



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, 29 de enero de 2026

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

CONTENIDO

1. ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS	3
1.1. Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas	3
1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana	11
1.3. Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona	19
1.4. Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región.....	20
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	21
2.1. Expectativas de TPM	21
2.2. Expectativas de crecimiento económico.....	26
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	27
4. RECUADROS/ANEXOS	29
Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	30
Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	36
Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local	38
Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región.....	41
Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos	43
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación	44
Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	45
Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional	45
Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	46

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

- Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), todas las medidas de expectativas de inflación derivadas del mercado de deuda pública, del mercado de derivados y de las encuestas aumentaron significativamente, y se mantienen por encima la meta del 3% en el horizonte de dos años (Cuadro 1).
- La curva de rendimientos de la deuda pública en pesos se aplanó, con desvalorizaciones en el tramo corto y valoraciones en los demás tramos. El movimiento en la parte corta estuvo en línea con el aumento de las expectativas de inflación. Estos movimientos ocurrieron en un entorno de mayor volatilidad y liquidez reducida.
- Las expectativas implícitas en el mercado de derivados y de las encuestas, anticipan incrementos significativos de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en los próximos meses. Hacia el cierre de 2026, el mercado descuenta mayores aumentos que los previstos por las encuestas.
- Posterior a la venta directa de TES del MHCP a un inversionista extranjero al cierre de 2025, no se han observado flujos de compra relevantes por parte de ningún tipo de agente aparte de las entidades públicas. Estas últimas, fueron los principales demandantes en el mercado de contado, continuando con la tendencia de 2025.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

Expectativas de inflación (mercado)												
BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		
dic25	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic27	2 años	dic27	2 años	1 año	2 años
	4.97%	5.34%	4.72%	5.95%	5.38%	5.47%	5.74%	5.74%	5.56%	5.52%	5.71%	5.92%
ene26	6.35%	6.44%	5.76%	6.43%	6.20%	6.10%	6.52%	6.52%	6.05%	6.00%	6.87%	6.43%
Variación (pb)	138	110	104	48	82	63	78	78	49	47	116	51
Expectativas de inflación (encuestas)												
Total (otras encuestas)				Total (BanRep)				SAR (BanRep)				
dic26	dic26	1 año		dic26	1 año	dic27	2 años	dic26	1 año	dic27	2 años	
	4.65%	4.65%		4.59%	4.59%	3.80%	3.80%	4.58%	4.58%	3.72%	3.72%	
ene26	6.48%	6.30%		6.37%	6.15%	4.82%	4.70%	6.68%	6.18%	4.82%	4.54%	
Variación (pb)	183	165		178	156	102	90	210	160	110	82	

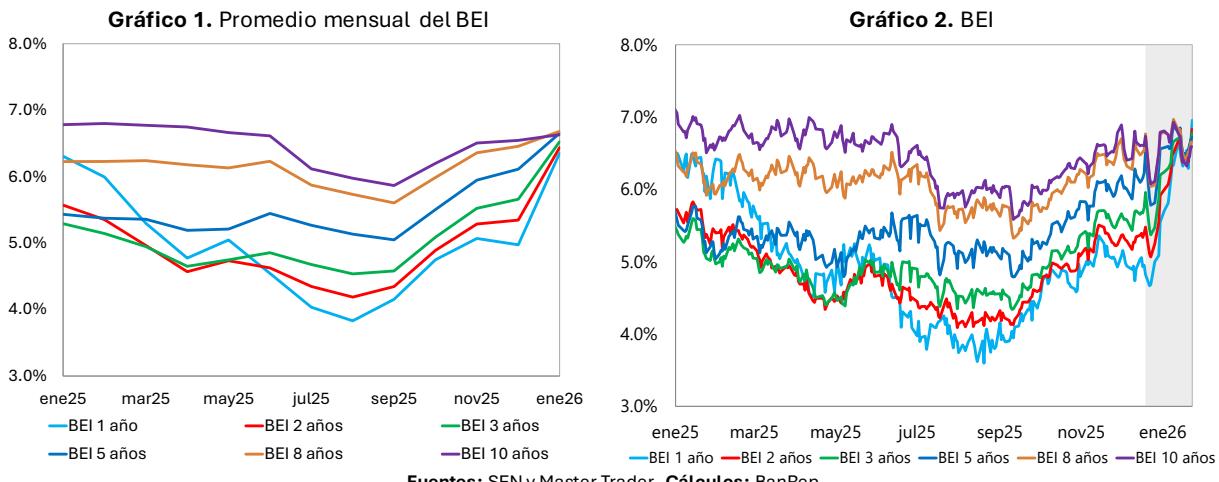
Las expectativas de mercado se presentan como un promedio del mes. La expectativa de otras encuestas a diciembre de 2026 y 2027 corresponde a un promedio de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y Citi, y a un año corresponde a la EOF. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados.

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

Las inflaciones implícitas en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation*, BEI) registraron incrementos significativos en la mayoría de los plazos y, en general, se ubican sobre el 6% en el horizonte de dos años. Este comportamiento obedece principalmente al aumento del 23,7% en el salario mínimo para 2026, un ajuste considerablemente superior a lo anticipado por los analistas¹. Este incremento ocurrió en un entorno de baja liquidez, asociado a la cautela de los inversionistas frente a los riesgos inflacionarios, la situación fiscal del Gobierno y sus estrategias de financiamiento para 2026. Con corte al 23 de enero, el BEI presentó un aumento mensual promedio de 138 puntos básicos (pb) para el plazo a un año, alcanzando 6,35%. Para los plazos de cinco y diez años, los incrementos fueron de 55 pb y 11 pb, ubicándose en 6,65% y 6,63%, respectivamente (Gráfico 1). Adicionalmente, al comparar las tasas del 23 de enero con las observadas el 19 de

¹ Esto se infiere luego de analizar el comportamiento del BEI entre el 29 de diciembre y el 2 de enero, siendo este último el primer día de negociación luego del anuncio del salario mínimo por parte del gobierno. En particular, los BEI a uno, cinco y diez años aumentaron 61 pb, 29 pb y 31 pb, respectivamente. Luego, entre el 2 y el 9 de enero, las expectativas continuaron al alza, acumulando incrementos adicionales de 63 pb, 30 pb y 12 pb en los mismos plazos. El dato de inflación no generó un impacto significativo y, tras su publicación el 8 de enero, las expectativas mantuvieron su tendencia ascendente, que sugiere que los mercados siguieron descontando mayores niveles de inflación para 2026 ante las preocupaciones en este frente derivadas del fuerte incremento del salario mínimo.

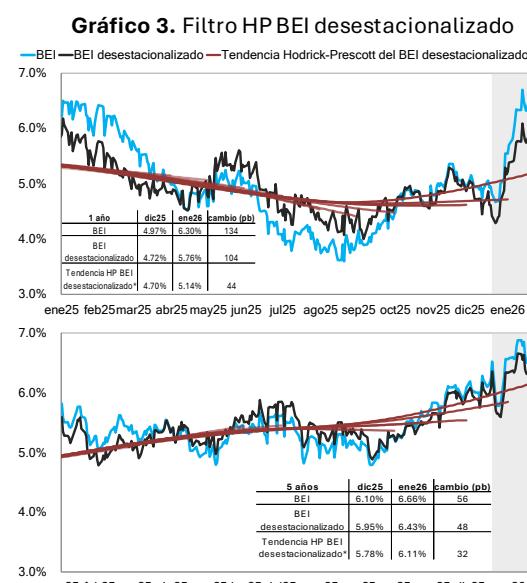
diciembre, se evidencia que los BEI a uno, cinco y diez años variaron en +213 pb, +20 pb y -14 pb, respectivamente, situándose en 6,96%, 6,72% y 6,59% (Cuadro 2 y Gráfico 2).



Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

	TES pesos										TES UVR									
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10								
	19dic25	10.55%	11.47%	12.12%	12.83%	13.13%	13.10%	5.72%	5.99%	6.16%	6.31%	6.37%	6.36%							
23ene26	11.40%	11.82%	12.12%	12.45%	12.59%	12.57%	4.44%	4.99%	5.34%	5.73%	5.93%	5.98%								
	85	35	0	-39	-55	-53	-128	-100	-81	-59	-43	-38								
Var. BEI	213	136	82	20	-11	-14														
BEI	6.96%	6.83%	6.77%	6.72%	6.65%	6.59%														
Promedios mensuales																				
dic25	10.48%	11.19%	11.71%	12.34%	12.73%	12.81%	5.51%	5.85%	6.06%	6.24%	6.29%	6.28%								
ene26*	11.08%	11.69%	12.11%	12.57%	12.77%	12.75%	4.73%	5.25%	5.58%	5.92%	6.09%	6.12%								
	60	50	40	23	4	-6	-78	-60	-48	-32	-20	-16								
Var. BEI	138	110	88	55	25	11														
BEI	6.35%	6.44%	6.53%	6.65%	6.68%	6.63%														

*Información disponible al 23 de enero de 2026.



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

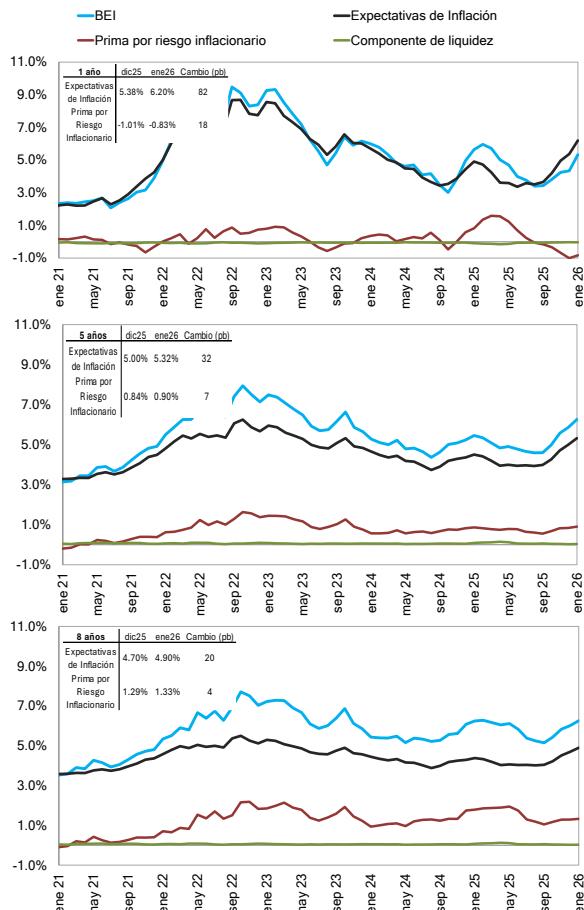
*El dato de la tendencia se estimó con datos hasta el 23 de enero. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

la tendencia promedio subió para el plazo de un año (obs: 5,14%; ant: 4,70%) y de cinco años (obs: 6,11%; ant: 5,78%).

Al ajustar el BEI por estacionalidad, se observan incrementos significativos en los horizontes de corto y mediano plazo. La tendencia del BEI ajustado estacionalmente también muestra un aumento importante, especialmente en el plazo a un año. Con el fin de controlar por la estacionalidad de los TES denominados en UVR a inicio y fin de cada año (periodos en los que estos títulos suelen presentar mayores valorizaciones producto de las inflaciones mensuales altas), el Gráfico 3 presenta los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Además, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (estimada mediante un filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo que permite observar la velocidad de ajuste de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado promedio se ubicó en 5,76% para el plazo de un año (ant: 4,72%) y en 6,43% para el plazo de cinco años (ant: 5,95%). Por su parte,

El componente de expectativas de inflación del BEI registró aumentos en todos los plazos. Los elevados niveles de esta medida se encuentran en línea con el ajuste significativo y en una magnitud mayor a la esperada del salario mínimo y las persistentes preocupaciones fiscales. Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también la incertidumbre sobre estas expectativas y algunas potenciales fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI² para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los TES UVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 6,20% (ant: 5,38%), 5,32% (ant: 5,00%) y 4,90% (ant: 4,70%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

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

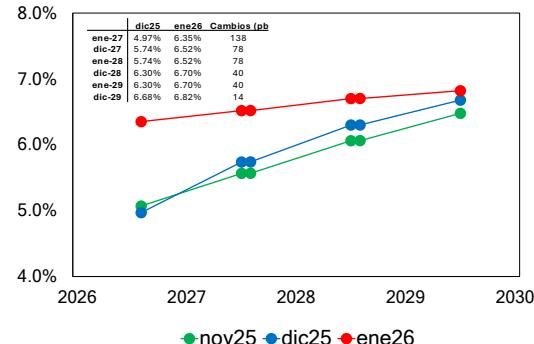


Fuentes: Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 5,33% (ant: 4,34%), 6,26% (ant: 5,86%) y 6,26% (ant: 6,01%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

Los Forward Break-Even Inflation (FBEI), tanto en su versión simple como ajustada por primas, registraron aumentos para todos los plazos. Estas métricas continúan ubicándose por encima de la meta de inflación establecida por el BanRep. Para calcular las expectativas de inflación

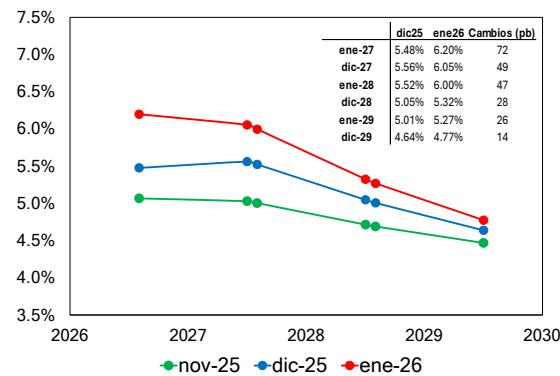
² Según Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano", las expectativas de inflación netas de 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. Finalmente, el componente de liquidez se calcula como el diferencial entre la prima por liquidez extraída de los TES en pesos y de los TES en UVR. Así, el BEI total se puede descomponer en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez; el BEI total puede diferir del BEI presentado en el Gráfico 1 para cada plazo dado que se estiman con modelos diferentes.

Gráfico 5A. FBEI sin ajuste



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

Gráfico 5B. FBEI neto de primas



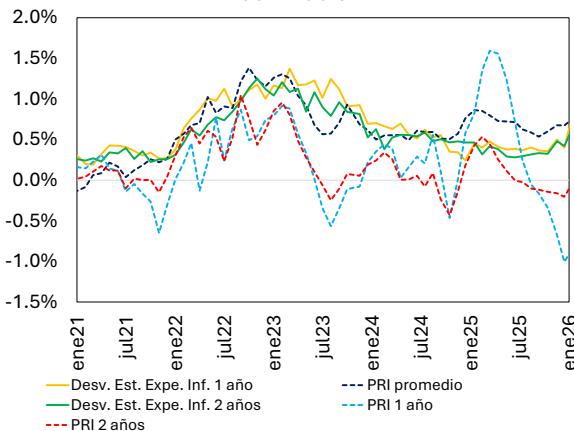
Fuentes: Precia. **Nota:** La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

anual a 12, 24 y 36 meses y considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual mediante la curva FBEI para los meses de diciembre de 2027, 2028 y 2029 las cuales se ubican en 6,52%, 6,70% y 6,82%, en su orden. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 6,05%, 5,32% y 4,77% para los mismos plazos.

La prima por riesgo inflacionario (PRI) aumentó en todos los plazos, aunque la de corto plazo permanece en niveles bajos. Estos niveles históricamente bajos de la PRI de corto plazo, en un contexto de aumento en las expectativas de inflación, sugieren que el mercado asigna una mayor probabilidad a escenarios de inflación elevada en el futuro. Por su parte, la desviación estándar de las expectativas de inflación a uno y dos años también se incrementó. Las PRI variaron en +18 pb, +7 pb y +4 pb para los plazos de 1, 5 y 8 años, ubicándose en -0,83%, 0,90% y 1,33%, respectivamente (Gráfico 6). Asimismo, la dispersión de las expectativas de inflación a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep se situó en 0,82% y 0,65%, frente a 0,40% y 0,42% previamente (Gráfico A4.5)³.

Para el horizonte de un año, el escenario más probable es que las expectativas de inflación, tanto del mercado como de las encuestas, se mantengan por encima del 5%. A dos años, el mercado también asigna mayor probabilidad a una inflación superior al 5%, mientras que las encuestas ubican el resultado más probable entre 4% y 5%. Las probabilidades en estos rangos aumentaron de manera significativa frente a lo observado en diciembre. La probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año supere el 5% se estimó empleando la distribución del BEI ajustado por primas y, adicionalmente, ajustando una distribución a las respuestas de la EME. En el primer caso, dicha probabilidad se ubicó en 99,66% (anteriormente: 56,95%), y en el segundo, en 91,89% (anteriormente: 7,14%) (Gráficos 7A y 7B). Para el horizonte de dos años, la probabilidad de que las expectativas superen este umbral es de 100% (anteriormente: 80,24%) según el BEI ajustado, y de 24,24% (anteriormente: 2,44%) de acuerdo con la EME (Gráficos 7C y 7D).

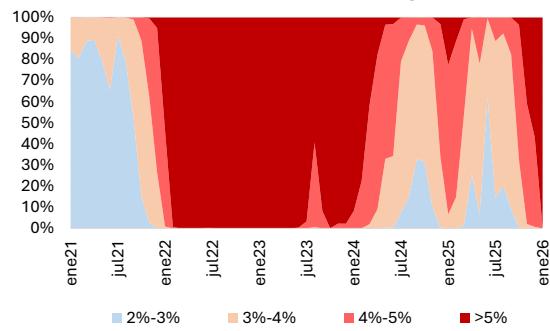
Gráfico 6. PRI y desviación estándar de las expectativas de inflación



Fuente: BanRep. Nota: PRI promedio corresponde al promedio de la PRI para todos los plazos.

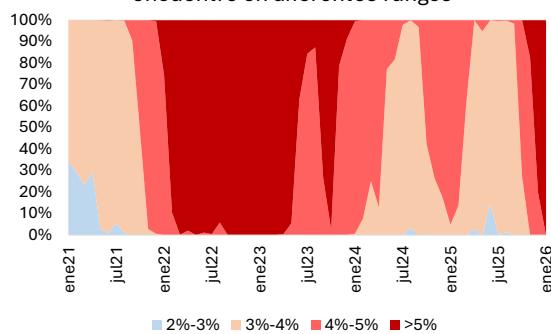
³ Christensen, J & Ruiz, C. (2024) muestran que las primas por riesgo inflacionario en Colombia están influenciadas por factores internacionales. Esta prima surge de restar la prima por término de la curva de TES en UVR a la prima a término de la curva de TES en pesos.

Gráfico 7A. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año del FBEI ajustado se encuentre en diferentes rangos



Fecha	2%-3%	3%-4%	4%-5%	>5%
dic25	0.00%	0.75%	42.30%	56.95%
ene26	0.00%	0.00%	0.34%	99.66%

Gráfico 7C. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a dos años del FBEI ajustado se encuentre en diferentes rangos

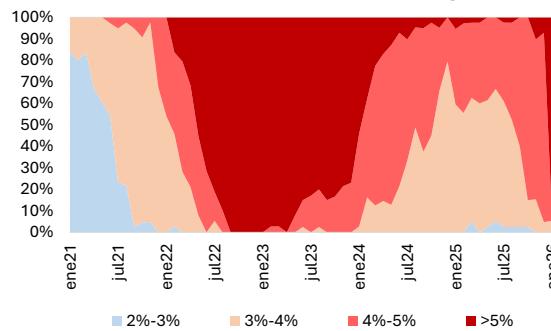


Fecha	2%-3%	3%-4%	4%-5%	>5%
dic25	0.00%	0.00%	19.76%	80.24%
ene26	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%

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

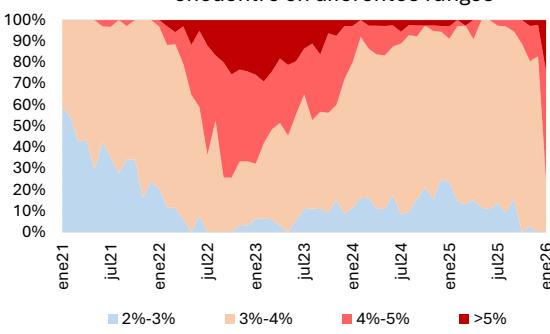
Las expectativas de inflación implícitas en los contratos de derivados a uno y dos años aumentaron, en línea con la mayoría de las expectativas de inflación del mercado. Porsu fuente de información, este indicador no se ve afectado por las estrategias de manejo de deuda implementadas por el MHCP, lo que permite extraer información de expectativas de inflación excluyendo el efecto de estas operaciones. El Gráfico 8 presenta las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los swaps UVR (*swap BEI*⁴), frente al BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 23 de enero, los swaps BEI promedio mensual a 1 y 2 años subieron cada uno 116 pb y 51 pb, y se ubicaron en 6,87% y 6,43% (ant: 5,71% y 5,92%), respectivamente⁵.

