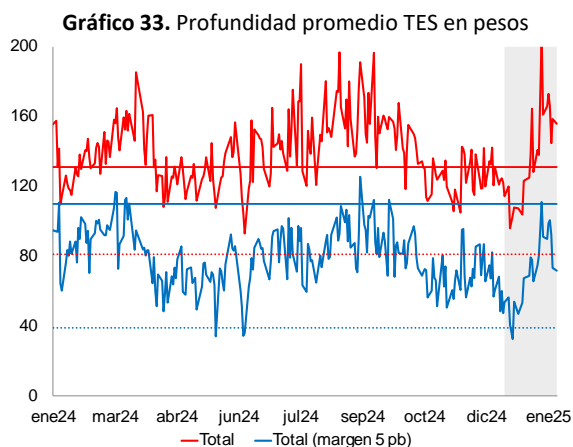


Fuente y Cálculos: BanRep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del Gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A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

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

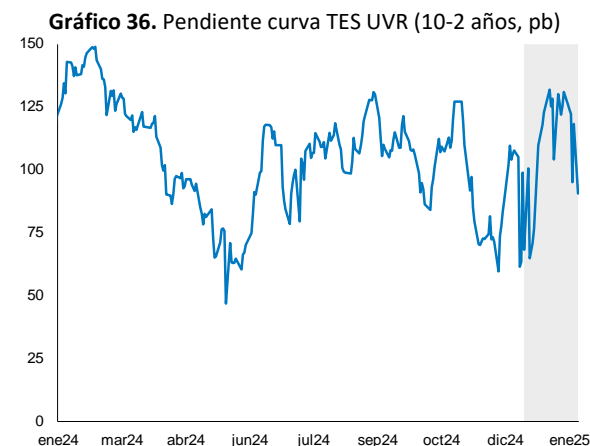
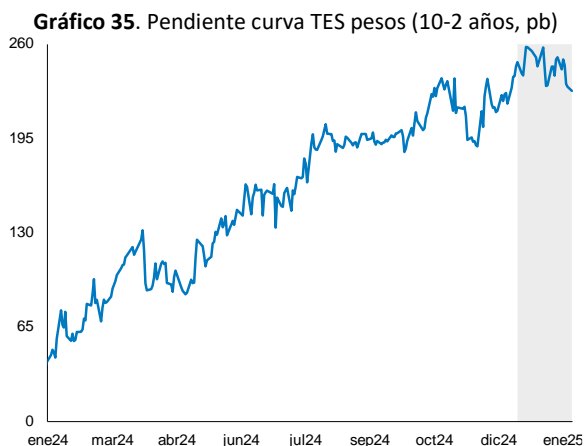


²¹ Al 27 de enero, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 5,3 pb para los TES en pesos y 6,0 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 6,4 pb y 7,1 pb observados durante diciembre, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de COP 121,3 mm a COP 151,0 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR se redujo de COP 146,8 mm a COP 141,8 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).



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

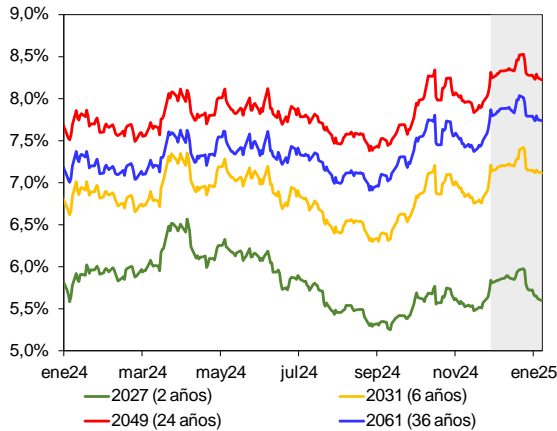
La curva de los TES denominados en pesos se aplanó mientras que la de los TES en UVR se empinó. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años disminuyó 20 pb, alcanzando un nivel de 228 pb en la curva de TES pesos, y aumentó 22 pb, hasta un nivel de 91 pb, para la curva de TES UVR (Gráficos 35 y 36).



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

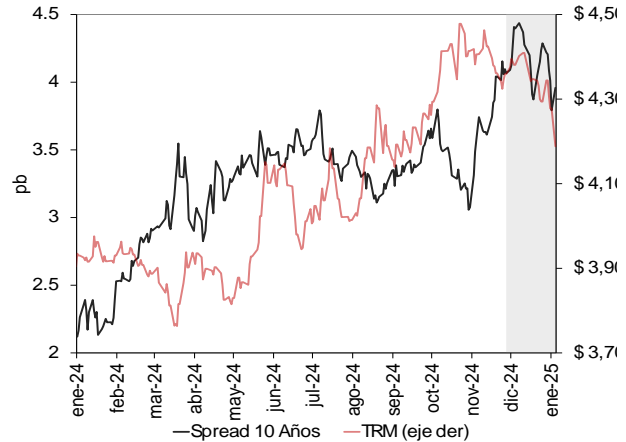
Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se valorizaron, y la diferencia de sus tasas con las de los títulos locales disminuyó. Desde el 20 de diciembre, las tasas de los títulos con vencimientos a 2, 6, 24 y 36 años presentaron variaciones de -21 pb, -3 pb, -2 pb y -6 pb, respectivamente (Gráfico 37). En ese período, el margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares, respectivamente) disminuyó 11 pb, debido a que los títulos locales presentaron mayores valorizaciones que los externos (Gráfico 38).

Gráfico 37. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia



Fuente: Bloomberg.

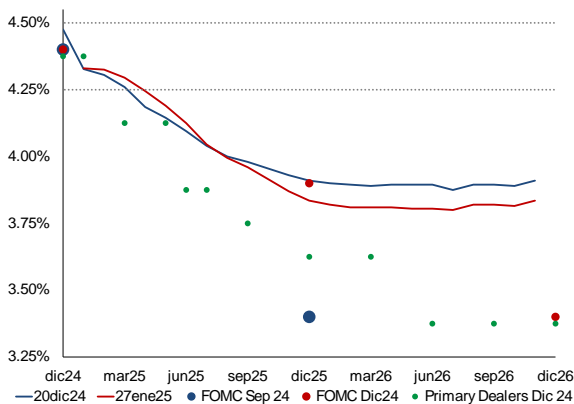
Gráfico 38. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

Gráfico 39. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

El 29 de enero el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) mantuvo estable su tasa de intervención, en línea con las expectativas del mercado de futuros. Por su parte, el mercado anticipa que el FOMC recorte la tasa en 50 pb (ant: 25 pb) durante 2025. Estas expectativas inicialmente presentaron una tendencia al alza tras la publicación de datos del mercado laboral por encima de lo esperado por el mercado en EE. UU. Sin embargo, el mercado comenzó a descontar una senda de política monetaria más acomodativa tras conocerse cifras de inflación y actividad económica que sorprendieron a la baja en ese país²², y ante

diversos anuncios del presidente Trump, que mostraron una menor agresividad en su política comercial internacional (ver Sección 1.4.). Estas proyecciones del mercado se encuentran en línea con las proyecciones del FOMC publicadas en diciembre para el cierre de 2025, y por encima de lo proyectado por este comité para el cierre de 2026 (Gráfico 39).

En esta misma línea, el CME²³ muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2025 es aquel consistente con recortes por 50 pb (ant: 25 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2025 se ubicó en el rango entre 3,75% y 4,00% (probabilidad del 33%) durante enero (Cuadro 3).

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

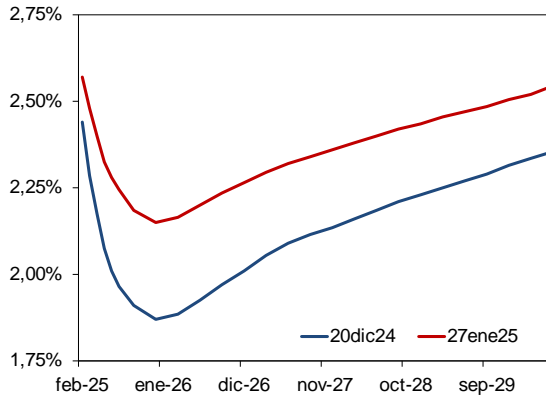
	3,00%-3,25%	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00%	4,00%-4,25%	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%
	(Rango actual)						
20dic24	1%	3%	13%	30%	36%	16%	0%
27ene25	2%	9%	22%	33%	26%	8%	0%

Fuente: CME.

²² El 15 de enero se publicaron los datos de inflación total (obs: 2,9%; esp: 2,9%) y núcleo (obs: 3,2%; esp: 3,3%). Además, el 24 de enero se conocieron los datos del PMI de servicios (obs: 52,8; esp: 56,5) y el índice de sentimiento al consumidor de la Universidad de Michigan (obs: 71,1; esp: 73,2).

²³ Chicago Mercantile Exchange.

Gráfico 40. Expectativas de las tasas del BCE



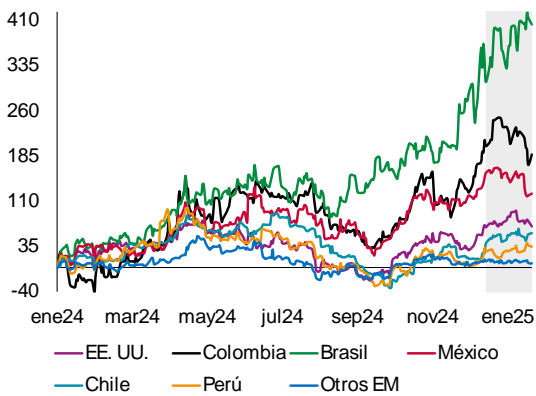
Fuente: Bloomberg.

pública en Estados Unidos y en la región

La curva de Tesoros de EE. UU. se empinó ante valorizaciones en los tramos corto y medio, y leves variaciones en el tramo largo. Estas valorizaciones estuvieron en línea con la corrección de las expectativas de política monetaria a la baja luego de la reacción del mercado tras la reunión de diciembre del FOMC. Si bien el mercado esperaba la reducción de 25 pb hecha durante dicha reunión, la actualización de las proyecciones sorprendió al mercado. Por otro lado, la publicación de la inflación de diciembre y algunas cifras de actividad económica a la baja, contribuyeron a la corrección a la baja de estas expectativas.

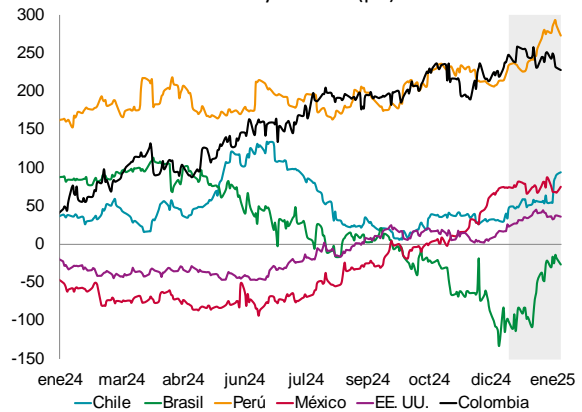
La mayoría de las curvas de deuda pública de la región se empinó. Se destacan las fuertes desvalorizaciones de los títulos de Brasil, las cuales pudieron estar asociadas, por un lado, con la persistencia de la incertidumbre fiscal. Adicionalmente, las expectativas de mayores aumentos de la TPM, las cuales estuvieron en línea con la persistencia de presiones inflacionarias y la publicación de cifras de actividad económica por encima de lo esperado, también contribuyeron a estas desvalorizaciones. En este contexto, las pendientes 10 años-2 años aumentaron 81 pb (hasta un nivel de -26 pb) en Brasil, 34 pb en Perú (273 pb), 29 pb en Chile (94 pb) y 11 pb en EE. UU. (36 pb), mientras que en México se mantuvo estable en 75 pb (Gráficos 41 a 43 y Anexo 4).

