



# 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 marzo de 2025**

## DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITAL

### CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS.....	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas ....	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana .....	11
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona .....	18
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región .....	19
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	20
2.1.	Expectativas de TPM .....	20
2.2.	Expectativas de crecimiento económico .....	25
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO .....	26
4.	RECUADROS/ANEXOS .....	29
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros .....	29
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local .....	35
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local .....	37
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región .....	40
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos .....	42
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS .....	43
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes .....	44
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional .....	45
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países .....	46

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

- Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las medidas de expectativas de inflación de corto plazo provenientes del mercado disminuyeron, aunque continúan por encima de las provenientes de encuestas, las cuales aumentaron. Las dos fuentes de información sugieren expectativas de inflación que se encuentran por encima de la meta de 3% durante los próximos dos años (Cuadro 1).
- Las expectativas de Tasa de Política Monetaria (TPM) provenientes del mercado y de encuestas se encuentran divididas entre un recorte de 25 pb o que ésta se mantenga inalterada tras la reunión de marzo. Las encuestas e información de mercado más reciente asignan una mayor probabilidad a que la TPM se mantenga estable. Ambas fuentes de información mantuvieron inalterada su expectativa de TPM para fin de 2025 (mercado: 8,50%; encuestas: 7,75%).
- Los títulos de deuda pública colombiana (TES) se desvalorizaron, a diferencia de lo observado en la mayoría de los títulos de los demás países de la región. Lo anterior se explica principalmente por la mayor incertidumbre en el frente fiscal, así como por las operaciones de manejo de deuda realizadas por las entidades públicas.
- Estas operaciones de manejo de deuda llevaron a las entidades públicas a ubicarse como los principales vendedores de TES de largo plazo, al tiempo que realizaron compras de TES de corto plazo en pesos. Por su parte, los inversionistas extranjeros revirtieron parcialmente sus compras de febrero, realizando ventas moderadas tanto en el mercado de contado como en el de futuros de TES. Asimismo, los fondos de pensiones y cesantías (FPC) revirtieron parcialmente su tendencia compradora de TES, aunque continuaron siendo los principales compradores en el tramo largo.

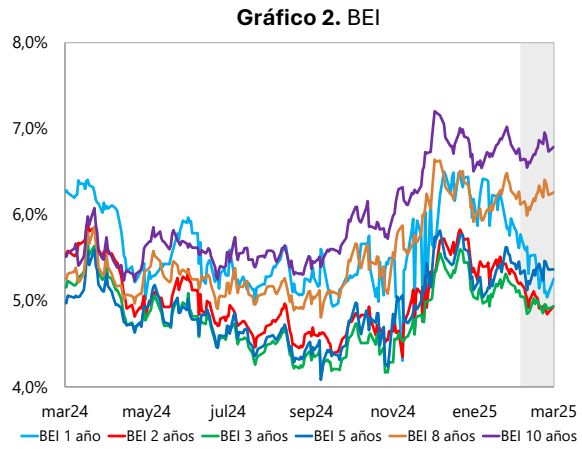
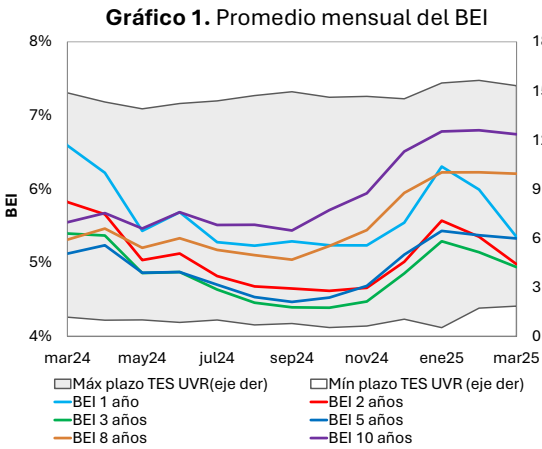
Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

	Expectativas de mercado											Expectativas de encuestas											
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		Total (otras encuestas)			Total (BanRep)			SAR (BanRep)				
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-26	2 años	dic-26	2 años	1 año	2 años	dic-25	1 año	dic-26	dic-25	1 año	dic-26	2 años	dic-25	1 año	dic-26	2 años
feb-25	5,99%	5,35%	5,35%	5,12%	4,46%	4,34%	4,83%	4,68%	4,26%	4,19%	4,85%	4,18%	4,26%	3,90%	3,55%	4,30%	4,00%	3,61%	3,52%	4,07%	3,80%	3,50%	3,38%
mar-25	5,35%	4,98%	5,01%	5,13%	3,96%	3,95%	4,68%	4,61%	3,96%	3,94%	4,50%	4,43%	4,47%	4,00%	3,73%	4,50%	3,90%	3,72%	3,51%	4,19%	3,90%	3,50%	3,30%
Variación (pb)	-64	-37	-35	1	-50	-39	-15	-7	-30	-25	-35	25	21	10	18	20	-10	11	-1	12	10	0	-8

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, se redujo para el corto plazo, y presentó leves variaciones a plazos más largos. Con información hasta el 25 de marzo, el BEI que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó en promedio 64 puntos básicos (pb) para el plazo de un año, mientras que para los plazos de cinco y diez años presentó reducciones de 4 pb y 5 pb, respectivamente. Así, el 25 de marzo, el BEI se situó en 5,35% a un año, 5,33% a cinco años y 6,74% a diez años (Gráfico 1). Asimismo, al comparar las tasas del 25 de marzo con las tasas observadas el 28 de febrero, también se observan reducciones en el corto plazo, pero aumentos para los demás plazos (Cuadro 2 y Gráfico 2).



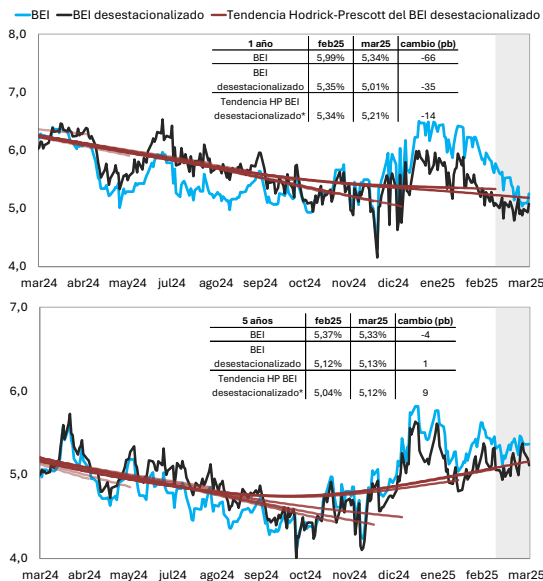
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

Punto a punto (plazo en años)												
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
28feb25	8,92%	9,47%	9,94%	10,73%	11,57%	11,98%	3,14%	4,25%	4,89%	5,42%	5,45%	5,35%
25mar25	9,18%	9,81%	10,34%	11,21%	12,12%	12,55%	3,93%	4,87%	5,41%	5,84%	5,86%	5,77%
Variaciones (pb)												
	27	34	40	48	55	57	78	61	51	42	40	41
Var. BEI	-52	-27	-11	5	14	16						
BEI	5,25%	4,94%	4,94%	5,37%	6,26%	6,79%						
Promedios mensuales												
feb25	9,14%	9,57%	9,97%	10,71%	11,62%	12,10%	3,15%	4,21%	4,83%	5,34%	5,39%	5,30%
mar25*	9,00%	9,56%	10,06%	10,88%	11,79%	12,24%	3,65%	4,58%	5,12%	5,55%	5,58%	5,49%
Variaciones (pb)												
	-15	-1	9	17	17	14	50	37	29	22	19	20
Var. BEI	-64	-37	-20	-4	-2	-5						
BEI	5,35%	4,98%	4,94%	5,33%	6,21%	6,74%						

\*Información disponible al 25 de marzo de 2025.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



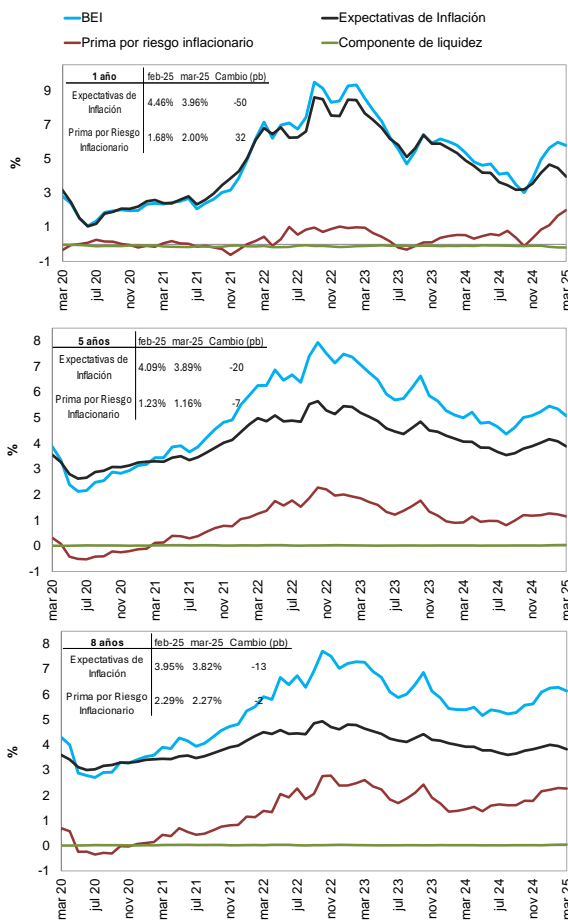
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

\*El dato de la tendencia del 28 de febrero se estimó con datos hasta esa fecha. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

Al ajustar el BEI por estacionalidad, se evidencia una moderación de la reducción de las expectativas de inflación de corto plazo. Asimismo, la tendencia del BEI ajustado estacionalmente refleja una reducción de menor magnitud de esta medida en el corto plazo. Con el fin de controlar por la estacionalidad de los TES denominados en UVR a inicio y fin de cada año (periodos en los que estos títulos suelen presentar mayores valorizaciones producto de las inflaciones mensuales altas), el Gráfico 3 presenta los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Además, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (estimada mediante un filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo que permite observar el ajuste de la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado promedio disminuyó a 5,01% para el plazo de un año (ant: 5,35%) y se mantuvo estable en 5,13% para el plazo de cinco años (ant: 5,12%). Por su parte, la tendencia promedio también se redujo para el plazo de un año (obs: 5,21%; ant: 5,34%) y aumentó para el plazo de cinco años (obs: 5,12%; ant: 5,04%).

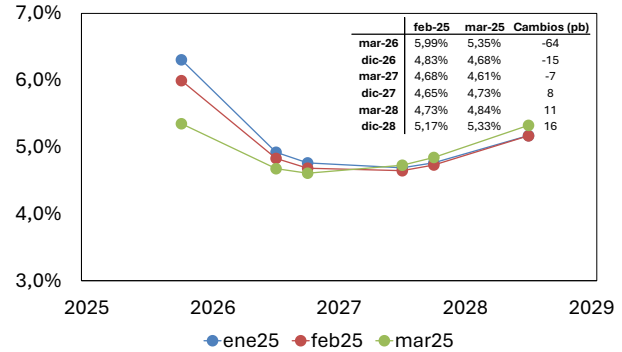
**El componente de expectativas de inflación del BEI registró una disminución, acorde con la tendencia estacional de los primeros meses del año. A pesar de ello, las medidas continúan ubicándose por encima de la meta de 3%, el plazo a un año alcanzó un valor de 3,96%.** Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también la incertidumbre sobre estas expectativas y las fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI<sup>1</sup> 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 3,96% (ant: 4,46%), 3,89% (ant: 4,09%) y 3,82% (ant: 3,95%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

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



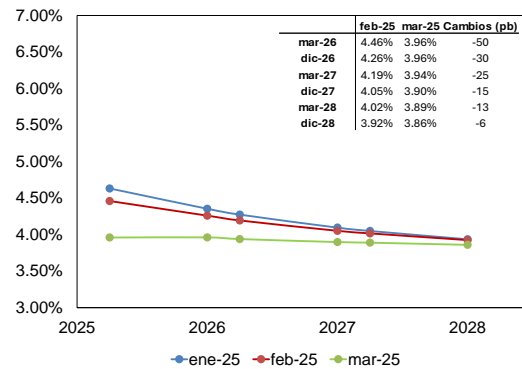
**Fuentes:** Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 5,77% (ant: 5,96%), 5,07% (ant: 5,34%) y 6,13% (ant: 6,28%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

**Gráfico 5A. FBEL sin ajuste**



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

**Gráfico 5B. FBEL neto de primas**



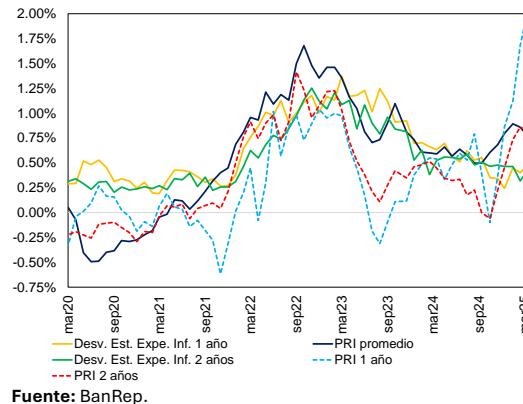
**Fuentes:** Precia. **Nota:** La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

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

De acuerdo con los *Forward Break-Even Inflation (FBEI)*, tanto en su versión sin ajuste como en la ajustada por primas, las expectativas de inflación descendieron para los próximos dos años, corrigiendo los altos niveles observados en los meses anteriores. Para calcular las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como al cierre de los próximos tres años<sup>2</sup>, 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 marzo y diciembre de 2026, 2027 y 2028 mediante la curva FBEI, las cuales se ubican en 5,35%, 4,68%, 4,61%, 4,73%, 4,84% y 5,33%, 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 3,96%, 3,96%, 3,94%, 3,90%, 3,89% y 3,86% para los mismos plazos.

**La prima por riesgo inflacionario (PRI) aumentó para el plazo de un año, mientras que para los demás plazos permanecieron relativamente estables. Este aumento de corto plazo está en línea con la mayor desviación estándar de las expectativas de inflación a uno y dos años. Las PRI variaron +32 pb, -3 pb, -7 pb y -2 pb para los plazos de 1, 2, 5 y 8 años, y se ubicaron en 2,00%, 0,83%, 1,16% y 2,27%, 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 aumentaron y se ubicaron en 0,48% y 0,42%, respectivamente (ant: 0,40% y 0,32%, Gráfico 6). El aumento de las PRI de un año puede estar asociado con el dato de inflación de febrero que se ubicó por encima de lo esperado (obs: 5,28%, esp: 5,16%) y la mayor incertidumbre en el frente fiscal (Gráfico A4.5)<sup>3</sup>.**

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



Fuente: BanRep.

**Las expectativas obtenidas del BEI ajustado por primas, junto con las derivadas de la EME del BanRep, indican que para los horizontes de 1 y 2 años la inflación tendría una mayor probabilidad de ubicarse dentro del rango del 3% al 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 52,1% (ant: 14,7%) y de 57,5% (ant: 55,6%), respectivamente (Gráfico 7.1 y 7.2)<sup>4</sup>. Para el plazo de dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango del 3% al 4% es de 62,1% (ant: 4,3%) y del 84,2% (ant: 82,4%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4)<sup>5</sup>. Además, las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango entre 2% y 3% para el plazo a un año son 1,5% (ant: 0,1%) y 5,0% (ant: 0,0%); y para dos años son 0,0% (ant: 0,0%) y 13,2% (ant: 14,7%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

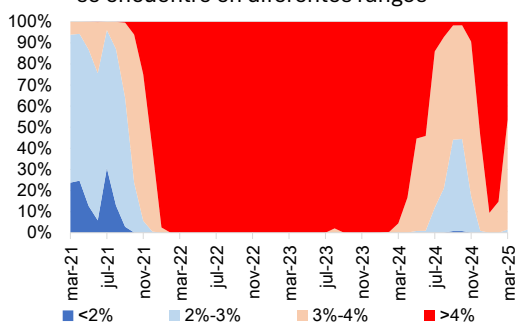
<sup>2</sup> No se estima la expectativa de inflación para fin del presente año dado que el BEI para plazos inferiores a un año puede presentar distorsiones por liquidez.

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

<sup>4</sup> Las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango entre 3,5% 7 4% para el plazo a un año son 38,6% (ant: 13,3%) y 45,0% (ant: 47,2%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

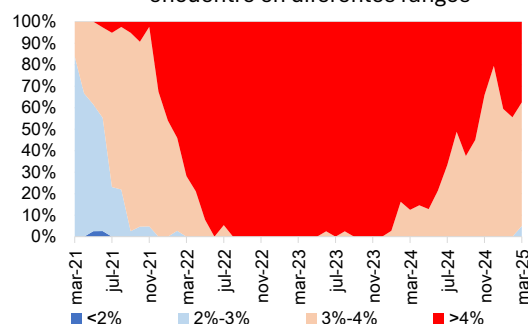
<sup>5</sup> Las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango entre 3,5% y 4% para el plazo a dos años son 60,8% (ant: 13,8%) y 57,9% (ant: 58,8%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

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



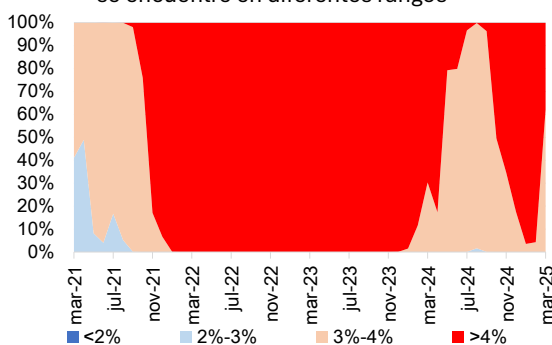
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
feb-25	0.00%	0.05%	14.67%	85.28%
mar-25	0.00%	1.50%	52.06%	46.44%

**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



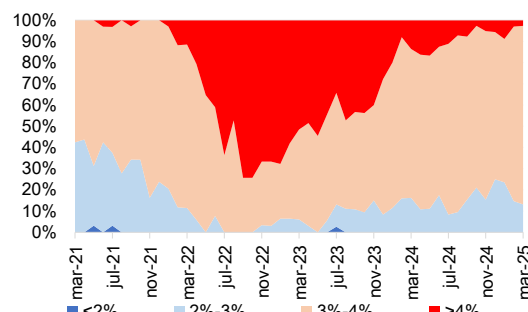
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
feb-25	0.00%	0.00%	55.56%	44.44%
mar-25	0.00%	5.00%	57.50%	37.50%

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



Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
feb-25	0.00%	0.00%	4.30%	95.70%
mar-25	0.00%	0.00%	62.09%	37.91%

**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%
feb-25	0.00%	14.71%	82.35%	2.94%
mar-25	0.00%	13.16%	84.21%	2.63%

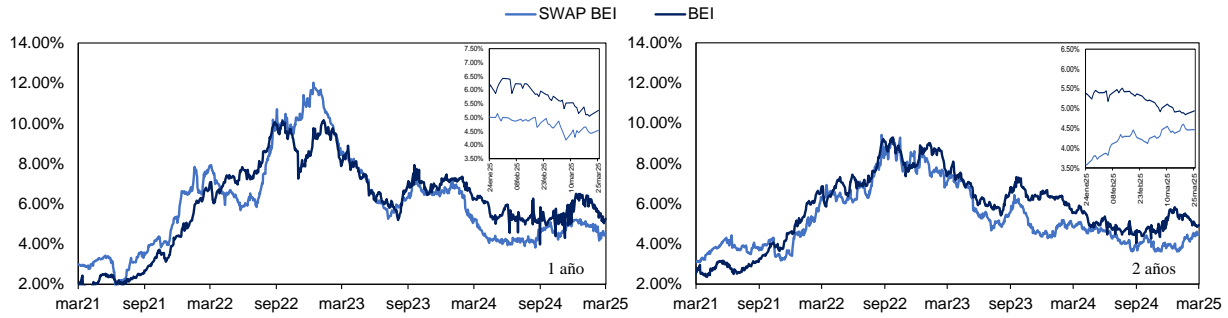
**Fuentes:** BanRep. **Nota:** Para más detalle sobre la metodología ver el Anexo 10 del documento *Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales* de agosto de 2024.