Gráfico 7B. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año de la EME se encuentre en diferentes rangos



Fecha	2%-3%	3%-4%	4%-5%	>5%
dic25	0.00%	4.76%	88.10%	7.14%
ene26	0.00%	5.41%	2.70%	91.89%

Gráfico 7D. Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a dos años de la EME se encuentre en diferentes rangos



Fecha	2%-3%	3%-4%	4%-5%	>5%
dic25	0.00%	82.93%	14.63%	2.44%
ene26	0.00%	24.24%	51.52%	24.24%

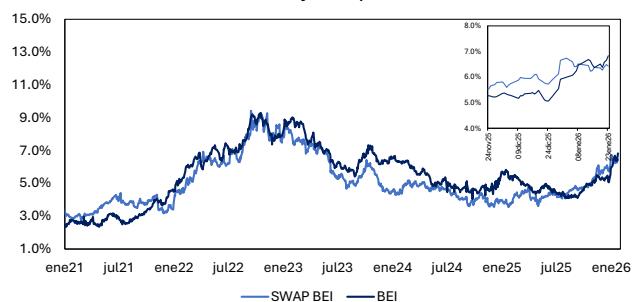
⁴ Se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los swap IBR UVR, para más detalle consultar el Recuadro 1. Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros, publicado en el documento *Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capital* de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

⁵ La medida forward del primer al segundo año disminuyó levemente (obs: 5,98%, ant: 6,12%).

Gráfico 8A. BEI y Swap BEI a 1 año



Gráfico 8B. BEI y Swap BEI a 2 años



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁶ (ICEI), que refleja la dinámica común de las expectativas de inflación provenientes del mercado y de encuestas, continuó aumentando para todos los plazos y por una magnitud importante (Gráficos 9 al 12). La dinámica común de las expectativas excluyendo los BEI y FBEI⁷, supera la del indicador que incluye todas las medidas.

Gráfico 9. ICEI de corto plazo

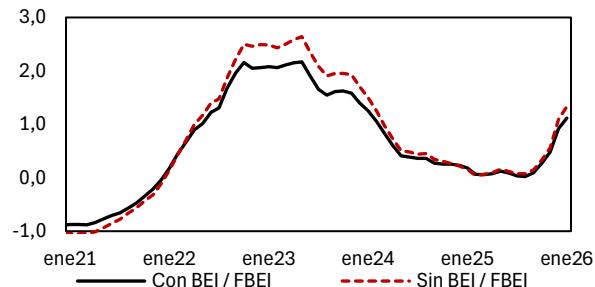


Gráfico 10. ICEI de mediano plazo

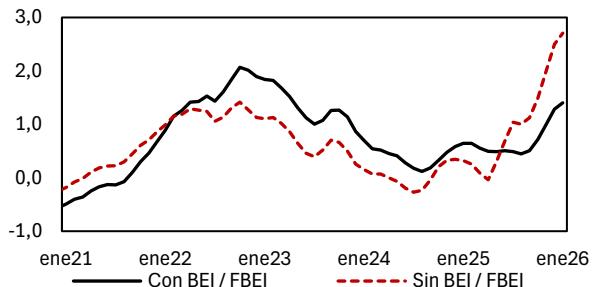


Gráfico 11. ICEI de largo plazo

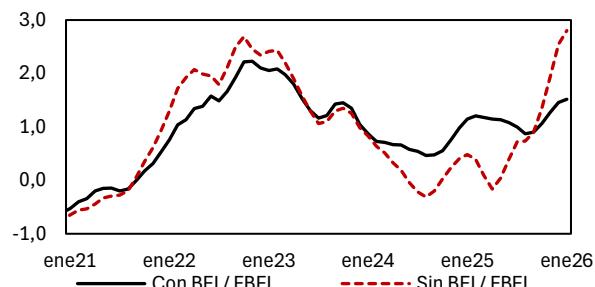
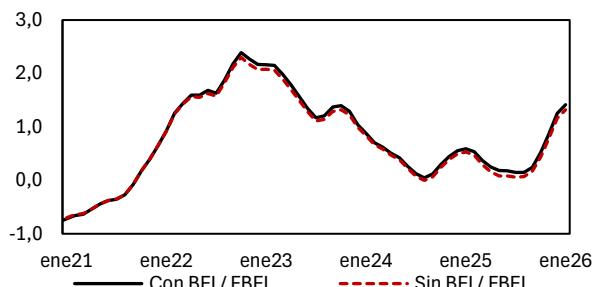


Gráfico 12. ICEI a todos los plazos



Fuentes: BanRep, Fedesarrollo, Focus Economics, SENy 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.

⁶ 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.

⁷ Se excluyen las medidas BEI y FBEI que no son netas de primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa, con el objetivo de limpiar por factores que podrían contaminar las expectativas de inflación.

Las expectativas provenientes de encuestas de inflación total, básica y sin alimentos ni regulados (SAR) registraron incrementos importantes para el cierre de 2026 y 2027 y en los horizontes de 12 y 24 meses. En el caso de la inflación total, el valor promedio⁸ aumentó frente al mes anterior para finales de 2026 (de 4,63% a 6,44%), a 12 meses (de 4,62% a 6,23%), para finales de 2027 (de 3,80% a 4,91%), y a 24 meses (de 3,80% a 4,70%). Las expectativas de inflación SAR y sin alimentos reflejaron una dinámica similar a la observada en la inflación total para los distintos horizontes.

Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas

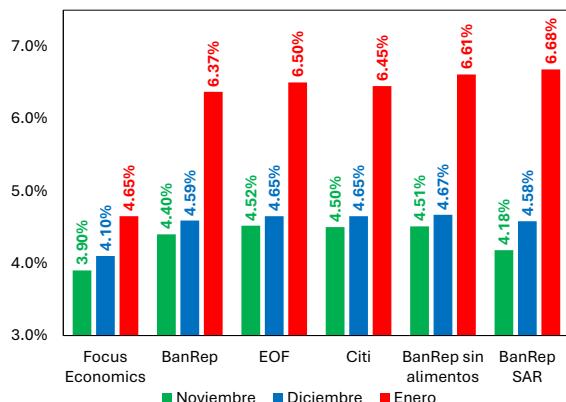


Gráfico 14. Inflación esperada para cierre 2027 según encuestas

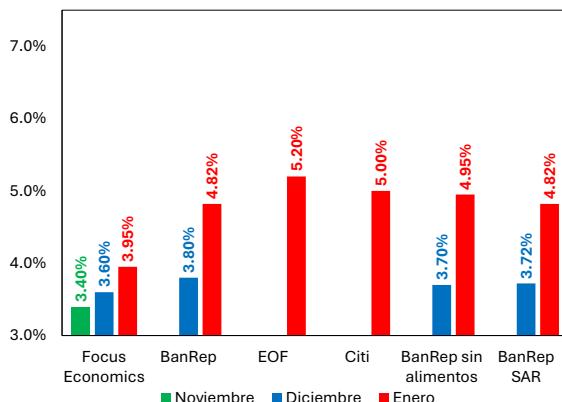


Gráfico 15. Inflación esperada a 12 meses según encuestas

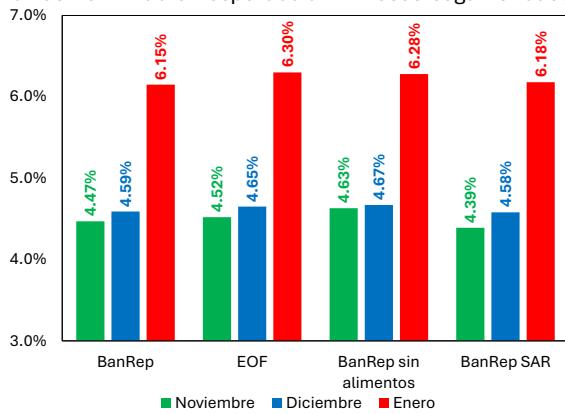
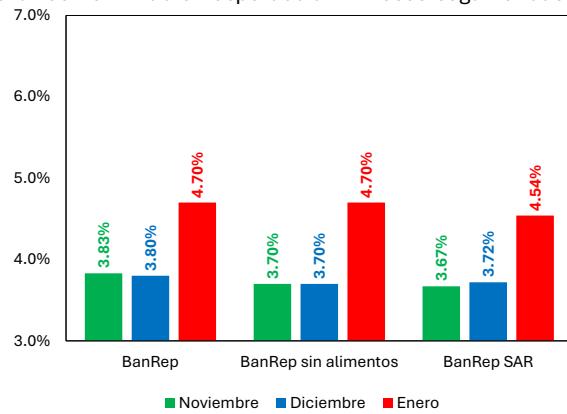


Gráfico 16. Inflación esperada a 24 meses según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi.

Nota: Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics incluyen datos recolectados hasta el 11 de enero. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 14 de enero. Los datos de la EOF se publicaron el 21 de enero con datos recolectados entre el 11 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 26 de enero. Las encuestas de Fedesarrollo y Citi no preguntaron por la inflación de diciembre de 2027 en la encuesta publicada en diciembre 2025.

⁸ Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics dado el rezago en la recolección de sus datos. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2026 aumentó de 4,50% a 5,99%, y para 2027 aumentó de 3,70% a 4,39% (en el mes de diciembre no se publicó información de expectativas de inflación para 2027 por parte de Citi y Fedesarrollo).

En diciembre, la inflación mensual sin alimentos se ubicó levemente por debajo de lo esperado por el mercado y por debajo de la registrada el mismo mes en 2024. Por su parte, la medida SAR se ubicó por encima tanto de las expectativas del mercado como la del registro del mismo mes del año anterior. Para enero los analistas proyectan que estas medidas se ubicarán sobre los valores observados a inicios de 2025. En diciembre, la inflación sin alimentos se ubicó en 0,35% m/m, levemente por debajo del pronóstico de los analistas encuestados por la EME (0,37%) y ubicándose por debajo del dato de diciembre de 2024 (0,44%)⁹. Por su parte, la inflación SAR se situó en 0,51%, por encima de lo esperado (0,39%) y del dato de 2024 (0,36%)¹⁰. Para enero, los analistas proyectan que la inflación sin alimentos se ubicue en 1,17% m/m, lo que representaría un nivel superior al de enero de 2025 (0,78%), y la de SAR en 1,12% lo que la ubicaría por encima de lo registrado en 2025 (0,63%) (Gráfico 17 y 18).

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

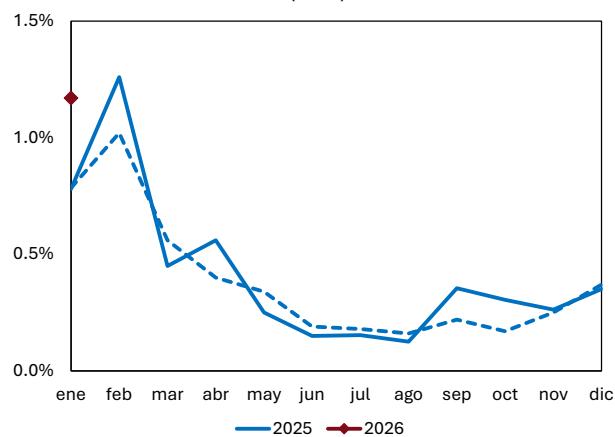
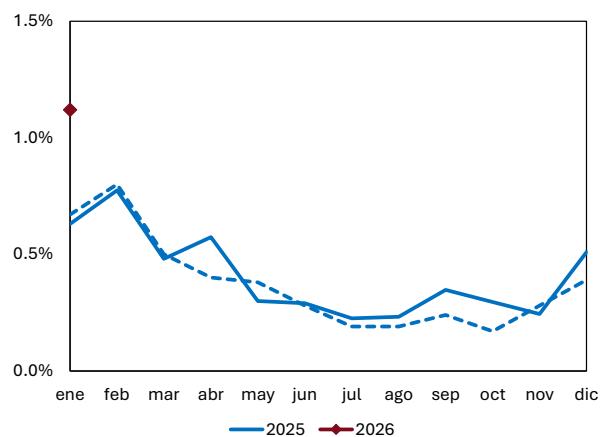


Gráfico 18. Inflación mensual SAR y expectativas (EME)



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

En síntesis, las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros aumentaron significativamente durante el periodo, comportamiento similar al observado en las expectativas provenientes de encuestas. Estas medidas continúan alejándose del 3% en el horizonte de dos años. El incremento en las expectativas, tanto en encuestas como en mercados financieros, está en línea con los datos de inflación registrados en los últimos meses de 2025, que mostraron una alta persistencia en esta medida, así como con el ajuste históricamente alto del salario mínimo para 2026 y superior a lo anticipado por los analistas, y las persistentes preocupaciones fiscales. La dinámica de la demanda interna también contribuyó a este aumento.

Los promedios mensuales de los swap BEI a 1 y 2 años se ubicaron en niveles superiores a los registrados tanto en las encuestas como en el mercado de deuda. Las expectativas de inflación a un año provenientes de encuestas se encuentran por debajo de las implícitas en el mercado de deuda. Para diciembre de 2026, las encuestas muestran una expectativa de 6,48% (ant: 4,65%), mientras que la expectativa para el mismo periodo derivada del forward BEI (ajustado) se ubica en 6,52% (ant: 5,74%). A 24 meses, la EME indica una expectativa de 4,70% (ant: 3,80%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 6,05% (ant: 5,56%).

⁹ Y se mantuvo por debajo del registro de 2022 (0,91%) y 2023 (0,66%).

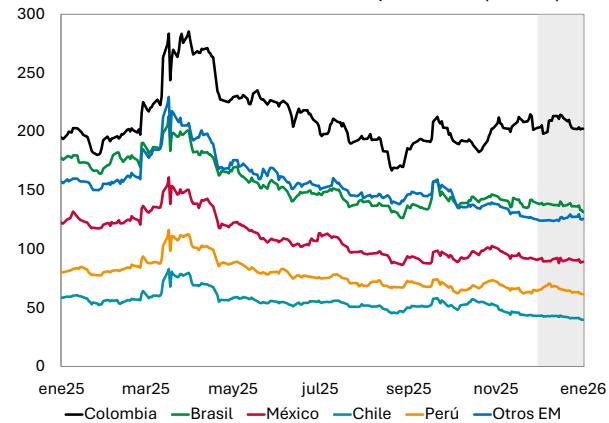
¹⁰ Y se mantuvo por debajo del registro de 2022 (0,97%) y 2023 (0,56%).

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Al comparar las tasas de los TES en pesos entre el 19 de diciembre y el 23 de enero, se observa una desvalorización en el tramo corto de la curva en pesos y valorizaciones de los demás tramos de la curva. Esta dinámica se presentó en un contexto de mayor volatilidad y baja liquidez. Las tasas del tramo corto de la curva fueron las más afectadas y reaccionaron principalmente al incremento en las expectativas de inflación y de la TPM, luego de conocerse que el nuevo salario mínimo se ubicó por encima de lo anticipado por los analistas¹¹. Las referencias del tramo medio y largo de la curva exhibieron elevada volatilidad en un contexto de baja liquidez, asociada a las festividades de fin de año, y de mayor incertidumbre derivada de un entorno fiscal retador y el ciclo de elecciones presidenciales

previsto para este año. En los primeros días de enero, las tasas se desvalorizaron tras el aumento del salario mínimo y las mayores preocupaciones en el frente fiscal¹². Posteriormente, la curva registró valorizaciones que respondieron principalmente a factores técnicos¹³. Según los agentes del mercado, este último comportamiento no refleja los fundamentales de la economía local e indicaron que siguen existiendo dudas sobre el impacto del salario mínimo en la inflación y en la política monetaria, así como sobre la situación fiscal y las necesidades de financiamiento del Gobierno para 2026. A esto se suma la incertidumbre por el proyecto de decreto que busca repatriar cerca de COP 125 billones (b) en recursos de pensiones invertidos en el exterior. En este contexto, se observó una postura cautelosa y un bajo apetito comprador por parte de los tipos de agentes distintos de las entidades públicas, en línea con la baja liquidez que ha presentado el mercado, como se muestra más adelante. Finalmente, las primas de riesgo para Colombia permanecieron estables desde la última reunión de la JDBR¹⁴, en contraste con la tendencia a la baja observada en la mayoría de los países de la región¹⁵.

Gráfico 19. Credit Default Swaps Latam (5 años)



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

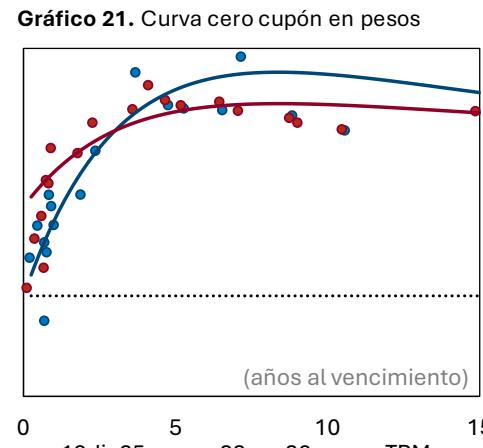
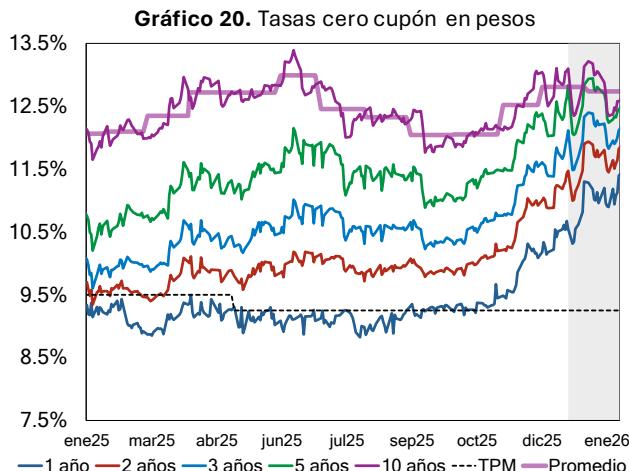
¹¹ El ajuste del salario mínimo influyó de manera significativa en las expectativas, para más detalle ver la sección *Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas*.

¹² El Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) se pronunció el 2 de enero sobre el incremento de 23% en el salario mínimo para 2026 que fue decretado por el Gobierno, indicando que esta decisión aumentaría el déficit fiscal en, al menos, COP 5,3 billones (0,3% del PIB) en 2026 y en COP 8 billones (0,4% del PIB) de 2027 en adelante.

¹³ De acuerdo con los agentes del mercado, esta dinámica estuvo asociada principalmente a una mayor demanda en el mercado spot, explicada por dos elementos clave: primero, la dificultad para acceder a títulos en préstamo con el fin de cubrir posiciones cortas, ante la ausencia del decreto que habilita operaciones de TTV, lo que llevó al cierre de varias estrategias de ventas en corto; y segundo, el aumento en la demanda de referencias de largo plazo, luego de conocerse que el Ministerio de Hacienda subastará exclusivamente el TES en pesos con vencimiento en febrero de 2030 durante los primeros meses del año.

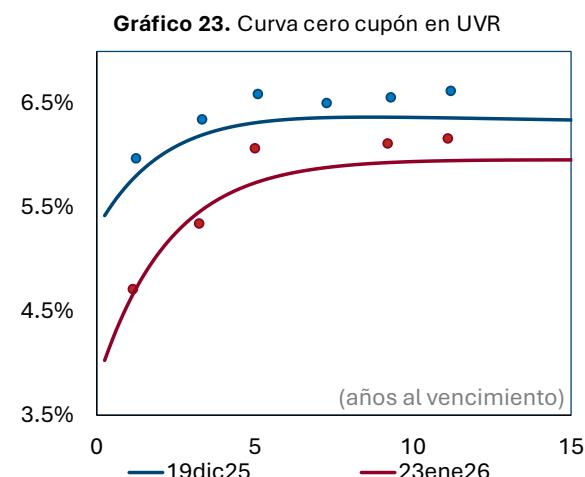
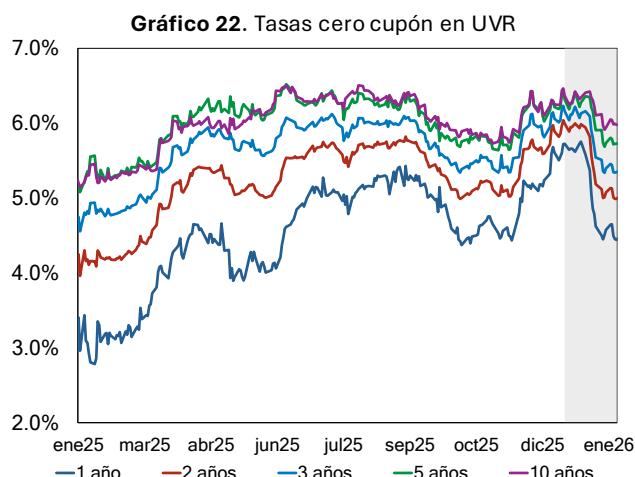
¹⁴ El CDS a 5 años para Colombia subió 1 pb.

¹⁵ El CDS a 5 años en Brasil se redujo 9 pb, en Perú 4 pb, en México 3 pb y en Chile 3 pb. Por su parte, en una muestra de países emergentes, según el índice CDX.EM, el CDS se mantuvo estable.



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.

