



# 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, 30 de octubre de 2025**

**DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES**

## CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS .....	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas .....	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana .....	11
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona .....	19
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región.....	20
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO .....	22
2.1.	Expectativas de TPM .....	22
2.2.	Expectativas de crecimiento económico.....	27
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO .....	28
4.	RECUADROS/ANEXOS .....	30
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros .....	30
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local .....	36
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local .....	38
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región.....	41
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos .....	43
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación .....	44
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes .....	45
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional .....	45
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países .....	46

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

- Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las expectativas de inflación extraídas del mercado de deuda pública, del mercado de derivados y de encuestas aumentaron de manera importante. Todas las medidas se ubicaron por encima de la meta del 3% para los próximos dos años (Cuadro 1).
- Diferentes factores, principalmente locales, han influido en el comportamiento de las tasas de los TES y en las expectativas de inflación implícitas en el mercado. Las operaciones de la Tesorería siguen afectando los precios de los activos financieros y por ende algunas de las expectativas de inflación que se desprenden de los mismos.
- Las expectativas del mercado OIS y las encuestas apuntan a que la Tasa de Política Monetaria (TPM) se mantendrá sin cambios en la reunión de octubre. Hacia adelante se descuentan unos niveles de tasas de interés superiores a los observados en meses anteriores.
- Los inversionistas extranjeros vendieron en neto TES en el mercado de contado por montos importantes. En el mercado a futuro moderaron su tendencia vendedora. Las entidades públicas fueron las principales compradoras netas durante el periodo.

**Cuadro 1.** Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

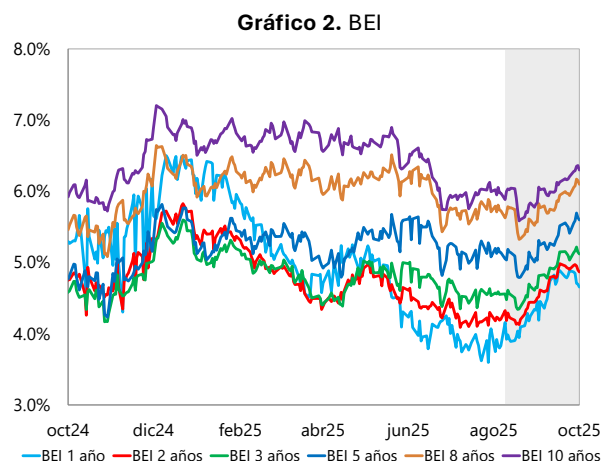
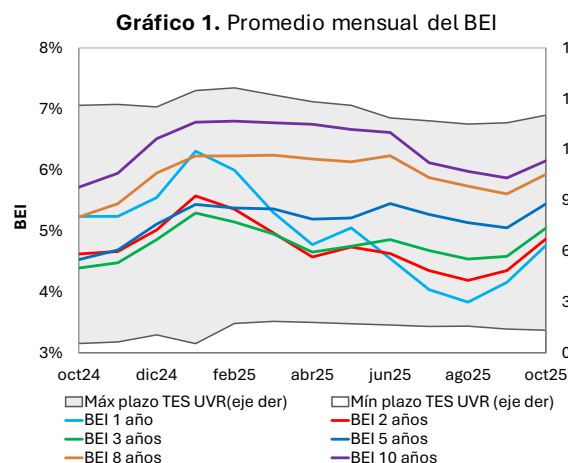
	Expectativas de mercado												Expectativas de encuestas											
	BEI		BEI desest.		BEI ajustado		FBEI		FBEI ajustado		Swap BEI		Total (otras encuestas)			Total (BanRep)			SAR (BanRep)					
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-26	2 años	dic-26	2 años	1 año	2 años	dic-25	1 año	dic-26	dic-25	1 año	dic-26	2 años	dic-25	1 año	dic-26	2 años	
	sep-25	oct-25																						
	4.15%	4.35%	4.40%	5.15%	3.69%	3.73%	4.22%	4.56%	3.71%	3.77%	4.33%	4.69%	5.07%	4.11%	4.06%	5.04%	4.14%	4.02%	3.58%	4.63%	4.05%	3.91%	3.32%	
	4.76%	4.87%	4.77%	5.37%	4.20%	4.16%	4.76%	4.96%	4.21%	4.12%	4.83%	4.87%	5.28%	4.42%	4.28%	5.21%	4.35%	4.25%	3.70%	4.84%	4.12%	4.00%	3.37%	
Variación (pb)	61	52	37	23	51	43	55	40	50	35	50	18	21	31	22	17	21	23	12	21	7	9	5	

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

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

Las inflaciones implícitas en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation*, BEI) registraron incrementos en todos los plazos, manteniéndose por encima de la meta de inflación del BanRep. Estos aumentos podrían haber sido influenciados por el repunte de la inflación en septiembre, que se suma a un estancamiento en el proceso desinflacionario observado en meses anteriores, junto con las expectativas sobre el ajuste del salario mínimo para 2026, las persistentes preocupaciones fiscales y la continuidad de las operaciones de manejo de deuda por parte del MHCP. Con corte al 24 de octubre, el BEI calculado a partir de los TES denominados en pesos y en UVR mostró un incremento mensual promedio de 61 puntos básicos (pb) para el plazo de un año, alcanzando 4,76%. Para los plazos de cinco y diez años, los aumentos fueron de 39 pb y 28 pb, ubicándose en 5,44% y 6,15%, respectivamente (Gráfico 1). Adicionalmente, al comparar las tasas del 24 de octubre con las observadas el 30 de septiembre, se evidencia que los BEI a uno, cinco y diez años aumentaron en 22 pb, 37 pb y 32 pb, respectivamente, situándose en 4,66%, 5,60% y 6,30% (Cuadro 2 y Gráfico 2).





Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

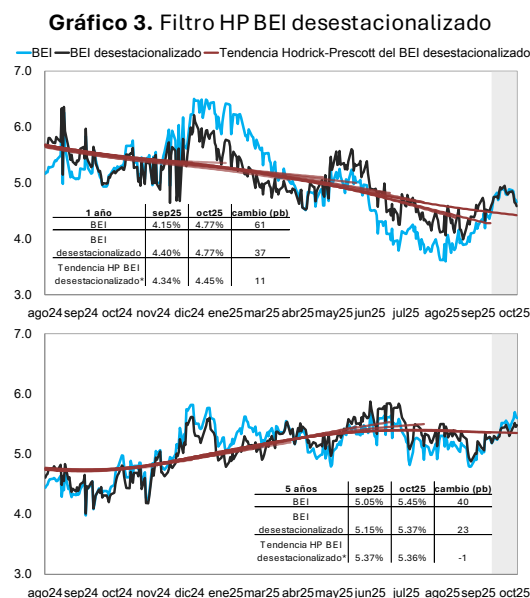
**Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR**

	Punto a punto (plazo en años)									
	TES pesos					TES UVR				
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5
30sep25	9.27%	9.86%	10.35%	11.06%	11.71%	11.98%	4.83%	5.26%	5.54%	5.83%
24oct25	9.30%	10.08%	10.66%	11.42%	11.98%	12.14%	4.64%	5.21%	5.54%	5.83%
Variaciones (pb)										
	3	21	31	37	27	16	-19	-5	0	-10
Var. BEI	22	27	31	37	37	32				
BEI	4.66%	4.87%	5.12%	5.60%	6.10%	6.30%				

	Promedios mensuales									
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5
sep25	9.27%	9.90%	10.41%	11.13%	11.78%	12.04%	5.12%	5.56%	5.83%	6.08%
oct25*	9.30%	9.97%	10.50%	11.22%	11.81%	12.02%	4.54%	5.11%	5.45%	5.78%
Variaciones (pb)										
	3	7	9	9	3	-2	-58	-45	-37	-31
Var. BEI	61	52	46	39	32	28				
BEI	4.76%	4.87%	5.04%	5.44%	5.93%	6.15%				

\*Información disponible al 24 de octubre de 2025.



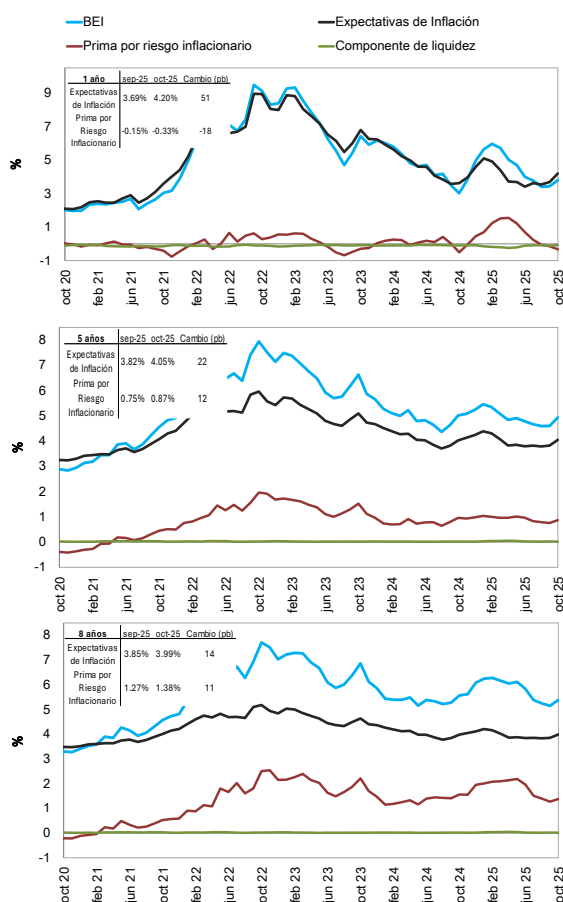
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

\*El dato de la tendencia se estimó con datos hasta el 24 de octubre. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

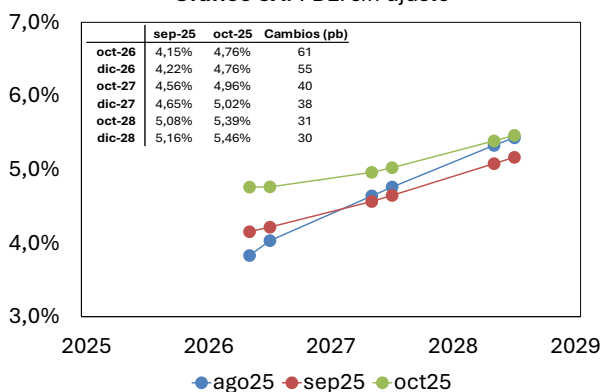
Al ajustar el BEI por estacionalidad, se observan incrementos, aunque de menor magnitud. En particular, la tendencia del BEI ajustado estacionalmente muestra un aumento en el corto plazo y estabilidad en el mediano plazo. Con el fin de controlar por la estacionalidad de los TES denominados en UVR a inicio 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 la velocidad de ajuste de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado promedio aumentó a 4,77% para el plazo de un año (ant: 4,40%) y a 5,37% para el plazo de cinco años (ant: 5,15%). Por su parte, la tendencia promedio subió para el plazo de un año (obs: 4,45%; ant: 4,34%) y para el plazo de cinco años se mantuvo estable (obs: 5,36%; ant: 5,37%).

**El componente de expectativas de inflación del BEI también aumentó. Este incremento está alineado con el dato de inflación de septiembre que sorprendió al alza.** Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también la incertidumbre sobre estas expectativas y algunas potenciales fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del 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 TESUVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 4,20% (ant: 3,69%), 4,05% (ant: 3,82%) y 3,99% (ant: 3,85%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente. El aumento de las expectativas está en línea con el dato de inflación de septiembre (5,18%), el cual se ubicó por encima de las expectativas (5,11%) y del dato anterior (5,10%).

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

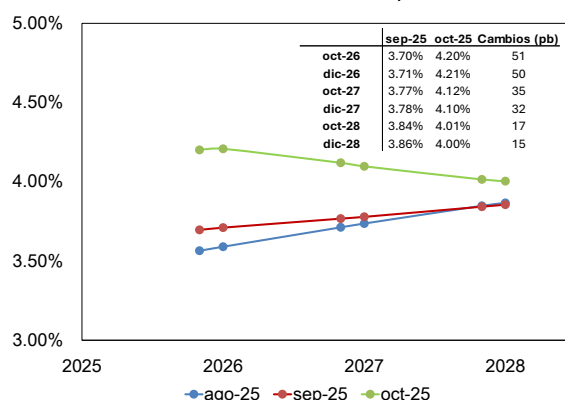


**Gráfico 5A. FBEI sin ajuste**



**Fuentes:** SEN y MasterTrader. **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. FBEI neto de primas**



**Fuentes:** Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información proveniente de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio calculado con estos datos se ubicó en 3,80% (ant: 3,44%), 4,93% promedio de cada mes proveniente de Precia. (ant: 4,60%) y 5,39% (ant: 5,15%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

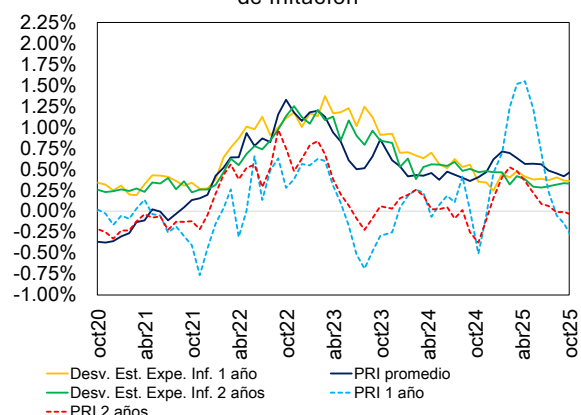
<sup>1</sup> Según Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano", las expectativas de inflación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

**Los *Forward Break-Even Inflation (FBEI)*, tanto en su versión simple como ajustada por primas, registraron aumentos importantes para los próximos tres años. Todas las métricas continúan ubicándose por encima de la meta de inflación establecida por el BanRep.** 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 mediante la curva FBEI para los meses de octubre de 2026, 2027 y 2028 los cuales se ubican en 4,76%, 4,96%, 5,39%, en su orden, y para diciembre de los mismos años que se ubican en, 4,76%, 5,02% y 5,46%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 4,20%, 4,21%, 4,12%, 4,10%, 4,01% y 4,00% para los mismos plazos.

**Las primas por riesgo inflacionario (PRI) de corto plazo disminuyeron, mientras que la desviación estándar de las expectativas de inflación a uno y dos años presentaron cambios leves.** Las PRI variaron -18 pb, +12 pb y +11 pb para los plazos de 1, 5 y 8 años, y se ubicaron en -0,33%, 0,87%, y 1,38%, en su orden (Gráfico 6). Por su parte, la dispersión de las expectativas de inflación a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep se ubicaron en 0,36% y 0,32%, respectivamente (ant: 0,37% y 0,33%, Gráfico A4.5)<sup>3</sup>.

**Para el horizonte de un año, los rangos de probabilidad se ajustaron significativamente al alza, y el escenario más probable es que las expectativas de inflación del mercado y de las encuestas se ubiquen por encima del 4%. A dos años, también se observa un aumento en la probabilidad de que las expectativas de inflación se mantengan por encima del 3%.** Empleando la distribución del BEI ajustado por primas y ajustando una distribución a las respuestas de la EME, se estima que la probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año se encuentre por encima del 4% es de 67,55% (ant: 73,23%) y de 85,00% (ant: 60,00%), respectivamente (Gráfico 7.1 y 7.2)<sup>4</sup>. Para el horizonte de dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren por encima de este valor son del 72,86% (ant: 1,61%) y del 11,11% (ant: 5,26%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4)<sup>5</sup>. Por su parte, la probabilidad de que las expectativas de inflación a un año se encuentren dentro del rango del 3% al 4% se ubicaron en 32,12% (ant: 73,23%) y 12,50% (ant: 37,50%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente; y a dos años se ubicaron en 27,14% (ant: 98,23%) y 88,89% (ant: 78,95%).

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



Fuente: BanRep.

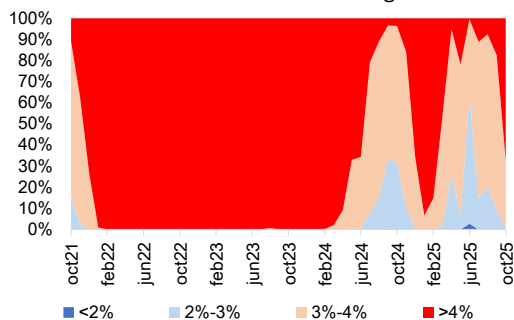
<sup>2</sup> No se estima la expectativa de inflación para fin del presente año dado que el BEI para plazos inferiores a un año puede presentar distorsiones por liquidez.

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

<sup>4</sup> Las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango entre 2,5% y 3,5% para el plazo a un año son 5,7% (ant: 41,5%) y 5,0% (ant: 7,5%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

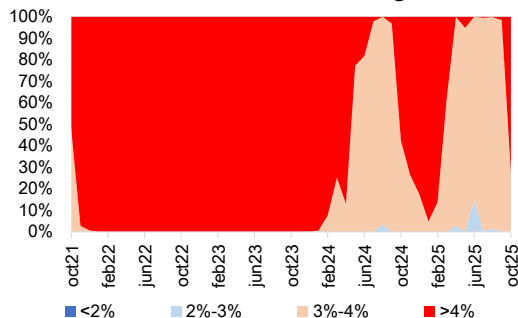
<sup>5</sup> Las probabilidades de que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango entre 2,5% y 3,5% para el plazo a dos años son 0,1% (ant: 34,2%) y 31,6% (ant: 36,4%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

**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



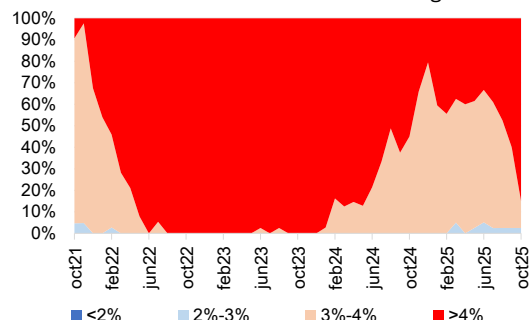
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
sep-25	0.02%	9.25%	73.23%	17.51%
oct-25	0.00%	0.33%	32.12%	67.55%

**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



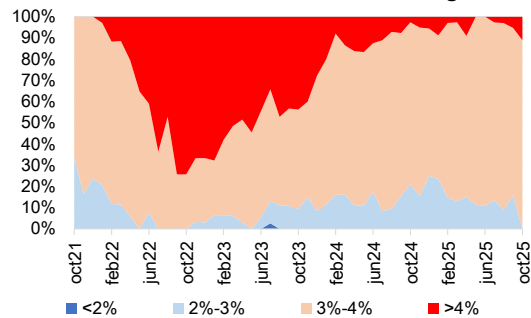
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
sep-25	0.00%	0.16%	98.23%	1.61%
oct-25	0.00%	0.00%	27.14%	72.86%

**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%
sep-25	0.00%	2.50%	37.50%	60.00%
oct-25	0.00%	2.50%	12.50%	85.00%

**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%
sep-25	0.00%	15.79%	78.95%	5.26%
oct-25	0.00%	0.00%	88.89%	11.11%

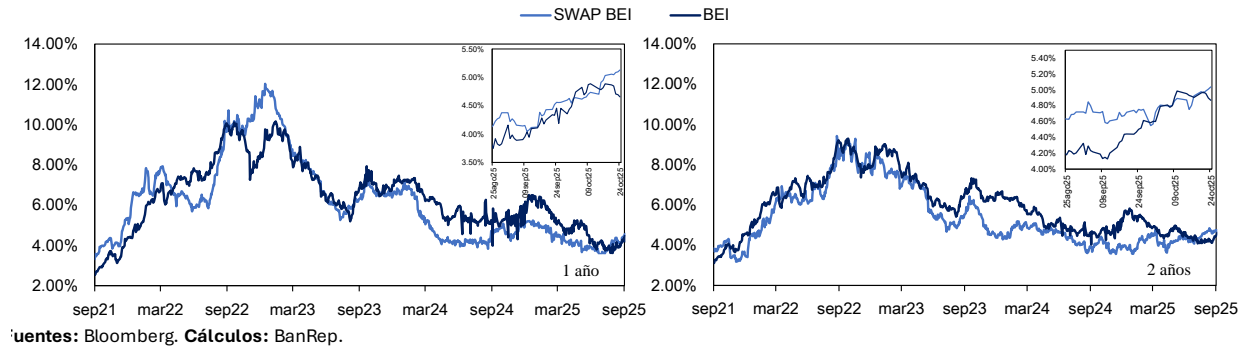
**Fuentes:** BanRep. **Nota:** Para más detalle sobre la metodología ver el Anexo 10 del documento *Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales* de agosto de 2024.