Gráfico 41. Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE. UU.



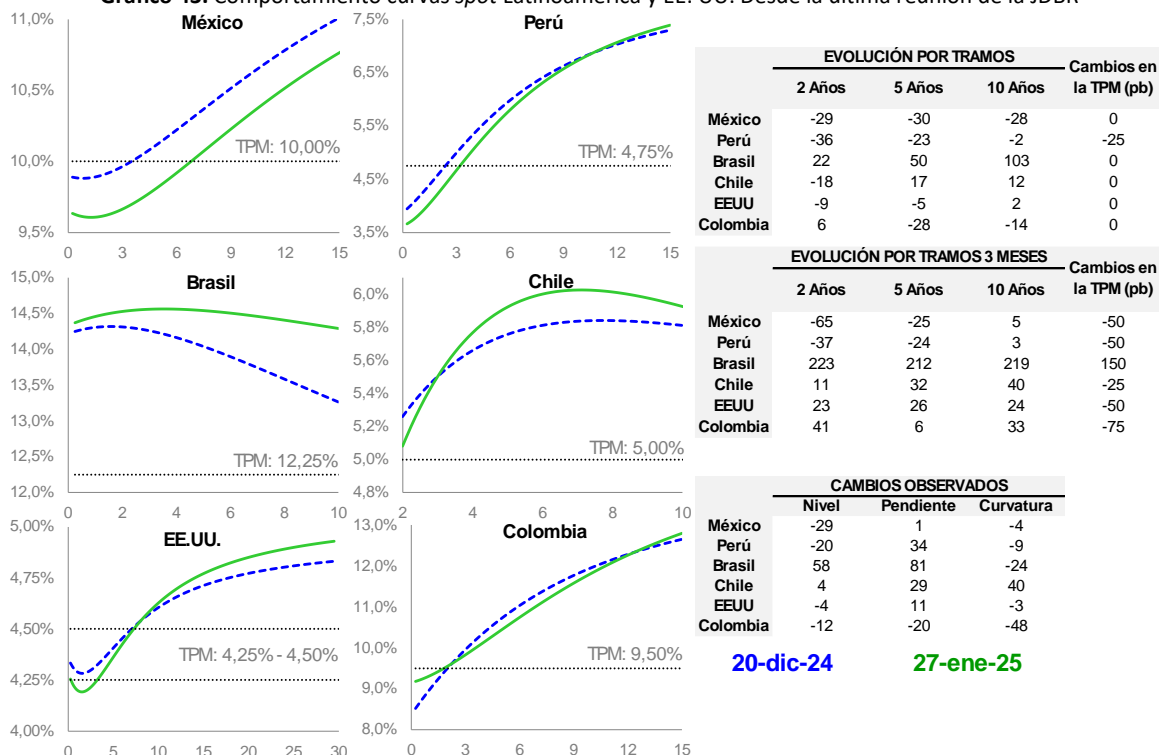
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep. Cambios (pb) desde el 1 de enero de 2024.

Gráfico 42. Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

Gráfico 43. 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 tasa de política monetaria extraídas de encuestas, de la curva OIS y del mercado de TES en pesos.

2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes espera un recorte de la TPM de 25 pb en enero, aunque un número importante espera que no haya cambios. Primero, según la EME²⁴, la mediana señala una reducción de 25 pb hasta 9,25% en enero (desviación estándar de 11 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera²⁵ (EOF), 19 de los 29 agentes encuestados también esperan un recorte de 25 pb, 9 estiman que la TPM se mantenga inalterada, mientras que el agente restante proyecta que la TPM se reduzca en 50 pb. Por su parte, de las 26 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg²⁶, 22 esperan un recorte de 25 pb, mientras que las cuatro entidades restantes proyectan que la TPM se mantenga inalterada. Por último, según la encuesta de analistas de mercados financieros de Citi²⁷ y ANIF²⁸, de las 34 entidades encuestadas, el 65% espera y recomienda que la TPM disminuya 25 pb en enero, un 26% espera y recomienda que permanezca inalterada, otro 6% espera que disminuya 25 pb pero recomienda que disminuya 50 pb, y el 3% restante espera y recomienda que disminuya 50 pb. La desviación estándar de las expectativas aumentó de 0,00% a 0,12% entre diciembre y enero (Gráficos 44 y 45, y Anexo 1).

²⁴ Datos recolectados entre el 10 y el 14 de enero.

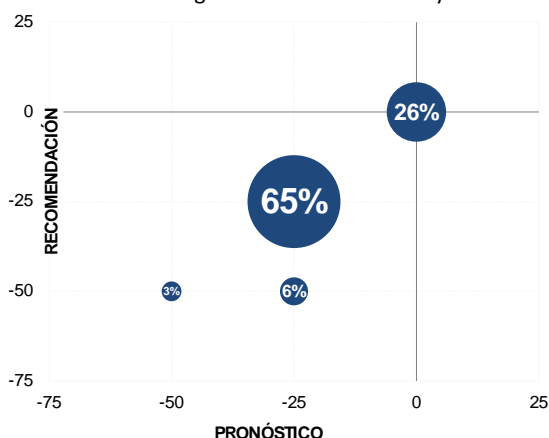
²⁵ Publicada el 22 de enero con información recolectada entre el 13 y el 17 del mismo mes.

²⁶ Datos recolectados hasta el 28 de enero.

²⁷ Publicada el 27 de enero.

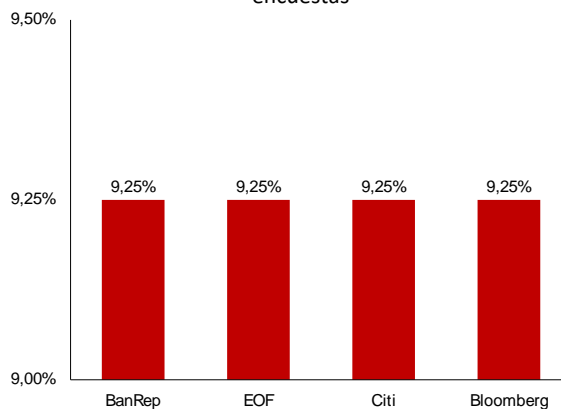
²⁸ Publicada el 20 de enero.

Gráfico 44. Expectativa de cambio (pb) TPM para la reunión de enero según la encuesta de ANIF y Citi.



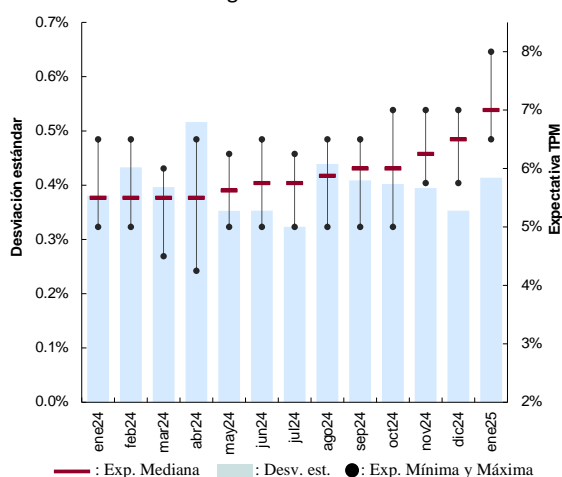
Fuente: ANIF y Citi.

Gráfico 45. Expectativas TPM próxima reunión según encuestas



Fuente: BanRep, EOF, Bloomberg y Citi. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 10 y el 14 de enero. La EOF se publicó el 22 de enero con datos recolectados entre el 13 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 27 de enero.

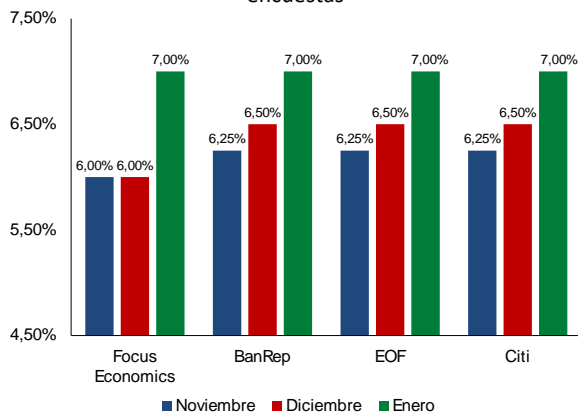
Gráfico 46. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas



Fuente: Citi.

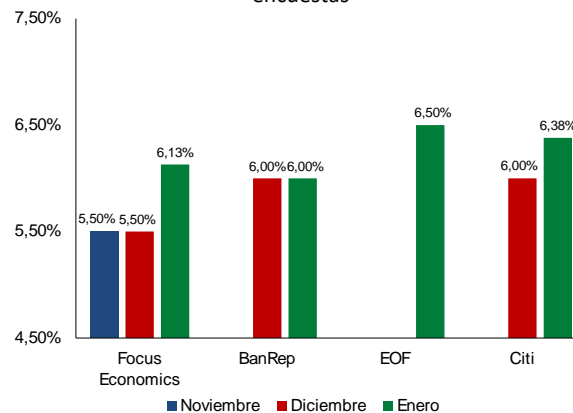
En general, las encuestas indican expectativas de política monetaria superiores a las registradas en diciembre. Por un lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la mediana de la tasa esperada para cierre de 2025 aumentó de 6,50% a 7,00%, mientras que la desviación estándar de estas expectativas aumentó de 0,35% a 0,41% (Gráfico 46). Asimismo, el promedio de todas las encuestas aumentó para el cierre de 2025 de 6,38% a 7,00% (Gráfico 47), y para el cierre de 2026 de 5,83% a 6,25% (Gráfico 48).

Gráfico 47. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 21 de enero, con encuestas recolectadas hasta el 20 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 10 y el 14 de enero. La EOF se publicó el 22 de enero con datos recolectados entre el 13 y el 17 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 27 de enero.

Gráfico 48. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas



Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses subieron ante expectativas de menores recortes de la TPM. Hasta el 27 de enero, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, aumentaron 4 pb, 18 pb, 40 pb, 26 pb, 27 pb y 20 pb, respectivamente (Gráficos 49 y 50).