Por su parte, la curva de TES denominados en UVR registró valorizaciones para todos los tramos. Las tasas se vieron favorecidas por el aumento de las expectativas de inflación causado por el fuerte aumento del salario mínimo para 2026.



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

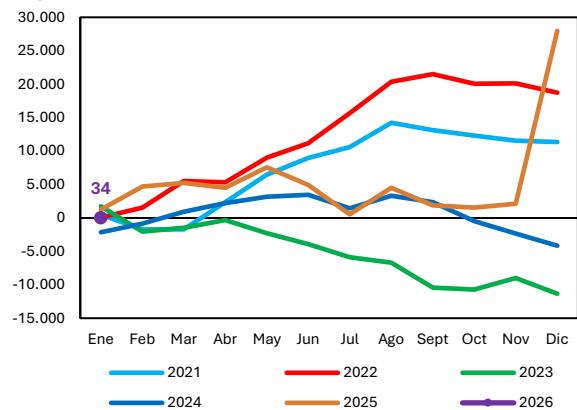
Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 23 de enero, los inversionistas extranjeros realizaron compras netas de TES denominados en pesos por COP 482 miles de millones (mm), principalmente en referencias del tramo medio-corto de la curva¹⁶. Por su parte, en TES denominados en UVR, vendieron en neto COP 253 mm en el mercado de contado, principalmente en el tramo largo¹⁷. En lo corrido de 2026, han acumulado compras netas por COP 34 mm (Gráfico 24).

¹⁶ Los inversionistas extranjeros presentaron flujos netos en TES denominados en pesos por COP -75 miles de millones (mm), COP 2,3 b, COP 929 mm, COP 576 mm y COP 211 mm, en los tramos corto (0-2 años), medio-corto (2-5 años), medio (5-10 años), medio-largo (10-15 años) y largo (>15 años) de la curva, respectivamente.

¹⁷ Los inversionistas extranjeros presentaron flujos netos en TES denominados en UVR por COP -18 mm, COP -12 mm, COP -94 mm y COP -129 mm, en los tramos medio-corto (2-5 años), medio (5-10 años), medio-largo (10-15 años) y largo (>15 años) de la curva, respectivamente.

De esta manera, cerraron 2025 con compras netas acumuladas por COP 60 b en el mercado de contado de TES, valor que se ubica en COP 28 b excluyendo los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería^{18,19}, y principalmente explicadas por la compra directa de TES de un agente extranjero con el MHCP en diciembre²⁰. Con esta operación, se observó un incremento importante en el indicador de concentración de las tenencias en TES de los inversionistas extranjeros (Gráfica A3.11). Así, con corte a enero, cuentan con el 20% del total de tenencias (Gráfico 25).

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

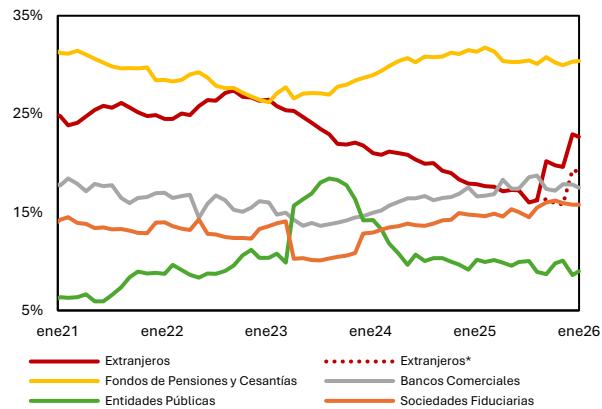


Fuente: BanRep.

Nota: * Se incorpora los últimos 5 años.

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

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



Fuente: BanRep.

* La serie punteada, para los inversionistas extranjeros, excluye los títulos entregados

Los fondos mutuos lideraron las compras de los inversionistas extranjeros desde la última reunión de la JDBR, mientras que los fondos soberanos revirtieron parcialmente su comportamiento comprador (Gráfico 26)²¹. Durante 2025, se observó una recomposición de la base inversionista hacia los fondos mutuos²². Desde la última reunión de la JDBR, los fondos mutuos compraron en neto títulos por COP 2,1 b, mientras que los fondos soberanos y autoridades monetarias realizaron ventas netas por COP 1,3 b y COP 667 mm, respectivamente. Durante 2025, los fondos mutuos acumularon compras netas por COP 24 b, en línea con que el agente extranjero que participó en la compra directa con el MHCP se encuentra clasificado dentro de este grupo.

Además, los inversionistas clasificados como indexados²³ al índice GBI-EM Global Diversified²⁴ realizaron compras por COP 1,4 b desde la última reunión de la JDBR²⁵, mientras que los no-indexados realizaron ventas netas por COP 1,2 b (Gráfico 27). La posición compradora de los

¹⁸ En septiembre de 2025, el MHCP recibió recursos en francos suizos de un grupo de bancos extranjeros, a cambio de Tesoros y deuda pública colombiana en pesos y en dólares. En títulos de deuda pública local, entregó TCO y TES de largo plazo por un monto de COP 32 b a estos bancos. [Ver comunicado](#).

¹⁹ Información clasificada de acuerdo con lo establecido en el documento JDS-0722-035-J del 29 de julio de 2022.

²⁰ [Ver comunicado](#).

²¹ A enero de 2026, la participación por tipo de inversionista extranjero dentro del total de tenencias en TES de extranjeros es de 41% para los fondos mutuos, 22% para los bancos extranjeros, 15% para los fondos de pensiones internacionales, 9% para las autoridades monetarias, 5% para los fondos soberanos, 2% para las compañías de seguros internacionales, y 6% para los demás tipos de agentes.

²² Excluyendo los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

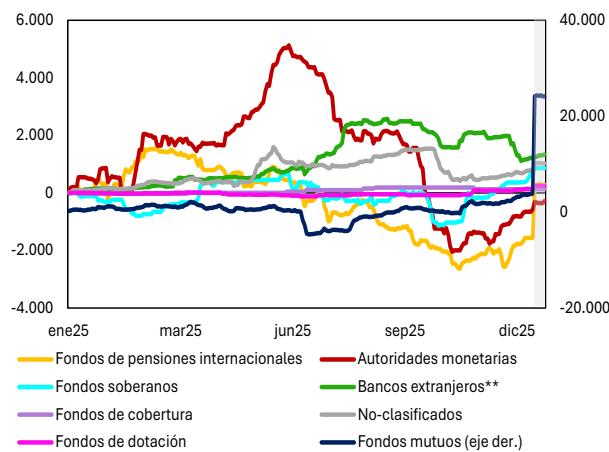
²³ La clasificación se basa en la metodología propuesta por [Rotero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#), en la cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

²⁴ 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.

²⁵ Esta metodología permite clasificar a los administradores de fondos que invierten en TES; sin embargo, no controla por movimientos específicos o discrecionales que puedan presentarse en determinados fondos gestionados por un administrador.

inversionistas indexados es consistente con el hecho de que el agente extranjero que participó en la mencionada compra directa con el MHCP se encuentra clasificado dentro de este grupo. Además, estas compras podrían estar relacionadas con los rendimientos de los títulos colombianos, que se encuentran en niveles elevados frente al año previo y en comparación con pares, en un contexto de mayor apetito por activos emergentes. Sin embargo, persisten riesgos en los frentes local e internacional, entre los que se destacan la incertidumbre fiscal en Colombia, que se suma a las tensiones geopolíticas a nivel global, los cuales podrían llegar a presionar a la baja los flujos de los inversionistas extranjeros en el futuro.

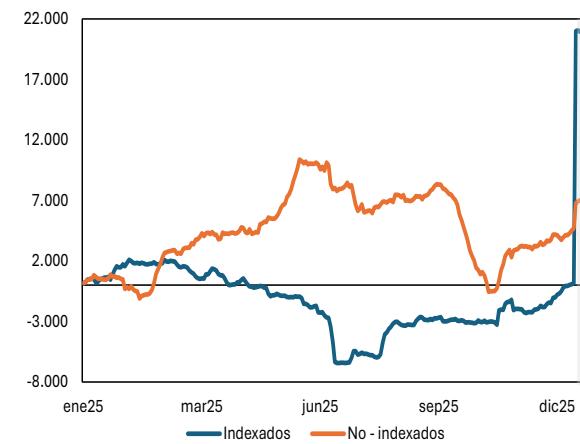
Gráfico 26. Flujos netos acumulados por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (COP mm)



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

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

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



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

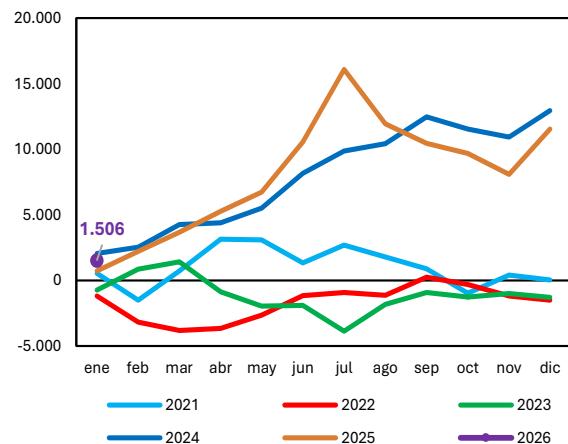
** Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

Por otro lado, los inversionistas extranjeros aumentaron su posición compradora en contratos Non-Delivery Forward (NDF) de TES²⁶ desde la última reunión de la JDBR (COP 2 b, Gráfico 28). Con esto, continúa la tendencia compradora que iniciaron en diciembre, y su posición compradora se ubicó en COP 29 b al 23 de enero. De acuerdo con la información reportada por las contrapartes locales al BanRep, la posición compradora de los extranjeros aumentó principalmente sobre referencias del tramo medio-corto²⁷ de la curva de TES en pesos (COP 2,4 b). En cuanto a sus contrapartes locales, los bancos comerciales fueron el tipo de entidad con la que concentraron el aumento en su posición durante el periodo (COP 1,8 b), acompañados en menor medida por aumentos en su posición compradora de COP 211 mm y COP 3 mm con las sociedades comisionistas de bolsa y corporaciones financieras, respectivamente.

²⁶ Un NDF de TES es un contrato futuro Over-the-Counter (OTC) en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio pactado en la fecha de negociación del contrato. Son derivados OTC, por lo que las negociaciones se llevan a cabo mediante acuerdos bilaterales entre las partes interesadas. Al ser Non-Delivery, la liquidación se realiza por compensación. Es decir, a su vencimiento se compara el precio pactado en el contrato con el precio de mercado del TES subyacente, y se paga la diferencia a la parte que corresponda (no hay entrega del TES). A modo de ejemplo, si al vencimiento del contrato, el precio en el mercado de contado del TES subyacente es mayor al precio pactado en el NDF de TES, el comprador del contrato recibe el diferencial entre los dos precios multiplicado por el monto.

²⁷ El tramo medio-corto incluye las referencias con plazo al vencimiento entre 2 y 5 años.

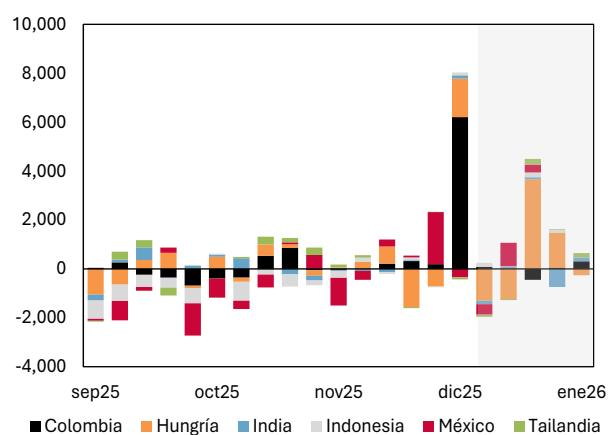
Gráfico 28. Cambio en la posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año (COP mm)



Fuente: Reporte de las entidades locales al BanRep.

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

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



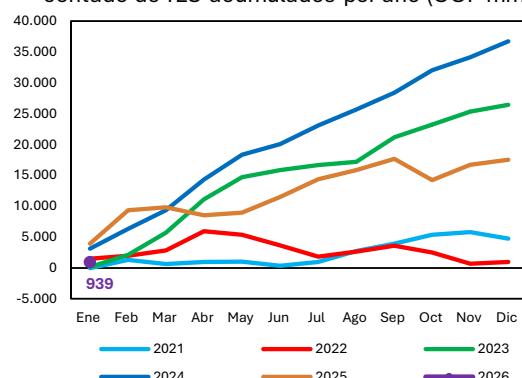
Fuente: IIF y BanRep. La serie de Colombia se calcula con base en la información del Depósito Central de Valores (DCV) de los flujos diarios a valor de mercado de los inversionistas extranjeros en TES, convertidos a dólares con la tasa de cambio del día anterior a la fecha de negociación de cada flujo.

Nota: Los flujos de compra en Colombia durante las dos primeras semanas de septiembre se deben a las operaciones de Tesorería con bancos extranjeros.

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

A nivel global, durante diciembre y enero se registraron flujos mixtos de inversionistas extranjeros en títulos de deuda²⁸ para una muestra de países emergentes (Gráfico 29). En el caso de Colombia, se han observado entradas de capital en el periodo reciente. Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF) con corte al 23 de enero, desde la última reunión de la JDBR, Hungría y México registraron compras netas por USD 2.309 m²⁹ (1,25% del saldo total de deuda pública en ese país³⁰) y USD 847 m (0,09%), mientras que India presentó ventas netas por USD 560 m (0,03%).

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



Fuente: BanRep.

Los FPC registraron ventas netas de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR, aunque en el agregado de 2025 registraron compras acumuladas por COP 17,5 b. Por su parte, en TES en UVR fueron demandantes netos (Gráfico 30). Durante el periodo, los FPC vendieron en neto TES en pesos por COP 1,1 b, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 1,1 b). Además, realizaron compras netas de TES denominados en UVR por COP 1,6 b, principalmente en referencias del tramo medio de la curva (COP 1 b). De esta manera, se mantienen como los

²⁸ Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.

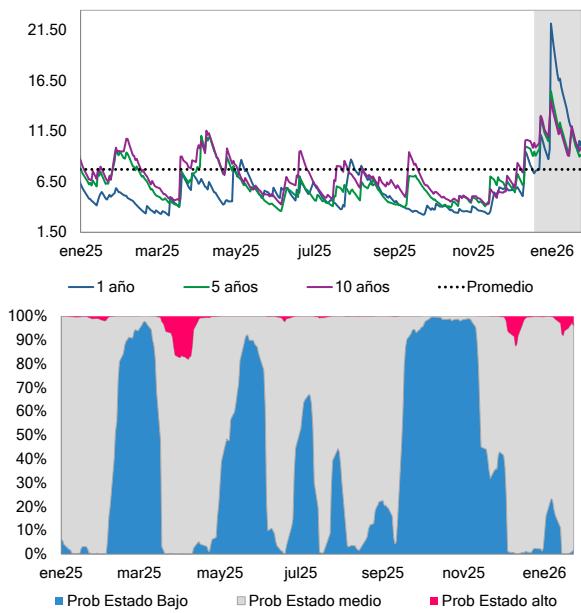
²⁹ Estas ventas se dan en un ambiente de incertidumbre política en este país durante las últimas semanas, en un entorno de protestas masivas pidiendo la renuncia del Gobierno.

³⁰ Fuente: Haver Analytics. Información a diciembre de 2025.

principales tenedores de TES (30,4% del total de TES en circulación³¹).

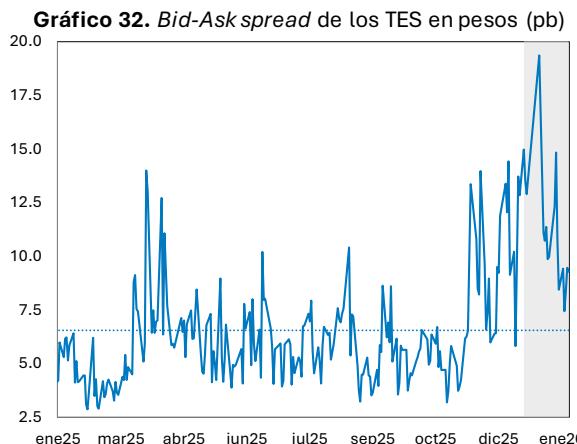
Desde la última reunión de la JDBR, las entidades públicas fueron los mayores compradores netos de TES por COP 6,7 b, continuando con la tendencia de 2025. Durante el periodo, concentraron sus compras netas en las referencias del tramo corto y medio³² de la curva (COP 2,2 b y COP 734 mm, respectivamente).

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



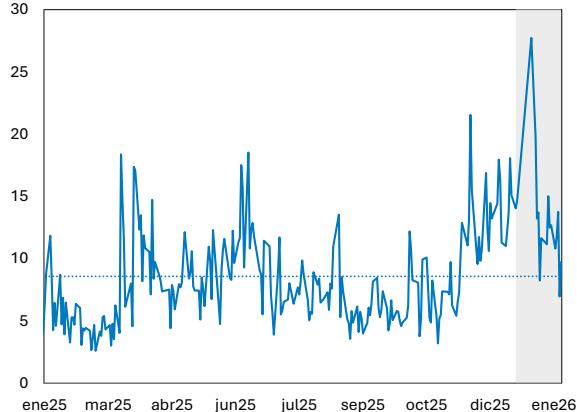
Fuente: BanRep y Precia. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** La volatilidad condicional se estima con un modelo GARCH (1,1). El promedio incluye datos desde 2003. Valores en puntos básicos. Las probabilidades de los regímenes de volatilidad se calcularon con un modelo MS-GARCH sobre el índice IDXTES.

La volatilidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó en enero; sin embargo, el estado de volatilidad más probable continuó siendo el nivel medio (Gráfico 31). Este comportamiento se dio en un contexto en el que la liquidez del mercado mejoró levemente, aunque aún permanece en niveles bajos. El incremento de la volatilidad está alineado con los riesgos inflacionarios, la situación fiscal del Gobierno y sus estrategias de financiamiento para 2026. En particular, los picos de volatilidad registrados a mediados del periodo pudieron incidir en las condiciones del mercado y en el comportamiento de los TES. Así, los Bid-Ask Spread (BAS) promedio de los TES en pesos y en UVR disminuyeron levemente frente a los niveles observados desde la última reunión de la JDBR, y la profundidad promedio aumentó para ambas referencias; no obstante, ambos indicadores continúan reflejando niveles de liquidez inferiores a los observados antes de diciembre³³ (Anexo 2 – Gráficos 32 al 35).



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. La línea punteada corresponde al promedio de los últimos doce meses.

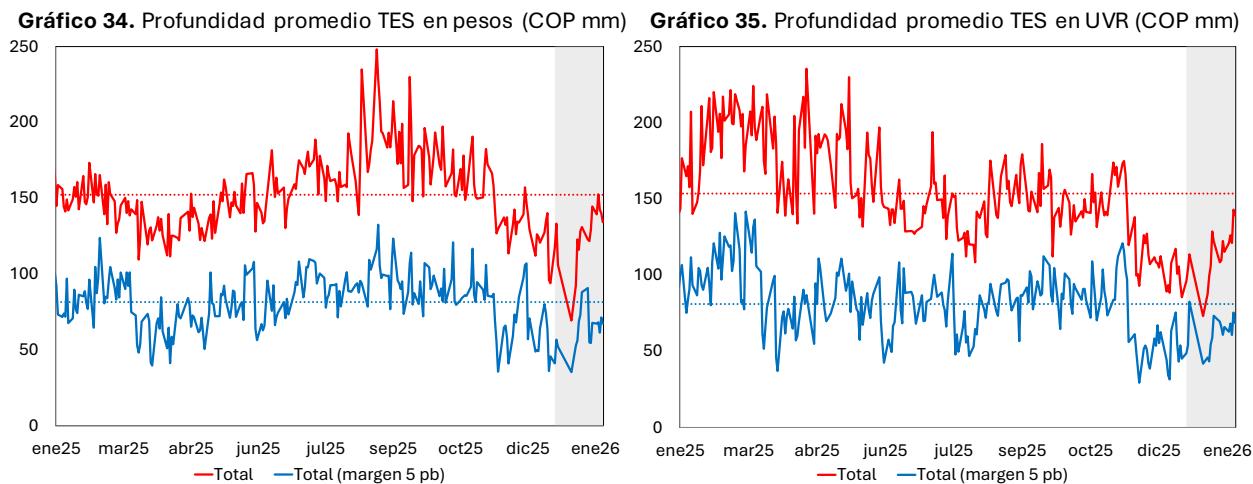
Gráfico 33. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



³¹ Para el cálculo de este porcentaje se excluyen los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

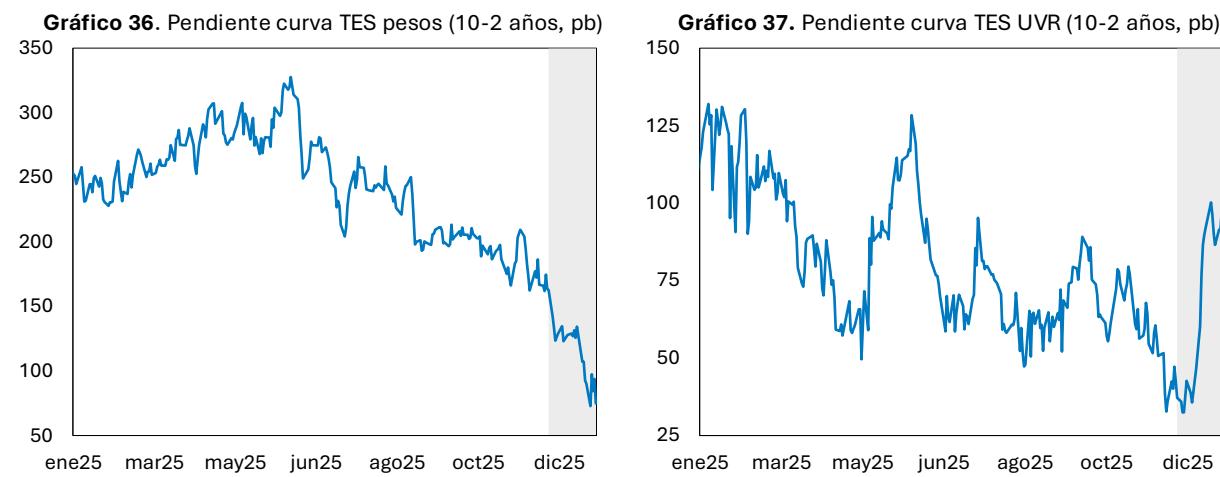
³² Plazo al vencimiento entre 2 y 5 años.