**Las expectativas de inflación implícitas en los contratos de derivados a uno y dos años aumentaron, en línea con las demás expectativas de inflación del mercado.** Por su metodología, este indicador no se ve afectado por las estrategias de manejo de deuda implementadas por el MHCP, lo que permite extraer información de expectativas de inflación excluyendo el efecto de estas operaciones. El Gráfico 8 presenta las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps UVR* (*swap BEI*<sup>6</sup>), frente al BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 24 de octubre, los *swaps BEI* promedio mensual a 1 y 2 años subieron cada uno 50 pb y 18 pb, y se ubicaron en 4,83% y 4,87% (ant: 4,33% y 4,69%), respectivamente<sup>7</sup>.

<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.

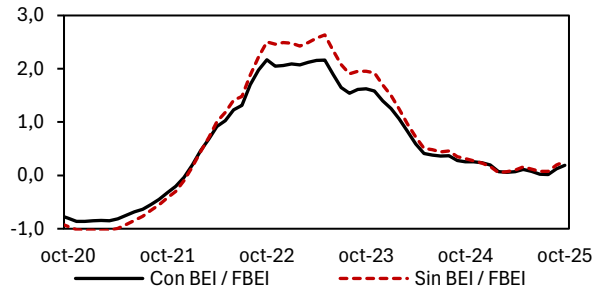
<sup>7</sup> La medida forward del primer al segundo año disminuyó (obs: 4,90%, ant: 5,06%).

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

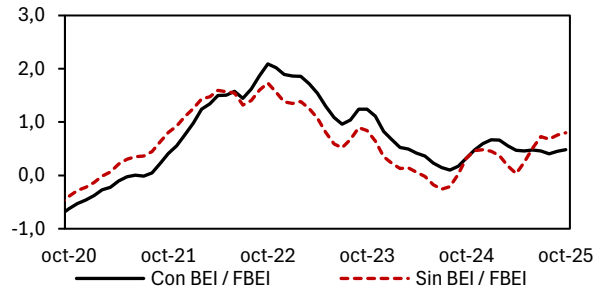


Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación<sup>8</sup> (ICEI), que refleja la dinámica común de las expectativas de inflación provenientes del mercado y de encuestas, aumentó para todos los plazos (Gráficos 9 al 12).

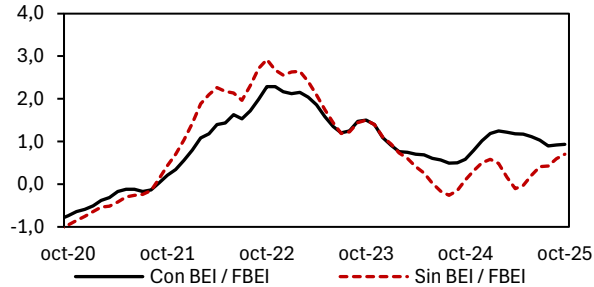
**Gráfico 9. ICEI de corto plazo**



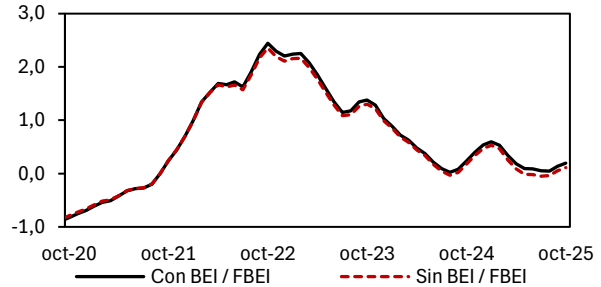
**Gráfico 10. ICEI de mediano plazo**



**Gráfico 11. ICEI de largo plazo**



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

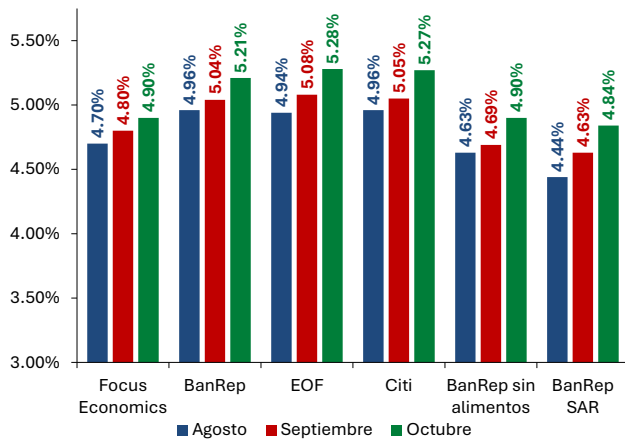


Fuentes: BanRep, Fedesarrollo, Focus Economics, SENy Master Trader. Cálculos: BanRep. La serie negra se estima con base en una muestra de expectativas de inflación que provienen de encuestas, de mercado (BEI/FBEI) y del BEI/FBEI sin primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa. La serie roja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

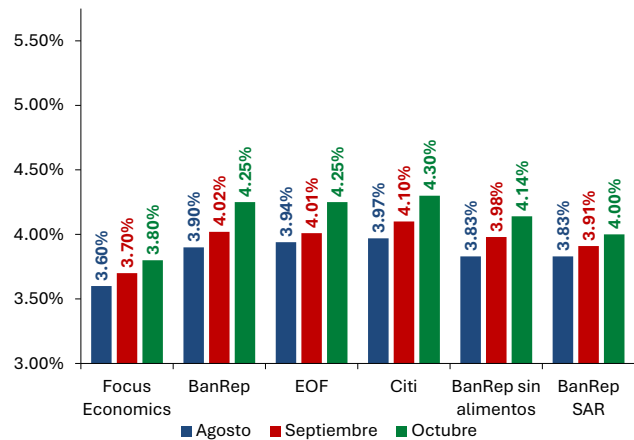
<sup>8</sup> Para la descripción del cálculo de este indicador véase el *Recuadro 1. Indicador común de expectativas de inflación para Colombia*, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de enero de 2022.

**Las expectativas de inflación total, básica y sin alimentos ni regulados (SAR), provenientes de encuestas, aumentaron significativamente en todos los plazos.** En el caso de las expectativas de inflación total, el valor promedio<sup>9</sup> se incrementó respecto al mes anterior para finales de 2025 (de 5,06% a 5,25%), a 12 meses (de 4,13% a 4,39%), en 2026 (de 4,04% a 4,27%) y a 24 meses (de 3,58% a 3,70%). De manera similar, la última EME mostró aumentos en la inflación SAR para todos los horizontes: finales de 2025 (de 4,63% a 4,84%), a 12 meses (de 4,05% a 4,12%), en 2026 (de 3,91% a 4,00%) y a 24 meses (de 3,32% a 3,37%). En cuanto a la inflación sin alimentos, también se registraron incrementos en el valor esperado para todos los plazos: finales de 2025 (de 4,69% a 4,90%), a 12 meses (de 3,99% a 4,23%), en 2026 (de 3,98% a 4,14%) y a 24 meses (de 3,46% a 3,55%), Gráficos 13 al 16).

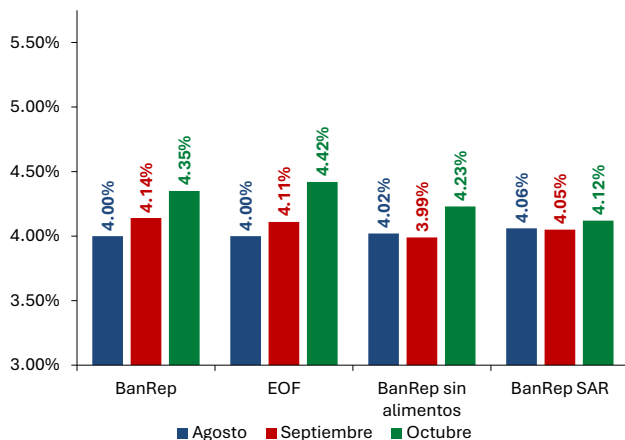
**Gráfico 13.** Inflación esperada para cierre 2025 según encuestas



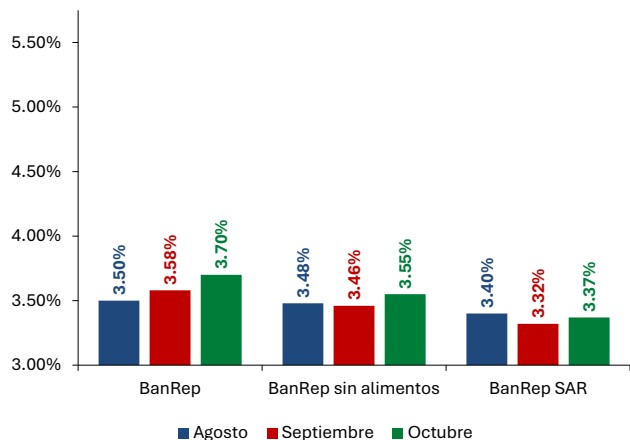
**Gráfico 14.** Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas



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



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

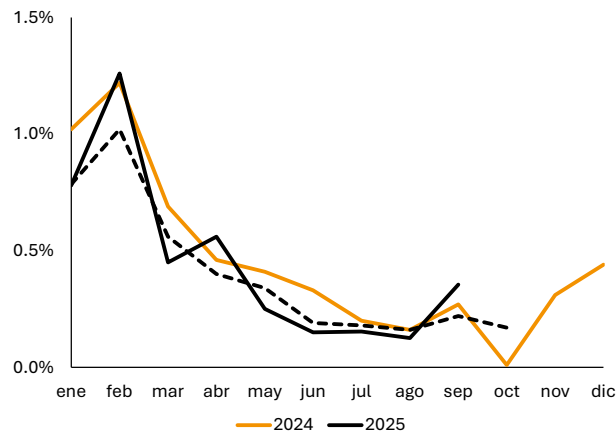


**Fuente:** Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics incluyen datos recolectados hasta el 5 de octubre. La encuesta del BanRep se realizó entre el 8 y el 10 de octubre. La EOF se publicó el 22 de octubre con datos recolectados entre el 8 y el 16 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 27 de octubre.

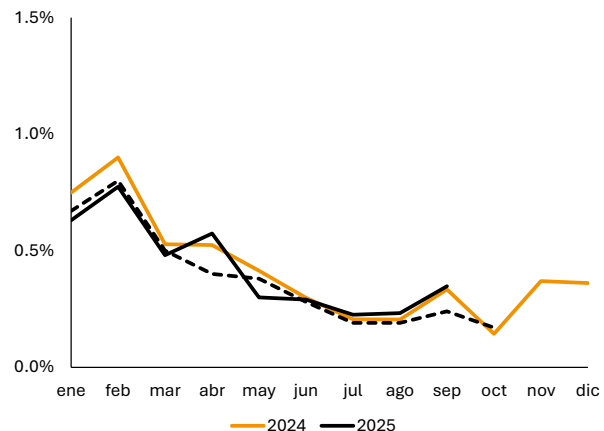
<sup>9</sup> Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics dado el rezago en la recolección de sus datos. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2025 aumentó de 4,99% a 5,17%, y para 2026 aumentó de 3,96% a 4,15%.

**En septiembre, la inflación mensual sin alimentos y SAR superaron tanto las expectativas del mercado como el registro del mismo mes en 2024. Para octubre, los analistas anticipan que ambas medidas de inflación básica se mantendrán por encima de los niveles observados en el mismo periodo del año anterior.** En septiembre, la inflación sin alimentos se ubicó en 0,35% mensual, superando el pronóstico de los analistas encuestados por la EME (0,22%) y el dato de septiembre de 2024 (0,27%)<sup>10</sup>. Por su parte, la inflación SAR se situó en 0,35%, por encima de lo esperado (0,24%) y del dato de 2024 (0,33%)<sup>11</sup>. Para octubre, los analistas proyectan que tanto la inflación sin alimentos como la SAR se ubiquen en 0,17%, lo que representaría un nivel superior al de octubre de 2024<sup>12</sup> (Gráfico 17 y 18).

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



**Gráfico 18.** Inflación mensual SAR y expectativas (EME)



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

**En síntesis, las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros aumentaron en el periodo. Comportamiento similar al que se observó con respecto a las expectativas provenientes de encuestas. En todos los casos se mantienen en niveles superiores al 3% en el horizonte de dos años.** El aumento en las expectativas de inflación, tanto en las encuestas como en los mercados financieros, está en línea con el repunte de la inflación observado en septiembre, que se suma a un estancamiento en el proceso desinflacionario observado en meses anteriores, junto con las expectativas sobre el ajuste del salario mínimo para 2026, las persistentes preocupaciones fiscales y la continuidad de las operaciones de manejo de deuda por parte del MHCP.

**Las expectativas de inflación a un año provenientes de encuestas se mantuvieron por encima de las implícitas en el mercado de deuda. Las provenientes de encuestas, aumentaron en 19 pb y 23 pb, para diciembre de 2025 y diciembre de 2026, respectivamente. Por su parte, los promedios mensuales de los swap BEI a 1 y 2 años se ubicaron en niveles superiores a los registrados tanto en las encuestas como en el mercado de deuda. A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 4,39% (ant: 4,13%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 4,20% (ant: 3,69%). A 24 meses, la EME indica una expectativa de 3,70% (ant: 3,58%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 4,96% (ant: 3,59%)<sup>13</sup>.**

<sup>10</sup> Aunque se mantuvo por debajo de los registros de 2022 (0,77%) y 2023 (0,49%).

<sup>11</sup> Pero inferior al de 2022 (0,73%) y en línea con el de 2023 (0,35%).

<sup>12</sup> Pero inferior al observado en los mismos meses de 2022 y 2023.

<sup>13</sup> A diciembre de 2026, las encuestas indican una expectativa promedio de 3,94% (ant: 3,81%), mientras que el FBEI a 2026 neto de primas se ubica en 3,37% (ant: 3,46%) para el mismo plazo.

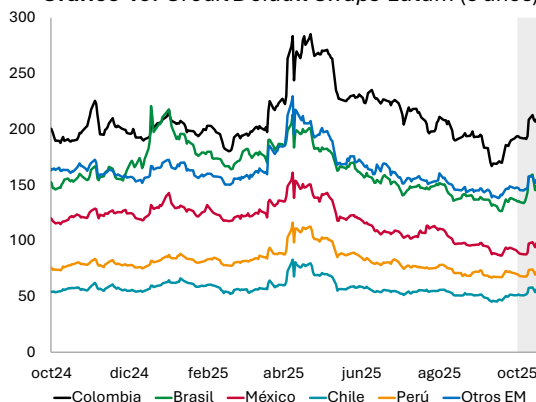


## 1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Al comparar las tasas de los TES en pesos entre el 30 de septiembre y el 24 de octubre, se observa un aplanamiento en la curva, resultado de una mayor desvalorización en los títulos de corto plazo frente a los de largo plazo. Esta dinámica en el tramo corto se alinea con una postura cautelosa del BanRep, el dato de inflación de septiembre (5,18%), que superó tanto las expectativas del mercado (5,11%) como el registro previo (5,10%), y las declaraciones de algunos miembros de la JDBR que se interpretaron por el mercado como *hawkish*. Por otro lado, la desvalorización en el tramo largo pudo estar relacionada con las discusiones alrededor de la aprobación del PGN para 2026 en el congreso, el cual asciende a COP 546,9 b e incluye COP 16,3 b

provenientes de una reforma tributaria aún pendiente de aprobación. A lo anterior se sumó, el aumento del cupo de colocaciones de TES de largo plazo para 2025 en COP 15,0 b hasta COP 95,8 b. Todo esto ocurre en un contexto marcado por tensiones diplomáticas entre Colombia y EE. UU., la continuidad de las operaciones de manejo de deuda por parte del MHCP, y la expectativa de que dichas operaciones se mantengan<sup>14</sup>. Adicionalmente, el anuncio realizado por la directora de la URF sobre un proyecto de decreto que buscaría modificar el régimen de inversión de los fondos privados de pensiones generó incertidumbre sobre los operadores de mercado. Finalmente, las primas por riesgo de Colombia se incrementaron como respuesta a la mayor aversión al riesgo generada por las tensiones comerciales entre EE. UU. y China. No obstante, estos aumentos fueron parcialmente corregidos hacia el cierre del periodo, lo que permitió que los niveles de riesgo se estabilizaran. Así, el CDS a 5 años de Colombia en lo corrido de octubre registró una leve disminución de 1 pb. Este comportamiento estuvo en línea con lo observado en la mayoría de los países de la región<sup>15</sup>.

Gráfico 19. Credit Default Swaps Latam (5 años)

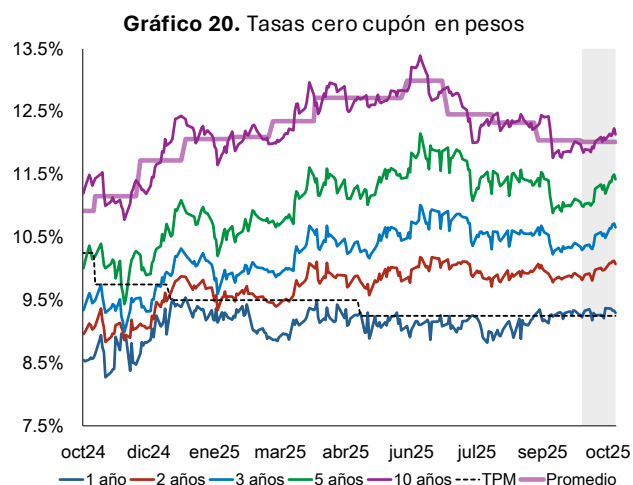


Fuente: Bloomberg. El CDS para otras economías emergentes corresponde al índice CDX.EM elaborado por Markit, el cual está compuesto por una muestra de emisores soberanos de países emergentes de Latinoamérica, Europa del Este, Medio Oriente, África y Asia.

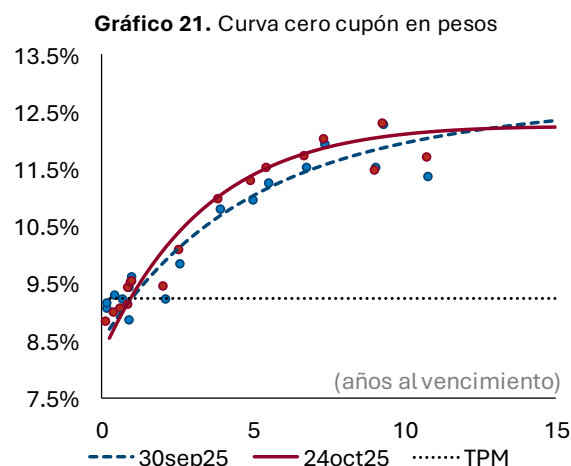
<sup>14</sup> En lo corrido de 2025, la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) ha ejecutado operaciones de canje por un total de COP 113,7 billones. Destaca especialmente la realizada el 8 de octubre, que alcanzó COP 43,4 billones, convirtiéndose en la mayor operación de este tipo llevada a cabo en el país.

