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, 24 de septiembre 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 31

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros 31

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local 37

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local 39

Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región.....42

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos 44

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 45

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes 46

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional 46

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países 47

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 de corto plazo extraídas del mercado de deuda pública, del mercado de derivados y de encuestas han aumentado. Todas las medidas se ubicaron por encima de la meta del 3% para los próximos dos años (Cuadro 1).**
- **Las operaciones de manejo de deuda del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) y las expectativas que se han generado alrededor de las mismas, han influido en las tasas de los TES y en las expectativas de inflación que se extraen del mercado.**
- **Las tasas de los TES denominados en pesos disminuyeron en un contexto de menores tasas a nivel internacional, datos de actividad económica positivos, una mayor oferta de títulos de corto plazo, emisiones externas del MHCP y una reducción en las primas de riesgo de Colombia.**
- **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 septiembre. Hacia adelante se descuenta una senda de tasas de interés con menos recortes que en meses anteriores.**
- **Los inversionistas extranjeros adquirieron títulos en el mercado de contado, lo cual está explicado por las operaciones del MHCP con bancos extranjeros. En el mercado a futuro vendieron títulos.**

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
ago-25	3.83%	4.19%	4.28%	5.33%	3.49%	3.52%	4.03%	4.58%	3.50%	3.56%	4.01%	4.54%	4.95%	4.00%	3.96%	4.96%	4.00%	3.90%	3.50%	4.44%	4.06%	3.82%	3.40%
sep-25	4.07%	4.27%	4.35%	5.12%	3.59%	3.58%	4.14%	4.46%	3.57%	3.58%	4.23%	4.69%	5.07%	4.11%	4.06%	5.04%	4.14%	4.02%	3.58%	4.63%	4.05%	3.91%	3.32%
Variación (pb)	24	8	7	-20	9	6	11	-12	7	2	22	16	12	11	10	8	14	12	8	19	-1	9	-8

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

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

Las inflaciones implícitas en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation*, BEI) registraron un aumento en las medidas de corto plazo, mientras que las de mediano y largo plazo mostraron reducciones. Todas las medidas se mantienen por encima de la meta de inflación del BanRep. Con información hasta el 22 de septiembre, el BEI derivado de los TES denominados en pesos y en UVR presentó un aumento de 24 puntos básicos (pb) en su promedio mensual para el plazo de un año, ubicándose en 4,07%. En contraste, se observaron reducciones de 14 pb para los promedios de los plazos de cinco y diez años, situándose en 5,00% y 5,83%, respectivamente (Gráfico 1). Por otra parte, al comparar las tasas del 22 de septiembre con las observadas el 29 de agosto, el BEI a un año aumentó 51 pb hasta 4,34%, mientras que los plazos de cinco y diez años disminuyeron 13 pb y 20 pb, alcanzando niveles de 5,01% y 5,78%, respectivamente (Cuadro 2 y Gráfico 2).

El comportamiento de las expectativas de corto plazo pudo estar influenciado por las operaciones de manejo de deuda realizadas por el MHCP, así como por las expectativas de que estas continúen. En el marco del programa de Operaciones de Manejo de Deuda, el MHCP llevó a cabo el 18 de septiembre el sexto canje con los Creadores de Mercado, por un monto de COP 18,4 billones (b) en TES UVR. En esta operación, se entregaron títulos con vencimientos en 2031 a cambio de aquellos con vencimientos en 2027 y 2029. Adicionalmente, se ofrecieron bonos con vencimiento en 2062 para recoger TES UVR con vencimientos en 2033 y 2035. Dichas operaciones estarían

ejerciendo una presión bajista sobre las tasas de los títulos adquiridos, especialmente en el corto plazo, en contraste con los títulos ofrecidos, que se concentraron en vencimientos de largo plazo [1].

Gráfico 1. Promedio mensual del BEI

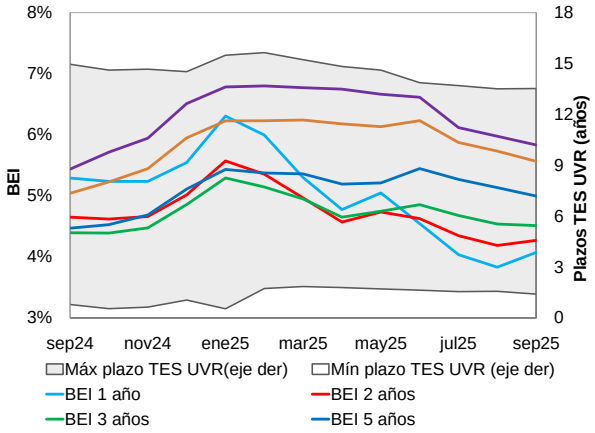
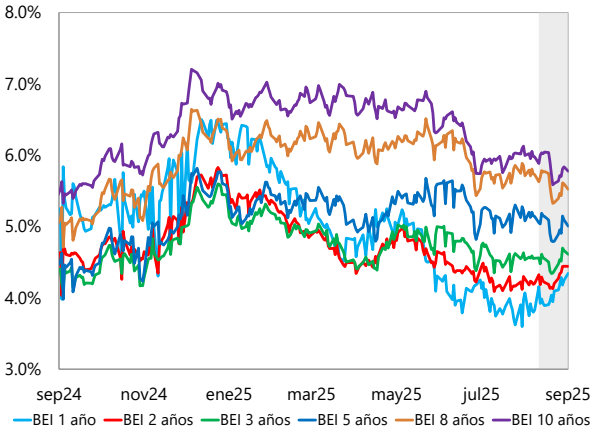


Gráfico 2. BEI



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

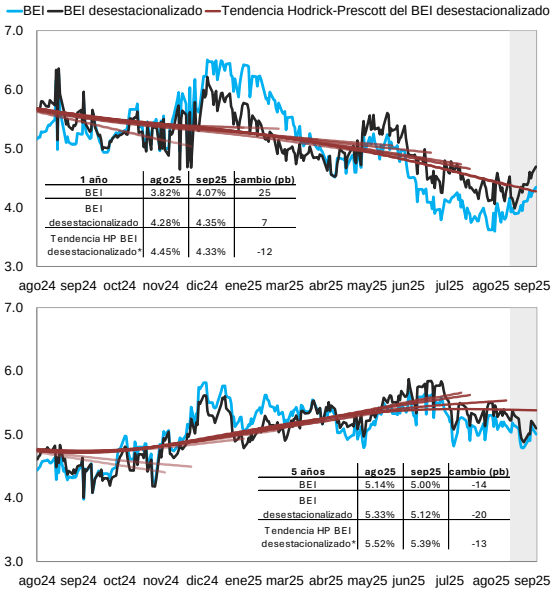
Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

Punto a punto (plazo en años)												
	TES pesos						TES UVR					
	1	*2*	*3*	*5*	*8*	*10*	*1*	*2*	*3*	*5*	*8*	*10*
29ago25	9.25%	9.98%	10.54%	11.33%	11.98%	12.23%	5.42%	5.77%	5.99%	6.19%	6.26%	6.25%
22sep25	9.32%	9.89%	10.35%	11.02%	11.62%	11.87%	4.98%	5.45%	5.74%	6.01%	6.10%	6.09%
	Variaciones (pb)											
	7	**-9**	**-19**	**-32**	**-36**	**-36**	**-44**	**-32**	**-25**	**-18**	**-16**	**-16**
Var. BEI	**51**	**24**	**6**	**-13**	**-21**	**-20**						
BEI	**4.34%**	**4.44%**	**4.61%**	**5.01%**	**5.52%**	**5.78%**						

Promedios mensuales												
ago25	9.07%	9.90%	10.54%	11.41%	12.09%	12.33%	5.24%	5.72%	6.00%	6.27%	6.36%	6.35%
sep25*	9.26%	9.91%	10.42%	11.16%	11.82%	12.08%	5.19%	5.64%	5.91%	6.17%	6.25%	6.24%
	Variaciones (pb)											
	19	**1**	**-12**	**-24**	**-28**	**-25**	**-5**	**-8**	**-9**	**-11**	**-11**	**-11**
Var. BEI	**24**	**8**	**-2**	**-14**	**-17**	**-14**						
BEI	**4.07%**	**4.27%**	**4.51%**	**5.00%**	**5.57%**	**5.83%**						

*Información disponible al 22 de septiembre de 2025.

Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado



Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep.
*El dato de la tendencia del 22 de septiembre se estimó con datos hasta esa fecha. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

Al ajustar el BEI por estacionalidad, se evidencian incrementos en el plazo de un año, aunque en menor magnitud, y reducciones en el plazo de cinco años. En particular, la tendencia del BEI ajustado estacionalmente refleja una disminución en ambos horizontes. Con el fin de controlar por la estacionalidad de los TES denominados en UVR a inicio y fin de cada año (periodos en los que estos títulos suelen presentar mayores valorizaciones producto de las inflaciones mensuales altas), el Gráfico 3 presenta los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Además, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (estimada mediante un filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo que permite observar el ajuste de la velocidad de reducción de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado promedio aumentó a 4,35% para el plazo de un año (ant: 4,28%) y disminuyó a 5,12%

[1] Entre el 16 y 19 de septiembre, las tasas de los TES en UVR a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de -9 pb, -9 pb y -5 pb.

para el plazo de cinco años (ant: 5,33%). Por su parte, la tendencia promedio cayó para el plazo de un año (obs: 4,33%; ant: 4,45%) y para el plazo de cinco años (obs: 5,39%; ant: 5,52%).

El componente de expectativas de inflación de corto plazo del BEI también aumentó, mientras que a mediano y largo plazo este componente permaneció estable. Este aumento está alineado con el desempeño de la economía colombiana, cuyo crecimiento superó las proyecciones de los analistas. 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[2] para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los TES UVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 3,59% (ant: 3,49%), 3,69% (ant: 3,68%) y 3,74% (ant: 3,73%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente. El aumento de las expectativas de corto plazo está en línea con el crecimiento observado del Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) el cual se ubicó en de 4,3% a/a en julio de 2025, por encima de la expectativa mediana de los analistas (2,6%), de acuerdo con el sondeo de Bloomberg.

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

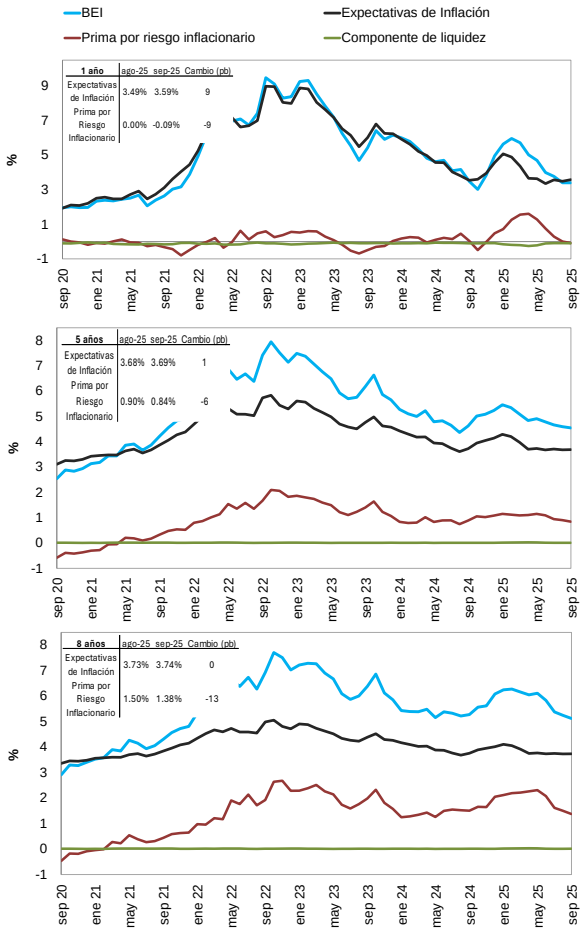
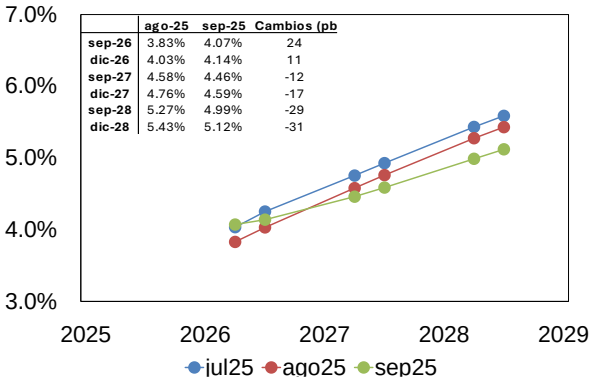
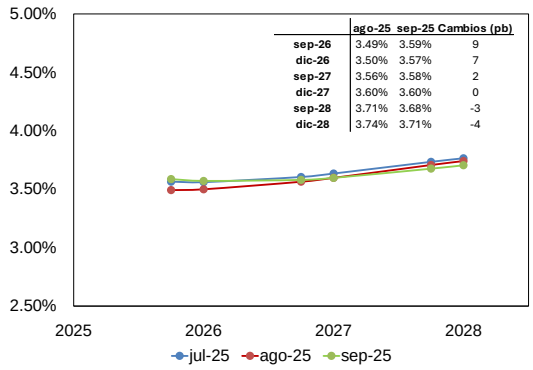


Gráfico 5A. FBEI sin ajuste



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

Gráfico 5B. FBEI neto de primas



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

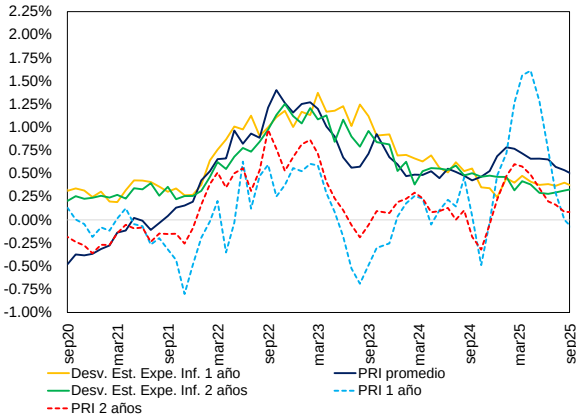
Fuentes: Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 3,41% (ant: 3,40%), 4,54% (ant: 4,59%) y 5,12% (ant: 5,25%) para los plazos de 1, 5 y 10 años, respectivamente.