Gráfico 49. Tasa de intervención y tasas IBR

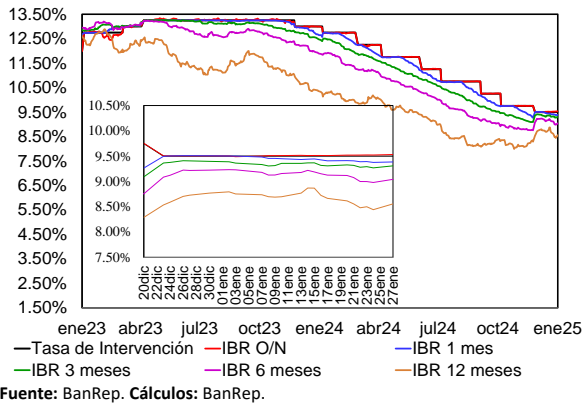
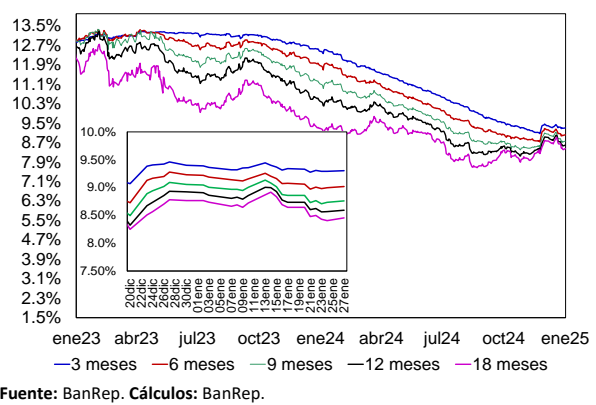


Gráfico 50. Tasas OIS



El mercado descuenta con mayor probabilidad que la TPM se mantenga estable en 9,50% (59%) en la reunión de enero, el segundo escenario más probable es una reducción de 25 pb (41%). El primer cambio del año se llevaría a cabo en marzo con una reducción de 25 pb. El cambio en las expectativas de TPM respondió a la decisión de la TPM local en diciembre, el aumento del salario mínimo, los resultados de IPC local de diciembre (obs: 5,20% esp: 5,16%), y el aumento de las expectativas de inflación. Así, al 27 de diciembre, para la primera reunión del año, el mercado descuenta con una probabilidad de 59% que la TPM permanezca estable y con 41% de probabilidad un recorte de 25 pb. Al cierre de 2025 la TPM se ubicaría en 8,00% (anterior: 8,00%; Gráficos 51 y 52). En este contexto, algunos analistas del mercado sostienen que algunos riesgos que requieren prudencia en las decisiones de TPM futuras son la depreciación de la tasa de cambio, las preocupaciones por las perspectivas fiscales de mediano plazo y la evolución de las perspectivas sobre la tasa de interés de la Fed.

Gráfico 51. Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 27 de enero de 2025)

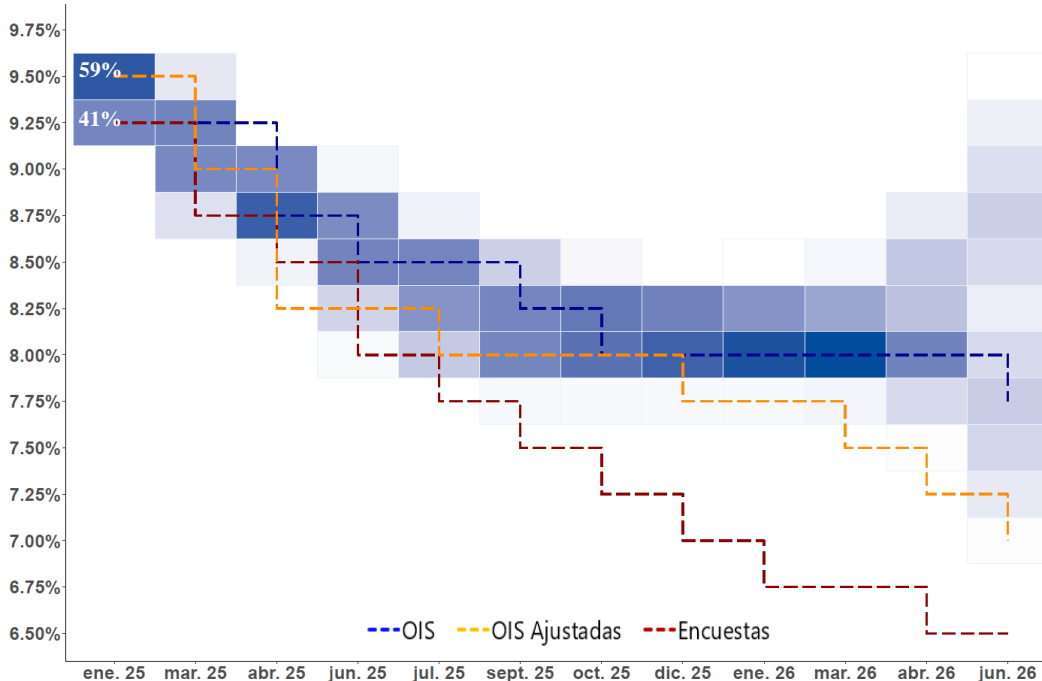
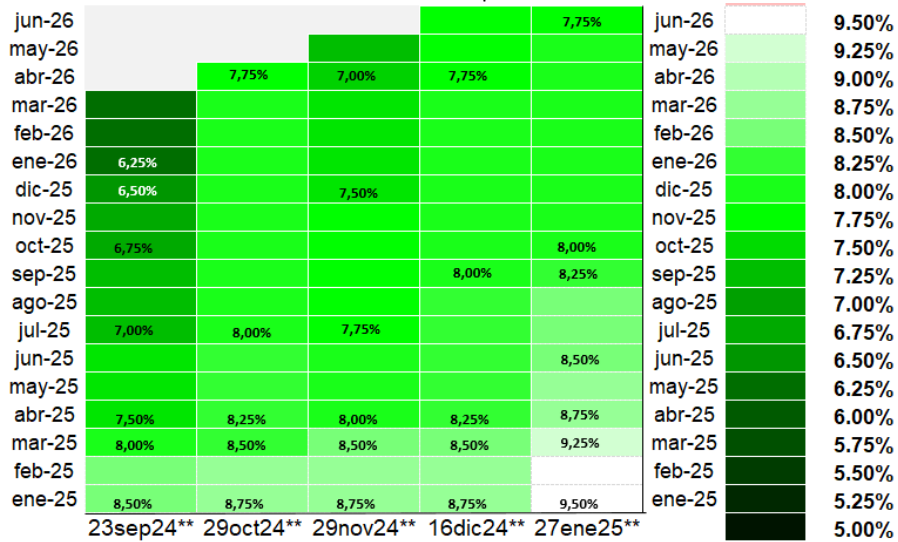


Gráfico 52. Evolución de expectativas TPM – OIS

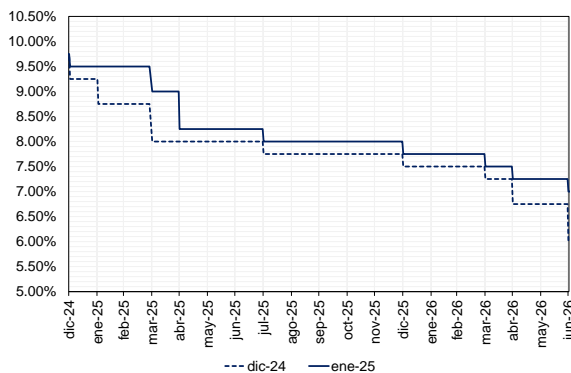


Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep. Nota: Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Los resultados del modelo OIS para las fechas marcadas con ** permiten aumentos o reducciones de hasta 200 pb de la TPM. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo se estima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

Las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS también se encuentran divididas entre una TPM estable y un recorte de 25 pb con probabilidades de 54% y 46%, respectivamente. Estas expectativas descuentan menores recortes de la TPM en 2025. El Gráfico 53 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de diciembre y enero. Según esta medida, la expectativa para diciembre de 2025 se ubicó en 7,75% (ant: 7,50%).

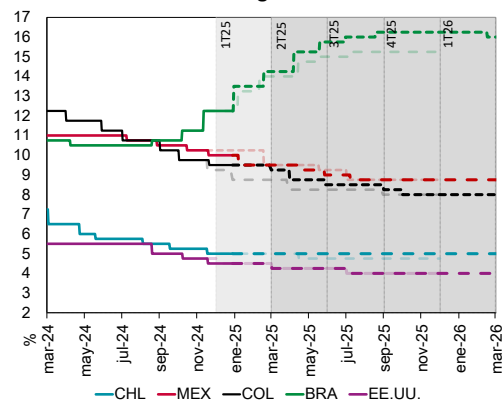
En algunos países latinoamericanos, los cambios de las expectativas de TPM para 2025 se explicaron principalmente por factores idiosincráticos (Gráfico 54). En el caso de Brasil, se esperan mayores aumentos de la TPM en línea con el aumento de las expectativas de inflación a un año (ene25: 4,71%, dic24: 4,14%) y las persistentes preocupaciones de los inversionistas en materia fiscal; de esta manera, se espera que la TPM en 2025 se ubique en 16,25% (ant: 15,25%). En México no se observaron cambios en las expectativas de TPM en 2025 (obs: 8,75%, ant: 8,75%), lo cual estuvo soportado por el resultado local de inflación de diciembre que se ubicó en línea con lo esperado (obs: 4,21%, esp: 4,22%). Las expectativas de TPM en Chile no descuentan más recortes debido al aumento de las expectativas de inflación a un año (ene25: 3,80%, dic24: 3,60%).

Gráfico 53. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 16 de diciembre de 2024 y 27 de enero de 2025.

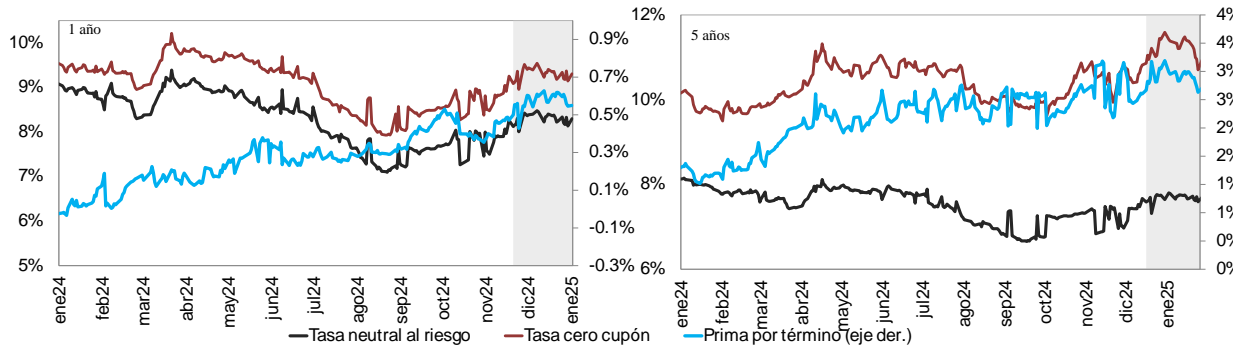
Gráfico 54. Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Citi. Cálculos BanRep. Nota: Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 27 de enero, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 16 de diciembre de 2024.