³³ Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 23 de enero, los BAS promedio diario se ubicaron en 11,34 pb para los TES en pesos y 13,52 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 7,74 pb y 10,38 pb observados durante noviembre. Por otro lado, desde la última reunión de la JDBR, la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 127,69 mm a COP 124,66 mm, y la de los TES denominados en UVR aumentó de COP 102,00 mm a COP 113,17 mm (Gráfico A2.4).



Fuente y Cálculos: BanRep. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total del mercado y las mejores posturas (en tasa) dentro de un rango de +/- 5 pb. Total: promedio de todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. Los títulos sin posturas tienen una profundidad de 0. La línea punteada corresponde al promedio de los últimos doce meses.

La curva de TES en pesos se aplanó, llevando la pendiente a su nivel más bajo en más de un año, mientras que la curva de TES en UVR se empinó. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años disminuyó 88 pb en la curva de TES en pesos, ubicándose en 75 pb³⁴. Por su parte, la pendiente en la curva de TES en UVR aumentó 62 pb, hasta alcanzar 99 pb (Gráficos 36 y 37).



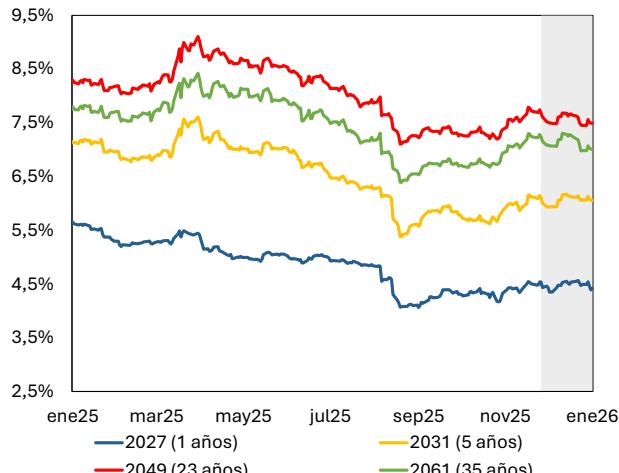
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep.

En enero, los títulos de deuda soberana colombiana denominados en dólares y en euros presentaron menores valorizaciones que los denominados en pesos, al comparar las tasas del 19 de diciembre con las del 23 de enero. Así, la diferencia de tasas entre los bonos en pesos y moneda extranjera disminuyó. Además, el Gobierno realizó una emisión en dólares con vencimiento en tres, cinco y siete años por USD 4.950 m el 13 de enero. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas de los títulos en dólares con vencimientos a 1, 5, 23 y 35 años presentaron variaciones de -1 pb, 5 pb, -12 pb y -15 pb, respectivamente (Gráfico 38), mientras que los denominados en euros presentaron variaciones de -2 pb, -17 pb, -24 pb y -19 pb para los plazos menores a 1 año, 2, 6 y 10 años (Gráfico 39), en su orden. En ese periodo, el margen entre la deuda pública local y externa en dólares a 10 años disminuyó 30 pb, mientras que el margen de la deuda

³⁴ Este valor no se observaba desde marzo de 2024.

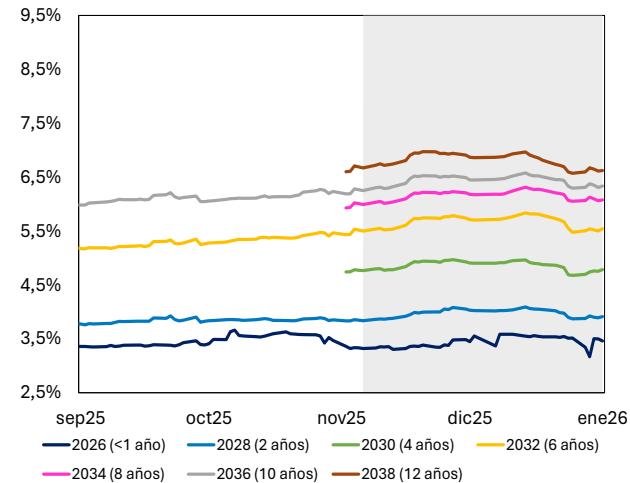
pública local y la denominada en euros al mismo plazo disminuyó 26 pb, debido a que los títulos en moneda extranjera presentaron menores valorizaciones que los denominados en pesos (Gráfico 40).

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



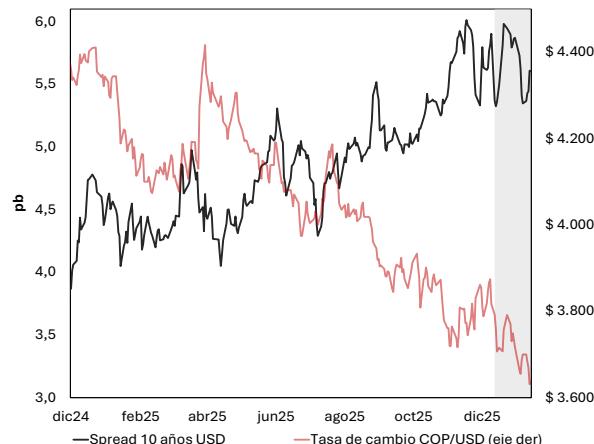
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 39. Tasas de la deuda pública externa en EUR por referencia



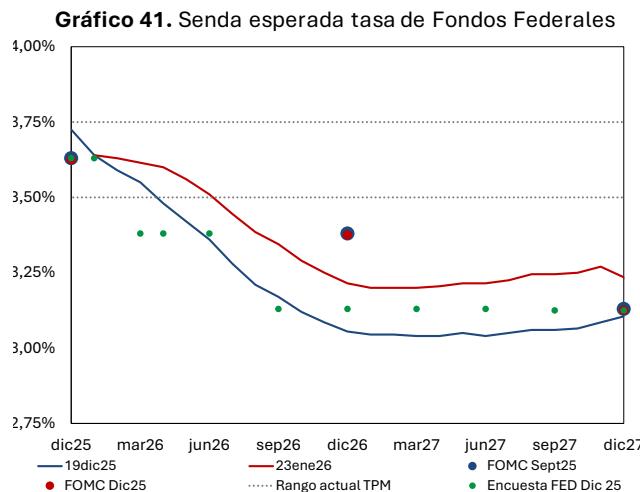
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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



Fuente: Bloomberg y Fed.

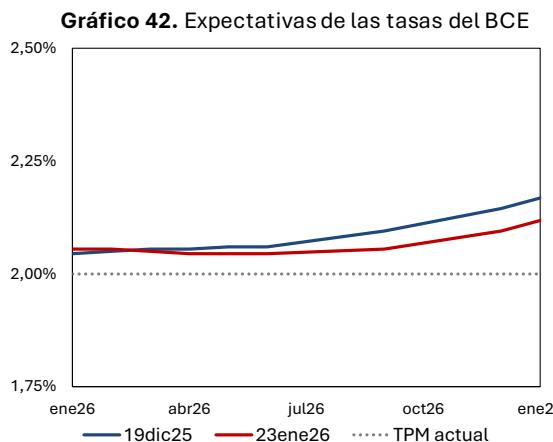
Nota: Las líneas punteadas representan el rango actual de la tasa de los fondos federales. Las líneas azul y roja muestran la trayectoria esperada de dicha tasa en cada corte. Los puntos azul y rojo corresponden a las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés)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

el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2026 es aquel consistente con recortes acumulados entre 25 pb y 50 pb (ant: recortes entre 50 pb y 75 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2026 se ubicó en los rangos entre 3,00% y 3,25%, y 3,25% y 3,50%, al 23 de enero (probabilidad del 32% y 31%, respectivamente, Cuadro 3).

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

	1,75%-2,00%	2,00%-2,25%	2,25%-2,50%	2,50%-2,75%	2,75%-3,00%	3,00%-3,25%	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00%
19dic25	0%	1%	4%	13%	26%	31%	19%	5%	0%
23ene26	0%	0%	1%	6%	18%	32%	31%	12%	0%

Fuente: CME.



Fuente: Bloomberg.

El 28 de enero, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) mantuvo inalterada su tasa de intervención en el rango entre 3,50% y 3,75%, en línea con las expectativas del mercado de futuros. Por su parte, el mercado descuenta que el FOMC realice recortes adicionales entre 25 y 50 pb (ant: entre 50 pb y 75 pb) durante 2026. Las expectativas de política monetaria pasaron a descontar menores recortes ante la publicación de algunas cifras del mercado laboral y actividad económica por encima de lo esperado en EE.UU. (ver *Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región*). Estas proyecciones del mercado se encuentran 25 pb por debajo de las proyecciones del FOMC publicadas en diciembre para el cierre de 2026³⁵ (Gráfico 40).

De la misma manera, el CME³⁶ muestra que

el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2026 es aquel consistente con recortes acumulados entre 25 pb y 50 pb (ant: recortes entre 50 pb y 75 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2026 se ubicó en los rangos entre 3,00% y 3,25%, y 3,25% y 3,50%, al 23 de enero (probabilidad del 32% y 31%, respectivamente, Cuadro 3).

Por su parte, las expectativas de TPM en Europa se mantuvieron relativamente estables en enero. Los futuros de la tasa Euribor anticipan una tasa de 2,10% para cierre de 2026 (ant: 2,15%) (Gráfico 42).

³⁵ Con corte al 23 de enero de 2026.

³⁶ Chicago Mercantile Exchange.

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

Durante diciembre, la curva de rendimientos de los Tesoros de EE. UU. se desvalorizó en todos los tramos. Este movimiento se dio en un entorno de elevada incertidumbre y un mayor apetito por riesgo³⁷. Las desvalorizaciones se explican principalmente por la revisión al alza de las expectativas sobre la trayectoria de la política monetaria (Cuadro 3), luego de la publicación de cifras económicas que sugirieron una moderación de las presiones inflacionarias³⁸, junto con datos favorables del mercado laboral³⁹ y resultados mixtos en producción⁴⁰. Esta dinámica ocurrió en un entorno de elevada incertidumbre, impulsada por discusiones acerca de la independencia de la Fed⁴¹ y mayor riesgo geopolítico tras las tensiones en torno al interés de EE. UU. por adquirir Groenlandia.

En este contexto, la mayoría de las curvas de deuda pública en la región presentaron movimientos mixtos. En el mercado de deuda mexicano los bonos del gobierno presentaron valorizaciones, apoyadas en datos macroeconómicos más débiles⁴² que aumentaron las expectativas de mayores recortes de la TPM. En Brasil, la curva se empiñó ante expectativas de que la tasa de política monetaria se mantendría en niveles elevados por un período prolongado. Por su parte, en Chile las tasas de los bonos permanecieron estables ante las expectativas de que la TPM permanezca estable en el país (Gráficos 43 a 45, Anexo 4)⁴³.

Gráfico 43. Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE. UU.

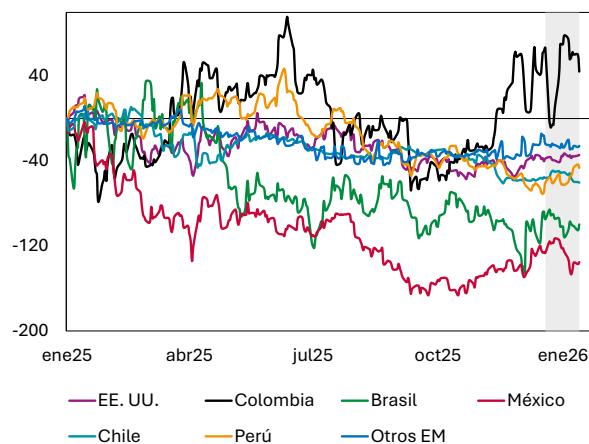
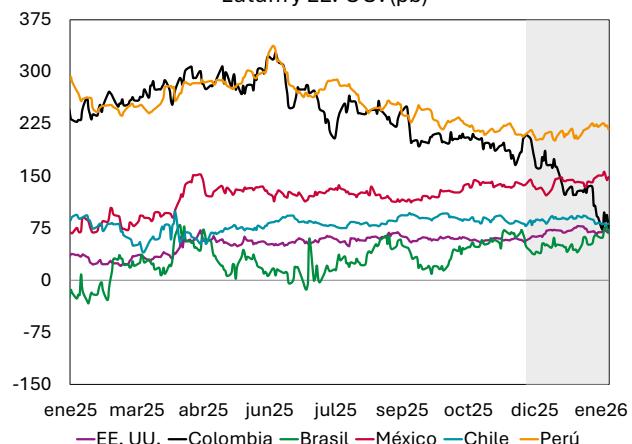


Gráfico 44. Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

³⁷ La venta de bonos soberanos se intensificó a nivel global, impulsada por el aumento de tensiones comerciales entre EE. UU. y Europa y por mayores preocupaciones fiscales en varias economías. Los rendimientos de los Treasuries estadounidenses repuntaron con fuerza, destacándose el bono a 30 años que se acercó al umbral del 5%.

³⁸ La inflación se ubicó en 2,7% a/a en diciembre (esp: 2,7%; ant: 2,7%). Por su parte, la inflación núcleo se ubicó en 2,6% a/a (esp: 2,7%; ant: 2,6%).

³⁹ Las nóminas privadas ADP aumentaron 41 mil en diciembre (esp: 50 mil; ant: -29 mil). Las peticiones iniciales por subsidio de desempleo se ubicaron en 200 mil durante la última semana de enero (esp: 209 mil; ant: 199 mil).

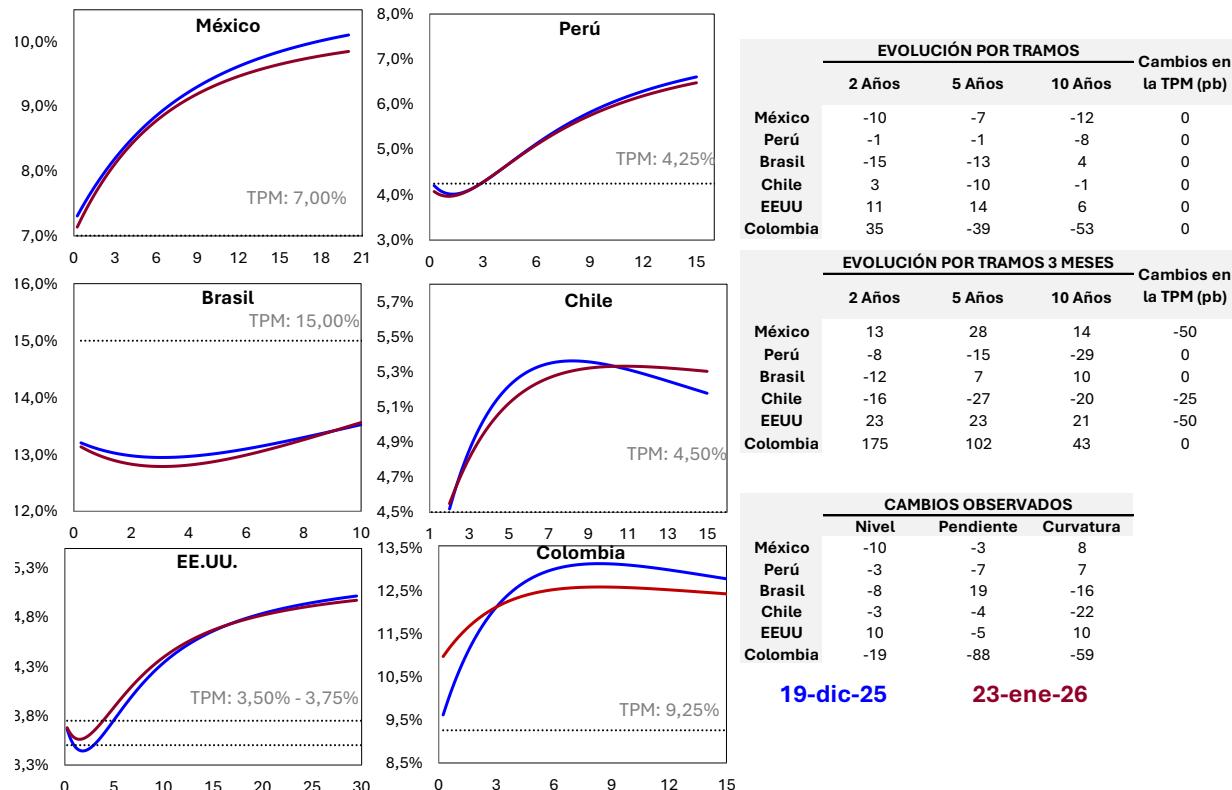
⁴⁰ El PIB mostró un crecimiento de 4,4% t/t anualizado durante el 3T25 (esp: 4,3%; ant: 4,3%).

⁴¹ El presidente de la Fed, Jerome Powell, indicó el 11 de enero que la Fed recibió una citación del Departamento de Justicia en relación con su testimonio ante el Senado en junio, en el que declaró sobre un gran proyecto de renovación de las oficinas de la Fed. El mandatario enmarcó esta citación como una "amenaza de cargos penales en consecuencia de que la Fed fije las tasas de interés basándose en la mejor evaluación de lo que beneficiará al público, en lugar de seguir con las preferencias del presidente", este evento generó incertidumbre en los mercados sobre la independencia de la Fed, en un contexto donde se esperaba que las tensiones entre el presidente y Jerome Powell estuviesen contenidas.

⁴² La inflación se ubicó en 3,69% a/a en diciembre (esp: 3,75%; ant: 3,80%). Por su parte, la inflación núcleo se ubicó en 4,33% a/a (esp: 4,33%; ant: 4,43%). Mientras que la producción industrial disminuyó 0,8% a/a en noviembre (esp: -1,2%; ant: -0,3%).

⁴³ La pendiente 10-2 años en Colombia, Perú, EE.UU, Chile y México se redujo en 88 pb, 7 pb, 5 pb, 4 pb y 3 pb, hasta 75 pb, 217 pb, 69 pb, 81 pb y 148 pb; respectivamente. Mientras que en Brasil se amplió en 19 pb, alcanzando un nivel de 71 pb.

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



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

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

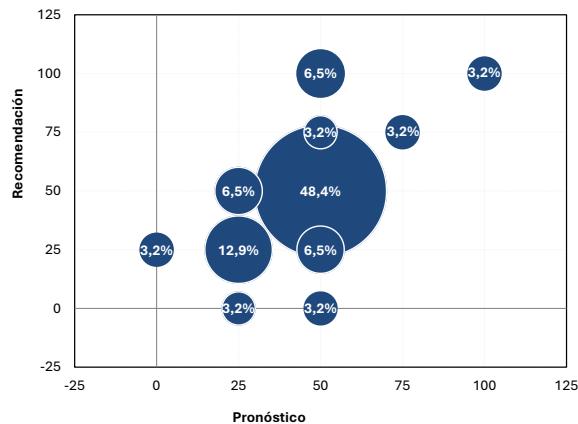
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la TPM extraídas de encuestas, de la curva OIS y del mercado de TES en pesos.

2.1. Expectativas de TPM

En línea con el incremento de las expectativas de inflación, las encuestas indican que la mayoría de los agentes descuentan que la TPM aumentará 50 pb en enero. Además, para la reunión de enero se observa una mayor dispersión entre las respuestas de los agentes, tanto en las proyecciones sobre el nivel de la tasa como en las recomendaciones para la decisión de este mes. Primero, según la EME, la mediana señala que la TPM se ubicará en 9,75% en enero. Por su parte, de las 24 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg, 20 esperan que aumente 50 pb, 2 entidades respondieron un aumento de 75 pb y las restantes 2 un aumento de 25 pb. Finalmente, de acuerdo con las encuestas de analistas financieros de Citi y ANIF, de las 31 entidades encuestadas, el 48,4% espera y recomienda que la TPM aumente 50 pb en enero, el 12,9% espera y recomienda que aumente 25 pb, un 16,1% recomienda aumentos superiores a 50 pb, y ningún agente pronostica ni recomienda recortes de la TPM (Gráficos 46, 47 y 48, y Anexo 1). El promedio de todas las encuestas⁴⁴ se ubicó en 9,75% para enero de 2026 (Gráfico 49).