**La expectativa de inflación a un año de los contratos de derivados descendió, en línea con las expectativas del mercado de deuda, mientras que a dos años esta expectativa aumentó.** En el Gráfico 8 se presentan las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps* UVR (*swap* BEI<sup>6</sup>), en comparación con el BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, con información hasta el 25 de marzo, los *swaps* BEI promedio mensual a 1 y 2 años variaron -35 pb y +25 pb, y se ubicaron en 4,50% y 4,43% (ant: 4,85% y 4,18%), respectivamente. La medida *forward* del primer al segundo año subió (obs: 4,36%, ant: 3,51%).

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



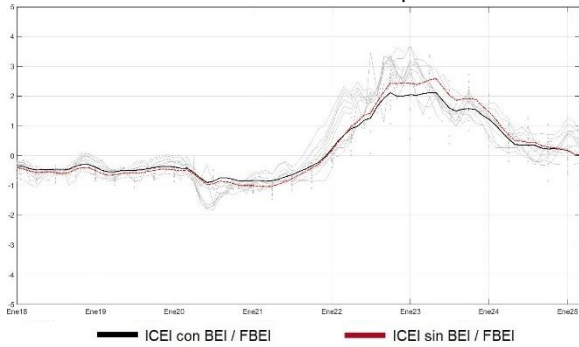
**Gráfico 8. BEI y Swap BEI a 1 y 2 años**



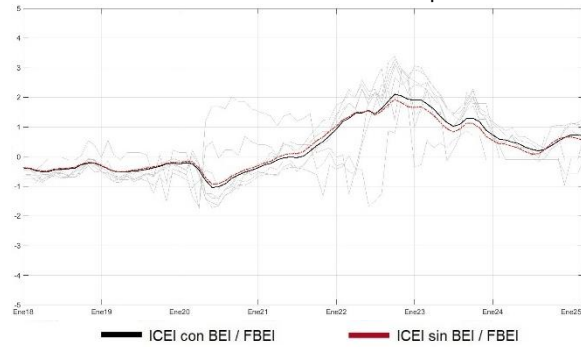
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación<sup>7</sup> (ICEI), que refleja la dinámica común de las expectativas de inflación provenientes del mercado y de encuestas, se mantuvo relativamente estable para todos los plazos (Gráficos 9 al 12). Por otro lado, se destaca la reversión de la tendencia decreciente de las expectativas de mediano y largo plazo desde mediados de 2024, comportamiento contrario al de las expectativas de corto plazo, las cuales han seguido la evolución de la inflación anual.

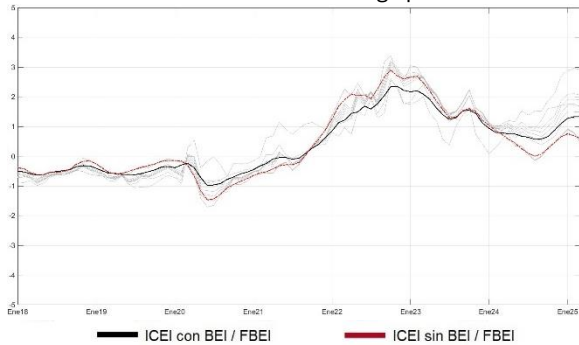
**Gráfico 9. ICEI de corto plazo**



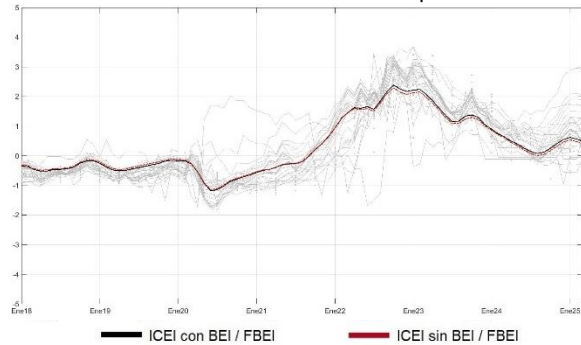
**Gráfico 10. ICEI de mediano plazo**



**Gráfico 11. ICEI de largo plazo**



**Gráfico 12. ICEI a todos los plazos**



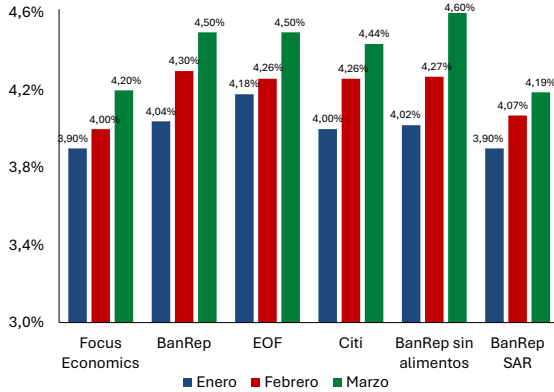
Fuentes: BanRep, Fedesarrollo, Focus Economics, SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep. La serie negra se estima con base en una muestra de expectativas de inflación que provienen de encuestas, de mercado (BEI/FBEI) y del BEI/FBEI sin primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa. La serie roja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

Las expectativas de inflación total provenientes de encuestas aumentaron de manera importante para fin de 2025 y 2026, mientras que a 12 y 24 meses se mantuvieron estables. Por su parte, las expectativas de inflación básica también aumentaron para fin de 2025. El

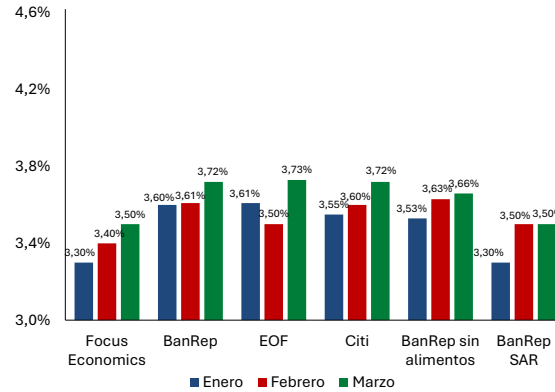
<sup>7</sup> Para la descripción del cálculo de este indicador véase el *Recuadro 1. Indicador común de expectativas de inflación para Colombia*, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de enero de 2022.

promedio<sup>8</sup> de las encuestas de expectativas de inflación total aumentó para finales de 2025 (obs: 4,48%; ant: 4,27%) y 2026 (obs: 3,72%; ant: 3,57%), mientras que a 12 meses (obs: 3,95%; ant: 3,95%) y 24 meses (obs: 3,51%; ant: 3,52%) se mantuvieron estables. Por su parte, la última EME del BanRep mostró aumentos importantes de las expectativas sobre la inflación básica (sin alimentos, y sin alimentos ni regulados -SAR-) para fin de 2025 (Gráficos 13 al 16).

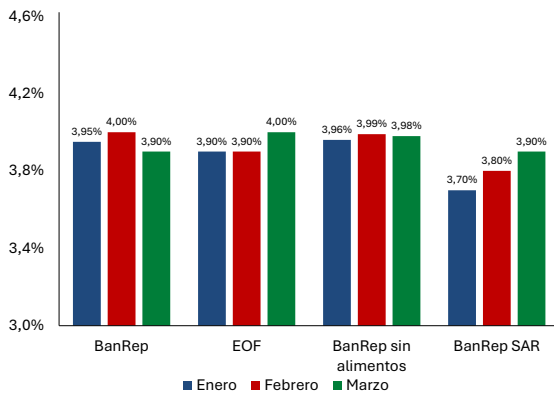
**Gráfico 13.** Inflación esperada para cierre 2025 según encuestas



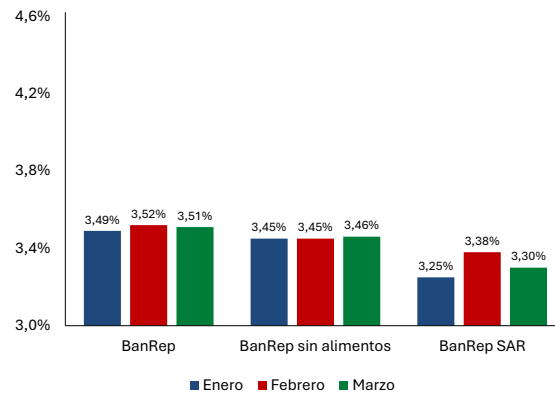
**Gráfico 14.** Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas



**Gráfico 15.** Inflación esperada a 12 meses según encuestas



**Gráfico 16.** Inflación esperada a 24 meses según encuestas

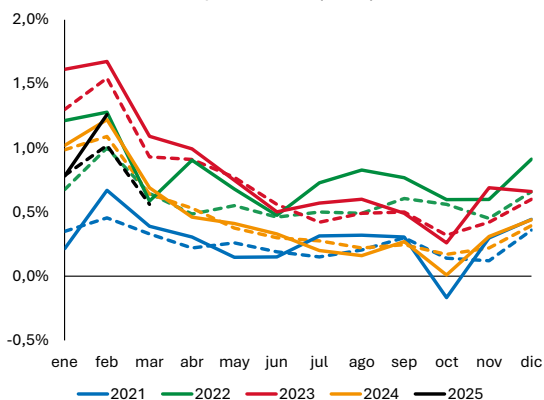


**Fuente:** Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 18 de marzo, con encuestas recolectadas hasta el 16 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 10 y el 12 de marzo. La EOF se publicó el 19 de marzo con datos recolectados entre el 10 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 26 de marzo.

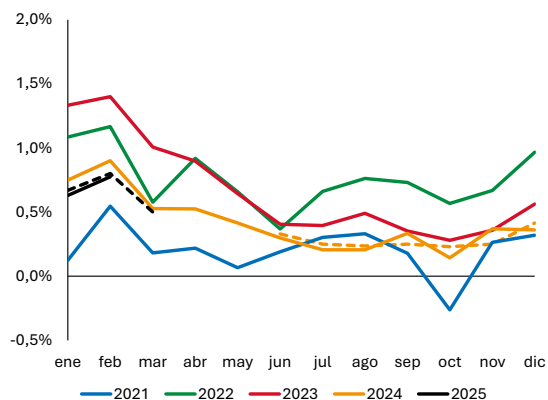
**En febrero, la inflación mensual sin alimentos se ubicó por encima de lo esperado, mientras que la inflación SAR se ubicó por debajo. Para ambas medidas, el dato esperado en marzo se ubica por debajo de lo registrado en el mismo mes de los últimos tres años.** La inflación sin alimentos se ubicó en 1,26% m/m en febrero, por encima de lo esperado por los analistas encuestados por la EME (1,02%) y del dato registrado en febrero de 2024 (1,22%). Por el contrario, la inflación SAR se ubicó en 0,77%, por debajo de lo esperado (0,80%) y de lo registrado durante el mismo mes de 2024 (0,90%). Para marzo, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos y SAR se ubique en 0,56% y 0,50%, respectivamente, por debajo de los niveles registrados en marzo de 2022, 2023 y 2024 (Gráfico 17).

<sup>8</sup> Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2025 aumentó de 4,21% a 4,41%, mientras que para 2026 lo hizo de 3,53% a 3,67%.

**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.

**Las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros disminuyeron, mientras que aquellas provenientes de encuestas aumentaron en su mayoría. Las dos fuentes de información sugieren expectativas de inflación que se encuentran por encima de la meta de 3% durante los próximos dos años.** Los aumentos de estas últimas pudieron estar asociados con la publicación del dato de inflación de febrero (5,28%), el cual se ubicó por encima de lo esperado por el mercado (5,16%) y marcó, por tercer mes consecutivo, una pausa en el proceso de reducción de la inflación anual. Por el contrario, las reducciones de las expectativas de corto plazo provenientes del mercado pudieron estar relacionadas, en parte con: *i*) una continuación de la tendencia de correcciones registrada desde febrero, tras los aumentos importantes observados durante los meses previos; *ii*) la estacionalidad de las tasas de los TES en UVR de corto plazo; y *iii*) las Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) realizadas por entidades públicas, las cuales contribuyeron al empinamiento de la curva de TES en pesos. Por su parte, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo provenientes del mercado de deuda presentaron leves cambios durante este periodo. Distintos agentes del mercado han manifestado que las expectativas de que se mantenga la postura cautelosa de política monetaria por parte de la JDBR pueden contribuir a mantener acotadas las expectativas de inflación en el contexto de afectación de las métricas fiscales del país.

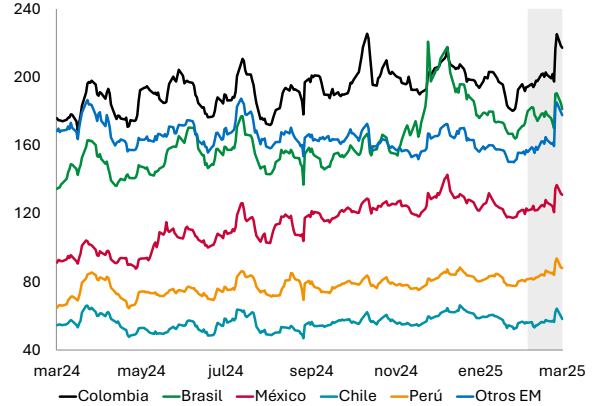
**De esta manera, la brecha entre las expectativas de inflación provenientes del mercado de deuda pública y aquellas obtenidas a partir de encuestas se cerró a doce meses, y se redujo a plazos más largos.** A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 3,95% (ant: 3,95%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 3,96% (ant: 4,46%). A 24 meses, la encuesta del BanRep indica una expectativa de 3,51% (ant: 3,52%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 3,94% (ant: 4,19%)<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> A diciembre de 2026, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,72% (ant: 3,57%), mientras que el FBEI a 2026 neto de primas se ubica en 3,96% (ant: 4,26%) para el mismo plazo.

## 1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

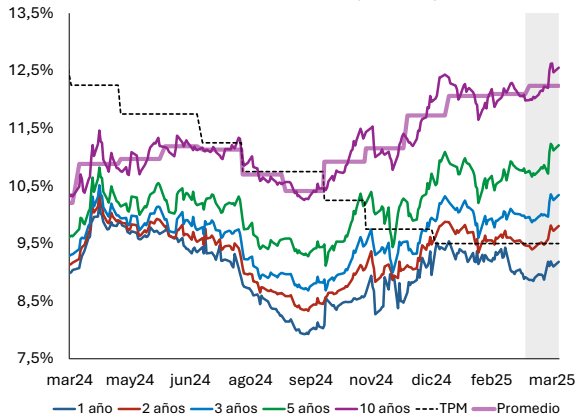
Desde la última reunión de la JDBR, la curva de TES en pesos se empinó ante mayores desvalorizaciones de los títulos de largo plazo frente a los demás tramos de la curva. Estas desvalorizaciones contrastan con los movimientos observados en los títulos de los demás países de la región (caracterizados por valorizaciones o leves desvalorizaciones) y se explican principalmente por la mayor incertidumbre en el frente fiscal tras el cambio del ministro de Hacienda, así como por las OMD realizadas por entidades públicas, las cuales contribuyeron al empinamiento de la curva al aumentar la demanda en el tramo corto y la oferta en el tramo largo de la curva. En este contexto, el CDS a cinco años del país aumentó en mayor medida que el de sus pares de la región<sup>10</sup> (Gráficos 19 al 21).

Gráfico 19. Credit Default Swaps Latam (5 años)



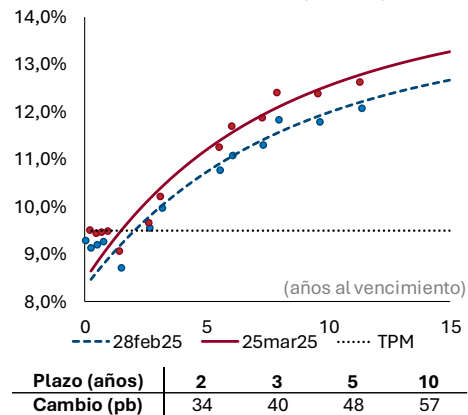
Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

Gráfico 20. Tasas cero cupón en pesos



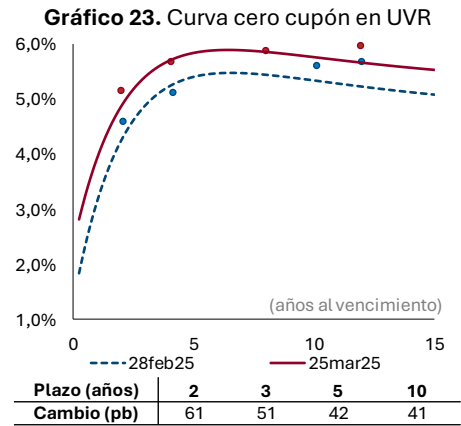
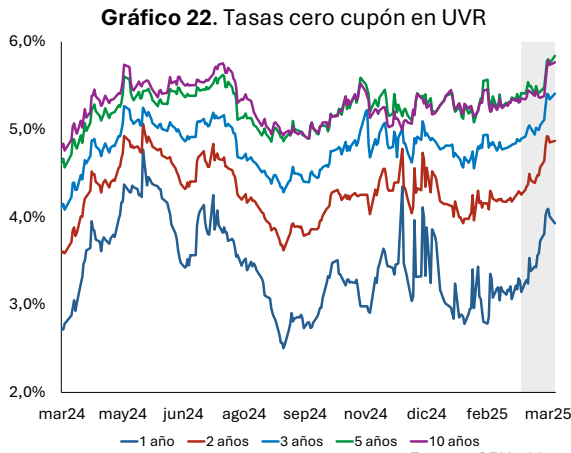
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep. Notas: i) si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos; ii) la línea detrás de la serie morada corresponde al promedio mensual de la tasa de diez años.

