



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

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



Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales

Bogotá, D.C, 31 de julio de 2025

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 | 10 |
| 1.3. | Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona | 17 |
| 1.4. | Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región | 18 |
| 2. | EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO | 19 |
| 2.1. | Expectativas de TPM | 19 |
| 2.2. | Expectativas de crecimiento económico | 23 |
| 3. | PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO | 24 |
| 4. | RECUADROS/ANEXOS..... | 27 |
| | Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros | 27 |
| | Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local | 33 |
| | Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local | 35 |
| | Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región | 38 |
| | Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos | 40 |
| | 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..... | 41 |
| | Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes | 42 |
| | Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional | 42 |
| | Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países | 43 |

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

- Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las medidas de expectativas de inflación del mercado financiero presentaron comportamientos mixtos, mientras que las de las encuestas se mantuvieron estables. Todas las medidas se ubicaron por encima de la meta del 3% para los próximos dos años (Cuadro 1).
- La caída de las expectativas que se extraen del mercado de deuda pública está relacionada con algunas dinámicas de este mercado como las emisiones de TES UVR, su estacionalidad y las valorizaciones de los TES pesos.
- Los TES denominados en pesos se valorizaron en línea con las expectativas de una demanda importante de TES por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) y las compras de entidades públicas.
- Las expectativas del mercado OIS apuntan a que la Tasa de Política Monetaria (TPM) se mantendrá sin cambios en la reunión de julio, mientras que las encuestas sugieren un posible recorte de 25 puntos básicos (pb).
- Los inversionistas extranjeros realizaron ventas significativas en el mercado de contado y a futuro de TES tras la pérdida del grado de inversión de estos títulos.

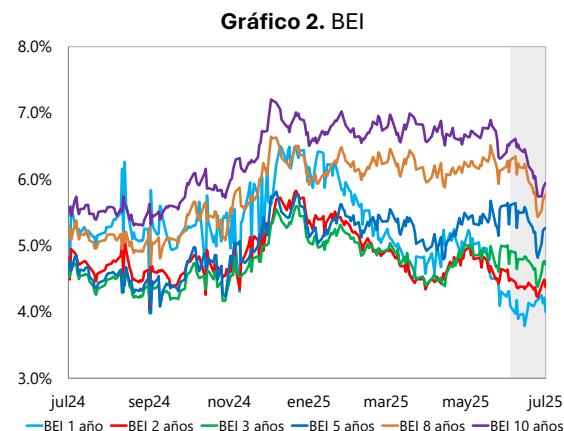
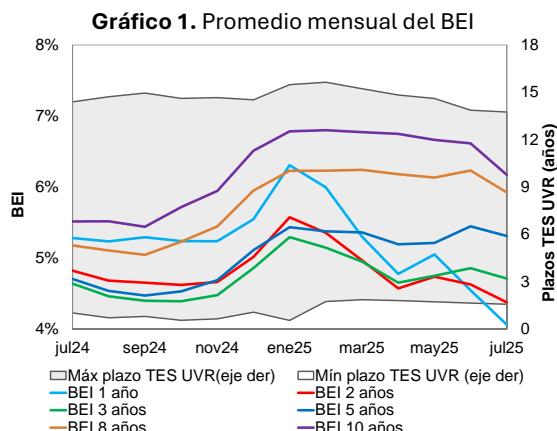
Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

| | Expectativas de mercado | | | | | | | | | | Expectativas de encuestas | | | | | | | | | | | | |
|----------------|-------------------------|-------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|---|
| | BEI | BEI desest. | 1 año | 5 años | 1 año | 2 años | dic-26 | 2 años | dic-26 | 2 años | 1 año | 2 años | dic-25 | 1 año | dic-26 | dic-25 | 1 año | dic-26 | 2 años | dic-25 | 1 año | dic-26 | |
| jun-25 | 1 año | 4.54% | 4.63% | 4.89% | 5.64% | 3.15% | 3.32% | 4.52% | 4.73% | 3.33% | 3.47% | 3.88% | 4.38% | 4.80% | 3.97% | 3.73% | 4.75% | 3.90% | 3.75% | 3.48% | 4.40% | 3.92% | |
| jul-25 | 1 año | 4.06% | 4.37% | 4.57% | 5.59% | 3.46% | 3.53% | 4.28% | 4.67% | 3.46% | 3.50% | 3.69% | 4.23% | 4.78% | 3.95% | 3.82% | 4.74% | 3.91% | 3.80% | 3.52% | 4.40% | 3.89% | |
| Variación (pb) | -48 | -25 | -33 | -6 | 31 | 21 | -25 | -6 | 13 | 3 | 3 | -19 | -14 | -2 | -2 | 9 | -1 | 1 | 5 | 4 | 0 | -3 | 0 |

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

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

La inflación implícita en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation*, BEI), calculada con tasas promedio, disminuyó en todos los plazos. La magnitud de la reducción en estas medidas pudo estar influenciada por algunas dinámicas del mercado de deuda pública, tales como las subastas de títulos en UVR, la estacionalidad propia de estos instrumentos, y las expectativas del mercado sobre compras del MHCP en el marco de operaciones de Tesorería. Con información hasta el 24 de julio, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó en promedio 48 puntos básicos (pb) a 4,06% para el plazo de un año, 14 pb a 5,31% para el plazo de cinco años, y 44 pb a 6,17% para el plazo a diez años (Gráfico 1). Por otro lado, al comparar las tasas del 24 de julio con las tasas observadas el 27 de junio, también se observan reducciones para todos los plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).



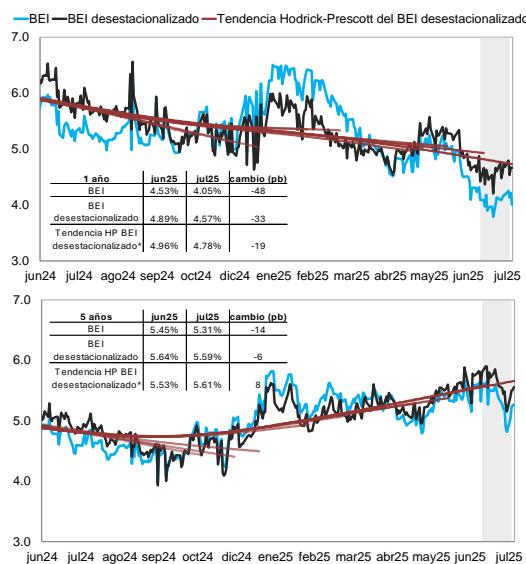
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

| | Punto a punto (plazo en años) | | | | | | | | | | | |
|---------------------|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | TES pesos | | | | | TES UVR | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 5 | 8 | 10 | 1 | 2 | 3 | 5 | 8 | 10 |
| 27jun25 | 9,08% | 10,10% | 10,86% | 11,87% | 12,61% | 12,84% | 5,00% | 5,59% | 5,95% | 6,26% | 6,32% | 6,29% |
| 24jul25 | 9,03% | 9,92% | 10,59% | 11,47% | 12,10% | 12,29% | 5,03% | 5,55% | 5,87% | 6,20% | 6,33% | 6,35% |
| | -6 | -18 | -27 | -40 | -51 | -55 | 3 | -4 | -7 | -6 | 1 | 6 |
| Var. BEI | -9 | -13 | -20 | -34 | -52 | -61 | | | | | | |
| BEI | 4,00% | 4,37% | 4,72% | 5,27% | 5,77% | 5,95% | | | | | | |
| Promedios mensuales | | | | | | | | | | | | |
| jun25 | 9,10% | 10,03% | 10,76% | 11,79% | 12,66% | 12,99% | 4,56% | 5,41% | 5,91% | 6,34% | 6,43% | 6,38% |
| Jul25* | 9,14% | 10,03% | 10,70% | 11,60% | 12,28% | 12,49% | 5,08% | 5,65% | 5,99% | 6,29% | 6,35% | 6,32% |
| | 3 | -1 | -6 | -19 | -39 | -50 | 52 | 24 | 8 | -5 | -8 | -6 |
| Var. BEI | -48 | -25 | -15 | -14 | -31 | -44 | | | | | | |
| BEI | 4,06% | 4,37% | 4,71% | 5,31% | 5,92% | 6,17% | | | | | | |

*Información disponible al 24 de julio de 2025.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

*El dato de la tendencia del 24 de julio se estimó con datos hasta esa fecha. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

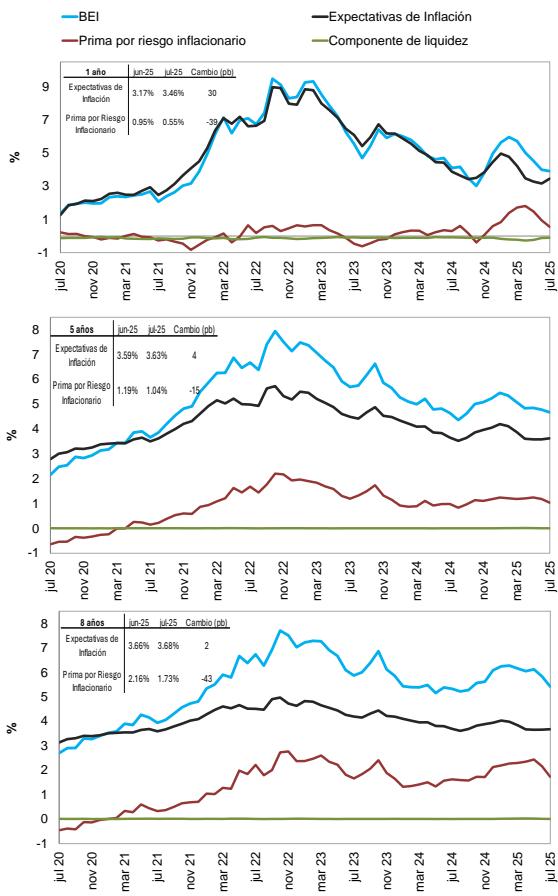
promedio cayó para el plazo de un año (obs: 4,78%; ant: 4,96%) y aumentó para el plazo de cinco años (obs: 5,61%; ant: 5,53%).

El componente de expectativas de inflación del BEI registró un aumento, el cual podría estar asociado con correcciones frente a los bajos niveles observados en el mes anterior. Las expectativas del mercado sobre compras del MHCP en el marco de operaciones de Tesorería explican la caída da la prima por riesgo inflacionario (PRI). Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también la incertidumbre sobre estas expectativas y algunas potenciales fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI¹ para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los TES UVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 3,46%

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

(ant: 3,17%), 3,63% (ant: 3,59%) y 3,68% (ant: 3,66%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

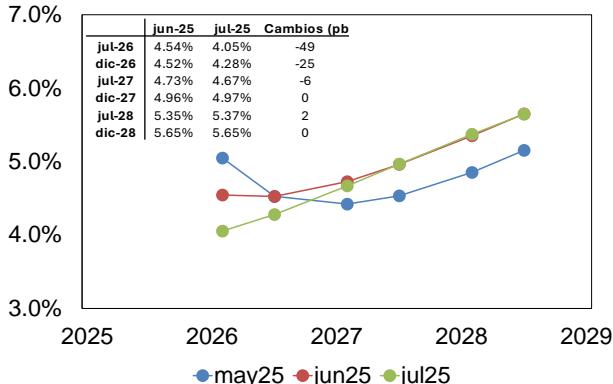
Gráfico 4. Descomposición BEI a 1, 5 y 8 años



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 3,97% (ant: 3,99%), 4,67% (ant: 4,78%) y 5,42% (ant: 5,83%) para los plazos de 1, 5 y 10 años, respectivamente.

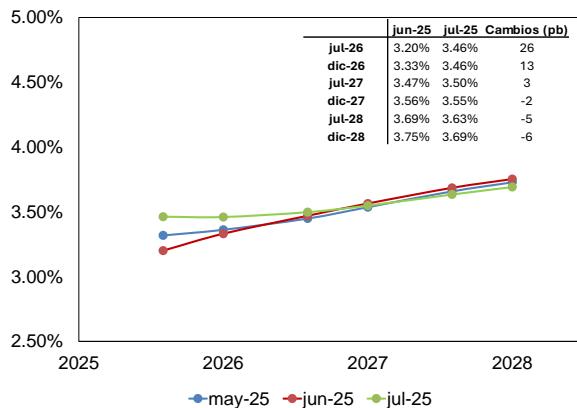
Los Forward Break-Even Inflation (FBEI) y los FBEI ajustados por primas mostraron comportamientos divergentes. Para los próximos dos años, los FBEI disminuyeron en línea con la dinámica del BEI, mientras que los FBEI ajustados por primas aumentaron, corrigiendo los valores más bajos observados el mes anterior. Para calcular las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como al cierre de los próximos tres años², y considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual para los meses de julio y diciembre de 2026, 2027 y 2028 mediante la curva FBEI, las cuales se ubican en 4,05%, 4,28%, 4,67%, 4,97%, 5,37% y 5,65%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 3,46%, 3,46%, 3,50%, 3,55%, 3,63% y 3,69% para los mismos plazos.

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



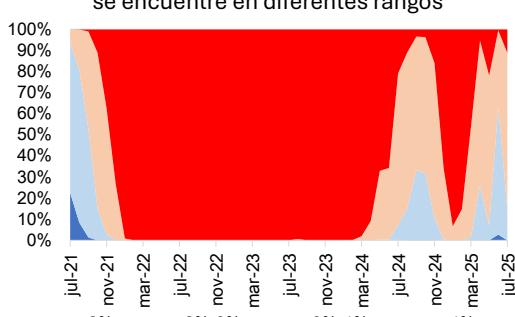
Fuentes Precia. **Nota:** La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

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

Las PRI de corto plazo disminuyeron, mientras que la desviación estándar de las expectativas de inflación a uno y dos años permaneció estable. Las PRI cayeron 39 pb, 1 pb, 15 pb y 43 pb para los plazos de 1, 2, 5 y 8 años, y se ubicaron en 0,55%, 0,33%, 1,04% y 1,73%, en su orden. Por su parte, la dispersión de las expectativas de inflación a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep se mantuvo estable en 0,37% y 0,30%, respectivamente (ant: 0,39% y 0,28%, Gráfico 6). La corrección que ha experimentado la PRI pudo estar asociada con las menores tasas de los títulos en pesos producto de los anuncios y operaciones de manejo de deuda del gobierno (Gráfico A4.5)³.

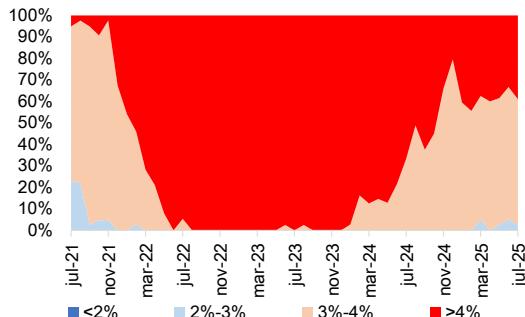
Según los BEI ajustados y la EME, el escenario más probable es que las expectativas de inflación se mantengan dentro del rango del 3% al 4% para los horizontes de 1 y 2 años. Ambas mediciones reflejan un ligero incremento en la probabilidad de que dichas expectativas superen el 4%. Empleando la distribución del BEI ajustado por primas y ajustando una distribución a las respuestas de la EME, se estima que la probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año se encuentre dentro del rango del 3% al 4% es de 73,96% (ant: 36,29%) y de 58,54% (ant: 61,54%), respectivamente (Gráfico 7.1 y 7.2)⁴. Para el horizonte de dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren dentro de este rango son del 98,92% (ant: 85,34%) y del 83,78% (ant: 89,19%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4)⁵. Por su parte, la probabilidad de que las expectativas de inflación a un año se encuentren por encima del 4% se ubicaron en 11,24% (ant: 0,47%) y 39,02% (ant: 33,33%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente; y a dos años se ubicaron en 0,53% (ant: 0%) y 2,70% (ant: 0%).

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



| Fecha | <2% | 2%-3% | 3%-4% | >4% |
|--------|-------|--------|--------|--------|
| jun-25 | 2.74% | 60.50% | 36.29% | 0.47% |
| jul-25 | 0.05% | 14.75% | 73.96% | 11.24% |

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



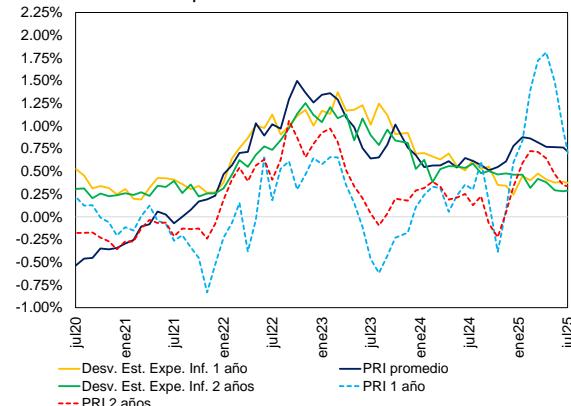
| Fecha | <2% | 2%-3% | 3%-4% | >4% |
|--------|-------|-------|--------|--------|
| jun-25 | 0.00% | 5.13% | 61.54% | 33.33% |
| jul-25 | 0.00% | 2.44% | 58.54% | 39.02% |

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.

⁴ Las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango entre 2,5% y 3,5% para el plazo a un año son 51,9% (ant: 71,5%) y 14,6% (ant: 12,8%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

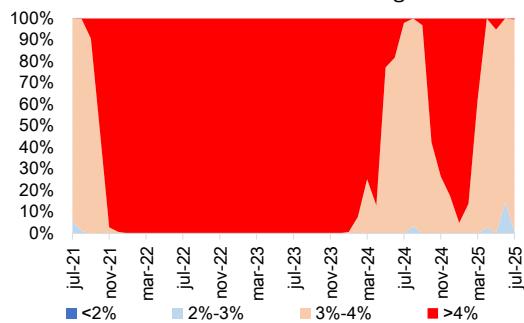
⁵ Las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango entre 2,5% y 3,5% para el plazo a dos años son 50,4% (ant: 93,3%) y 37,8% (ant: 51,4%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

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



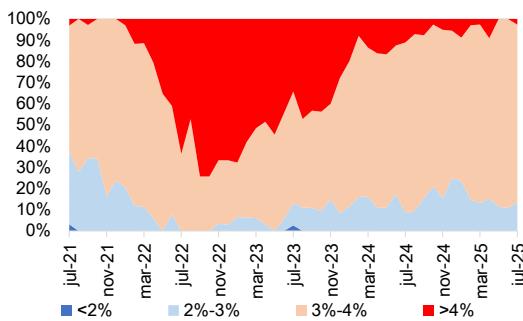
Fuente: BanRep.

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



| Fecha | <2% | 2%-3% | 3%-4% | >4% |
|--------|-------|--------|--------|-------|
| jun-25 | 0.00% | 14.66% | 85.34% | 0.00% |
| jul-25 | 0.00% | 0.56% | 98.92% | 0.53% |

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

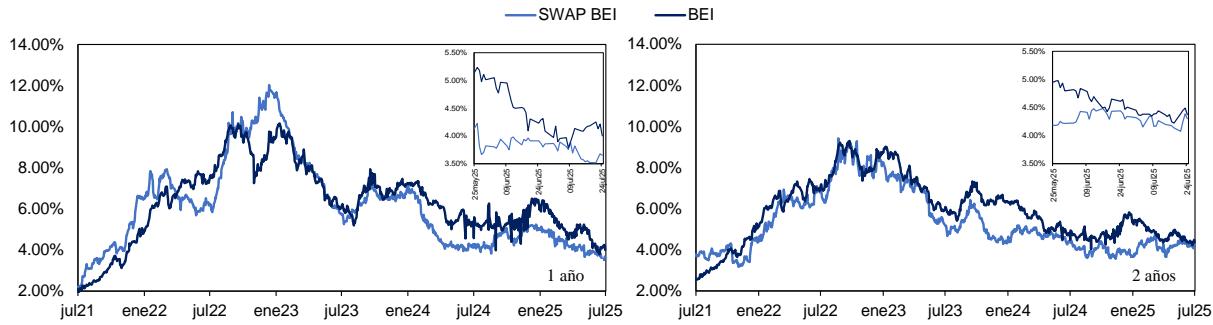


| Fecha | <2% | 2%-3% | 3%-4% | >4% |
|--------|-------|--------|--------|-------|
| jun-25 | 0.00% | 10.81% | 89.19% | 0.00% |
| jul-25 | 0.00% | 13.51% | 83.78% | 2.70% |

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 disminuyeron. La caída en la expectativa a un año podría estar relacionada con el menor dato de inflación observado en junio (obs:4,82%; esp: 4,91%). El Gráfico 8 presenta las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los swaps UVR (*swap BEI*⁶), frente al BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 24 de julio, los swaps BEI promedio mensual a 1 y 2 años cayeron 19 pb y 14 pb, y se ubicaron en 3,69% y 4,23% (ant: 3,88% y 4,38%), respectivamente⁷.