En línea con las expectativas de TPM, el aumento promedio mensual de las tasas de los TES en pesos puede explicarse en buena parte por incrementos de las tasas neutrales. Por su parte, las primas a término tuvieron una tendencia decreciente en el mes, aunque el nivel promedio mensual se ubicó por encima del mes anterior, el mayor nivel pudo estar explicado por los desafíos en el frente fiscal. El Gráfico 55 presenta estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo, evaluando qué proporción de los movimientos de las tasas nominales puede ser explicada por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutrales al riesgo promedio mensual subieron 22 pb y 19 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 8,34% y 7,23%, en su orden. Por su parte, desde la última reunión de la JDBR las primas a término aumentaron 10 pb y 21 pb a 1 y 5 años, respectivamente (Gráfico A4.4).

Gráfico 55. Tasas neutrales al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años

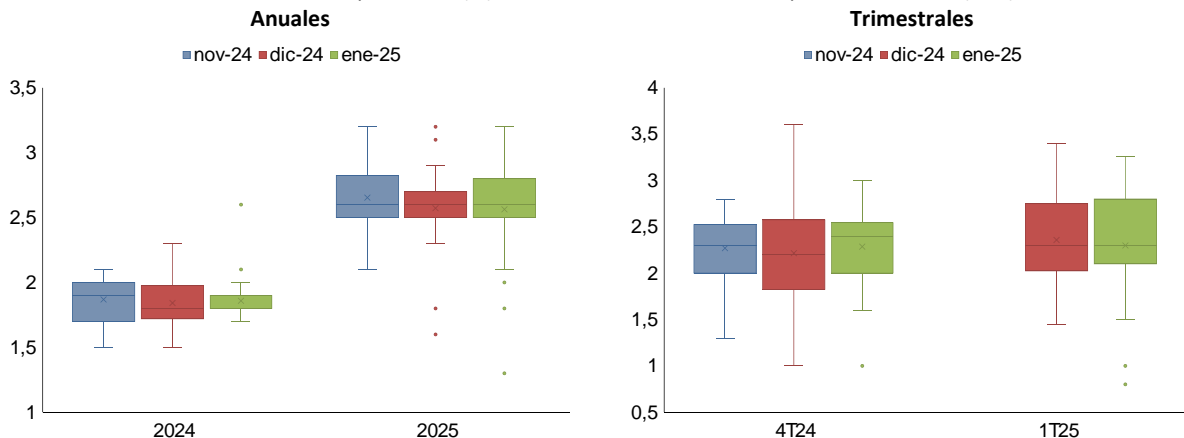


Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

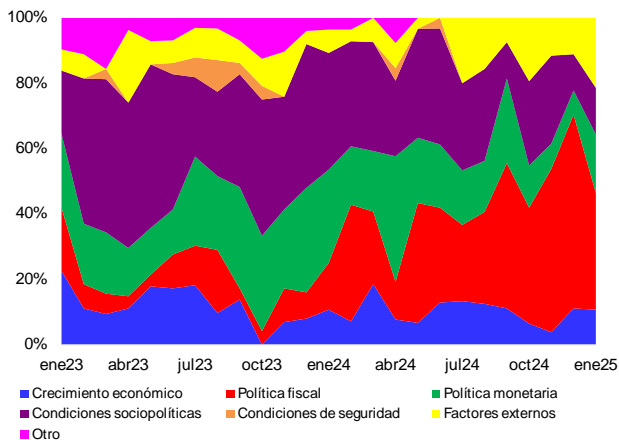
Las expectativas de crecimiento se mantuvieron relativamente estables. De acuerdo con la EOF, los analistas mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2024 en 1,8%, para el 1T25 en 2,3%, y para 2025 en 2,6%. Con respecto al 4T24, las expectativas de crecimiento aumentaron de 2,2% a 2,4% (Gráfico 56). Por su parte, los agentes encuestados por Citi mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2024 y 2025 en 1,8% y 2,6%, respectivamente.

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



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

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

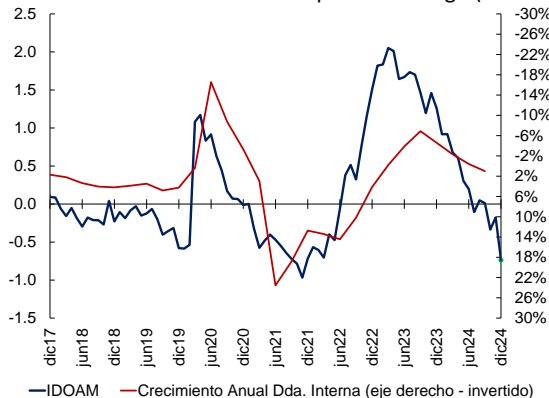
macroeconómicas del mercado para otros países.

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con datos definitivos de diciembre de 2024, el IDOAM disminuyó frente al mes anterior, pero continúa ubicándose cerca de su promedio histórico. El descenso de este indicador se explica por menores *spread* de las tasas de las carteras de consumo y preferencial frente a las tasas de los TES (Gráfico 58).

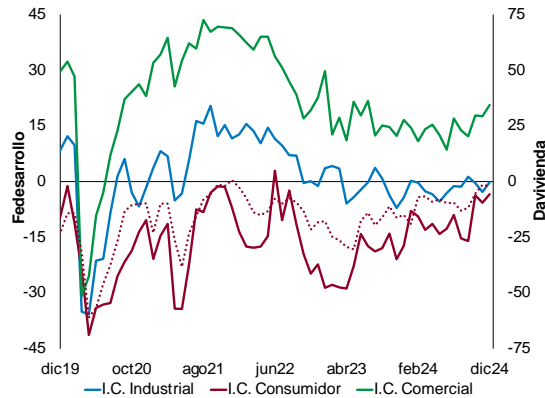
Los indicadores de confianza del consumidor presentaron un comportamiento mixto, mientras que los de confianza comercial aumentaron en diciembre. Por un lado, el indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, aumentó (obs: -3,4%; ant: -5,7%) como consecuencia de una mejora en las expectativas a doce meses, lo cual fue parcialmente contrarrestado por un deterioro de la percepción de las condiciones económicas (Gráfico 59). Asimismo, la serie desestacionalizada aumentó al pasar de -5,3% a -3,3% (Gráfico 60), al tiempo que el indicador de confianza del consumidor estimado por Davivienda disminuyó (obs: -2,1%; ant: -1,5%). Por otro lado, los indicadores de confianza industrial (obs: -0,2%; ant: -2,8%) y comercial (obs: 20,6%; ant: 17,6%) aumentaron. El desempeño del primero estuvo explicado por una mejora de las expectativas de producción para el próximo trimestre y un menor nivel de existencias, los cuales se vieron parcialmente contrarrestados por un menor volumen actual de pedidos. Asimismo, la mejora de la confianza comercial se explicó por unas mejores expectativas de producción para el próximo semestre y un menor nivel de existencias, mientras que la percepción de la situación económica se mantuvo relativamente estable.

Gráfico 58. Índice de Percepción de Riesgo (IDOAM)



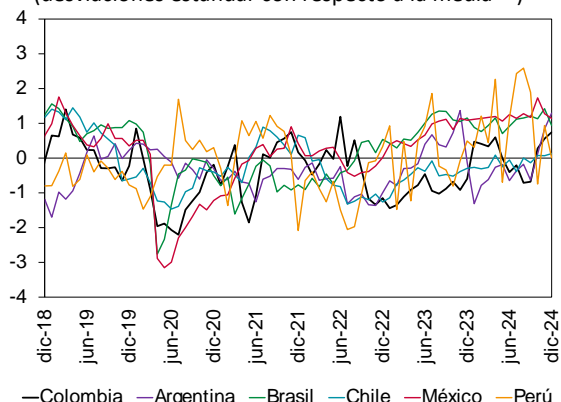
Fuentes: BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. Nota: La volatilidad se calcula con un modelo GARCH(1,1).

Gráfico 59. Índices de confianza en Colombia



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

Gráfico 60. Índices de confianza de Latinoamérica*
(desviaciones estándar con respecto a la media**)

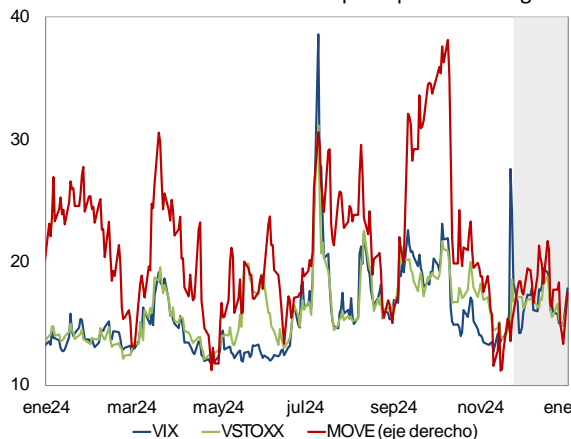


— Colombia — Argentina — Brasil — Chile — México — Perú
Fuentes: INEGI²⁹, FGV³⁰, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.
Cálculos: BanRep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.
****** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

El indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia continuó aumentando en diciembre, presentando el segundo mayor incremento en la muestra de países de la región. El Gráfico 60 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Argentina y Colombia presentaron los mayores aumentos en este indicador, seguidos de Chile, mientras que los demás países registraron reducciones. Todos los indicadores se encuentran por encima de su media histórica.

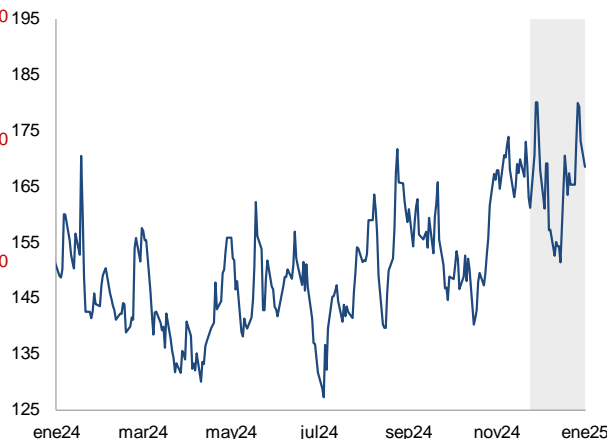
La volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. (Vix³¹) y en Europa (Vstox³²), y sobre Tesoros (Move³³), aumentó durante la primera parte del periodo, pero posteriormente corrigió a la baja. Este comportamiento pudo estar asociado principalmente con la incertidumbre frente a las primeras decisiones de Donald Trump una vez asumiera la presidencia de EE. UU. No obstante, tras su posesión el mercado adoptó cierta calma ante la expectativa de que las potenciales restricciones comerciales se darán de forma gradual. Por otro lado, se destaca el deterioro parcial de estos indicadores el lunes 27 de enero, tras conocerse los avances de la *startup* china DeepSeek en el desarrollo de herramientas de inteligencia artificial. De manera análoga, el Skew³⁴ cayó durante la primera parte del periodo y posteriormente corrigió al alza.

Gráfico 60. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 61. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

²⁹ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

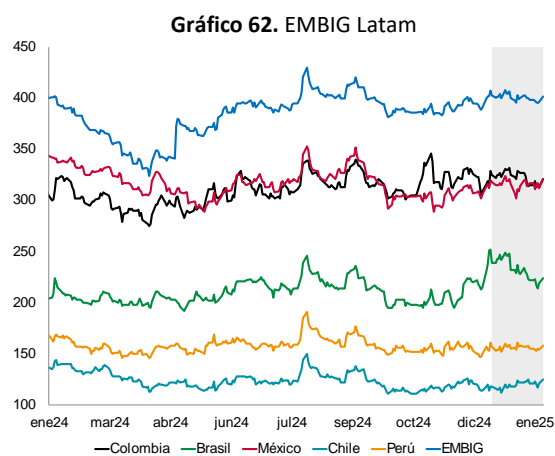
³⁰ Instituto Brasileiro de Economía.