Gráfico 21. Curva cero cupón en pesos



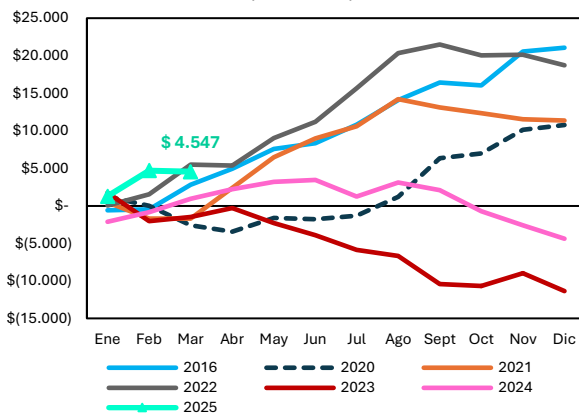
La curva de TES denominados en UVR se aplanó, ante mayores desvalorizaciones de los títulos de tramo corto frente a los demás tramos. Las desvalorizaciones de corto plazo pudieron explicarse por el comportamiento estacional de las tasas de estos títulos. Por su parte, la magnitud de las desvalorizaciones de los demás tramos fue coherente con el comportamiento de los TES en pesos para estos mismos plazos (Gráficos 22 y 23).

<sup>10</sup> Durante este periodo, el CDS a cinco años aumentó 23 pb en Colombia, 9 pb en México, 6 pb en Perú, 2 pb en Chile y 1 pb en Perú. Por su parte, el CDS de una muestra de países emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM) aumento 22 pb. El aumento del 20 de marzo se explica por la renovación de estos contratos (*rollover*), evento que se da cada semestre.



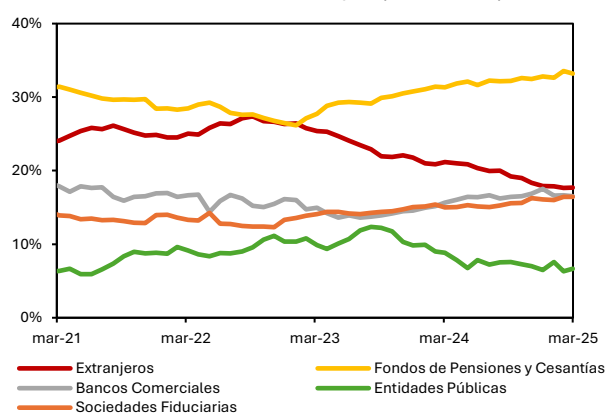
Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 25 de marzo, los inversionistas extranjeros revirtieron parcialmente las compras que realizaron en febrero, vendiendo TES denominados en pesos por COP 274 miles de millones (mm), principalmente en referencias del tramo medio de la curva (COP 628 mm)<sup>11</sup>. Por el contrario, en TES denominados en UVR, compraron en neto COP 136 mm en el mercado de contado, principalmente en el tramo largo (COP 117 mm). De esta manera, en lo corrido del 2025 acumulan compras netas por COP 4,5 billones (b) en el mercado de contado de TES (Gráfico 24), manteniéndose como el segundo mayor grupo de tenedores de estos títulos (17,7% del total de TES en circulación, Gráfico 25).

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



Fuente: BanRep.  
Nota: Se incorpora los últimos 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 Ministerio de Hacienda (entidades públicas) en abril de 2023, así como la posterior transferencia del 25% de ese portafolio del Ministerio de Hacienda a Fidupervisora en diciembre de 2023. Para poder aproximar cuál sería la participación del portafolio dentro del total del mercado de TES excluyendo el efecto que se generó por la transferencia, se realiza un ejercicio en el que se asume que la misma no ocurre y estos saldos se mantienen en los fondos de pensiones locales y en las sociedades fiduciarias.

Los fondos mutuos y autoridades monetarias lideraron las ventas de los inversionistas extranjeros en TES, mientras que los fondos soberanos y fondos de pensiones internacionales revirtieron parcialmente esta tendencia (Gráfico 26)<sup>12</sup>. Desde la última reunión de la JDBR, los fondos mutuos y autoridades monetarias realizaron ventas netas por COP 297 mm y COP 180 mm,

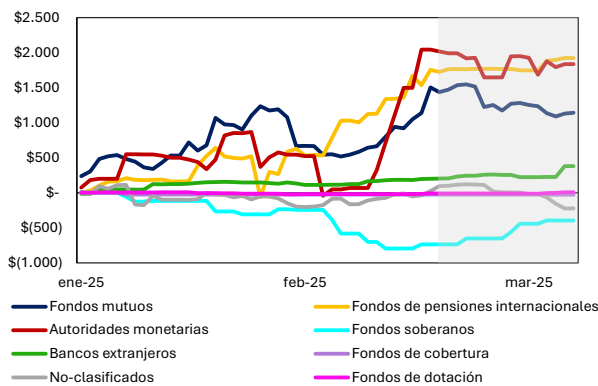
<sup>11</sup> En TES denominados en pesos del tramo largo y corto compraron en neto COP 604 mm y COP 250 mm, respectivamente.

<sup>12</sup> A marzo 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, 24% para los fondos de pensiones internacionales, 16% para las autoridades monetarias, 6% para los fondos soberanos, 3% para los bancos extranjeros, 2% para las compañías de seguros internacionales, y 8% para los demás tipos de agentes.

respectivamente, mientras que los fondos soberanos y fondos de pensiones internacionales compraron en neto COP 339 mm y COP 198 mm, en su orden.

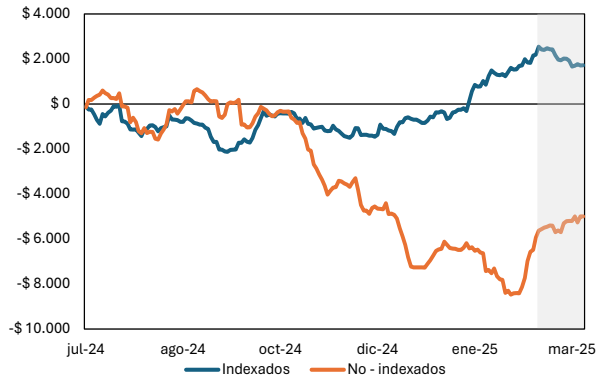
**Desde la última reunión de la JDBR, los inversionistas extranjeros clasificados como indexados<sup>13</sup> al índice *GBI-EM Global Diversified*<sup>14</sup> lideraron las ventas, mientras que los no-indexados compensaron parcialmente esta tendencia (Gráfico 27).** Los agentes indexados realizaron ventas netas por COP 585 mm, mientras que los no-indexados compraron en neto COP 447 mm desde la última reunión de la JDBR. Las compras de los agentes no-indexados podrían estar relacionadas con los altos rendimientos de los TES, los cuales han alcanzado máximos no observados en más de un año. No obstante, persisten algunos factores de incertidumbre local e internacional, entre los que se destacan las preocupaciones en el frente fiscal y la incertidumbre con respecto a las políticas comerciales de EE. UU, que podrían presionar a la baja la demanda por títulos de estos inversionistas. Además, el 31 de marzo de 2025<sup>15</sup> culminará el proceso de disminución de la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM por el aumento de la ponderación de India<sup>16</sup>, lo cual podría generar alguna presión adicional a la baja en los flujos de los inversionistas indexados, ya que deberán rebalancear sus portafolios para ajustarse a la nueva composición del índice.

**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.

<sup>13</sup> La clasificación se basa en un documento de investigación en desarrollo, elaborado por Oscar Botero, Andrés Murcia y Mauricio Villamizar, en el cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

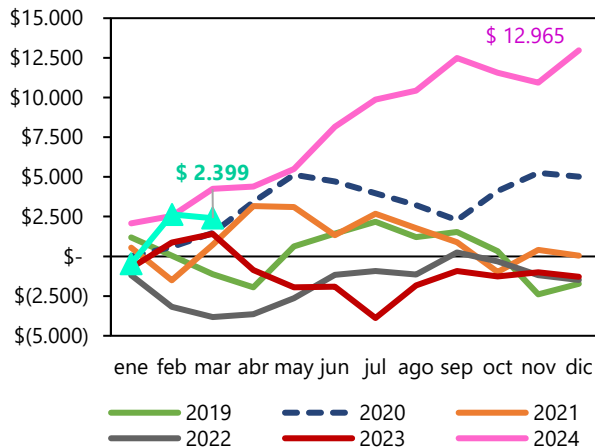
<sup>14</sup> Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes. Este índice basa sus cotizaciones en el valor de mercado de los títulos incluidos en la canasta, por lo tanto, las ponderaciones de los emisores incluidos no son constantes a través del tiempo

<sup>15</sup> El 31 de marzo, la ponderación de India en el índice alcanzará el 10%, con lo cual culminaría el proceso de inclusión de este emisor.

<sup>16</sup> Según JP Morgan, la inclusión de India en el índice GBI-EM se realizará con incrementos uniformes de 1% cada mes, desde junio de 2024 hasta llegar a un techo de 10% en marzo de 2025.

Por otro lado, los inversionistas extranjeros revirtieron parcialmente la tendencia compradora en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) de TES<sup>17</sup> que venían presentado desde mediados de 2023, disminuyendo su posición compradora en COP 328 mm desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 28), hasta alcanzar COP 18,9 b el 25 de marzo de 2025. De acuerdo con la información reportada por las contrapartes locales al BanRep, estas ventas se concentraron en contratos sobre TES denominados en pesos, en referencias del tramo medio de la curva (COP -536 mm)<sup>18</sup>. Por contraparte local, las corporaciones financieras fueron el tipo de entidad con la que presentaron la mayor disminución en su posición compradora durante el periodo (COP -363 mm), seguidos de los bancos comerciales (COP -86 mm), mientras que con las sociedades comisionistas de bolsa la aumentaron en COP 121 mm.

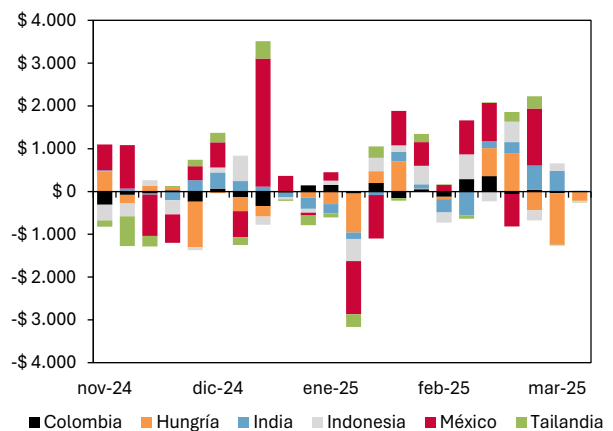
**Gráfico 28.** Posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año (COP mm)



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.

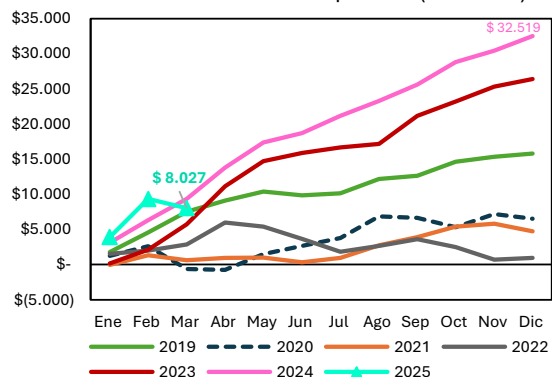
A nivel global, se han evidenciado flujos de compra de inversionistas extranjeros en títulos de deuda<sup>19</sup> de otros países emergentes durante marzo, continuando con el apetito observado en febrero (Gráfico 29). Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF), desde la última reunión de la JDBR países como India, México y Tailandia han presentado flujos por USD 1.325 m, USD 575 m y USD 495 m, respectivamente. Por su parte, Colombia registró salidas por USD 59 m en el mismo periodo.

<sup>17</sup> Un *Non Delivery Forward* (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.

<sup>18</sup> En instrumentos sobre referencias del tramo corto y largo de la curva aumentaron su posición compradora en COP 73 mm y COP 134 mm, respectivamente.

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

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

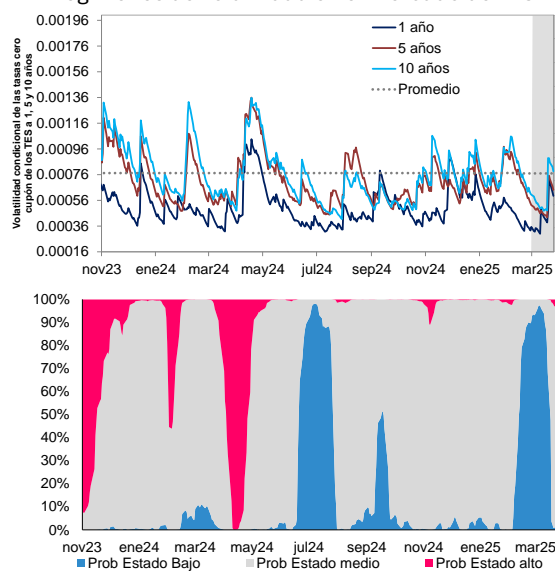


Fuente: BanRep.

tramo medio de la curva (COP 1,1 b)<sup>20</sup>. De esa manera, se mantienen como los principales tenedores de TES (33,4% del total de TES en circulación).

**Durante el periodo analizado, las entidades públicas continuaron realizando operaciones de manejo de deuda en el mercado de contado de TES por magnitudes importantes, siendo los principales vendedores en el tramo largo (COP 2,4 b) y realizando compras en títulos de corto plazo (COP 1,3 b) de TES denominados en pesos. Por su parte, los bancos comerciales fueron los principales compradores de TES en pesos y UVR (COP 1,0 b).** Desde la última reunión de la JDBR, las entidades públicas presentaron flujos netos por COP 1,3 b, COP -354 mm y COP -2,4 b en los tramos corto, medio y largo de la curva de TES denominados en pesos, respectivamente. En la curva de TES denominados en UVR, presentaron flujos netos por COP 322 mm, COP -77 mm y COP -384mm, en los tramos corto, medio y largo, en su orden.

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



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

**Los FPC revirtieron parcialmente su tendencia compradora de TES desde la última reunión de la JDBR, aunque continuaron siendo los principales demandantes de referencias del tramo largo de la curva (Gráfico 30).** Durante el periodo, los FPC vendieron en neto TES en pesos por COP 1,1 b, principalmente en referencias del tramo corto y medio de la curva, sobre la cuales vendieron COP 2,5 b y COP 1,5 b, respectivamente, mientras que en el tramo largo fueron los principales demandantes de títulos (COP 2,9 b). Por su parte, en TES denominados en UVR realizaron ventas netas por COP 197 mm, principalmente en referencias del

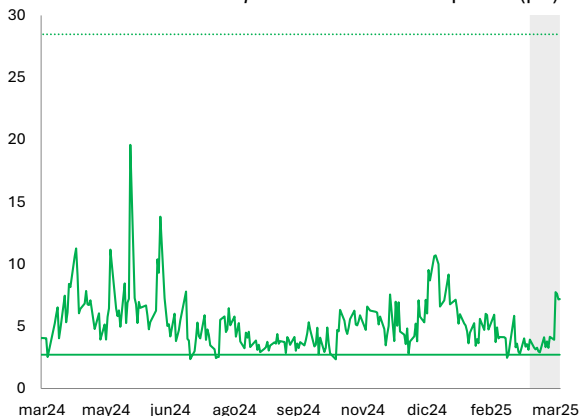
**Durante el período analizado, la volatilidad del mercado de TES en pesos mostró un incremento en todos los plazos y se ubicó con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 31), al tiempo que la liquidez presentó un deterioro frente a lo observado en febrero.** Respecto a los indicadores de liquidez, el *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio de los TES en pesos y UVR se ubicó por encima del observado en febrero, mientras que la profundidad promedio de estos títulos se ubicó por debajo de lo observado el mes anterior para los TES en pesos<sup>21</sup> (Anexo 2 – Gráficos 32 al 35).

<sup>20</sup> En títulos de los tramos largo y corto denominados en UVR, presentaron flujos netos por COP 1,2 b y COP -349 mm, respectivamente.