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

Los *Forward Break-Even Inflation* (FBEI), tanto en su versión simple como ajustada por primas, registraron aumentos en los plazos inferiores a dos años, y reducciones para los plazos superiores. 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[3], 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 septiembre de 2026, 2027 y 2028 los cuales se ubican en 4,07%, 4,14%, 4,46%, en su orden, y para diciembre de los mismos años que se ubican en, 4,59%, 4,99% y 5,12%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 3,59, 3,37%, 3,58%, 3,60%, 3,68% y 3,71% 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 cayeron 9 pb, 6 pb y 13 pb para los plazos de 1, 5 y 8 años, y se ubicaron en -0,09%, 0,84%, 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 0,37% y 0,33%, respectivamente (ant: 0,40% y 0,32%). La corrección que han experimentado las PRI pudo estar asociada con las menores tasas de los títulos en pesos producto de los anuncios y operaciones de manejo de deuda del gobierno, como también de la reducción en las primas por riesgo medidas por las tasas de los CDS (Gráfico A4.5)[4].

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



Fuente: BanRep.

Según los BEI ajustados, el escenario más probable es que las expectativas de inflación se mantengan dentro del rango del 3% al 4% para los horizontes de 1 y 2 años. Por su parte, las encuestas indican que, para el horizonte de 1 año, las expectativas se ubicarían por encima del 4%, mientras que para el horizonte de 2 años se mantendrían dentro del rango del 3% al 4%. Además, en todas las métricas se observa un aumento en la probabilidad de que las expectativas de inflación superen el 4%. Empleando la distribución del BEI ajustado por primas y ajustando una distribución a las respuestas de la EME, se estima que la probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año se encuentre dentro del rango del 3% al 4% es de 73,23% (ant: 71,99%) y de 37,50% (ant: 50,00%), respectivamente (Gráfico 7.1 y 7.2)[5]. Para el horizonte de dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren dentro de este rango son del 98,23% (ant: 98,55%) y del 78,95% (ant: 87,88%), según el BEI ajustado y la EME,

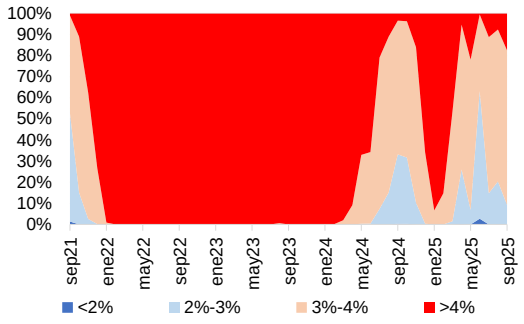
[3] No se estima la expectativa de inflación para fin del presente año dado que el BEI para plazos inferiores a un año puede presentar distorsiones por liquidez.

[4] 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.

[5] 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 41,5% (ant: 59,3%) y 5,0% (ant: 7,5%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

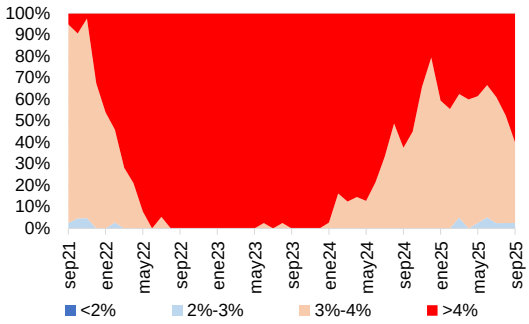
en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4)[6]. Por su parte, la probabilidad de que las expectativas de inflación a un año se encuentren por encima del 4% se ubicaron en 17,51% (ant: 7,62%) y 60,00% (ant: 47,50%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente; y a dos años se ubicaron en 1,61% (ant: 0,22%) y 5,26% (ant: 3,03%).

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



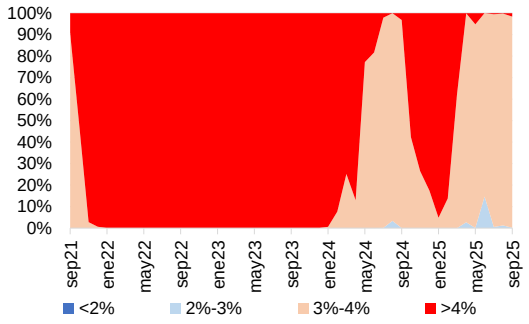
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
ago-25	0.10%	20.29%	71.99%	7.62%
sep-25	0.02%	9.25%	73.23%	17.51%

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



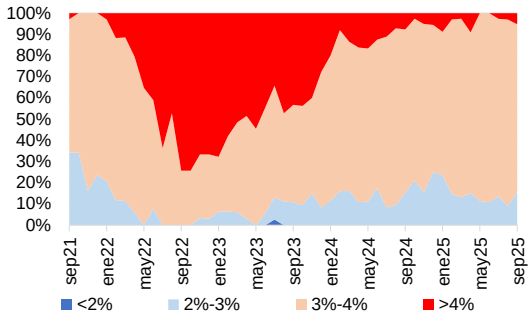
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
ago-25	0.00%	2.50%	50.00%	47.50%
sep-25	0.00%	2.50%	37.50%	60.00%

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



Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
ago-25	0.00%	1.24%	98.55%	0.22%
sep-25	0.00%	0.16%	98.23%	1.61%

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%
ago-25	0.00%	9.09%	87.88%	3.03%
sep-25	0.00%	15.79%	78.95%	5.26%

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.

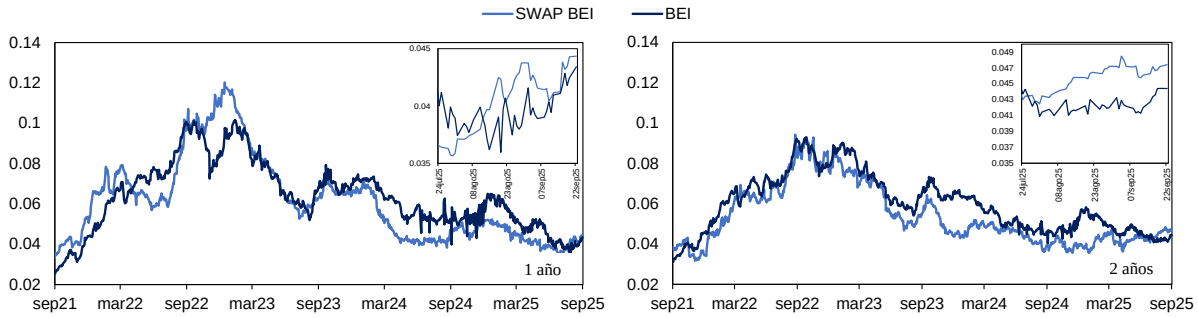
Las expectativas de inflación implícitas en los contratos de derivados a uno y dos años aumentaron. Este aumento está en línea con el aumento de la inflación observado en agosto (obs: 5,10%; ant: 4,90%) y la fortaleza del crecimiento económico. Por su metodología, este indicador no se ve afectado por las estrategias de manejo de deuda implementadas por el MHCP, lo que permite extraer información de expectativas de inflación excluyendo estas operaciones. El Gráfico 8 presenta las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps* UVR (*swap* BEI[7]), frente al BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y

[6] 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 34,2% (ant: 61,9%) y 31,6% (ant: 36,4%), según el BEI ajustado y la EME, respectivamente.

[7] 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.

con información hasta el 22 de septiembre, los *swaps* BEI promedio mensual a 1 y 2 años subieron cada uno 22 pb y 16 pb, y se ubicaron en 4,23% y 4,70% (ant: 4,01% y 4,54%), respectivamente[8].

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



Fuentes: Bloomberg. **Cálculos:** BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación[9] (ICEI), que refleja la dinámica común de las expectativas de inflación provenientes del mercado y de encuestas, presentó leves cambios para el corto plazo, mientras que disminuyó para el mediano y largo plazo (Gráficos 9 al 12).

Gráfico 9. ICEI de corto plazo

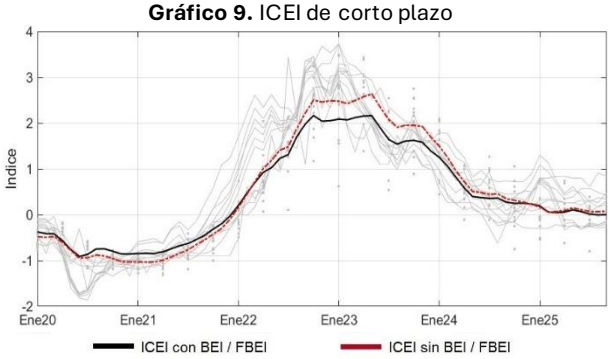


Gráfico 10. ICEI de mediano plazo

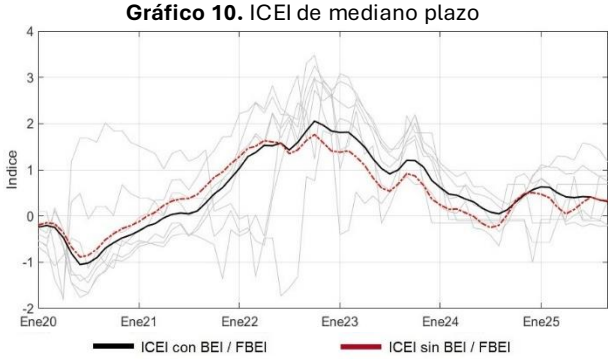
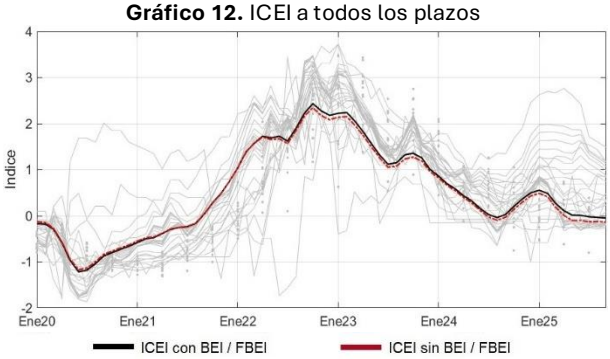


Gráfico 11. ICEI de largo plazo

Gráfico 12. ICEI a todos los plazos



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

[8] La medida forward del primer al segundo año aumentó (obs: 5,16%, ant: 5,07%).

[9] 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.

as expectativas de inflación total, básica y sin alimentos ni regulados (SAR), provenientes de encuestas, en su mayoría aumentaron. Las expectativas para cierre de 2025 y 2026 continuaron con su tendencia al alza observada en los últimos meses. En particular, el promedio[10] de las encuestas sobre inflación total aumentó frente a lo observado el mes previo para todos los horizontes: finales de 2025 (obs: 5,06%; ant: 4,95%), a 12 meses (obs: 4,13%; ant: 4,00%), 2026 (obs: 4,04%; ant: 3,94%) y a 24 meses (obs: 3,58%; ant: 3,50%). Por su parte, la última EME mostró incrementos en las expectativas de inflación SAR para finales de 2025 y 2026, estabilidad en el horizonte de 12 meses y una reducción a 24 meses. En cuanto a la inflación sin alimentos, se observaron incrementos para 2025 y 2026, pero permanecieron estables a 12 y 24 meses (Gráficos 13 al 16).

Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025 según encuestas

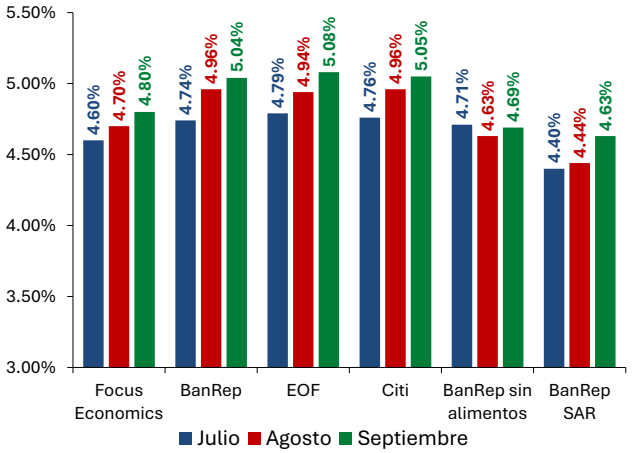


Gráfico 14. Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas

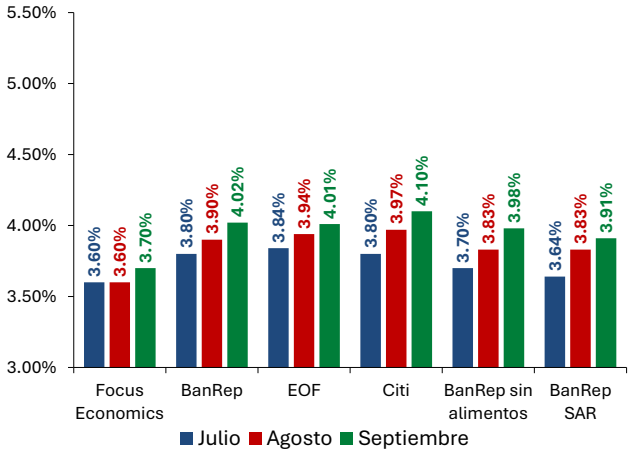


Gráfico 15. Inflación esperada a 12 meses según encuestas

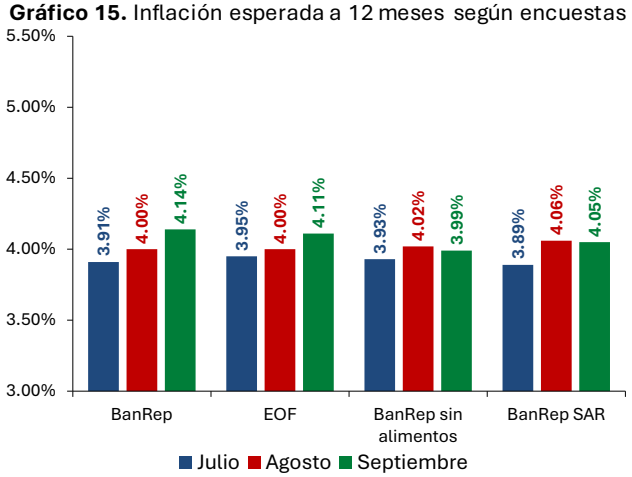
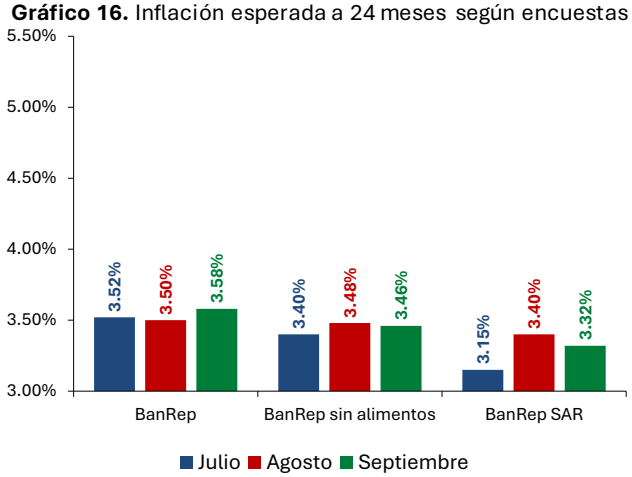


Gráfico 16. Inflación esperada a 24 meses según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 7 de septiembre. La encuesta del BanRep se realizó entre el 8 y el 10 de septiembre. La EOF se publicó el 17 de septiembre con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 25 de septiembre.

En agosto, la inflación mensual sin alimentos se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado y de lo observado en el mismo mes de los últimos tres años, mientras que la inflación SAR se ubicó por encima de lo esperado por el mercado y de lo registrado durante el mismo mes de 2024. Para septiembre, los analistas esperan que ambas medidas de inflación básica se ubiquen por debajo de lo registrado en el mismo periodo de los últimos tres años. La inflación

[10] Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2025 aumentó de 4,89% a 4,99%, y para 2026 aumentó de 3,85% a 3,96%.

sin alimentos se ubicó en 0,13% m/m en agosto, por debajo de lo esperado por los analistas encuestados por la EME (0,16%) y del dato registrado en agosto de 2022 (0,83%), 2023 (0,60%) y 2024 (0,16%). Por su parte, la inflación SAR se ubicó en 0,23%, por encima de lo esperado (0,19%) y de lo registrado durante el mismo mes de 2024 (0,21%), pero por debajo de lo registrado en el mismo mes de 2022 (0,76%) y 2023 (0,49%). Para septiembre, estos agentes esperan que la inflación sin alimentos y SAR se ubique en 0,22% y 0,24%, respectivamente, por debajo de los niveles registrados en agosto de 2022, 2023 y 2024 (Gráfico 17).

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

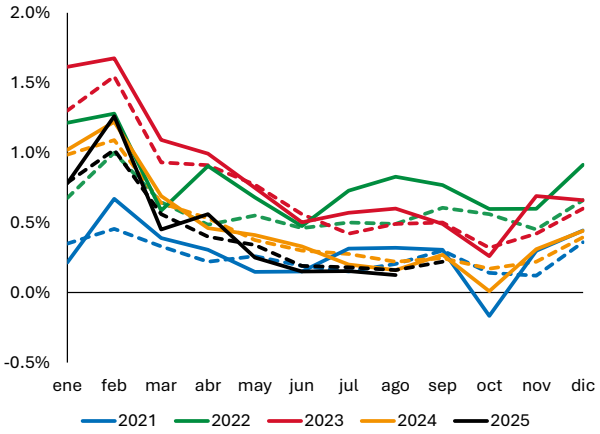
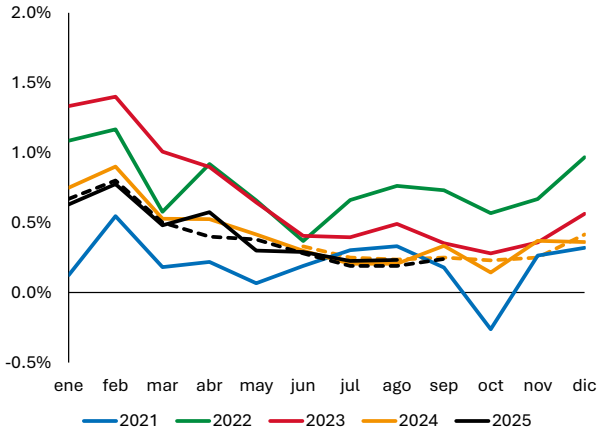


Gráfico 18. Inflación mensual SAR y expectativas (EME)



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

En síntesis, las expectativas de inflación 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 agosto y con la sorpresa positiva del ISE, que se ubicó por encima de las proyecciones de los analistas. Adicionalmente, las expectativas derivadas del mercado de bonos pudieron verse parcialmente influenciadas por las operaciones de manejo de deuda realizadas por el MHCP, las cuales habrían afectado las tasas observadas en los mercados de títulos denominados en pesos y en UVR.

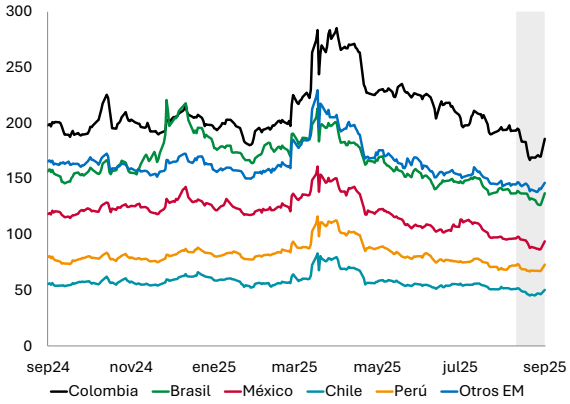
Las expectativas de inflación a un año provenientes de encuestas se mantuvieron por encima de las implícitas en el mercado de deuda. Las provenientes de encuestas, aumentaron en 13 pb y 8 pb, para diciembre de 2025 y diciembre de 2026, respectivamente. Por su parte, los promedios mensuales de los swap 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 4,13% (ant: 4,00%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 3,59% (ant: 3,37%). A 24 meses, la EME indica una expectativa de 3,58% (ant: 3,50%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 3,59% (ant: 3,44%)[11].

[11] 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 del 29 de agosto con las del 22 de septiembre, se observa un aplanamiento en la curva de TES en pesos, resultado de una mayor valorización de los títulos de largo plazo frente a los demás tramos. Las menores valorizaciones en el tramo corto estuvieron en línea con el dato de inflación de agosto (5,10%), cercano al esperado por el mercado (5,11%) pero superior al dato previo (4,90%). También influyeron el aumento en la oferta de títulos de corto plazo (TCO) durante el periodo[12] y el resultado de la actividad económica de julio (4,30% a/a), que superó tanto la expectativa del mercado (2,60% a/a) como el registro del mes anterior (3,00% a/a). Por su parte, las tasas de largo plazo podrían haber estado presionadas a la baja como resultado de las operaciones de manejo de deuda realizadas por el MHCP, así como por las expectativas de que estas continúen. En particular, durante 2025, la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) ha llevado a cabo operaciones de canje por un total de COP 70,3 billones[13], en un contexto marcado por la persistente incertidumbre en el frente fiscal[14]. Adicionalmente, las primas por riesgo de Colombia disminuyeron durante septiembre, mientras que las de los países de la región se mantuvieron estables[15].

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.

[12] En agosto, el saldo de TCO se ubicó en COP 61 billones, superior al dato de agosto (COP 41 billones) y al de diciembre de 2024 (COP 17 billones).

[13] Hasta el 22 de septiembre, la Dirección General de Crédito Público realizó seis operaciones de canje de TES con Creadores de Mercado por un total de COP 49,3 billones. Estas incluyeron intercambios tanto en TES COP como en TES UVR, en los que se entregaron títulos con vencimientos entre 2029 y 2062, y se recibieron títulos entre 2025 y 2050. Las operaciones se llevaron a cabo en las siguientes fechas: 20 de mayo, 3 de junio, 8 de julio, 22 de julio, 19 de agosto y 18 de septiembre. Adicionalmente, el 22 de julio se realizó una operación de canje interno con el Tesoro Nacional por COP 21 billones, en la que se recogieron TES COP con vencimientos entre 2025 y 2050, y se entregaron títulos con vencimientos en 2029 y 2033. Por último, el 4 de agosto, la Nación ejecutó una operación de manejo de deuda en los mercados internacionales, mediante la recompra de bonos denominados en USD con vencimientos entre 2024 y 2061 por USD 2.958 millones.

[14] Durante septiembre, continuaron las discusiones en el Congreso sobre el Presupuesto General de la Nación para 2026, cuyo monto propuesto por el Gobierno asciende a COP 556 billones. Persisten diferencias entre el Ejecutivo y los sectores de oposición, quienes insisten en reducir el presupuesto para evitar una reforma tributaria adicional. La falta de consenso ha generado preocupación ante la posibilidad de que el Gobierno opte por expedir el PGN mediante decreto.

[15] Durante septiembre, el CDS a 5 años en Colombia ha disminuido 7 pb, mientras que en los demás países de la región las variaciones fueron más moderadas, oscilando entre -2 pb en México y 1 pb en Perú. Por su parte, en una muestra de países emergentes, según el índice CDX.EM, el CDS se mantuvo estable, con una variación de apenas 1 pb. El 22 de septiembre se presentó un cambio en los contratos CDS que explica el aumento registrado al final del periodo.