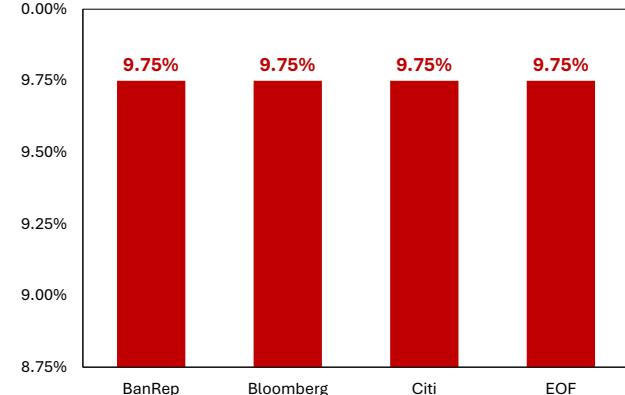
⁴⁴ Excluye a Focus Economics dado el rezago en la recolección de sus datos. Si se tiene en cuenta esta encuesta, la expectativa promedio para 2025 aumentó de 9,14% a 9,22%.

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



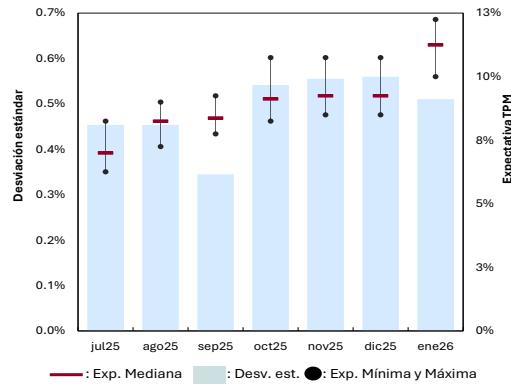
Fuente: ANIF y Citi.

Gráfico 47. Expectativas TPM próxima reunión según encuestas



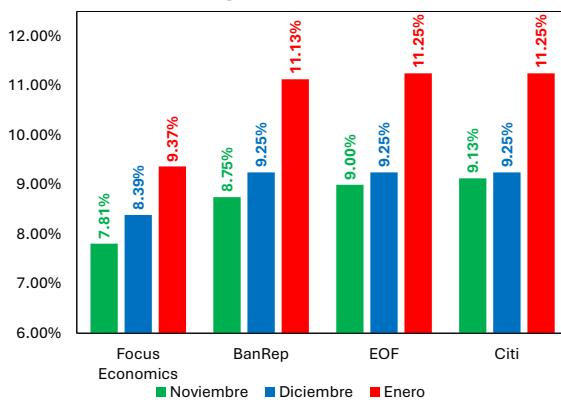
Fuente: BanRep, Bloomberg y Citi. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 14 de enero. La EOF se publicó el 21 de enero. La encuesta de Citi se publicó el 26 de enero.

Gráfico 48. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas



Fuente: Citi.

Gráfico 49. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas

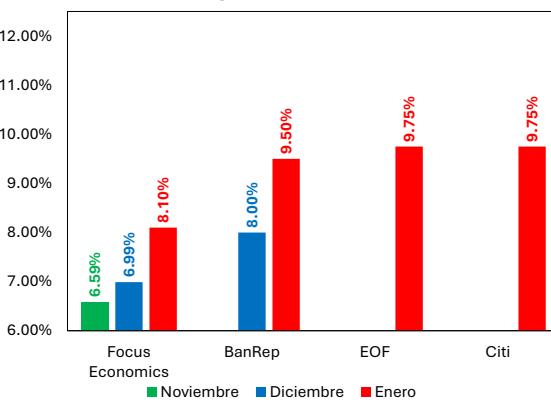


Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi.

Nota: Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics incluyen datos recolectados hasta el 11 de enero. La encuesta del BanRep se realizó entre el 9 y el 14 de enero. Los datos de la EOF se publicaron el 21 de enero con datos recolectados entre el 11 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 26 de enero. Las encuestas de Fedesarrollo y Citi no preguntaron por la inflación de diciembre de 2027 en la encuesta publicada en diciembre 2025.

Considerando horizontes más largos, las encuestas anticipan niveles de TPM mayores para 2026 y 2027. El promedio de las encuestas⁴⁵ aumentó de 9,25% a 11,21% para el cierre de 2026, y de 8,00% a 9,67% para el cierre de 2027 (Grafico 50). Según la EME, la mayoría de los analistas esperan que la JDBR aumente la TPM en 200 pb durante las próximas 5 reuniones.

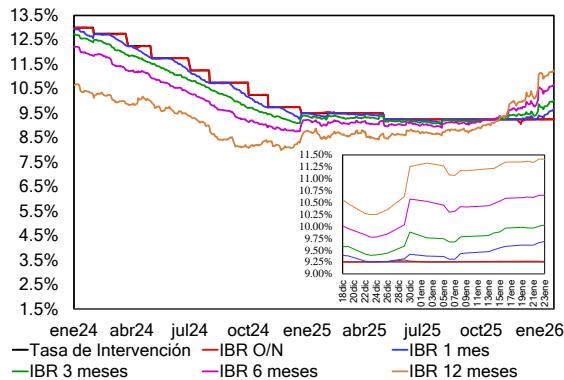
Gráfico 50. Expectativas TPM para diciembre de 2027 según encuestas



⁴⁵ Excluye a Focus Economics dado el rezago en la recolección de sus datos. Si se tiene en cuenta esta encuesta, la expectativa promedio para 2026 aumentó de 8,67% a 8,96%.

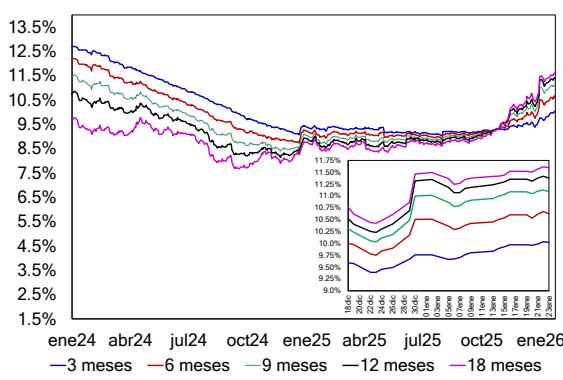
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS a plazos entre 3 y 18 meses han mostrado aumentos y descuentan incrementos de la TPM para los próximos 18 meses. Entre el 19 de diciembre y el 23 de enero, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, mostraron ajustes de 45 pb, 70 pb, 94 pb, 86 pb, 97 pb y 98 pb, respectivamente (Gráficos 51 y 52). Las mayores variaciones se registraron después de conocerse la cifra de aumento del salario mínimo. Así, entre el 29 de diciembre y el 2 de enero, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, mostraron variaciones de 17 pb, 49 pb, 70 pb, 53 pb, 66 pb y 63 pb, respectivamente⁴⁶.

Gráfico 51. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

Gráfico 52. Tasas OIS

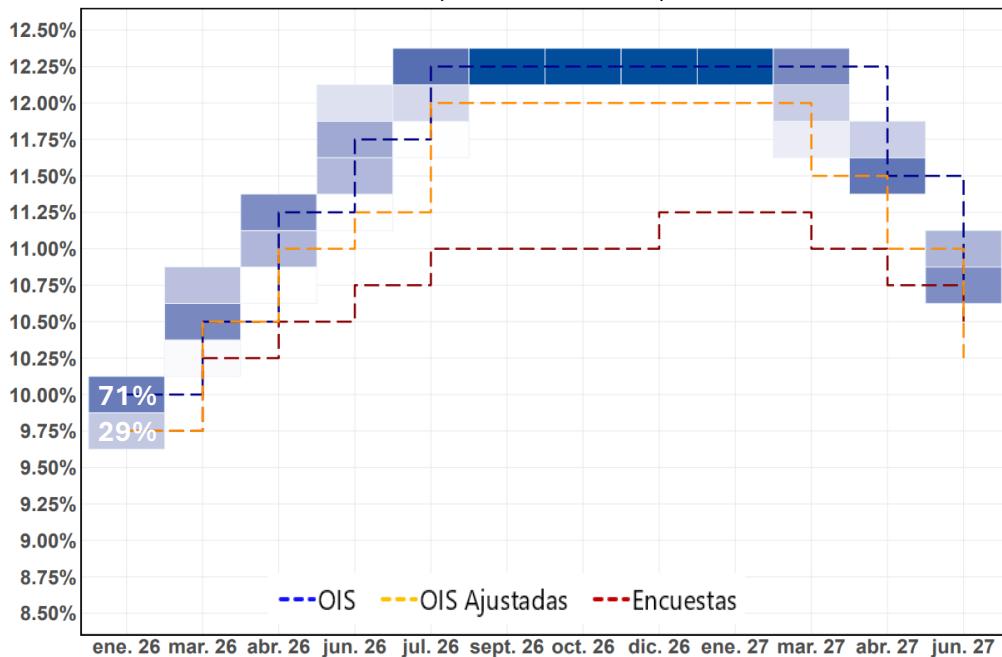


Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

Para la reunión de enero, las tasas OIS asignan mayor probabilidad a un aumento de 75 pb en la TPM, mientras que la mediana de los analistas anticipa un incremento de 50 pb. Hacia finales de 2026, el mercado descuenta un ajuste acumulado de alrededor de 300 pb, en línea con el repunte significativo de las expectativas de inflación, que permanecen por encima de la meta del BanRep. Con información al 23 de enero, el mercado proyecta que la TPM alcanzaría 10,00% en enero de 2026 (ant: 9,75%) y llegaría a 12,25% en diciembre de 2026 (ant: 11,00%; Gráficos 53 y 54). La trayectoria de TPM es coherente con expectativas de inflación por encima de la meta del BanRep, las persistentes preocupaciones fiscales y la dinámica de la demanda interna. En este contexto, varios analistas han enfatizado la necesidad de mantener una postura de política congruente con el desanclaje observado en las expectativas de inflación. Además, algunos advierten que, de no realizarse un ajuste en la reunión de enero, podría aumentar el riesgo de un mayor desanclaje de dichas expectativas.

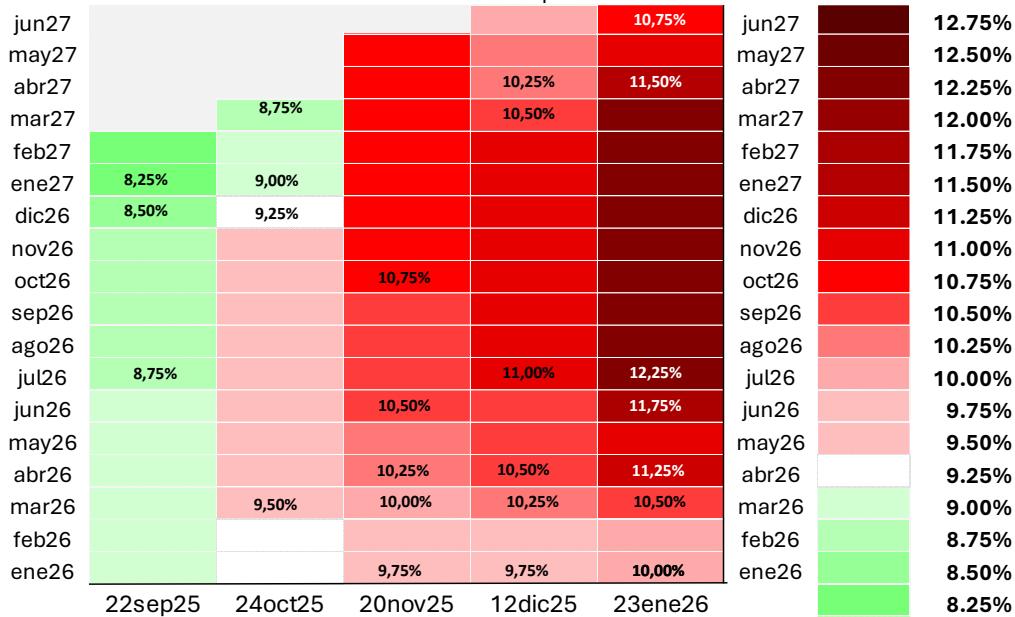
⁴⁶ La publicación del dato de inflación no tuvo mayor impacto en las tasas esperadas. Entre el 8 y el 9 de enero, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, mostraron variaciones de 0,8 pb, -0,8 pb, -0,5 pb, 4 pb, 2 pb y 2 pb, respectivamente.

Gráfico 53. Tasa de política monetaria implícita – OIS



Nota: Las probabilidades asociadas a la TPM más probable son: 63,5% para marzo, 60,9% para abril, 45,5% para junio, 78,2% para julio y 100% para septiembre, octubre, diciembre de 2026 y enero de 2027. Para 2027, las probabilidades más probables son 63,5% en marzo, 74,3% en abril y 60,9% en junio.

Gráfico 54. Evolución de expectativas TPM – OIS

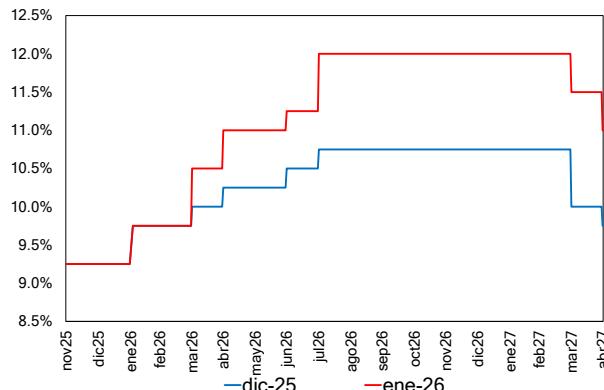


Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa. Los cálculos de la senda del 12 de diciembre y 23 de enero incluyen las tasas OIS con plazo hasta 2 años.

Las expectativas de TPM ajustadas por la prima a término implícita en el mercado OIS indican un incremento de 50 pb en la reunión de enero y descuentan un aumento acumulado de 275 pb en la TPM a lo largo de 2026 (Gráfico 55). El Gráfico 55 muestra la trayectoria esperada de la política monetaria, ajustada por la prima a término, para los cortes de diciembre y enero. Dichas expectativas reflejan niveles superiores de TPM y sugieren que esta se ubicaría en 9,75% en enero de 2026 (ant: 9,75%) y en 12,00% en diciembre de 2026 (ant: 10,75%).

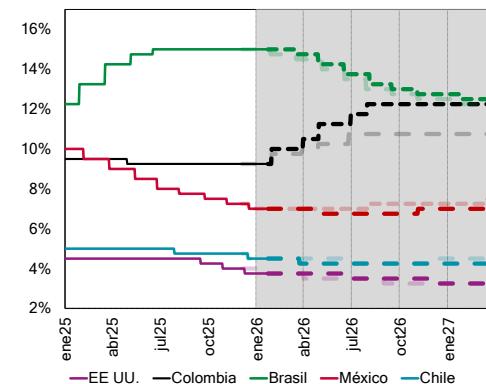
Las expectativas de TPM en los países de la región mostraron, en su mayoría, revisiones a la baja (Gráfico 56). En México, se espera que la TPM se ubique en 7,00% para 2026 (ant: 7,25%), en línea con datos de inflación y de actividad económica por debajo de lo esperado⁴⁷. En el caso de Chile, se proyecta que la TPM cierre 2026 en 4,25% (ant: 4,50%), también respaldado por sorpresas bajistas en inflación y actividad⁴⁸. Por su parte, en Brasil se anticipa que la TPM termine 2026 en 12,75% (ant: 12,50%), proyección soportada por resultados de actividad económica más favorables de lo esperado⁴⁹.

Gráfico 55. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 12 de diciembre de 2025 y 23 de enero de 2026.

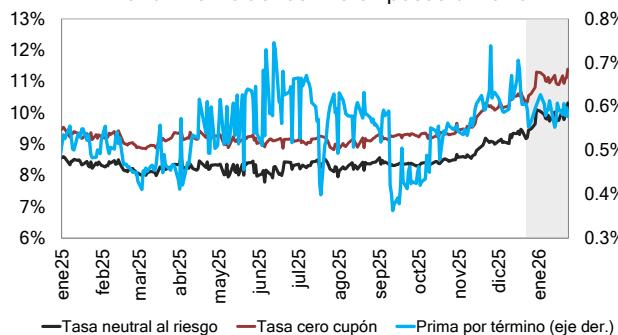
Gráfico 56. Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Citi. **Cálculos** BanRep. **Nota:** Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 23 de enero, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 12 de diciembre.

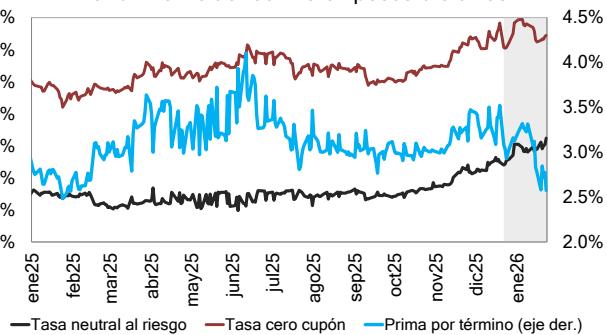
En Colombia, durante el periodo las tasas neutrales al riesgo a 1 y 5 años aumentaron, en línea con las expectativas de la TPM implícitas en el mercado OIS. Las estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo, permiten evaluar en qué proporción los movimientos de las tasas nominales pueden ser explicados por estos factores (Gráfico 57A y 57B). Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutrales al riesgo promedio mensual subieron 59 pb y 49 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 9,92% y 8,95%, en su orden. Por su parte, las primas a término promedio del mes disminuyeron en 2 pb y 25 pb, respectivamente, ubicándose en 0,59% (ant: 0,62%) y 2,99% (ant: 3,24%, Gráfico A4.4).

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



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

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



⁴⁷ La inflación de diciembre se ubicó en 3,69% a/a (esp: 3,75%) y la inflación de la primera quincena de enero fue 3,77% a/a (esp: 3,87%). Por su parte, la actividad económica se contrajo 0,08% a/a en noviembre (esp: 1,15%).

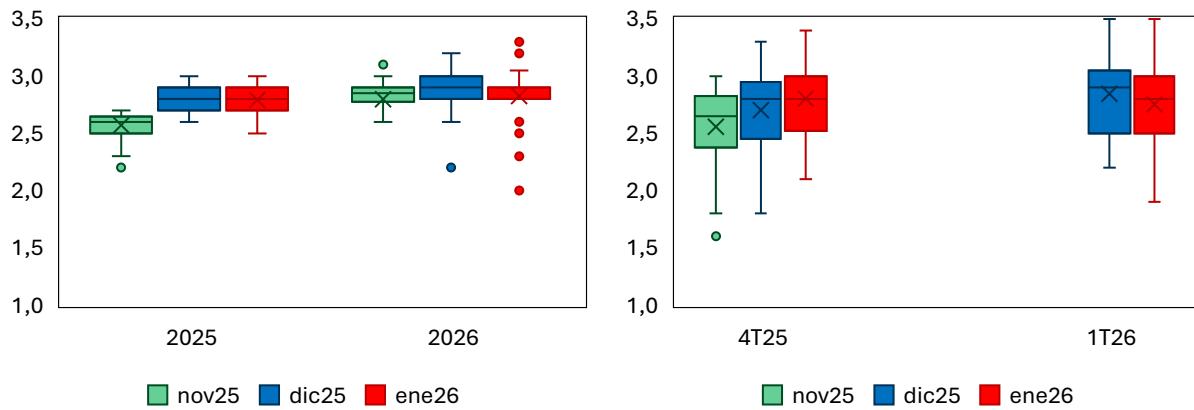
⁴⁸ La actividad económica registró una variación de 1,2% a/a en noviembre (esp.: 2,2%). A su vez, la inflación de diciembre aumentó 3,5% a/a, en línea con lo previsto por el mercado, mientras que su variación m/m se ubicó por debajo de lo esperado.

⁴⁹ La actividad económica en noviembre creció 1,25% a/a, superando tanto la expectativa del mercado (0,70%) como el dato previo (0,65%).

2.2. Expectativas de crecimiento económico

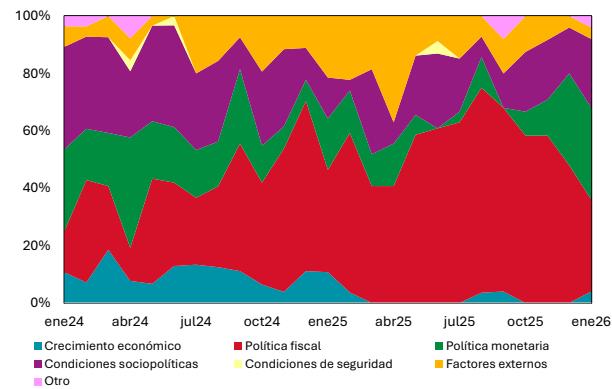
Las expectativas de crecimiento permanecieron estables para 2025 y disminuyeron levemente para 2026. De acuerdo con la EOF de enero, los analistas mantuvieron su proyección de crecimiento para 2025 en 2,8% y para 2026 la disminuyeron de 2,9% a 2,8%. Para el 4T25, la expectativa se mantuvo estable en 2,8%, y para el 1T26, disminuyó de 2,9% a 2,8% (Gráfico 58). Por su parte, los agentes encuestados en enero por Citi mantuvieron estable su perspectiva de crecimiento para 2025 en 2,8%, mientras que, para 2026 la disminuyeron de 2,9% a 2,8%.