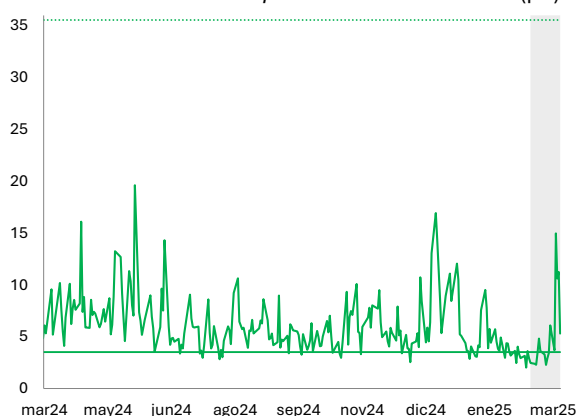
<sup>21</sup> Al 25 de marzo, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 4,5 pb para los TES en pesos y 5,4 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 3,8 pb y 3,6 pb observados durante febrero, y los niveles promedio de 2,7 pb y 3,5 pb registrados durante



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

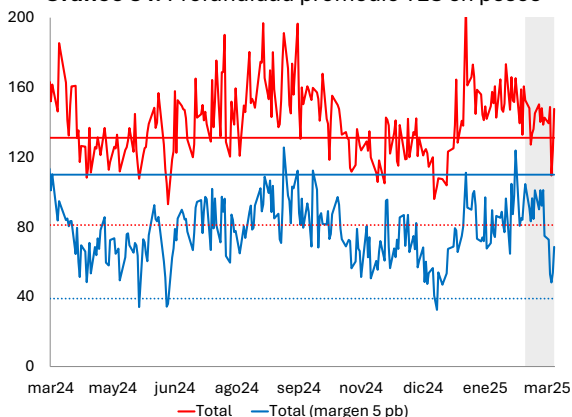


**Gráfico 33.** Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)

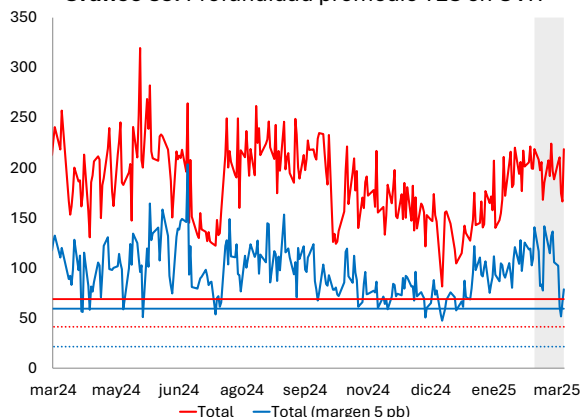


**Fuente y Cálculos:** BanRep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del Gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

**Gráfico 34.** Profundidad promedio TES en pesos



**Gráfico 35.** Profundidad promedio TES en UVR

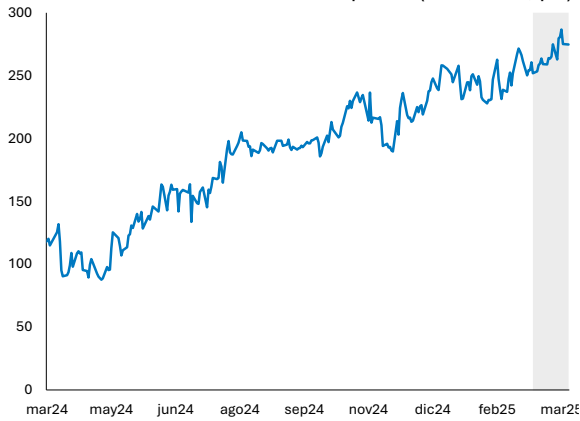


**Fuente y Cálculos:** BanRep. Las cifras están en miles de millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. 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 empinó, mientras que la de los TES en UVR se aplanó.** Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años aumentó 23 pb, alcanzando un nivel de 275 pb en la curva de TES pesos, y se redujo 20 pb, hasta un nivel de 90 pb, para la curva de TES UVR (Gráficos 36 y 37).

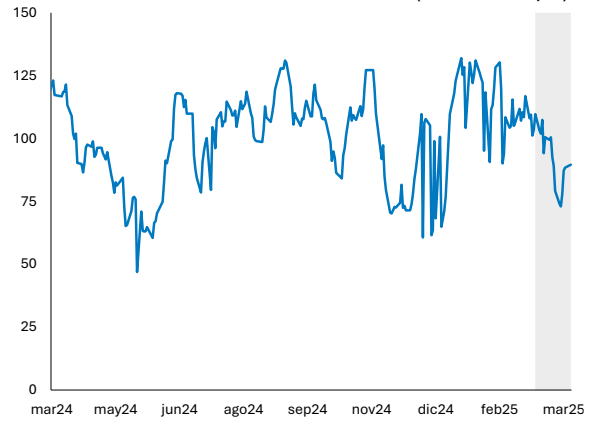
los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 153,5 mm a COP 138,6 mm, mientras que la profundidad promedio de los TES denominados en UVR se mantuvo relativamente estable al pasar de COP 194,9 mm a COP 196,6 mm. Durante 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).

**Gráfico 36.** Pendiente curva TES pesos (10-2 años, pb)



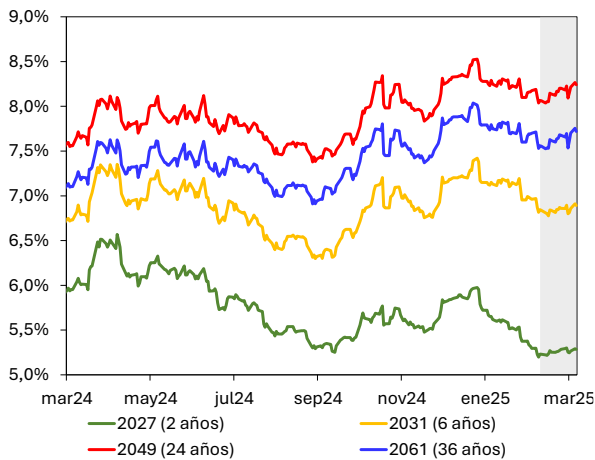
Fuentes: SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep.

**Gráfico 37.** Pendiente curva TES UVR (10-2 años, pb)



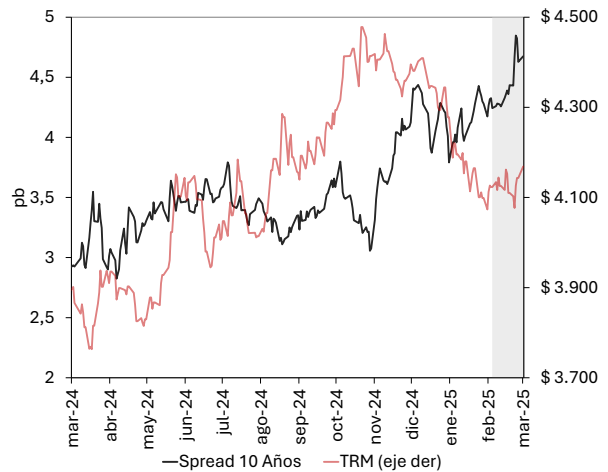
**Los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares se desvalorizaron, y la diferencia de sus tasas con las de los títulos locales aumentó.** Desde la última reunión de la JDBR, las tasas de los títulos con vencimientos a 2, 6, 24 y 36 años presentaron variaciones de 5 pb, 5 pb, 18 pb y 17 pb, respectivamente (Gráfico 38). En ese período, el margen entre la deuda pública local y externa a 10 años (denominada en pesos y dólares, respectivamente) aumentó 43 pb, debido a que los títulos locales presentaron mayores desvalorizaciones que los de deuda externa (Gráfico 39).

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



Fuente: Bloomberg.

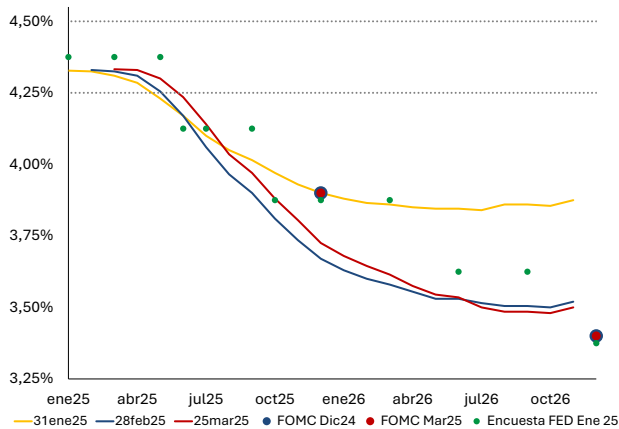
**Gráfico 39.** Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



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. Las líneas punteadas representan el rango actual de la tasa de los Fondos Federales.

El 19 de marzo 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 de futuros. Por su parte, el mercado descuenta que el FOMC recorte la tasa entre 50 pb y 75 pb durante 2025, con leves cambios con respecto a lo esperado en febrero. Sin embargo, estos recortes serían de mayor magnitud que los previstos en enero (25 pb – 50 pb). A finales de febrero, se dieron expectativas de una política monetaria más acomodativa en EE.UU. ante las expectativas de un menor crecimiento en EE. UU. dada la continua incertidumbre

generada por las políticas arancelarias de la administración Trump y la posibilidad de una guerra comercial global (ver Sección 1.4.). No obstante, durante marzo, las expectativas del mercado no han cambiado significativamente, esperando recortes entre 50 pb y 75 pb. Estas proyecciones del mercado se encuentran por debajo de las proyecciones del FOMC publicadas en marzo para el cierre de 2025, y por encima de las del cierre de 2026 (Gráfico 40).

En esta misma línea, el CME<sup>22</sup> muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2025 es aquel consistente con un recorte de 75 pb (ene: 50 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2025 se ubicó en el rango entre 3,50% y 3,75% (probabilidad del 31%) durante marzo, seguido del rango entre 3,75% y 4,00% (probabilidad del 30%) (Cuadro 3).

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

	2,75%-3,00%	3,00%-3,25%	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00%	4,00%-4,25%	4,25%-4,50% (Rango actual)	4,50%-4,75%
31ene25	0%	1%	6%	18%	32%	31%	12%	0%
28feb25	1%	6%	20%	32%	28%	12%	2%	0%
25mar25	0%	4%	17%	31%	30%	14%	3%	0%

**Fuente:** CME.

En su reunión del 19 de marzo, el FOMC también actualizó sus proyecciones económicas. Frente a sus estimaciones de diciembre, se observó una reducción en las perspectivas de crecimiento, junto con un incremento en sus proyecciones de inflación y desempleo, así como estabilidad de la tasa de los Fondos Federales (Cuadro 4).

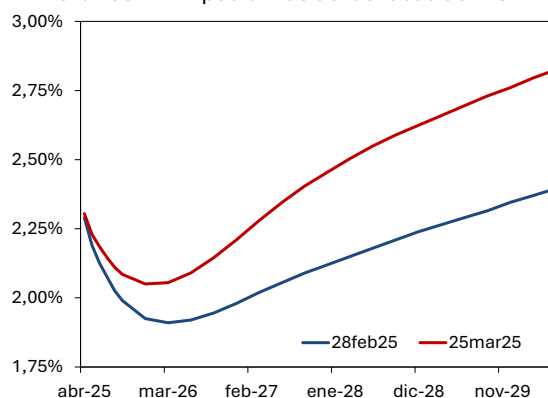
<sup>22</sup> Chicago Mercantile Exchange.

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

		Tasa de crecimiento económico	Tasa de desempleo	Inflación PCE	Inflación PCE núcleo	Tasa de los Fondos Federales
2025	dic-24	2,1%	4,3%	2,5%	2,5%	3,9%
	mar-25	1,7% ▼	4,4% ▲	2,7% ▲	2,8% ▲	3,9% ▬
2026	dic-24	2,0%	4,3%	2,1%	2,2%	3,4%
	mar-25	1,8% ▼	4,3% ▬	2,2% ▲	2,2% ▬	3,4% ▬
2027	dic-24	1,9%	4,3%	2,0%	2,0%	3,1%
	mar-25	1,8% ▼	4,3% ▬	2,0% ▬	2,0% ▬	3,1% ▬
Largo Plazo	dic-24	1,8%	4,2%	2,0%	-	3,0%
	mar-25	1,8% ▬	4,2% ▬	2,0% ▬	-	3,0% ▬

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

**Gráfico 41. Expectativas de las tasas del BCE**



**Fuente:** Bloomberg.

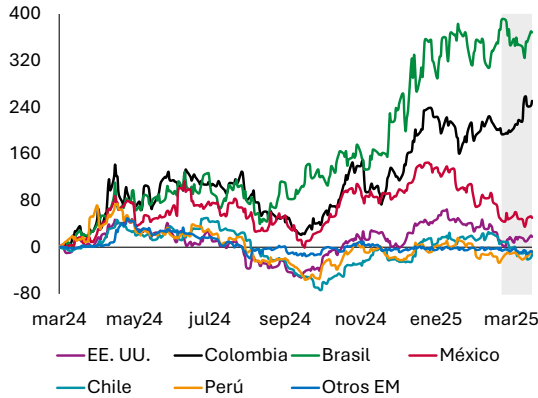
**En Europa, frente a lo observado a finales de febrero, el mercado anticipa recortes por igual magnitud para 2025, pero espera una senda de política menos acomodativa para el mediano plazo, en línea con las expectativas de mayor gasto en defensa en esta región.** Así, los futuros de la tasa Euribor anticipan un recorte adicional de 25 pb en la próxima reunión del ECB (ant: 25 pb), y recortes acumulados por 50 pb durante 2025 (ant: 50 pb) (Gráfico 41, Anexo 5).

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

**La curva de Tesoros de EE. UU. se empinó ante mayores desvalorizaciones del tramo largo frente a los demás tramos.** Estas desvalorizaciones estuvieron en línea con el aumento de la prima a término como consecuencia de la mayor incertidumbre en los frentes inflacionario, comercial, fiscal y de actividad económica en Estados Unidos. Por su parte, los títulos de corto plazo presentaron leves variaciones ya que el mercado descontaba a final del periodo de análisis recortes de la TPM por parte del FOMC de magnitud similar a los proyectados a comienzos del periodo.

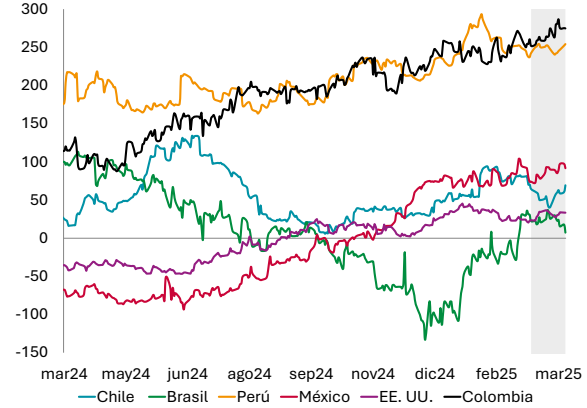
**Por el contrario, la mayoría de los títulos de deuda pública de la región se valorizó.** Estas valorizaciones se explican por la continuación del apetito por riesgo hacia economías emergentes a nivel internacional y la corrección a la baja de las expectativas de política monetaria en varias de estas economías ante la publicación de cifras de inflación y actividad económica que se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado. En este contexto, las pendientes 10 años-2 años aumentaron 20 pb (hasta un nivel de 92 pb) en México, 12 pb (hasta un nivel de 69 pb) en Chile, 11 pb (hasta un nivel de 33 pb) en EE. UU. y 7 pb (hasta un nivel de 254 pb) en Perú, mientras que en Brasil se redujo 10 pb (hasta un nivel de 7 pb, Gráficos 42 a 44, Anexo 4).

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



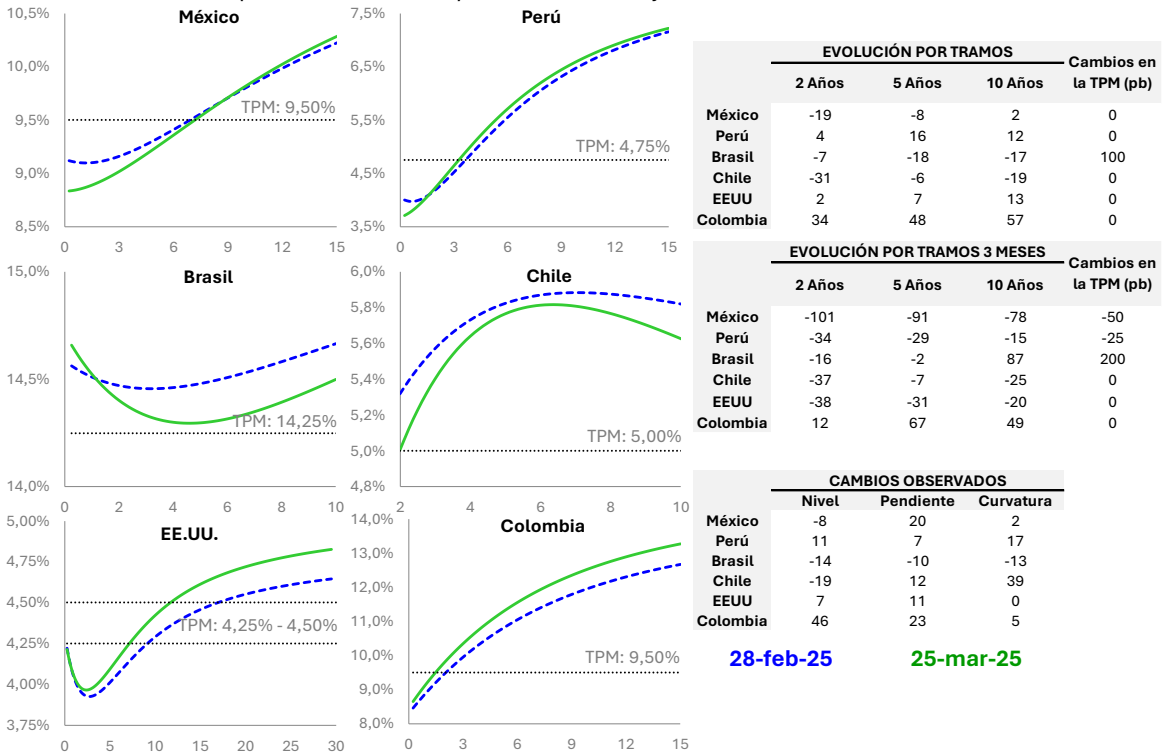
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep. Cambios (pb) desde el 1 de marzo de 2024.

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

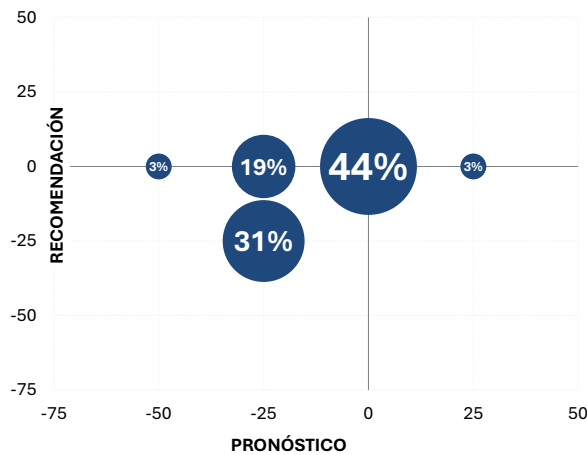
### 2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes están divididos entre un recorte de 25 pb o que no haya cambios de la TPM en marzo. Las encuestas más recientes indican que el escenario más probable sea que la TPM se mantenga estable. Primero, según la EME<sup>23</sup>, la

<sup>23</sup> Datos recolectados entre el 10 y el 12 de marzo.