<sup>15</sup> Brasil aumentó 5 pb, mientras que en México y Chile no se observaron variaciones. En Perú, el CDS se redujo en 6 pb. Por su parte, en una muestra de países emergentes, según el índice CDX.EM, el CDS retrocedió 3 pb.

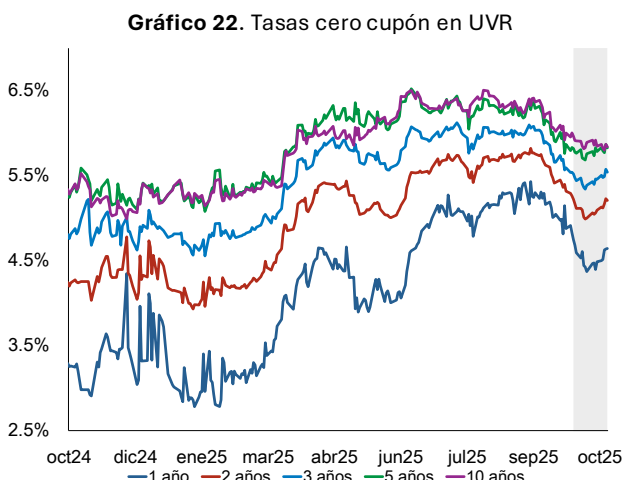




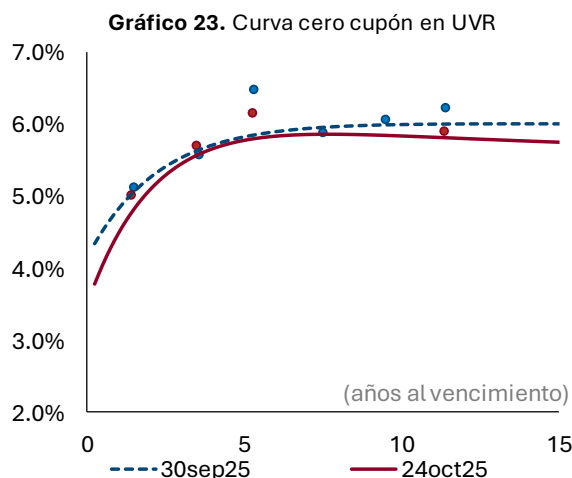
**Fuente:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. **Notas:** i) si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos; ii) la línea detrás de la serie morada corresponde al promedio mensual de la tasa de diez años.



**Por su parte, la curva de TES denominados en UVR se aplanó como resultado de mayores valorizaciones en el tramo largo en relación con el tramo corto, al comparar las tasas del 30 de septiembre con las del 24 de octubre.** Este comportamiento estuvo en línea con el dato de inflación de septiembre, que superó las expectativas del mercado, así como con el comportamiento estacional que suelen presentar estos títulos hacia el cierre e inicio de cada año.



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



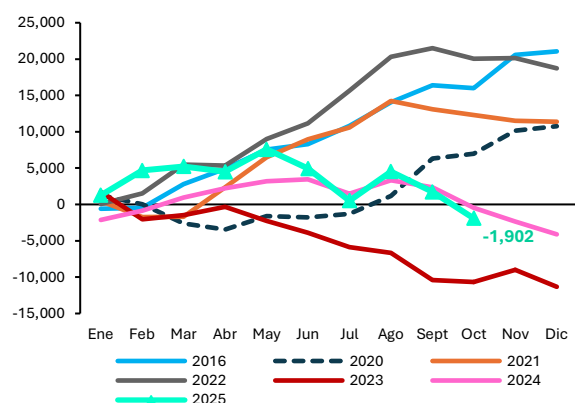
**Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 24 de octubre, los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas significativas de TES denominados en pesos por COP 3,8 b, principalmente en referencias del tramo medio de la curva (COP 2,7 b)<sup>16</sup>. En TES denominados en UVR, compraron en neto COP 167 miles de millones (mm) en el mercado de contado, principalmente en el tramo largo (COP 173 mm). De esta manera, en lo corrido del 2025 acumulan ventas netas por COP 1,9 b en el mercado de contado de TES, excluyendo los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería<sup>17</sup>. (Gráfico 24). Así, mantuvieron la tendencia vendedora observada durante el año y en octubre se ubicaron como el cuarto grupo de**

<sup>16</sup> En TES denominados en pesos del tramo corto y largo vendieron en neto COP 361 miles de millones y COP 764 miles de millones, respectivamente.

<sup>17</sup> En septiembre, el MHCP recibió recursos en francos suizos de un grupo de bancos extranjeros, a cambio de Tesoros y deuda pública colombiana en pesos y en dólares. En títulos de deuda pública local, entregó TCO y TES de largo plazo por un monto de COP 32 b a estos bancos. [Ver comunicado](#).

mayores tenedores de estos títulos con el 15,3% del total de TES en circulación, perdiendo la tercera posición, ahora ocupada por las sociedades fiduciarias (Gráfico 25).

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

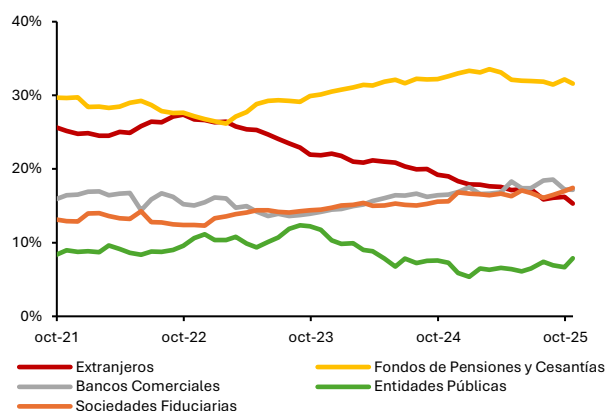


Fuente: BanRep.

**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.

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

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



Fuente: BanRep.

**Nota:** \* Excluye la transferencia de los TES en el portafolio del Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al MHCP en abril de 2023, así como las posteriores transferencias del 25% de ese portafolio en diciembre de 2023, y del 10% en agosto de 2025, del MHCP a Fiduprevisor. Para estimar la participación real del portafolio en el mercado de TES sin este efecto, se simula un escenario en el que dichas transferencias no ocurrieron y los saldos permanecen en los fondos de pensiones y fiduciarias.

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

**Las autoridades monetarias lideraron las ventas de los inversionistas extranjeros desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 26)<sup>18</sup>. Se observa una recomposición de la base de inversionistas domiciliados en el exterior hacia los bancos extranjeros en lo corrido de 2025.** Desde la última reunión de la JDBR, las autoridades monetarias vendieron en neto títulos por COP 1,7 b. Mientras que, en el acumulado del año, los bancos extranjeros han realizado compras netas por COP 1,7 b.

**Además, los inversionistas extranjeros clasificados como no-indexados<sup>19</sup> al índice GBI-EM Global Diversified<sup>20</sup> lideraron las ventas durante octubre (Gráfico 27).** Los agentes no-indexados realizaron ventas netas de TES por COP 4,5 b desde la última reunión de la JDBR, mientras que los indexados compraron en neto TES por COP 825 mm<sup>21</sup>. Las salidas de los inversionistas no-indexados podrían obedecer a algunos factores de incertidumbre en el frente local durante el periodo, como la discusión del Presupuesto General de 2026 y la descertificación de Colombia en la lucha antidrogas, entre otros factores. Además, dichas ventas podrían obedecer a tomas de utilidades por parte de estos agentes, dadas las valorizaciones que han presentado los títulos colombianos en lo corrido de la segunda mitad del año. Lo anterior en un contexto en el que persisten algunos riesgos en los frentes local e internacional, entre los que se destacan la incertidumbre fiscal en Colombia, que se

<sup>18</sup> A septiembre de 2025, la participación por tipo de inversionista extranjero dentro del total de tenencias en TES de extranjeros es de 40% para los fondos mutuos, 22% para los fondos de pensiones internacionales, 17% para las autoridades monetarias, 7% para los fondos soberanos, 5% para los bancos extranjeros, 2% para las compañías de seguros internacionales, y 7% para los demás tipos de agentes.

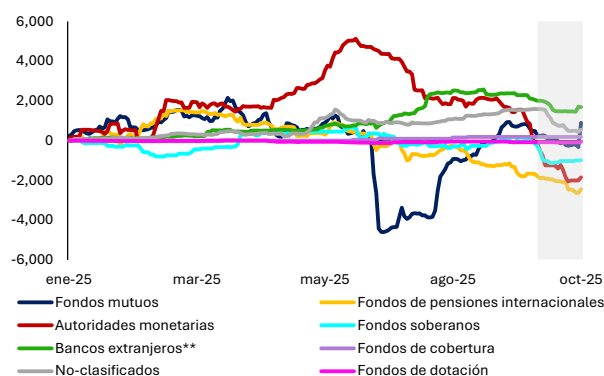
<sup>19</sup> La clasificación se basa en la metodología propuesta por [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#), en la cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

<sup>20</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>21</sup> Esta metodología permite clasificar a los administradores de fondos que invierten en TES; sin embargo, no controla por movimientos específicos o discrecionales que puedan presentarse en determinados fondos gestionados por un administrador.

suma a las diferencias en el frente diplomático con Estados Unidos, los cuales podrían llegar a presionar a la baja los flujos de los inversionistas extranjeros en el futuro.

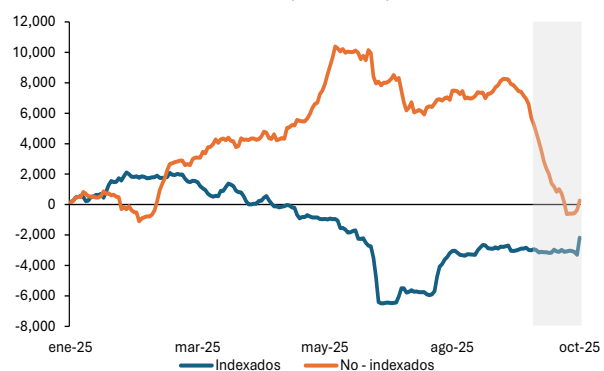
**Gráfico 26.** Flujos netos acumulados por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (COP mm)



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

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

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



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

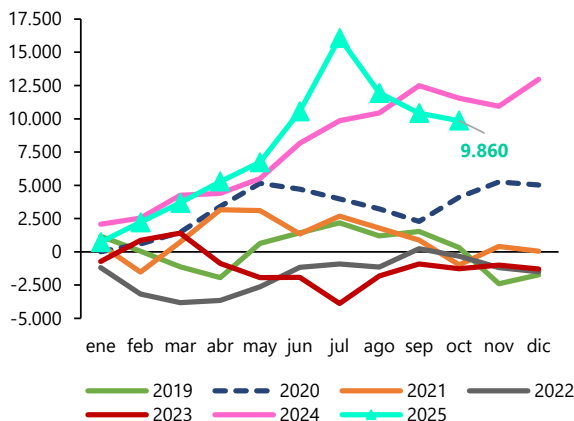
\*\* Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

Por otro lado, los inversionistas extranjeros continuaron disminuyendo su posición compradora en contratos *Non-Delivery Forward* (NDF) de TES<sup>22</sup> en octubre, aunque a un menor ritmo que en meses previos. Así, se presentaron vencimientos de contratos de compra por COP 500 mm desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 28), ubicando su posición compradora en COP 26,5 b al 24 de octubre. De acuerdo con la información reportada por las contrapartes locales al BanRep, estos vencimientos se concentraron en referencias del tramo medio de la curva de TES en pesos (COP 2,0 b)<sup>23</sup>. En cuanto a sus contrapartes locales, las corporaciones financieras fueron el tipo de entidad con la que concentraron la disminución en su posición durante el periodo (COP 798 mm), seguidos de las sociedades comisionistas de bolsa (COP 357 mm), mientras que con los bancos comerciales la aumentaron en COP 655 mm. La no renovación de estos contratos, podría estar relacionada con menores expectativas de valorizaciones de los TES por parte de los inversionistas en este mercado.

<sup>22</sup> Un NDF de TES es un contrato futuro *Over-the-Counter* (OTC) en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio pactado en la fecha de negociación del contrato. Son derivados OTC, por lo que las negociaciones se llevan a cabo mediante acuerdos bilaterales entre las partes interesadas. Al ser *Non-Delivery*, la liquidación se realiza por compensación. Es decir, a su vencimiento se compara el precio pactado en el contrato con el precio de mercado del TES subyacente, y se paga la diferencia a la parte que corresponda (no hay entrega del TES). A modo de ejemplo, si al vencimiento del contrato, el precio en el mercado de contado del TES subyacente es mayor al precio pactado en el NDF de TES, el comprador del contrato recibe el diferencial entre los dos precios multiplicado por el monto.

<sup>23</sup> En instrumentos sobre referencias del tramo corto y largo de la curva presentaron variaciones en su posición por COP 183 mm y COP 1.342 mm, respectivamente.

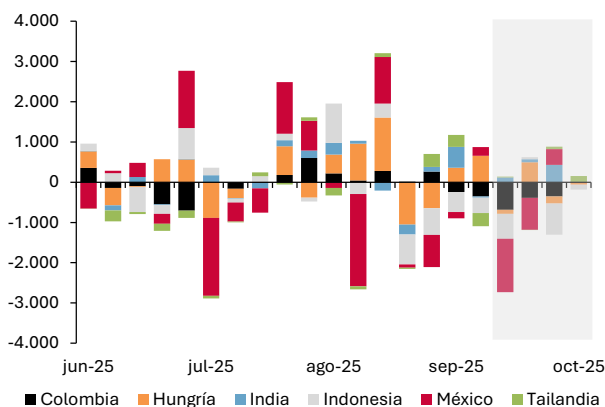
**Gráfico 28.** Cambio en la posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año (COP mm)



Fuente: Reporte de las entidades locales al BanRep.

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

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



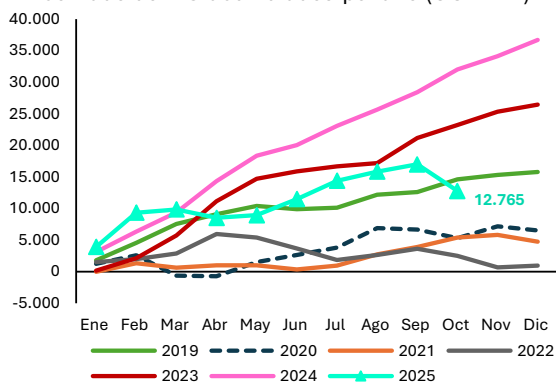
Fuente: IIF y BanRep. La serie de Colombia se calcula con base en la información del Depósito Central de Valores (DCV) de los flujos diarios a valor de mercado de los inversionistas extranjeros en TES, convertidos a dólares con la tasa de cambio del día anterior a la fecha de negociación de cada flujo.

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

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

A nivel global, durante octubre se registraron flujos de venta de inversionistas extranjeros en títulos de deuda<sup>24</sup> para una muestra de países emergentes (Gráfico 29). En el caso de Colombia se han observado salidas de capital durante el año, en un entorno de comportamientos mixtos entre los países de la muestra. Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF) con corte al 24 de octubre, desde la última reunión de la JDBR países como México, Indonesia y Colombia han presentado ventas netas por USD 1.723 m (0,2% del saldo total de deuda pública en ese país<sup>25</sup>), USD 1.466 m (0,4%) y USD 1.420 m (0,9%), respectivamente.

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



Fuente: BanRep.

Los FPC registraron ventas netas de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR, este comportamiento no se observaba desde junio (Gráfico 30). Durante el periodo, los FPC vendieron en neto TES en pesos por COP 3,7 b, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 2,5 b)<sup>26</sup>. Además, realizaron ventas netas de TES denominados en UVR por COP 511 mm, principalmente en referencias del tramo corto y medio de la curva (COP 1,1 b y COP 550 mm, respectivamente)<sup>27</sup>. En todo caso, se mantienen como los principales tenedores de TES (31,6% del total de TES en circulación).

<sup>24</sup> Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.

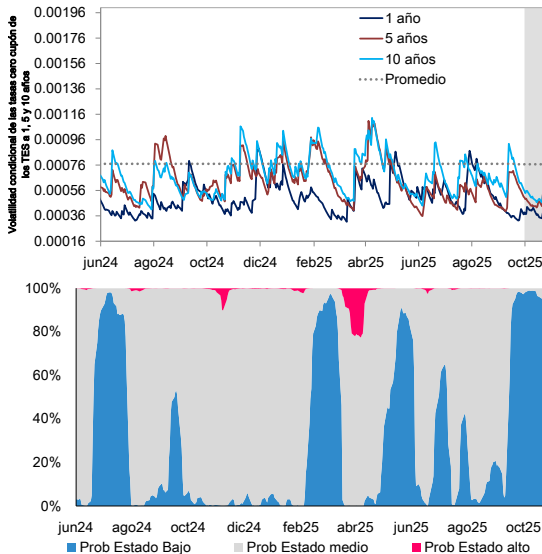
<sup>25</sup> Fuente: Haver Analytics. Información a septiembre de 2025.

<sup>26</sup> En referencias del tramo corto y medio de la curva en pesos, vendieron en neto COP 1,1 b y COP 37 mm, durante el periodo.

<sup>27</sup> En referencias del tramo corto y largo de la curva en UVR, presentaron flujos netos por COP -655 mm y COP 5,6 b, durante el periodo.

Desde la última reunión de la JDBR, las entidades públicas fueron los mayores compradores de TES, principalmente en referencias del tramo medio y largo de la curva. Lo anterior estuvo relacionado con un canje de deuda entre el MHCP y los creadores de mercado por COP 43,4 b sobre referencias de TES en pesos y TCO durante el periodo. En lo corrido del año, el MHCP ha realizado operaciones de canje de deuda por un monto acumulado de COP 114 b. En octubre, las entidades públicas compraron en neto títulos por COP 6,1 b y COP 4,4 b en referencias del tramo medio y largo de la curva, mientras que en títulos del tramo corto vendieron en neto COP 2,5 b. Por su parte, en el canje de deuda, la Tesorería del MHCP recibió referencias de TCO y TES en pesos con vencimiento entre 2025 y 2050, a cambio de TES en pesos con vencimiento entre 2029 y 2058<sup>28</sup>.

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



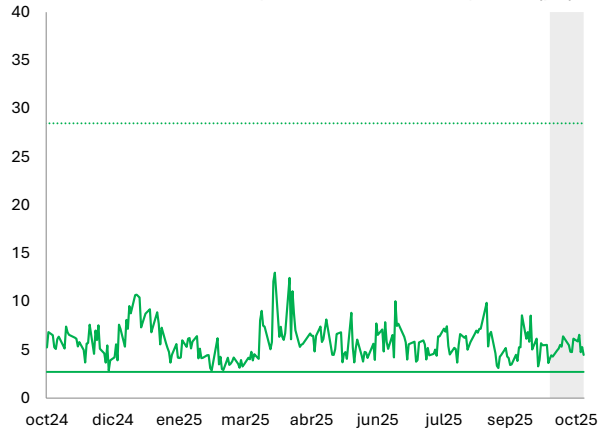
**Fuente:** BanRep y Precia. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** La volatilidad condicional se estima con un modelo GARCH (1,1). Las probabilidades de los regímenes de volatilidad se calcularon con un modelo MS-GARCH sobre el índice IDXTES.

**La volatilidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó en octubre y se ubicó con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad bajo (Gráfico 31).** La mayoría de las métricas de liquidez desmejoraron. Respecto a los indicadores de liquidez, los *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio de los TES en pesos se mantuvieron estables mientras que los de UVR se ubicaron por encima de los observados en septiembre, mientras que la profundidad promedio disminuyó en ambas referencias. La mayoría de estos indicadores continúan reflejando niveles de liquidez inferiores a los cinco años previos a la pandemia del Covid-19<sup>29</sup> (Anexo 2 – Gráficos 32 al 35).