Gráfico 20. Tasas cero cupón en pesos

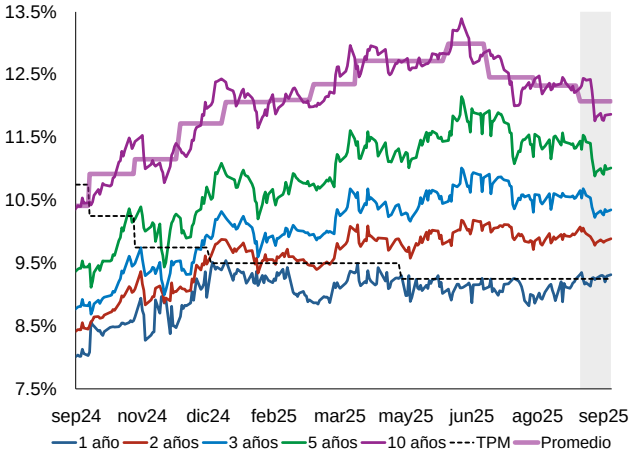
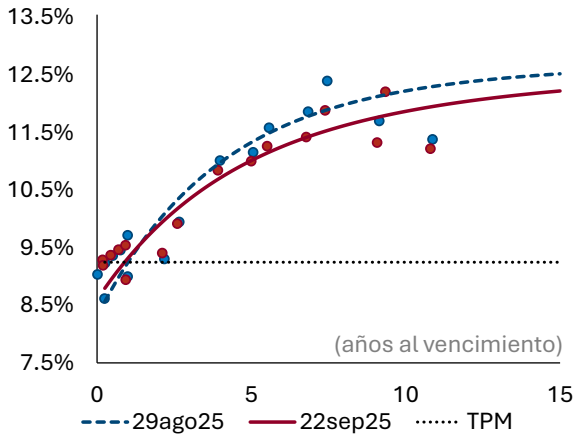


Gráfico 21. Curva cero cupón en pesos



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

Por su parte, la curva de TES denominados en UVR se empinó al comparar las tasas del 29 de agosto con las del 22 de septiembre, como resultado de mayores valorizaciones en el tramo corto frente al tramo largo. Este comportamiento podría estar asociado a las operaciones de canje de TES UVR realizadas por la Tesorería, las cuales ejercieron presión bajista sobre las tasas de los títulos comprados, principalmente en el corto plazo, en contraste con los títulos ofrecidos, que se concentraron en vencimientos de largo plazo.

Gráfico 22. Tasas cero cupón en UVR

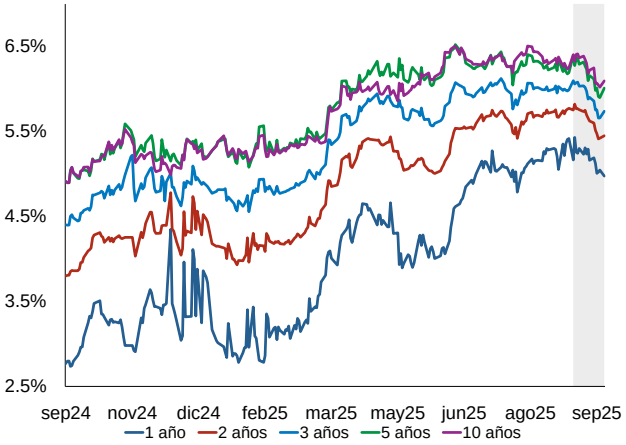
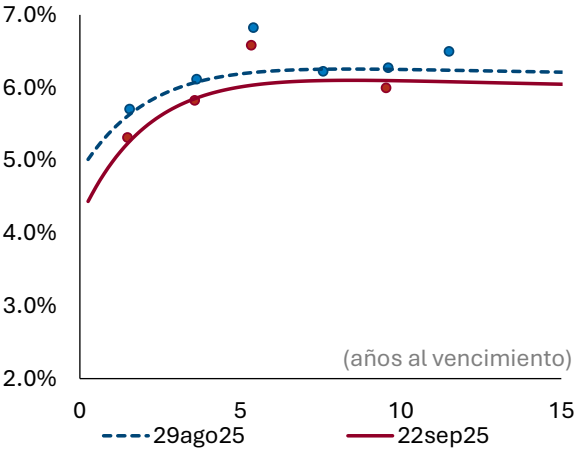


Gráfico 23. Curva cero cupón en UVR

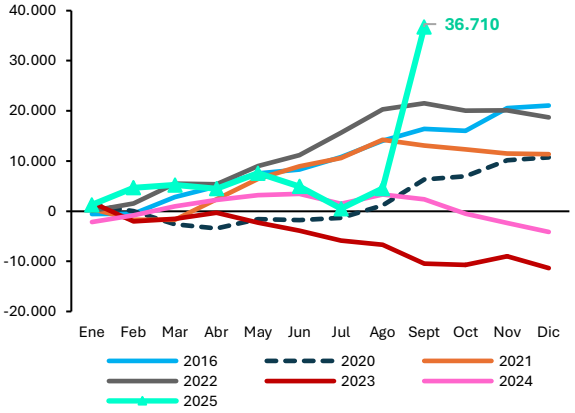


Fuente: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep.

Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 22 de septiembre, los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES denominados en pesos por COP 31,6 b, principalmente en referencias del tramo corto y largo de la curva (COP 21 b y COP 11 b, respectivamente)[16]. Estas compras, con una magnitud superior al comportamiento histórico de estos agentes, se explican por las operaciones de Tesorería con bancos extranjeros, según declaraciones realizadas por el MHCP[17]. En TES denominados en UVR, compraron en neto COP 631 miles de millones (mm) en el mercado de contado, principalmente en el tramo largo (COP 626 mm). De esta manera, en lo corrido del 2025 acumulan compras netas por COP 36,7 b en el mercado de contado de TES (Gráfico 24). Así, en septiembre se ubicaron como el segundo grupo de mayores tenedores de estos títulos con el 20,4% del total de TES en circulación (Gráfico 25).

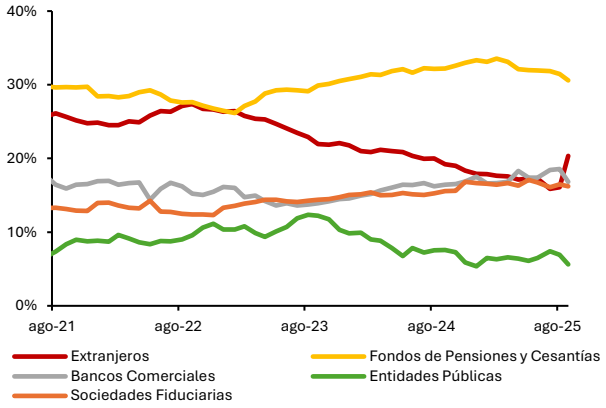
[16] En TES denominados en pesos del tramo medio vendieron en neto COP 363 miles de millones.
[17] Con base en el informe *"Assembling the puzzle"* publicado por Barclays el 17 de septiembre de 2025.

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



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

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



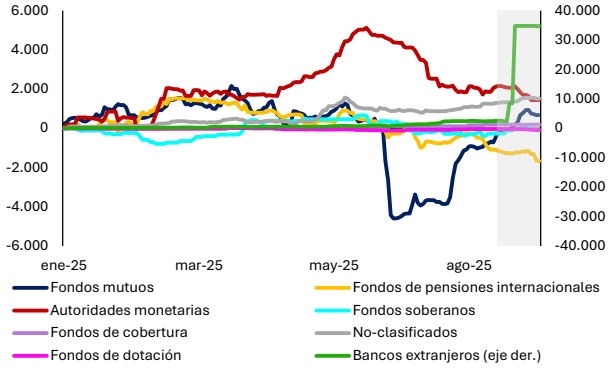
Fuente: BanRep.
Nota: Excluye la transferencia de los TES en el portafolio del Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al MHCP en abril de 2023, así como las posteriores transferencias del 25% de ese portafolio en diciembre de 2023, y del 10% en agosto de 2025, del MHCP a Fiduprevisora. 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.

Los bancos extranjeros adquirieron TES por una magnitud importante desde la última reunión de la JDBR, como consecuencia de las operaciones de Tesorería que realizó el MHCP con estas entidades (Gráfico 26)[18]. Se observa una recomposición de la base de inversionistas extranjeros hacia estos agentes en lo corrido de 2025. Desde la última reunión de la JDBR, los bancos extranjeros compraron en neto títulos por COP 32,2 b, mientras que las autoridades monetarias realizaron ventas netas por COP 721 mm.

Además, los inversionistas extranjeros clasificados como no-indexados[19] al índice *GBI-EM Global Diversified*[20] tomaron una posición compradora durante septiembre (Gráfico 27). Los inversionistas extranjeros adquirieron títulos durante septiembre como consecuencia de las operaciones de Tesorería entre el MHCP y bancos extranjeros. Los agentes no-indexados recibieron TES por COP 32,4 b desde la última reunión de la JDBR, mientras que los indexados vendieron en neto TES por COP 206 mm[21]. Persisten algunos riesgos en los frentes local e internacional, entre los que se destacan la incertidumbre fiscal en Colombia y Estados Unidos, que se suma a la incertidumbre comercial provocada por este último, los cuales podrían presionar a la baja los flujos de los inversionistas extranjeros en el futuro.

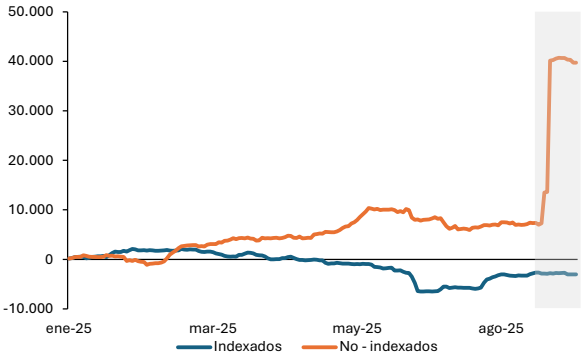
[18] A septiembre de 2025, la participación por tipo de inversionista extranjero dentro del total de tenencias en TES de extranjeros es de 40% para los fondos mutuos, 22% para los fondos de pensiones internacionales, 17% para las autoridades monetarias, 7% para los fondos soberanos, 5% para los bancos extranjeros, 2% para las compañías de seguros internacionales, y 7% para los demás tipos de agentes.
[19] 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.
[20] 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
[21] 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.

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



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

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



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

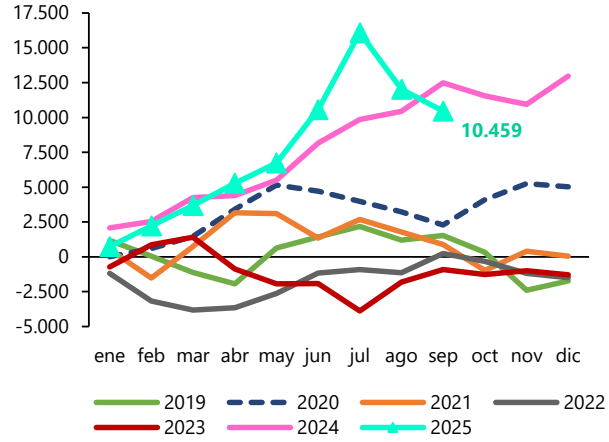
Por otro lado, los inversionistas extranjeros continuaron disminuyendo su posición compradora en contratos *Non-Delivery Forward* (NDF) de TES[22] en septiembre. Así, se presentaron vencimientos de contratos de compra por COP 1,6 b desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 28), ubicando su posición compradora en COP 27 b al 22 de septiembre. Estos vencimientos podrían estar relacionados con menores expectativas de valorizaciones de los TES por parte de los inversionistas en este mercado. De acuerdo con la información reportada por las contrapartes locales al BanRep, estos vencimientos se concentraron en referencias del tramo largo de la curva de TES en pesos (COP 1,5 b)[23]. En cuanto a sus contrapartes locales, los bancos comerciales fueron el tipo de entidad con la que concentraron la disminución en su posición durante el periodo (COP -1,2 b)[24], seguidos de las sociedades comisionistas de bolsa y las corporaciones financieras (COP -345 mm y COP -65 mm, respectivamente).

[22] 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.

[23] En instrumentos sobre referencias del tramo corto y medio de la curva presentaron variaciones en su posición por COP 49 mm y COP -214 mm, respectivamente.