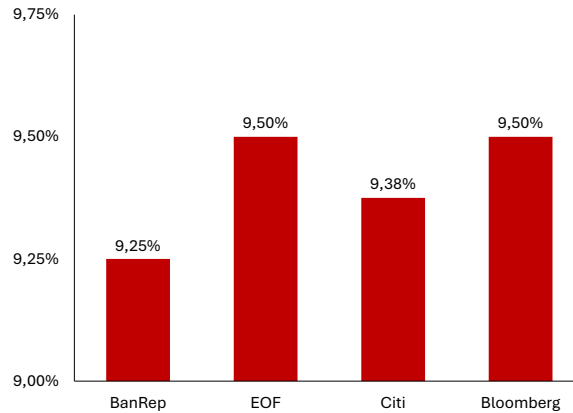
mediana señala una reducción de 25 pb hasta 9,25% en marzo (desviación estándar de 18 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera<sup>24</sup> (EOF), 14 de los 27 agentes encuestados esperan que la TPM se mantenga en 9,50%, 12 estiman un recorte de 25 pb, mientras que el agente restante proyecta una reducción de 50 pb. Por su parte, de las once entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg<sup>25</sup>, ocho esperan que la TPM se mantenga en 9,50%, mientras que las tres entidades restantes proyectan una reducción de 25 pb. Por último, de acuerdo con las encuestas de analistas financieros de ANIF<sup>26</sup> y Citi<sup>27</sup>, de las 32 entidades encuestadas, el 44% espera y recomienda que la TPM se mantenga inalterada en marzo, un 31% espera y recomienda que disminuya 25 pb, un 19% espera que disminuya 25 pb pero recomienda que permanezca inalterada, un 3% espera que disminuya 50 pb pero recomienda que permanezca inalterada, y el 3% restante espera que aumente 25 pb pero recomienda que permanezca inalterada. La desviación estándar de las expectativas aumentó de 9 pb a 16 pb entre febrero y marzo (Gráficos 45 y 46, y Anexo 1).

**Gráfico 45.** Expectativa de cambio (pb) TPM para la reunión de marzo 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 10 y el 12 de marzo. La EOF se publicó el 19 de marzo con datos recolectados entre el 10 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 26 de marzo. La información de Bloomberg se tomó hasta el 27 de marzo.

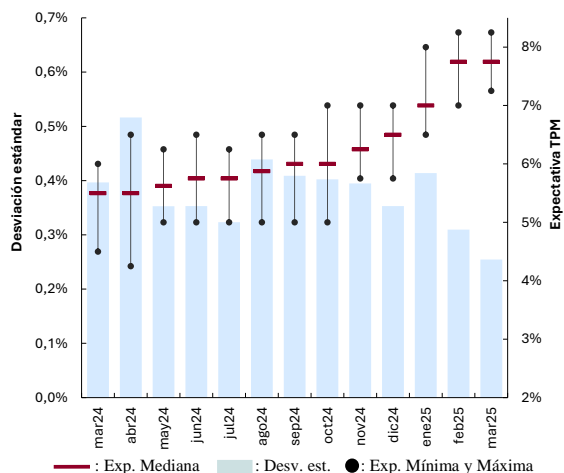
<sup>24</sup> Publicada el 19 de marzo con información recolectada entre el 10 y el 14 del mismo mes.

<sup>25</sup> Datos recolectados hasta el 27 de marzo.

<sup>26</sup> Publicada el 18 de marzo.

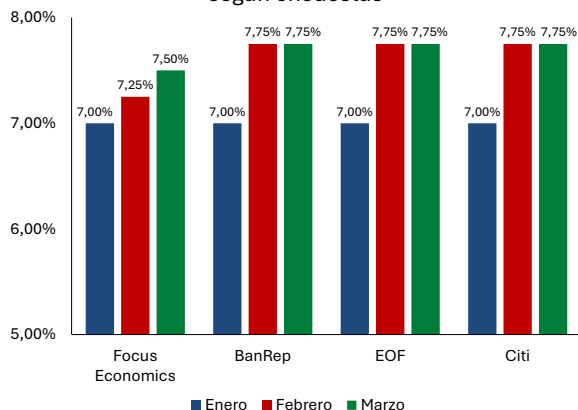
<sup>27</sup> Publicada el 26 de marzo.

**Gráfico 47. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas**



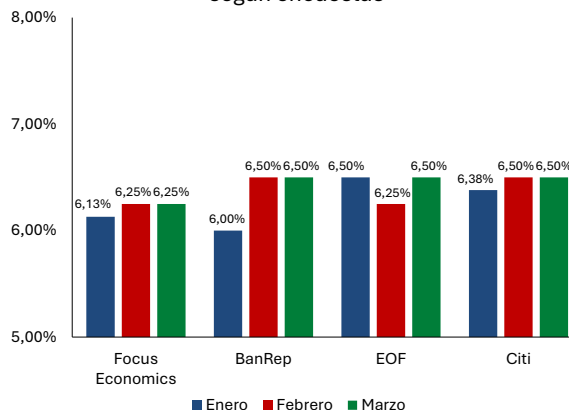
Fuente: Citi.

**Gráfico 48. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas**



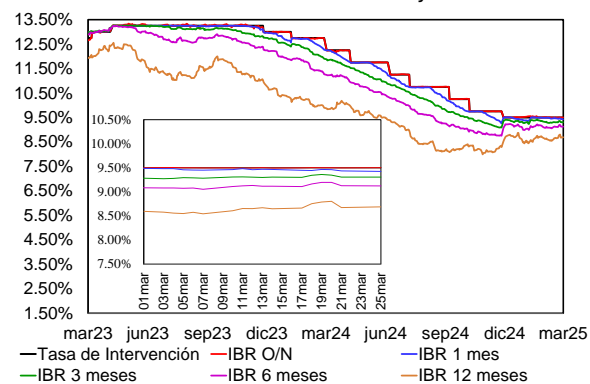
Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 18 de marzo, con encuestas recolectadas hasta el 16 del mismo mes. La encuesta del BanRep se realizó entre el 10 y el 12 de marzo. La EOF se publicó el 19 de marzo con datos recolectados entre el 10 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 26 de marzo.

**Gráfico 49. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas**



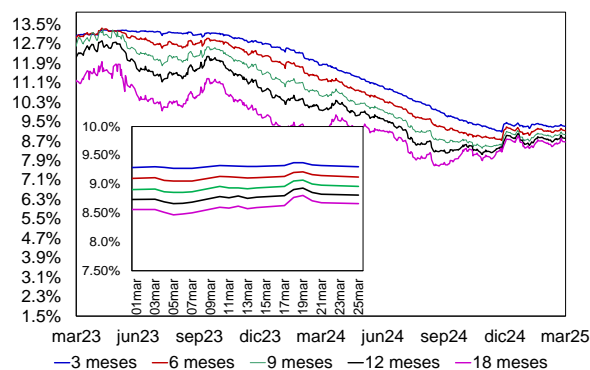
**Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS entre 3 y 18 meses subieron ante expectativas de menores recortes de la TPM.** Hasta el 25 de marzo, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, aumentaron 4 pb, 18 pb, 40 pb, 9 pb, 8 pb y 10 pb, respectivamente (Gráficos 50 y 51).

**Gráfico 50. Tasa de intervención y tasas IBR**



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

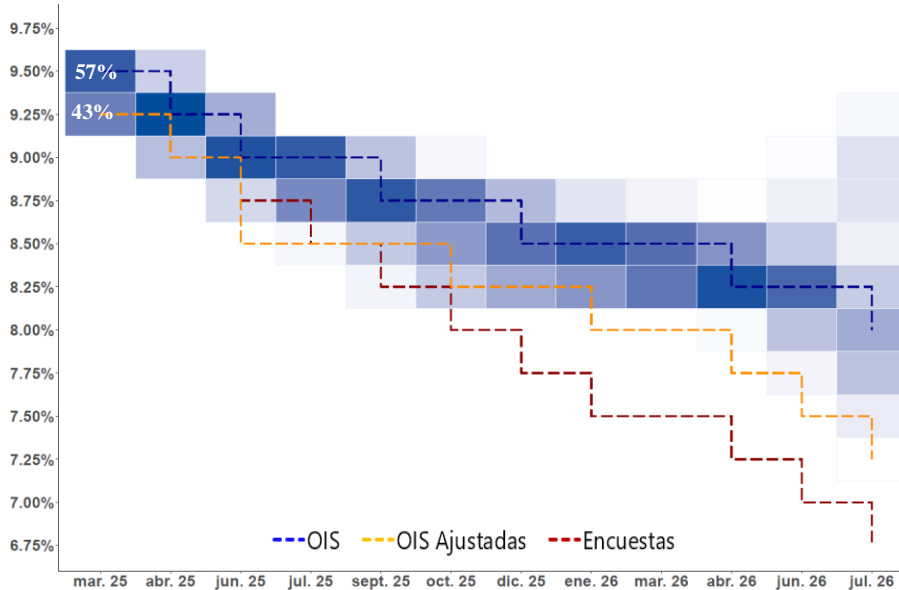
**Gráfico 51. Tasas OIS**



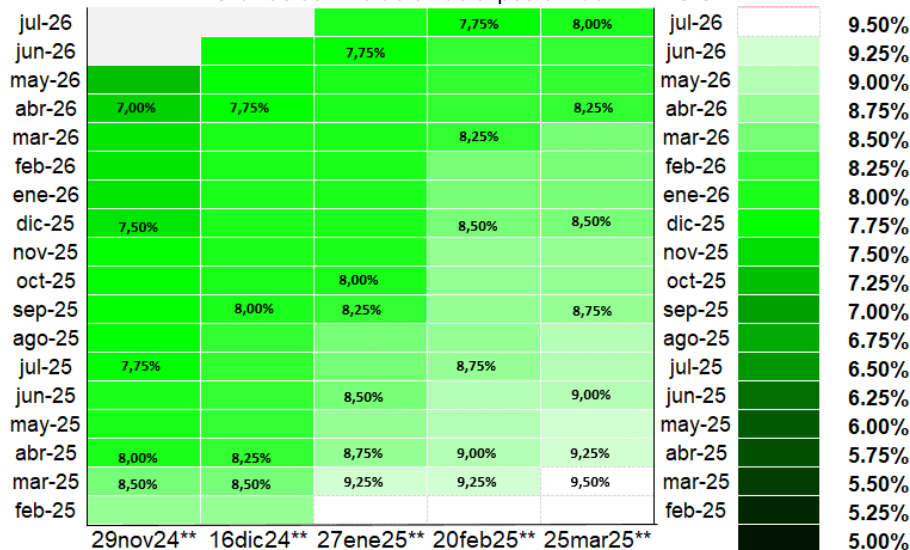
Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

El mercado OIS refleja un panorama dividido para la reunión de marzo. Según los datos del 25 de marzo, este mercado asigna una probabilidad del 57% a que la TPM permanezca sin cambios y un 43% a un recorte de 25 pb. Además, las expectativas proyectan menores reducciones de la TPM para el año 2026. Este ajuste en las proyecciones está relacionado con los elevados niveles de las expectativas de inflación, el resultado del IPC local de febrero (obs: 5,28%, esp: 5,16%) y la persistente incertidumbre en el ámbito fiscal. Con información al 25 de marzo, el mercado descuenta que la TPM se ubicaría en 8,50% al cierre del 2025 (ant: 8,50%) y en julio de 2026 se ubicaría 8,50% (ant: 8,00%; Gráficos 52 y 53). En este contexto, varios analistas del mercado destacan la importancia de adoptar una postura cautelosa respecto a las decisiones futuras sobre la TPM. Lo anterior se fundamenta en las inquietudes relacionadas con las perspectivas fiscales a mediano plazo, la dinámica de la política monetaria en los Estados Unidos y las posibles presiones al alza sobre la tasa de cambio.

**Gráfico 52.** Tasa de política monetaria implícita – OIS (tasas del 25 de marzo de 2025)



**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. Los resultados del modelo OIS para las fechas marcadas con \*\* permiten aumentos o reducciones de hasta 200 pb de la TPM. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo se estima el modelo con tasas hasta 18 meses, para valores superiores a estas maduraciones las tasas OIS presentan cupón.

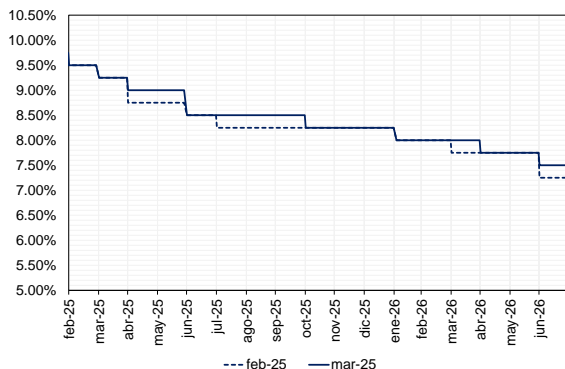


Las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS también reflejan un panorama dividido, asignando una probabilidad del 55% a un recorte de 25 puntos base en la TPM y del 45% a su estabilidad. Además, estas expectativas apuntan a menores recortes para julio de 2026 (esp: 7,25% ant: 7,00%). El Gráfico 54 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de febrero y marzo. Según esta medida, la expectativa para diciembre de 2025 se ubica en 8,25% (ant: 8,25%).

Se mantuvo la brecha positiva entre las expectativas de TPM, a diciembre de 2025 y julio de 2026, provenientes del mercado OIS y de encuestas. A diciembre de 2025, las encuestas muestran una expectativa de 7,75% (ant: 7,75%), mientras que la expectativa que se extrae del mercado OIS y OIS ajustado por primas se ubicaron en 8,50% (ant: 8,50%) y 8,25% (ant: 8,25%), respectivamente. A julio de 2026, la EME indica una expectativa de 6,75% (ant: 6,50%), mientras que las del mercado OIS y OIS ajustado por primas se ubicaron en 8,00% (ant: 7,75%) y 7,25% (ant: 7,00%), respectivamente.

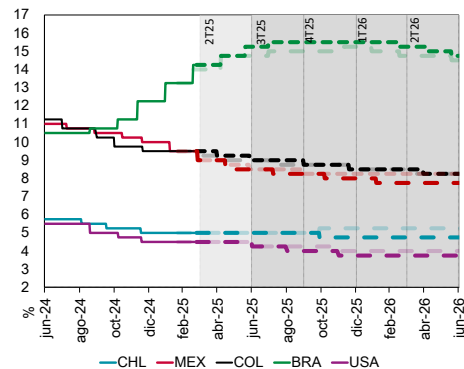
En varios países de la región, los cambios de las expectativas de TPM para 2025 presentaron dinámicas diferenciadas (Gráfico 55). En Brasil, las expectativas de TPM han presentado alta volatilidad, y frente al mes anterior presentaron una leve subida explicada por la incertidumbre de la inflación<sup>28</sup>; de esta manera, se espera que la TPM en 2025 se ubique en 15,50% (ant: 15,25%). En México, se esperan mayores recortes de la TPM en 2025 (obs: 8,00%, ant: 8,25%) en línea con las expectativas de TPM de EE.UU. Las expectativas de TPM en Chile sugieren mayores recortes de la TPM, en línea con el menor dato de inflación registrado en febrero, inferior al dato del mes anterior (obs: 4,70%, ant: 4,90%).

**Gráfico 54.** Expectativas de mercado sin la prima a término



**Fuente:** Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 20 de febrero y 25 de marzo de 2025.

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

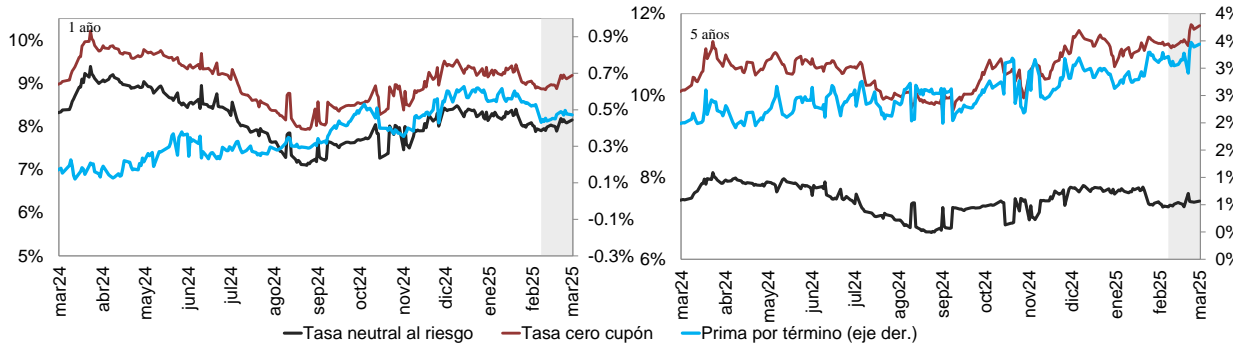


**Fuente:** Bloomberg, Citi. **Cálculos** BanRep. **Nota:** Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 25 de marzo, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 20 de febrero.

En Colombia, durante el periodo la prima a término promedio a 5 años continuó aumentando, en línea con las preocupaciones de los agentes por los desafíos en el frente fiscal. Por su parte, las tasas neutras al riesgo a 1 y 5 años presentaron aumentos, señalando expectativas de menores recortes futuros de la TPM. 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 neutras al riesgo subieron 27 pb y 12 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 8,15% y 6,92%, en su orden. Por su parte, las primas a término variaron -3 pb y +26 pb a 1 y 5 años, situándose en 0,47% y 3,44%, respectivamente (Gráfico A4.4).

<sup>28</sup> Según la encuesta del Banco Central, la expectativa de inflación a un año se ubicó cerca de 5,50%, por encima de la meta del Banco Central (3%) y fuera del rango +-1.5%.