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

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

³³ El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.

³⁴ 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.



Fuente: J.P. Morgan y Banco Central de Chile.

Finalmente, el EMBIG presentó leves cambios en la mayoría de los países de la región. Así, el índice EMBIG³⁵ se redujo 15 pb en Brasil y 4 pb en Colombia, mientras que en Chile, México y Perú aumentó 7 pb, 3 pb y 1 pb, respectivamente (Gráfico 62).

³⁵ A diferencia del EMBI+, que incorpora solamente títulos soberanos, el EMBIG también incorpora títulos cuasi soberanos (por ejemplo, los bonos emitidos por Pemex). *Information has been obtained from sources believed to be reliable, but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.*

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 29 de enero		
Empresa	Estimación	Fecha
1 Acciones Y Valores	9,50%	26ene25
2 Alianza Valores Comisionista de Bolsa SA	9,25%	16ene25
3 Asobancaria	9,50%	16ene25
4 Banco Agrario de Colombia SA	9,25%	23ene25
5 Banco de Bogota SA	9,50%	28ene25
6 Banco de Occidente	9,25%	16ene25
7 Banco Rabobank Int Brasil SA	9,25%	24ene25
8 Bancoldex	9,25%	16ene25
9 Bancolombia SA	9,25%	23ene25
10 Barclays Capital Inc.	9,25%	24ene25
11 Bloomberg Economics	9,25%	23ene25
12 BofA Securities Inc	9,25%	26ene25
13 Btg Pactual SA Comis de Bolsa	9,25%	16ene25
14 Capital Economics Ltd	9,50%	23ene25
15 Casa de Bolsa SA	9,50%	19ene25
16 Deutsche Bank Securities Inc	9,25%	25ene25
17 Fiduciaria de Occidente SA	9,25%	24ene25
18 Goldman Sachs & Co LLC	9,25%	24ene25
19 in Touch Capital Markets Limited	9,25%	23ene25
20 Itau Unibanco SA	9,25%	28ene25
21 JP Morgan Securities LLC	9,25%	24ene25
22 Mapfre Seguros Generales de Colombia SA	9,25%	20ene25
23 Pacifico Research	9,25%	23ene25
24 Pantheon Macroeconomics Ltd	9,25%	24ene25
25 Positiva Compania de Seguros	9,25%	23ene25
26 Scotiabank Colpatria SA	9,50%	28ene25
27 UBS Europe SE Spain Branch	9,25%	23ene25
28 University Jorge Tadeo Lozano	9,25%	23ene25
29 Vinland Capital Management International	9,25%	28ene25
30 Wells Fargo Securities LLC	9,25%	23ene25
Tasa	Obs.	Prob.
9,25%	24	80%
9,50%	6	20%
Tasa esperada ponderada	9,30%	

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿Acuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	9.50%	9.50%
Alianza	9.25%	9.25%
AllianceBernstein	9.25%	9.25%
Anif	9.25%	9.25%
Asobancaria	9.50%	9.50%
Axa Colpatría	9.25%	9.25%
Banco Agrario	9.25%	9.25%
Banco Davivienda	9.50%	9.50%
Banco de Bogotá	9.50%	9.50%
Banco de Occidente	9.25%	9.25%
Banco Popular	9.25%	9.25%
Banco Santander	9.25%	9.25%
Bancoldex	9.25%	9.25%
BBVA	9.25%	9.25%
CAMACOL	9.00%	9.00%
Casa de Bolsa	9.50%	9.50%
Citi	9.25%	9.25%
Colfondos	9.25%	9.25%
Corficolombiana	9.50%	9.50%
Credicorp Capital	9.25%	9.25%
EAFIT	9.25%	9.25%
EConcept AEI	9.25%	9.00%
Fedesarrollo	9.25%	9.25%
Fiduoccidente	9.25%	9.25%
Grupo Bancolombia	9.25%	9.25%
Grupo Bolívar	9.50%	9.50%
Itaú	9.50%	9.50%
Lulo Bank	9.25%	9.00%
Moody's Analytics	9.25%	9.25%
Pontificia Universidad Javeriana	9.25%	9.25%
Positiva	9.25%	9.25%
Protección	9.25%	9.25%
Scotiabank Colpatría	9.50%	9.50%
Skandia	9.25%	9.25%
Promedio	9.31%	9.29%
Mediana	9.25%	9.25%
Desv. Estándar	0.12%	0.14%
Máximo	9.50%	9.50%
Mínimo	9.00%	9.00%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.00%	3%	1
9.25%	71%	24
9.50%	26%	9
Total	100%	34

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.00%	9%	3
9.25%	65%	22
9.50%	26%	9
Total	100%	34

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	7.00%	6.00%
Alianza	7.00%	6.00%
Anif	7.25%	7.25%
Asobancaria	6.75%	6.00%
Axa Colpatria	7.00%	5.75%
Banco Agrario	8.00%	7.00%
Banco de Bogotá	7.00%	6.50%
Banco de Occidente	7.25%	6.00%
Banco Popular	7.25%	6.50%
Banco Santander	7.50%	7.50%
Bancoldex	6.75%	6.75%
BBVA	7.00%	7.00%
Casa de Bolsa	7.75%	6.00%
Citi	7.00%	6.50%
Colfondos	7.00%	6.25%
Corficolombiana	7.75%	6.00%
Credicorp Capital	6.50%	6.50%
Fiduoccidente	7.00%	6.00%
Grupo Bancolombia	7.00%	6.00%
Grupo Bolivar	6.50%	0.00%
Itaú	8.00%	6.50%
Moody's Analytics	7.00%	6.00%
Positiva	7.00%	7.00%
Scotiabank Colpatria	7.75%	5.75%
Skandia	7.00%	6.75%
Promedio	7.16%	6.14%
Mediana	7.00%	6.25%
Desv. Estándar	0.41%	1.37%
Máximo	8.00%	7.50%
Mínimo	6.50%	0.00%
No. Respuestas	25	25

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	4.07%	3.61%
Alianza	4.00%	3.50%
Anif	4.00%	0.00%
Asobancaria	3.80%	3.70%
Axa Colpatría	3.80%	3.50%
Banco Agrario	4.60%	3.40%
Banco de Bogotá	4.14%	3.45%
Banco de Occidente	4.09%	3.46%
Banco Popular	4.23%	3.78%
Banco Santander	4.33%	3.68%
Bancoldex	4.38%	4.12%
BBVA	3.90%	3.50%
Casa de Bolsa	4.00%	3.80%
Citi	3.70%	3.00%
Colfondos	4.16%	3.60%
Corficolombiana	4.00%	3.80%
Credicorp Capital	4.00%	3.40%
Fiduoccidente	4.09%	3.46%
Grupo Bancolombia	4.00%	3.85%
Grupo Bolívar	4.21%	3.50%
Itaú	4.20%	3.30%
Moody's Analytics	4.00%	3.60%
Positiva	3.90%	3.00%
Scotiabank Colpatría	4.47%	3.63%
Skandia	4.00%	3.89%
Promedio	4.08%	3.42%
Mediana	4.00%	3.50%
Desv. Estándar	0.21%	0.76%
Máximo	4.60%	4.12%
Mínimo	3.70%	0.00%
No. Respuestas	25	25

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 20 de enero

Empresa	2025	2026
1 AGPV	8,50%	8,00%
2 Banco Davivienda	6,25%	-
3 Banco de Bogotá	6,75%	6,25%
4 Capital Economics	7,00%	6,25%
5 Citigroup Global Mkts	7,00%	6,50%
6 Credicorp Capital	6,50%	-
7 EIU	7,25%	4,50%
8 Fedesarrollo	6,75%	5,50%
9 Goldman Sachs	7,00%	6,25%
10 JPMorgan	7,50%	-
11 Oxford Economics	6,50%	6,00%
12 Pezco Economics	7,50%	4,50%
13 Scotiabank Colpatría	7,75%	6,00%
14 Sectorial	6,25%	4,75%
15 Standard Chartered	6,25%	6,25%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,50%	0	0,0%	2	16,7%
4,75%	0	0,0%	1	8,3%
5,50%	0	0,0%	1	8,3%
6,00%	0	0,0%	2	16,7%
6,25%	3	20,0%	4	33,3%
6,50%	2	13,3%	1	8,3%
6,75%	2	13,3%	0	0,0%
7,00%	3	20,0%	0	0,0%
7,25%	1	6,7%	0	0,0%
7,50%	2	13,3%	0	0,0%
7,75%	1	6,7%	0	0,0%
8,00%	0	0,0%	1	8,3%
8,50%	1	6,7%	0	0,0%
Media		6,98%		5,90%
Mediana		7,00%		6,13%

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 20 de enero

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	15	45,5%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	4	12,1%
3,50% - 3,75%	5	12,8%	10	30,3%
3,75% - 4,00%	18	46,2%	3	9,1%
4,00% - 4,25%	11	28,2%	0	0,0%
4,25% - 4,50%	2	5,1%	1	3,0%
4,50% - 4,75%	1	2,6%	0	0,0%
4,75% - 5,00%	2	5,1%	0	0,0%
Media		3,96%		3,37%
Mediana		3,90%		3,30%

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 20 de diciembre, la Junta Directiva del Banco de la República decidió recortar la tasa de política monetaria en 25 pb a 9,50%. Analistas comentaron que la decisión tomó por sorpresa a parte del mercado, que esperaba una reducción de 50 pb. Además, tras la decisión se desplazó al alza la curva de TES, debido a que se espera que la inflación converja a la meta del Banco de la República en 2025, pero de manera más lenta dadas las presiones alcistas del tipo de cambio. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 14 pb, -20 pb y 6 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -28 pb, 8 pb y 4 pb para dichos vencimientos.

El 24 de diciembre, el presidente de la República de Colombia anunció por decreto el aumento del salario mínimo para 2025, correspondiente a un incremento de 9,54%. Analistas del mercado comentaron que la magnitud de este incremento tendría repercusiones sobre la inflación y sus expectativas, presionando al alza las tasas de los TES denominados en pesos. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 12 pb, 40 pb y 32 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -5 pb, -1 pb y 1 pb para dichos vencimientos.

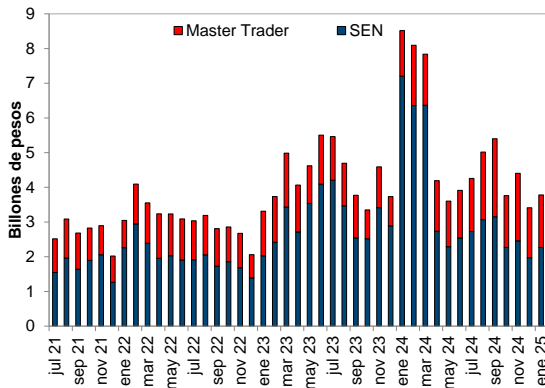
El 9 de enero, el DANE reportó que la inflación anual de diciembre de 2024 se ubicó en 5,20% por encima de las expectativas de mercado (5,14%) pero se mantuvo estable respecto a la lectura anterior. El IPC registró una variación m/m de 0,46% (ant: 0,27% m/m, esp: 0,41% m/m). Analistas del mercado comentaron que la lectura de este indicador ejerció presiones al alza sobre los rendimientos de los TES debido a la incertidumbre sobre la necesidad de mantener tasas más altas para garantizar la convergencia de la inflación a la meta del Banco de la República. 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, 0 pb y 4 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 17 pb, -7 pb y -7 pb para dichos vencimientos.