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



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

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



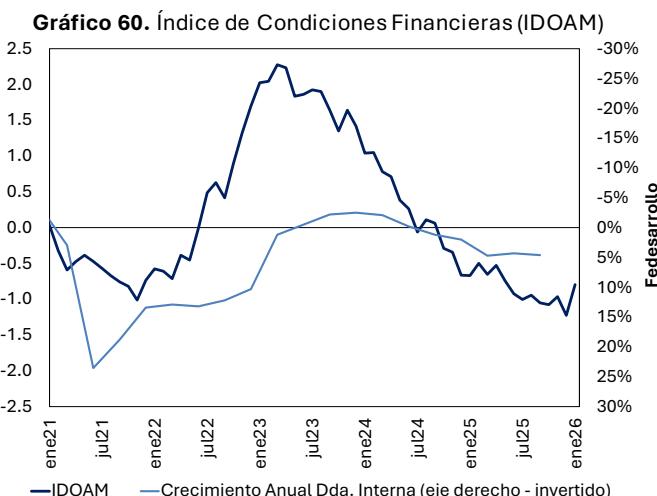
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

En la EOF de enero, la política fiscal y la política monetaria fueron destacados como los factores más relevantes para la toma de decisiones de inversión, seguidos por las condiciones sociopolíticas. Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: *¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?*, el 32% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 48%), otro 32% la política monetaria (ant: 32%), el 24% las condiciones sociopolíticas (ant: 16%), el 4% los factores externos (ant: 4%), y el 4% restante el crecimiento económico (ant: 0%; Gráfico 59).

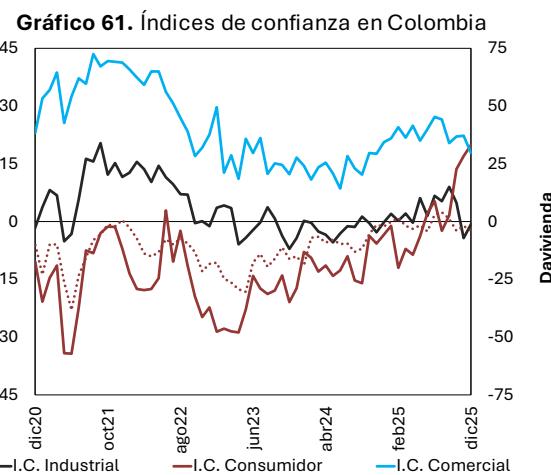
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con información preliminar a enero de 2026, el Indicador de Condiciones Financieras (IDOAM) registró un aumento. Aun así, continúa reflejando condiciones financieras locales favorables, coherentes con la dinámica de la demanda interna. El incremento del indicador se explica principalmente por el repunte en las expectativas de inflación, así como por el aumento de la volatilidad en los mercados de TES y accionario (Gráfico 60).

El indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo mejoró respecto al mes anterior. El Índice de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo se ubicó en 19,9% en diciembre frente al 17,0% registrado en noviembre, evidenciando una mejora tanto en el índice de condiciones económicas como en el índice de expectativas del consumidor. En contraste, el indicador de confianza del consumidor de Davivienda pasó de -1,9% a -3,9%. En cuanto al sector empresarial, el indicador de confianza industrial de Fedesarrollo mejoró en diciembre, mientras que el comercial se redujo. El indicador de confianza industrial aumentó de -4,3% a -0,7%⁵⁰. Por su parte, el indicador de confianza comercial disminuyó de 22,3% a 17,8%⁵¹ (Gráfico 61).



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



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

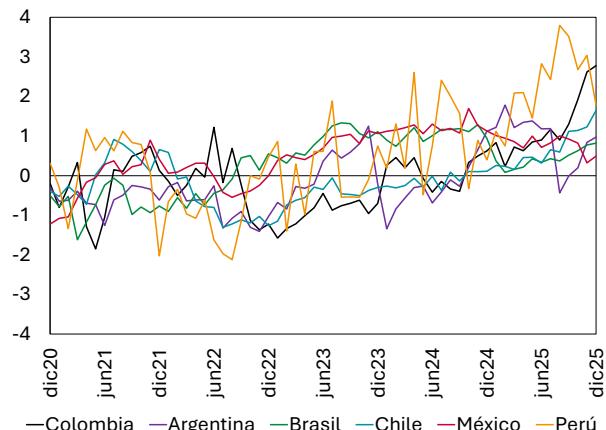
En diciembre, el indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia continuó con su tendencia al alza, en línea con la mayoría de los países de la región, y consistente con la fuerte demanda interna en Colombia. El Gráfico 62 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos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

⁵⁰ Explicado por un incremento en las expectativas de producción para el próximo trimestre y una disminución en el nivel de existencias.

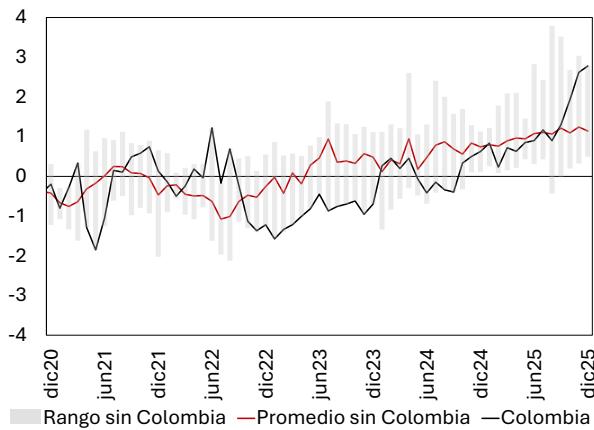
⁵¹ Explicado por una caída en las expectativas de la situación económica para el próximo semestre y un aumento en el nivel de existencias

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

Panel a.



Panel b.



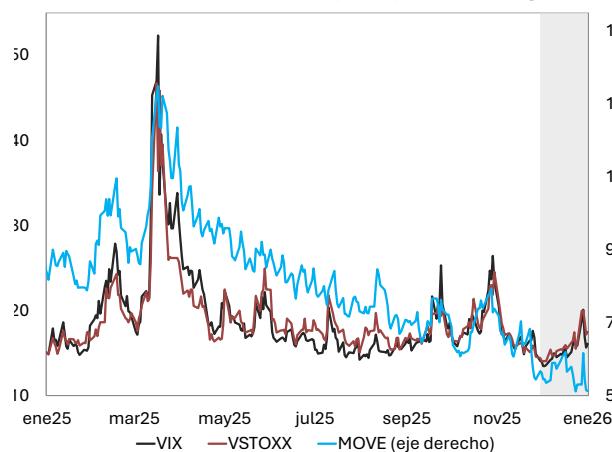
Fuentes: INEGI⁵², FGV⁵³, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.

Cálculos: BanRep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.

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

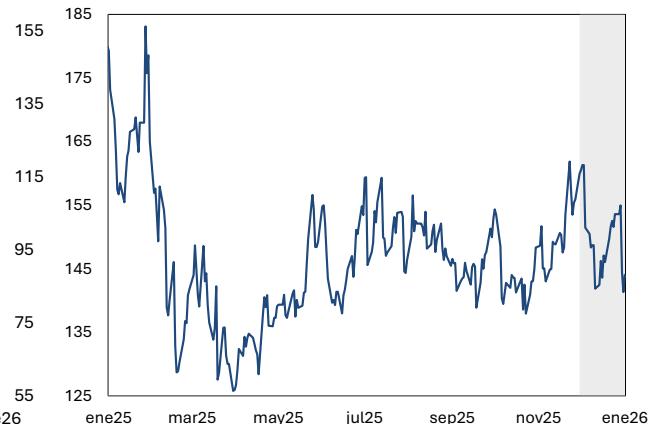
Desde la última reunión de la Junta, y hasta el 23 de enero, los principales índices de percepción de riesgo en economías avanzadas presentaron comportamientos mixtos, en un entorno de tensiones geopolíticas entre EE.UU. y Europa. El Vix⁵⁴ y el Vstox⁵⁵ aumentaron 1,2 y 2,9 puntos, respectivamente, mientras que el Move⁵⁶ y el Skew⁵⁷ presentaron una disminución de 3,2 y 12 puntos, en su orden.

Gráfico 63. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 64. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

⁵² Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

⁵³ Instituto Brasileiro de Economía.

⁵⁴ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

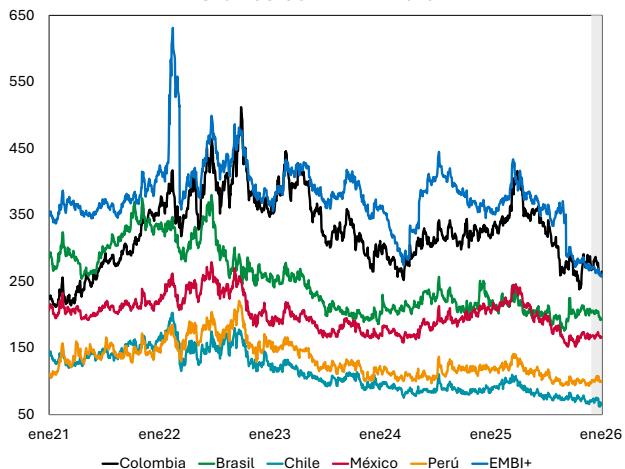
⁵⁵ El Vstox es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

⁵⁶ El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.

⁵⁷ 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.

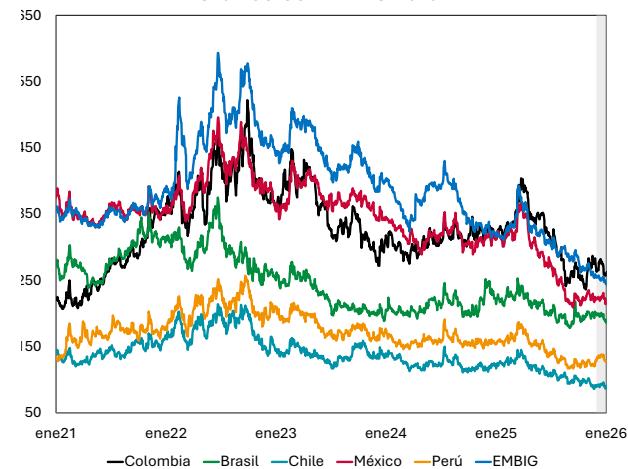
Finalmente, el EMBI⁵⁸ presentó reducciones a nivel global. Los índices EMBI+ y EMBIG disminuyeron 12 pb y 11 pb, respectivamente, desde la última reunión de la JDBR. En Latinoamérica, el EMBI+ (EMBIG) presentó variaciones de -22 pb (-12 pb) en Colombia, 3 pb (-1 pb) en Perú, -1 pb (corresponde al EMBIG) en Chile, 1 pb (-2 pb) en México y -12 pb (-13 pb) en Brasil (Gráficos 65 y 66).

Gráfico 65. EMBI+ Latam



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 66. EMBIG Latam



Fuente: Bloomberg.

⁵⁸ 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. Encuestas de expectativas de Bloomberg sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de diciembre de 2025

Actualizada el 25 de enero

	Empresa	Estimación	Fecha
1	Wells Fargo Securities LLC	9,50%	15ene26
2	Bancolombia SA	9,75%	15ene26
3	BNP Paribas	10,00%	15ene26
4	Banco BTG Pactual SA	9,75%	16ene26
5	Natixis North America LLC	9,75%	18ene26
6	Casa de Bolsa SA Sociedad Comisionista de Bolsa	9,75%	19ene26
7	Corporacion Financiera Colombiana SA	9,75%	20ene26
8	Bloomberg Economics	9,75%	21ene26
9	Alianza Valores Comisionista de Bolsa SA/Colombia	9,50%	22ene26
10	Capital Economics Ltd	9,75%	22ene26
11	Positiva Compania de Seguros	9,75%	22ene26
12	UBS Europe SE Spain Branch	9,75%	22ene26
13	Acciones Y Valores	9,75%	22ene26
14	Banco Davibank SA	9,75%	22ene26
15	Barclays Capital Inc	9,75%	23ene26
16	Goldman Sachs & Co LLC	9,75%	23ene26
17	Banco Rabobank Int Brasil SA	9,75%	23ene26
18	Pantheon Macroeconomics Ltd	9,75%	23ene26
19	University Jorge Tadeo Lozano	9,75%	23ene26
20	Deutsche Bank Securities Inc	9,75%	23ene26
21	Banco Pine SA	10,00%	23ene26
22	Bancoldex	9,75%	25ene26
23	Banco de Bogota SA	9,75%	25ene26
24	Pacifico Research	9,75%	25ene26
	Tasa	Obs.	Prob.
	9,50%	2	8,3%
	9,75%	20	83,3%
	10,00%	2	8,3%
	Tasa esperada ponderada		9,75%

Cuadro A1.2. Encuestas de expectativas de Citi y ANIF sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de enero de 2026

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?	PRONÓSTICO	RECOMENDACIÓN				
			Ajuste	Porcentaje	Número	Ajuste	Porcentaje	Número
Acciones y Valores	9,75%	9,75%	9,25%	3%	1	9,25%	6%	2
Alianza	9,50%	9,75%	9,50%	23%	7	9,50%	23%	7
AllianceBernstein	9,50%	9,75%	9,75%	68%	21	9,75%	55%	17
Anif	9,75%	9,75%	10,00%	3%	1	10,00%	6%	2
Asobancaria	9,75%	9,75%	10,25%	3%	1	10,25%	10%	3
Aval Asset Management	9,75%	9,75%	10,50%	0%	0	10,50%	100%	31
Banco Agrario	9,50%	9,25%						
Banco Davivienda	9,75%	9,50%						
Banco de Bogotá	9,75%	10,25%						
Banco de Occidente	9,75%	9,75%						
Banco Popular	9,75%	9,75%						
Banco Santander	9,75%	9,75%						
Bancoldex	9,75%	9,75%						
Bancolombia	9,75%	9,75%						
BBVA	10,25%	10,25%						
BTG Pactual	9,75%	9,75%						
CAMACOL	9,75%	9,75%						
Citi	9,75%	9,75%						
Colfondos	9,50%	9,50%						
Corficolombiana	9,75%	9,75%						
Davibank	9,75%	9,75%						
Deutsche Bank	9,75%	10,25%						
Fedesarrollo	9,50%	9,50%						
Grupo Bolívar	9,50%	9,50%						
Itaú	10,00%	10,00%						
Lulu Bank	9,75%	9,50%						
Moody's Analytics	9,50%	9,50%						
Pontificia Universidad Javeriana	9,25%	9,50%						
Positiva	9,75%	9,25%						
Skandia	9,75%	9,75%						
XP Investments	9,75%	10,00%						
Promedio	9,70%	9,73%						
Mediana	9,75%	9,75%						
Desv. Estándar	0,18%	0,24%						
Máximo	10,25%	10,25%						
Mínimo	9,25%	9,25%						

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

Participantes	ene26	dic26
Acciones y Valores	9,75%	10,50%
Alianza	9,50%	10,75%
Anif	9,75%	11,50%
Asobancaria	9,75%	11,25%
Aval Asset Manager	9,75%	11,75%
Banco Agrario	9,50%	11,25%
Banco de Bogotá	9,75%	11,25%
Banco de Occidente	9,75%	11,00%
Banco Popular	9,75%	11,75%
Banco Santander	9,75%	11,25%
Bancoldex	9,75%	10,75%
Bancolombia	9,75%	11,00%
BBVA	10,25%	12,25%
BTG Pactual	9,75%	11,25%
Citi	9,75%	10,75%
Colfondos	9,50%	11,25%
Corficolombiana	9,75%	11,75%
Davibank	9,75%	12,00%
Deutsche Bank	9,75%	11,50%
Grupo Bolívar	9,50%	11,25%
Itaú	10,00%	12,00%
Moody's Analytics	9,50%	10,00%
Positiva	9,75%	11,25%
Skandia	9,75%	11,50%
XP Investments	9,75%	11,75%
Promedio	9,73%	11,30%
Mediana	9,75%	11,25%
Desv. Estándar	0,16%	0,51%
Máximo	10,25%	12,25%
Mínimo	9,50%	10,00%
No. Respuestas	25	25

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

Participantes	ene26	dic26
Acciones y Valores	5,45%	6,33%
Alianza	5,29%	6,00%
Anif	5,37%	5,86%
Asobancaria	5,40%	6,70%
Aval Asset Manager	5,23%	6,50%
Banco Agrario	5,28%	6,29%
Banco de Bogotá	5,53%	6,24%
Banco de Occidente	5,16%	5,97%
Banco Popular	5,73%	6,87%
Banco Santander	5,51%	6,50%
Bancoldex	5,24%	6,57%
Bancolombia	5,31%	6,40%
BBVA	5,38%	6,50%
BTG Pactual	5,69%	6,84%
Citi	5,59%	5,80%
Colfondos	5,37%	6,45%
Corficolombiana	5,23%	6,50%
Davibank	5,42%	6,34%
Deutsche Bank	5,31%	6,33%
Grupo Bolívar	5,33%	6,21%
Itaú	5,57%	6,70%
Moody's Analytics	5,30%	6,00%
Positiva	5,64%	6,48%
Skandia	5,29%	6,75%
XP Investments	5,41%	6,50%
Promedio	5,40%	6,39%
Mediana	5,37%	6,45%
Desv. Estándar	0,15%	0,29%
Máximo	5,73%	6,87%
Mínimo	5,16%	5,80%
No. Respuestas	25	25

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 11 de enero

	Empresa	2026	2027
1	4intelligence	4.70%	4.10%
2	Acciones y Valores	6.00%	5.40%
3	Actinver	4.00%	3.50%
4	Alianza Valores y Fiduciaria	4.90%	-
5	Allianz	4.00%	4.00%
6	ANIF	4.90%	3.30%
7	Asobancaria	5.00%	-
8	Banco Agrario de Colombia	5.70%	5.90%
9	Banco Davivienda	6.60%	-
10	Banco de Occidente	5.90%	5.60%
11	Barclays Capital	4.80%	3.80%
12	BBVA Research	4.80%	4.00%
13	BTG Pactual	6.50%	5.80%
14	Capital Economics	4.50%	3.80%
15	Citigroup Global Mkts	4.50%	3.80%
16	Corficolombiana	5.90%	-
17	Credicorp Capital	4.30%	-
18	DAVIBank	6.30%	5.30%
19	DekaBank	3.40%	2.80%
20	Deutsche Bank	5.60%	5.50%
21	Dun & Bradstreet	3.10%	3.00%
22	E2 Economia	4.40%	3.80%
23	Ecoanalítica	3.60%	3.30%
24	EIU	4.40%	3.60%
25	Euromonitor Int.	3.70%	3.20%
26	Fitch Ratings	4.80%	4.30%
27	Fitch Solutions	5.10%	4.30%
28	FrontierView	3.20%	3.50%
29	Goldman Sachs	5.60%	4.20%
30	Itaú Unibanco	4.40%	-
31	Julius Baer	4.50%	3.30%
32	Kiel Institute	4.60%	4.10%
33	MAPFRE Economics	4.20%	3.30%
34	Moody's Analytics	5.00%	3.90%
35	Oxford Economics	4.50%	3.50%
36	Pantheon Macroeconomics	4.50%	4.00%
	Tasa	Obs.	Prob.
	3.00% - 3.25%	2	5.4%
	3.25% - 3.50%	1	2.7%
	3.50% - 3.75%	2	5.4%
	3.75% - 4.00%	0	0.0%
	4.00% - 4.25%	3	8.1%
	4.25% - 4.50%	4	10.8%
	4.50% - 4.75%	7	18.9%
	4.75% - 5.00%	5	13.5%
	5.00% - 5.25%	3	8.1%
	Media	4.78%	4.06%
	Mediana	4.65%	3.85%

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 11 de enero

	Empresa	2026	2027
1	4intelligence	8,50%	7,75%
2	Acciones y Valores	10,50%	8,25%
3	Actinver	7,75%	6,50%
4	AGPV	8,00%	-
5	Alianza Valores y Fiduciaria	10,25%	-
6	Allianz	8,50%	8,00%
7	ANIF	8,25%	-
8	Asobancaria	9,25%	-
9	Banco Agrario de Colombia	11,00%	10,75%
10	Banco Davivienda	11,25%	-
11	Banco de Occidente	11,00%	9,00%
12	Bancolombia	10,00%	9,50%
13	Barclays Capital	10,50%	8,50%
14	BBVA Research	9,25%	8,25%
15	BTG Pactual	11,25%	10,50%
16	CABI	8,75%	-
17	Capital Economics	8,50%	7,25%
18	Citigroup Global Mkts	9,25%	9,25%
19	Corficolombiana	11,75%	-
20	Credicorp Capital	8,25%	-
21	DAVIBank	12,00%	9,25%
22	Deutsche Bank	11,50%	10,50%
23	Ecoanalítica	6,50%	4,25%
24	Econosignal Deloitte	10,00%	10,00%
25	EIU	8,25%	6,25%
26	Fedesarrollo	7,75%	6,75%
27	Fitch Solutions	8,50%	5,00%
28	Goldman Sachs	10,75%	10,00%
29	Itaú Unibanco	8,25%	-
30	JPMorgan	10,00%	-
31	Oxford Economics	8,50%	6,50%
32	Pantheon Macroeconomics	8,00%	7,00%
33	Positiva Compañía de Seguro	11,25%	9,75%
34	Rabobank	8,25%	7,25%
35	S&P Global Ratings	8,50%	7,25%
36	Scope Ratings	9,00%	9,00%
37	Sectorial	7,50%	5,50%
38	Société Générale	8,00%	-
39	Standard Chartered	11,25%	9,50%
40	UBS	9,25%	7,75%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
<=4,25%	0	0,0%	1	3,4%
4,50%-5,25%	0	0,0%	1	3,4%
5,50%-6,25%	0	0,0%	2	6,9%
6,50%-7,25%	1	2,5%	7	24,1%
7,50%-8,25%	11	27,5%	5	17,2%
8,50%-9,25%	12	30,0%	5	17,2%
9,50%-10,25%	4	10,0%	5	17,2%
10,50%-11,25%	9	22,5%	3	10,3%
11,50%-12,25%	3	7,5%	0	0,0%

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 19 de diciembre, la Junta Directiva del Banco de la República mantuvo inalterada la tasa de política monetaria en 9,25%. Analistas destacaron que el mercado no presentó una reacción importante ante este evento, debido a que coincidió con otros factores como la compra directa de TES por COP 23 billones por parte de un inversionista extranjero al Ministerio de Hacienda. Sin embargo, destacaron que los operadores continuarán a la expectativa de las decisiones de tasas que el emisor tome en los próximos meses. 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 -47 pb, -77 pb y -68 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -10 pb, -13 pb y -12 pb para dichos vencimientos.