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

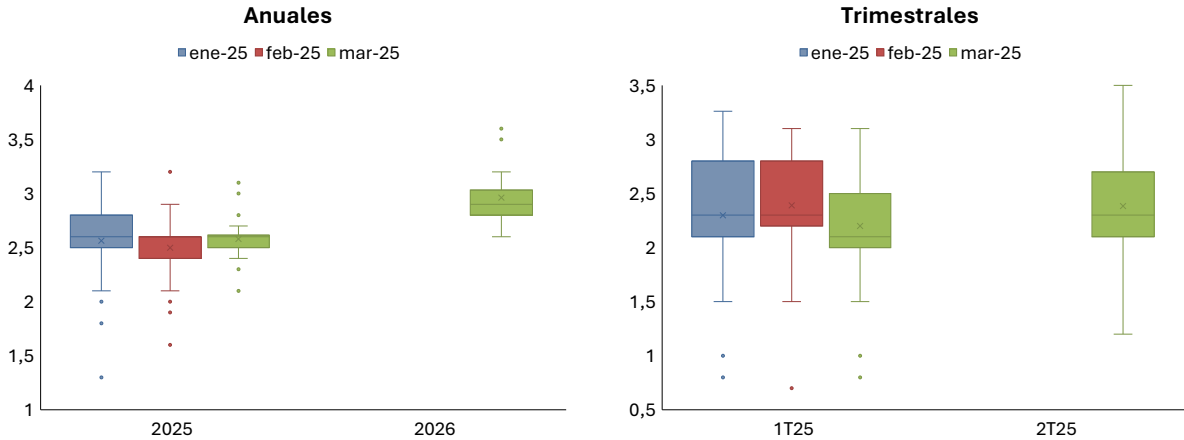


Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

## 2.2. Expectativas de crecimiento económico

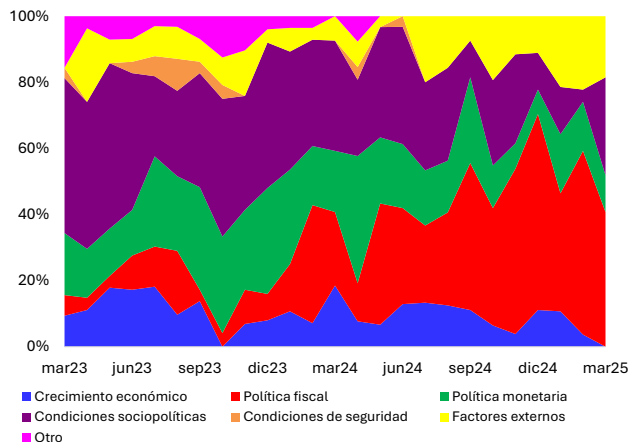
Las expectativas de crecimiento se mantuvieron relativamente estables y señalan la continuación del proceso de recuperación económica. De acuerdo con la EOF, los analistas mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2025 en 2,6%, pero la redujeron para el 1T25 de 2,3% a 2,1%. Para 2026 los mismos analistas esperan que la economía colombiana crezca 2,9% (Gráfico 57). Por su parte, los agentes encuestados por Citi mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2025 en 2,6%, pero la mejoraron para 2026 de 2,9% a 3,0%.

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



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

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

En cuanto a la toma de decisiones de inversión, la política fiscal se mantuvo como el factor más relevante, mientras que las condiciones sociopolíticas aumentaron. 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 41% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 56%), el 30% las condiciones sociopolíticas (ant: 4%), el 19% los factores externos (ant: 22%), mientras que el 11% restante señaló la política monetaria (ant: 15%; Gráfico 58). Por otra parte, el Anexo 9 presenta las expectativas macroeconómicas del mercado para otros países.

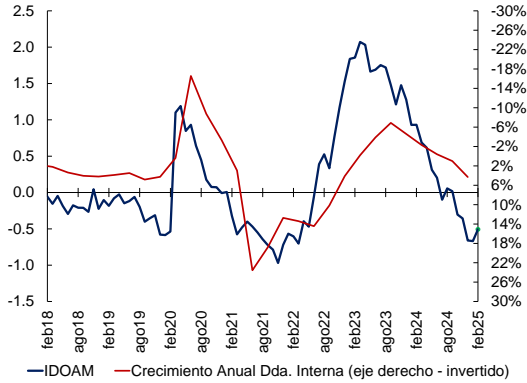
### 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con los datos definitivos de febrero de 2025, el Indicador de Condiciones Financieras (IDOAM<sup>29</sup>) aumentó frente a enero, lo que sugiere condiciones financieras ligeramente más restrictivas. Este aumento interrumpe la tendencia decreciente que se venía observando desde 2023 y se atribuye principalmente al repunte en las expectativas de inflación reflejado en las encuestas. El aumento de este indicador se explica por las mayores expectativas de inflación, la mayor volatilidad del mercado accionario, y el mayor *spread* de las tasas de la cartera de consumo frente a las tasas de los TES (Gráfico 59).

Los indicadores de confianza del consumidor y empresarial presentaron un comportamiento mixto en febrero. Por un lado, el indicador de confianza del consumidor, estimado por Fedesarrollo, disminuyó (obs: -12,0%; ant: -1,1%) como consecuencia de un deterioro de las expectativas a doce meses y de la percepción de las condiciones económicas (Gráfico 60). Asimismo, la serie desestacionalizada disminuyó al pasar de -1,3% a -7,7% (Gráfico 61), mientras que el indicador de confianza del consumidor estimado por Davivienda continuó aumentando (obs: 1,5%; ant: -0,1%). Por otro lado, el indicador de confianza industrial (obs: 0,2%; ant: 2,0%) se redujo, mientras que el comercial (obs: 24,5%; ant: 21,6%) aumentó. El desempeño del primero estuvo explicado por un deterioro de las expectativas de producción para el próximo trimestre, y en menor medida por un mayor nivel de existencias y un menor volumen actual de pedidos. Por su parte, la mejora de la confianza comercial se explicó por una mejora de la percepción de la situación económica y de las expectativas de producción para el próximo semestre, y en menor medida por un nivel más bajo de existencias.

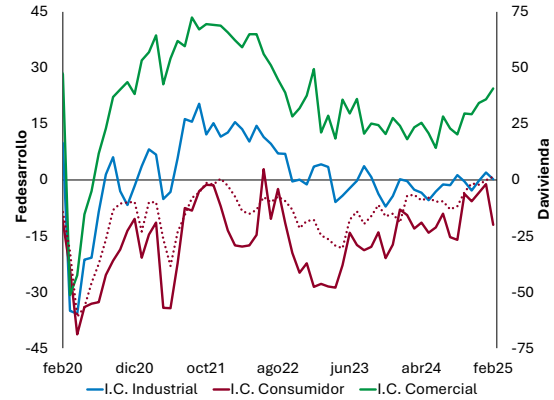
<sup>29</sup> Este indicador busca aproximarse a las condiciones financieras del mercado colombiano. Se construye usando la siguiente información: *i*) los spreads de las tasas de los TES frente a las tasas de las carteras de Tesorería, Preferencial y de Consumo; *ii*) las desviaciones de las expectativas de inflación frente a la meta y la incertidumbre de estas expectativas; *iii*) las expectativas de crecimiento económico; *iv*) los indicadores de confianza comercial, industrial y del consumidor de Fedesarrollo; *v*) los EMBI; y *vi*) las volatilidades condicionales de los mercados accionarios y de TES. Cada indicador se estandariza y luego se promedian de manera que un mayor valor del índice refleje una mayor carga financiera. Este indicador ha mostrado una alta correlación negativamente con el crecimiento anual de la demanda interna en Colombia.

**Gráfico 59. Índice de Condiciones Financieras (IDOAM)**



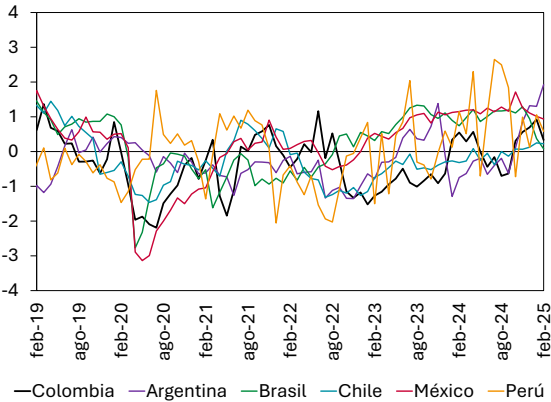
**Fuentes:** BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Nota:** La volatilidad se calcula con un modelo GARCH(1,1).

**Gráfico 60. Índices de confianza en Colombia**



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

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



**Fuentes:** INEGI<sup>30</sup>, FGV<sup>31</sup>, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.

**Cálculos:** BanRep. \*Series desestacionalizadas. Información mensual.

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

**El indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia presentó la mayor disminución entre los países de la muestra en febrero.** 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). Argentina fue el único país de la muestra cuyo indicador aumentó durante febrero. Todos los indicadores se encuentran por encima de su media histórica.

**En un entorno de mayor aversión al riesgo, los índices de percepción de riesgo se mantuvieron elevados.** La volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. ( $Vix^{32}$ ), en Europa ( $Vstox^{33}$ ) y sobre Tesoros de EE. UU.

( $Move^{34}$ ), aumentó de manera importante durante la primera quincena de marzo como respuesta a la mayor incertidumbre sobre las consecuencias de las tensiones comerciales sobre la actividad económica e inflación a nivel global. Posteriormente, estas métricas corrigieron a la baja ante las expectativas de que las medidas comerciales que se espera la administración Trump dé a conocer el 2 de abril, serán menos severas que lo previsto inicialmente. Por otro lado, el  $Skew^{35}$  se redujo, en línea con la desvalorización de 3% del S&P 500 durante este periodo.

<sup>30</sup> Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

<sup>31</sup> Instituto Brasileiro de Economía.

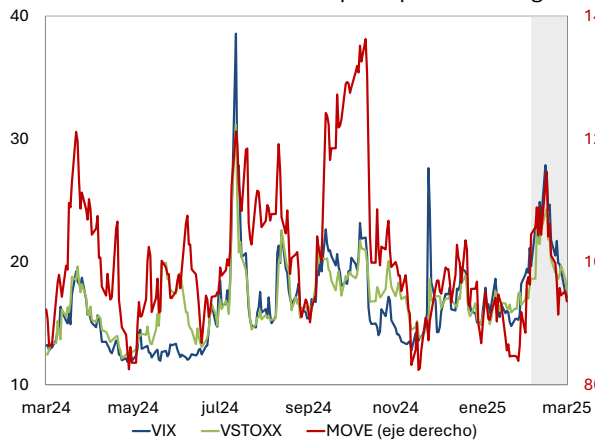
<sup>32</sup> El  $Vix$  es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

<sup>33</sup> El  $Vstox$  es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

<sup>34</sup> El  $Move$  es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

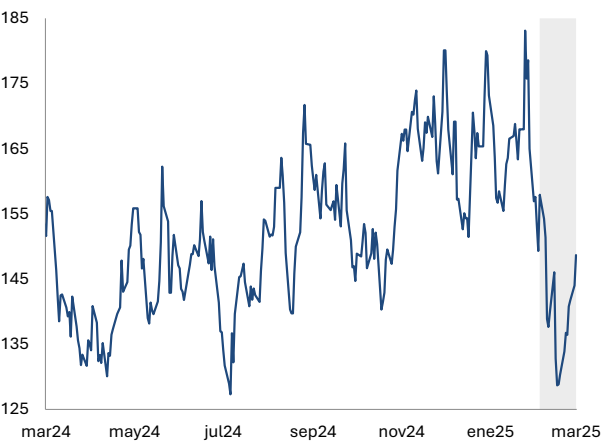
<sup>35</sup> El  $Skew$  es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del S&P 500, de forma tal que un incremento del  $Skew$  -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

**Gráfico 62. Indicadores de percepción de riesgo**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 63. Skew del S&P500**



Fuente: Bloomberg.

#### 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 marzo de 2025

**Actualizada el 27 de marzo**

<b>Empresa</b>	<b>Estimación</b>	<b>Fecha</b>
1 Asobancaria	9,50%	20mar25
2 Banco Davivienda SA	9,50%	25mar25
3 Banco de Bogota SA	9,50%	27mar25
4 Btg Pactual SA Comis de Bolsa	9,50%	21mar25
5 Casa de Bolsa SA Sociedad Comisionista de	9,50%	25mar25
6 in Touch Capital Markets Limited	9,25%	24mar25
7 Pacifico Research	9,25%	23mar25
8 Positiva Compania de Seguros	9,50%	27mar25
9 Santander US Capital Markets LLC	9,50%	24mar25
10 Scotiabank Colpatria SA	9,50%	20mar25
11 Wells Fargo Securities LLC	9,25%	24mar25

<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
9,25%	3	27%
9,50%	8	73%
<b>Tasa esperada ponderada</b>		<b>9,43%</b>

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	9,50%	9,50%
Alianza	9,50%	9,50%
AllianceBernstein	9,25%	9,25%
Anif	9,25%	9,25%
Asobancaria	9,50%	9,50%
Aval Casa de Bolsa	9,25%	9,50%
Banco Agrario	9,50%	9,50%
Banco de Bogotá	9,50%	9,50%
Banco de Occidente	9,25%	9,25%
Banco Popular	9,25%	9,50%
Bancoldex	9,50%	9,50%
BBVA	9,25%	9,25%
BTG Pactual	9,50%	9,50%
CAMACOL	9,25%	9,25%
Casa de Bolsa	9,50%	9,50%
Citi	9,25%	9,25%
Corficolombiana	9,25%	9,50%
Credicorp Capital	9,50%	9,50%
EAFIT	9,00%	9,50%
Fedesarrollo	9,50%	9,50%
Fiduoccidente	9,25%	9,25%
Grupo Bancolombia	9,25%	9,50%
Grupo Bolivar	9,50%	9,50%
Itaú	9,25%	9,50%
Lulo Bank	9,75%	9,50%
Moody's Analytics	9,25%	9,25%
Pontificia Universidad Javeriana	9,25%	9,50%
Positiva	9,50%	9,50%
Protección	9,25%	9,25%
Scotiabank Colpatría	9,50%	9,50%
Skandia	9,25%	9,25%
XP Investments	9,50%	9,50%
<b>Promedio</b>	<b>9,37%</b>	<b>9,42%</b>
Mediana	9,25%	9,50%
Desv. Estándar	0,16%	0,12%
Máximo	9,75%	9,50%
Mínimo	9,00%	9,25%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
9,00%	3%	1
9,25%	50%	16
9,50%	44%	14
9,75%	3%	1
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>32</b>

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9,25%	31%	10
9,50%	69%	22
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>32</b>

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

<b>Participantes</b>	<b>dic-25</b>	<b>dic-26</b>
Acciones y Valores	7,50%	6,00%
Alianza	8,00%	6,00%
Anif	7,25%	7,25%
Asobancaria	7,25%	6,00%
Aval Casa de Bolsa	7,75%	6,50%
Banco Agrario	8,00%	7,00%
Banco de Bogotá	7,75%	6,50%
Banco de Occidente	7,75%	6,00%
Banco Popular	8,00%	7,50%
Bancoldex	7,75%	6,50%
BBVA	7,75%	7,25%
BTG Pactual	8,00%	6,00%
Citi	7,75%	7,50%
Corficolombiana	7,75%	6,50%
Credicorp Capital	8,00%	6,50%
Fiduoccidente	7,75%	6,25%
Grupo Bancolombia	7,50%	6,50%
Grupo Bolivar	7,50%	0,00%
Itaú	8,00%	6,50%
Moody's Analytics	7,75%	6,50%
Positiva	8,25%	7,00%
Scotiabank Colpatriz	8,00%	6,50%
Skandia	7,50%	7,50%
XP Investments	8,00%	7,25%
<b>Promedio</b>	<b>7,77%</b>	<b>6,38%</b>
<b>Mediana</b>	<b>7,75%</b>	<b>6,50%</b>
<b>Desv. Estándar</b>	<b>0,25%</b>	<b>1,45%</b>
<b>Máximo</b>	<b>8,25%</b>	<b>7,50%</b>
<b>Mínimo</b>	<b>7,25%</b>	<b>0,00%</b>
<b>No. Respuestas</b>	<b>24</b>	<b>24</b>



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

<b>Participantes</b>	<b>dic-25</b>	<b>dic-26</b>
Acciones y Valores	4,69%	3,61%
Alianza	4,50%	3,80%
Anif	4,23%	3,72%
Asobancaria	4,20%	4,00%
Aval Casa de Bolsa	4,50%	3,80%
Banco Agrario	4,90%	3,50%
Banco de Bogotá	4,44%	3,45%
Banco de Occidente	4,90%	3,80%
Banco Popular	4,37%	3,78%
Bancoldex	4,82%	3,82%
BBVA	4,44%	3,74%
BTG Pactual	4,17%	3,00%
Citi	4,20%	3,20%
Corficolombiana	4,50%	3,80%
Credicorp Capital	4,60%	3,40%
Fiduoccidente	4,81%	3,60%
Grupo Bancolombia	4,40%	3,90%
Grupo Bolivar	4,32%	0,00%
Itaú	4,50%	3,30%
Moody's Analytics	4,40%	3,60%
Positiva	3,90%	3,00%
Scotiabank Colpatriz	4,94%	3,73%
Skandia	4,30%	4,00%
XP Investments	4,40%	3,50%
<b>Promedio</b>	<b>4,48%</b>	<b>3,46%</b>
<b>Mediana</b>	<b>4,44%</b>	<b>3,67%</b>
<b>Desv. Estándar</b>	<b>0,26%</b>	<b>0,79%</b>
<b>Máximo</b>	<b>4,94%</b>	<b>4,00%</b>
<b>Mínimo</b>	<b>3,90%</b>	<b>0,00%</b>
<b>No. Respuestas</b>	<b>24</b>	<b>24</b>

**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 16 de marzo**

Empresa	2025	2026
1 Acciones y Valores	7,00%	6,00%
2 Actinver	7,00%	6,00%
3 AGPV	7,50%	6,50%
4 Alianza Valores y Fiduciaria	8,00%	6,00%
5 Allianz	7,00%	-
6 ANIF	7,25%	7,25%
7 Banco Agrario de Colombia	8,00%	7,00%
8 Banco Davivienda	7,50%	-
9 Banco de Bogotá	7,75%	6,50%
10 Bancolombia	7,50%	6,50%
11 Barclays Capital	7,75%	7,00%
12 BTG Pactual	7,75%	6,00%
13 CABI	7,50%	-
14 Capital Economics	7,50%	6,25%
15 Citigroup Global Mkts	7,75%	7,50%
16 Corficolombiana	7,75%	6,00%
17 Credicorp Capital	7,00%	6,50%
18 Deutsche Bank	8,00%	7,50%
19 Econosignal	6,50%	-
20 EIU	7,75%	4,50%
21 Fedesarrollo	6,75%	5,50%
22 Fitch Solutions	6,25%	5,50%
23 Goldman Sachs	7,75%	6,75%
24 Itaú Unibanco	8,00%	6,50%
25 JPMorgan	7,75%	-
26 Oxford Economics	7,75%	6,00%
27 Pantheon Macroeconomics	7,50%	6,00%
28 Pezco Economics	7,50%	4,50%
29 Scotiabank Colpatria	8,00%	6,50%
30 Sectorial	6,75%	5,00%
31 Standard Chartered	6,25%	6,25%
32 UBS	7,50%	6,50%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4,50%	0	0,0%	2	7,4%
5,00%	0	0,0%	1	3,7%
5,50%	0	0,0%	2	7,4%
6,00%	0	0,0%	7	25,9%
6,25%	2	6,3%	2	7,4%
6,50%	1	3,1%	7	25,9%
6,75%	2	6,3%	1	3,7%
7,00%	4	12,5%	2	7,4%
7,25%	1	3,1%	1	3,7%
7,50%	8	25,0%	2	7,4%
7,75%	9	28,1%	0	0,0%
8,00%	5	15,6%	0	0,0%
<b>Media</b>	<b>7,42%</b>		<b>6,22%</b>	
<b>Mediana</b>	<b>7,50%</b>		<b>6,25%</b>	

**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 16 de marzo

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

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
3,00% - 3,25%	0	0,0%	10	28,6%
3,25% - 3,50%	0	0,0%	6	17,1%
3,50% - 3,75%	1	2,7%	10	28,6%
3,75% - 4,00%	8	21,6%	7	20,0%
4,00% - 4,25%	12	32,4%	2	5,7%
4,25% - 4,50%	8	21,6%	0	0,0%
4,50% - 4,75%	4	10,8%	0	0,0%
4,75% - 5,00%	4	10,8%	0	0,0%
<b>Media</b>		<b>4,22%</b>		<b>3,47%</b>
<b>Mediana</b>		<b>4,20%</b>		<b>3,50%</b>

## **Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local**

El 06 de marzo, Fitch Ratings revisó la perspectiva de calificación crediticia de la deuda soberana de Colombia de 'estable' a 'negativa' (aunque mantuvo su calificación en BB+), debido al deterioro de la situación fiscal local y a la incertidumbre sobre medidas correctivas en el corto plazo. Los analistas coincidieron en que la decisión de Fitch Ratings refleja preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal de Colombia. 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 2 pb, -3 pb y -3 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -7 pb, 0 pb y -1 pb para dichos vencimientos.