El 23 de enero, la agencia de calificación crediticia, S&P Global Ratings ratificó la calificación crediticia de Colombia para moneda extranjera en BB+ con perspectiva negativa, y en BBB- para moneda local. S&P espera que un mayor crecimiento económico soporte un aumento en los ingresos tributarios, lo cual junto con medidas de austeridad podría permitir el cumplimiento de la regla fiscal y una consolidación fiscal entre 2025 y 2026. No obstante, la calificadora advirtió que si en los siguientes 12 meses el déficit fiscal no disminuye, podría rebajar la calificación. Además, manifestó que en caso de lograrse una consolidación fiscal importante, podría mejorar la perspectiva de negativa a estable. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -17 pb, -26 pb y -29 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -29 pb, -10 pb y -6 pb para dichos vencimientos.

El 26 de enero se presentó un impase diplomático entre Estados Unidos y Colombia respecto al recibimiento de migrantes colombianos, que llevó al anuncio de posibles sanciones comerciales y financieras sobre Colombia. Analistas del mercado comentaron que este hecho generó incertidumbre sobre la posibilidad de que se impongan sanciones comerciales sobre el país en el futuro, por lo que los activos locales se vieron depreciados, aunque moderadamente, puesto que se lograron disipar las tensiones y finalmente no se adoptaron las medidas anunciadas por EE. UU. Al finalizar la sesión de negociación del día hábil siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 20 pb, 23 pb y 17 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 34 pb, 15 pb y 6 pb para dichos vencimientos.

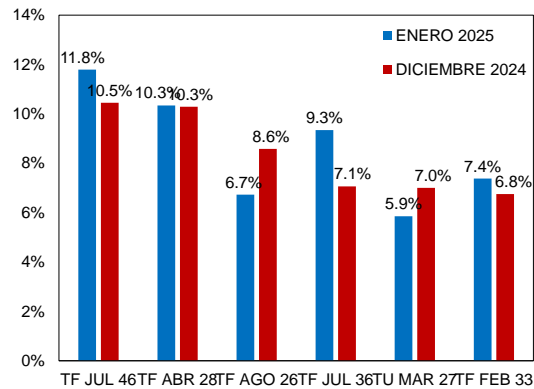
En lo corrido de enero, el monto promedio diario negociado ha sido \$3,7 billones, mayor al observado el mes anterior (\$3,4 billones), pero menor al registrado en enero de 2024 (\$8,5 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2046, cuya participación pasó de 10,5% a 11,8%, seguidos por los que vencen en abril de 2028 cuya participación se mantuvo en 10,3% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



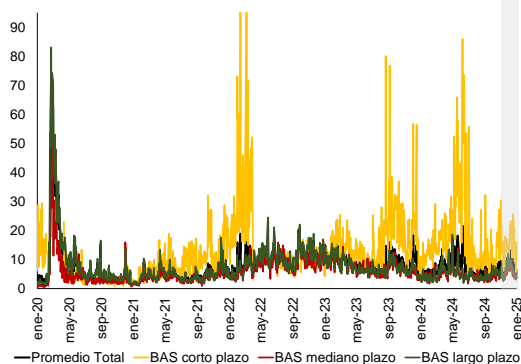
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep. Datos al 27 de enero de 2025.

Gráfico A2.3. TES más transados



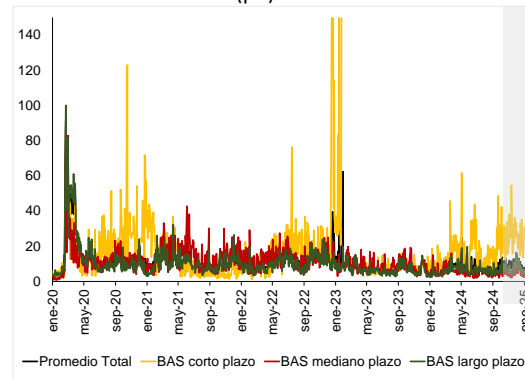
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 27 de enero de 2025.

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



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

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

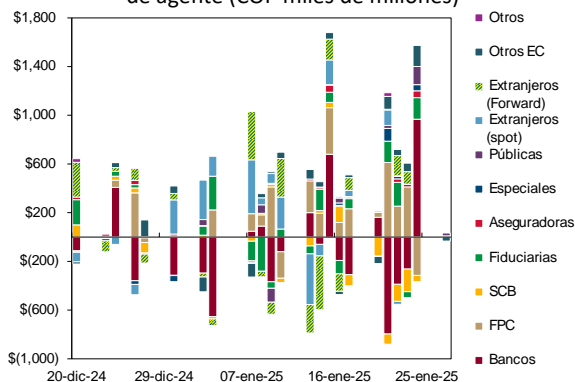


Con información al 24 de enero de 2025, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 14,9 pb (ant: 13,5 pb), 4,9 pb (ant: 5,3 pb) y 5,2 pb (ant: 6,7 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 24,00 pb (ant: 29,8 pb), 4,9 pb (ant: 4,8 pb) y 6,6 pb (ant: 8,2 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

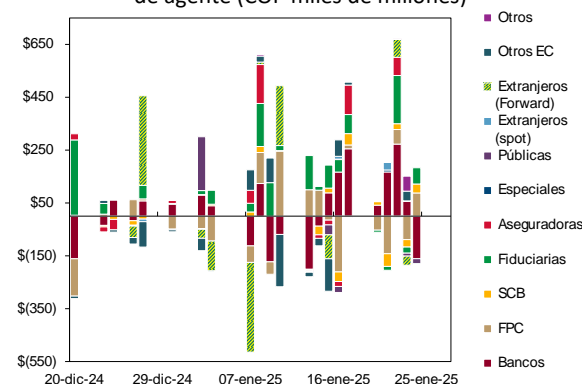
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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



Fuente: BanRep.

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



Fuente: BanRep.

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

	Corrido del 2024	Corrido del 2024	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio (2-5 años)	Tramo Largo (>5 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	14,162	3,400	610	(541)	(1,754)	(1,686)	(170)	191	465	486
Compañía de Financiamiento Comercial	933	9	30	120	-	150	-	9	-	9
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	511	(509)	321	115	0	436	67	(361)	33	(261)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	15,606	2,900	961	(307)	(1,754)	(1,100)	(103)	(161)	498	234
Fondos de Pensiones y Cesantías	100	-	33	-	-	33	-	-	-	-
Propia	38,950	(4,035)	30	(289)	3,453	3,194	-	(371)	216	(155)
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	39,050	(4,035)	62	(289)	3,453	3,227	-	(371)	216	(155)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	636	674	(25)	(1)	7	(18)	57	65	(10)	112
Propia	(250)	311	(423)	99	(180)	(504)	-	(128)	0	(128)
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros	(0)	(0)	-	-	(0)	(0)	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	386	985	(447)	98	(172)	(522)	57	(63)	(10)	(16)
Sociedades Fiduciarias	79	(19)	35	6	12	53	(2)	(0)	4	2
Propia	(10,992)	9,682	640	212	1,186	2,038	58	636	656	1,349
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros***	(1,618)	(1,845)	88	175	967	1,230	-	-	17	17
Extranjeros (TES verdes)****	133	-	-	-	14	14	-	-	-	-
FIC	(217)	438	760	81	24	865	35	193	-	227
Pasivos Pensionales	20	(24)	14	(173)	(90)	(249)	-	183	42	226
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	(10,913)	9,663	674	218	1,198	2,090	56	636	660	1,351
Compañías de Seguros y Capitalización	2,892	3,503	(4)	156	139	291	(21)	(41)	367	305
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	2,892	3,503	(4)	156	139	291	(21)	(41)	367	305
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	31,415	10,116	285	182	4,618	5,086	92	159	1,233	1,484
Total Entidades Financieras Especiales**	1,495	343	(94)	90	127	123	11	(2)	(4)	6
Total Entidades Públicas****	(35,090)	(5,541)	273	(10)	(26)	237	-	109	109	109
Administración FONPET	720	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****	1,324	352	-	45	13	57	-	3	71	74
Extranjeros	6	157	-	2	-	2	-	3	7	10
TOTAL MOVIMIENTO NETO	14,750	8,171	1,425	-	2,978	4,403	-	-	1,907	1,907

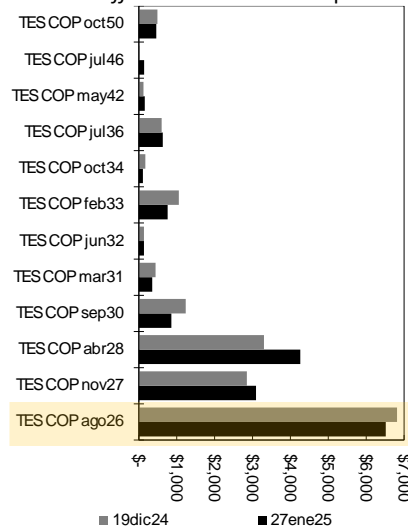
Fuente: BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 27 de diciembre de 2024. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

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

para los títulos que vencen en 2032 (Gráfico A3.3). Además, la posición neta en TES denominados en pesos aumentó COP 1.478 mm, y la posición neta en TES denominados en UVR aumentó COP 16 mm.

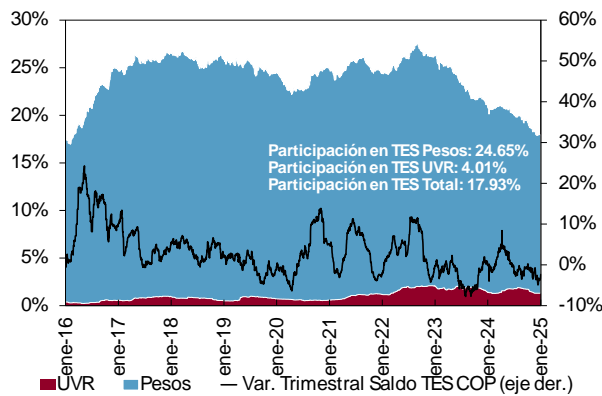
En el periodo analizado los inversionistas extranjeros realizaron compras y ventas de TES denominados en pesos en el mercado a futuro por COP 27.204 mm y COP 3.867 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 26.849 mm y COP 3.745 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES denominados en pesos a través de contratos NDF aumentó COP 232 mm. Adicionalmente, estos inversionistas compraron y vendieron TES denominados en UVR en este mercado por COP 1.526 mm y COP 320 mm, respectivamente (y registraron vencimientos en contratos de compra y de venta por COP 1.460 mm y COP 243 mm), de tal forma que su posición abierta de compra en TES denominados en UVR a través de contratos NDF disminuyó COP 11 mm (Gráfico A3.5). Así, el saldo de compras netas en NDF de TES denominados en pesos por parte de los inversionistas del exterior a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de COP 16.989 mm a COP 17.505 mm; al tiempo que para TES denominados en UVR pasó de COP -424 mm a COP -435.