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁸ (ICEI), que refleja la dinámica común de las expectativas de inflación provenientes del mercado y de encuestas, presentó leves cambios para todos los plazos (Gráficos 9 al 12).

⁶ Se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los swap IBR UVR, para más detalle consultar el Recuadro 1. Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros, publicado en el Informe de Política Monetaria de diciembre de 2020. El mercado swap de IBR/UVR se caracteriza por concentrar sus operaciones en el mercado externo y a plazos relativamente cortos (menores a 2 años), además se distingue porque sus contrapartes están altamente concentradas en pocos bancos locales e internacionales.

⁷ La medida forward del primer al segundo año disminuyó (obs: 4,78%, ant: 4,88%).

⁸ Para la descripción del cálculo de este indicador véase el Recuadro 1. *Indicador común de expectativas de inflación para Colombia*, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de enero de 2022.

Gráfico 9. ICEI de corto plazo

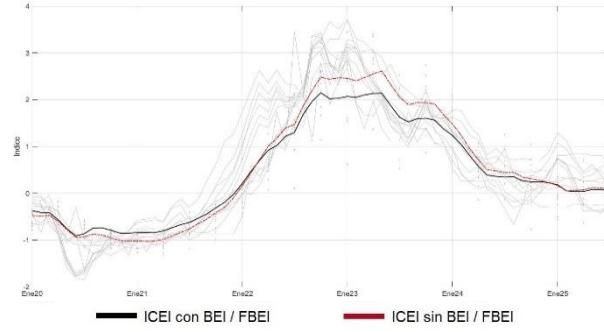


Gráfico 11. ICEI de largo plazo

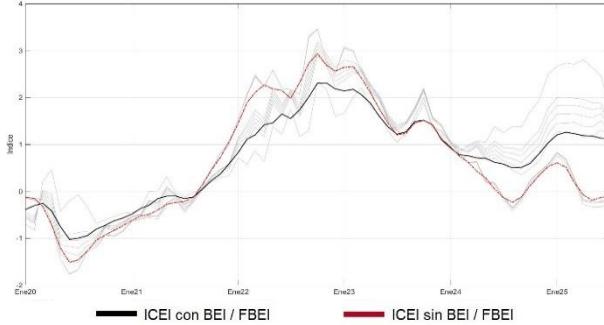


Gráfico 10. ICEI de mediano plazo

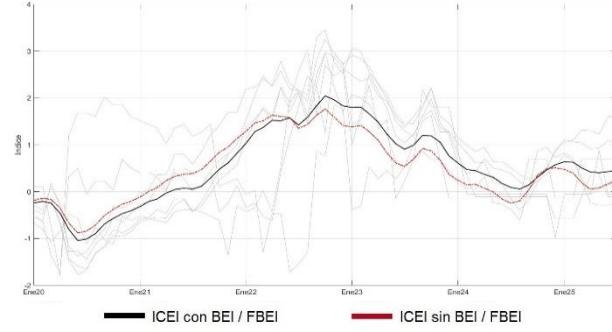
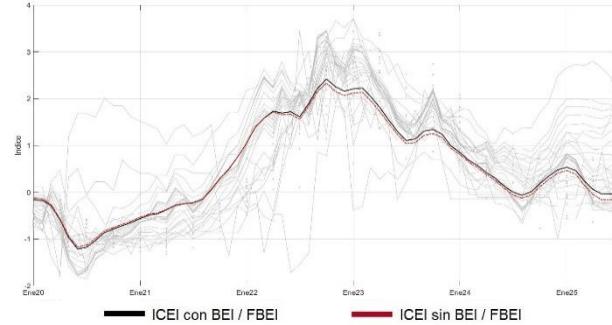


Gráfico 12. ICEI a todos los plazos



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

Las expectativas de inflación total, provenientes de encuestas, se mantuvieron estables para 2025 y aumentaron para 2026. Por su parte, las de inflación básica disminuyeron a 24 meses. El promedio⁹ de las encuestas de expectativas de inflación total se mantuvo relativamente estable frente a lo observado el mes previo para finales de 2025 (obs: 4,76%; ant: 4,78%) y a 12 meses (obs: 3,93%; ant: 3,94%), mientras que aumentó para finales de 2026 (obs: 3,81%; ant: 3,74%) y a 24 meses (obs: 3,52%; ant: 3,48%). Por otro lado, la última EME mostró disminuciones en las expectativas de inflación sin alimentos y sin alimentos ni regulados (SAR) a 24 meses, mientras que a plazos más cortos se mantuvieron relativamente estables (Gráficos 13 al 16).

Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025 según encuestas

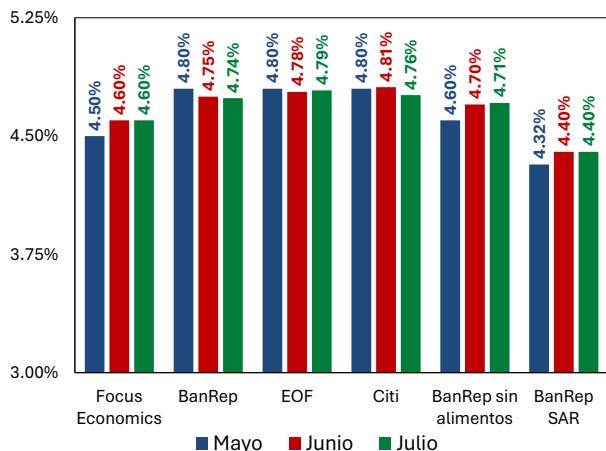
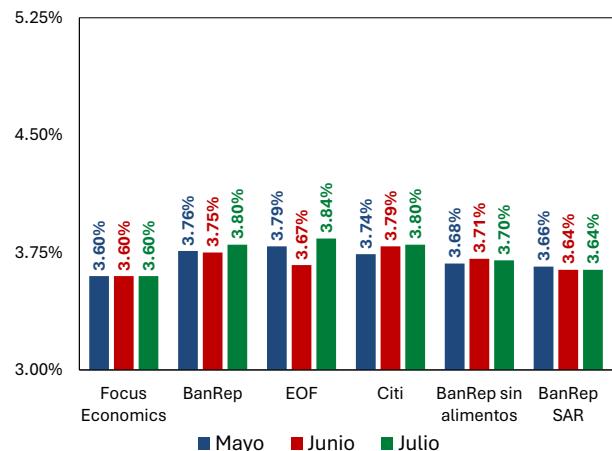


Gráfico 14. Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas



⁹ Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2025 disminuyó de 4,74% a 4,72%, y para 2026 aumentó de 3,70% a 3,76%.

Gráfico 15. Inflación esperada a 12 meses según encuestas

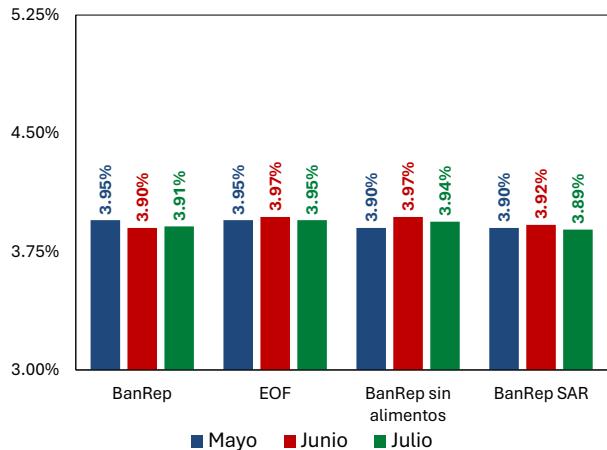
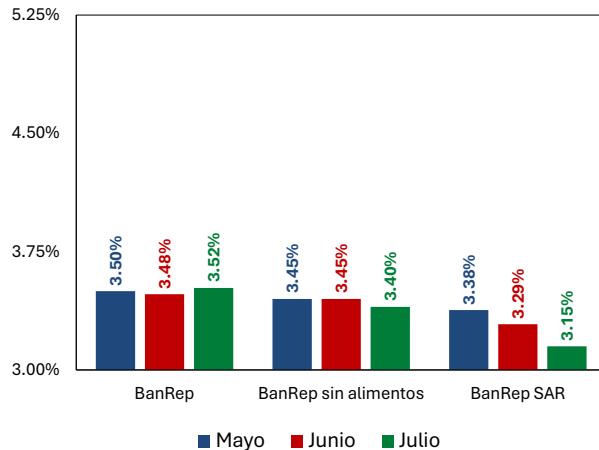


Gráfico 16. Inflación esperada a 24 meses según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 15 de julio, con encuestas recolectadas hasta el 13 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 8 y el 10 de julio. La EOF se publicó el 23 de julio con datos recolectados entre el 8 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 28 de julio.

En junio, la inflación mensual sin alimentos se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado y de lo observado en el mismo mes de los últimos tres años, mientras que la inflación SAR se ubicó ligeramente por encima de lo esperado por el mercado. Para julio, los analistas esperan que ambas medidas de inflación básica se ubiquen por debajo de lo registrado en el mismo periodo de los últimos tres años. La inflación sin alimentos se ubicó en 0,15% m/m en junio, por debajo de lo esperado por los analistas encuestados por la EME (0,19%) y del dato registrado en junio de 2022 (0,47%), 2023 (0,50%) y 2024 (0,33%). Por su parte, la inflación SAR se ubicó en 0,29%, ligeramente por encima de lo esperado (0,28%), y por debajo de lo registrado durante el mismo mes de 2022 (0,37%), 2023 (0,41%) y 2024 (0,30%). Para julio, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos y SAR se ubique en 0,18% y 0,19%, respectivamente, por debajo de los niveles registrados en junio de 2022, 2023 y 2024 (Gráfico 17).

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

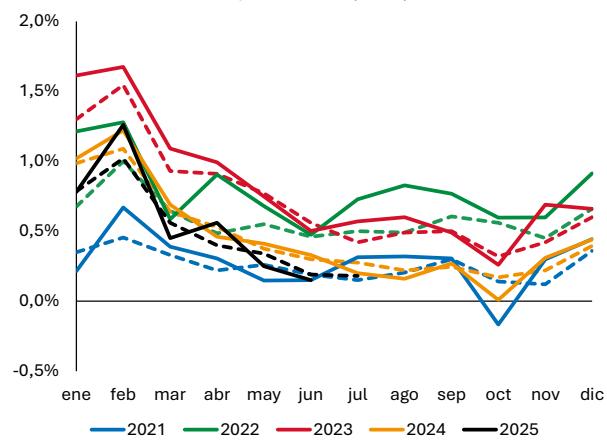
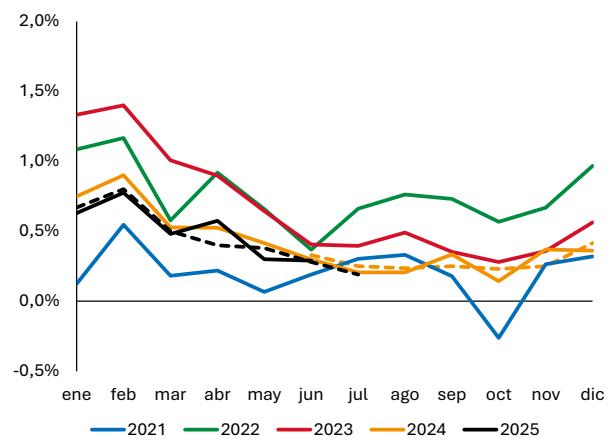


Gráfico 18. Inflación mensual SAR y expectativas (EME)



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

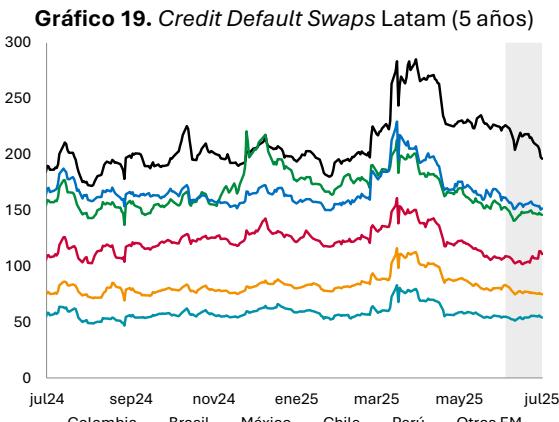
En síntesis, las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros presentaron comportamientos mixtos, influenciadas por algunas dinámicas del mercado de deuda pública durante el periodo, mientras que aquellas provenientes de encuestas se mantuvieron estables. En ambos casos se mantienen en niveles superiores al 3% en el horizonte de dos años. Si bien la reducción de las expectativas provenientes del mercado pudo estar asociada en parte con la

publicación del dato de inflación de junio (4,82%), el cual se ubicó por debajo del dato anterior (5,05%) y de lo esperado por el mercado (4,91%), las desvalorizaciones en promedio de los TES en UVR, asociadas con la mayor oferta de estos títulos por parte del MHCP y con el comportamiento estacional propio de estos títulos, también contribuyeron a la reducción de esta medida de expectativas en el corto plazo. Además, el comportamiento de las expectativas de mediano plazo pudo estar asociado con las valorizaciones de TES en pesos de este tramo, dadas las expectativas del mercado sobre compras del MHCP en estas referencias. Por otro lado, las expectativas de corto plazo provenientes del BEI ajustado por primas corrigieron al alza ante los bajos niveles registrados el mes previo.

Las expectativas de inflación provenientes de encuestas se mantuvieron por encima de las implícitas en el mercado de deuda. A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 3,93% (ant: 3,94%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 3,46% (ant: 3,15%). A 24 meses, la EME indica una expectativa de 3,52% (ant: 3,48%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 3,50% (ant: 3,47%)¹⁰.

1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

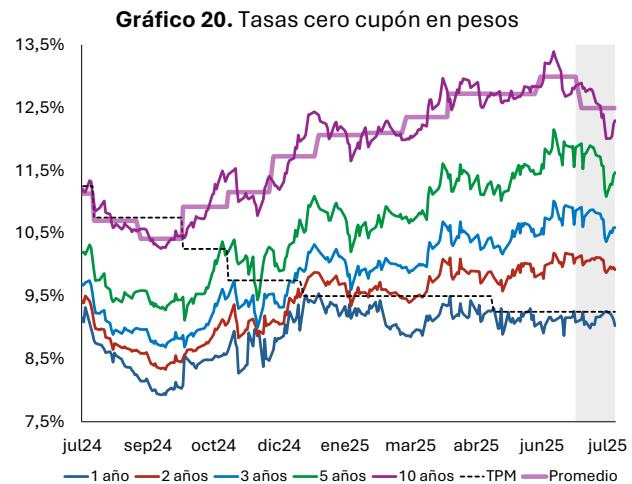
Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se aplanó por mayores valorizaciones de los títulos de largo plazo frente a los demás tramos. Estas valorizaciones estuvieron en línea con las expectativas de una demanda importante de TES por parte del MHCP, en el marco de operaciones de Tesorería mediante las cuales podrían adquirirse entre COP 20 billones (b) y COP 40 b en TES en los próximos meses, principalmente del tramo largo de la curva, según declaraciones del director de Crédito Público, Javier Cuellar. A esto se sumaron las compras realizadas por entidades públicas durante el mes, como se muestra más adelante. No obstante, a partir de la tercera semana de julio, los TES revirtieron parcialmente la tendencia de valorización observada, luego de conocerse que los recursos obtenidos en dichas operaciones no se destinarán a la constitución de una reserva de liquidez, sino que podrían emplearse para comprar títulos con alto descuento tanto en moneda local como en dólares, por lo cual se moderaron las expectativas de la demanda por TES. Por otro lado, las valorizaciones de la parte corta de la curva podrían haberse visto limitadas por el aumento en la oferta de títulos de corto plazo (TCO), luego de que el Gobierno ampliara en julio el cupo de colocación de estos títulos de COP 57 b a COP 67 b¹¹. (Gráficos 19 al 21).



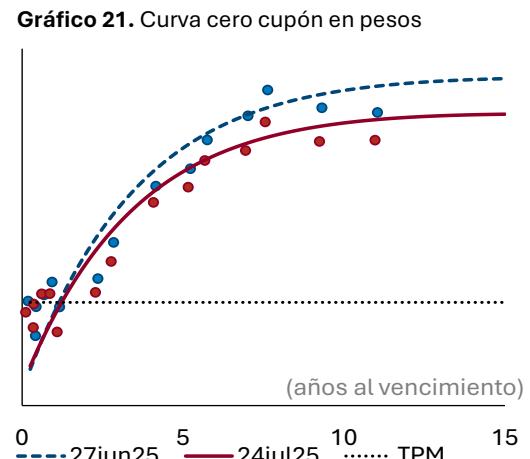
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

¹⁰ A diciembre de 2026, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,81% (ant: 3,74%), mientras que el FBEI a 2026 neto de primas se ubica en 3,46% (ant: 3,33%) para el mismo plazo.

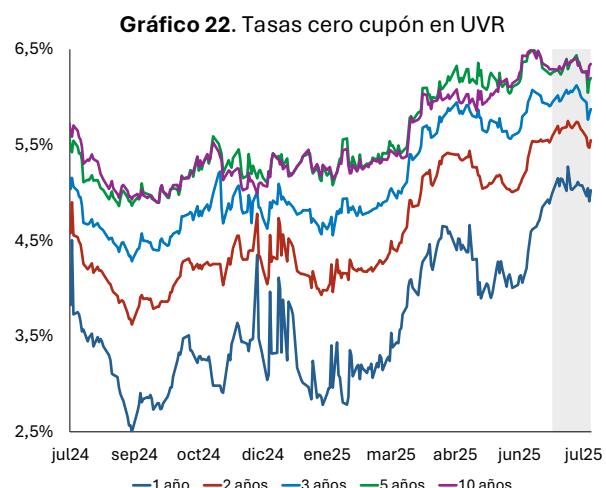
¹¹ Lo anterior también se evidencia en el comportamiento del CDS a cinco años. Durante este mismo periodo, este indicador ha disminuido 30 pb en Colombia, mientras que en los demás países de la región ha presentado variaciones de entre -8 pb (Perú) y 2 pb (Méjico), y en una muestra de países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) ha disminuido 10 pb.



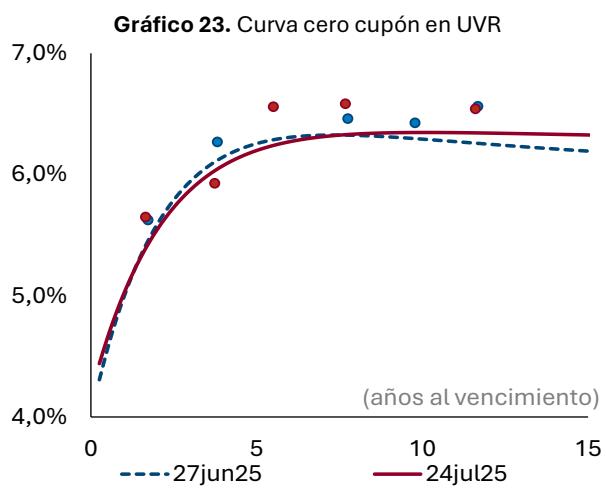
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep. Notas: i) si bien la TPM es a plazo overnight, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos; ii) la línea detrás de la serie morada corresponde al promedio mensual de la tasa de diez años.