El 07 de marzo, el DANE reportó que la inflación anual de febrero de 2025 se ubicó en 5,28% por encima de las expectativas de mercado (5,16%) y de la lectura anterior. El IPC registró una variación m/m de 1,14% (ant: 0,94% m/m, esp: 1,01% m/m). Analistas del mercado señalaron que esperan que la Junta Directiva del Banco de la República continúe con la postura cautelosa de política monetaria en su reunión de marzo, dado el resultado de inflación por encima de lo esperado. 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 7 pb, 7 pb y 6 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -3 pb, -9 pb y -4 pb para dichos vencimientos.

El 13 de marzo, El Ministerio de Hacienda y Crédito Público reveló que el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central en enero de 2025 fue de 0,7% del PIB (COP 12,3 billones). El déficit se debe a un aumento del 35% en los gastos (COP 41,9 billones) y una caída del 0,2% en los ingresos (COP 29,6 billones) en comparación con enero de 2024. Los analistas destacaron que este déficit se encuentra en niveles elevados, ya que en años anteriores, entre 2004 y 2022, enero generalmente registraba un superávit fiscal de 0,2% del PIB. 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 -2 pb, 6 pb y 8 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 9 pb, 2 pb y -1 pb para dichos vencimientos.

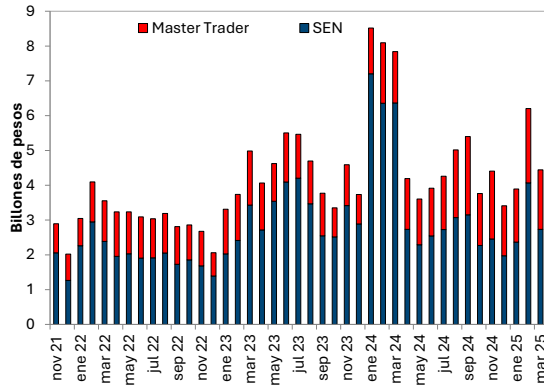
El 18 de marzo, se confirmó la renuncia del ministro de Hacienda. Los analistas señalan que este nuevo cambio en la cartera podría dificultar la implementación de los ajustes en las cuentas fiscales. En ese sentido, podrían incrementarse los riesgos fiscales resaltados por algunas agencias calificadoras en sus últimos reportes sobre Colombia. 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 11 pb, 15 pb y 13 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 11 pb, 16 pb y 16 pb para dichos vencimientos.

El 19 de marzo, la reforma laboral impulsada por el Gobierno fue archivada en la Comisión Séptima del Senado, tras no obtener el respaldo necesario para su avance en el Congreso. Ante esta decisión, el mandatario anunció su intención de convocar una Consulta Popular para someter a votación tanto esta reforma como la del sistema de salud. Según analistas, la realización de esta consulta implicaría una presión adicional sobre las finanzas públicas y <aumenta la incertidumbre política en el país. 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, -3 pb y 0 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -1 pb, 2 pb y 9 pb para dichos vencimientos.

En lo corrido de marzo, el monto promedio diario negociado ha sido \$4,4 billones, menor al observado el mes anterior (\$6,2 billones), y al registrado en marzo de 2024 (\$7,8 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que

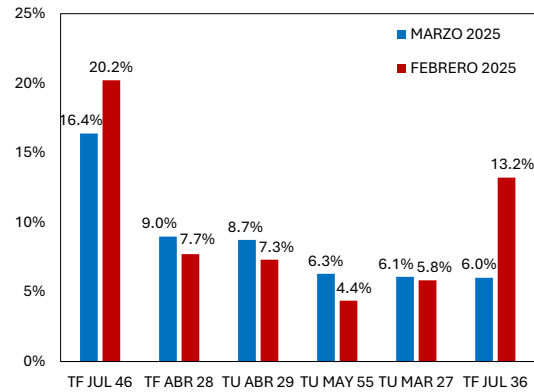
vencen en julio de 2046, cuya participación pasó de 20,2% a 16,4%, seguidos por los que vencen en abril de 2028 cuya participación pasó de 7,7% a 9,0% (Gráfico A2.3).

**Gráfico A2.2.** Monto promedio diario negociado de TES



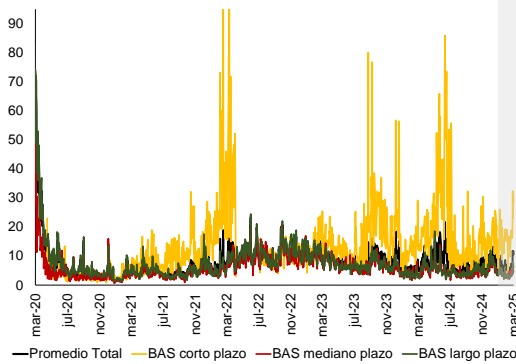
**Fuente y Cálculos:** DCV - Banrep.  
Datos al 26 de marzo de 2025.

**Gráfico A2.3.** TES más transados



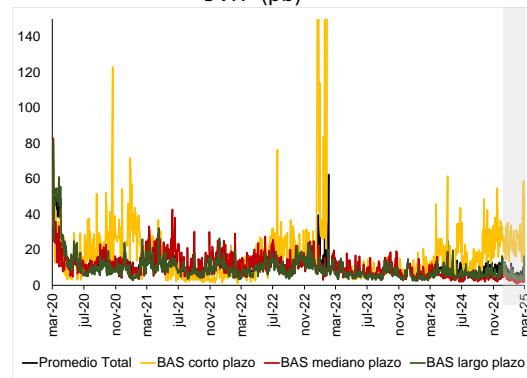
**Fuentes:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. \*Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 26 de marzo de 2025.

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



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

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

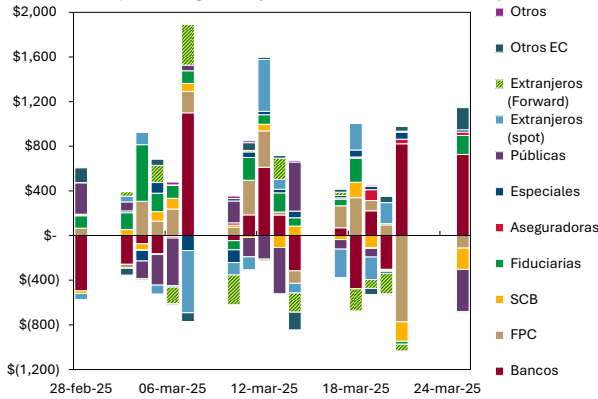


Con información al 21 de marzo de 2025, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 18,8 pb (ant: 14,7 pb), 4,1 pb (ant: 3,4 pb) y 4,3 pb (ant: 3,6 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 30,8 pb (ant: 23,4 pb), 3,3 pb (ant: 2,5 pb) y 6,1 pb (ant: 4,5 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

### Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

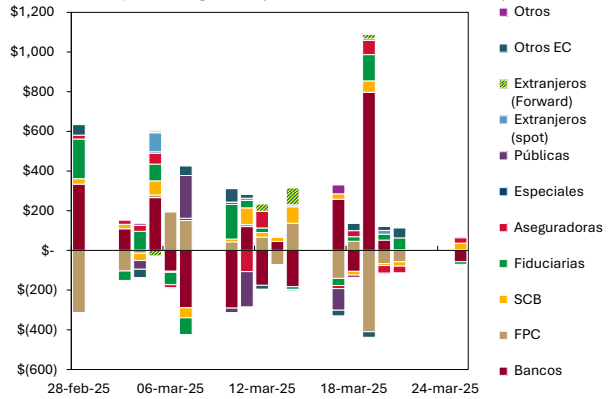
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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



Fuente: BanRep.

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



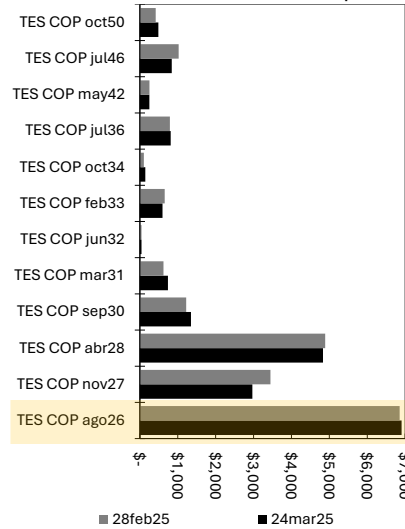
Fuente: BanRep.

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

	Corrido del 2025	Corrido del 2025	Tramo Corto (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	(132)	1,935	(808)	1,453	(65)	580	(261)	1,075	(366)	448
Compañía de Financiamiento Comercial	141	(0)	-	7	4	11	-	-	-	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	691	(228)	(164)	174	116	127	86	36	(1)	121
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>	<b>700</b>	<b>1,708</b>	<b>(971)</b>	<b>1,634</b>	<b>55</b>	<b>718</b>	<b>(175)</b>	<b>1,111</b>	<b>(367)</b>	<b>569</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías										
Propia	9	(0)	(32)	-	-	(32)	-	-	-	-
Terceros	9,041	(1,065)	(2,511)	(1,469)	2,898	(1,082)	(349)	(1,067)	1,219	(197)
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	9,049	(1,065)	(2,543)	(1,469)	2,898	(1,114)	(349)	(1,067)	1,219	(197)
Sociedades Comisionistas de Bolsa										
Propia	(472)	445	(155)	6	293	143	(7)	292	(13)	271
Terceros	53	(133)	(321)	20	(123)	(424)	18	(13)	15	20
Extranjeros	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	(419)	312	(476)	26	170	(280)	11	279	2	292
Sociedades Fiduciarias										
Propia	60	14	8	11	2	21	(2)	(6)	-	(8)
Terceros	710	3,623	(3,136)	(468)	1,158	(2,445)	287	(44)	274	517
Extranjeros***	4,274	61	(250)	(628)	605	(272)	-	3	103	106
Extranjeros (TES verdes)****	160	-	-	-	(2)	(2)	-	-	-	-
FIC	(887)	1,179	(2,016)	(45)	(27)	(2,088)	258	(15)	1	243
Pasivos Pensionales	(478)	404	(12)	5	5	(2)	(19)	13	1	(5)
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias	770	3,637	(3,128)	(457)	1,160	(2,424)	285	(49)	274	510
Compañías de Seguros y Capitalización										
Propia	648	990	(82)	32	66	16	(79)	(68)	285	137
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	648	990	(82)	32	66	16	(79)	(68)	285	137
Sociedades Administradoras de Inversión										
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>	<b>10,048</b>	<b>3,874</b>	<b>(6,229)</b>	<b>(1,868)</b>	<b>4,293</b>	<b>(3,803)</b>	<b>(133)</b>	<b>(906)</b>	<b>1,779</b>	<b>741</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	(159)	(2)	(1,380)	514	207	(660)	-	15	(4)	11
Total Entidades Públicas****	3,240	1,214	247	(354)	913	806	15	(77)	204	143
Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****	71	209	(188)	74	(8)	(122)	(15)	49	39	73
Extranjeros	2	50	-	-	-	-	0	16	13	30
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>	<b>13,899</b>	<b>7,003</b>	<b>(8,521)</b>	<b>-</b>	<b>5,460</b>	<b>(3,061)</b>	<b>(307)</b>	<b>193</b>	<b>1,652</b>	<b>1,538</b>

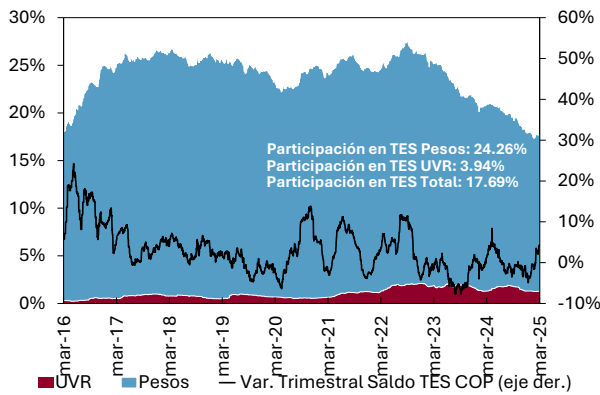
**Fuente:** BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 25 de marzo de 2025. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.\*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

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



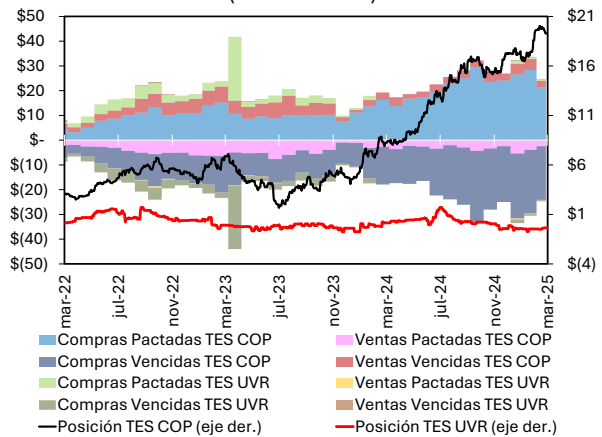
Fuente: BanRep.

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



Fuente: BanRep

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

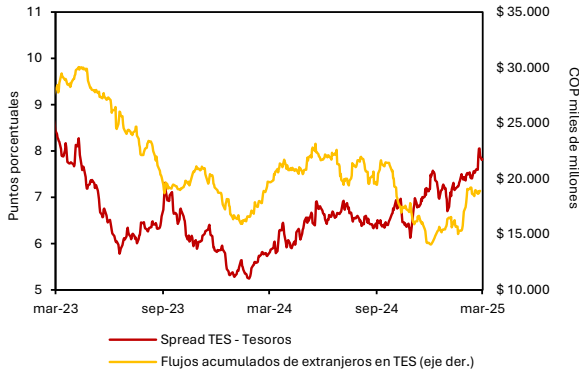


\*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

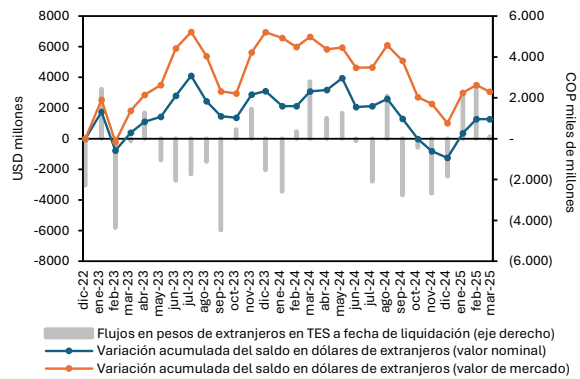
En los gráficos A3.6 - A3.10 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en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

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



Fuente: BanRep.

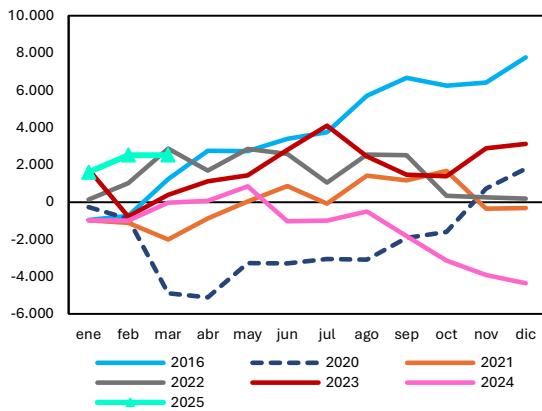
**Gráfico A3.7.** Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares\* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



Fuente: BanRep.

**Nota:** i) \* Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).  
 ii) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte.  
 iii) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.

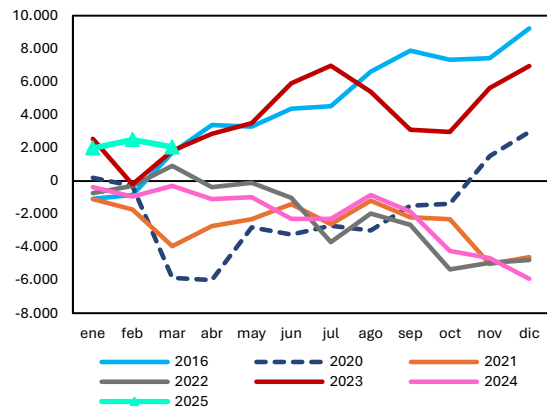
**Gráfico A3.8.** Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares\* por año, a valor nominal (USD millones).



Fuente: BanRep.

**Nota:** i) \* Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).  
 ii) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte.  
 iii) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.

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

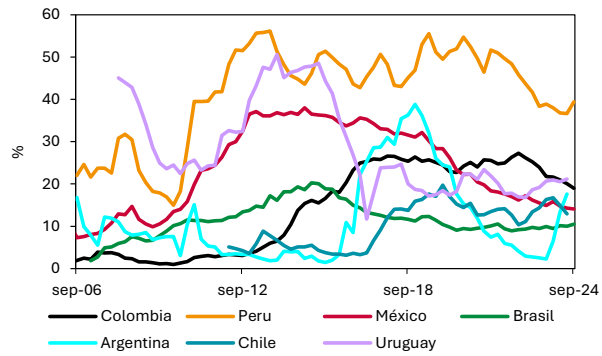


Fuente: BanRep.