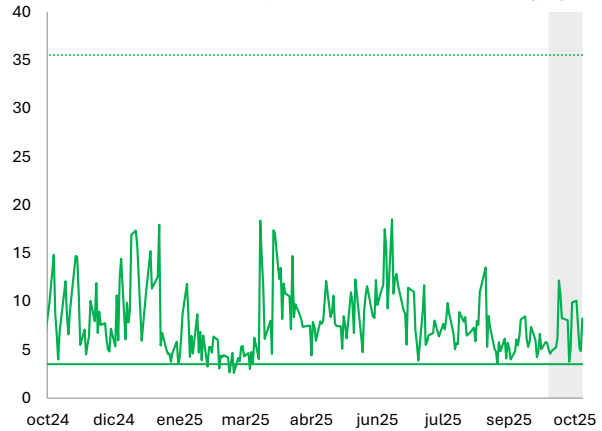
<sup>28</sup> EL MHCP recibió COP 90 mm, COP 160 mm, COP 3,7 b, COP 6,5 b, COP 2,2 b, COP 1 b, COP 7,0 b, COP 8,8 b y COP 14,1 b en las referencias de TCO y TES en pesos con vencimiento en noviembre de 2025, diciembre de 2025, marzo de 2026, junio de 2026, agosto de 2026, noviembre de 2027, abril de 2028, octubre de 2034 y octubre de 2050, respectivamente. En las referencias con vencimiento en agosto de 2029, enero de 2035 y marzo de 2058, entregó COP 9,6 b, COP 16,2 b y COP 9,6 b, en su orden.

<sup>29</sup> Al 24 de octubre, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 5,19 pb para los TES en pesos y 7,07 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 5,19 pb y 5,79 pb observados durante septiembre, y los niveles promedio de 2,72 pb y 3,51 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 182,33 mm a COP 168,79 mm, y la de los TES denominados en UVR de COP 153,50 mm a COP 144,12 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,11 mm y COP 68,90 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).

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

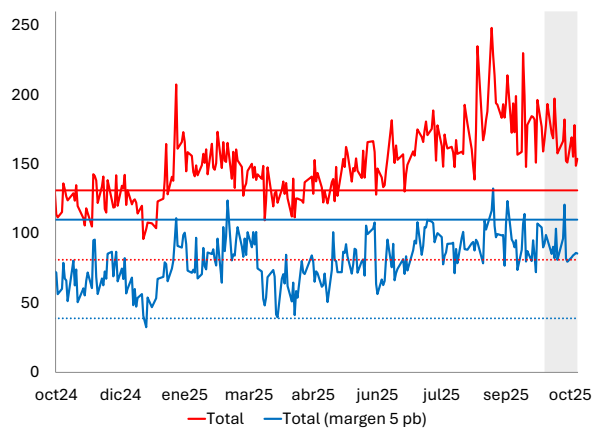


**Gráfico 33. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)**

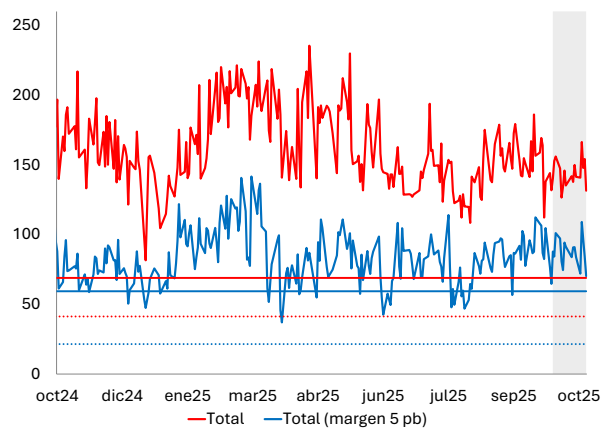


**Fuente y Cálculos:** BanRep. El *bid-ask spread* se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del Gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

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

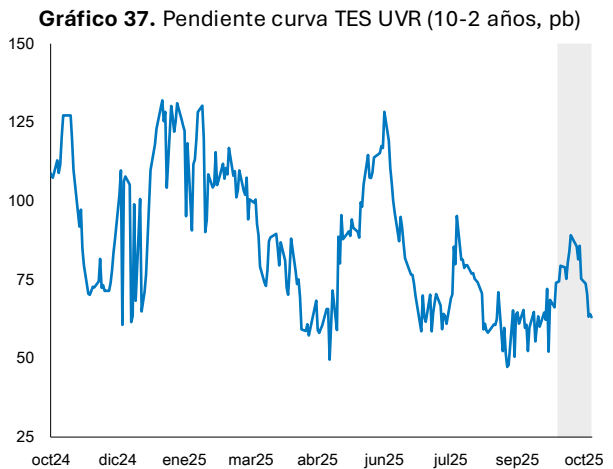
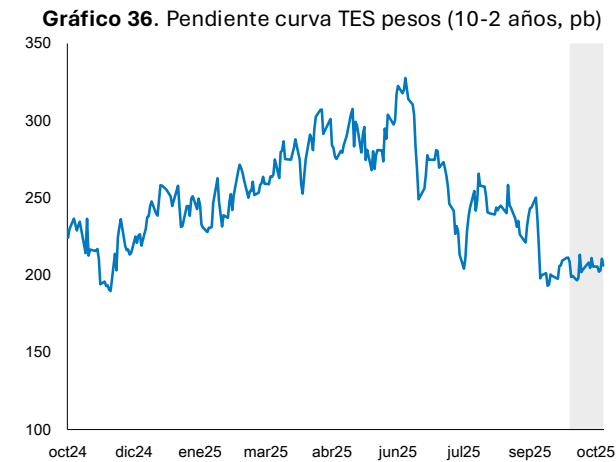


**Gráfico 35. Profundidad promedio TES en UVR**



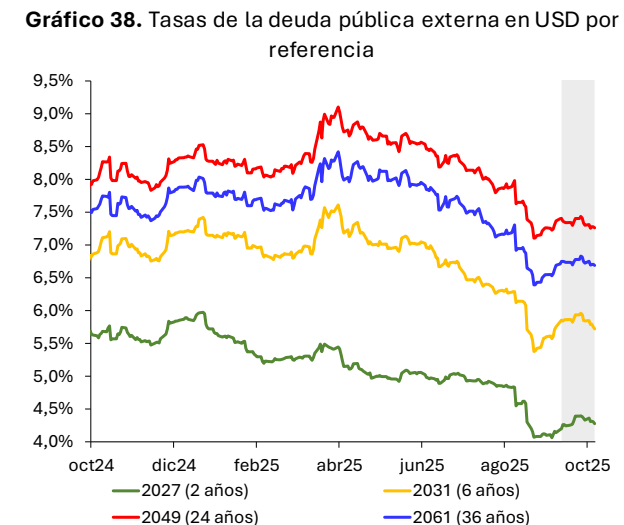
**Fuente y Cálculos:** BanRep. Las cifras están en miles de millones de pesos. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. 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.

**Las curvas de los TES denominados en pesos y UVR se aplanaron.** Durante este periodo, la pendiente 10 años –2 años se redujo en 5 pb, alcanzando un nivel de 206 pb en la curva de TES pesos, por otra parte, la de TES en UVR cayó 11 pb, hasta un nivel de 63 pb (Gráficos 36 y 37).

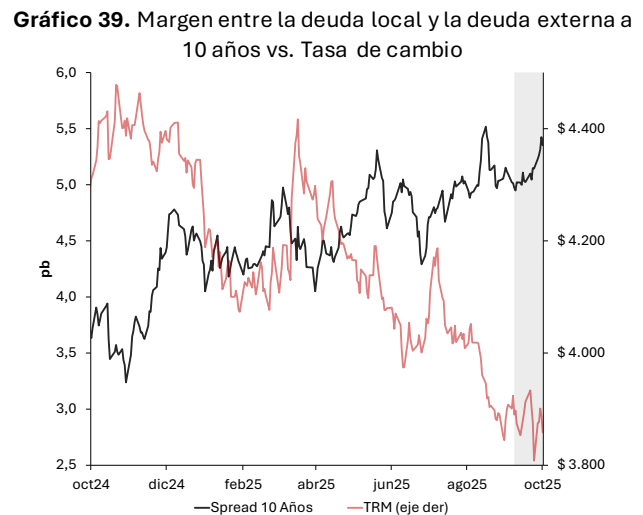


Fuentes: SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep.

**En octubre, los títulos de deuda soberana colombiana denominados en dólares presentaron valorizaciones a diferencia de los denominados en pesos, por lo que la diferencia de tasas entre ambos aumentó.** Desde la última reunión de la JDBR, las tasas de los títulos en dólares con vencimientos a 2, 6, 24 y 36 años presentaron variaciones de 8 pb, -13 pb, -15 pb y -6 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 34 pb, debido a que los títulos denominados en dólares presentaron valorizaciones a diferencia de los denominados en moneda local (Gráfico 39).



Fuente: Bloomberg.

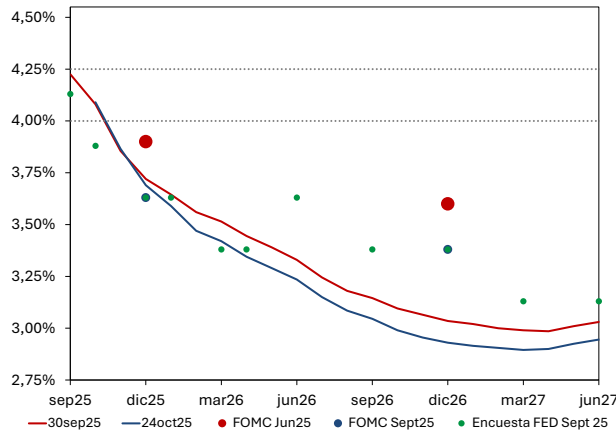


Fuente: Bloomberg y BanRep.



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

**Gráfico 40.** Senda esperada tasa de Fondos Federales



**Fuente:** Bloomberg y Fed.

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

publicadas en septiembre para el cierre de 2025<sup>31</sup> y 50 pb por debajo de las publicadas para el cierre de 2026 (Gráfico 40).

En esta misma línea, el CME<sup>32</sup> muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2025 es aquel consistente con recortes adicionales por 25 pb (ant: 25 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2025 se ubicó en el rango entre 3,50% y 3,75% durante octubre (probabilidad del 92%), seguido del rango entre 3,25% y 3,50% (probabilidad del 5%, Cuadro 3).

El 29 de octubre, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) recortó su tasa de intervención en 25 pb para ubicarla en el rango entre 3,75% y 4,00%, en línea con las expectativas del mercado de futuros. Por su parte, el mercado descuenta que el FOMC realice recortes adicionales por 25 pb (ant: 25 pb) durante 2025. Las expectativas de política monetaria continuaron descontando un recorte adicional para la reunión de diciembre ante la publicación de cifras del mercado laboral y de inflación por debajo de lo esperado por el mercado en Estados Unidos<sup>30</sup> (ver *Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región*). Estas proyecciones del mercado se encuentran en línea con las proyecciones del FOMC

<sup>30</sup> Algunas cifras, como el reporte de nóminas no-agrícolas, se han visto afectadas por el cierre del gobierno en EE. UU., por lo que no se ha publicado su dato con corte a septiembre

<sup>31</sup> Con corte al 24 de octubre de 2025

<sup>32</sup> Chicago Mercantile Exchange.

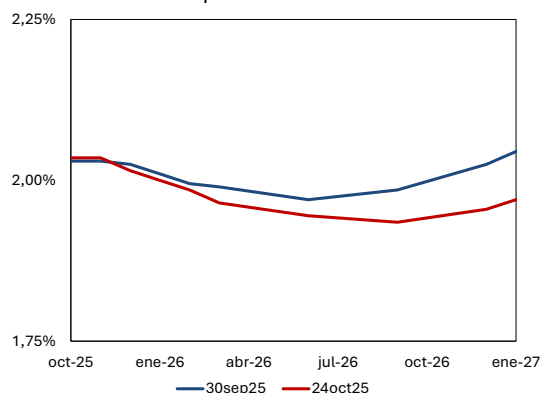


**Cuadro 3. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre de 2025**

	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00% (Rango actual)	4,00%-4,25%	4,25%-4,50%
30sep25	0%	77%	22%	1%	0%
24oct25	5%	92%	4%	0%	0%

Fuente: CME.

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



Fuente: Bloomberg.

**Por su parte, las expectativas de TPM en Europa se mantuvieron relativamente estables en octubre.** Los futuros de la tasa Euribor anticipan una tasa de 2,02% para cierre de 2025 (ant: 2,03%) y de 1,96% para el cierre de 2026 (ant: 2,03%) (Gráfico 41).

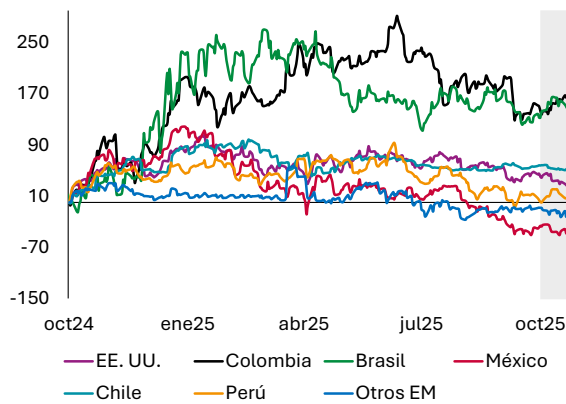
#### 1.4. Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región

**Durante octubre, la curva de rendimientos de los Tesoros de EE. UU. se aplanó, impulsada por mayores valorizaciones en el tramo largo frente al resto de la curva.** Este comportamiento respondió a

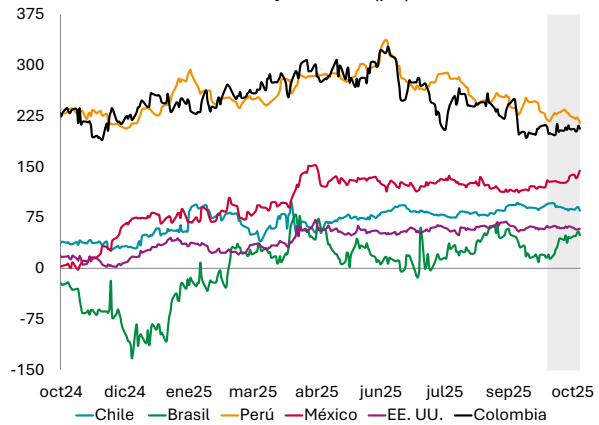
una combinación de factores que incrementaron la aversión al riesgo en los mercados, entre los que destacan: i) el cierre parcial del Gobierno estadounidense debido a desacuerdos presupuestales, y ii) el aumento de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China. No obstante, recientemente, el sentimiento de los inversionistas ha mostrado señales de mejora tras indicios de avances en las negociaciones comerciales entre ambas potencias. En el tramo corto de la curva, los movimientos estuvieron soportados por datos económicos que sorprendieron a la baja. Por un lado, el reporte de nóminas ADP de septiembre sorprendió negativamente, al registrar una caída de 32 mil empleos frente a los 51 mil esperados, además de una revisión a la baja del dato previo, que pasó de 54 mil a -3 mil nuevos empleos. Adicionalmente, la inflación de septiembre mostró una leve sorpresa a la baja, al ubicarse en 3,0% a/a mientras que el mercado esperaba 3,1%.

**En este contexto, las curvas de rendimiento de los títulos de deuda pública en la región mostraron comportamientos mixtos.** Se destacan los empinamientos en las curvas de Brasil y México, impulsados por valorizaciones en el tramo corto, como respuesta a datos de inflación y actividad económica que sorprendieron a la baja. En Brasil, la inflación de septiembre se ubicó en 5,17% a/a (esp: 5,21%). Asimismo, la actividad económica de agosto creció 0,12% a/a (esp: 0,70%), y la inflación de la primera quincena de octubre se situó en 4,95% a/a (esp: 5,00%). En México, la inflación de septiembre fue de 3,76% a/a (esp: 3,78%), mientras que la actividad económica de agosto se contrajo 0,90% a/a (esp: 0,50%). Además, la inflación de la primera quincena de octubre se ubicó en 3,63% a/a (esp: 3,73%). Lo anterior se reflejó en el aumento de las pendientes 10 años - 2 años: en Brasil, la cual se amplió en 33 pb (hasta un nivel de 49 pb); en México, el incremento fue de 21 pb (hasta un nivel de 144 pb). En contraste, en EE. UU. y Chile, las pendientes disminuyeron en 3 pb (ubicándose en 50 pb y 88 pb, respectivamente). Mientras que, en Perú, la reducción fue de 1 pb (hasta un nivel de 220 pb; Gráficos 42 a 44, Anexo 4).

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



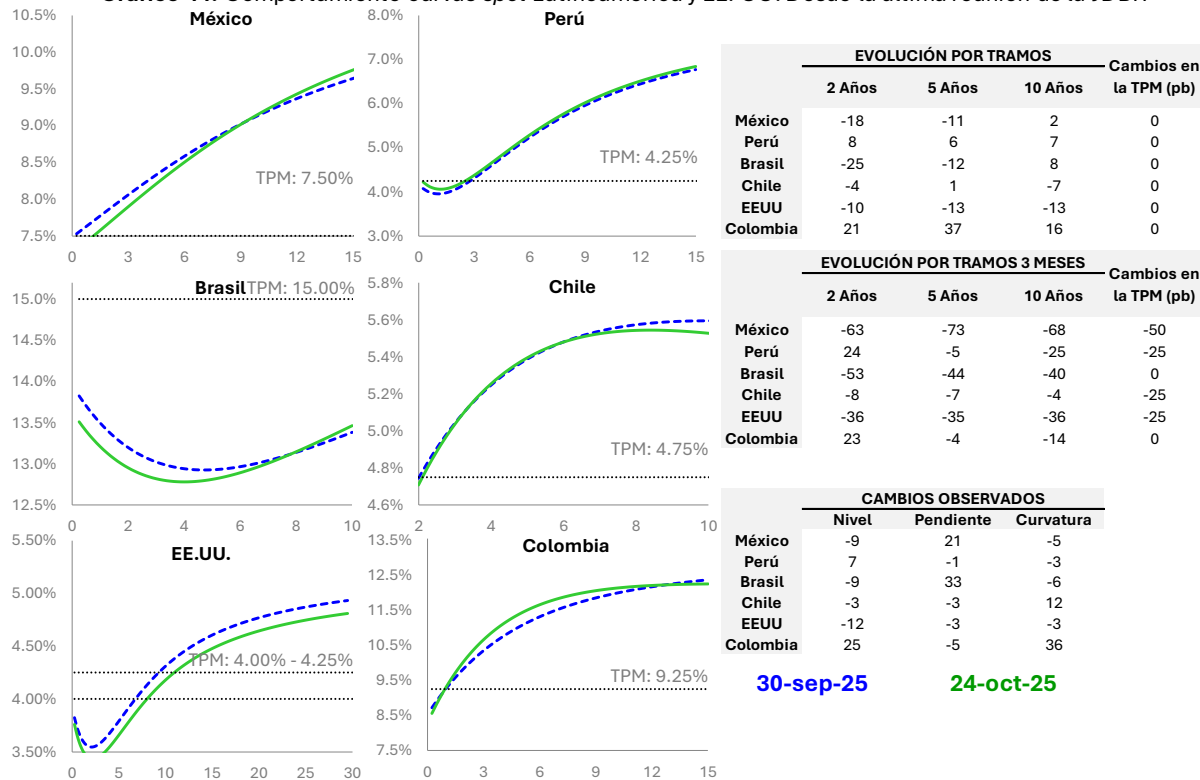
**Gráfico 43.** Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

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

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



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

## 2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

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

### 2.1. Expectativas de TPM

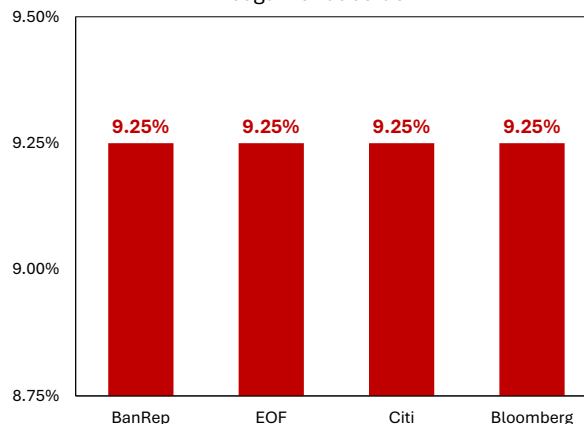
**Las encuestas indican que todos los agentes descuentan que la tasa de política monetaria permanezca inalterada en octubre.** Primero, según la EME<sup>33</sup>, la mediana señala que la TPM permanecerá estable en 9,25% en octubre (desviación estándar de 0 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera<sup>34</sup> (EOF), los 24 agentes encuestados esperan que la TPM permanezca estable en octubre. Por su parte, las 26 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg<sup>35</sup> esperan que la TPM permanezca estable en octubre. En el mismo sentido, de acuerdo con las encuestas de analistas financieros de Citi<sup>36</sup> y ANIF<sup>37</sup>, el 100% de las 32 entidades encuestadas espera y recomienda que la TPM permanezca inalterada en octubre. La desviación estándar de las expectativas se mantuvo en 0 pb en septiembre (Gráficos 45 y 46, y Anexo 1).