Por su parte, la curva de TES denominados en UVR se empinó ante desvalorizaciones de los títulos del tramo largo y leves valorizaciones de los del tramo corto. Las desvalorizaciones del tramo largo se dieron en línea con la mayor emisión de estos títulos por parte del MHCP¹²; y el comportamiento estacional propio de estos títulos (Gráficos 22 y 23).



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

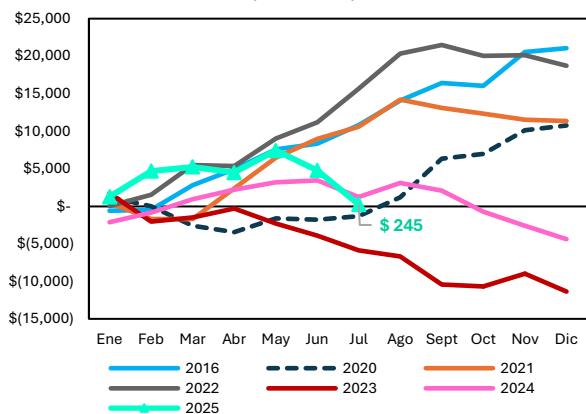


Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 24 de julio, los inversionistas extranjeros realizaron ventas importantes de TES denominados en pesos por COP 4,6 b, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 3,0 b)¹³. Estas ventas se encuentran relacionadas con la pérdida del grado de inversión de los TES a finales de junio. En TES denominados en UVR, compraron en neto COP 53 miles de millones (mm) en el mercado de contado, principalmente en el tramo largo (COP 49 mm). De esta manera, en lo corrido del 2025 acumulan compras netas por COP 245 mm en el mercado de contado de TES (Gráfico 24). Así, en julio pasaron de ser el tercer al cuarto grupo de mayores tenedores de estos títulos con el 16,2% del total de TES en circulación (Gráfico 25).

¹² Mientras que durante las últimas dos subastas primarias de mayo se emitieron COP 1.485 mm, en las subastas primarias que se han llevado a cabo durante junio y julio se emitieron COP 1.715 mm y COP 1.580 mm, respectivamente.

¹³ En TES denominados en pesos del tramo medio y corto vendieron en neto COP 1,5 b y COP 108 miles de millones, respectivamente.

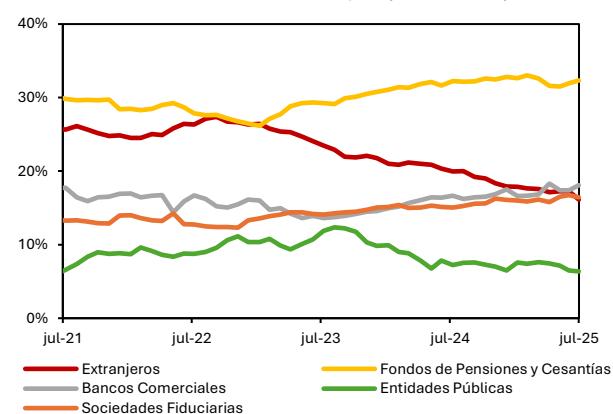
Gráfico 24. Flujos netos de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)



Fuente: BanRep.

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

Gráfico 25. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR – sin transferencias del Fonpet (% del total)



Fuente: BanRep.

Nota: Excluye la transferencia de los TES en el portafolio del Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al MHCP en abril de 2023, así como la posterior transferencia del 25% de ese portafolio del MHCP a Fiduprevisora en diciembre de 2023. Para estimar la participación real del portafolio en el mercado de TES sin este efecto, se simula un escenario en el que dichas transferencias no ocurrieron y los saldos permanecen en los fondos de pensiones y fiduciarias.

Las autoridades monetarias y los fondos mutuos lideraron las ventas de los inversionistas extranjeros en TES, mientras que los bancos extranjeros revirtieron parcialmente esta tendencia (Gráfico 26)¹⁴. Se observa una recomposición de la base de inversionistas extranjeros hacia las autoridades monetarias en lo corrido de 2025. Desde la última reunión de la JDBR, las autoridades monetarias y los fondos mutuos realizaron ventas netas por COP 2,0 b cada uno, mientras que los bancos extranjeros compraron en neto COP 700 mm. En lo corrido de 2025, las autoridades monetarias han liderado las compras de los inversionistas extranjeros, con compras netas por COP 2,6 b.

Además, los inversionistas extranjeros clasificados como no-indexados¹⁵ al índice GBI-EM Global Diversified¹⁶ lideraron las ventas durante julio, mientras que aquellos clasificados como indexados fueron los principales vendedores en los (3) días posteriores a la pérdida del grado de inversión de los TES a finales de junio (Gráfico 27). Los agentes no-indexados realizaron ventas netas por COP 3,5 b desde la última reunión de la JDBR, mientras que los indexados vendieron en neto TES por COP 3,7 b entre el 27 de junio y el 2 de julio (los 3 días hábiles posteriores a la pérdida del grado de inversión de los TES). En el caso de los indexados, parte de las ventas respondería a restricciones que obligan a mantener inversiones exclusivamente en activos con grado de inversión, las cuales afectan entre el 10% y el 15% de los inversionistas que siguen el índice GBI-EM, según estimaciones de JP Morgan. Por su parte, los inversionistas no indexados habrían reaccionado tanto a la exclusión de los TES del índice Global Aggregate de Bloomberg y Barclays (que exige grado de inversión), así como a la incertidumbre fiscal en el periodo reciente.

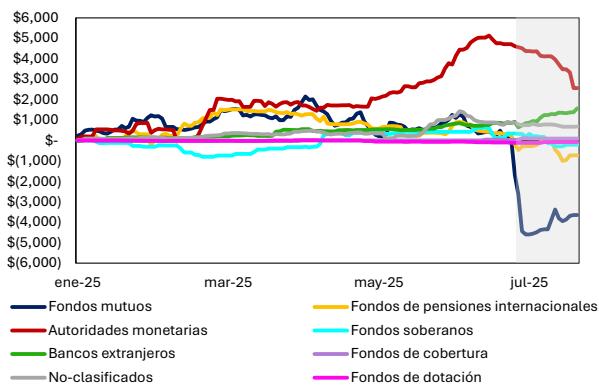
¹⁴ A julio de 2025, la participación por tipo de inversionista extranjero dentro del total de tenencias en TES de extranjeros es de 41% para los fondos mutuos, 23% para los fondos de pensiones internacionales, 17% para las autoridades monetarias, 7% para los fondos soberanos, 3% para los bancos extranjeros, 2% para las compañías de seguros internacionales, y 7% para los demás tipos de agentes.

¹⁵ La clasificación se basa en la metodología propuesta por [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#), en la cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

¹⁶ 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

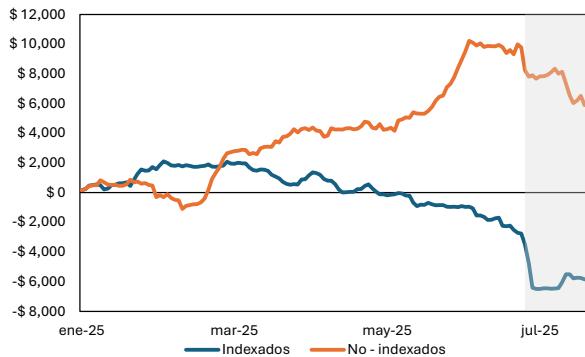
Tras la suspensión de la regla fiscal y la rebaja en la calificación crediticia, y dado que los agentes no-indexados suelen basar sus decisiones en fundamentales macroeconómicos, se anticipa que las ventas por parte de los no indexados podrían persistir en el mediano plazo. Además, persisten algunos riesgos en el frente internacional, entre los que destaca la incertidumbre en el frente comercial y fiscal en Estados Unidos, que podría generar alguna presión adicional a la baja en los flujos de los inversionistas extranjeros.

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



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

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



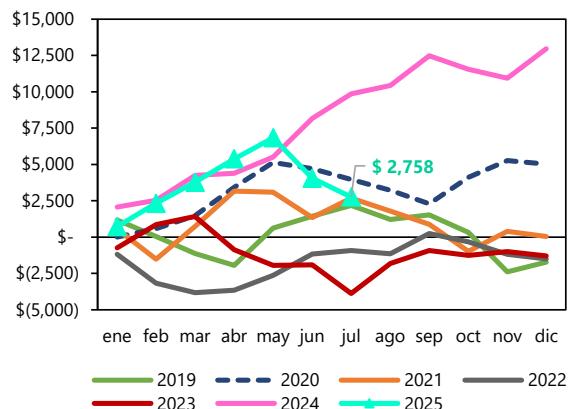
Fuente: BanRep. Nota: Clasificación basada en [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#).

Por otro lado, los inversionistas extranjeros continuaron disminuyendo su posición compradora en contratos *Non-Delivery Forward* (NDF) de TES¹⁷, continuando con la tendencia observada el mes anterior y revirtiendo parcialmente la tendencia compradora que presentaron desde 2023. Así, su posición compradora disminuyó COP 1,3 b desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 28), ubicándose en COP 19,5 b al 24 de julio. De acuerdo con la información reportada por las contrapartes locales al BanRep, estas ventas se concentraron en referencias del tramo largo y corto de la curva de TES en pesos (COP 999 mm y COP 951 mm, respectivamente)¹⁸. En cuanto a sus contrapartes locales, los bancos comerciales fueron el tipo de entidad con la que concentraron la disminución en su posición durante el periodo (COP -1,5 b), seguidos de las sociedades comisionistas de bolsa (COP -99 mm), mientras que con las corporaciones financieras la aumentaron en COP 322 mm.

¹⁷ 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.

¹⁸ En instrumentos sobre referencias del tramo medio de la curva aumentaron su posición en COP 652 mm.

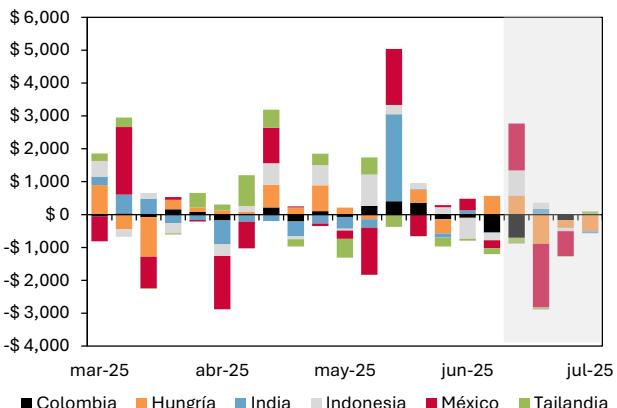
Gráfico 28. Posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año (COP mm)



Fuente: Reporte de las entidades locales al BanRep.

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

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

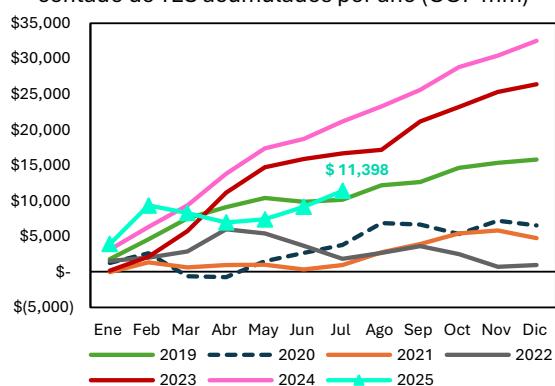


Fuente: IIF y BanRep. La serie de Colombia se calcula con base en la información del Depósito Central de Valores (DCV) de los flujos diarios a valor de mercado de los inversionistas extranjeros en TES, convertidos a dólares con la tasa de cambio del día anterior a la fecha de negociación de cada flujo.

Nota: Esta información es preliminar, ya que el IIF revisa regularmente los flujos para países distintos a Colombia. En el caso de algunos países, como México, existe un rezago en la disponibilidad de datos.

A nivel global, se observaron flujos de venta importantes de inversionistas extranjeros en títulos de deuda¹⁹ durante julio (Gráfico 29). Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF), desde la última reunión de la JDBR países como México, Hungría y Colombia han presentado ventas netas por USD 1.266 m (0,15% del saldo total de deuda pública en ese país²⁰), USD 1.038 m (0,60%) y USD 887 m (0,56%), respectivamente.

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



Fuente: BanRep.

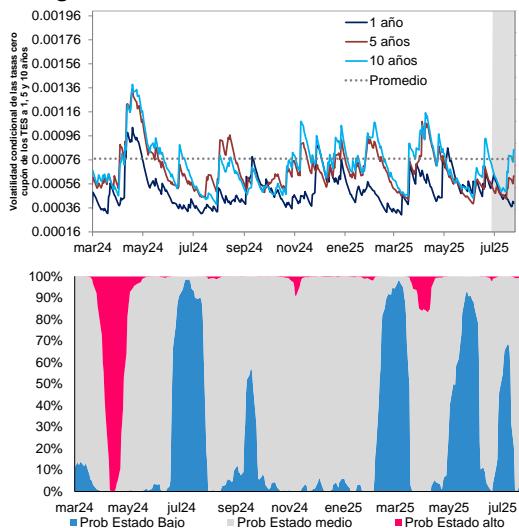
Desde la última reunión de la JDBR, los bancos comerciales han sido los principales compradores de TES en pesos. Por su parte, las entidades públicas tomaron una posición compradora importante, principalmente en referencias del tramo largo de la curva. Durante el periodo, los bancos comerciales presentaron flujos netos por COP 500 mm, COP 2,6 b y COP 400 mm en TES denominados en pesos de los tramos corto, medio y largo de la curva, en su orden. Así, se ubican como el segundo mayor tenedor de TES con el 18,1% del total en circulación. Por su parte, las entidades públicas demandaron en neto títulos por COP 982 mm, COP -371 mm y COP 4,3 b en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

Los FPC realizaron compras de TES desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 30). Durante el periodo, los FPC compraron en neto TES en pesos por COP 2 b, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 1,4 b). Por su parte, en TES denominados en UVR realizaron compras netas por COP 238 mm, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 597 mm). De esa manera, se mantienen como los principales tenedores de TES (32,0% del total de TES en circulación).

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

²⁰ Fuente: Haver Analytics. Información a junio de 2025.

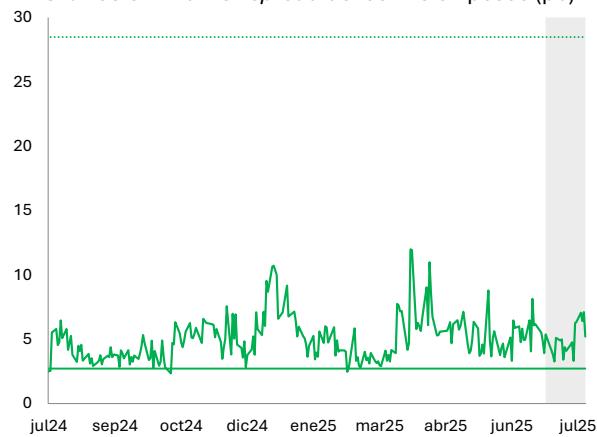
Gráfico 31. Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES



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

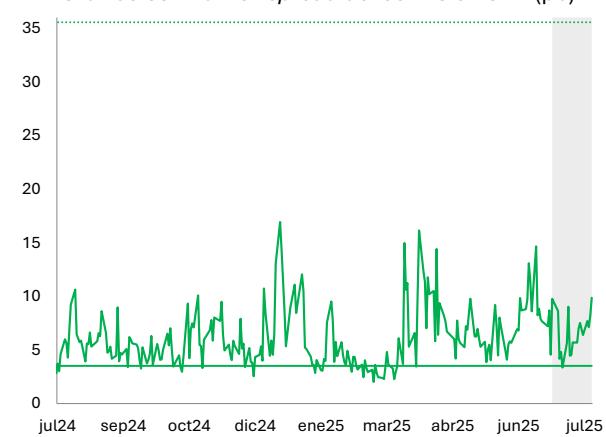
La volatilidad del mercado de TES en pesos aumentó en julio y se ubicó con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 31), al tiempo que la liquidez mejoró frente a los niveles registrados el mes previo. Respecto a los indicadores de liquidez, los *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio de los TES en pesos y UVR se ubicaron por debajo de los observados en junio, mientras que la profundidad promedio aumentó en ambos mercados. Estos indicadores continúan reflejando niveles de liquidez inferiores a los cinco años previos a la pandemia del Covid-19²¹ (Anexo 2 – Gráficos 32 al 35).

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

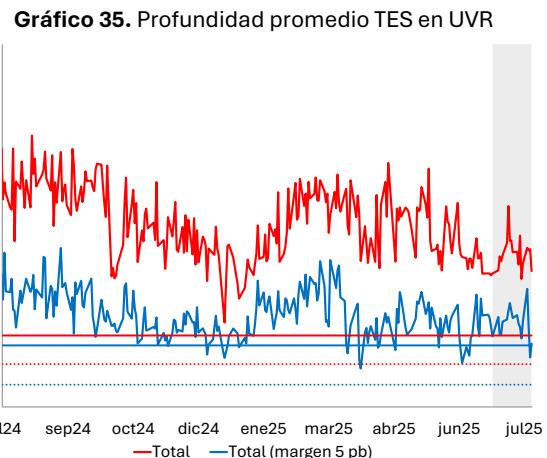
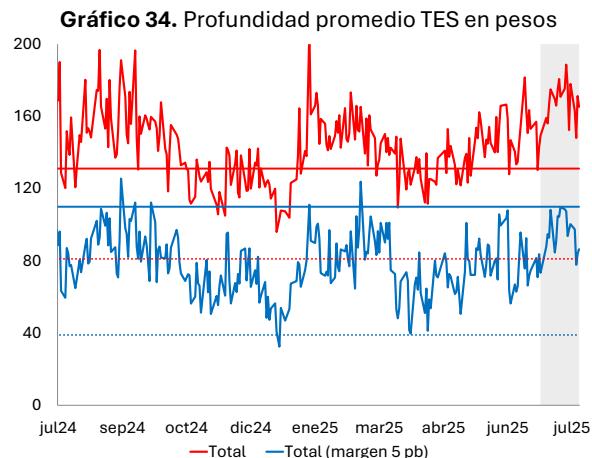


Fuente y Cálculos: BanRep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del Gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A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

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

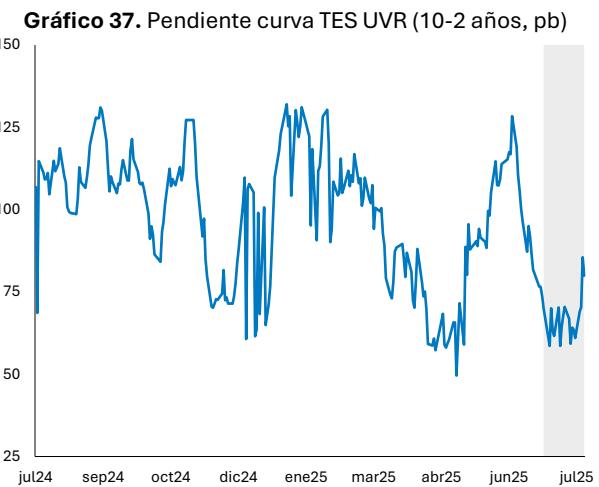
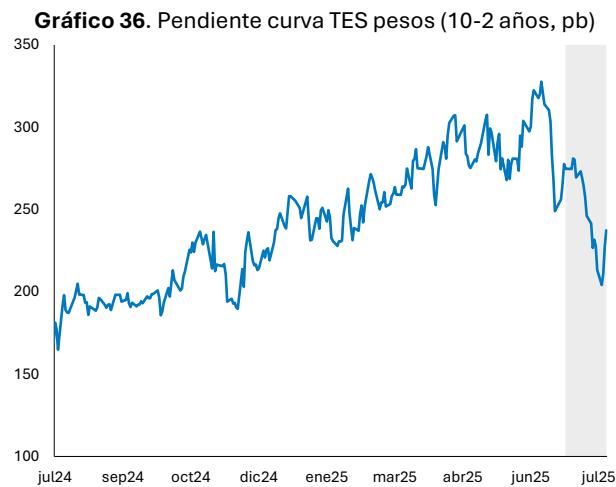


²¹ Al 24 de julio, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 4,9 pb para los TES en pesos y 6,5 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 5,4 pb y 9,0 pb observados durante junio, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó de COP 150,0 mm a COP 168,8 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR aumentó de COP 143,6 mm a COP 149,4 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,3 mm y COP 69,1 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).