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



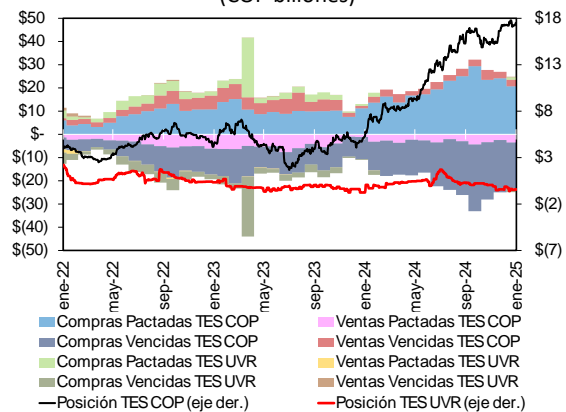
Fuente: BanRep.

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



Fuente: BanRep

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



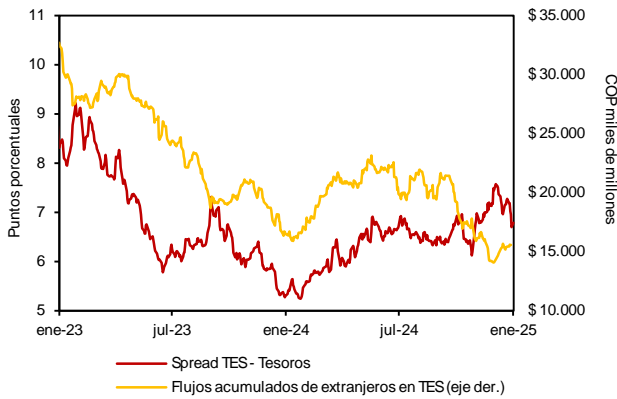
*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

En los gráficos A3.6 - A3.10 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en

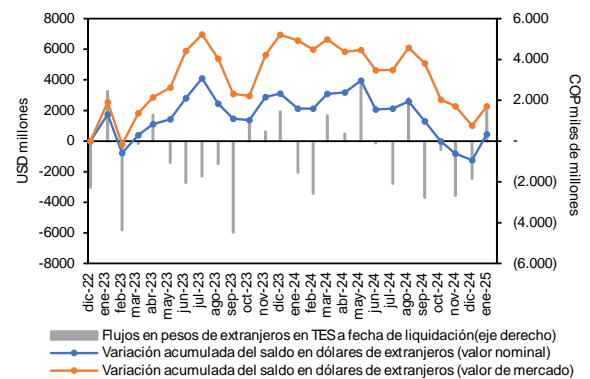
conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en los mercados de deuda de la región.

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



Fuente: BanRep.

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



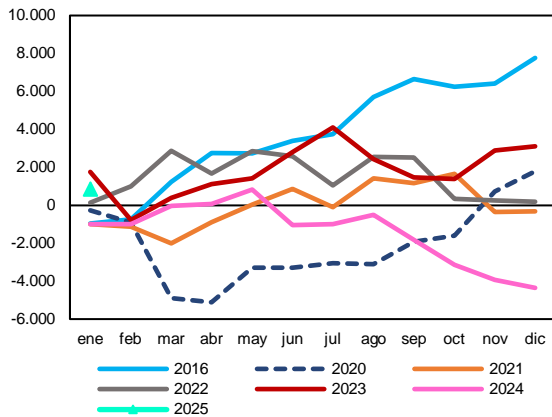
Fuente: BanRep.

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

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

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

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



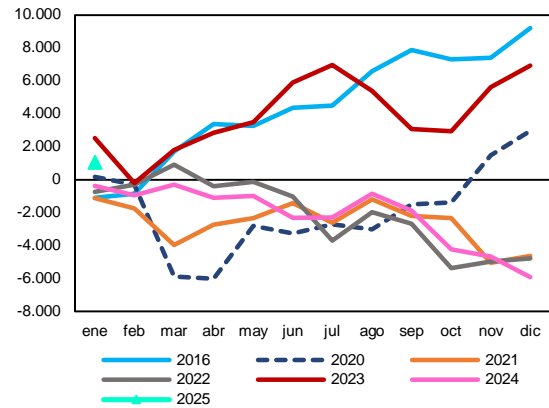
Fuente: BanRep.

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

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

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

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



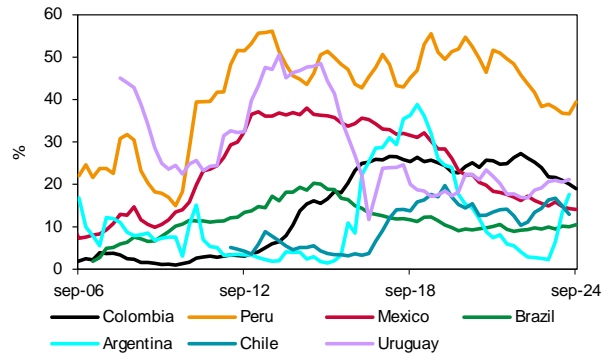
Fuente: BanRep.

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

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

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

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

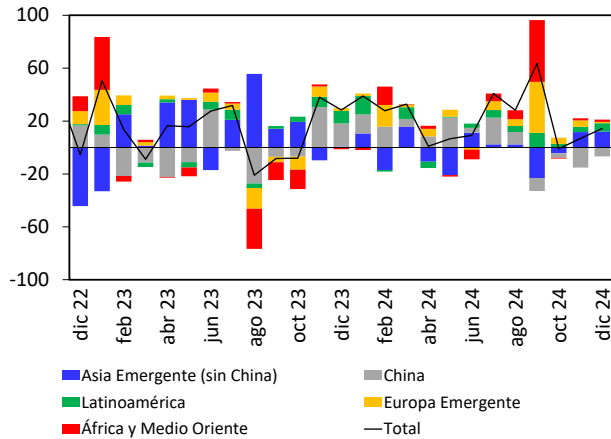


Fuente: IIF y FMI. Nota: Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. La información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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

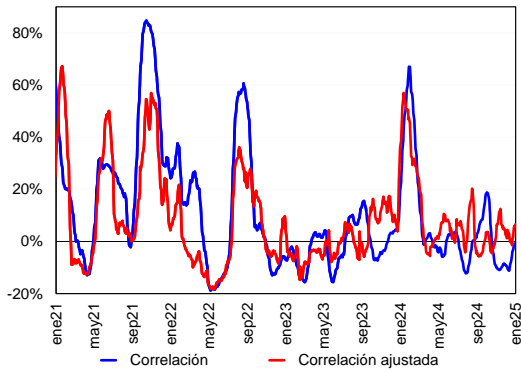
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

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



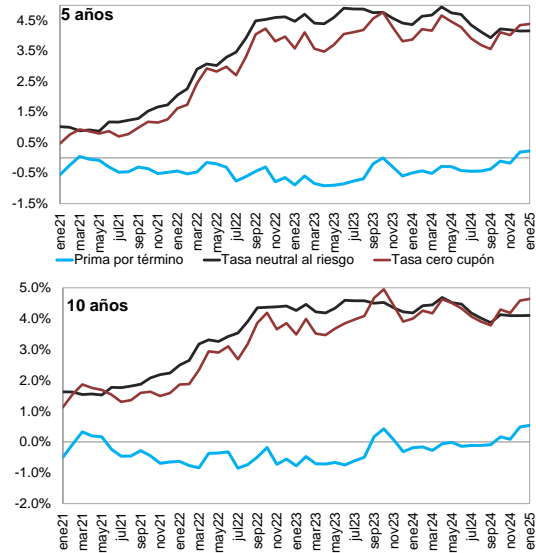
Fuente: IIF.

Gráfico A4.2. Correlación pendientes región



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

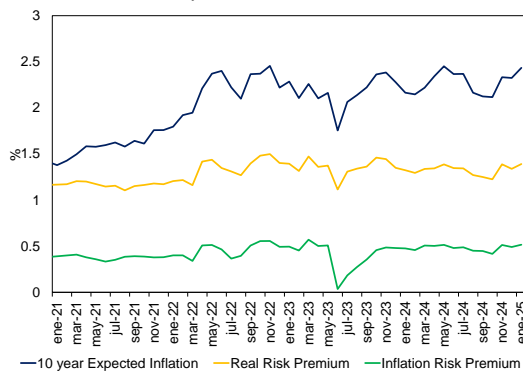
Gráfico A4.3. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) subió y se ubicó en -0,06%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) aumentó y se ubicó en 6,56%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 24 de enero, desde finales de diciembre las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,23% y 0,54%, respectivamente. Las tasas neutras al riesgo variaron +1 pb y +1 pb, y se ubicaron en 4,17% y 4,11% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). Por otra parte, la prima por riesgo inflacionaria en EE. UU subió (0,51%, ant: 0,49%), la prima por riesgo real aumentó (1,39%, ant: 1,34%) y la expectativa de inflación de largo plazo también subió (2,43%, ant: 2,33%).

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



Fuente: Fed.

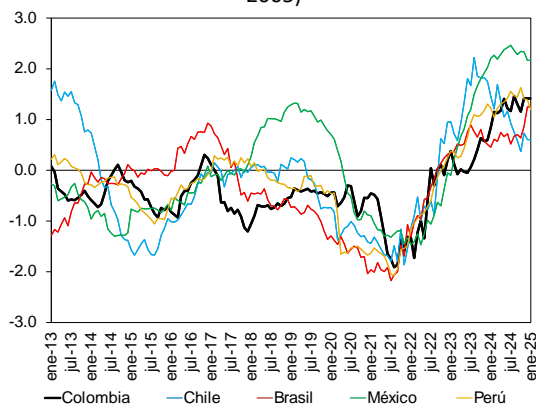
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
Países desarrollados				
23ene25	Banco de Noruega	0	0	4,50%
24ene25	Banco de Japón	25	25	0,50%
Países emergentes/frontera				
23dic24	Banco Central del Uruguay	25	0	8,75%
26dic24	Banco Central de la República de Turquía	-250	-175	47,50%
26dic24	Banco Central de Egipto	0	0	27,25%
27dic24	Banco Central de Trinidad y Tobago	0	-	3,50%
30dic24	Banco Central de la República Dominicana	-25	-	5,75%
31dic24	Banco Nacional de Bulgaria	-9	-	2,95%
6ene25	Banco de Israel	0	0	4,50%
9ene25	Banco Central de Reserva del Perú	-25	-25	4,75%
10ene25	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
15ene25	Banco de Indonesia	-25	0	5,75%
15ene25	Banco Nacional de Rumania	0	0	6,50%
16ene25	Banco de Corea	0	-25	3,00%
16ene25	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
17ene25	Banco Nacional de Kazajistán	0	0	15,25%
20ene25	Banco Popular de China	0	0	3,10% / 3,60%*
21ene25	Banco Nacional de Angola	0	-	19,50%
22ene25	Banco Central de Malasia	0	0	3,00%
23ene25	Banco Central de la Rep. de Uzbekistán	0	-	13,50%
23ene25	Banco Central de la República de Turquía	-250	-250	45,00%
23ene25	Banco Nacional de Ucrania	100	75	14,50%
23ene25	Banco Central del Paraguay	0	-	6,00%
27ene25	Banco Estatal de Pakistán	-100	-100	12,00%
27ene25	Banco de Ghana	0	0	27,00%
27ene25	Banco de Mozambique	-50	-	12,25%