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



Fuente: Citi y ANIF.

**Gráfico 46.** Expectativas TPM próxima reunión según encuestas



Fuente: BanRep, EOF, Bloomberg y Citi. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 8 y el 10 de octubre. La EOF se publicó el 22 de octubre con datos recolectados entre el 8 y el 16 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 27 de octubre. Los datos de Bloomberg se recolectaron hasta el 28 de octubre.

<sup>33</sup> Datos recolectados entre el 8 y el 10 de septiembre.

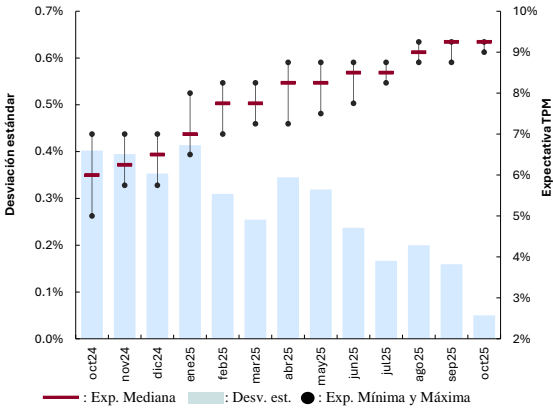
<sup>34</sup> Publicada el 22 de octubre con datos recolectados entre el 8 y el 16 del mismo mes.

<sup>35</sup> Datos recolectados hasta el 28 de octubre.

<sup>36</sup> Publicada el 27 de octubre.

<sup>37</sup> Publicada el 20 de octubre.

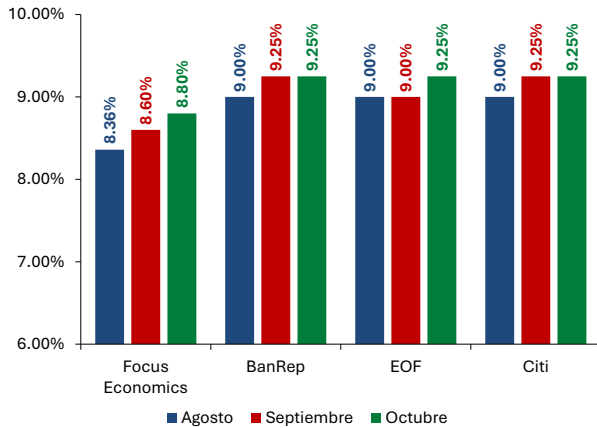
**Gráfico 47.** Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas



Fuente: Citi.

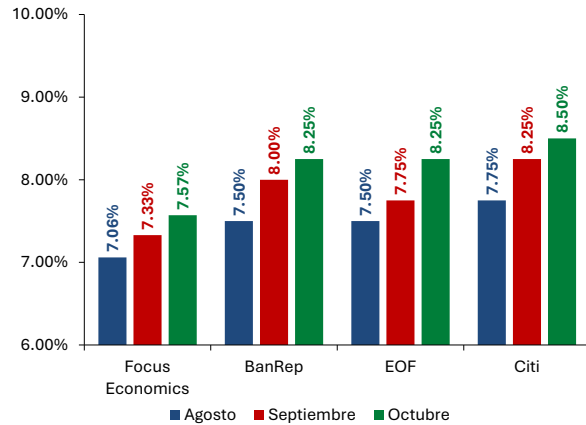
Considerando horizontes más largos, las encuestas muestran expectativas de TPM para 2025 más altas que las registradas en septiembre. Según los resultados de la encuesta del BanRep, EOF y Citi, no se anticipan nuevos recortes en la TPM durante el resto de 2025. Por un lado, de acuerdo con la encuesta de Citi, la mediana de la TPM esperada para cierre de 2025 se mantuvo en 9,25% en octubre, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 16 pb a 5 pb (Gráfico 47). Por su parte, el promedio de todas las encuestas aumentó de 9,03% a 9,14% para el cierre de 2025 (Gráfico 48), y de 7,83% a 8,14% para el cierre de 2026 (Gráfico 49).

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



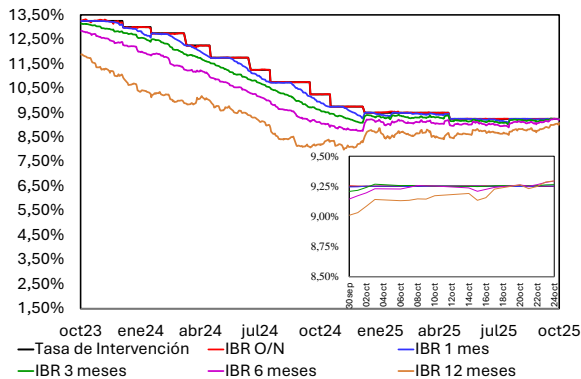
**Fuente:** Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics incluyen datos recolectados hasta el 5 de octubre. La encuesta del BanRep se realizó entre el 8 y el 10 de octubre. La EOF se publicó el 22 de octubre con datos recolectados entre el 8 y el 16 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 27 de octubre.

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



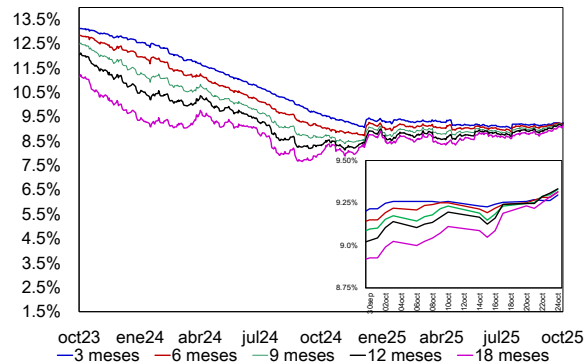
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS a plazos entre 3 y 18 meses han mostrado aumentos, sugiriendo un mayor nivel de la TPM para los próximos 18 meses. Entre el 30 de septiembre y el 24 de octubre, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, mostraron aumentos de 6 pb, 15 pb, 28 pb, 23 pb, 30 pb y 39 pb, respectivamente (Gráficos 50 y 51).

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



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

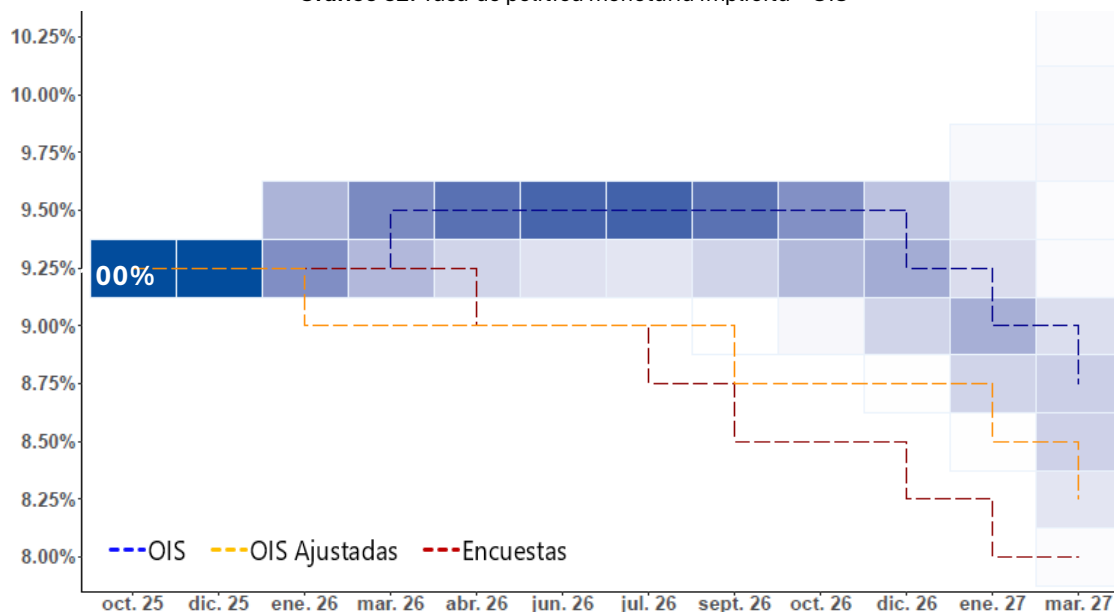
**Gráfico 51. Tasas OIS**



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

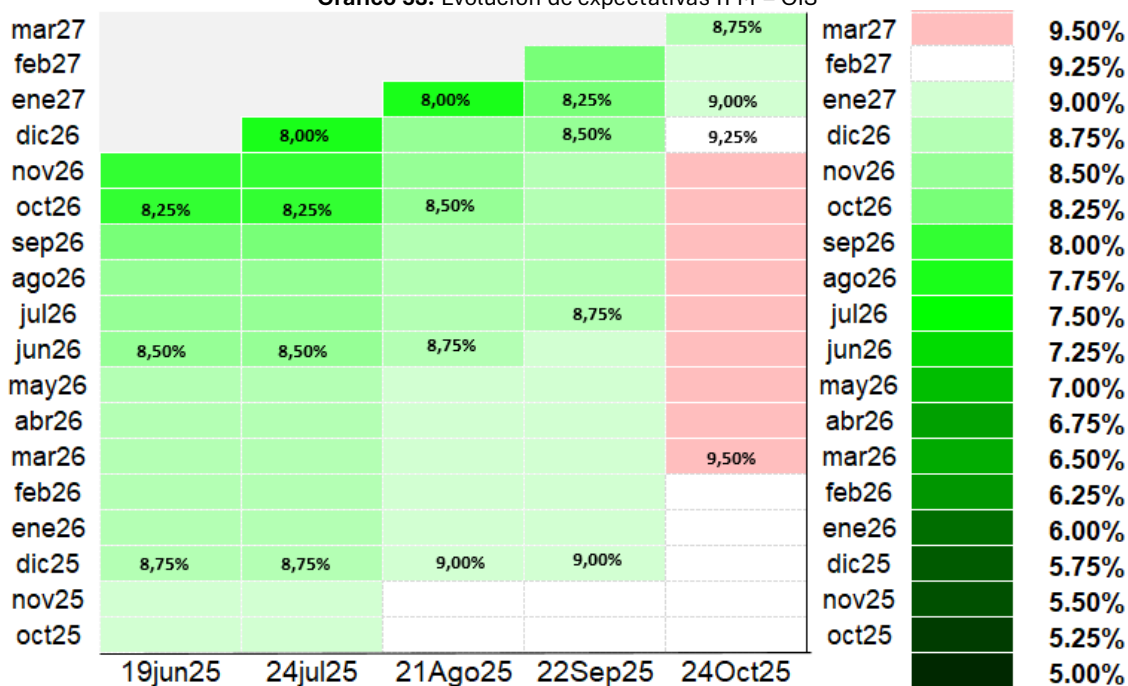
El mercado OIS anticipa estabilidad de la TPM durante la reunión de octubre y, con una probabilidad de 63%, espera un aumento de 25 pb en marzo de 2026 y nuevos recortes a partir de diciembre de 2026. Los niveles esperados de TPM por parte de este mercado son superiores a los proyectados en el mes de septiembre. Con información al 24 de octubre, el mercado descuenta que la TPM se ubicaría en 9,25% al cierre del 2025 (ant: 9,00%) y en diciembre de 2026 se ubicaría en 9,25% (ant: 8,50%; Gráficos 52 y 53). La trayectoria de TPM es coherente con una postura cautelosa por parte del BanRep, en un contexto marcado por la publicación de un dato de inflación superior al del mes anterior, las persistentes preocupaciones fiscales y declaraciones de algunos miembros de la JDBR. En este escenario, diversos analistas continúan destacando la importancia de mantener una postura prudente frente a futuras decisiones sobre la tasa, subrayando los riesgos inflacionarios que trae un alto déficit fiscal y un posible incremento del salario mínimo por encima de la inflación y la productividad como se ha observado en años anteriores.

**Gráfico 52. Tasa de política monetaria implícita – OIS**



**Nota:** En 2026, el mercado OIS se encuentra dividido entre un escenario de estabilidad de la TPM y un posible aumento de 25 puntos básicos. Para las reuniones de enero, marzo, abril, junio, julio, octubre y diciembre, la probabilidad de que la TPM se ubique en 9,5% es de 39,6%, 62,9%, 77,4%, 84,3%, 86,2%, 76,8%, 59,1% y 32,1%, respectivamente.

**Gráfico 53. Evolución de expectativas TPM – OIS**

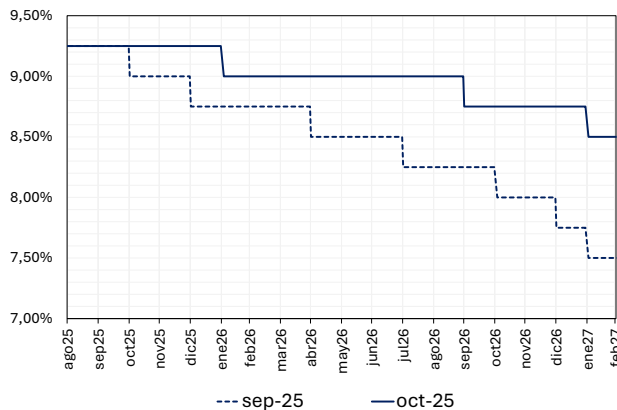


**Fuente:** Bloomberg. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo se estima el modelo con tasas hasta 18 meses, para valores superiores a estas maduraciones las tasas OIS presentan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

**Para la reunión de octubre las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS asignan una probabilidad del 100% a estabilidad de la tasa. Estas expectativas indican que la TPM se ubicaría en 9,25% en diciembre de 2025 (ant: 8,75%) y en 8,75% en diciembre de 2026 (ant: 7,75%). El Gráfico 54 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de septiembre y octubre, los niveles de la TPM esperados con los datos de octubre son superiores a lo esperado en septiembre.**

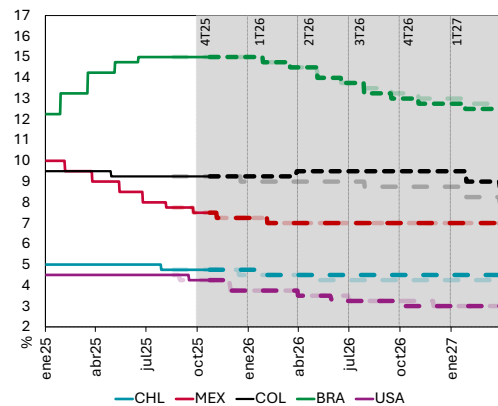
**Las expectativas de TPM en la mayoría de los países de la región presentaron leves cambios (Gráfico 55).** En México se espera una TPM inferior para 2026 (7,00%; ant: 7,25%) como respuesta a datos débiles de actividad económica<sup>38</sup>. Por su parte en Brasil se espera que la TPM cierre en 2026 en 12,75% (ant: 13,00%), este ajuste se explica por resultados de inflación favorable y de actividad económica por debajo de lo esperado<sup>39</sup>. En el caso de Chile se proyecta que la TPM en 2026 cierre en 4,50% (ant: 4,50%), en un contexto donde la inflación repuntó y se ubicó en 4,4% (esp: 4,4%; ant: 4,0%).

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



**Fuente:** Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 22 de septiembre y 24 de octubre de 2025.

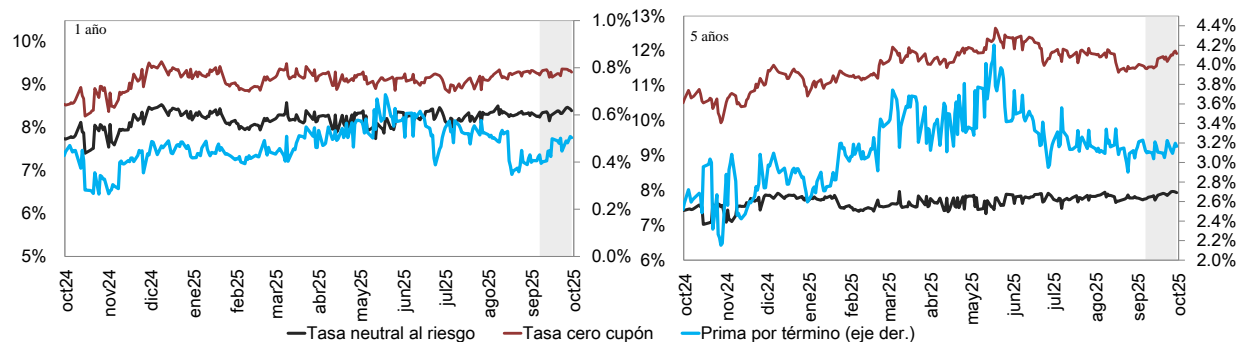
**Gráfico 55.** Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



**Fuente:** Bloomberg, Citi. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 22 de septiembre, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 24 de octubre.

**En Colombia, durante el periodo las tasas neutras al riesgo a 1 y 5 años aumentaron levemente, en línea con las expectativas de la TPM implícitas en el mercado OIS.** 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 2 pb y 8 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 8,33% y 7,37%, en su orden. Por su parte, las primas a término promedio del mes se ubicaron en 0,46% (ant: 0,43%) y 3,15% (ant: 3,13%), respectivamente (Gráfico A4.4).

**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.

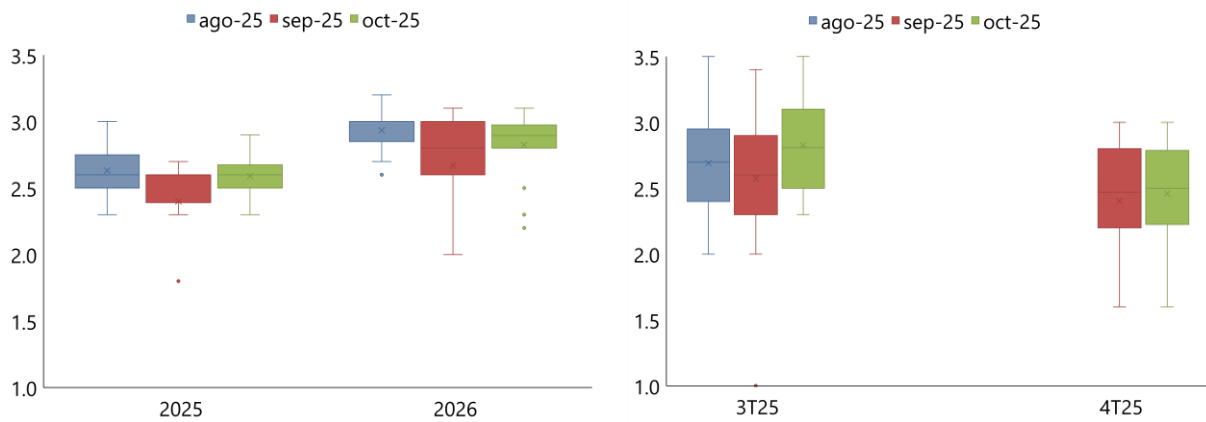
<sup>38</sup> La producción industrial disminuyó 3,6% (esp: -2,0%; ant: -2,7%), la confianza del consumidor se ubicó en 46,5 (esp: 46,7; ant: 46,9), mientras la inflación a/a registró 3,76% (esp: 3,78%; ant: 3,57%).