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

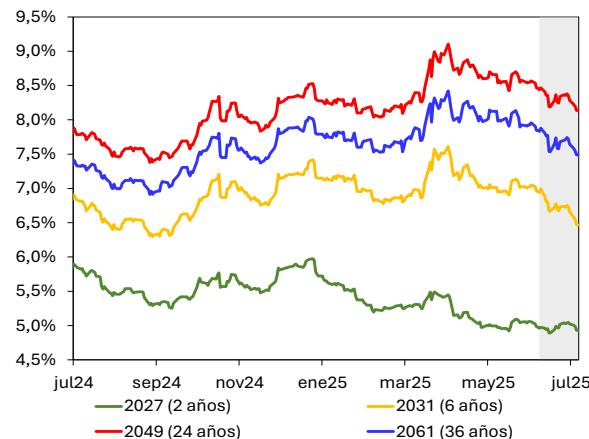
La curva de los TES denominados en pesos se aplanó en línea con las operaciones llevadas a cabo por el MHCP, mientras que la de TES en UVR se empinó. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años se redujo en 37 pb, alcanzando un nivel de 237 pb en la curva de TES pesos, mientras que la de TES en UVR se empinó 10 pb, hasta un nivel de 80 pb (Gráficos 36 y 37).



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

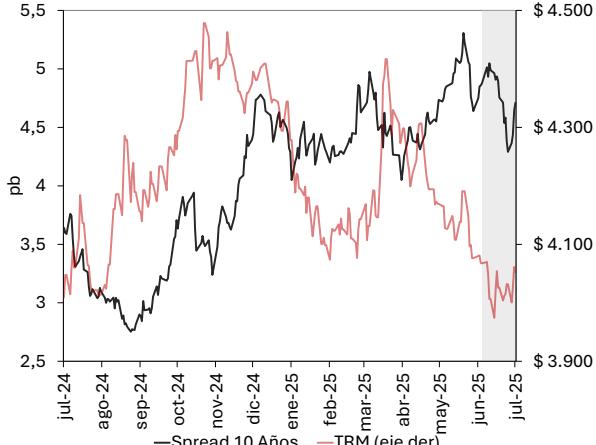
Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se valorizaron, aunque en menor magnitud que sus contrapartidas locales, por lo que la diferencia de sus tasas con las de los TES disminuyó. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas de los títulos con vencimientos a 2, 6, 24 y 36 años presentaron variaciones de -4 pb, -52 pb, -32 pb y -38 pb, respectivamente (Gráfico 38). En ese periodo, el margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares, respectivamente) disminuyó 17 pb, debido a que los títulos locales presentaron mayores valorizaciones que los de deuda externa (Gráfico 39).

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



Fuente: Bloomberg.

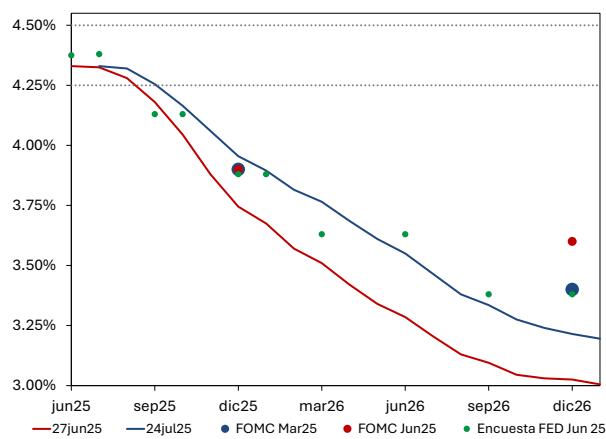
Gráfico 39. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

Gráfico 40. Senda esperada tasa de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg y Fed.

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 30 de julio el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) mantuvo estable su tasa de intervención en el rango entre 4,25% y 4,50%, en línea con las expectativas del mercado. Por su parte, las expectativas del mercado de futuros se ajustaron al alza durante julio, descontando recortes por 50 pb (ant: 75 pb) durante 2025. Las expectativas de política monetaria reaccionaron al alza ante la publicación de cifras de actividad económica y de inflación por encima de lo esperado por el mercado en Estados Unidos (ver *Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región*). Estas proyecciones del mercado se encuentran en línea con las proyecciones del FOMC publicadas en junio para el cierre de 2025 y 25 pb por debajo de las publicadas para el cierre de 2026 (Gráfico 40).

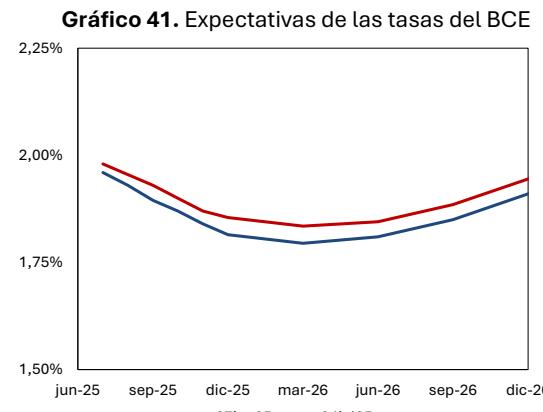
En esta misma línea, el CME²² muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2025 es aquel consistente con un recorte acumulado de 50 pb (ant: 75 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2025 se ubicó en el rango entre 3,75% y 4,00% durante julio (probabilidad del 41%), seguido del rango entre 4,00% y 4,25% (probabilidad del 32%, Cuadro 3).

²² Chicago Mercantile Exchange.

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

| | 3,25%-3,50% | 3,50%-3,75% | 3,75%-4,00% | 4,00%-4,25% | 4,25%-4,50% | 4,50%-4,75% |
|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 27jun25 | 9% | 47% | 35% | 8% | 1% | 0% |
| 24jul25 | 1% | 18% | 41% | 32% | 8% | 0% |

Fuente: CME.



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, las expectativas de TPM en Europa se ajustaron levemente al alza en julio. Los futuros de la tasa Euribor anticipan una tasa de 1,93% en la reunión de julio del Banco Central Europeo (ant: 1,90%), de 1,86% para cierre de 2025 (ant: 1,82%) y de 1,95% para el cierre de 2026 (ant: 1,91%) (Gráfico 41).

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

La curva de Tesoros de EE. UU. se aplanó ante mayores desvalorizaciones del tramo corto que en los demás tramos. Estas desvalorizaciones pudieron estar asociadas con una corrección al alza de la senda esperada de política monetaria en EE.UU., impulsada por la publicación de datos económicos del mercado laboral²³, la actividad económica²⁴ y la cifra de inflación²⁵ de junio que se ubicaron por encima de lo esperado por el mercado.

En este contexto, la mayoría de las curvas de los títulos de deuda pública de la región se empinaron ante mayores desvalorizaciones del tramo largo. Se destacan las desvalorizaciones de los títulos del tramo largo en Brasil, cuyas tasas presentaron incrementos por mayor magnitud que en los demás países de la región, en medio de las tensiones en el frente comercial de este país con EE.UU. Una excepción fueron los títulos de deuda pública de Chile, los cuales se valorizaron en la parte larga ante la publicación de datos de actividad económica²⁶ que se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado, dando lugar a expectativas de tasas más bajas en el mediano plazo. Las pendientes 10 años-2 años disminuyeron 10 pb (hasta un nivel de 76 pb) en Chile y 4 pb (hasta un nivel de 56 pb) en EE. UU., mientras que en Perú aumentó 7 pb (hasta un nivel de 284 pb), 12 pb en México (hasta un nivel de 137 pb), y 25 pb en Brasil (hasta 37 pb, Gráficos 42 a 44, Anexo 4).

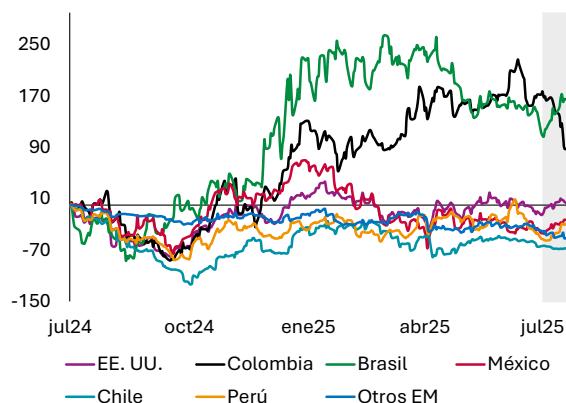
²³ El reporte de nóminas no agrícolas se ubicó en 147 mil en junio, por encima de lo esperado (106 mil) y del dato previo (139 mil).

²⁴ El ISM manufacturero de junio se ubicó en 49,0, por encima del dato esperado (48,8) y del dato anterior (48,5).

²⁵ La inflación total de junio se ubicó en 2,7% a/a, por encima del dato esperado por el mercado (2,6% a/a).

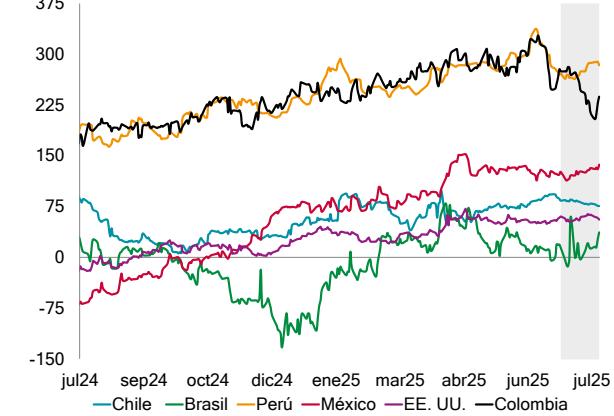
²⁶ La actividad económica de mayo se ubicó en 3,2%, por debajo de lo esperado por el mercado (3,7%). Además, el dato de crecimiento económico de

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



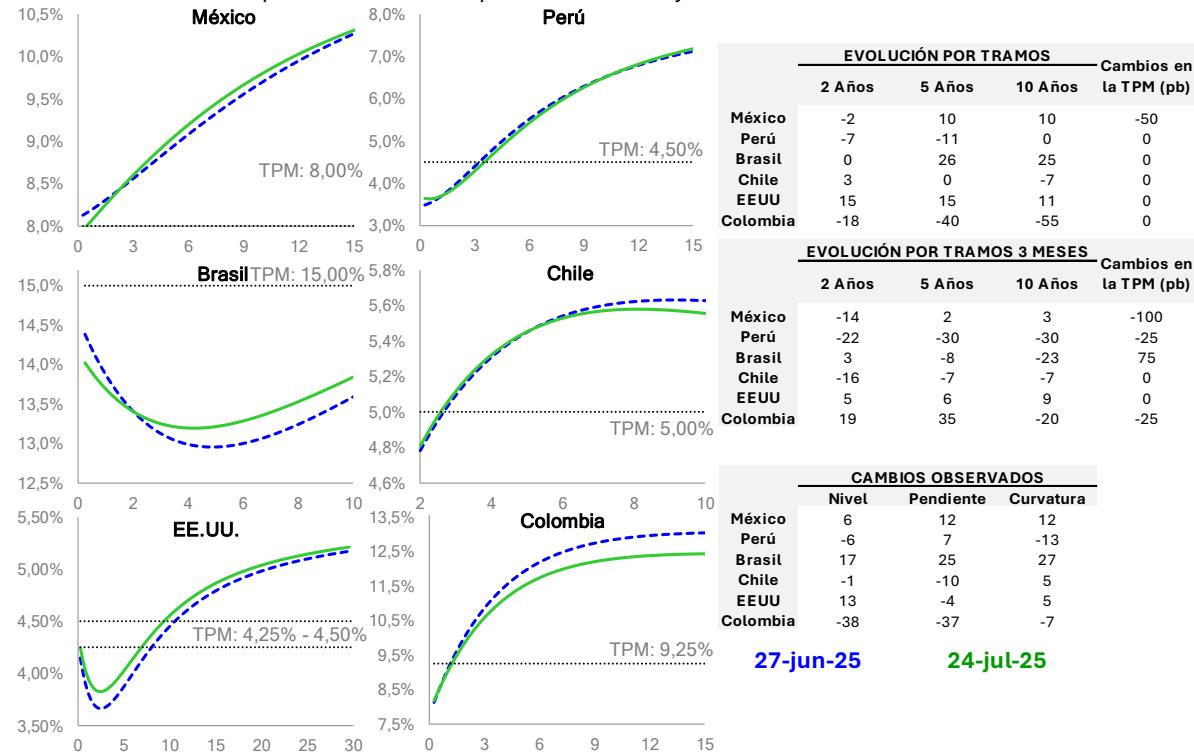
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep. Cambios (pb) desde el 1 de junio de 2024.

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



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

Gráfico 44. Comportamiento curvas spot Latinoamérica y EE. UU. Desde la última reunión de la JDBR



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

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

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

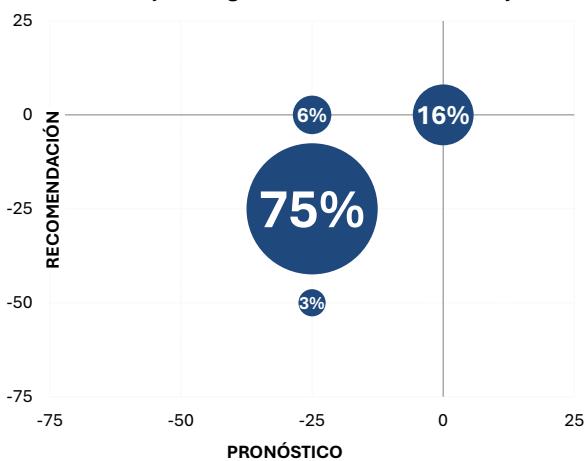
2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes descuentan una reducción de 25 pb en la tasa de política monetaria en julio. Primero, según la EME²⁷, la mediana señala una reducción de

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

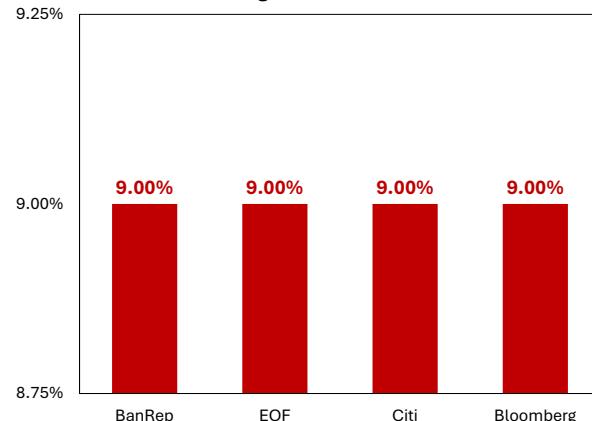
25 pb hasta 9% en julio (desviación estándar de 11 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera²⁸ (EOF), 22 de los 29 agentes encuestados esperan que la TPM disminuya 25 pb en julio, 6 agentes esperan que permanezca inalterada y el agente restante estima un recorte de 50 pb. Por su parte, de las 26 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg²⁹, 23 esperan que la TPM disminuya 25 pb en julio, mientras que las tres entidades restantes proyectan que permanezca inalterada. Por último, de acuerdo con las encuestas de analistas financieros de ANIF³⁰ y Citi³¹, de las 31 entidades encuestadas, el 75% espera y recomienda que la TPM disminuya 25 pb en julio, un 16% espera y recomienda que permanezca inalterada, un 6% espera que disminuya 25 pb pero recomienda que permanezca inalterada, y el 3% restante espera que disminuya 25 pb, pero recomienda que disminuya 50 pb. La desviación estándar de las expectativas disminuyó de 11 pb a 9 pb entre junio y julio (Gráficos 45 y 46, y Anexo 1).

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



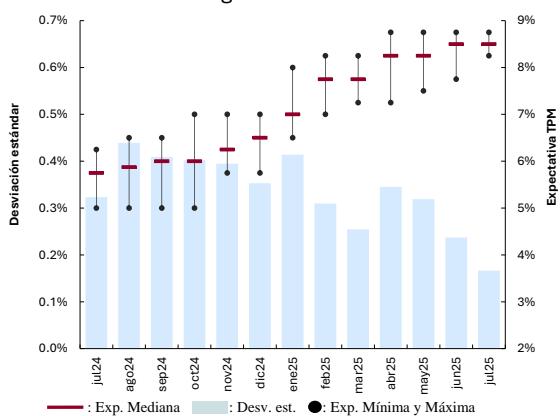
Fuente: ANIF y Citi.

Gráfico 46. Expectativas TPM próxima reunión según encuestas



Fuente: BanRep, EOF, Bloomberg y Citi. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 8 y el 10 de julio. La EOF se publicó el 23 de julio con datos recolectados entre el 8 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 28 de julio. Los datos de Bloomberg se recolectaron hasta el 28 de julio.

Gráfico 47. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas



Fuente: Citi.

Considerando horizontes más largos, las encuestas muestran expectativas de TPM para 2025 ligeramente más altas que las registradas en junio. Por un lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la mediana de la TPM esperada para cierre de 2025 se mantuvo estable en 8,50% en julio, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 24 pb a 17 pb (Gráfico 47). Por su parte, el promedio de todas las encuestas aumentó de 8,31% a 8,44% para el cierre de 2025 (Gráfico 48), y de 6,94% a 7,00% para el cierre de 2026 (Grafico 49).

²⁸ Publicada el 23 de julio con datos recolectados entre el 8 y el 15 del mismo mes.

²⁹ Datos recolectados hasta el 28 de julio.

³⁰ Recibida el 22 de julio.

³¹ Publicada el 28 de julio.

Gráfico 48. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas

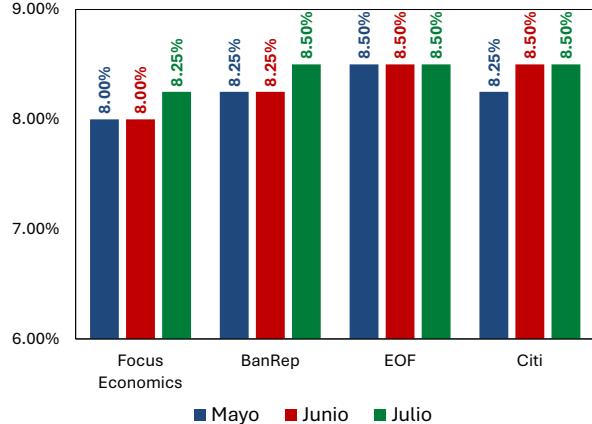
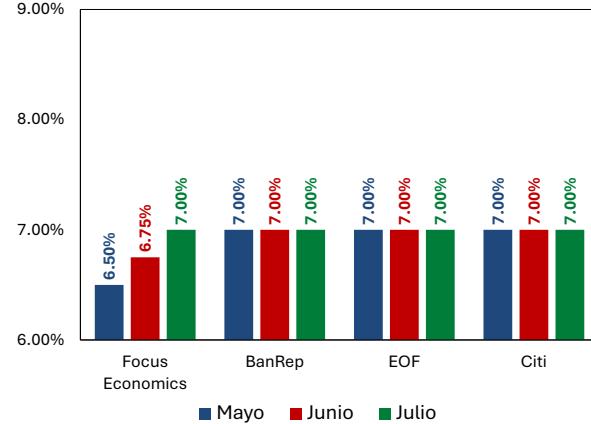


Gráfico 49. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 15 de julio, con encuestas recolectadas hasta el 13 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 8 y el 10 de julio. La EOF se publicó el 23 de julio con datos recolectados entre el 8 y el 15 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 28 de julio.

Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses presentaron leves cambios. Hasta el 24 de julio, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, variaron -3 pb, 0 pb, -4 pb, +1 pb, +1 pb y +0 pb, respectivamente (Gráficos 50 y 51).

Gráfico 50. Tasa de intervención y tasas IBR

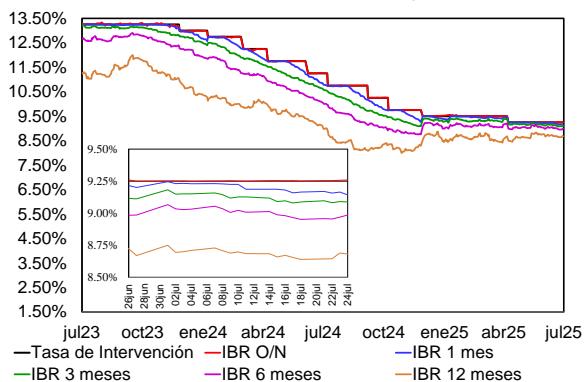
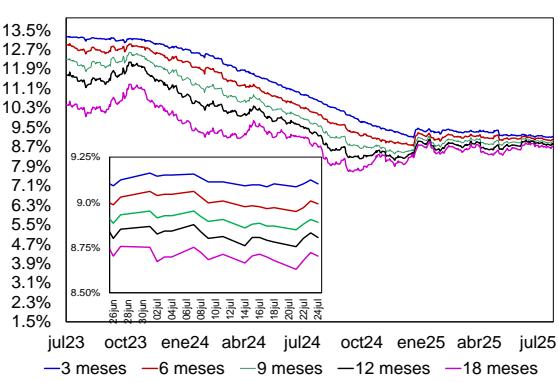


Gráfico 51. Tasas OIS



Fuente: BanRep. **Cálculos:** BanRep.

Fuente: BanRep. **Cálculos:** BanRep.

El mercado OIS asigna mayor probabilidad a la estabilidad de tasas en la reunión de julio. Con datos al 24 de julio, este mercado asigna una probabilidad del 63,9% a que la TPM permanezca sin cambios y un 36,1% a un recorte de 25 pb. Las expectativas no presentaron cambios significativos frente a las expectativas del mes pasado. Con información al 24 de julio, el mercado descuenta que la TPM se ubicaría en 8,75% al cierre del 2025 (ant: 8,75%) y en octubre de 2026 se ubicaría en 8,25% (ant: 8,25%; Gráficos 52 y 53). En este contexto, varios analistas del mercado continúan destacando la importancia de continuar con una postura cautelosa respecto a las decisiones futuras sobre la TPM.

Gráfico 52. Tasa de política monetaria implícita – OIS

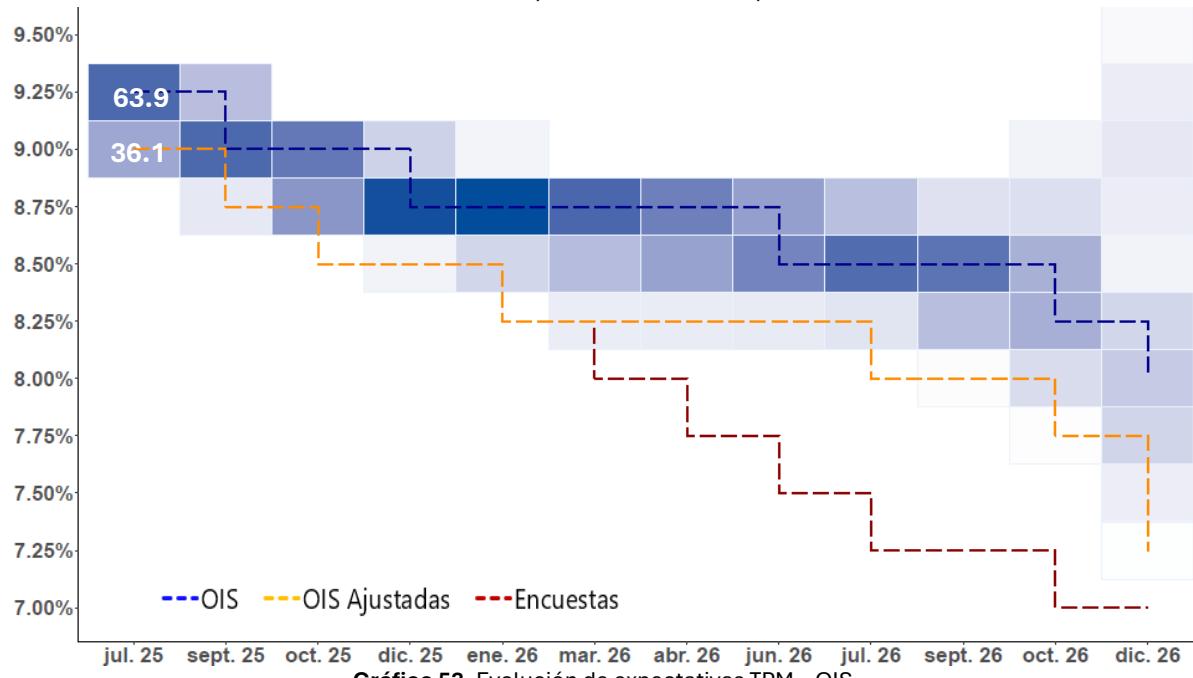
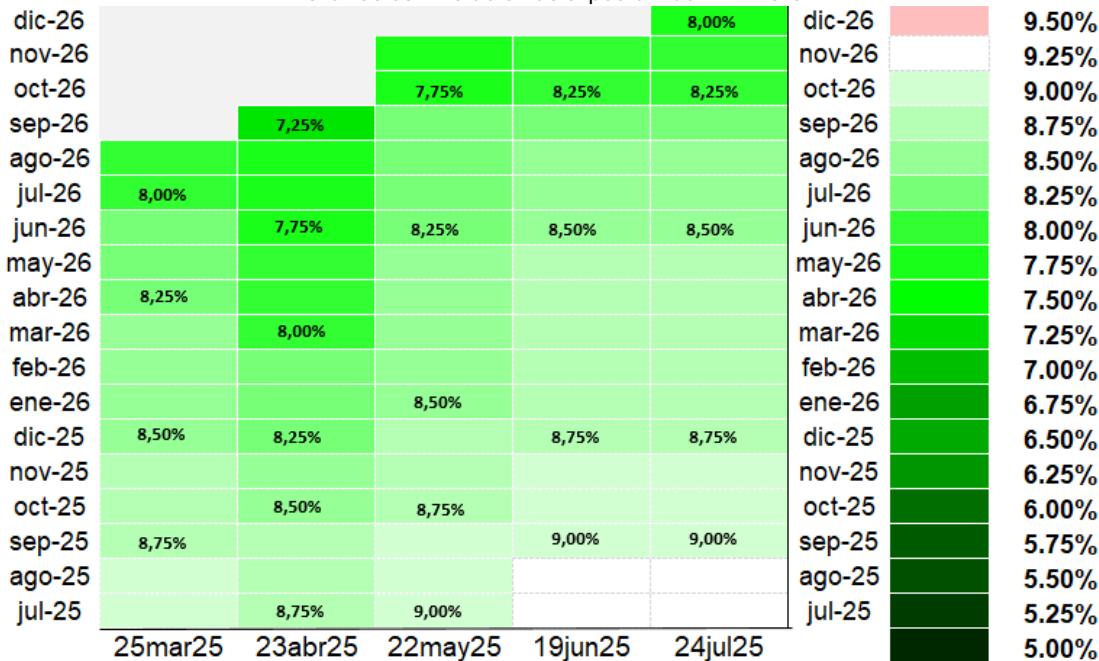


Gráfico 53. Evolución de expectativas TPM – OIS

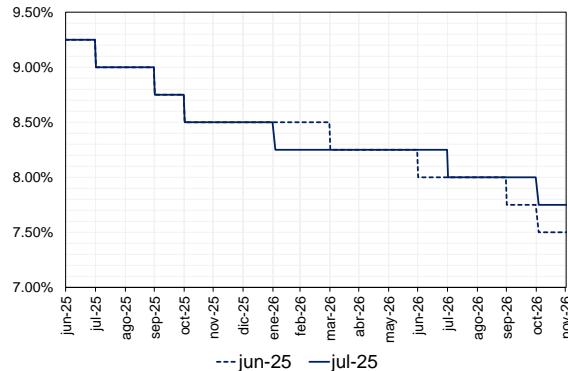


Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep. Nota: Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo se estima el modelo con tasas hasta 18 meses, para valores superiores a estas maduraciones las tasas OIS presentan cupón.

Para la reunión de julio las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS asignan una probabilidad del 64% por un recorte de 25 pb y del 36% a estabilidad de la TPM. Estas expectativas apuntan a que la TPM se ubicaría en 8,50% en diciembre de 2025 (ant: 8,50%) y en 7,75% en octubre de 2026 (ant: 7,50%). El Gráfico 54 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de junio y julio.

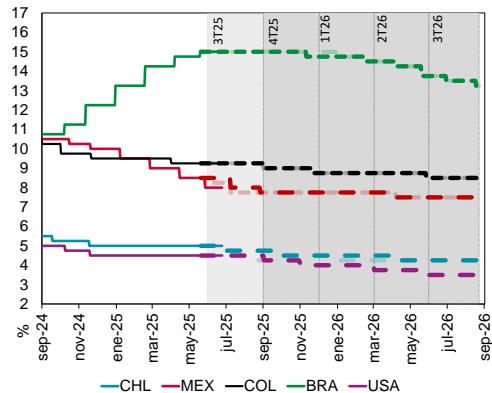
Las expectativas de TPM para 2025 de los países de la región no presentaron cambios significativos (Gráfico 55). De esta manera, se espera que la TPM en Brasil, Chile y México se ubique en 14,75%, 4,50% y 7,75%, respectivamente.

Gráfico 54. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 19 de junio y 24 de julio de 2025.

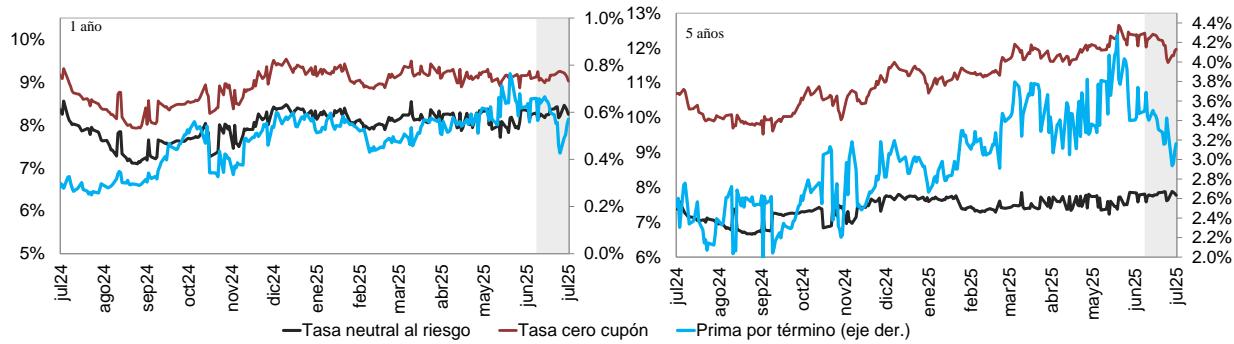
Gráfico 55. Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Citi. Cálculos BanRep. Nota: Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 19 de junio, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 24 de julio.

En Colombia, durante el periodo las tasas neutrales al riesgo a 1 y 5 años aumentaron, sugiriendo menores recortes futuros de la TPM. Por su parte, la prima a término disminuyó en línea con las expectativas de una demanda importante de TES por parte del MHCP y las compras de entidades públicas. El Gráfico 56 presenta estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo, permitiendo evaluar en qué proporción los movimientos de las tasas nominales pueden ser explicados por estos factores. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutrales al riesgo subieron 22 pb y 19 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 8,25% y 7,27%, en su orden. Por su parte, las primas a término promedio del mes se ubicaron en 0,58% (ant: 0,64%) y 3,31% (ant: 3,78%), respectivamente (Gráfico A4.4).

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



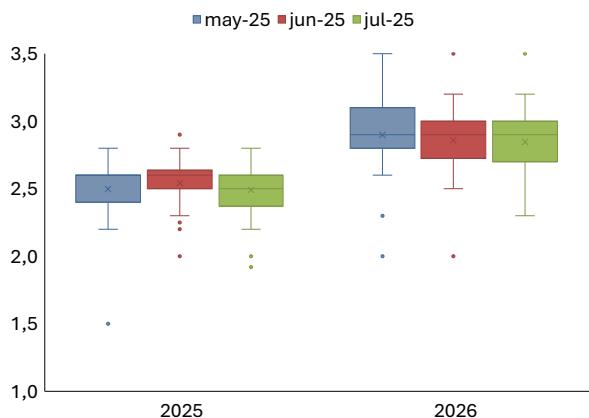
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

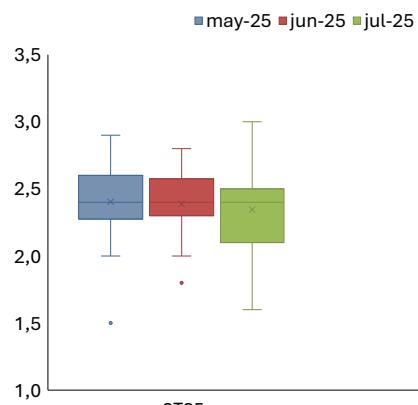
Las expectativas de crecimiento disminuyeron para 2025 pero se mantuvieron estables para el siguiente año. De acuerdo con la EOF, los analistas disminuyeron su perspectiva de crecimiento para 2025 de 2,6% a 2,5%, pero la mantuvieron estable para 2026, el 2T25 y el 3T25 en 2,9%, 2,4% y 2,6%, respectivamente (Gráfico 57). Asimismo, los agentes encuestados por Citi mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2025 en 2,6%, y para 2026 en 2,9%.

Gráfico 57. Expectativas (%) de crecimiento Encuesta de Opinión Financiera (EOF)

Anuales

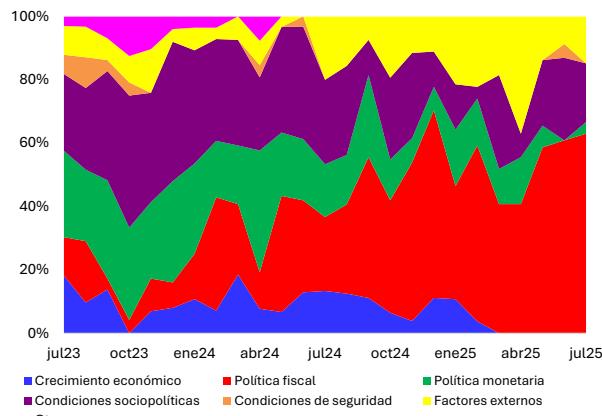


Trimestrales



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

Gráfico 58. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Condiciones Financieras (IDOAM) disminuyó respecto a mayo, sugiriendo una mejora en las condiciones financieras locales. La disminución del indicador refleja la reducción en el spread de las tasas de las carteras preferencial y de consumo frente a las tasas de los TES, y la mejora en la confianza de los consumidores (Gráfico 59).

Los indicadores de confianza del consumidor presentaron una mejora en junio, mientras que los de confianza empresarial presentaron un comportamiento mixto. Por un lado, el indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, aumentó (obs: 2,2%; ant: -3,8%), como consecuencia de una mejora de las expectativas a doce meses y de la percepción de las condiciones económicas (Gráfico 60), mientras que el indicador de confianza del consumidor estimado por Davivienda disminuyó (obs: -4,2%; ant: -1,6%). La mejora en la confianza de los consumidores podría estar en línea con la solidez del consumo de los hogares y el buen desempeño del mercado laboral. Por otro lado, el indicador de confianza industrial cayó (obs: 1,5%; ant: 6,1%), mientras que el de confianza comercial aumentó (obs: 24,0%; ant: 21,0%). La disminución en la confianza industrial se explicó por una disminución en el volumen actual de pedidos y un aumento en el nivel de existencias, compensado parcialmente por un aumento en las expectativas de producción para el próximo trimestre. La mayor confianza comercial se explicó por mejores expectativas de la situación económica local para el próximo semestre y una disminución en el nivel de existencias,

En cuanto a los factores más relevantes para la toma de decisiones de inversión, la política fiscal se mantuvo como el factor más relevante, seguida de las condiciones sociopolíticas. 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 63% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 61%), el 19% las condiciones sociopolíticas (ant: 26%), el 15% los factores externos (ant: 9%), mientras que el 4% restante señaló la política monetaria (ant: 0%; Gráfico 58).

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con los datos de junio de 2025, el Indicador de

Condiciones Financieras (IDOAM) disminuyó respecto a mayo, sugiriendo una mejora en las

condiciones financieras locales. La disminución del indicador refleja la reducción en el spread de

las tasas de las carteras preferencial y de consumo frente a las tasas de los TES, y la mejora en la

confianza de los consumidores (Gráfico 59).

Los indicadores de confianza del consumidor presentaron una mejora en junio, mientras que

los de confianza empresarial presentaron un comportamiento mixto. Por un lado, el indicador de

confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, aumentó (obs: 2,2%; ant: -3,8%), como

consecuencia de una mejora de las expectativas a doce meses y de la percepción de las condiciones

económicas (Gráfico 60), mientras que el indicador de confianza del consumidor estimado por

Davivienda disminuyó (obs: -4,2%; ant: -1,6%). La mejora en la confianza de los consumidores podría

estar en línea con la solidez del consumo de los hogares y el buen desempeño del mercado laboral.

Por otro lado, el indicador de confianza industrial cayó (obs: 1,5%; ant: 6,1%), mientras que el de

confianza comercial aumentó (obs: 24,0%; ant: 21,0%). La disminución en la confianza industrial se

explicó por una disminución en el volumen actual de pedidos y un aumento en el nivel de existencias,

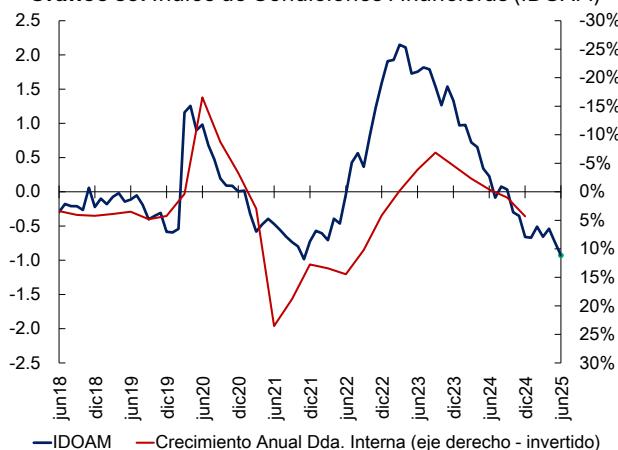
compensado parcialmente por un aumento en las expectativas de producción para el próximo

trimestre. La mayor confianza comercial se explicó por mejores expectativas de la situación

económica local para el próximo semestre y una disminución en el nivel de existencias,

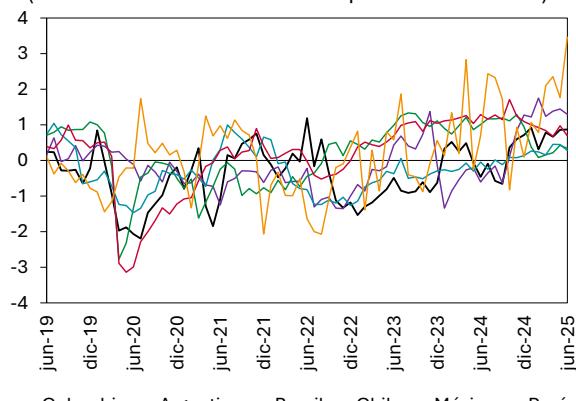
compensado parcialmente por una reducción en la percepción de la situación económica actual de la empresa.