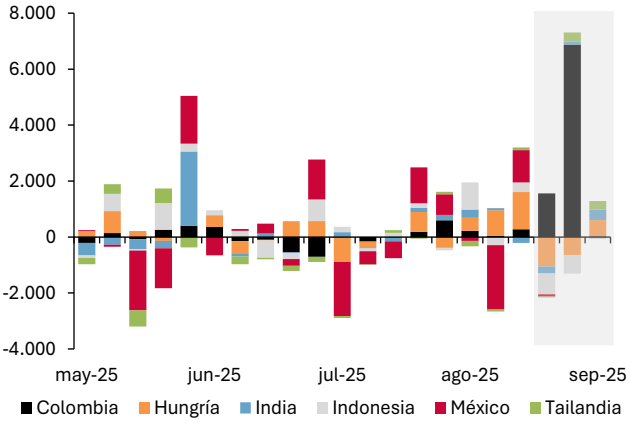
[24] Este movimiento podría estar relacionado con la disminución de la posición en TES de los bancos comerciales observada en el mismo periodo por 5,6 b.

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).

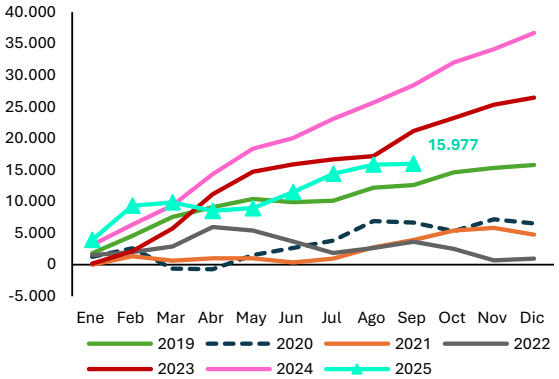
Gráfico 29. Flujos netos semanales de inversionistas extranjeros en títulos de deuda de un grupo de países emergentes (USD millones)



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, a principios de septiembre se registraron flujos de venta de inversionistas extranjeros en títulos de deuda[25] para una muestra de países emergentes, los cuales fueron compensados parcialmente con compras hacia el cierre del periodo (Gráfico 29). Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF) con corte al 19 de septiembre, desde la última reunión de la JDBR países como Indonesia y Hungría han presentado ventas netas por USD 1.487 m (0,3% del saldo total de deuda pública en ese país[26]) y USD 1.111 m (0,6%), respectivamente, mientras que en Tailandia se han presentado compras por USD 595 m (0,2%).

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



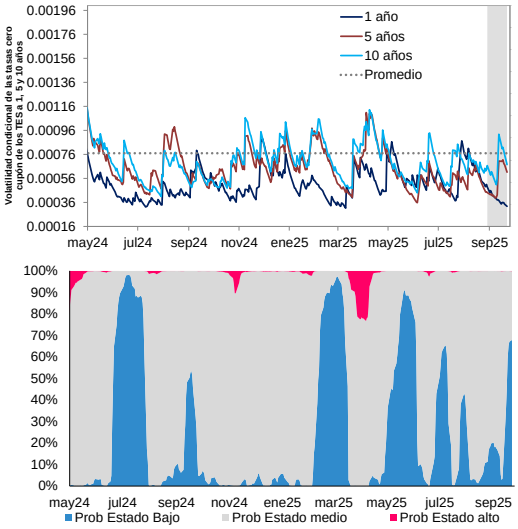
Fuente: BanRep.

Los FPC realizaron compras de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR, continuando con la tendencia observada desde junio, mientras que tomaron una posición vendedora en títulos en UVR (Gráfico 30). Durante el periodo, los FPC compraron en neto TES en pesos por COP 861 mm, principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 2,0 b)[27]. Por su parte, en TES denominados en UVR realizaron ventas netas por COP 1,3 b, principalmente en referencias del tramo medio de la curva (COP 6,2 b)[28]. De esa manera, se mantienen como los principales tenedores de TES (30,6% del total de TES en circulación).

[25] Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.
[26] Fuente: Haver Analytics. Información a agosto de 2025.
[27] 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.
[28] 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 vendedores de TES, principalmente en referencias del tramo largo de la curva. Lo anterior estuvo relacionado con un canje de deuda entre el MHCP y los creadores de mercado por COP 18,4 b sobre referencias en UVR durante el periodo. En lo corrido del año, el MHCP ha realizado operaciones de canje de deuda por un monto acumulado de COP 70 b. En septiembre, las entidades públicas vendieron en neto títulos por COP 9,2 b en referencias del tramo largo de la curva, mientras que en títulos de los tramos corto y medio compraron en neto COP 322 mm y COP 367 mm, respectivamente. Por su parte, en el canje de deuda se recibieron referencias de TES en UVR con vencimiento en 2027, 2029, 2033 y 2035, a cambio de TES en UVR con vencimiento en 2031 y 2062[29].

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 septiembre y se ubicó con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad medio (Gráfico 31). La mayoría de las métricas de liquidez mejoraron frente a los niveles registrados el mes previo. Respecto a los indicadores de liquidez, los *Bid-Ask Spread* (BAS) promedio de los TES en pesos y UVR se ubicaron por debajo de los observados en agosto, mientras que la profundidad promedio aumentó en ambas referencias. No obstante, la mayoría de estos indicadores continúan reflejando niveles de liquidez inferiores a los cinco años previos a la pandemia del Covid-19[30] (Anexo 2 – Gráficos 32 al 35).

[29] EL MHCP recibió COP 1,3 b, COP 7,3 b, COP 2,0 b y COP 7,8 b en las referencias de TES en UVR con vencimiento en 2027, 2029, 2033 y 2035, respectivamente. En las referencias con vencimiento en 2031 y 2062, entregó COP 7,5 b y COP 8,3 b, en su orden.

[30] Al 22 de septiembre, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 5,41 pb para los TES en pesos y 5,95 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 5,97 pb y 7,21 pb observados durante agosto, 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 aumentó de COP 183,65 mm a COP 185,11 mm, y la de los TES denominados en UVR de COP 144,21 mm a COP 157,36 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)

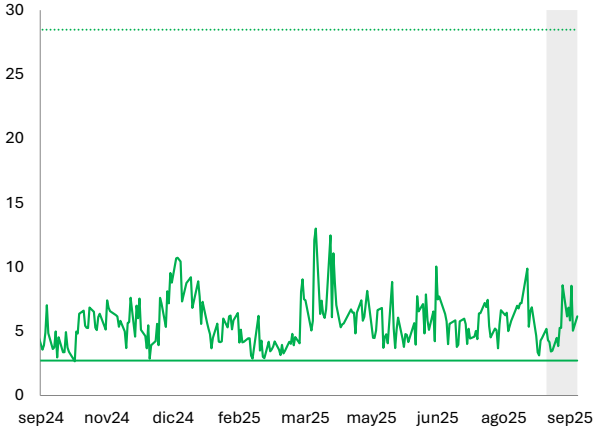
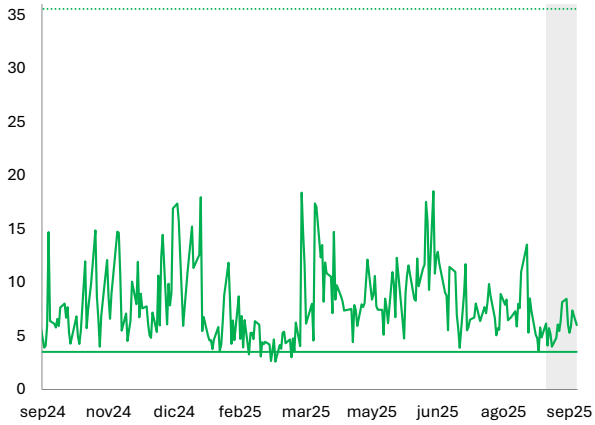


Gráfico 33. *Bid-Ask spread* de los TES en UVR (pb)



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

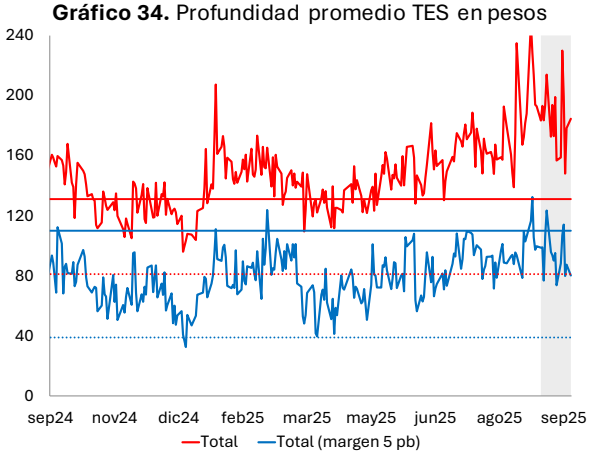
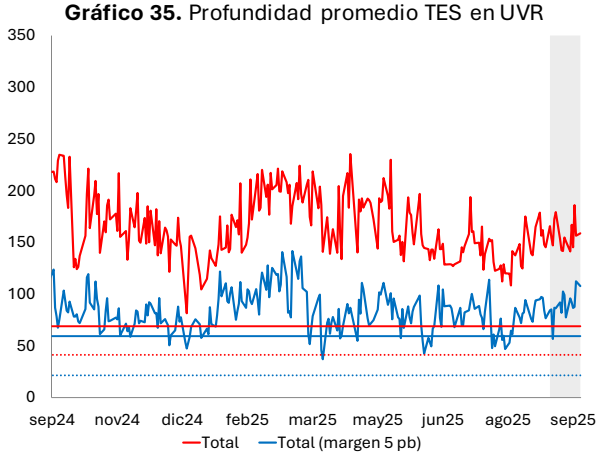


Gráfico 35. Profundidad promedio TES en UVR



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 prome dio durante los primeros días de la pandemia del COVID-19 (marzo de 2020). Las líneas rectas sólidas corresponden al promedio de los cinco años prepandemia.

La curva de los TES denominados en pesos se aplanó, mientras que la curva en UVR se empinó. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años se redujo en 27 pb, alcanzando un nivel de 198 pb en la curva de TES pesos, por otra parte, la de TES en UVR se empinó 17 pb, hasta un nivel de 64 pb (Gráficos 36 y 37).

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

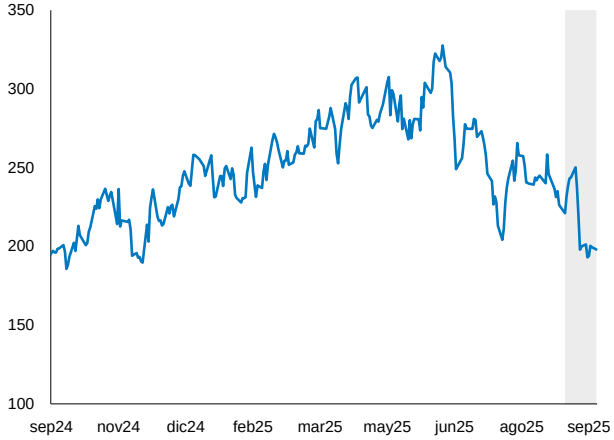
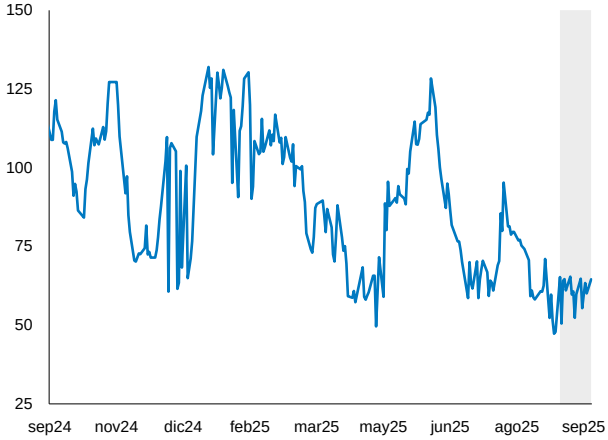


Gráfico 37. Pendiente curva TES UVR (10-2 años, pb)



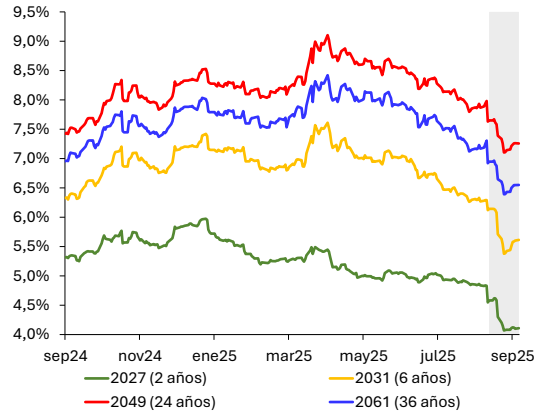
Fuentes: SEN y Master Trader, **Cálculos:** BanRep.

En septiembre, los títulos de deuda soberana colombiana denominada en dólares presentaron mayores valorizaciones que 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 -47 pb, -53 pb, -39 pb y - 40 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 12 pb, debido a que los títulos denominados en dólares presentaron mayores valorizaciones que los denominados en moneda local (Gráfico 39).