El 22 de diciembre se anunció la firma del decreto de emergencia por parte del gabinete de presidencia. Con este se busca recaudar más de COP 16 billones para financiar el presupuesto de 2026. Analistas del mercado destacaron que esta noticia incrementa la incertidumbre fiscal y política a nivel local, por lo cual las tasas de los TES se vieron presionadas al alza. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 2 pb, -2 pb y -7 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 6 pb, 8 pb y 3 pb para dichos vencimientos.

El 29 de diciembre, presidencia anunció el aumento del salario mínimo para el 2026 en 23,2% (incluyendo el subsidio de transporte). Analistas del mercado señalaron que los TES se desvalorizaron después de darse a conocer el incremento del salario mínimo para 2026, debido a que se espera que este genere presiones al alza sobre la inflación durante el año, debido a su magnitud por encima de la inflación y productividad de 2025. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 43 pb, 33 pb y 31 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 5 pb, 6 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

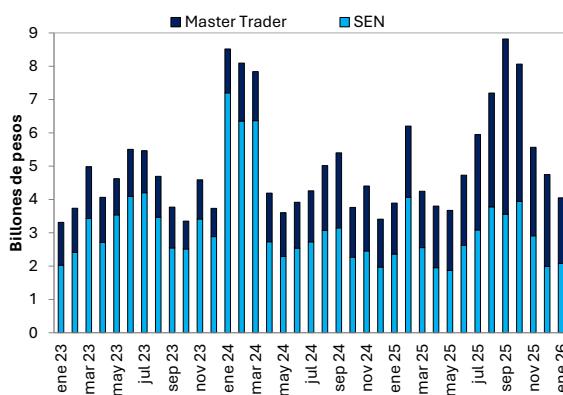
El 8 de enero se conoció el dato de inflación de cierre de 2025, el cual se ubicó en 5,10% a/a, por debajo de lo esperado por los analistas (5,18% a/a). Algunos operadores del mercado destacaron que, pese a la publicación de la inflación por debajo de lo esperado, mantienen sus preocupaciones en el frente inflacionario, puesto que el indicador continúa mostrando señales de estancamiento en su convergencia a la meta, y dado el incremento del salario mínimo para 2026 por encima de la inflación y la productividad de 2025. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -11 pb, -2 pb y -2 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -14 pb, -12 pb y -12 pb para dichos vencimientos.

El 21 de enero, el gobierno publicó el borrador del decreto que modifica el régimen de inversiones externas de las Administradoras de Fondos de Pensiones (APF). Este propone reducir en dos etapas el límite de exposición externa de los activos bajo administración de las AFP, pasando el 48,9% actual a 35% en 3 años y a 30% en 5 años. Analistas del mercado señalaron que los TES en pesos se desvalorizaron, dada la publicación del borrador del decreto. Operadores destacan algunos factores que alimentan la incertidumbre: i) faltan detalles del decreto por entender; ii) la medida implica un mayor riesgo de concentración en el mercado local con sus consecuencias negativas en términos de diversificación; iii) la reforma pensional también es un elemento clave, que incidirá en el rebalanceo de los activos; y iv) hay un riesgo de distorsión de precios si la canalización se concentra excesivamente en un solo activo. 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 5 pb, 9 pb y 15 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -2 pb, 1 pb y 1 pb para dichos vencimientos.

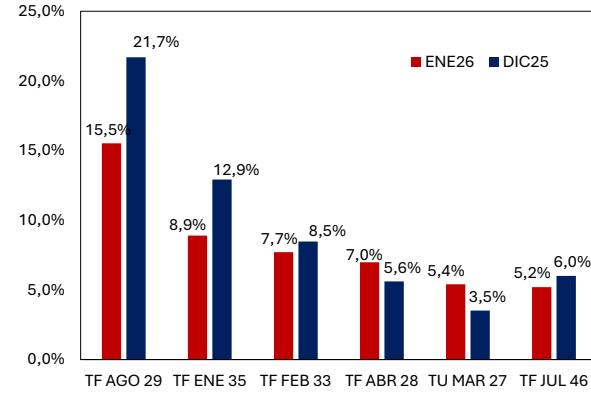
En lo corrido de enero, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,0 billones, inferior al mes anterior (\$4,8 billones), y superior al registrado en enero de 2025 (\$3,9 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en agosto de 2029, cuya participación pasó de 21,7% a 15,5%, seguidos por los que vencen en enero de 2035, cuya participación pasó de 12,9% a 8,9% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



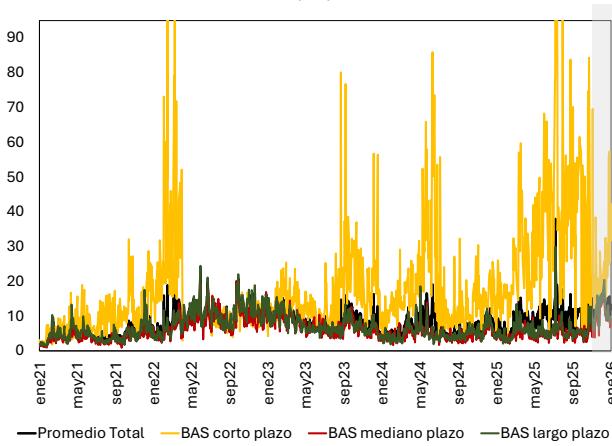
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 23 de enero de 2026.

Gráfico A2.3. TES más transados



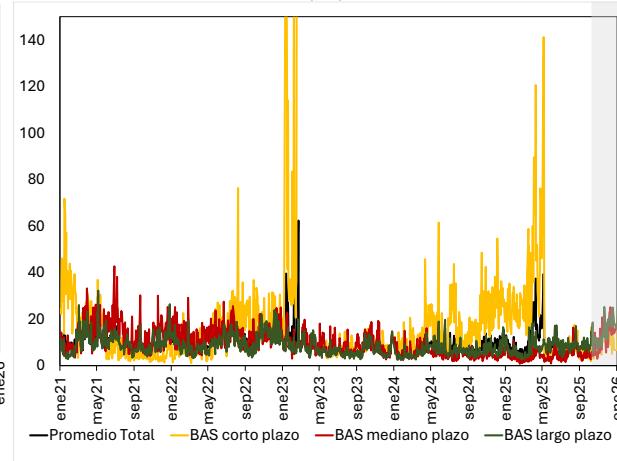
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 23 de enero de 2026.

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



Fuente y Cálculos: BanRep. * El bid-ask spread se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A los títulos sin posturas se le asigna el máximo bid-ask del día para los títulos que presentaron posturas. El corto plazo hace referencia a títulos con vencimientos menores a dos años, mediano plazo con títulos con vencimiento entre 3 y 5 años y largo plazo títulos con vencimiento superior a 5 años.

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

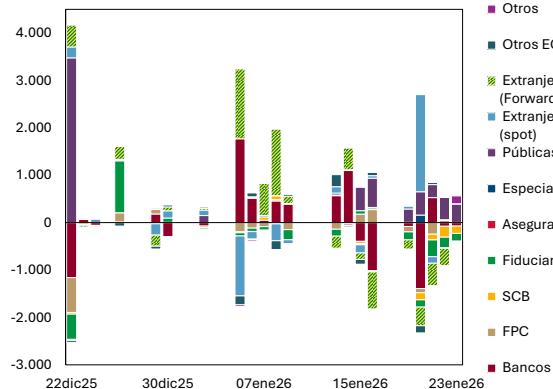


Con información al 23 de enero de 2026, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 30,8 pb (ant: 19,1 pb), 9,8 pb (ant: 9,5 pb) y 11,0 pb (ant: 11,5 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 11,2 pb (ant: 10,8 pb), 14,3 pb (ant: 16,1 pb) y 16,9 pb (ant: 18,9 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

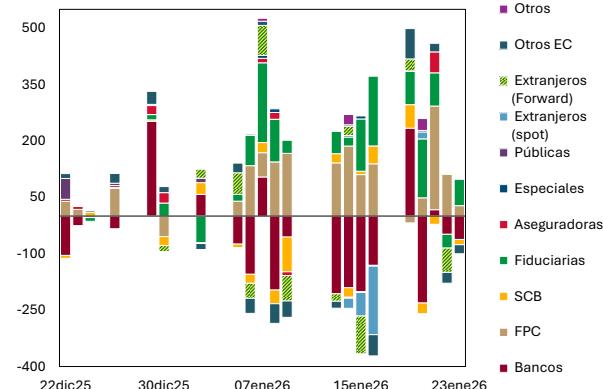
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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)

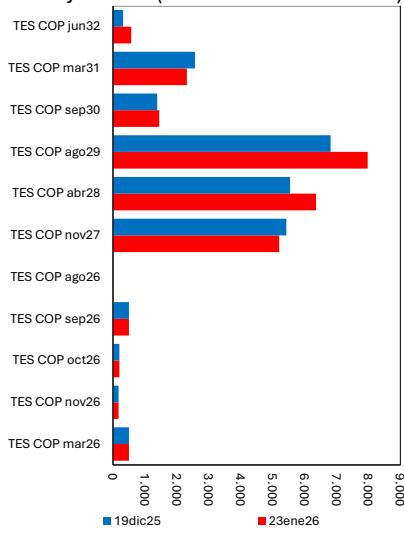


Cuadro A3.1. Compras netas de TES denominados en pesos (azul) y TES denominados en UVR (gris) (COP miles de millones – a valor nominal)

	Corrido del 2025	Corrido del 2025	Tramo Corto TCO	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio-corto (2-5 años)	Tramo Medio (5-10 años)	Tramo Medio-largo (10-15 años)	Tramo Largo (>15 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto TCO	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio-corto (2-5 años)	Tramo Medio (5-10 años)	Tramo Medio-largo (10-15 años)	Tramo Largo (>15 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	15.886	6.568	367	282	(373)	(773)	73	1.448	1.024	-	(528)	(95)	(675)	(146)	386	(1.058)
Compañía de Financiamiento Comercial	3.721	8	87	(60)	(75)	(200)	-	-	(249)	-	8	-	(4)	-	-	4
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	1.674	(57)	(11)	85	(76)	(79)	(0)	69	(14)	-	19	(8)	(81)	0	31	(40)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	21.281	6.519	443	307	(525)	(1.052)	73	1.517	762	-	(502)	(103)	(760)	(146)	417	(1.094)
Fondos de Pensiones y Cesantías	124	(0)	-	-	(1)	7	-	-	7	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	16.668	858	(21)	10	13	261	(232)	(1.124)	(1.092)	-	0	(104)	1.039	267	444	1.646
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	16.792	858	(21)	10	13	261	(232)	(1.124)	(1.092)	-	0	(104)	1.039	267	444	1.646
Sociedades Comisionistas de Bolsa	703	236	20	(21)	(85)	106	15	20	55	-	55	(84)	(77)	25	(18)	(99)
Propia	1.458	495	(203)	57	(396)	(134)	(27)	18	(685)	-	37	(8)	23	(18)	1	34
Terceros	(11)	(488)	193	3	(124)	-	-	(46)	27	-	19	2	-	(7)	13	
Extranjeros	-	65	(168)	-	-	-	-	-	(168)	-	(47)	(3)	-	-	(50)	
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	2.161	731	(184)	37	(481)	(28)	(12)	38	(629)	-	92	(91)	(55)	7	(17)	(64)
Sociedades Fiduciarias	33	(82)	-	(13)	(3)	(3)	-	-	(19)	-	(24)	(2)	(7)	(8)	-	(41)
Propia	59.023	13.494	318	(204)	1.633	(667)	(748)	(772)	(441)	-	428	235	269	(104)	162	991
Terceros	59.483	2.045	-	(75)	2.272	(929)	(576)	(211)	482	-	-	(178)	(12)	(94)	(129)	(253)
Extranjeros***	59	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros (TES verdes)****	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	1.059	1.197	(409)	(33)	(110)	(22)	(9)	(4)	(587)	-	288	47	(38)	-	-	297
Pasivos Pensionales	(488)	167	2	(6)	71	(72)	(7)	(88)	(100)	-	(4)	(13)	32	24	3	41
Total Sociedades Fiduciarias	59.055	13.412	318	(217)	1.630	(670)	(748)	(772)	(459)	-	404	233	263	(112)	162	951
Compañías de Seguros y Capitalización	497	2.539	-	(60)	34	34	-	1	10	-	(19)	52	14	(20)	110	137
Propia	-	2.539	-	(60)	34	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitalización	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	497	2.539	-	(60)	34	34	-	1	10	-	(19)	52	14	(20)	110	137
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	78.506	17.541	113	(230)	1.196	(402)	(992)	(1.856)	(2.171)	-	478	89	1.261	142	700	2.669
Total Entidades Financieras Especiales*	3.022	64	195	(9)	(11)	(20)	10	-	165	-	16	14	-	4	-	34
Total Entidades Públicas****	28.020	244	2.091	150	734	2.000	1.054	635	6.662	-	-	-	6	-	68	74
Otros*****	1.499	1.309	166	(67)	(10)	4	-	-	92	-	8	-	59	-	4	71
Extranjeros	(87)	(1.060)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	132.328	25.677	3.007	151	1.383	529	145	295	5.510	-	-	-	566	-	1.188	1.754

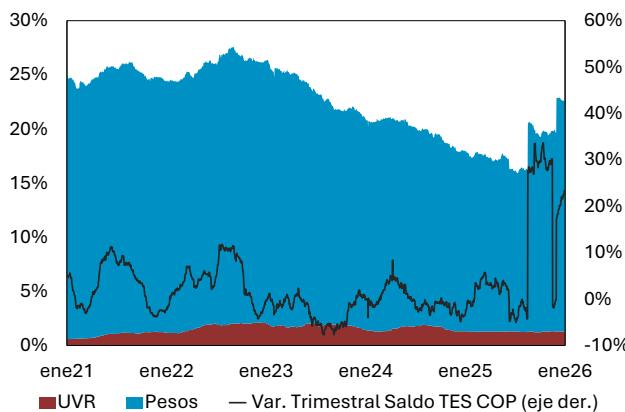
Fuente: BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 23 de enero de 2026. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa a contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

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



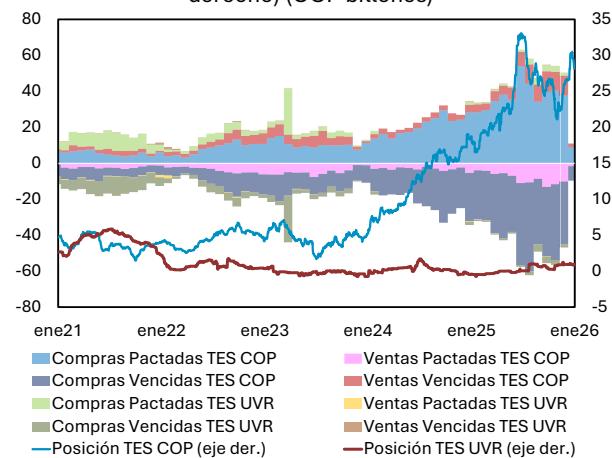
Fuente: BanRep.

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



Fuente: BanRep

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

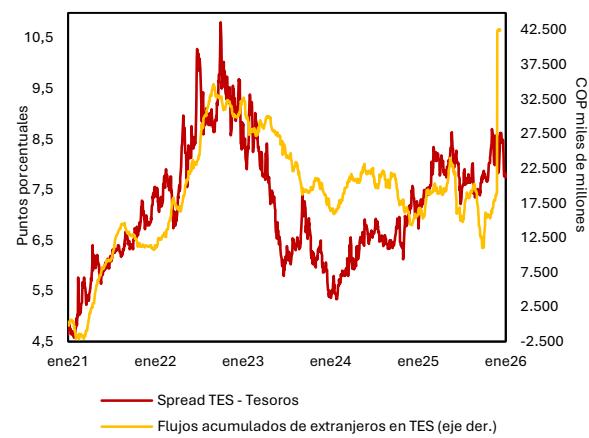


*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

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

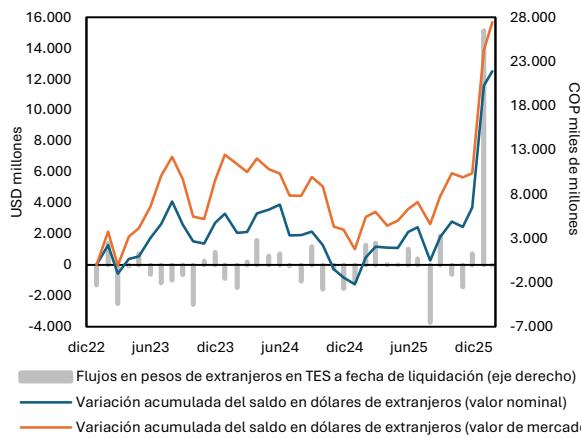
Gráfico A3.6. Margen entre la deuda local a 10 años y los Tesoros vs flujos netos acumulados de extranjeros en TES



Fuente: BanRep.

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

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



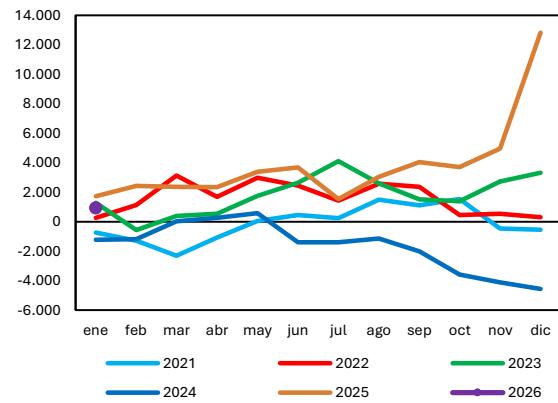
Fuente: BanRep.

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

ii) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte.
iii) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.

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

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



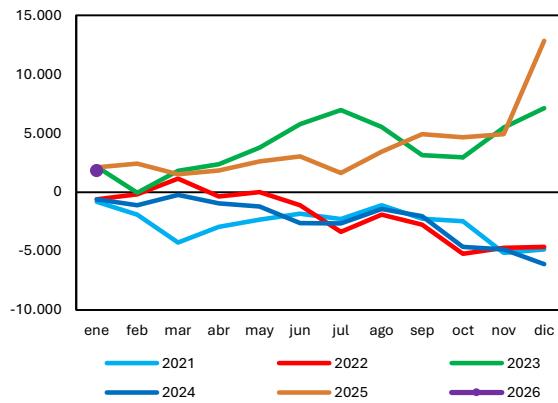
Fuente: BanRep.

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

ii) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte.
iii) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.