Gráfico 59. Índice de Condiciones Financieras (IDOAM)



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

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



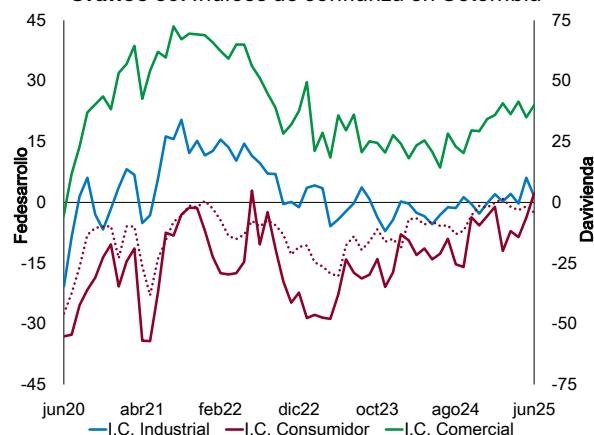
Fuentes: INEGI³², FGV³³, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.

Cálculos: BanRep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.

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

Los índices de percepción de riesgo aumentaron durante la primera parte del mes, pero corrigieron a la baja posteriormente. La volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. (Vix³⁴), en Europa (Vstoxx³⁵) y sobre Tesoros de EE. UU. (Move³⁶), aumentó durante buena parte del mes ante el aumento de la incertidumbre comercial a nivel global después del anuncio de nuevos aranceles de EE.UU. a sus principales socios³⁷. Posteriormente, estas métricas corrigieron a la baja, con la excepción del Vstoxx, después de que EE.UU. alcanzara un acuerdo comercial con Japón e iniciara una nueva ronda de negociaciones con China. Por otro lado,

Gráfico 60. Índices de confianza en Colombia



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

El indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia aumentó en junio, mientras que disminuyó para la mayoría de los países de la región. El Gráfico 61 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Este indicador presentó descensos durante junio para todos los países, con la excepción de Perú y Colombia. Todos los indicadores se encuentran por encima de su media histórica.

³² Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

³³ Instituto Brasileiro de Economía.

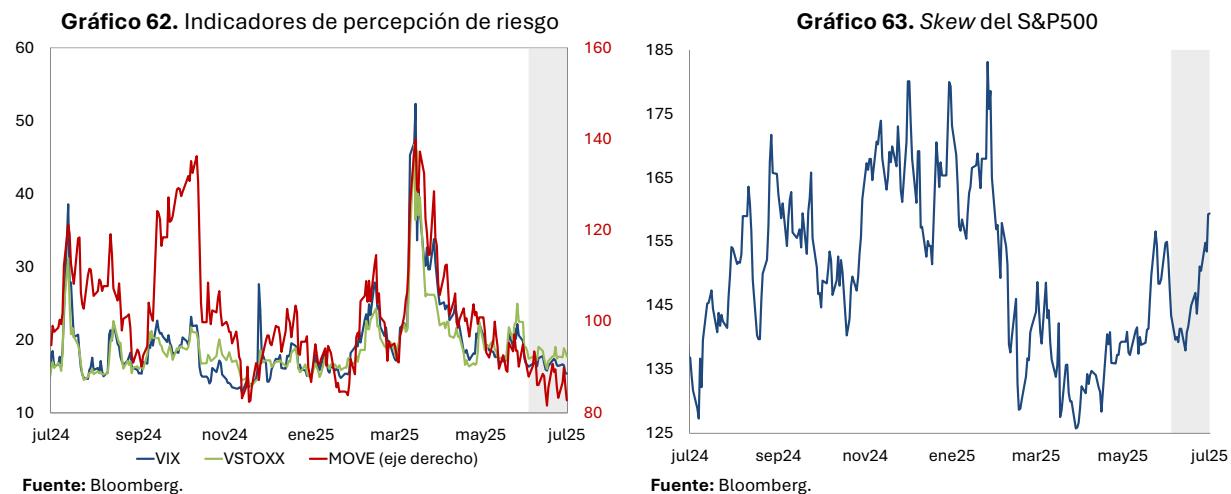
³⁴ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

³⁵ El Vstoxx es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

³⁶ El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.

³⁷ A principios de julio, el gobierno de EE. UU. advirtió sobre la posibilidad de imponer aranceles a las importaciones de automóviles provenientes de Japón. El 7 de julio, además, anunció la postergación de la fecha límite para aplicar aranceles recíprocos a aquellos socios que no concluyeran negociaciones comerciales con EE. UU., aplazándola del 9 de julio al 1 de agosto de 2025. No obstante, a mediados de julio, el gobierno estadounidense anunció la imposición de aranceles del 30 %, 35 % y 30 % a las importaciones provenientes de la Unión Europea, Canadá y México, respectivamente, a partir de agosto.

el Skew³⁸ aumentó en línea con la valorización de 3,1% del S&P 500 durante el periodo, lo que indica una mayor percepción de riesgo de caídas en este índice.



Fuente: Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.

³⁸ El Skew es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del S&P 500, de forma tal que un incremento del Skew -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

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

Actualizada el 28 de julio

| Empresa | Estimación | Fecha |
|--|------------|--------------|
| 1 Acciones Y Valores | 9.00% | 24jul25 |
| 2 Alianza Valores Comisionista de Bolsa SA/C | 9.00% | 25jul25 |
| 3 Banco BTG Pactual SA | 9.00% | 18jul25 |
| 4 Banco de Occidente SA | 9.00% | 24jul25 |
| 5 Banco Rabobank Int Brasil SA | 9.00% | 25jul25 |
| 6 Bancoldex | 9.25% | 24jul25 |
| 7 Bancolombia SA | 9.00% | 25jul25 |
| 8 Barclays Capital Inc. | 9.00% | 25jul25 |
| 9 Bloomberg Economics | 9.25% | 23jul25 |
| 10 BNP Paribas | 9.00% | 24jul25 |
| 11 BofA Securities Inc | 9.00% | 27jul25 |
| 12 Capital Economics Ltd | 9.00% | 24jul25 |
| 13 Casa de Bolsa SA Sociedad Comisionista de | 9.00% | 20jul25 |
| 14 Deutsche Bank Securities Inc | 9.00% | 26jul25 |
| 15 Fiduciaria de Occidente SA | 9.00% | 18jul25 |
| 16 Goldman Sachs & Co LLC | 9.00% | 24jul25 |
| 17 Itau Colombia SA | 9.00% | 25jul25 |
| 18 JP Morgan Securities LLC | 9.25% | 25jul25 |
| 19 Natixis North America LLC | 9.00% | 24jul25 |
| 20 Pacifico Research | 9.00% | 22jul25 |
| 21 Positiva Compañia de Seguros | 9.00% | 18jul25 |
| 22 Santander US Capital Markets LLC | 9.00% | 22jul25 |
| 23 Scotiabank Colpatria SA | 9.00% | 24jul25 |
| 24 UBS Europe SE Spain Branch | 9.00% | 24jul25 |
| 25 University Jorge Tadeo Lozano | 9.00% | 22jul25 |
| 26 Wells Fargo Securities LLC | 9.00% | 18jul25 |
| Tasa | | |
| 9.00% | 23 | 88% |
| 9.25% | 3 | 12% |
| Tasa esperada ponderada | | 9.03% |

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

| Participantes | TPM en la próxima reunión | ¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep? | PRONÓSTICO | | |
|----------------------|---------------------------|---|------------|------------|--------|
| | | | Ajuste | Porcentaje | Número |
| Acciones y Valores | 9.00% | 9.25% | 9.00% | 84% | 26 |
| Alianza | 9.00% | 9.00% | 9.25% | 16% | 5 |
| AllianceBernstein | 9.00% | 9.00% | | | |
| Anif | 9.00% | 9.00% | | | |
| Asobancaria | 9.25% | 9.25% | | | |
| Aval Casa de Bolsa | 9.00% | 9.00% | | | |
| Banco Agrario | 9.00% | 9.00% | | | |
| Banco de Bogotá | 9.00% | 9.00% | | | |
| Banco de Occidente | 9.00% | 9.00% | | | |
| Banco Popular | 9.00% | 9.00% | | | |
| Banco Santander | 9.00% | 9.00% | | | |
| Bancoldex | 9.25% | 9.25% | | | |
| Bancolombia | 9.00% | 9.00% | | | |
| BBVA | 9.00% | 9.00% | | | |
| BTG Pactual | 9.00% | 9.00% | | | |
| CAMACOL | 9.00% | 9.00% | | | |
| Citi | 9.00% | 9.00% | | | |
| Colfondos | 9.00% | 9.00% | | | |
| Corficolombiana | 9.00% | 9.00% | | | |
| Credicorp Capital | 9.00% | 9.00% | | | |
| EConcept AEI | 9.00% | 9.00% | | | |
| Fedesarrollo | 9.25% | 9.25% | | | |
| Fiduoccidente | 9.00% | 9.25% | | | |
| Grupo Bolívar | 9.25% | 9.25% | | | |
| Itaú | 9.00% | 9.00% | | | |
| Lulu Bank | 9.00% | 8.75% | | | |
| Moody's Analytics | 9.00% | 9.00% | | | |
| Positiva | 9.00% | 9.00% | | | |
| Scotiabank Colpatria | 9.00% | 9.00% | | | |
| Skandia | 9.25% | 9.25% | | | |
| XP Investments | 9.00% | 9.00% | | | |
| Promedio | 9.04% | 9.05% | | | |
| Mediana | 9.00% | 9.00% | | | |
| Desv. Estándar | 0.09% | 0.12% | | | |
| Máximo | 9.25% | 9.25% | | | |
| Mínimo | 9.00% | 8.75% | | | |

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

| Participantes | dic-25 | dic-26 |
|-----------------------|--------------|--------------|
| Acciones y Valores | 8.25% | 7.00% |
| Alianza | 8.50% | 7.25% |
| Anif | 8.25% | 7.25% |
| Asobancaria | 8.50% | 6.26% |
| Aval Casa de Bolsa | 8.50% | 7.50% |
| Banco Agrario | 8.50% | 7.50% |
| Banco de Bogotá | 8.50% | 7.00% |
| Banco de Occidente | 8.25% | 6.75% |
| Banco Popular | 8.50% | 7.50% |
| Banco Santander | 8.50% | 7.75% |
| Bancoldex | 8.50% | 7.00% |
| Bancolombia | 8.25% | 6.75% |
| BBVA | 8.25% | 7.25% |
| BTG Pactual | 8.50% | 7.00% |
| Citi | 8.25% | 8.25% |
| Colfondos | 8.50% | 7.00% |
| Corficolombiana | 8.50% | 7.00% |
| Credicorp Capital | 8.50% | 7.00% |
| Fiduoccidente | 8.25% | 7.00% |
| Grupo Bolívar | 8.25% | 7.00% |
| Itaú | 8.75% | 7.75% |
| Moody's Analytics | 8.25% | 6.75% |
| Positiva | 8.25% | 7.00% |
| Scotiabank Colpatria | 8.75% | 7.50% |
| Skandia | 8.75% | 8.25% |
| XP Investments | 8.50% | 7.50% |
| Promedio | 8.43% | 7.22% |
| Mediana | 8.50% | 7.00% |
| Desv. Estándar | 0.17% | 0.45% |
| Máximo | 8.75% | 8.25% |
| Mínimo | 8.25% | 6.26% |
| No. Respuestas | 26 | 26 |

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

| Participantes | dic-25 | dic-26 |
|-----------------------|--------------|--------------|
| Acciones y Valores | 4.61% | 3.61% |
| Alianza | 4.50% | 3.80% |
| Anif | 4.63% | 3.79% |
| Asobancaria | 4.60% | 3.80% |
| Aval Casa de Bolsa | 5.00% | 4.00% |
| Banco Agrario | 4.88% | 3.76% |
| Banco de Bogotá | 4.89% | 3.45% |
| Banco de Occidente | 4.90% | 4.10% |
| Banco Popular | 4.64% | 3.93% |
| Banco Santander | 4.85% | 3.92% |
| Bancoldex | 4.79% | 3.84% |
| Bancolombia | 5.07% | 3.90% |
| BBVA | 4.74% | 3.81% |
| BTG Pactual | 4.69% | 3.60% |
| Citi | 4.50% | 3.40% |
| Colfondos | 4.76% | 3.79% |
| Corficolombiana | 5.00% | 3.80% |
| Credicorp Capital | 4.60% | 3.40% |
| Fiduoccidente | 4.82% | 4.07% |
| Grupo Bolívar | 4.76% | 3.83% |
| Itaú | 5.10% | 3.60% |
| Moody's Analytics | 4.80% | 3.60% |
| Positiva | 4.45% | 3.60% |
| Scotiabank Colpatria | 5.17% | 3.97% |
| Skandia | 4.72% | 3.86% |
| XP Investments | 4.70% | 3.60% |
| Promedio | 4.78% | 3.76% |
| Mediana | 4.76% | 3.80% |
| Desv. Estándar | 0.19% | 0.19% |
| Máximo | 5.17% | 4.10% |
| Mínimo | 4.45% | 3.40% |
| No. Respuestas | 26 | 26 |

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 13 de julio

| | Empresa | 2025 | 2026 | | |
|----|-------------------------------------|--------------|--------------|------|--------------|
| 1 | Acciones y Valores | 8.25% | 7.00% | | |
| 2 | Actinver | 7.75% | 6.50% | | |
| 3 | AGPV | 7.50% | 6.50% | | |
| 4 | Alianza Valores y Fiduciaria | 8.25% | 6.25% | | |
| 5 | Allianz | 7.00% | - | | |
| 6 | ANIF | 8.00% | - | | |
| 7 | Asobancaria | 8.50% | - | | |
| 8 | Banco Agrario de Colombia | 8.50% | 7.50% | | |
| 9 | Banco Davivienda | 7.75% | - | | |
| 10 | Banco de Bogotá | 8.50% | 7.00% | | |
| 11 | Bancolombia | 8.25% | 6.75% | | |
| 12 | Barclays Capital | 8.50% | 7.00% | | |
| 13 | BTG Pactual | 8.75% | 7.00% | | |
| 14 | CABI | 7.50% | 7.00% | | |
| 15 | Capital Economics | 8.50% | 7.50% | | |
| 16 | Citigroup Global Mkts | 8.25% | 8.25% | | |
| 17 | Corficolombiana | 8.50% | 7.00% | | |
| 18 | Credicorp Capital | 8.00% | 6.50% | | |
| 19 | Deutsche Bank | 8.25% | 7.50% | | |
| 20 | Ecoanalítica | 8.00% | 4.50% | | |
| 21 | Econosignal Deloitte | 6.50% | - | | |
| 22 | EIU | 8.25% | 6.50% | | |
| 23 | Fedesarrollo | 7.75% | 6.50% | | |
| 24 | Fitch Solutions | 8.50% | 6.75% | | |
| 25 | Goldman Sachs | 8.25% | 7.25% | | |
| 26 | Itaú Unibanco | 8.50% | 7.75% | | |
| 27 | JPMorgan | 8.75% | - | | |
| 28 | LCA Consultores | 8.25% | 6.75% | | |
| 29 | Oxford Economics | 8.50% | 7.00% | | |
| 30 | Pantheon Macroeconomics | 8.25% | 7.00% | | |
| 31 | Pezco Economics | 7.50% | 4.50% | | |
| 32 | Rabobank | 8.00% | 7.00% | | |
| 33 | S&P Global Ratings | 8.25% | 7.00% | | |
| 34 | Scotiabank Colpatria | 8.75% | 7.50% | | |
| 35 | Sectorial | 8.50% | 6.25% | | |
| 36 | Société Générale | 8.00% | - | | |
| 37 | Standard Chartered | 8.50% | 7.50% | | |
| 38 | UBS | 8.00% | 6.50% | | |
| | Tasa | Obs. | Prob. | Obs. | Prob. |
| | 4.50% | 0 | 0.0% | 2 | 6.5% |
| | 5.00% | 0 | 0.0% | 0 | 0.0% |
| | 5.50% | 0 | 0.0% | 0 | 0.0% |
| | 6.00% | 0 | 0.0% | 0 | 0.0% |
| | 6.25% | 0 | 0.0% | 2 | 6.5% |
| | 6.50% | 1 | 2.6% | 6 | 19.4% |
| | 6.75% | 0 | 0.0% | 3 | 9.7% |
| | 7.00% | 1 | 2.6% | 10 | 32.3% |
| | 7.25% | 0 | 0.0% | 1 | 3.2% |
| | 7.50% | 3 | 7.9% | 5 | 16.1% |
| | 7.75% | 3 | 7.9% | 1 | 3.2% |
| | 8.00% | 6 | 15.8% | 0 | 0.0% |
| | 8.25% | 10 | 26.3% | 1 | 3.2% |
| | 8.50% | 11 | 28.9% | 0 | 0.0% |
| | 8.75% | 3 | 7.9% | 0 | 0.0% |
| | Media | | 8.14% | | 6.82% |
| | Mediana | | 8.25% | | 7.00% |

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 13 de julio

| Empresa | 2025 | 2026 |
|---------------------------------------|--------------|--------------|
| 1 Acciones y Valores | 4.60% | 3.60% |
| 2 Actinver | 4.70% | 3.60% |
| 3 AGPV | 4.30% | 4.00% |
| 4 Alianza Valores y Fiduciaria | 4.50% | 3.80% |
| 5 Allianz | 4.20% | 3.30% |
| 6 ANIF | 4.60% | 3.80% |
| 7 Asobancaria | 4.60% | 3.70% |
| 8 Banco Agrario de Colombia | 4.90% | 3.80% |
| 9 Banco Davivienda | 4.60% | - |
| 10 Banco de Bogotá | 4.80% | 3.40% |
| 11 Bancolombia | 5.10% | 3.90% |
| 12 Barclays Capital | 4.60% | 3.00% |
| 13 BTG Pactual | 4.80% | 3.60% |
| 14 CABI | 4.50% | 4.00% |
| 15 Capital Economics | 5.00% | 4.00% |
| 16 Citigroup Global Mkts | 4.20% | 3.20% |
| 17 Corficolombiana | 5.00% | 3.80% |
| 18 Credicorp Capital | 4.60% | 3.40% |
| 19 Deutsche Bank | 5.00% | 3.60% |
| 20 E2 Economia | 4.70% | 3.60% |
| 21 Ecoanalítica | 4.60% | 3.10% |
| 22 Econosignal Deloitte | 4.30% | 3.00% |
| 23 EIU | 4.70% | 3.40% |
| 24 Fedesarrollo | 4.40% | 3.60% |
| 25 Fitch Solutions | 4.50% | 3.20% |
| 26 Goldman Sachs | 4.80% | 3.70% |
| 27 Itaú Unibanco | 5.10% | 3.60% |
| 28 Kiel Institute | 3.90% | 3.90% |
| 29 LCA Consultores | 4.60% | 3.60% |
| 30 MAPFRE Economics | 4.90% | 3.50% |
| 31 Ministry of Finance Colombia | 3.60% | - |
| 32 Moody's Analytics | 4.60% | 3.40% |
| 33 Oxford Economics | 4.80% | 3.50% |
| 34 Pezco Economics | 4.30% | 3.80% |
| 35 Positiva Compañía de Segurc | 3.90% | 3.00% |
| 36 Rabobank | 4.80% | 3.30% |
| 37 S&P Global Ratings | 4.50% | 3.70% |
| 38 Scotiabank Colpatria | 5.20% | 4.00% |
| 39 Sectorial | 4.60% | 3.30% |
| 40 UBS | 4.60% | 3.60% |

| Tasa | Obs. | Prob. | Obs. | Prob. |
|----------------|--------------|-------|--------------|-------|
| 2,75% - 3,00% | 0 | 0.0% | 0 | 0.0% |
| 3,00% - 3,25% | 0 | 0.0% | 6 | 15.8% |
| 3,25% - 3,50% | 0 | 0.0% | 7 | 18.4% |
| 3,50% - 3,75% | 1 | 2.5% | 14 | 36.8% |
| 3,75% - 4,00% | 2 | 5.0% | 7 | 18.4% |
| 4,00% - 4,25% | 2 | 5.0% | 4 | 10.5% |
| 4,25% - 4,50% | 4 | 10.0% | 0 | 0.0% |
| 4,50% - 4,75% | 18 | 45.0% | 0 | 0.0% |
| 4,75% - 5,00% | 7 | 17.5% | 0 | 0.0% |
| 5,00% - 5,25% | 6 | 15.0% | 0 | 0.0% |
| 5,25% - 5,50% | 0 | 0.0% | 0 | 0.0% |
| Media | 4.60% | | 3.56% | |
| Mediana | 4.60% | | 3.60% | |

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 27 de junio, la Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría mantener inalterada la tasa de política monetaria en 9,25%, en línea con lo que esperaba el mercado. Tras esta decisión, analistas consideraron la medida como cautelosa frente al panorama fiscal y los riesgos que aún persisten sobre la convergencia a la meta de la inflación. 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 5 pb, 6 pb y 5 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 11 pb, 3 pb y -1 pb para dichos vencimientos.