Por su parte, el MHCP emitió bonos en euros por EUR 4.100 m (COP 19 b). Además, recompró bonos en euros por EUR 715 m (COP 3 b) con vencimiento en 2026 y bonos en dólares con vencimiento en 2027 y 2061 por USD 5.400 m (COP 21 b). Los bonos en euros fueron emitidos con vencimientos en 2028, 2032 y 2036 con cupones de 3,8%, 5,0% y 5,6%, respectivamente. La demanda por los bonos emitidos en euros fue de EUR 25,4 mm[31]. Las operaciones de recompra de títulos en dólares se dieron a través de un grupo de bancos extranjeros, en el marco de las operaciones de Tesorería.

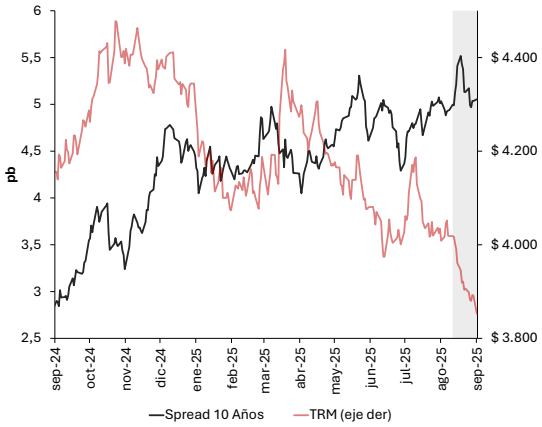
[31] El *bid to cover* de la emisión del MHCP fue de 6,2. En la región, se observan casos comparables respecto al nivel de demanda alcanzado por Colombia. Por ejemplo, el 14 de septiembre de 2020 México realizó una emisión de bonos denominados en euros por aproximadamente EUR 740 m, que recibió una demanda por cerca de EUR 4,8 mm, lo que representó un *bid to cover* de 6,4. Asimismo, Chile realizó una emisión de bonos en euros el 5 de mayo de 2020 por un monto de EUR 500 m y recibió ofertas por EUR 3,5 mm, alcanzando un *bid to cover* 7,0.

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



Fuente: Bloomberg.

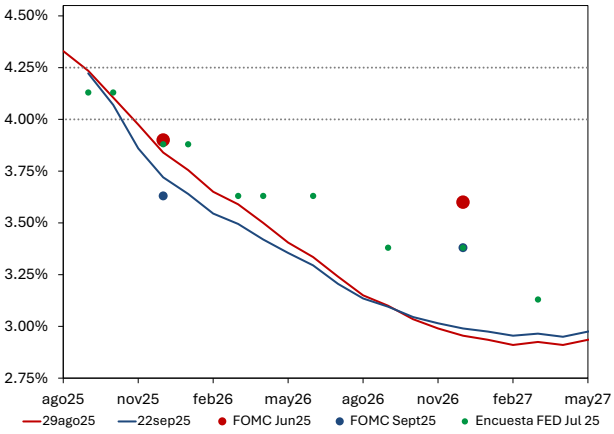
Gráfico 39. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

Gráfico 40. Senda esperada tasa de Fondos Federales



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

El 17 de septiembre, 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 4,00% y 4,25%, en línea con las expectativas del mercado de futuros. Por su parte, el mercado descuenta que el FOMC realice recortes adicionales por 50 pb (ant: 25 pb) durante 2025. Las expectativas de política monetaria reaccionaron a la baja ante la publicación de cifras del mercado laboral y de actividad económica por debajo de lo esperado por el mercado en Estados Unidos (ver *Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región*). Estas proyecciones del mercado se encuentran en línea con las proyecciones del FOMC publicadas en septiembre para el cierre de 2025 y 75 pb por debajo de las publicadas para el cierre de 2026 (Gráfico 40).

En esta misma línea, el CME[32] muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2025 es aquel consistente con recortes adicionales por 50 pb (ant: 25 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2025 se ubicó en el rango entre 3,50% y 3,75% durante septiembre (probabilidad del 75%), seguido del rango entre 3,75% y 4,00% (probabilidad del 23%, Cuadro 3).

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

	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00%	4,00%-4,25% (Rango actual)	4,25%-4,50%	4,50%-4,75%
29ago25	0%	40%	46%	13%	1%	0%
22sep25	0%	75%	23%	2%	0%	0%

[32] *Chicago Mercantile Exchange.*

Fuente: CME.

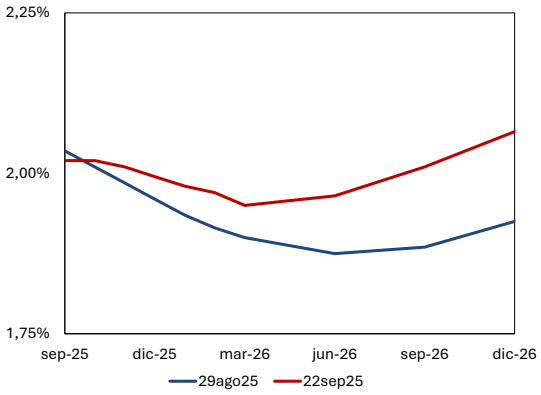
En su reunión del 17 de septiembre, el FOMC también actualizó sus proyecciones económicas. Frente a sus estimaciones de junio, se observó un aumento en las perspectivas de crecimiento e inflación, junto con una reducción en sus proyecciones de desempleo y tasa de los Fondos Federales (Cuadro 4).

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

		Tasa de crecimiento económico	Tasa de desempleo	Inflación PCE	Inflación PCE núcleo	Tasa de los Fondos Federales
2025	**jun-25**	1.4%	4.5%	3.0%	3.1%	3.9%
	sep-25	1.6% ▲	4.5% ▬	3.0% ▬	3.1% ▬	3.6% ▼
2026	**jun-25**	1.6%	4.5%	2.4%	2.4%	3.6%
	sep-25	1.8% ▲	4.4% ▼	2.6% ▲	2.6% ▲	3.4% ▼
2027	**jun-25**	1.8%	4.4%	2.1%	2.1%	3.4%
	sep-25	1.9% ▲	4.3% ▼	2.1% ▬	2.1% ▬	3.1% ▼
Largo Plazo	**jun-25**	1.8%	4.2%	2.0%	-	3.0%
	sep-25	1.8% ▬	4.2% ▬	2.0% ▬	-	3.0% ▬

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

Gráfico 41. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, el 11 de septiembre, el Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) mantuvo inalterados los tipos de interés de las operaciones principales de refinanciación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 2,00%, 2,15% y 2,40%, respectivamente, en línea con lo esperado por el mercado. Además, las expectativas de TPM en Europa se mantuvieron relativamente estables en septiembre. Los futuros de la tasa Euribor anticipan una tasa de 2,02% en la reunión de octubre del ECB (ant: 2,01%), de 2,00% para cierre de 2025 (ant: 1,96%) y de 2,07% para el cierre de 2026 (ant: 1,93%) (Gráfico 41).

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

La curva de Tesoros de EE. UU. se aplanó, impulsada por mayores valorizaciones en el tramo largo frente a los demás segmentos. Este comportamiento estuvo asociado a una corrección a la baja en la senda esperada de política monetaria, motivada por la publicación de datos del mercado laboral de agosto por debajo de lo anticipado[33], cifras de IPP también inferiores a las expectativas y un dato de inflación en línea con lo previsto[34]. Además, la FED decidió reducir la tasa objetivo de los Fondos Federales en 25 pb, ubicándola en un rango entre 4,00% y 4,25%, en línea con lo esperado por el mercado. Tras esta decisión, el mercado de deuda pública reaccionó al tono cauteloso

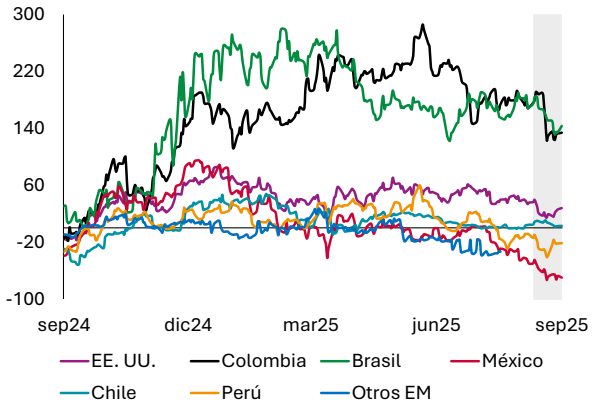
[33] Según el reporte de empleo ADP correspondiente a agosto, el empleo no agrícola aumentó en 54 mil puestos de trabajo, por debajo de las expectativas del mercado (68 mil) y del dato previo (106 mil). Por su parte, el informe oficial de empleo mostró que la tasa de desempleo se ubicó en 4,3%, en línea con las expectativas (4,3%) pero por encima del dato anterior (4,2%). Las nóminas no agrícolas crecieron en apenas 22 mil empleos, cifra inferior tanto a la esperada (75 mil) como al dato del mes anterior (79 mil).

[34] En agosto, la inflación se ubicó en 2,9% a/a, en línea con las expectativas del mercado (2,9%) y por encima del dato previo (2,7%). La inflación núcleo, por su parte, se mantuvo estable en 3,1% a/a, coincidiendo con las proyecciones y el dato anterior. En cuanto al IPP, este registró una variación de 2,6% a/a, inferior tanto a la expectativa (3,3%) como al dato del mes anterior (3,1%).

adoptado por la FED tras su reunión de política monetaria, lo que llevó a una reversión parcial de las valorizaciones observadas durante el periodo.

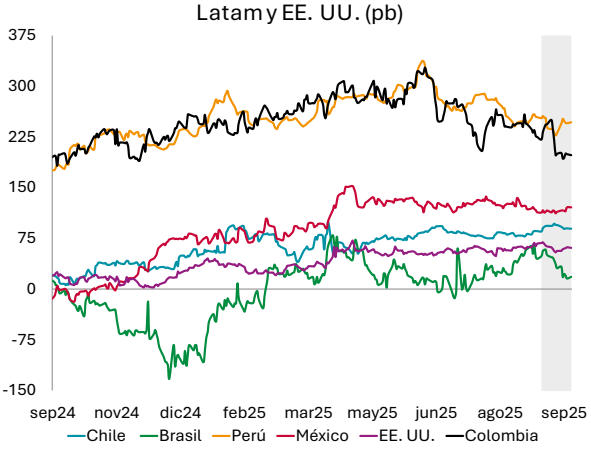
En este contexto, la mayoría de las curvas de títulos de deuda pública de la región se aplanaron. Destacan las valorizaciones en el tramo largo en la curva en Brasil, impulsadas por el atractivo de sus tasas de interés, lo anterior en un entorno marcado por tensiones persistentes en el frente comercial con EE.UU., datos de inflación por encima de lo esperado, la decisión del Banco Central de Brasil de mantener la TPM y su comunicado que fue interpretado por el mercado con un tono *hawkish*. Por su parte, la deuda pública en México registró valorizaciones a lo largo de los distintos tramos de la curva, impulsadas por la decisión de S&P Global Ratings de mantener las calificaciones crediticias soberanas: 'BBB' para moneda extranjera y 'BBB+' moneda local, además mantuvo la perspectiva estable. En cuanto a las pendientes 10 años-2 años, se observaron reducciones de 27 pb en Brasil (hasta un nivel de 18 pb), 8 pb en Perú (hasta un nivel de 247 pb) y 6 pb en EE.UU. (hasta un nivel de 61 pb). En contraste, México y Chile registraron aumentos de 7 pb (hasta 121 pb) y 3 pb (hasta 89 pb), respectivamente (Gráficos 42 a 44, Anexo 4).

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



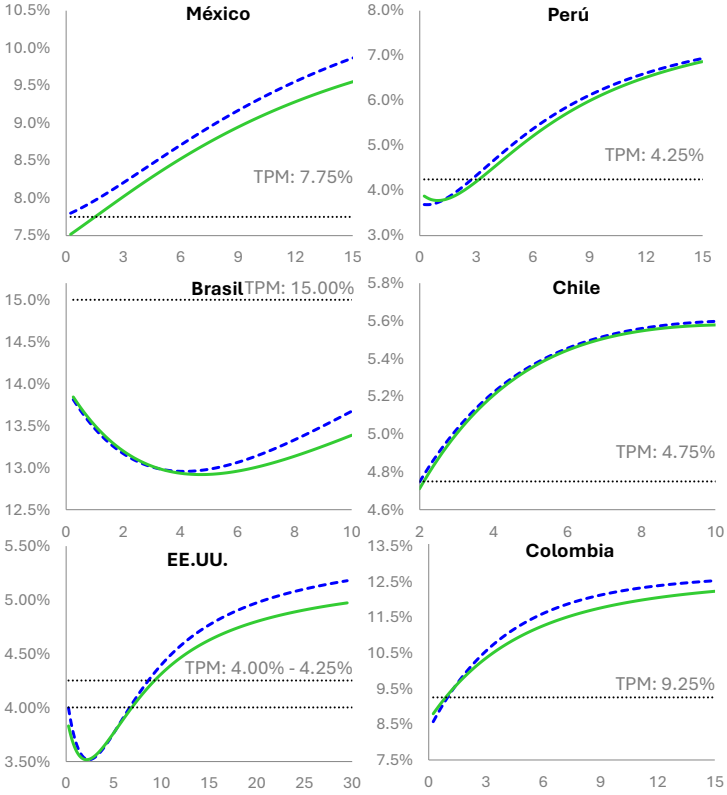
Fuentes: Bloomberg, SEN y Master Trader, **Cálculos:** BanRep. Cambios (pb) desde el 1 de septiembre de 2024.