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

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



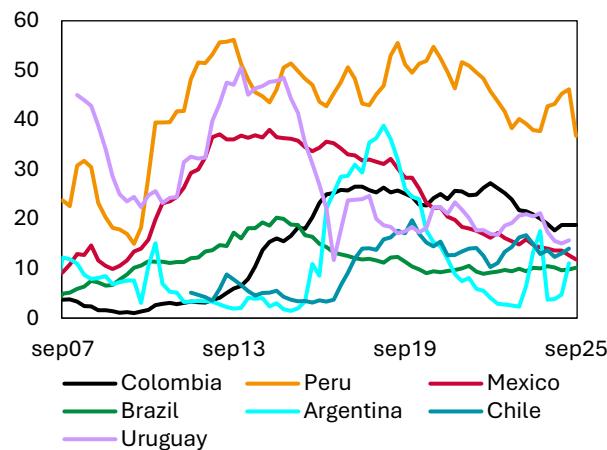
Fuente: BanRep.

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

ii) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte.
iii) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.

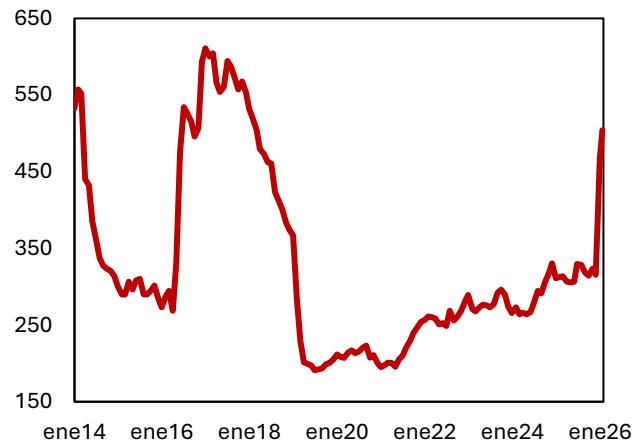
** Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

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



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.

Gráfico A3.11. Índice IHH de las tenencias en TES de los inversionistas extranjeros

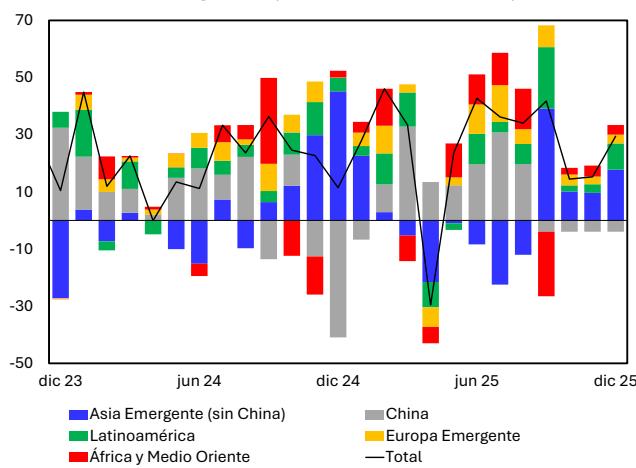


Fuente: Banrep. El índice se construye como la sumatoria de la participación al cuadrado de cada inversionista extranjero dentro del total de tenencias del grupo en cada mes.

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

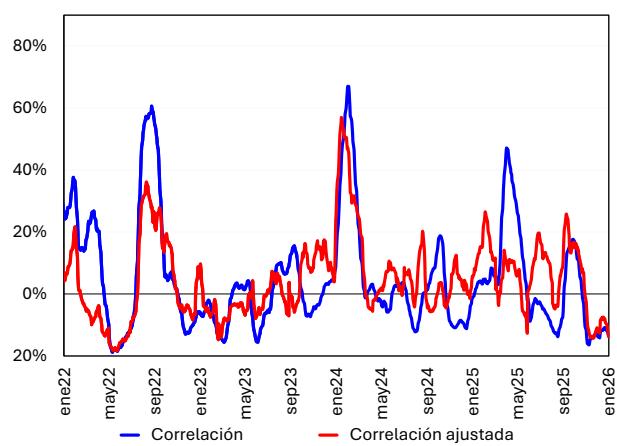
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

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



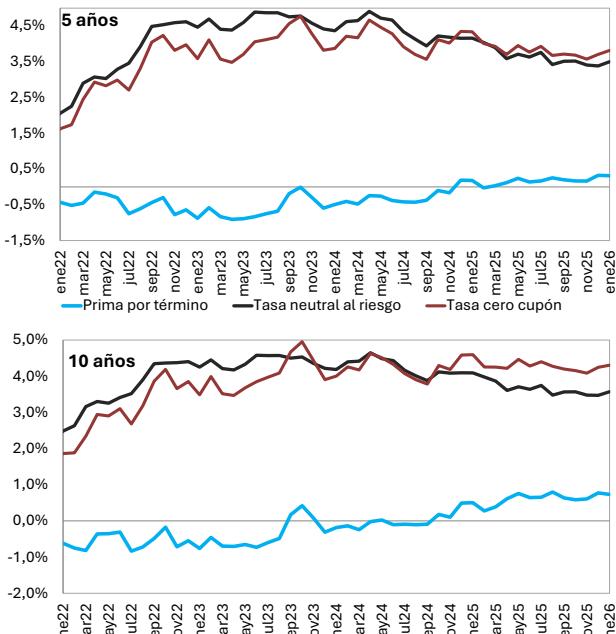
Fuente: IIF.

Gráfico A4.2. Correlación pendientes región



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

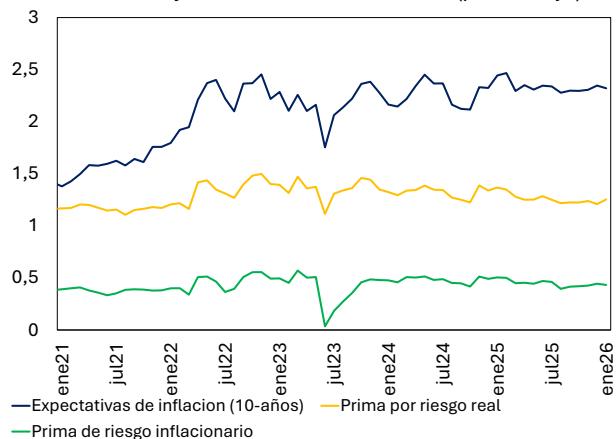
Gráfico A4.3. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.2 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) se mantuvo constante en -13,4%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) tuvo un ligero aumento sin cambios y se ubicó en -13,8%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciada principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 23 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 0,31% y 0,73%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo subieron 12 pb y 10 pb, y se ubicaron en 3,50% y 3,57% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). Por otra parte, en diciembre, la prima por riesgo inflacionario en EE. UU se ubicó en 0,43% (ant: 0,45%), la prima por riesgo real en 1,25% (ant: 1,21%), y la expectativa de inflación de largo plazo en 2,32% (ant: 2,35%).

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



Fuente: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

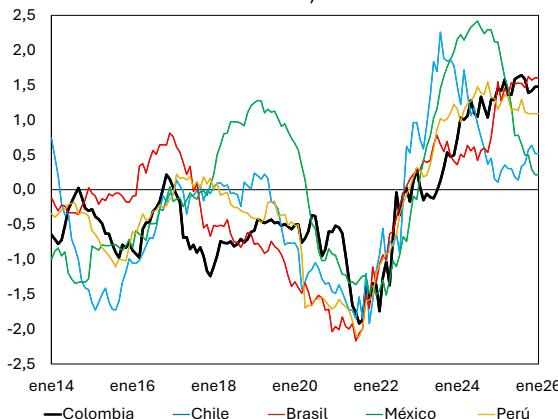
Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
Países desarrollados				
22ene26	Banco de Noruega	0	0	4,00%
22ene26	Banco de Japón	0	0	0,75%
Países emergentes/frontera				
22dic25	Banco Central del Paraguay	0	-	6,00%
23dic25	Banco Central del Uruguay	-50	-	7,50%
25dic25	Banco Central de Egipto	-100	0	20,00%
30dic25	Banco Central de la República Dominicana	0	-	5,25%
31dic25	Banco Central de Túnez	-50	-	7,00%
31dic25	Banco Central de Trinidad y Tobago	0	-	3,50%
5ene26	Banco de Israel	-25	0	4,00%
8ene26	Banco de Tanzania	0	-	5,75%
8ene26	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	4,25%
12ene26	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
14ene26	Banco Nacional de Polonia	0	0	4,00%
14ene26	Banco Nacional de Angola	-100	-	17,50%
14ene26	Banco de Corea	0	0	2,50%
19ene26	Banco Nacional de Rumania	0	0	6,50%
19ene26	Banco Popular de China	0	0	3,0% / 3,5% *
21ene26	Banco de Indonesia	0	0	4,75%
22ene26	Banco Central de Malasia	0	0	2,75%
22ene26	Banco Central de la República de Turquía	-100	-150	37,00%
23ene26	Banco Nacional de Kazajistán	0	0	18,00%
23ene26	Banco Central del Paraguay	-25	-	5,75%

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

Fuente: Bloomberg

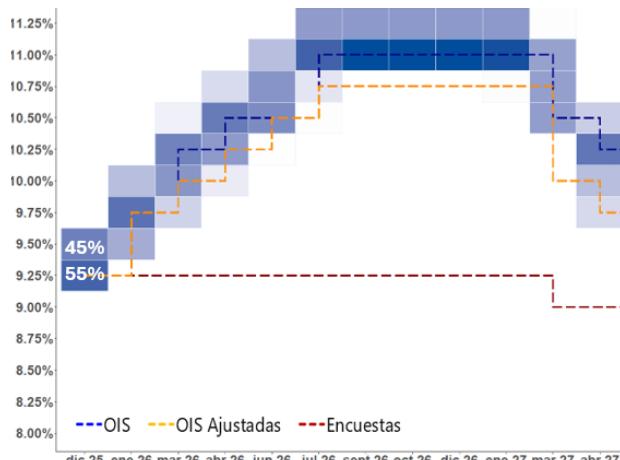
Gráfico A5.1. Tasas reales de los países de la región
(desviaciones estándar respecto a la media desde
2005)



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

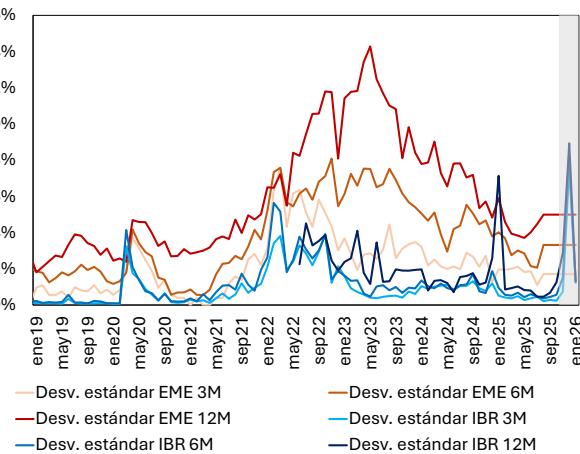
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación

Cuadro A6.1. 12 de diciembre de 2025

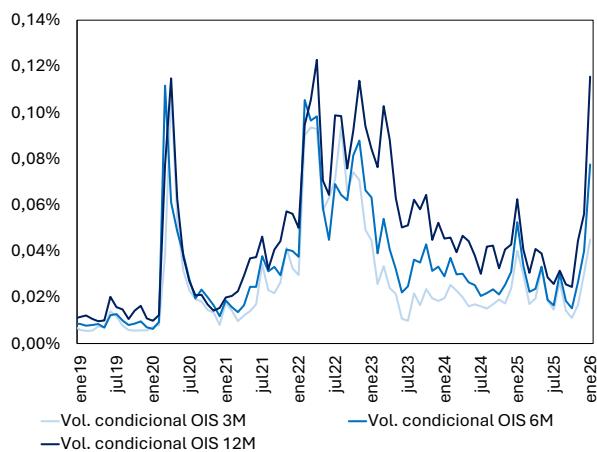


Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.

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

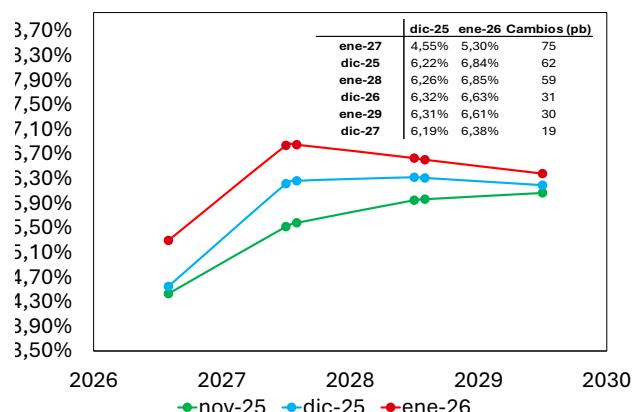


A6.3. Volatilidad condicional de las tasas OIS



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

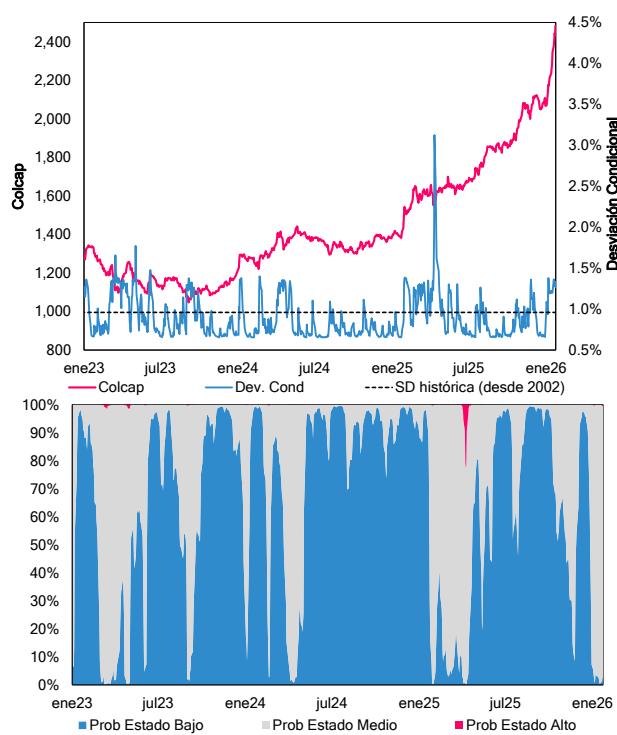
Gráfico A6.4. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



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.

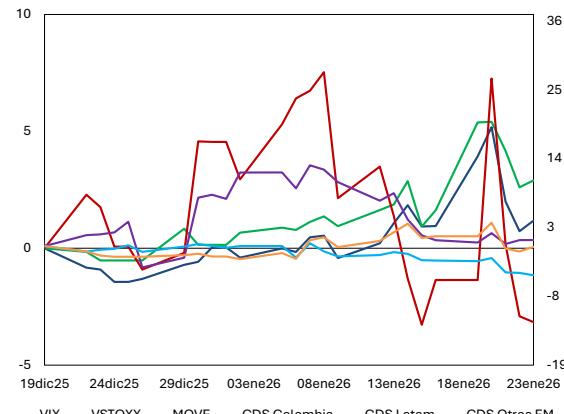
Tabla A7.2. Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	dic25	ene26	dic25	ene26
Aumentará	64,0%	74,1%	4,2%	8,3%
Sin cambios	28,0%	22,2%	25,0%	29,2%
Disminuirá	8,0%	3,7%	37,5%	33,3%
No aplica			33,3%	29,2%

Fuente: EOF, Cálculos: BanRep. Los porcentajes más altos se encuentran en color verde y los más bajos en color azul. Las columnas “Duración del portafolio” contienen el porcentaje de encuestados que eligió cada opción respecto a la dinámica esperada del portafolio que administra en los próximos tres meses.

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

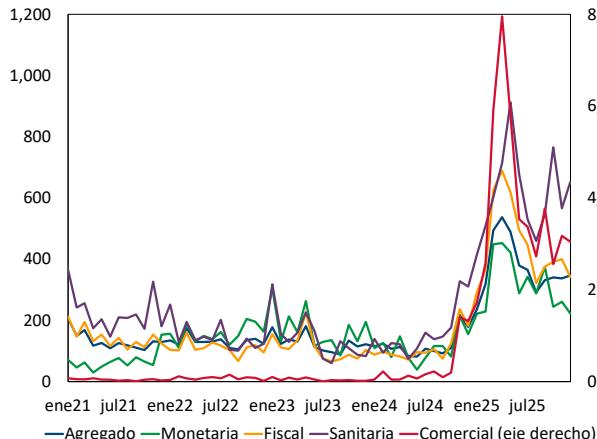
Nota: Los indicadores Vix, Vstoxy Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

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
nov25	337	261	400	566	3173	426	849	142	422	462	134
dic25	347	222	342	652	3046	363	781	106	305	375	131
Var.	10	-38	-58	86	-127	-63	-68	-36	-117	-87	-3

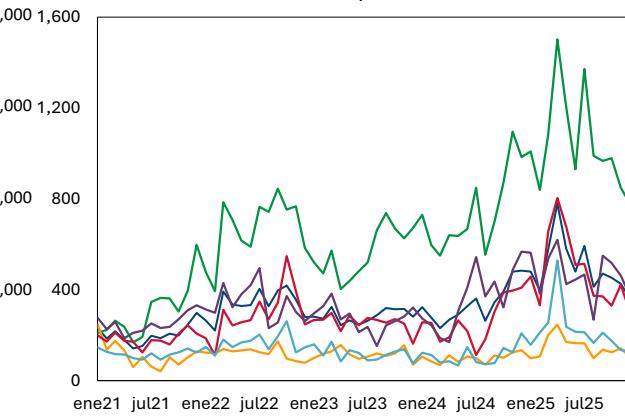
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación						Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Diciembre 2025			Esperada a Diciembre 2026		Vigente	Esperada a Diciembre 2026		Últimos datos publicados		Esperada a Diciembre 2026		
	Esp.	Obs.	Spread	Dic. 25	Ene. 26		Dic. 25	Ene. 26	Esp.	Obs.	Dic. 25	Ene. 26	
Colombia	5.18%	5.10%	2.10%	4.65%	6.45%	9.25%	9.25%	11.25%	3.20%	3.60%	2.90%	2.80%	
Chile	3.50%	3.50%	0.50%	3.00%	3.00%	4.50%	4.25%	4.25%	1.80%	1.60%	2.30%	2.50%	
México	3.75%	3.69%	0.69%	3.80%	3.80%	7.00%	6.49%	6.48%	-0.20%	-0.12%	1.30%	1.30%	
Perú	1.48%	1.51%	-0.49%	2.20%	2.20%	4.25%	4.04%	4.07%	3.40%	3.40%	2.90%	2.90%	
Brasil	4.26%	4.26%	1.26%	4.05%	4.00%	15.00%	12.25%	12.25%	1.70%	1.82%	1.80%	1.80%	
Ecuador	n.d.	1.91%	-0.09%	1.80%	1.90%	n.d.	n.d.	n.d.	2.40%	2.00%	2.10%	2.10%	
Argentina	31.20%	31.50%	n.d.	18.50%	19.70%	29.00%	19.14%	18.46%	3.50%	3.30%	3.10%	3.20%	
EE. UU.	2.70%	2.70%	0.70%	2.80%	2.70%	3.5% - 3.75%	3.80%	3.80%	4.30%	4.40%	2.00%	2.20%	
India	1.56%	1.33%	-2.67%	4.20%	4.00%	5.25%	5.23%	5.20%	7.35%	8.23%	6.50%	6.60%	
Sudáfrica	3.60%	3.60%	-0.90%	3.27%	3.24%	6.75%	6.83%	6.83%	1.80%	2.10%	1.30%	1.30%	
China	0.80%	0.80%	-2.20%	0.80%	0.80%	1.40%	1.20%	1.20%	4.70%	4.50%	4.90%	4.50%	
Rusia	5.80%	5.59%	1.59%	8.80%	8.80%	16.00%	15.92%	15.92%	0.60%	0.60%	0.80%	0.81%	
Turquía	31.00%	30.89%	25.89%	35.00%	34.90%	37.00%	37.63%	37.63%	4.15%	3.66%	3.70%	3.72%	
Noruega	2.90%	3.20%	1.20%	3.00%	3.00%	4.00%	4.00%	4.00%	0.20%	0.10%	1.70%	1.70%	
Costa Rica	n.d.	-1.23%	-4.23%	1.70%	1.60%	3.25%	3.39%	3.38%	n.d.	5.20%	3.50%	3.60%	
El Salvador	n.d.	0.91%	-2.39%	1.40%	1.50%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	5.00%	2.50%	2.60%	
Guatemala	n.d.	1.65%	-2.35%	3.00%	3.00%	3.75%	3.33%	3.25%	n.d.	4.30%	3.60%	3.60%	
Honduras	n.d.	5.00%	0.00%	4.20%	4.20%	5.75%	5.50%	5.44%	n.d.	5.30%	3.30%	3.30%	
Panamá	n.d.	nd	n.d.	1.60%	1.50%	n.d.	7.77%	7.77%	n.d.	5.20%	4.00%	4.00%	
Paraguay	n.d.	3.10%	-0.90%	3.50%	3.40%	5.75%	5.64%	5.60%	n.d.	10.30%	3.90%	3.90%	

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 26 de enero.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 26 de enero.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 5 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 3T25, excepto, Honduras y Panamá, cuya información corresponde al 2T25, y China cuya información corresponde al 4T25.

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

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