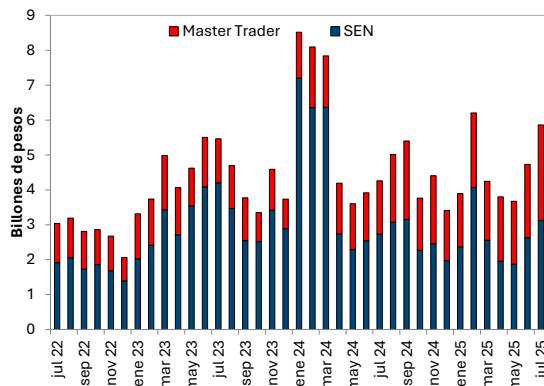
El 7 de julio, el DANE reportó que el dato de inflación anual de junio se ubicó en 4,82%, por debajo de las expectativas del mercado (4,91%) y de la lectura anterior (5,05%). Analistas del mercado calificaron esta cifra como una sorpresa positiva, aunque mantienen la cautela respecto al comportamiento de la inflación en el segundo semestre, puesto que se anticipa una leve aceleración de esta para el final de año. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y diez años presentaron variaciones de 3 pb, -2 pb y -1 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 6 pb, -11 pb y -5 pb para dichos vencimientos.

El 18 de julio, el DANE informó que el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), creció un 2,81% a/a, al alcanzar los 124,87 puntos. De acuerdo con la entidad, el crecimiento estuvo por debajo de las expectativas del mercado, pero por encima de la cifra registrada en el reporte de abril (1,14%). Analistas consideran que la tendencia general apunta hacia la recuperación, aunque con contrastes notables en el comportamiento de los distintos componentes de la economía. 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 10 pb, 20 pb y 1 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -7 pb, -1 pb y 1 pb para dichos vencimientos

El 21 de julio se conoció que el Ministerio de Hacienda radicará un nuevo proyecto de reforma tributaria en el congreso después de presentar el PNG para 2026. Analistas permanecen con una postura de expectativa mientras se conocen mayores detalles del tema y su posible impacto económico. Además, el 22 de julio el Director de Crédito Público se reunió con los Creadores de Mercado con el propósito de entregar detalles de los cambios en operaciones de Tesorería. En esa reunión se dio a conocer que los recursos obtenidos a partir de las operaciones de la Tesorería no serán utilizados para constituir una reserva de liquidez, sino para la recompra de título que presentan un alto descuento. Según agentes del mercado, tras esta comunicación se acotaron las expectativas sobre un monto elevado de demanda de TES por parte del Ministerio de Hacienda. Entre el 21 y el 23 de julio, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 3 pb, 15 pb y 19 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -2 pb, 12 pb y 14 pb para dichos vencimientos.

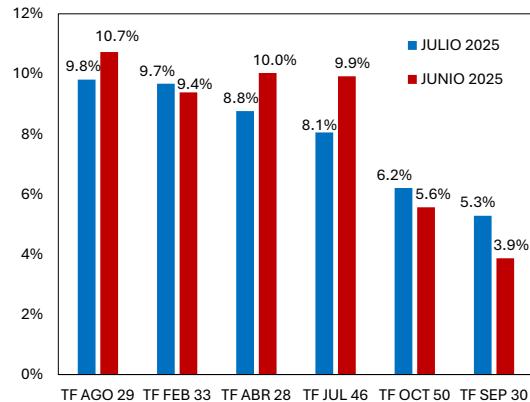
En lo corrido de julio, el monto promedio diario negociado ha sido \$5,9 billones, superior al mes anterior (\$4,7 billones), y al registrado en julio de 2024 (\$4,2 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en agosto de 2029, cuya participación pasó de 10,7% a 9,8%, seguidos por los que vencen en febrero de 2033 cuya participación pasó de 9,4% a 9,7% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



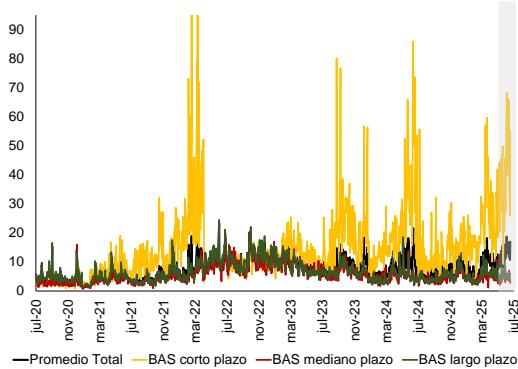
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 24 de julio de 2025.

Gráfico A2.3. TES más transadas



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

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

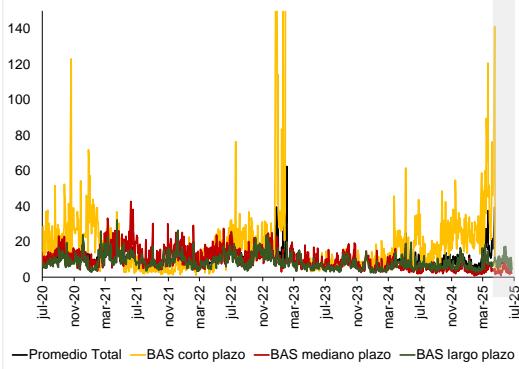


—Promedio Total —BAS corto plazo —BAS mediano plazo —BAS largo plazo

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

Con información al 21 de julio de 2025, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 39,2 pb (ant: 37,8 pb), 4,5 pb (ant: 5,0 pb) y 4,8 pb (ant: 5,9 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 6,6 pb (ant: 9,5 pb), 3,5 pb (ant: 5,7 pb) y 7,4 pb (ant: 10,6 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

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

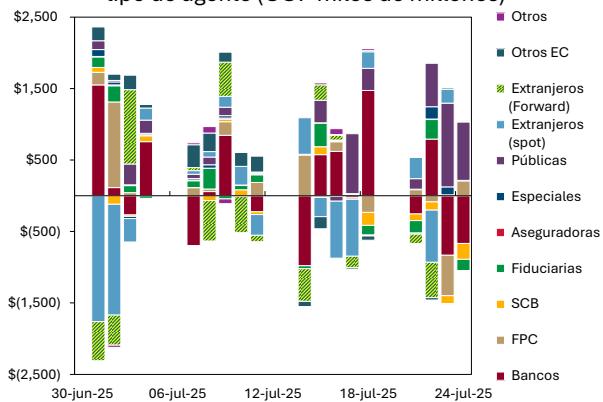


—Promedio Total —BAS corto plazo —BAS mediano plazo —BAS largo plazo

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

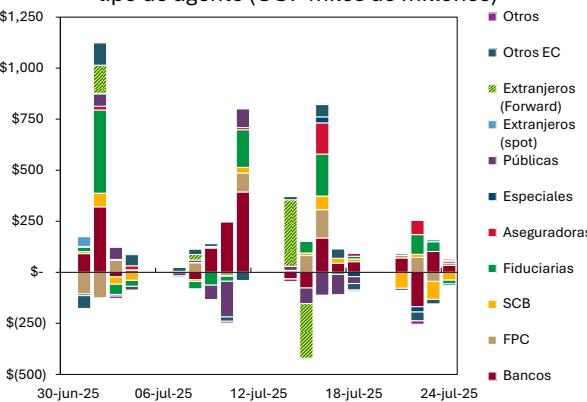
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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



Fuente: BanRep.

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



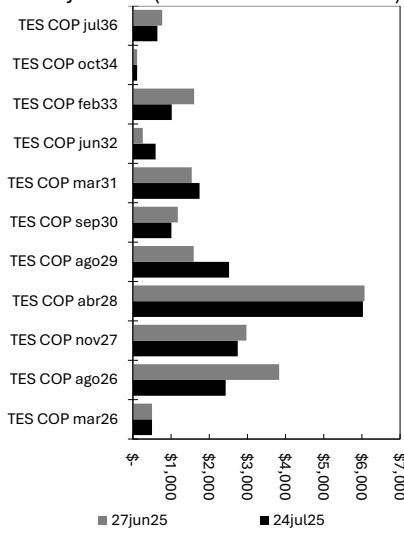
Fuente: BanRep.

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

| | Corrido del 2025 | Corrido del 2025 | Tramo Corto (0-2 años) | Tramo Medio (2-5 años) | Tramo Largo (>5 años) | Desde la Última Reunión de la JDBR | Tramo Corto (0-2 años) | Tramo Medio (2-5 años) | Tramo Largo (>5 años) | Desde la Última Reunión de la JDBR |
|--|-------------------------------------|------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------------------|
| Bancos Comerciales | 16,354 | (1,963) | (3,792) | 5,655 | 361 | 2,224 | 475 | 811 | 33 | 1,318 |
| Compañía de Financiamiento Comercial | 1,900 | 8 | 1,462 | 23 | - | 1,485 | (0) | 8 | - | 8 |
| Cooperativas | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Corporaciones Financieras | 1,038 | (345) | (1,016) | 591 | 26 | (398) | (81) | 71 | 114 | 104 |
| TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO | 19,293 | (2,300) | (3,345) | 6,269 | 387 | 3,311 | 394 | 890 | 147 | 1,431 |
| Fondos de Pensiones y Cesantías | Propia | 100 | (0) | - | 67 | (5) | 62 | - | - | - |
| | Terceros | 11,917 | (662) | 631 | (76) | 1,393 | 1,949 | (400) | 41 | 597 |
| | <i>Administración FONPET</i> | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Fondos de Pensiones - Prima Media | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Fondos de Pensiones y Cesantías | 12,017 | (662) | 631 | (10) | 1,388 | 2,010 | (400) | 41 | 597 | 238 |
| Sociedades Comisionistas de Bolsa | Propia | (601) | 287 | (58) | (3) | (166) | (226) | 59 | (75) | (25) |
| | Terceros | 719 | 24 | (51) | (178) | (231) | (460) | (24) | (16) | (25) |
| | <i>Extranjeros</i> | (0) | (0) | - | 0 | (0) | (0) | - | - | - |
| | <i>FIC</i> | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Sociedades Comisionistas de Bolsa | 119 | 311 | (108) | (181) | (397) | (687) | (33) | 44 | (60) | (50) |
| Sociedades Fiduciarias | Propia | 72 | (10) | (14) | 33 | (12) | 7 | - | - | - |
| | Terceros | (8,660) | 1,495 | 1,061 | (1,414) | (3,185) | (3,538) | (49) | (58) | 957 |
| | <i>Extranjeros***</i> | (71) | 347 | (108) | (1,488) | (2,937) | (4,534) | - | - | 43 |
| | <i>Extranjeros (TES verdes)****</i> | (41) | - | - | - | (45) | (45) | - | - | - |
| | <i>FIC</i> | (363) | (1,267) | 987 | (9) | 38 | 1,017 | (23) | 79 | 56 |
| | <i>Pasivos Pensionales</i> | (183) | 41 | 23 | (12) | (62) | (51) | (9) | 4 | 3 |
| | <i>Administración FONPET</i> | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Sociedades Fiduciarias | (8,588) | 1,485 | 1,047 | (1,381) | (3,197) | (3,531) | (49) | (58) | 957 | 850 |
| Compañías de Seguros y Capitalización | Propia | 651 | 1,130 | (1) | 7 | 107 | 112 | 20 | (6) | 288 |
| | Terceros | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| | <i>Pasivos Pensionales</i> | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Compañías de Seguros y Capitalización | 651 | 1,130 | (1) | 7 | 107 | 112 | 20 | (6) | 288 | 302 |
| Sociedades Administradoras de Inversión | Propia | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| | Terceros | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| | <i>FIC</i> | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Total Sociedades Administradoras de Inversión | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS | 4,198 | 2,264 | 1,569 | (1,565) | (2,099) | (2,095) | (462) | 21 | 1,782 | 1,341 |
| Total Entidades Financieras Especiales** | | 1,294 | (358) | 138 | 189 | 199 | 527 | 6 | (35) | - |
| Total Entidades Públicas**** | | 3,238 | 704 | 4,970 | (2,584) | 3,096 | 5,482 | 82 | (846) | 410 |
| | <i>Administración FONPET</i> | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Otros***** | | 898 | (345) | (32) | 113 | 83 | 164 | (20) | (30) | 6 |
| | <i>Extranjeros</i> | 2 | 8 | - | - | - | - | 4 | 6 | 10 |
| TOTAL MOVIMIENTO NETO | 28,921 | (35) | 3,300 | 2,422 | 1,666 | 7,388 | - | - | 2,345 | 2,345 |

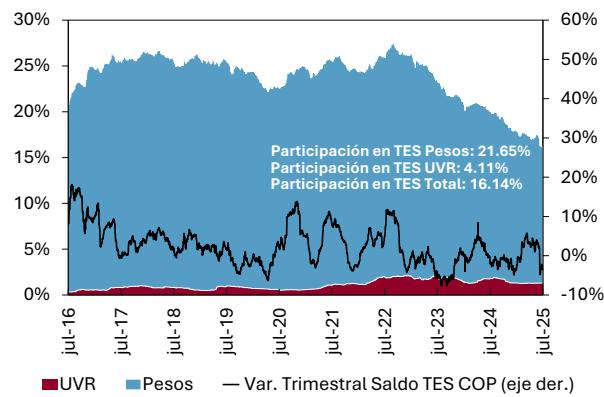
Fuente: BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 24 de julio de 2025. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** 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)



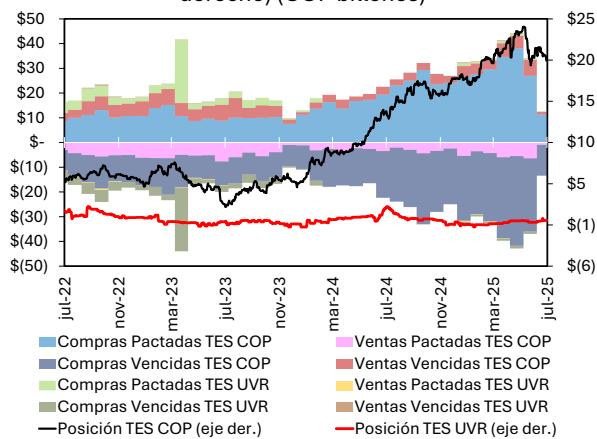
Fuente: BanRep.

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)

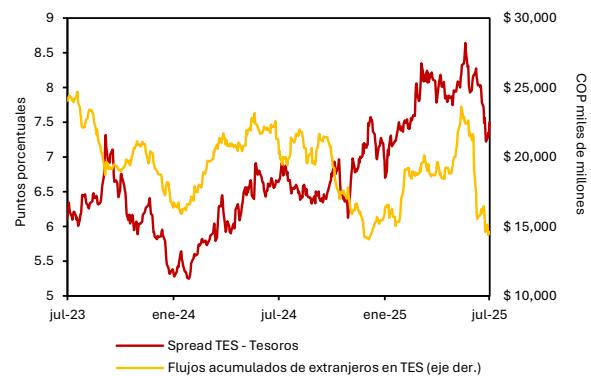


*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

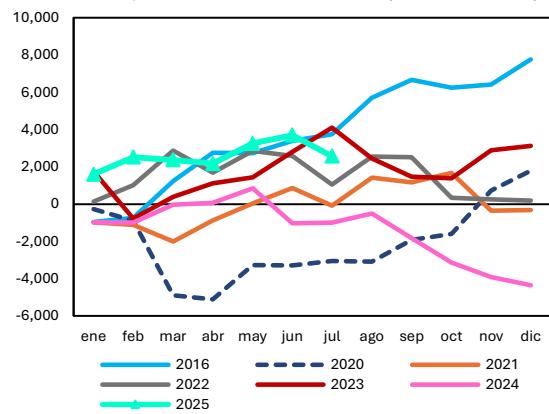
En los gráficos A3.6 - A3.10 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en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

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



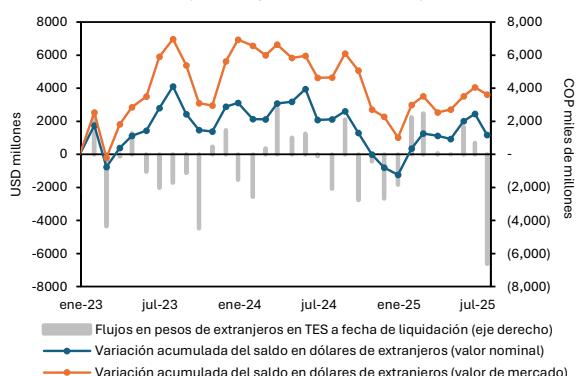
Fuente: BanRep.

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

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

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

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



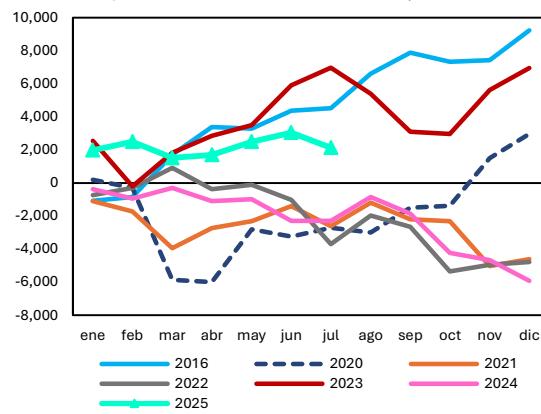
Fuente: BanRep.

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

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

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

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



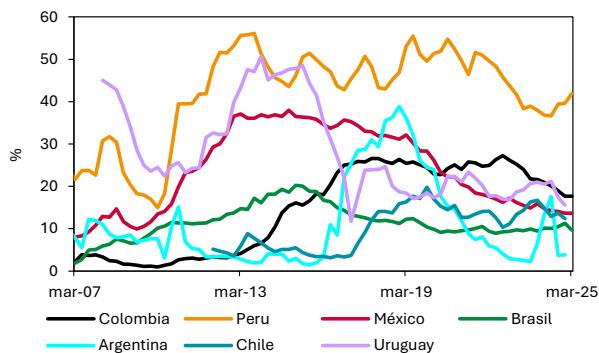
Fuente: BanRep.