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



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

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



	EVOLUCIÓN POR TRAMOS			Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-21	-18	-24	0
Perú	-7	-16	-11	-25
Brasil	3	-6	-29	0
Chile	-4	-1	-2	0
EEUU	-3	1	-8	-25
Colombia	-9	-32	-36	0

	EVOLUCIÓN POR TRAMOS 3 MESES			Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-54	-57	-65	-75
Perú	-8	-32	-32	-25
Brasil	-23	-10	-28	0
Chile	-12	-11	-10	-25
EEUU	-16	-14	-15	-25
Colombia	-27	-85	-85	0

	CAMBIOS OBSERVADOS		
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	-21	-3	9
Perú	-11	-4	-14
Brasil	-11	-32	13
Chile	-2	2	3
EEUU	-3	-4	13
Colombia	-25	-27	-19

29-ago-25 **22-sep-25**

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

2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

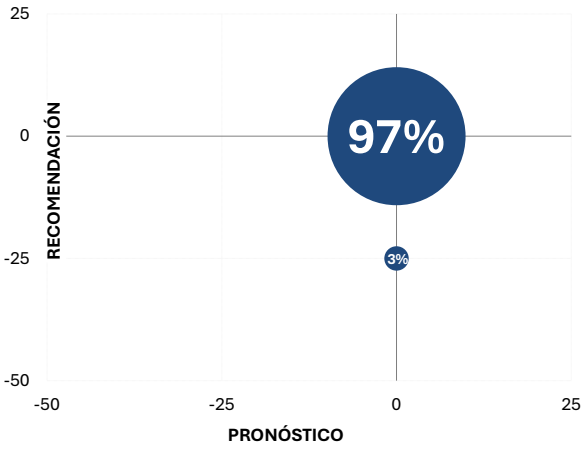
A continuación, se presentan las expectativas de crecimiento económico y de la TPM extraídas de encuestas, de la curva OIS y del mercado de TES en pesos.

2.1. Expectativas de TPM

Las encuestas indican que la mayoría de los agentes descuentan que la tasa de política monetaria permanezca inalterada en septiembre. Primero, según la EME[35], la mediana señala que la TPM permanecerá estable en 9,25% en septiembre (desviación estándar de 6 pb). Por otro lado, según la Encuesta de Opinión Financiera[36] (EOF), 26 de los 27 agentes encuestados esperan que la TPM permanezca estable en septiembre. Por su parte, de las 7 entidades que respondieron la encuesta de Bloomberg[37], 6 esperan que la TPM permanezca estable en septiembre, mientras que la entidad restante proyecta una reducción de 25 pb. Por su parte, de acuerdo con las encuestas de analistas financieros de Citi[38] y ANIF[39], de las 33 entidades encuestadas, el 97% espera y recomienda que la TPM permanezca inalterada en septiembre, y el 3% restante espera que permanezca inalterada, pero recomienda que disminuya 25 pb. La desviación estándar de las expectativas disminuyó en septiembre (obs: 0 pb; ant: 10 pb) (Gráficos 45 y 46, y Anexo 1).

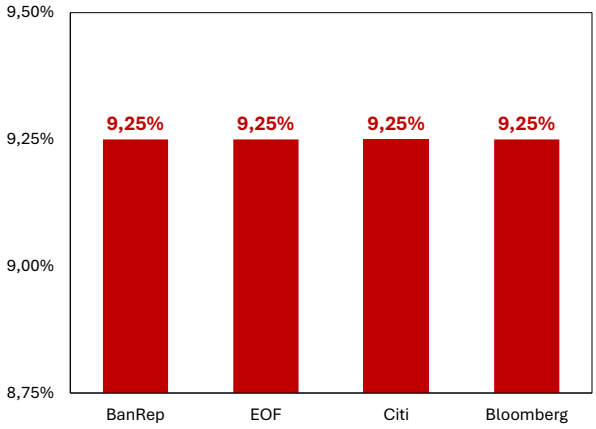
[35] Datos recolectados entre el 8 y el 10 de septiembre.
[36] Publicada el 17 de septiembre con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes.
[37] Datos recolectados hasta el 25 de septiembre.
[38] Publicada el 25 de septiembre.
[39] Publicada el 17 de septiembre.

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



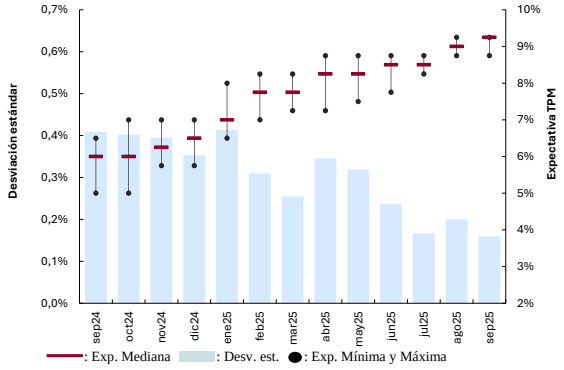
Fuente: Citi y ANIF.

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 septiembre. La EOF se publicó el 17 de septiembre con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 25 de septiembre. Los datos de Bloomberg se recolectaron hasta el 25 de septiembre.

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 agosto. Según los resultados de la encuesta del BanRep y de 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 aumentó de 9,00% a 9,25% en septiembre, mientras que la desviación estándar de estas expectativas disminuyó de 20 pb a 16 pb (Gráfico 47). Por su parte, el promedio de todas las encuestas aumentó de 8,84% a 9,03% para el cierre de 2025 (Gráfico 48), y de 7,45% a 7,83% para el cierre de 2026 (Grafico 49).

Gráfico 48. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas

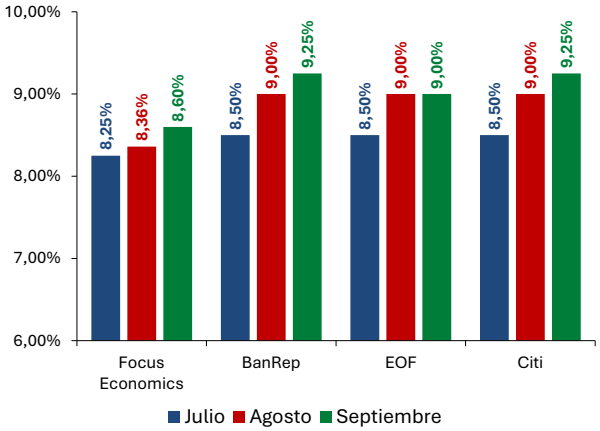
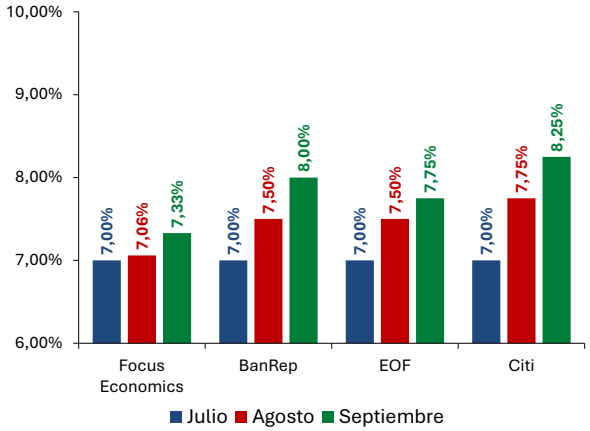


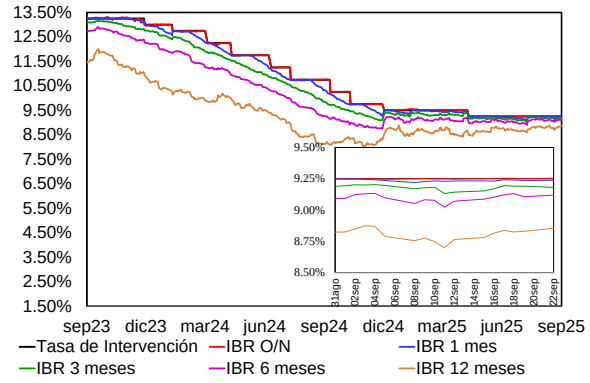
Gráfico 49. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Los datos corresponden a la mediana. Los pronósticos de Focus Economics se publicaron el 7 de septiembre. La encuesta del BanRep se realizó entre el 8 y el 10 de septiembre. La EOF se publicó el 17 de septiembre con datos recolectados entre el 8 y el 12 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 25 de septiembre.

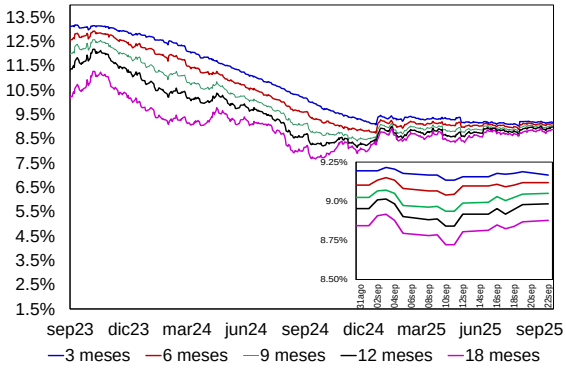
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS a plazos entre 3 y 18 meses han mostrado variaciones leves, manteniéndose en niveles que sugieren recortes moderados en la TPM. Las expectativas de recortes moderados están en línea con la publicación del dato de inflación de agosto superior al observado en julio, las persistentes preocupaciones fiscales, la solidez del crecimiento económico[40] y el buen desempeño del mercado laboral[41]. Entre el 29 de agosto y el 22 de septiembre, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, mostraron variaciones de 0 pb, +3 pb, +4 pb, +3 pb, +3 pb y +3 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.

[40] Medido por el crecimiento del ISE el cual fue de 4,3% en julio.
[41] La tasa de desempleo nacional se ubicó en 8,8% en el mes de julio, lo que representó una disminución de 1,1 puntos porcentuales respecto al mismo mes de 2024 (9,9%).