**Nota:** i) \* Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).  
 ii) Para la conversión a dólares, se utiliza la tasa de cambio del día anterior a cada corte.  
 iii) Este gráfico busca aproximar la posición de los inversionistas extranjeros en una moneda como el dólar, y permite ejemplificar que, aunque se hayan presentado ventas en pesos colombianos, la posición en dólares de los inversionistas extranjeros no se ha reducido.



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

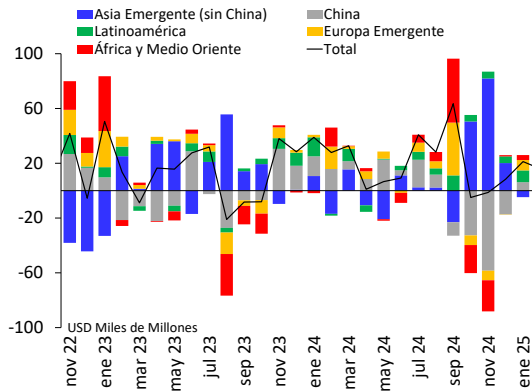


Fuente: IIF y FMI. Nota: Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. La información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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

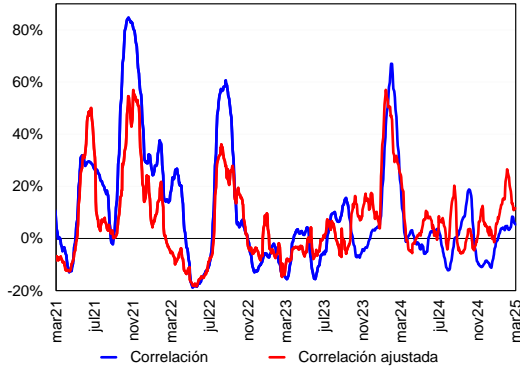
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

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



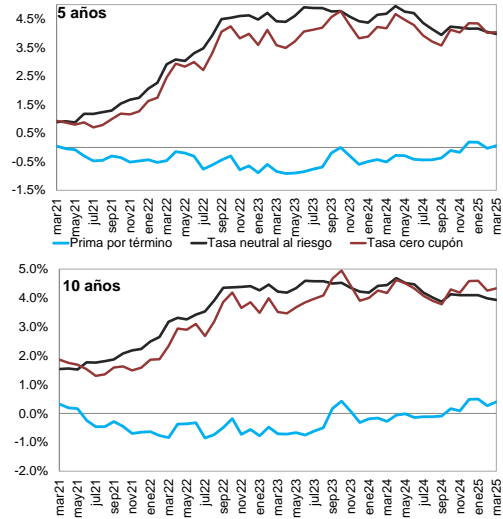
Fuente: IIF.

**Gráfico A4.2. Correlación pendientes región**



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

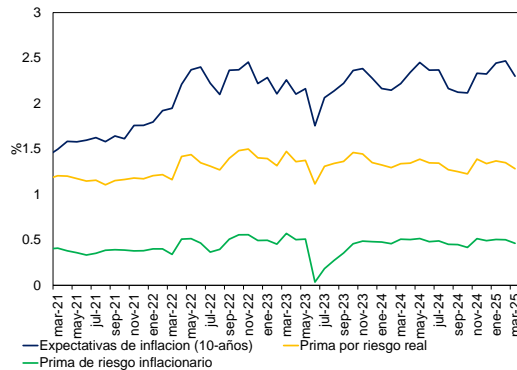
**Gráfico A4.3. Prima por vencimiento Tesoros**



Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.3 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) subió y se ubicó en 5,33%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) disminuyó y se ubicó en 11,64%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciadas principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 25 de marzo, desde finales de febrero las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,06% y 0,40%, respectivamente. Las tasas neutras al riesgo cayeron 7 pb y 5 pb, y se ubicaron en 3,97% y 3,93% 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 (0,46%, ant: 0,50%), la prima por riesgo real descendió (1,28%, ant: 1,35%) y la expectativa de inflación de largo plazo cayó (2,30%, ant: 2,46%).

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



Fuente: Fed.

## Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

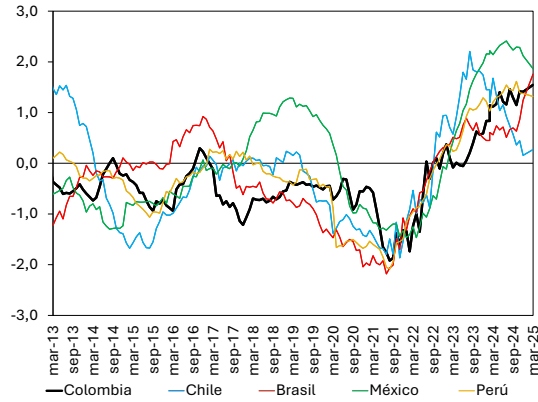
Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<b>Países desarrollados</b>				
6mar25	Banco Central Europeo	-25	-25	2,5% / 2,65% / 2,90%*
12mar25	Banco de Canadá	-25	-25	2,75%
19mar25	Banco de Japón	0	0	0,50%
19mar25	Banco Central de Islandia	-25	-	7,75%
19mar25	Reserva Federal	0	0	4,25% - 4,50%**
20mar25	Banco Nacional Suizo	-25	-25	0,25%
20mar25	Banco de Suecia	0	0	2,25%
20mar25	Banco de Inglaterra	0	0	4,50%
<b>Países emergentes/frontera</b>				
6mar25	Banco Central de Malasia	0	0	3,00%
6mar25	Banco Central de la República de Turquía	-250	-250	42,50%
6mar25	Banco Nacional de Ucrania	100	100	15,50%
7mar25	Banco Nacional de Kazajistán	125	0	16,50%
10mar25	Banco Estatal de Pakistán	0	-50	12,00%
12mar25	Banco Nacional de Georgia	0	-	8,00%
12mar25	Banco Nacional de Polonia	0	0	5,75%
13mar25	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
13mar25	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	4,75%
18mar25	Banco Central de Armenia	0	-	6,75%
18mar25	Bank Al-Maghrib	-25	-	2,25%
18mar25	Banco Nacional de Angola	0	-	19,50%
19mar25	Banco de Indonesia	0	0	5,75%
19mar25	Banco Central de Brasil	100	100	14,25%
20mar25	Banco Popular de China	0	0	3,10% / 3,60%***
20mar25	Banco Central de la Rep. de Uzbekistán	50	-	14,00%
20mar25	Banco Central de la República de China (Taiwan)	0	0	2,00%
20mar25	Banco de la Reserva de Sudáfrica	0	0	7,50%
21mar25	Banco de Rusia	0	0	21,00%
21mar25	Banco Central del Paraguay	0	0	6,00%
21mar25	Banco Central de Chile	0	0	5,00%
21mar25	Banco Central de Esuatini	0	-	7,00%
25mar25	Banco Nacional de Hungría	0	0	6,50%
25mar25	Banco Central de Sri Lanka	0	0	8,00%
25mar25	Banco Central de Lesoto	0	-	7,25%

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

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

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

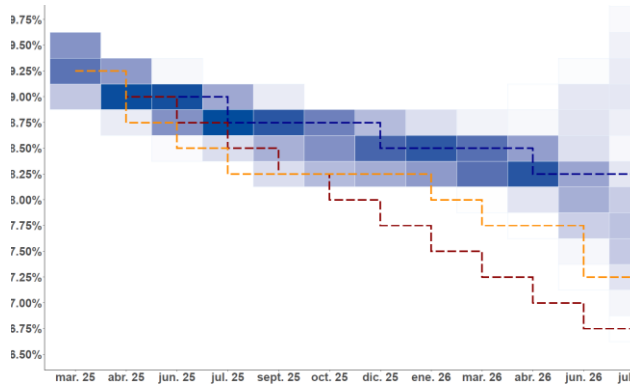
**Gráfico A5.4.** Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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

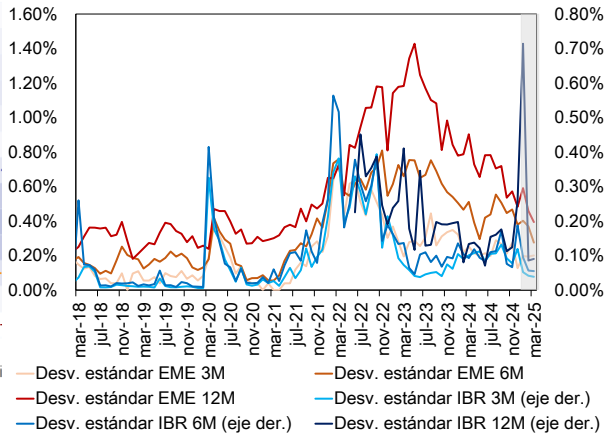
**Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación**

**Cuadro A6.1.** 20 de febrero de 2025



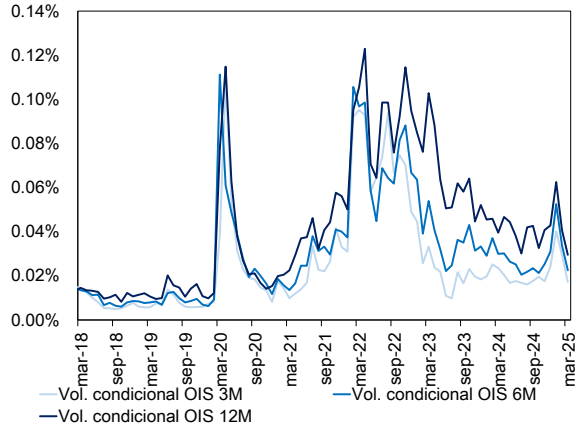
Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.

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



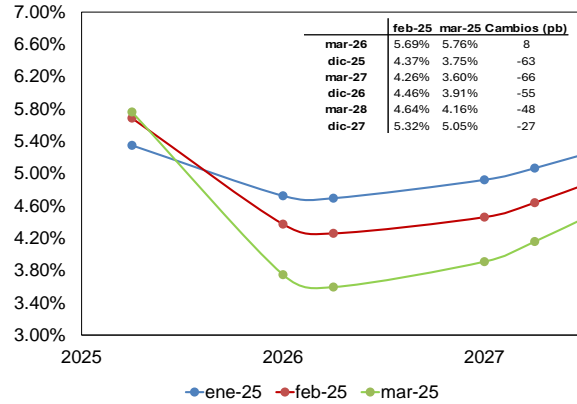
Fuente y Cálculos: BanRep.

### A6.3. Volatilidad condicional de las tasas OIS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

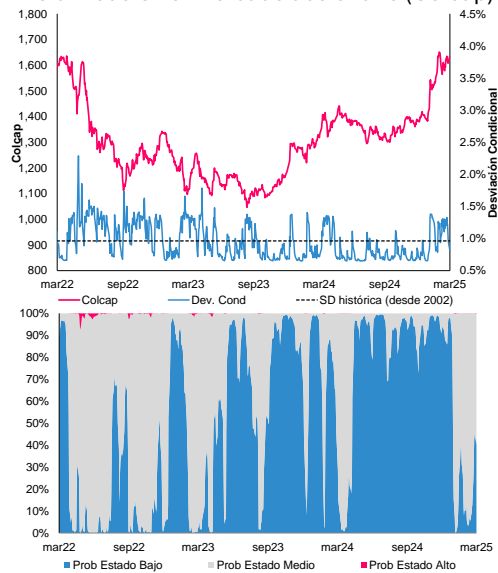
### Gráfico A6.4. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



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.

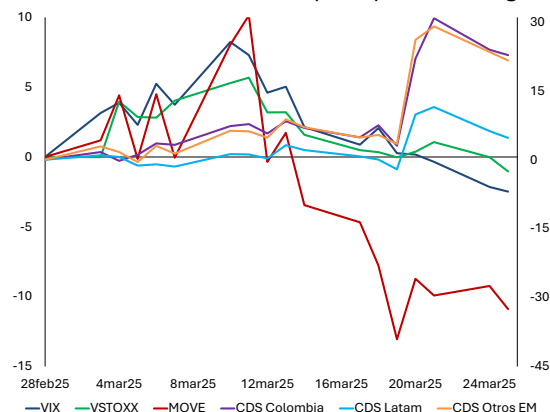
### Tabla A7.1. Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	mar-25	feb-25	mar-25	feb-25
Aumentará	51,9%	48,1%	10,7%	23,1%
Sin cambios	29,6%	37,0%	32,1%	30,8%
Disminuirá	18,5%	14,8%	17,9%	7,7%
No aplica			39,3%	38,5%

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



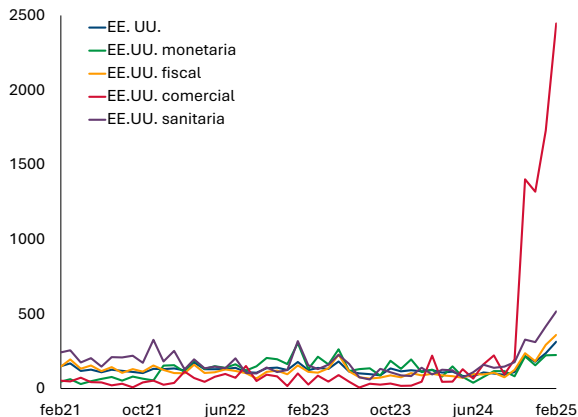
Fuente: Bloomberg. Los indicadores Vix, Vstox y Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

**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
ene-25	237	222	292	416	1729	481	1016	98	457	563	158
feb-25	313	224	360	517	2446	379	786	107	305	383	212
Var.	77	2	67	101	718	-103	-230	9	-152	-180	54

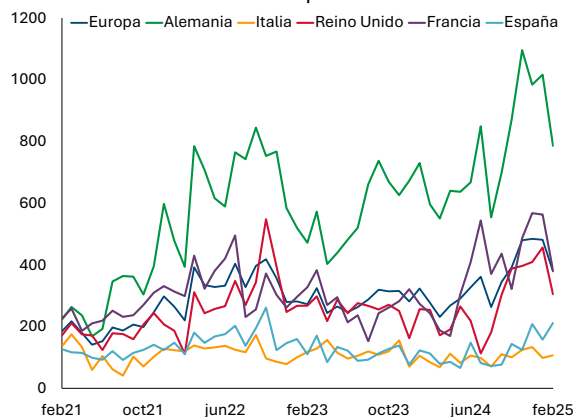
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

**Gráfico A8.3.** Incertidumbre en política económica en Europa



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

## Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación					Tasa de política monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Febrero 2025			Esperada a Diciembre 2025		Vigente	Esperada a Diciembre 2025		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2025	
	Esp.	Obs.	Diferencial con meta de inflación	Feb. 25	Mar. 25		Feb. 25	Mar. 25	Esp.	Obs.	Feb. 25	Mar. 25
<b>Colombia</b>	5,16%	5,28%	2,28%	4,26%	4,44%	9,50%	7,75%	7,75%	2,20%	2,30%	2,60%	2,60%
<b>Chile</b>	4,74%	4,70%	1,70%	4,10%	4,00%	5,00%	4,75%	4,75%	3,70%	3,97%	2,20%	2,20%
<b>México</b>	3,75%	3,77%	0,77%	3,80%	3,80%	9,50%	8,35%	8,16%	0,60%	0,48%	1,10%	0,90%
<b>Perú</b>	1,47%	1,48%	-0,52%	2,40%	2,30%	4,75%	4,30%	4,36%	3,70%	4,20%	2,80%	2,90%
<b>Brasil</b>	5,06%	5,06%	2,06%	5,65%	5,65%	14,25%	15,00%	15,00%	4,00%	3,61%	2,01%	1,98%
<b>Ecuador</b>	n.d.	0,25%	-1,75%	2,00%	2,00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-1,54%	1,50%	1,60%
<b>Argentina</b>	66,80%	66,90%	n.d.	28,80%	26,60%	29,00%	27,02%	26,89%	1,70%	2,10%	4,50%	4,60%
<b>EE. UU.</b>	2,90%	2,80%	0,80%	2,80%	2,87%	4,25% - 4,50%	4,10%	4,05%	2,30%	2,30%	2,30%	2,20%
<b>India</b>	3,98%	3,61%	-0,39%	4,30%	4,40%	6,25%	5,81%	5,78%	6,20%	6,15%	6,50%	6,50%
<b>Sudáfrica</b>	3,40%	3,20%	-1,30%	3,96%	3,90%	7,50%	7,05%	7,15%	1,00%	0,90%	1,70%	1,67%
<b>China</b>	-0,40%	-0,70%	-3,70%	1,40%	1,10%	1,50%	1,14%	1,14%	5,00%	5,40%	4,50%	4,50%
<b>Rusia</b>	10,00%	10,06%	6,06%	7,95%	8,10%	21,00%	16,93%	17,85%	3,10%	3,10%	1,60%	1,60%
<b>Turquía</b>	39,90%	39,05%	34,05%	32,30%	32,30%	42,50%	30,50%	30,30%	2,50%	3,00%	2,60%	2,80%
<b>Noruega</b>	2,60%	3,60%	2,80%	2,50%	2,50%	4,50%	3,50%	3,50%	0,30%	-0,40%	1,40%	1,35%
<b>Costa Rica</b>	n.d.	1,25%	-1,75%	2,30%	2,40%	4,00%	3,69%	3,75%	n.d.	4,40%	3,60%	3,70%
<b>El Salvador</b>	n.d.	0,10%	-3,20%	1,90%	1,90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1,40%	2,60%	2,50%
<b>Guatemala</b>	n.d.	1,79%	-2,21%	3,70%	3,80%	4,50%	3,38%	3,38%	n.d.	3,50%	3,50%	3,60%
<b>Honduras</b>	n.d.	4,80%	-0,20%	4,40%	4,50%	5,75%	5,94%	5,81%	n.d.	2,90%	3,20%	3,30%
<b>Panamá</b>	n.d.	-0,10%	-2,29%	1,80%	1,80%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,00%	3,70%	3,70%
<b>Paraguay</b>	n.d.	4,30%	0,30%	4,00%	4,00%	6,00%	6,00%	6,00%	n.d.	3,40%	3,80%	3,80%

**Colombia:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citi el 26 de marzo.

**Brasil:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 21 de marzo.

**Chile:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile con información hasta el 10 de marzo.

**China:** Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de marzo. 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 marzo.

\* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 4T24, excepto en Ecuador, Rusia, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay, cuya información corresponde al 3T24.

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