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

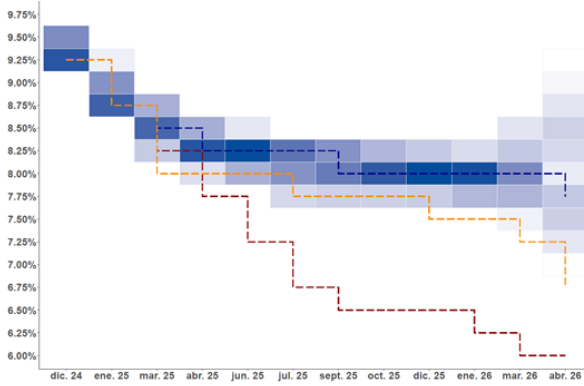
Gráfico A5.4. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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

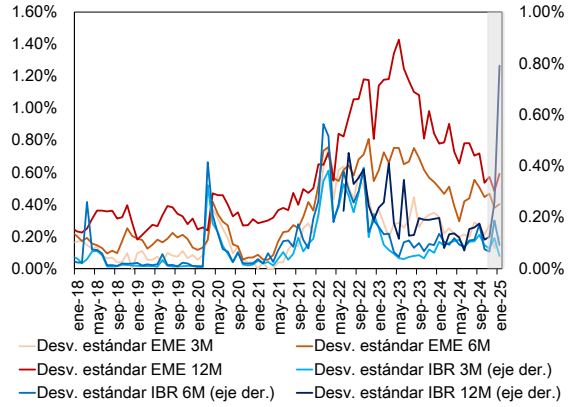
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación

Cuadro A6.1. 16 de diciembre de 2024



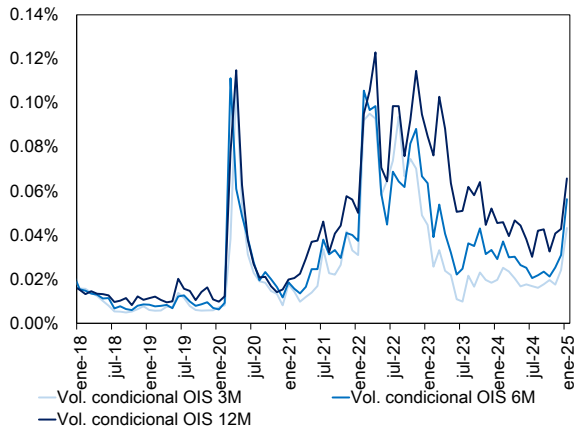
Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.

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



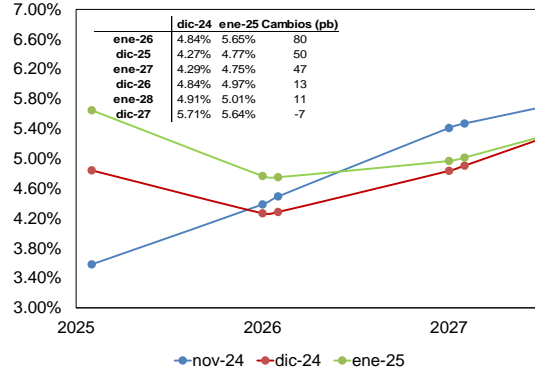
Fuente y Cálculos: BanRep.

A6.3. Volatilidad condicional de las tasas OIS



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

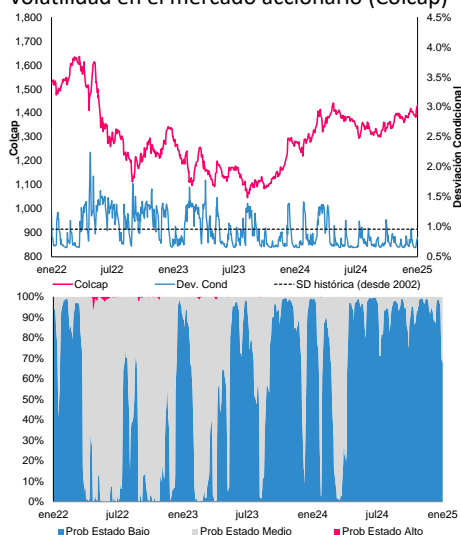
Gráfico A6.4. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



Fuente y Cálculos: Precia.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

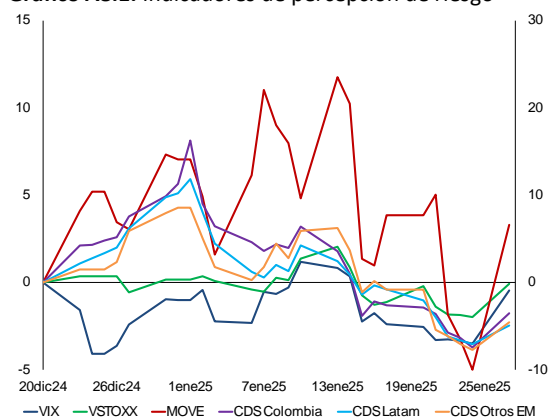
Tabla A7.1. Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	ene-25	dic-24	ene-25	dic-24
Aumentará	37,9%	53,6%	10,7%	25,9%
Sin cambios	44,8%	32,1%	32,1%	18,5%
Disminuirá	17,2%	14,3%	17,9%	14,8%
No aplica			39,3%	40,7%

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

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



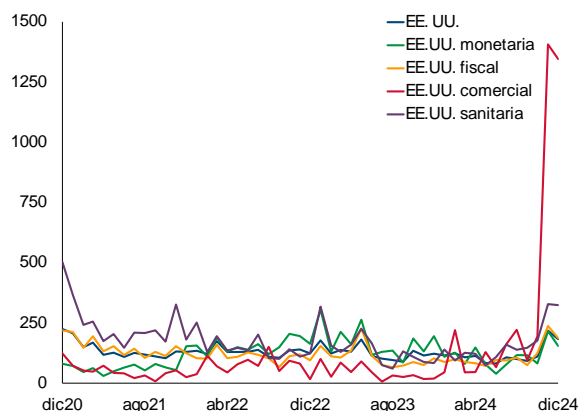
Fuente: Bloomberg. Los indicadores Vix, Vstoxx y Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

Tabla A8.1. Indicadores de incertidumbre en política económica

	EE. UU.				Europa						
	EE. UU.	Pol. monetaria	Pol. fiscal	Pol. sanitaria	Pol. comercial	Europa	Alemania	Italia	Reino Unido	Francia	España
nov-24	218	216	237	328	1407	480	1096	125	397	487	125
dic-24	182	154	187	324	1345	483	950	134	451	568	208
Var.	-35	-62	-51	-4	-61	3	-146	9	54	81	84

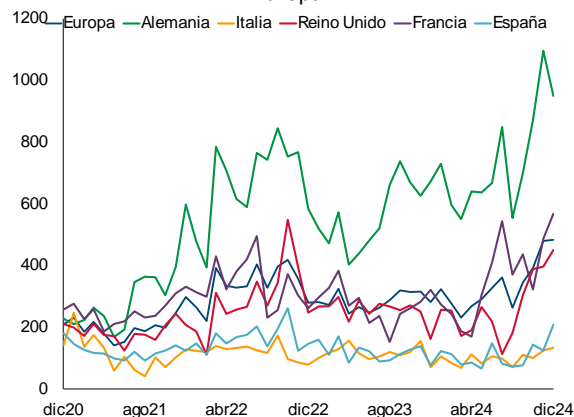
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

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			Esperada a		Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Noviembre 2024			Diciembre 2025		Vigente	Esperada a		Ultimos datos publicados*		Esperada a	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Dic. 24	Ene. 25		Dic. 24	Ene. 25	Esp.	Obs.	Dic. 24	Ene. 25
Colombia	5,16%	5,20%	2,20%	3,85%	4,00%	9,50%	6,50%	7,00%	2,30%	2,00%	2,63%	2,60%
Chile	4,70%	4,50%	1,50%	3,50%	3,80%	5,00%	4,25%	4,50%	2,20%	2,25%	2,00%	2,10%
México	4,22%	4,21%	1,21%	3,70%	3,80%	10,00%	8,27%	8,37%	1,50%	1,65%	1,30%	1,20%
Perú	2,20%	1,97%	-0,03%	2,30%	2,40%	4,75%	4,15%	4,27%	3,70%	3,80%	2,80%	2,80%
Brasil	4,84%	4,83%	1,83%	4,60%	5,50%	12,25%	14,00%	15,00%	3,90%	4,00%	2,01%	2,06%
Ecuador	n.d.	0,53%	-1,47%	2,00%	2,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-1,54%	1,50%	1,50%
Argentina	117,80%	117,80%	n.d.	35,60%	31,70%	32,00%	24,97%	26,24%	-2,60%	-2,10%	4,00%	4,40%
EE.UU.	2,90%	2,90%	0,90%	2,50%	2,60%	4,25% - 4,5%	3,75%	3,95%	2,80%	3,10%	2,10%	2,20%
India	5,30%	5,22%	1,22%	4,30%	4,30%	6,50%	5,79%	5,81%	6,50%	5,36%	6,60%	6,50%
Sudáfrica	3,20%	3,00%	-1,50%	4,11%	4,10%	7,75%	6,95%	7,00%	1,10%	0,30%	1,66%	1,70%
China	0,10%	0,10%	-2,90%	1,40%	1,40%	1,50%	1,17%	1,14%	5,00%	5,40%	4,40%	4,50%
Rusia	9,80%	9,52%	5,52%	7,10%	7,30%	21,00%	16,90%	16,90%	3,10%	3,10%	1,50%	1,60%
Turquía	45,20%	44,38%	39,38%	31,35%	31,90%	45,00%	31,10%	30,90%	2,45%	2,11%	2,70%	2,60%
Noruega	2,50%	2,20%	2,80%	2,40%	2,50%	4,50%	3,35%	3,40%	0,30%	0,50%	1,35%	1,40%
Costa Rica	n.d.	0,84%	-2,16%	2,70%	2,50%	4,00%	3,60%	3,75%	n.d.	3,70%	3,50%	3,60%
El Salvador	n.d.	0,30%	-3,00%	1,80%	1,90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1,40%	2,50%	2,50%
Guatemala	n.d.	1,70%	-2,30%	3,70%	3,70%	4,50%	3,25%	3,33%	n.d.	3,50%	3,50%	3,50%
Honduras	n.d.	3,90%	-1,10%	4,40%	4,40%	5,75%	5,75%	5,75%	n.d.	2,90%	3,20%	3,20%
Panamá	n.d.	-0,20%	-2,29%	1,90%	1,90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,00%	3,60%	3,50%
Paraguay	n.d.	3,80%	-0,20%	3,90%	3,90%	6,00%	5,20%	6,00%	n.d.	3,40%	3,80%	3,80%

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

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 24 de enero.

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

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

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

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