<sup>39</sup> La inflación a/a registró 5,17% (esp: 5,21%; ant: 5,13%), la inflación m/m se ubicó en 0,48% (esp: 0,52%; ant: -0,22%) y la actividad económica a/a de agosto creció 0,12% (esp: 0,70%; ant: 1,15%).

## 2.2. Expectativas de crecimiento económico

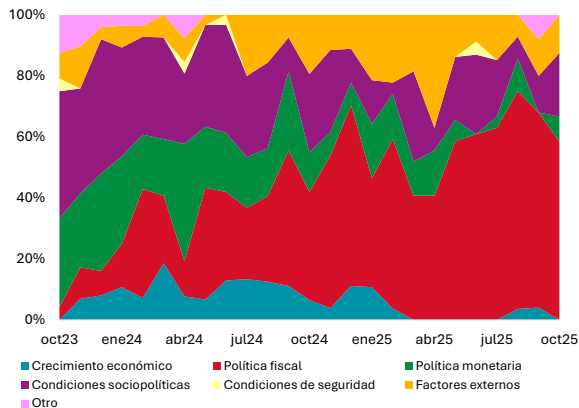
**Las expectativas de crecimiento permanecieron estables para 2025 y aumentaron levemente para el siguiente año.** De acuerdo con la EOF, los analistas mantuvieron estable su perspectiva de crecimiento para 2025 en 2,6% y la aumentaron para 2026 de 2,8% a 2,9%. Para el 3T25 la aumentaron de 2,6% a 2,8%, mientras que para el 4T25 la mantuvieron en 2,5% (Gráfico 57). Por su parte, los agentes encuestados por Citi mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2025 en 2,6%, y la redujeron levemente para 2026 de 2,9% a 2,8%.

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



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

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



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC.

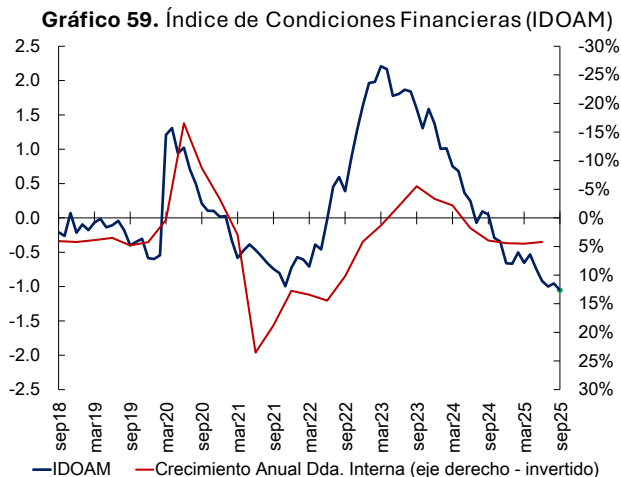
**En cuanto a los factores más relevantes para la toma de decisiones de inversión, la política fiscal se mantuvo como el factor más relevante, seguida de las condiciones sociopolíticas y los factores externos.** Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: *¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?*, el 58% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 64%), el 21% las condiciones sociopolíticas (ant: 12%), el 13% los factores externos (ant: 12%), y el 8% restante la política monetaria (ant: 0%; Gráfico 58).



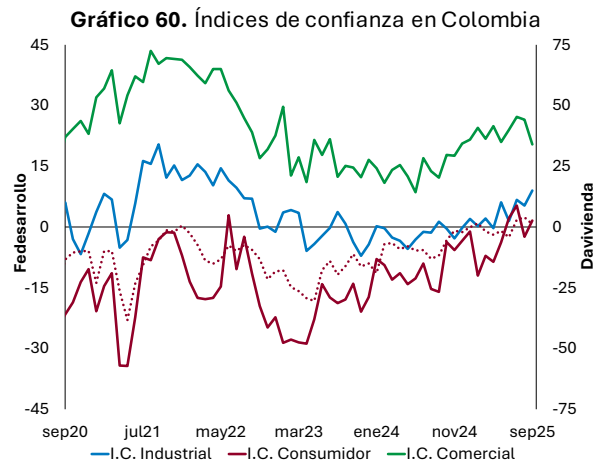
### 3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con los datos de septiembre de 2025, el Indicador de Condiciones Financieras (IDOAM) presentó una ligera reducción. Este comportamiento continúa señalando condiciones financieras locales favorables, las cuales pueden haber contribuido al crecimiento de la demanda interna. La mejora del indicador se explica por la mejor confianza de los consumidores y la reducción en el diferencial entre las tasas de la cartera de tesorería y preferencial, frente a las tasas de los TES (Gráfico 59).

El indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo mejoró respecto al mes anterior, mientras que los indicadores de confianza empresarial presentaron comportamientos mixtos. El Índice de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo se ubicó en 1,6% frente al -2,4% registrado en agosto, evidenciando una mejora tanto en el índice de condiciones económicas como en el índice de expectativas del consumidor. En contraste, el indicador de confianza del consumidor de Davivienda se moderó de 4,0% a 1,2%, en un contexto de fortaleza del peso colombiano y el buen desempeño del mercado laboral. Por el lado empresarial, el indicador de confianza industrial de Fedesarrollo registró aumentos, mientras que el comercial disminuyó. El indicador de confianza industrial aumentó de 5,3% a 9,0%, explicado por un aumento en el volumen actual de pedidos y una disminución en el nivel de existencias. A su vez el indicador de confianza comercial bajó de 26,5% a 20,4%, explicado por menores expectativas de la situación económica para el próximo semestre y un aumento en el nivel de existencias (Gráfico 60).

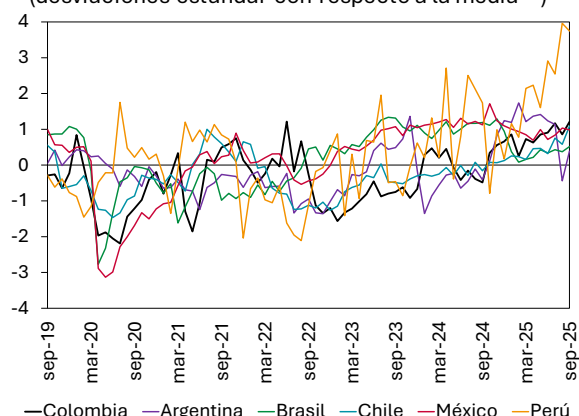


**Fuentes:** BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Nota:** La volatilidad se calcula con un modelo GARCH(1,1).



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

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



Fuentes: INEGI<sup>40</sup>, FGV<sup>41</sup>, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.

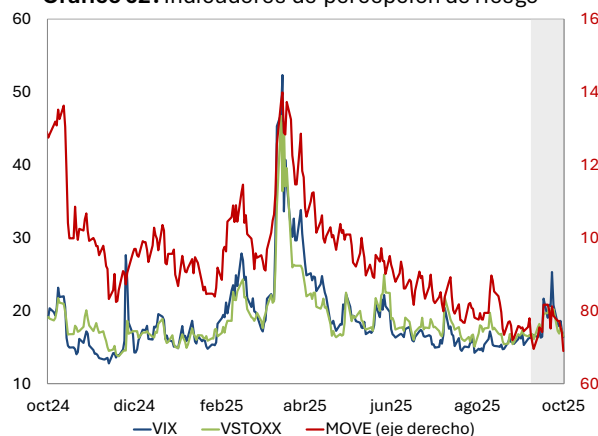
Cálculos: BanRep. \*Series desestacionalizadas. Información mensual.

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

En septiembre, el indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia retomó su tendencia al alza, en línea con la mayoría de los países de la región. El Gráfico 61 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Este indicador presentó aumentos durante septiembre para todos los países, con la excepción de Perú y México que presentaron leves disminuciones. Todos los indicadores se encuentran por encima de su media histórica.

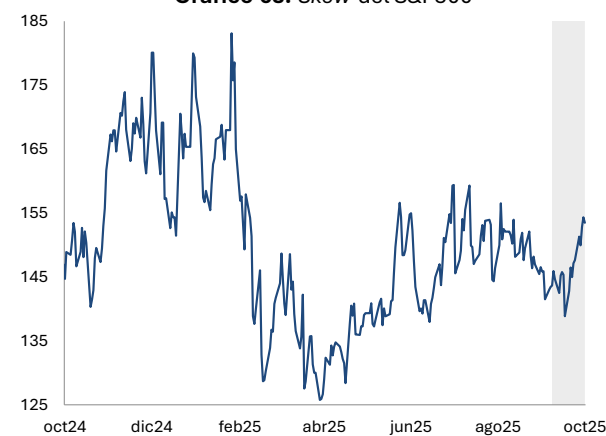
Durante octubre, los principales índices de percepción de riesgo en economías avanzadas registraron aumentos, impulsados por el incremento en las tensiones comerciales entre EE. UU. y China. Sin embargo, en los últimos días, estos indicadores han corregido su tendencia tras observarse algunas señales de mejora en dicho frente. En particular, la volatilidad implícita en las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. (Vix<sup>42</sup>) y en Europa (Vstox<sup>43</sup>) mostró incrementos a partir del 10 de octubre, en respuesta a la escalada de las tensiones comerciales. Posteriormente, a partir del 20 de octubre, estos indicadores comenzaron a moderarse ante señales de distensión y posibles avances en las negociaciones bilaterales entre EE. UU. y China. Por su parte, el índice Skew<sup>44</sup> presentó un aumento durante el periodo.

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



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 63. Skew del S&P500**



Fuente: Bloomberg.

<sup>40</sup> Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

<sup>41</sup> Instituto Brasileiro de Economía.

<sup>42</sup> El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

<sup>43</sup> El Vstox es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

<sup>44</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.

#### 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 octubre de 2025**

Actualizada el 28 de septiembre

	<b>Empresa</b>	<b>Estimación</b>	<b>Fecha</b>
1	Positiva Compania de Seguros	9.25%	16oct25
2	BBVA Colombia SA	9.25%	16oct25
3	Corporacion Financiera Colombiana SA	9.25%	16oct25
4	Bancolombia SA	9.25%	17oct25
5	Scotiabank Colpatría SA	9.25%	17oct25
6	Alianza Valores Comisionista de Bolsa SA/Colombia	9.25%	17oct25
7	Banco BTG Pactual SA	9.25%	16oct25
8	Wells Fargo Securities LLC	9.25%	19oct25
9	Pacifico Research	9.25%	20oct25
10	Bloomberg Economics	9.25%	22oct25
11	Accion Fiduciaria SA	9.25%	23oct25
12	Banco de Occidente SA	9.25%	23oct25
13	UBS Europe SE Spain Branch	9.25%	23oct25
14	Itau Colombia SA	9.25%	23oct25
15	Barclays Capital Inc.	9.25%	23oct25
16	Acciones Y Valores	9.25%	23oct25
17	JP Morgan Securities LLC	9.25%	23oct25
18	Pantheon Macroeconomics Ltd	9.25%	24oct25
19	Banco Rabobank Int Brasil SA	9.25%	24oct25
20	Goldman Sachs & Co LLC	9.25%	24oct25
21	Deutsche Bank Securities Inc	9.25%	24oct25
22	BofA Securities Inc	9.25%	26oct25
23	Vinland Capital Management II Gestora de Recursos Ltda	9.25%	26oct25
24	Mapfre Seguros Generales de Colombia SA	9.25%	26oct25
25	BNP Paribas	9.25%	26oct25
26	Santander US Capital Markets LLC	9.25%	26oct25
	<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
	9.25%	26	100%
	<b>Tasa esperada ponderada</b>	<b>9.25%</b>	

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

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	9.25%	9.25%
Alianza	9.25%	9.25%
Alliance Bernstein	9.25%	9.25%
Anif	9.25%	9.25%
Asobancaria	9.25%	9.25%
Aval Casa de Bolsa	9.25%	9.25%
Banco Agrario	9.25%	9.25%
Banco de Bogotá	9.25%	9.25%
Banco de Occidente	9.25%	9.25%
Banco Popular	9.25%	9.25%
Banco Santander	9.25%	9.25%
Bancoldex	9.25%	9.25%
Bancolombia	9.25%	9.25%
BBVA	9.25%	9.25%
BTG Pactual	9.25%	9.25%
CAMACOL	9.25%	9.25%
Citi	9.25%	9.25%
Colfondos	9.25%	9.25%
Corficolombiana	9.25%	9.25%
Credicorp Capital	9.25%	9.25%
Deutsche Bank	9.25%	9.25%
Fedesarrollo	9.25%	9.25%
Grupo Bolívar	9.25%	9.25%
Itaú	9.25%	9.25%
Lulo Bank	9.25%	9.25%
Moody's Analytics	9.25%	9.25%
Pontificia Universidad Javeriana	9.25%	9.25%
Positiva	9.25%	9.25%
Protección	9.25%	9.25%
Scotiabank Colpatría	9.25%	9.25%
Skandia	9.25%	9.25%
XP Investments	9.25%	9.25%
<b>Promedio</b>	<b>9.25%</b>	<b>9.25%</b>
Mediana	9.25%	9.25%
Desv. Estándar	0.00%	0.00%
Máximo	9.25%	9.25%
Mínimo	9.25%	9.25%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.25%	100%	32
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>32</b>

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.25%	100%	32
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>32</b>

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	9.25%	8.50%
Alianza	9.25%	8.75%
Anif	9.25%	8.25%
Asobancaria	9.25%	7.75%
Aval Casa de Bolsa	9.25%	9.25%
Banco Agrario	9.25%	8.75%
Banco de Bogotá	9.25%	8.25%
Banco de Occidente	9.25%	8.25%
Banco Popular	9.25%	8.50%
Banco Santander	9.25%	8.50%
Bancoldex	9.25%	8.50%
Bancolombia	9.25%	8.25%
BBVA	9.25%	-
BTG Pactual	9.25%	8.00%
Citi	9.25%	8.50%
Colfondos	9.25%	8.00%
Corficolombiana	9.25%	8.50%
Deutsche Bank	9.25%	8.75%
Grupo Bolivar	9.25%	8.50%
Itaú	9.25%	8.25%
Moody's Analytics	9.25%	8.00%
Positiva	9.25%	8.00%
Scotiabank Colpatriz	9.25%	8.25%
Skandia	9.00%	7.75%
XP Investments	9.25%	8.50%
<b>Promedio</b>	<b>9.24%</b>	<b>8.35%</b>
<b>Mediana</b>	<b>9.25%</b>	<b>8.38%</b>
<b>Desv. Estándar</b>	<b>0.05%</b>	<b>0.35%</b>
<b>Máximo</b>	<b>9.25%</b>	<b>9.25%</b>
<b>Mínimo</b>	<b>9.00%</b>	<b>7.75%</b>
<b>No. Respuestas</b>	<b>25</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	5.36%	4.69%
Alianza	5.22%	4.20%
Anif	5.10%	4.50%
Asobancaria	5.14%	3.97%
Aval Casa de Bolsa	5.40%	4.30%
Banco Agrario	5.28%	4.44%
Banco de Bogotá	5.33%	4.24%
Banco de Occidente	5.27%	4.30%
Banco Popular	5.36%	4.33%
Banco Santander	5.33%	4.50%
Bancoldex	5.18%	4.68%
Bancolombia	5.14%	4.07%
BBVA	5.15%	4.33%
BTG Pactual	5.28%	4.22%
Citi	5.10%	3.70%
Colfondos	5.15%	4.20%
Corficolombiana	5.40%	4.30%
Deutsche Bank	5.27%	4.30%
Grupo Bolivar	5.33%	4.32%
Itaú	5.20%	4.20%
Moody's Analytics	5.20%	4.00%
Positiva	5.16%	4.02%
Scotiabank Colpatria	5.31%	4.34%
Skandia	5.17%	3.99%
XP Investments	5.40%	4.30%
<b>Promedio</b>	<b>5.25%</b>	<b>4.26%</b>
<b>Mediana</b>	<b>5.27%</b>	<b>4.30%</b>
<b>Desv. Estándar</b>	<b>0.10%</b>	<b>0.22%</b>
<b>Máximo</b>	<b>5.40%</b>	<b>4.69%</b>
<b>Mínimo</b>	<b>5.10%</b>	<b>3.70%</b>
<b>No. Respuestas</b>	<b>25</b>	<b>25</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 5 de octubre

Empresa		2025	2026
1	4intelligence	8.75%	7.25%
2	Acciones y Valores	8.25%	7.00%
3	Actinver	8.50%	7.50%
4	AGPV	7.50%	6.50%
5	Alianza Valores y Fiduciaria	9.25%	8.00%
6	Allianz	7.00%	-
7	ANIF	9.25%	8.25%
8	Asobancaria	9.25%	7.50%
9	Banco Agrario de Colombia	9.00%	8.00%
10	Banco Davivienda	9.25%	8.50%
11	Banco de Bogotá	8.50%	7.00%
12	Banco de Occidente	8.75%	7.50%
13	Bancolombia	9.25%	8.25%
14	Barclays Capital	9.25%	7.75%
15	BBVA Research	9.25%	8.50%
16	BTG Pactual	9.25%	7.50%
17	CABI	8.25%	7.25%
18	Capital Economics	9.00%	7.75%
19	Citigroup Global Mkts	8.75%	8.50%
20	Corficolombiana	9.25%	8.50%
21	Credicorp Capital	8.75%	7.50%
22	Deutsche Bank	8.75%	8.00%
23	Ecoanalítica	8.00%	4.50%
24	Econosignal Deloitte	8.50%	7.50%
25	EIU	9.00%	6.75%
26	Fedesarrollo	8.50%	7.25%
27	Fitch Solutions	9.25%	8.00%
28	Goldman Sachs	9.00%	8.00%
29	Itaú Unibanco	9.25%	8.25%
30	JPMorgan	9.25%	8.25%
31	Oxford Economics	8.50%	7.00%
32	Pantheon Macroeconomics	9.25%	7.50%
33	Rabobank	8.50%	7.25%
34	Scotiabank Colpatria	9.25%	7.50%
35	Sectorial	8.50%	7.00%
36	Société Générale	8.75%	-
37	Standard Chartered	9.00%	7.75%
38	UBS	8.75%	7.50%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
6.25%	0	0.0%	0	0.0%
6.50%	0	0.0%	1	2.8%
6.75%	0	0.0%	1	2.8%
7.00%	1	2.6%	4	11.1%
7.25%	0	0.0%	4	11.1%
7.50%	1	2.6%	9	25.0%
7.75%	0	0.0%	3	8.3%
8.00%	1	2.6%	5	13.9%
8.25%	2	5.3%	4	11.1%
8.50%	7	18.4%	4	11.1%
8.75%	7	18.4%	0	0.0%
9.00%	5	13.2%	0	0.0%
9.25%	14	36.8%	0	0.0%
9.50%	0	0.0%	0	0.0%
<b>Media</b>	<b>8.80%</b>		<b>7.57%</b>	
<b>Mediana</b>	<b>8.88%</b>		<b>7.50%</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 5 de octubre**