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

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

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

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

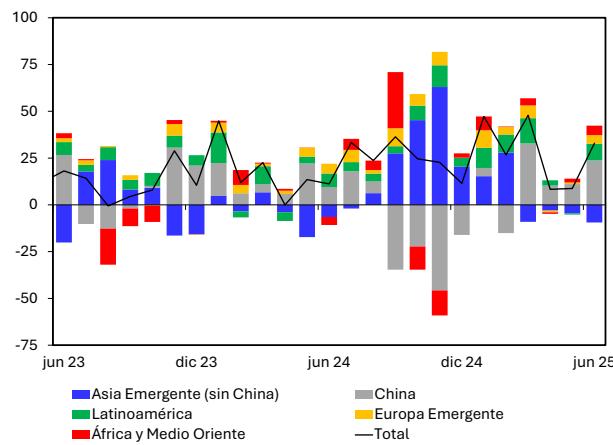


Fuente: IIF y FMI. Nota: Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. La información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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

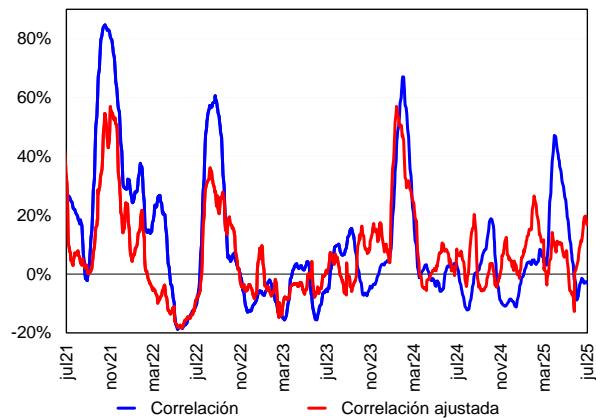
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

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



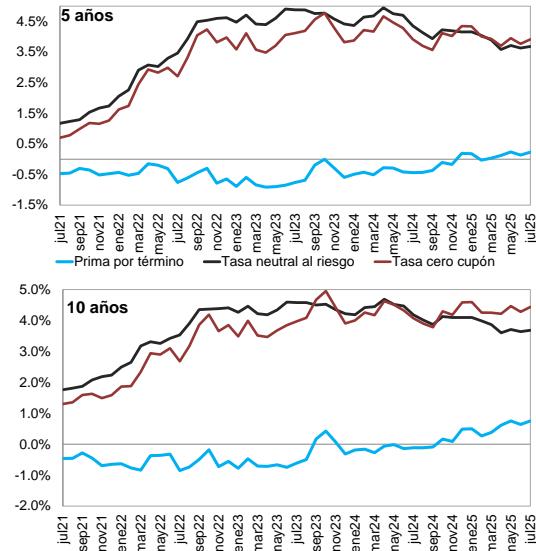
Fuente: IIF.

Gráfico A4.2. Correlación pendientes región



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

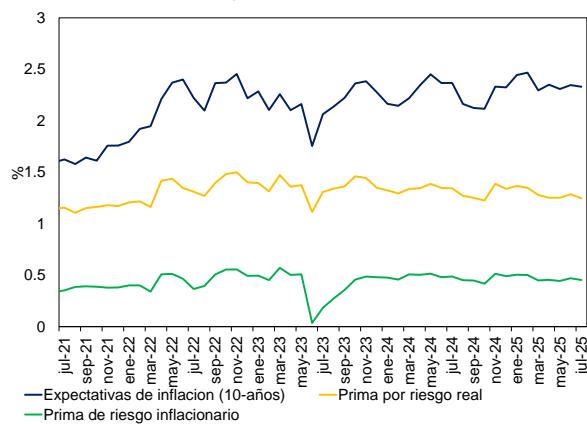
Gráfico A4.3. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A5.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) disminuyó y se ubicó en -3,05%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) aumentó y se ubicó en 16,85%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciada principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 24 de julio, desde finales de mayo las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,23% y 0,75%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo subieron 5 pb, y se ubicaron en 3,68% y 3,69% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). Por otra parte, la prima por riesgo inflacionaria en EE. UU cayó (0,45%, ant: 0,47%), la prima por riesgo real se también descendió (1,25%, ant: 1,29%), como también lo hizo la expectativa de inflación de largo plazo (2,33%, ant: 2,33%).

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



Fuente: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

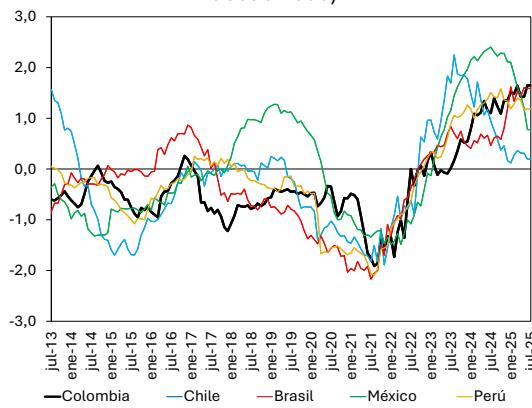
Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

| Fecha | Banco Central | Decisión (pb) | Expectativa (pb) | TPM |
|-----------------------------------|--------------------------------------|---------------|------------------|------------------------|
| Países desarrollados | | | | |
| 7jul25 | Banco de la Reserva de Australia | 0 | -25 | 3,85% |
| 8jul25 | Banco de la Reserva de Nueva Zelanda | 0 | 0 | 3,25% |
| 24jul25 | Banco Central Europeo | 0 | 0 | 2,00% / 2,15% / 2,40%* |
| Países emergentes/frontera | | | | |
| 2jul25 | Banco Nacional de Polonia | -25 | 0 | 5,00% |
| 7jul25 | Banco de Israel | 0 | 0 | 4,50% |
| 8jul25 | Banco Nacional de Rumania | 0 | 0 | 6,50% |
| 8jul25 | Banco Central del Uruguay | -25 | 0 | 9,00% |
| 9jul25 | Banco Central de Malasia | -25 | -25 | 2,75% |
| 9jul25 | Banco de Corea | 0 | 0 | 2,50% |
| 10jul25 | Banco Nacional de Serbia | 0 | -25 | 5,75% |
| 10jul25 | Banco Central de Reserva del Perú | 0 | 0 | 4,50% |
| 10jul25 | Banco Central de Egipto | 0 | -100 | 24,00% |
| 11jul25 | Banco Nacional de Kazajistán | 0 | 0 | 16,50% |
| 16jul25 | Banco de Indonesia | -25 | 0 | 5,25% |
| 18jul25 | Banco Nacional de Angola | 0 | - | 19,50% |
| 21jul25 | Banco Popular de China | 0 | 0 | 3,00% / 3,50%** |
| 22jul25 | Banco Nacional de Hungría | 0 | 0 | 6,50% |
| 22jul25 | Banco Central de Nigeria | 0 | 0 | 27,50% |
| 22jul25 | Banco Central del Paraguay | 0 | - | 6,00% |
| 24jul25 | Banco Nacional de Ucrania | 0 | 0 | 15,50% |

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

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

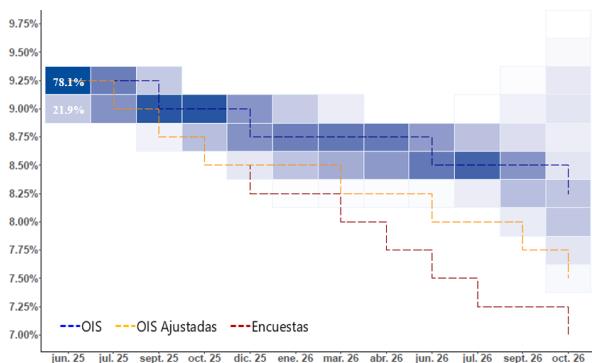
Gráfico A5.1. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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

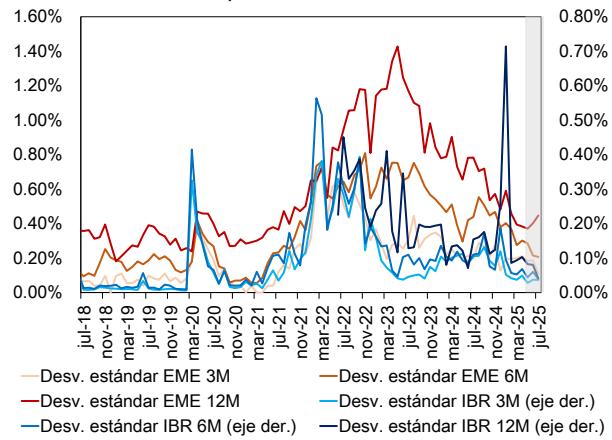
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación

Cuadro A6.1. 19 de junio de 2025



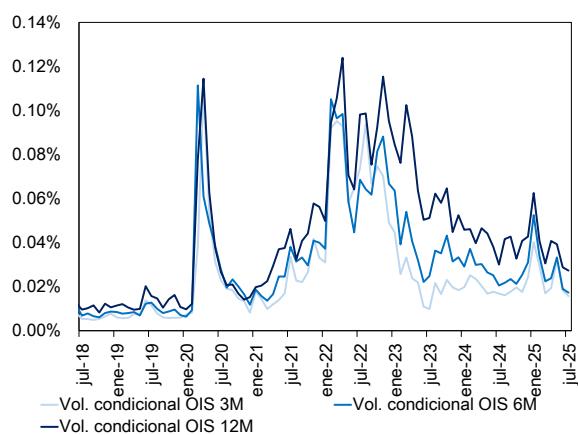
Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.

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



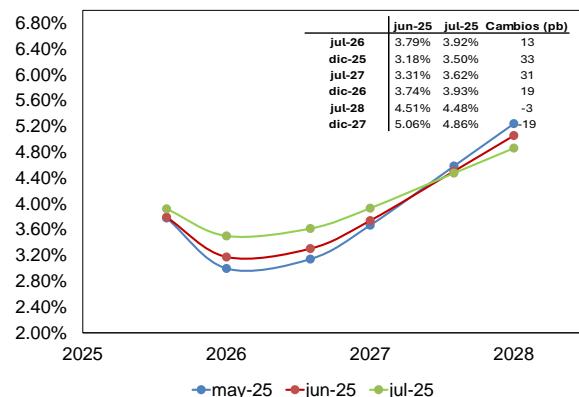
Fuente y Cálculos: BanRep.

A6.3. Volatilidad condicional de las tasas OIS



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

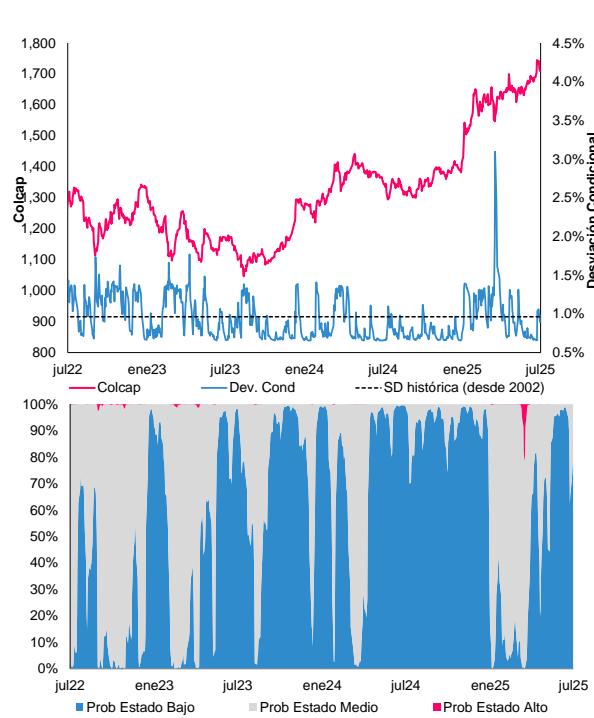
Gráfico A6.4. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



Fuente y Cálculos: Precia.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

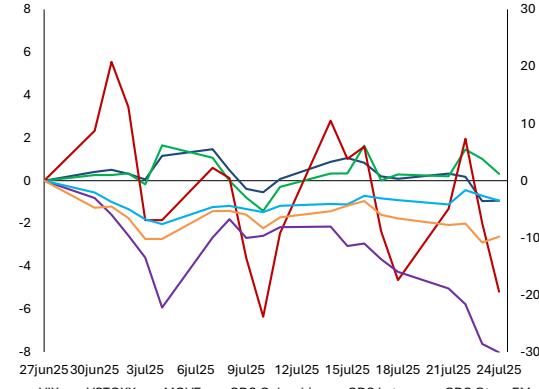
Tabla A7.2. Expectativas para los próximos 3 meses

| | EMBIG | | Duración del portafolio | |
|-------------|--------|--------|-------------------------|--------|
| | jul-25 | jun-25 | jul-25 | jun-25 |
| Aumentará | 27,6% | 80,0% | 11,5% | 0,0% |
| Sin cambios | 48,3% | 20,0% | 42,3% | 39,1% |
| Disminuirá | 24,1% | 0,0% | 15,4% | 30,4% |
| No aplica | | | 30,8% | 30,4% |

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

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



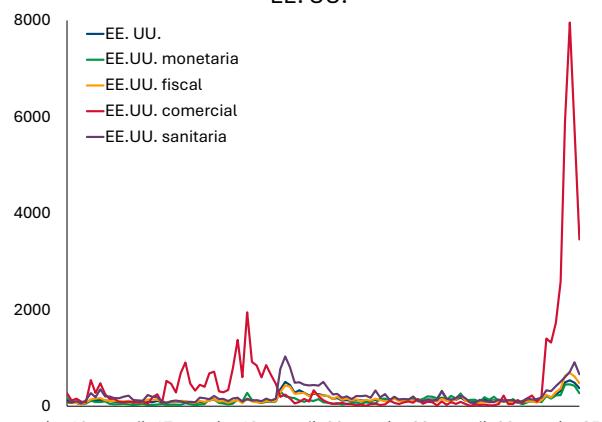
Fuente: Bloomberg. Los indicadores Vix, Vstoxx y Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

Tabla A8.1. Indicadores de incertidumbre en política económica

| | EE. UU. | | | | Europa | | | | | | |
|--------|---------|----------------|-------------|----------------|----------------|--------|----------|--------|-------------|---------|--------|
| | EE. UU. | Pol. monetaria | Pol. fiscal | Pol. sanitaria | Pol. comercial | Europa | Alemania | Italia | Reino Unido | Francia | España |
| may-25 | 487 | 424 | 615 | 911 | 5759 | 577 | 1204 | 170 | 664 | 425 | 237 |
| jun-25 | 372 | 268 | 477 | 661 | 3456 | 464 | 866 | 165 | 510 | 445 | 215 |
| Var. | -115 | -156 | -138 | -250 | -2303 | -113 | -338 | -5 | -154 | 20 | -22 |

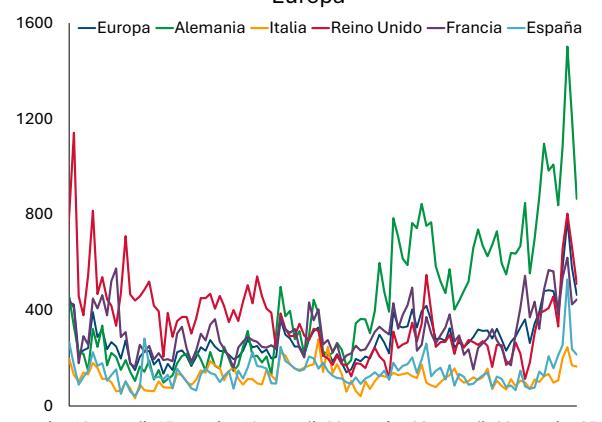
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

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); Chirelli, 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 Junio 2025 | | Esperada a Diciembre 2025 | Vigente | Esperada a Diciembre 2025 | Últimos datos publicados* | | Esperada a Diciembre 2025 | | | | |
| | Esp. | Obs. | Spread | | Jun. 25 | Jul. 25 | Jun. 25 | Jul. 25 | Esp. | Obs. | Jun. 25 | Jul. 25 |
| Colombia | 4.91% | 4.82% | 1.82% | 4.81% | 4.76% | 9.25% | 8.50% | 8.50% | 2.50% | 2.70% | 2.60% | 2.60% |
| Chile | 4.40% | 4.10% | 1.10% | 4.00% | 3.80% | 5.00% | 4.50% | 4.50% | 2.00% | 2.29% | 2.20% | 2.30% |
| México | 4.30% | 4.32% | 1.32% | 3.80% | 3.90% | 8.00% | 7.50% | 7.50% | 0.80% | 0.80% | 0.10% | 0.10% |
| Perú | 1.67% | 1.69% | -0.31% | 2.30% | 2.30% | 4.50% | 4.31% | 4.25% | 3.90% | 3.90% | 2.90% | 2.90% |
| Brasil | 5.30% | 5.35% | 2.35% | 5.24% | 5.20% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 3.10% | 2.85% | 2.21% | 2.23% |
| Ecuador | n.d. | 1.48% | -0.52% | 2.10% | 2.00% | n.d. | n.d. | 33.60% | n.d. | 3.36% | 1.70% | 1.70% |
| Argentina | 39.70% | 39.40% | n.d. | 28.60% | 28.10% | 29.00% | 26.68% | 27.00% | 6.10% | 5.80% | 5.00% | 5.10% |
| EE. UU. | 2.60% | 2.70% | 0.70% | 3.00% | 2.85% | 4.25% - 4.5% | 4.05% | 4.10% | -0.20% | -0.50% | 1.50% | 1.50% |
| India | 2.25% | 2.10% | -1.90% | 4.90% | 3.80% | 5.50% | 5.41% | 5.25% | 6.80% | 7.38% | 6.30% | 6.30% |
| Sudáfrica | 3.10% | 3.00% | -1.50% | 3.39% | 3.40% | 7.25% | 6.90% | 6.90% | 0.70% | 0.80% | 1.00% | 1.00% |
| China | -0.10% | 0.10% | -2.90% | 0.60% | 0.20% | 1.40% | 1.14% | 2.83% | 5.20% | 5.40% | 5.10% | 5.20% |
| Rusia | 9.40% | 9.40% | 5.40% | 9.00% | 9.20% | 18.00% | 16.60% | 15.90% | 3.60% | 1.40% | 1.40% | 1.40% |
| Turquía | 35.25% | 35.05% | 30.05% | 34.20% | 34.20% | 43.00% | 36.85% | 36.75% | 2.30% | 1.99% | 2.90% | 2.90% |
| Noruega | 3.20% | 3.00% | 1.00% | 2.70% | 2.80% | 4.25% | 3.85% | 3.80% | 0.60% | 1.00% | 1.30% | 1.45% |
| Costa Rica | n.d. | -0.22% | -3.22% | 1.80% | 1.60% | 3.75% | 3.79% | 3.75% | n.d. | 4.20% | 3.50% | 3.40% |
| El Salvador | n.d. | -0.20% | -3.50% | 1.80% | 1.00% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 2.50% | 2.30% | 2.30% |
| Guatemala | n.d. | 1.79% | -2.21% | 3.20% | 2.70% | 4.50% | 3.90% | 4.00% | n.d. | 3.90% | 3.60% | 3.50% |
| Honduras | n.d. | 4.70% | -0.30% | 4.40% | 4.40% | 5.75% | 5.69% | 5.69% | n.d. | 4.70% | 3.20% | 3.20% |
| Panamá | n.d. | -0.40% | -2.29% | 1.60% | 0.90% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 5.20% | 4.10% | 3.90% |
| Paraguay | n.d. | 4.00% | 0.00% | 3.80% | 3.80% | 6.00% | 5.95% | 5.96% | n.d. | 5.90% | 3.70% | 3.80% |

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citi el 28 de julio.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 28 de julio.

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

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

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 1T25, excepto en China, cuya información corresponde al 2T25.

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