	Empresa	2025	2026		
1	4intelligence	4.90%	3.90%		
2	Acciones y Valores	4.60%	3.60%		
3	Actinver	4.70%	3.60%		
4	AGPV	4.30%	4.00%		
5	Alianza Valores y Fiduciaria	4.80%	4.00%		
6	Allianz	4.60%	3.80%		
7	ANIF	5.10%	4.50%		
8	Asobancaria	5.00%	3.80%		
9	Banco Agrario de Colombia	5.20%	3.80%		
10	Banco Davivienda	5.20%	4.10%		
11	Banco de Bogotá	4.80%	3.40%		
12	Banco de Occidente	5.10%	4.10%		
13	Bancolombia	5.10%	4.10%		
14	Barclays Capital	4.90%	3.00%		
15	BBVA Research	5.00%	4.30%		
16	BTG Pactual	5.20%	4.20%		
17	CABI	4.50%	4.00%		
18	Capital Economics	5.00%	4.00%		
19	Corficolombiana	5.00%	4.30%		
20	Credicorp Capital	4.60%	3.40%		
21	Deutsche Bank	5.10%	4.20%		
22	E2 Economia	5.10%	3.70%		
23	Ecoanalítica	4.80%	3.10%		
24	Econosignal Deloitte	4.30%	3.00%		
25	EIU	4.90%	3.40%		
26	Fedesarrollo	4.70%	3.80%		
27	Fitch Solutions	4.70%	3.20%		
28	Goldman Sachs	5.00%	3.90%		
29	Itaú Unibanco	5.10%	4.00%		
30	MAPFRE Economics	5.20%	3.50%		
31	Ministry of Finance Colombia	4.50%	3.20%		
32	Moody's Analytics	5.10%	3.90%		
33	Oxford Economics	4.80%	3.40%		
34	Pezco Economics	4.80%	4.30%		
35	Positiva Compañía de Segurc	4.90%	4.00%		
36	Rabobank	5.00%	3.40%		
37	Scotiabank Colpatria	5.20%	3.90%		
38	Sectorial	4.60%	3.60%		
39	UBS	4.80%	3.60%		
	Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
	2.75% - 3.00%	0	0.0%	0	0.0%
	3.00% - 3.25%	0	0.0%	5	12.8%
	3.25% - 3.50%	0	0.0%	5	12.8%
	3.50% - 3.75%	0	0.0%	6	15.4%
	3.75% - 4.00%	0	0.0%	8	20.5%
	4.00% - 4.25%	0	0.0%	11	28.2%
	4.25% - 4.50%	2	5.1%	3	7.7%
	4.50% - 4.75%	9	23.1%	1	2.6%
	4.75% - 5.00%	10	25.6%	0	0.0%
	5.00% - 5.25%	18	46.2%	0	0.0%
	5.25% - 5.50%	0	0.0%	0	0.0%
	Media	4.88%		3.77%	
	Mediana	4.90%		3.80%	



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

El 30 de septiembre, la Junta Directiva del Banco de la República decidió, por mayoría, mantener inalterada la tasa de política monetaria en 9,25%, en línea con lo esperado por el mercado. La mayoría de los analistas consideraron prudente la decisión y coincidieron en que los riesgos inflacionarios y fiscales limitan el margen para nuevos recortes en el corto plazo. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -4 pb, -6 pb y -7 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -4 pb, -1 pb y -4 pb para dichos vencimientos.

El 1 de octubre, luego de concluida la consulta del Artículo IV en Colombia por parte del FMI, las autoridades colombianas comunicaron la decisión de cancelar la Línea de Crédito Flexible (LCF) con el organismo. Esto, debido a que el acceso a los recursos se había detenido en abril de 2025 y seguiría suspendido hasta el vencimiento del acuerdo. La decisión se da en un contexto en el que se considera que el país mantiene un nivel de reservas internacionales “adecuado”. Algunos analistas expresaron su preocupación frente a los posibles efectos en la percepción de riesgo que podría generar esta cancelación, especialmente en un entorno de presiones fiscales persistentes. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 presentaron variaciones de 4 pb, -1 pb y -6 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -5 pb, -4 pb y -5 pb para dichos vencimientos.

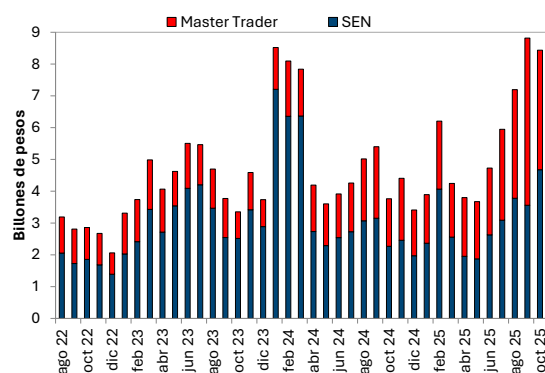
El 7 de octubre, el DANE reportó que el dato de inflación anual de septiembre se ubicó en 5,18%, por encima de las expectativas del mercado (5,11%), y por encima de la lectura anterior (5,10%). Analistas consideraron que el repunte de la inflación refuerza la necesidad de mantener una postura monetaria cautelosa por parte de la Junta Directiva del Banrep, ya que en general, las proyecciones apuntan a una inflación anual superior al 5% para el cierre de 2025. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 presentaron variaciones de -7 pb, 3 pb y 9 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -8 pb, -1 pb y -3 pb para dichos vencimientos.

El 16 de octubre, el Congreso aprobó el proyecto del Presupuesto General de la Nación (PGN) 2026 por un total de COP 546,9 b, el cual incluye COP 16,3 b de la reforma tributaria (aun sin aprobar). Analistas advirtieron que las cuentas fiscales del gobierno presentan los mismos problemas de los últimos años, como gasto inflexible e ingresos sobrestimados. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 presentaron variaciones de 2 pb, -13 pb y -4 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 3 pb, -4 pb y -7 pb para dichos vencimientos.

El 20 de octubre, el DANE reportó que el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) para agosto de 2025 se expandió 1,98% a/a, 2,39 pp por debajo del dato de julio, aunque 0,54 pp por encima de la cifra de agosto de 2024. Analistas consideraron que la actividad económica continúa mostrando resiliencia, impulsada por el gasto público y el consumo privado. Coincidieron en que la demanda interna se mantiene firme, lo que, junto con la persistencia de la inflación y factores estacionales, respalda la expectativa de que el Banco de la República mantenga una postura monetaria cautelosa. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 presentaron variaciones de 0 pb, -1 pb y -3 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 0 pb, 0 pb y 0 pb para dichos vencimientos.

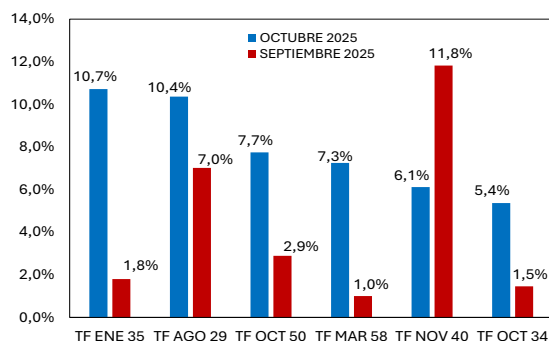
En lo corrido de octubre, el monto promedio diario negociado ha sido \$8,4 billones, superior al mes anterior (\$8,8 billones), y al registrado en octubre de 2024 (\$3,7 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en enero de 2035, cuya participación pasó de 1,8% a 10,7%, seguidos por los que vencen en agosto de 2029 cuya participación pasó de 7,0% a 10,4% (Gráfico A2.3).

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



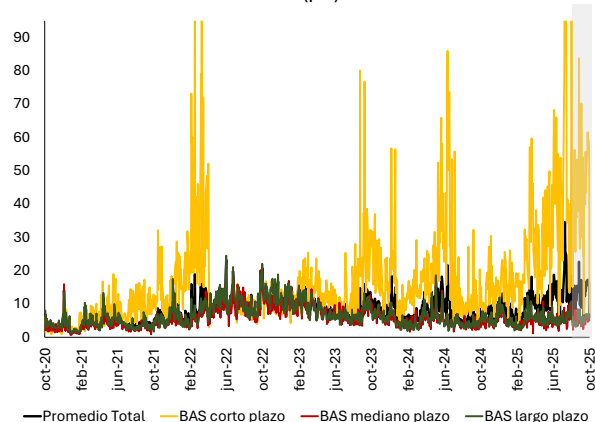
**Fuente y Cálculos:** DCV - Banrep.  
Datos al 24 de octubre de 2025.

**Gráfico A2.3.** TES más transados



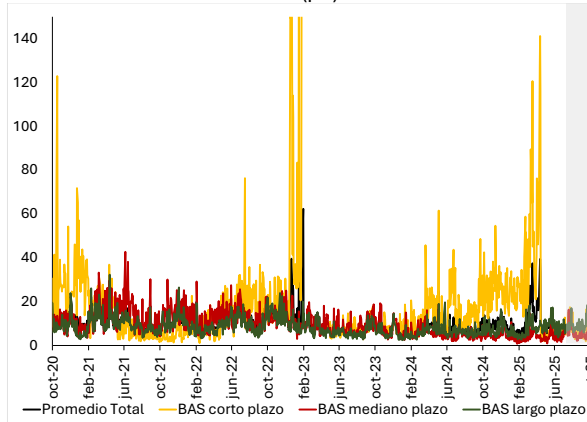
**Fuentes:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. \*Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 24 de octubre de 2025.

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



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

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

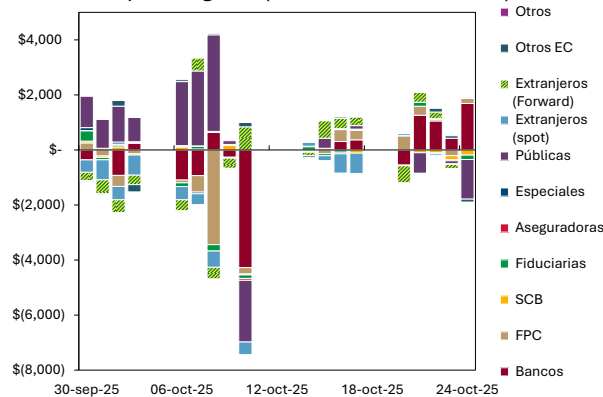


Con información al 24 de octubre de 2025, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 40,3 pb (ant: 43,6 pb), 5,2 pb (ant: 5,6 pb) y 6,0 pb (ant: 5,1 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 6,1 pb (ant: 5,6 pb), 6,0 pb (ant: 5,2 pb) y 10,6 pb (ant: 8,6 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

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

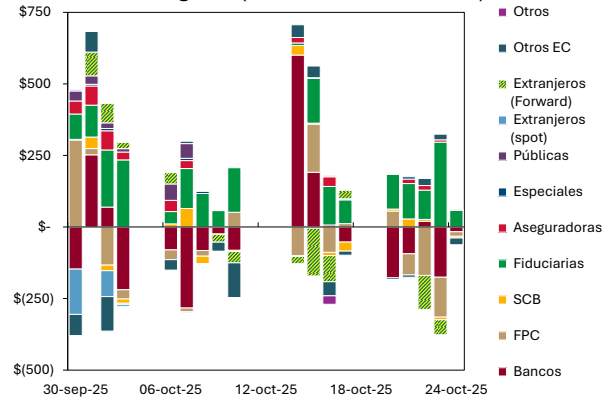
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

**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)



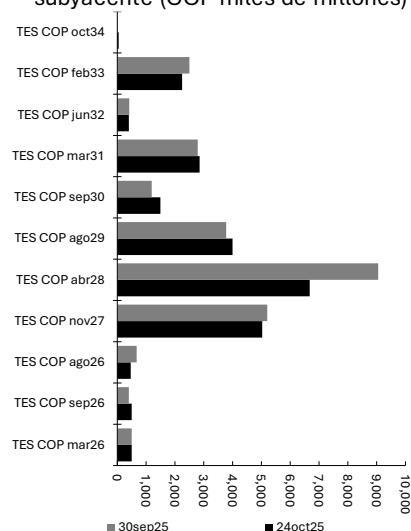
Fuente: BanRep.

**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		14,749	(1,464)	(9,080)	3,025	4,056	(1,999)	43	427	(618)	(148)
Compañía de Financiamiento Comercial		3,644	(0)	10	150	300	460	(0)	-	-	(0)
Cooperativas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras		1,213	(353)	(354)	286	(166)	(234)	(197)	75	(74)	(196)
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>		<b>19,606</b>	<b>(1,817)</b>	<b>(9,424)</b>	<b>3,461</b>	<b>4,191</b>	<b>(1,773)</b>	<b>(154)</b>	<b>502</b>	<b>(692)</b>	<b>(344)</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	125	(0)	(51)	55	-	4	-	-	-	-
	Terceros	12,304	(254)	(405)	(844)	(2,455)	(3,704)	(1,099)	(550)	1,138	(511)
	Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>		<b>12,428</b>	<b>(254)</b>	<b>(456)</b>	<b>(789)</b>	<b>(2,455)</b>	<b>(3,700)</b>	<b>(1,099)</b>	<b>(550)</b>	<b>1,138</b>	<b>(511)</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	450	124	(28)	351	(57)	267	12	9	29	50
	Terceros	1,324	507	(331)	(69)	(198)	(598)	48	(0)	(25)	23
	Extranjeros	0	-	(0)	-	0	0	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>		<b>1,774</b>	<b>630</b>	<b>(358)</b>	<b>283</b>	<b>(255)</b>	<b>(331)</b>	<b>60</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>74</b>
Sociedades Fiduciarias	Propia	164	(13)	5	6	0	11	(2)	0	-	(2)
	Terceros	32,899	10,867	(5,755)	420	(557)	(5,891)	1,179	(5)	875	2,049
	Extranjeros***	28,399	1,432	(3,726)	(385)	(1,261)	(5,372)	(5)	(2)	(88)	(95)
	Extranjeros (TES verdes)****	41	-	-	-	6	6	-	-	-	-
	FIC	3,200	1,539	(686)	239	(17)	(463)	968	50	56	1,074
	Pasivos Pensionales	(563)	351	(199)	(85)	(16)	(299)	173	43	67	283
	Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>		<b>33,064</b>	<b>10,854</b>	<b>(5,750)</b>	<b>426</b>	<b>(557)</b>	<b>(5,880)</b>	<b>1,177</b>	<b>(5)</b>	<b>875</b>	<b>2,047</b>
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	1,137	2,033	(88)	190	35	138	(24)	12	331	319
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>		<b>1,137</b>	<b>2,033</b>	<b>(88)</b>	<b>190</b>	<b>35</b>	<b>138</b>	<b>(24)</b>	<b>12</b>	<b>331</b>	<b>319</b>
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Administradoras de Inversión</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>		<b>48,403</b>	<b>13,263</b>	<b>(6,651)</b>	<b>110</b>	<b>(3,232)</b>	<b>(9,773)</b>	<b>115</b>	<b>(535)</b>	<b>2,349</b>	<b>1,929</b>
Total Entidades Financieras Especiales**		2,388	(130)	(70)	48	158	136	41	-	(4)	38
Total Entidades Públicas****		32,980	193	(2,664)	6,197	4,291	7,824	28	38	111	177
	Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****		1,349	(1,052)	21	12	41	73	(30)	(6)	(4)	(39)
	Extranjeros	(87)	(1,060)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>		<b>104,725</b>	<b>10,456</b>	<b>(18,788)</b>	<b>9,827</b>	<b>5,449</b>	<b>(3,513)</b>	<b>0</b>	<b>-</b>	<b>1,760</b>	<b>1,760</b>

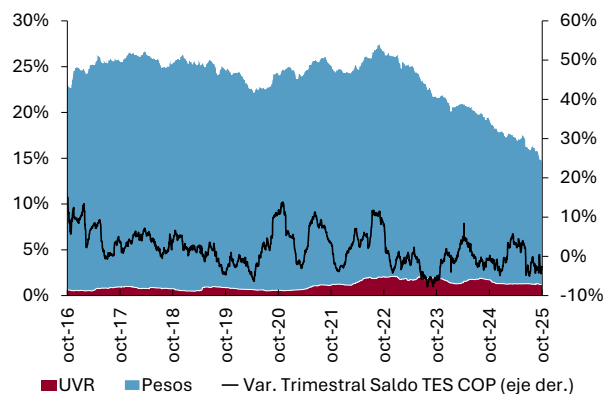
**Fuente:** BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 24 de octubre de 2025. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.\*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. \*\* Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

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



Fuente: BanRep.

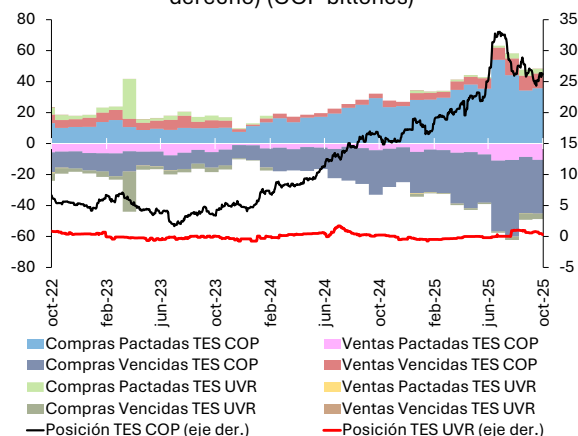
**Gráfico A3.4.** Saldo de TES de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado como proporción del saldo total



Fuente: BanRep

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

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

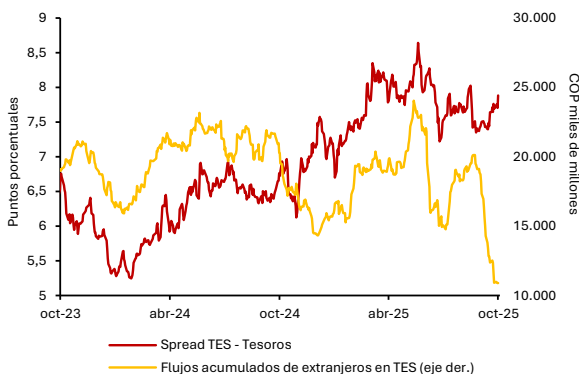


\*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora netas, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

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

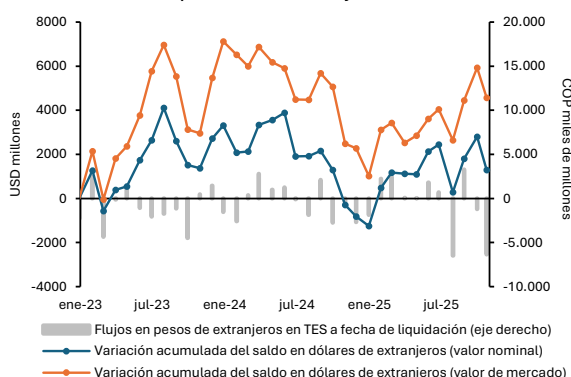
**Gráfico A3.6.** Margen entre la deuda local a 10 años y los Tesoros vs flujos netos acumulados de extranjeros en TES



Fuente: BanRep.

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

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



Fuente: BanRep.

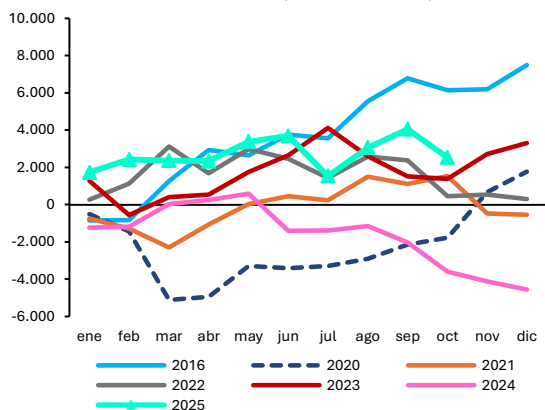
**Nota:** i) \* Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).

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

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

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

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



Fuente: BanRep.

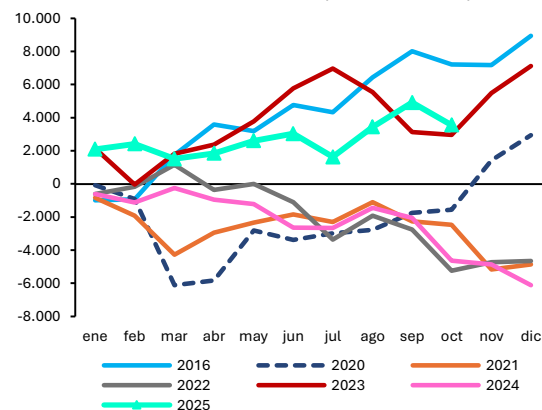
**Nota:** i) \* Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).

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

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

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

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



Fuente: BanRep.

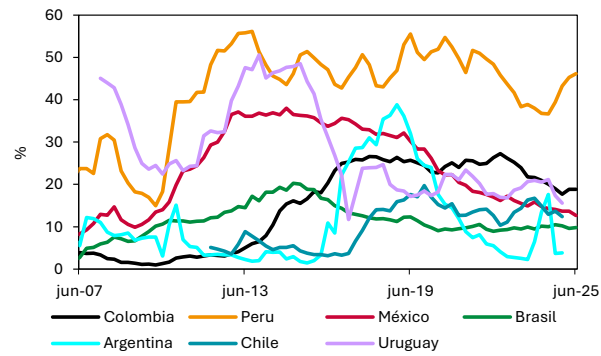
**Nota:** i) \* Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).

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

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

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

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

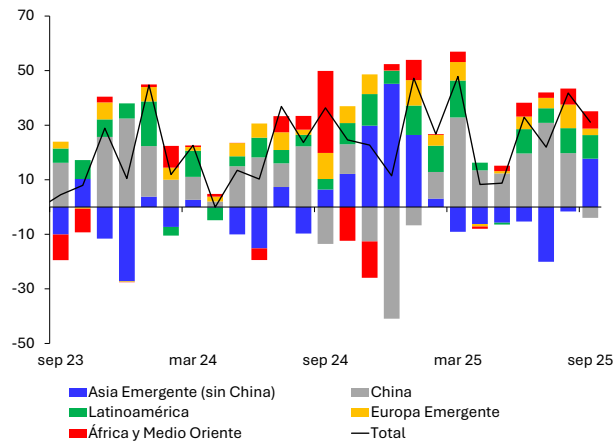


**Fuente:** IIF y FMI. **Nota:** Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. La información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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

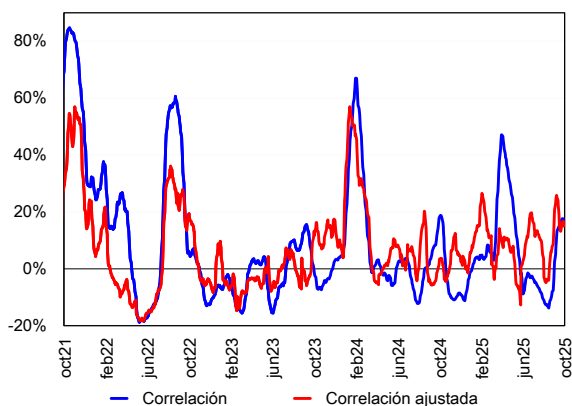
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

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



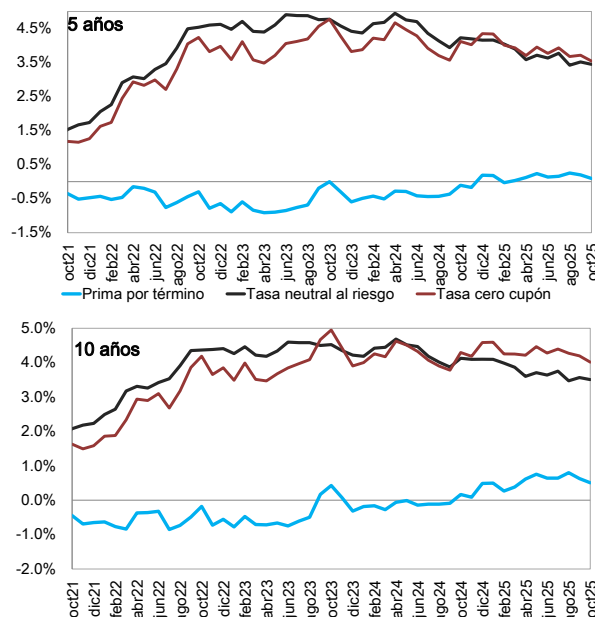
**Fuente:** IIF.

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



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

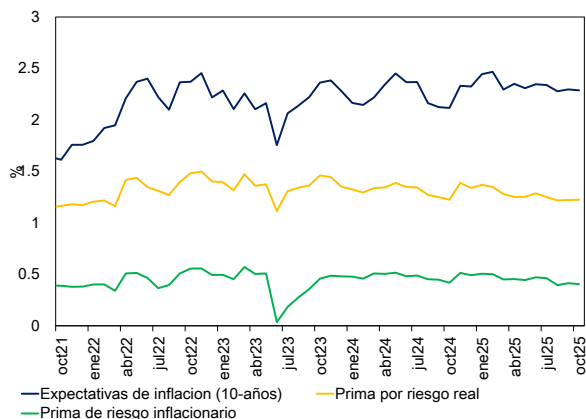
**Gráfico A4.3. Prima por vencimiento Tesoros**



**Fuente:** Fed.

En el Gráfico A4.2 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) aumentó y se ubicó en 16,32%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también subió y se ubicó en 16,10%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciada principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 24 de septiembre, desde finales de septiembre las primas por vencimiento de los Tesoros disminuyeron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,09% y 0,51%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo cayeron 7 pb y 6 pb, y se ubicaron en 3,45% y 3,51% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). Por otra parte, disminuyeron la prima por riesgo inflacionario en EE. UU (0,40%, ant: 0,41%), la prima por riesgo real (1,22%, ant: 1,23%), y la expectativa de inflación de largo plazo (2,29%, ant: 2,30%).

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



**Fuente:** Fed.

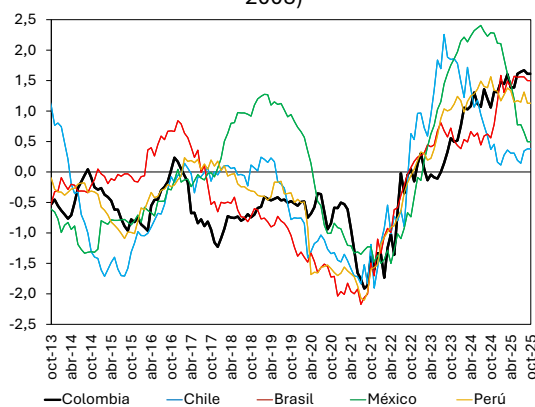
## Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
<b>Países desarrollados</b>				
7oct25	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	-50	-25	2,50%
8oct25	Banco Central de Islandia	0	-	7,50%
<b>Países emergentes/frontera</b>				
2oct25	Banco de Tanzania	0	-	5,75%
2oct25	Banco Central de Egipto	-100	-100	21,00%
7oct25	Banco Central de Kenia	-25	-25	9,25%
7oct25	Banco Central del Uruguay	-50	-25	8,25%
8oct25	Banco de Tailandia	0	-25	1,50%
8oct25	Banco Nacional de Rumania	0	0	6,50%
8oct25	Banco Nacional de Polonia	-25	0	4,50%
9oct25	Banco Central de Filipinas	-25	0	4,75%
9oct25	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
9oct25	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	4,25%
10oct25	Banco Nacional de Kazajistán	150	50	18,00%
15oct25	Banco de Namibia	-25	-	6,50%
20oct25	Banco Popular de China	0	0	3,0% / 3,5%*
21oct25	Banco Nacional de Hungría	0	0	6,50%
22oct25	Banco de Indonesia	0	-25	4,75%
22oct25	Banco de Corea	0	0	2,50%
23oct25	Banco Central de la República de Turquía	-100	-100	39,50%
23oct25	Banco Nacional de Ucrania	0	-50	15,50%
24oct25	Banco Central de la Rep. de Uzbekistán	0	-	14,00%
24oct25	Banco de Rusia	-50	-100	16,50%
24oct25	Banco Central del Paraguay	0	-	6,00%

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

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

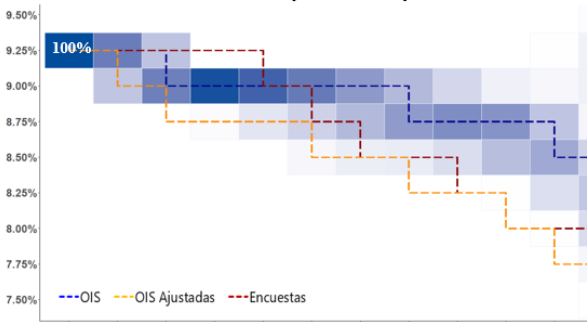


**Fuentes:** Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.



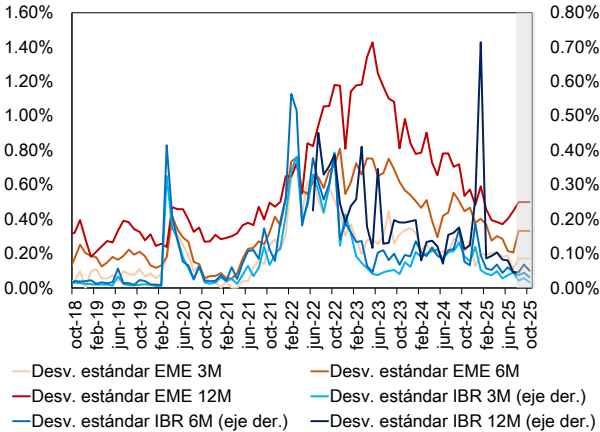
# Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación

**Cuadro A6.1.** 22 de septiembre de 2025



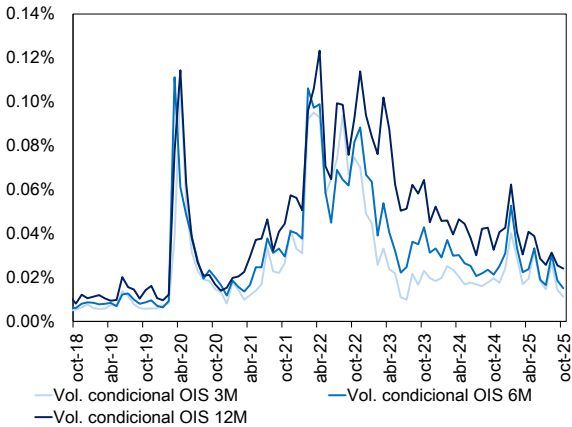
**Fuente:** Bloomberg, **Cálculos:** BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.

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



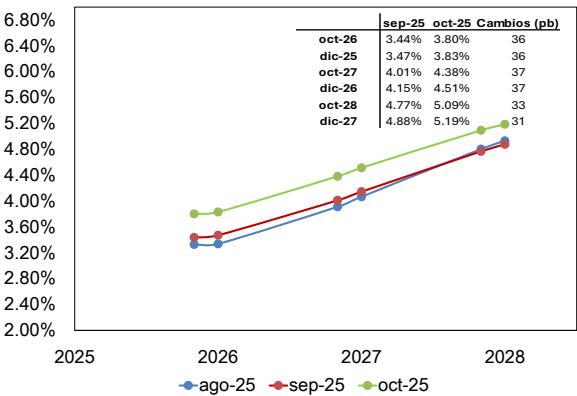
**Fuente y Cálculos:** BanRep.

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



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

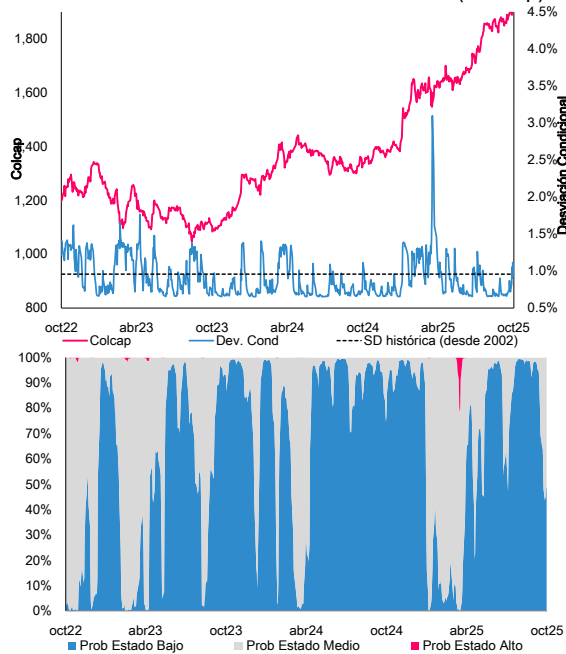
**Gráfico A6.4.** Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



**Fuente y Cálculos:** Precia.

## Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

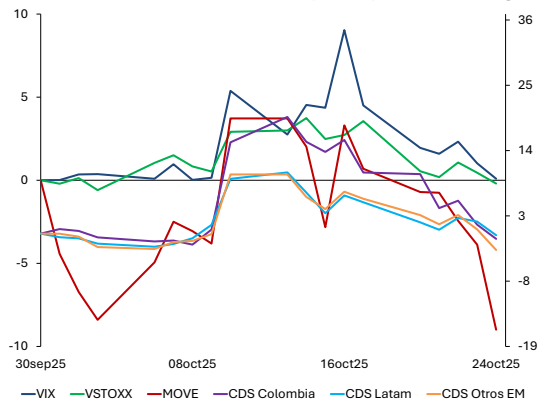
**Tabla A7.2.** Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	oct-25	sep-25	oct-25	sep-25
Aumentará	25.0%	29.6%	13.0%	16.7%
Sin cambios	23.8%	25.9%	43.5%	37.5%
Disminuirá	25.0%	44.4%	13.0%	8.3%
No aplica			30.4%	37.5%

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.

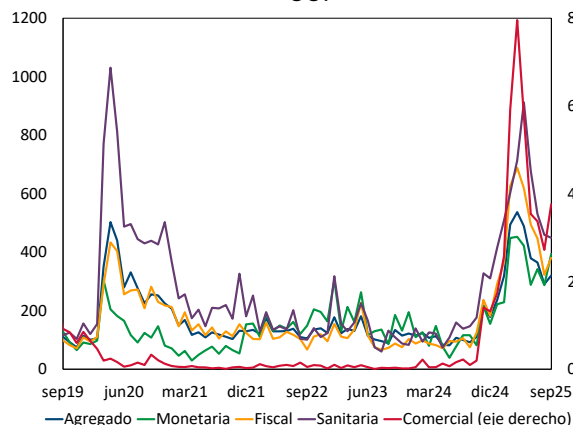
**Nota:** Los indicadores Vix, Vstoxxy Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

**Tabla A8.1.** Indicadores de incertidumbre en política económica

	EE. UU.					Europa					
	EE. UU.	Pol. monetaria	Pol. fiscal	Pol. sanitaria	Pol. comercial	Europa	Alemania	Italia	Reino Unido	Francia	España
ago-25	291	287	322	459	2721	411	990	99	362	268	166
sep-25	320	394	381	450	3759	444	883	136	335	550	211
Var.	29	106	59	-10	1038	33	-106	37	-26	282	44

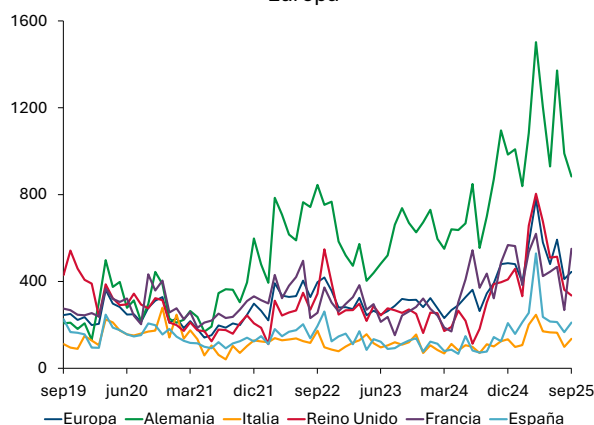
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

**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 Septiembre 2025			Esperada a Diciembre 2025		Vigente	Esperada a Diciembre 2025		Ultimos datos publicados*		Esperada a Diciembre 2025		
	Esp.	Obs.	Spread	Sep.25	Oct.25		Sep.25	Oct.25	Esp.	Obs.	Sep.25	Oct.25	
Colombia	5.11%	5.18%	2.18%	5.05%	5.27%	9.25%	9.25%	9.25%	2.70%	2.10%	2.60%	2.60%	
Chile	4.40%	4.40%	1.40%	3.90%	4.00%	4.75%	4.50%	4.50%	2.90%	3.06%	2.40%	2.40%	
México	3.78%	3.76%	0.76%	4.00%	3.90%	7.50%	7.50%	7.15%	-0.35%	0.05%	0.40%	0.50%	
Perú	1.40%	1.36%	-0.64%	2.10%	2.00%	4.25%	4.25%	4.16%	3.90%	2.80%	3.00%	3.00%	
Brasil	5.21%	5.17%	2.17%	4.83%	4.80%	15.00%	15.00%	14,92%	2.15%	2.22%	2.16%	2.20%	
Ecuador	n.d.	0.72%	-1.28%	2.00%	1.90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.30%	2.30%	2.50%	
Argentina	31.80%	31.80%	n.d.	28.20%	29.30%	29.00%	29.00%	28,08%	6.50%	6.30%	4.70%	4.40%	
EE. UU.	3.10%	3.00%	1.00%	2.80%	2.80%	3.75% - 4.00%	3.87%	3.83%	3.00%	3.80%	1.76%	1.90%	
India	1.50%	1.54%	-2.46%	3.30%	3.70%		5.50%	5.25%	6,0%	6.70%	7.81%	6.40%	6.50%
Sudáfrica	3.40%	3.40%	-1.10%	3.32%	3.30%		7.00%	6.88%	6,89%	0.80%	0.60%	1.00%	1.10%
China	-0.20%	-0.30%	-3.30%	0.10%	0.60%	1.40%	1.28%	1.29%	4.70%	4.80%	4.70%	4.70%	
Rusia	8.00%	7.98%	3.98%	8.90%	8.80%	16.50%	15.44%	15.14%	1.10%	1.10%	1.00%	1.00%	
Turquía	32.45%	33.29%	28.29%	34.40%	34.80%	39.50%	36.23%	37.33%	4.10%	4.80%	3.30%	3.30%	
Noruega	3.50%	3.60%	1.60%	2.85%	2.90%	4.00%	3.97%	3.98%	0.30%	0.60%	1.75%	1.90%	
Costa Rica	n.d.	-1.00%	-4.00%	1.00%	0.50%	3.50%	3.63%	3.45%	n.d.	3.90%	3.50%	3.60%	
El Salvador	n.d.	0.40%	-2.90%	1.50%	1.30%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.90%	2.30%	2.40%	
Guatemala	n.d.	1.47%	-2.53%	2.60%	2.70%	4.00%	3.88%	3.81%	n.d.	3.90%	3.60%	3.60%	
Honduras	n.d.	4.60%	-0.40%	4.50%	4.50%	5.75%	5.69%	5.69%	n.d.	3.90%	3.30%	3.40%	
Panamá	n.d.	-0,4%	-2.29%	1.00%	1.10%	n.d.	8.48%	8.48%	n.d.	3.40%	4.00%	4.10%	
Paraguav	n.d.	4.30%	0.30%	3.90%	3.90%	6.00%	5.96%	5.96%	n.d.	9.00%	4.00%	4.10%	

**Colombia:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 27 de octubre.

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

**Chile:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 9 de octubre.

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

\* Los datos de crecimiento de PIB corresponden a la información del 2T25, excepto China, cuya información corresponde al 3T25.

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