El mercado OIS anticipa estabilidad de la TPM durante la reunión de septiembre, y proyecta un próximo recorte de 25 pb en diciembre. En comparación con agosto, el mercado ahora descuenta un ritmo más moderado en la reducción de tasas. Con información de septiembre se anticipan recortes de 25 pb en las reuniones de julio y diciembre de 2026, mientras que en agosto se proyectaban para junio y octubre del mismo año. Con información al 22 de septiembre, el mercado descuenta que la TPM se ubicaría en 9,00% al cierre del 2025 (ant: 9,00%) y en diciembre de 2026 se ubicaría en 8,50% (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, el buen desempeño de la actividad económica y las persistentes preocupaciones fiscales. 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 implicaría 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

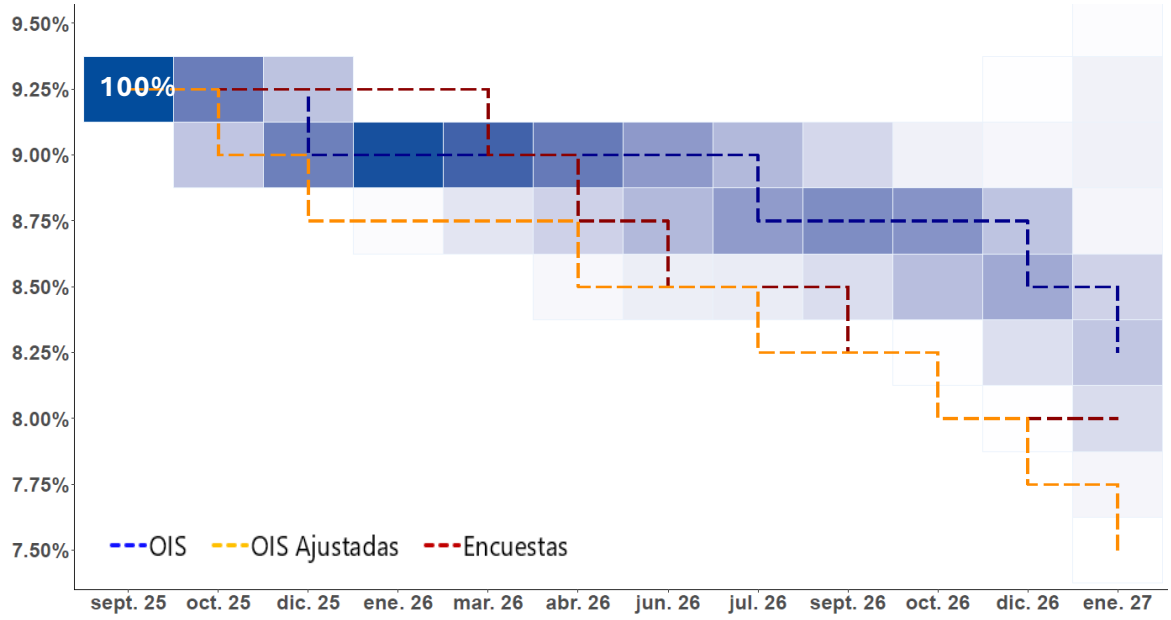
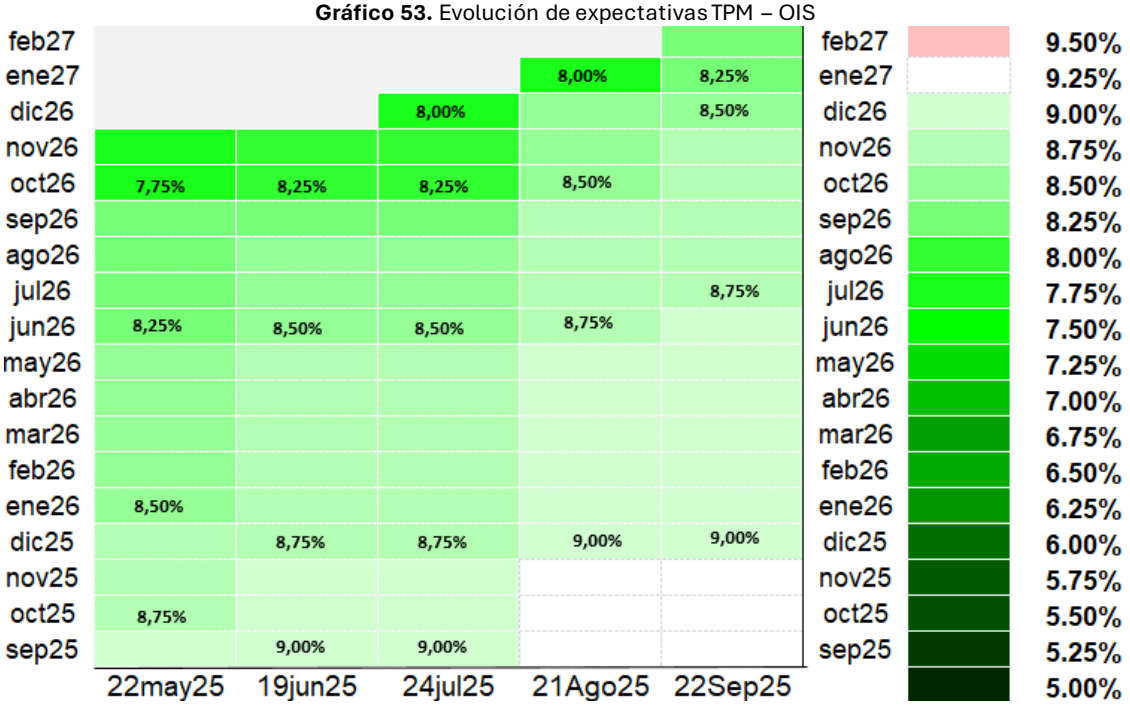


Gráfico 53. Evolución de expectativas TPM – OIS



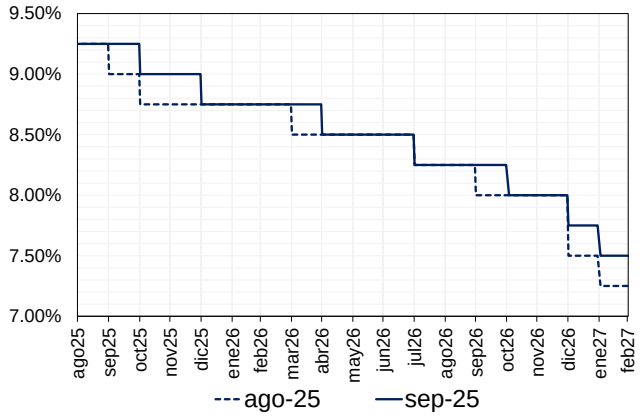
Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo se estima el modelo con tasas hasta 18 meses, para valores superiores a estas maduraciones las tasas OIS presentan cupón.

Para la reunión de septiembre las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS asignan una probabilidad del 70% a estabilidad de la tasa y del 30% a un recorte de 25 pb. Estas expectativas indican que la TPM se ubicaría en 8,75% en diciembre de 2025 (ant: 8,75%) y en 7,75% en diciembre de 2026 (ant: 7,50%). El Gráfico 54 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de agosto y septiembre.

Las expectativas de TPM en la mayoría de los países de la región presentaron leves cambios (Gráfico 55). En México se espera que la TPM cierre en 2025 en 7,25% (ant: 7,50%), esta revisión a la baja responde a un entorno de expectativas de inflación más contenidas, con la inflación manteniéndose en torno al objetivo del banco central (±1%). Asimismo, S&P Global Ratings ratificó la calificación crediticia soberana en BBB para la deuda de largo plazo en moneda extranjera y en BBB+ para la deuda en moneda local. Por su parte en Brasil se espera que la TPM cierre en 2025 en 15,00% (ant: 14,75%), este ajuste al alza responde a la decisión del Banco Central de Brasil (BCB) de mantener la tasa SELIC en 15,00%, en un contexto de datos positivos de actividad económica[42]. En el caso de Chile, no se registraron cambios, y se proyecta que la TPM cierre el año en 4,50%, igual que en la estimación anterior.

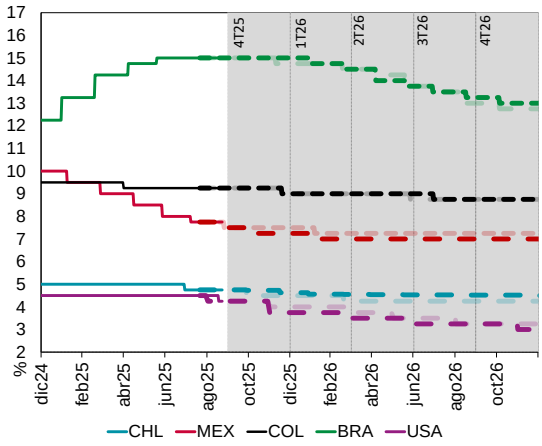
[42]La producción industrial se ubicó en 0,2% (esp: 0,1%; ant: -1,3%), las ventas minoristas registraron 1% (esp: 0,8%; ant: 0,3%) y la inflación fue 5,13% (esp: 5,09%; ant: 5,23%).

Gráfico 54. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 21 de agosto y 22 de septiembre de 2025.

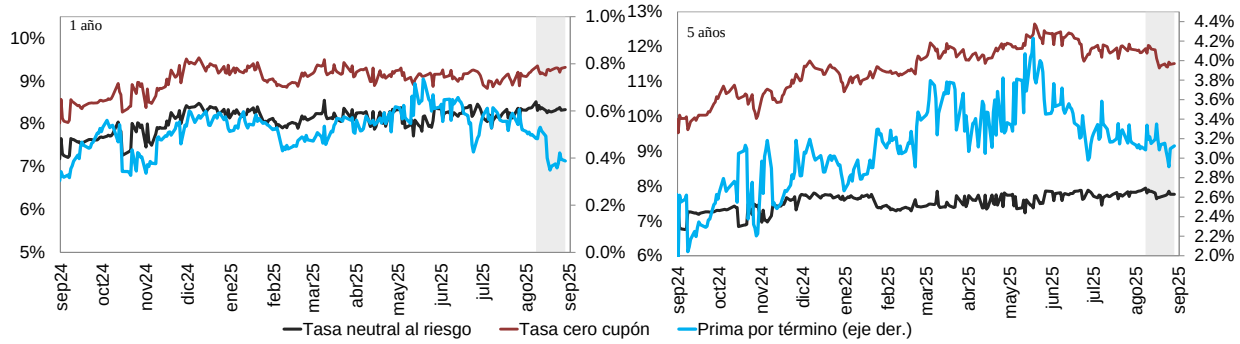
Gráfico 55. Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Citi. **Cálculos** BanRep. **Nota**: Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 21 de agosto, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 22 de septiembre.

En Colombia, durante el periodo las tasas neutrales 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 neutrales al riesgo subieron 9 pb y 1 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 8,34% y 7,28%, en su orden. Por su parte, las primas a término promedio del mes se ubicaron en 0,43% (ant: 0,55%) y 3,14% (ant: 3,20%), respectivamente (Gráfico A4.4).

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

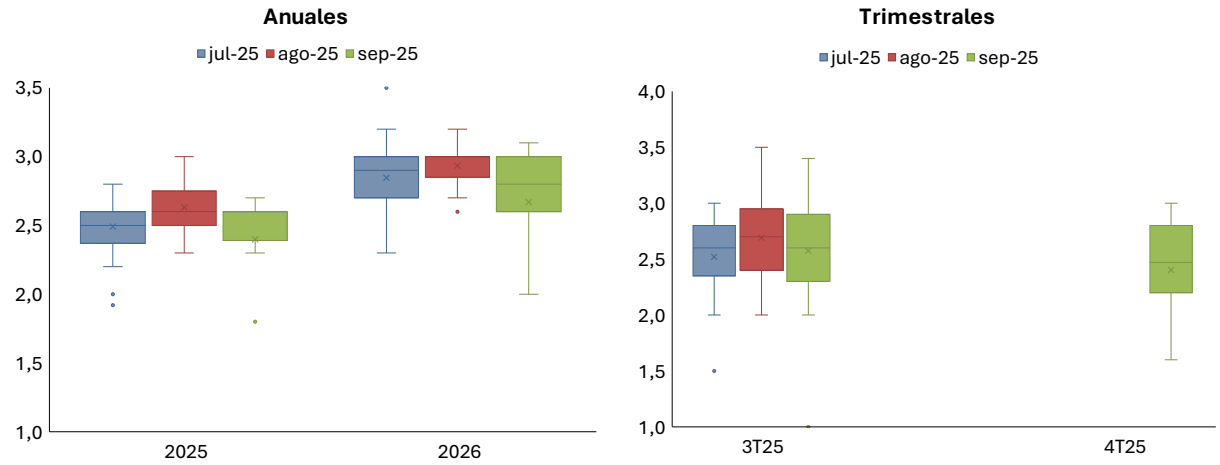


Fuente: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

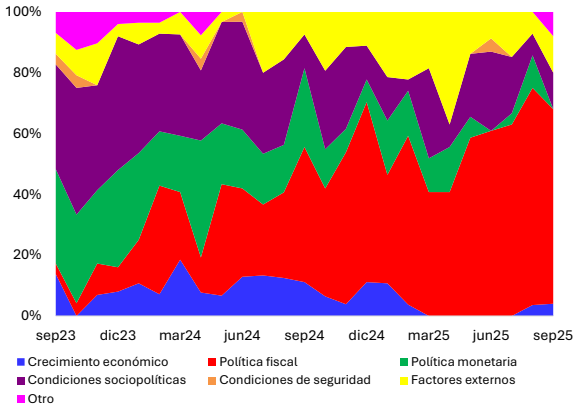
Las expectativas de crecimiento permanecieron estables para 2025 y disminuyeron levemente para el siguiente año. De acuerdo con la EOF, los analistas mantuvieron estable su perspectiva de crecimiento para 2025 en 2,6% y la disminuyeron para 2026 de 3,0% a 2,8%. Para el 3T25 la disminuyeron de 2,7% a 2,6%, mientras que para el 4T25 están esperando un crecimiento de 2,5% (Gráfico 57). Asimismo, los agentes encuestados por Citi mantuvieron su perspectiva de crecimiento para 2025 en 2,6%, y para 2026 en 2,9%.

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



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 64% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 71%), el 12% las condiciones sociopolíticas y los factores externos (ant: 7% para ambos), el 4% el crecimiento económico (ant: 4%), mientras que el 8% restante señaló otro factor, el cual corresponde a las elecciones presidenciales de 2026 (ant: 0%; Gráfico 58).

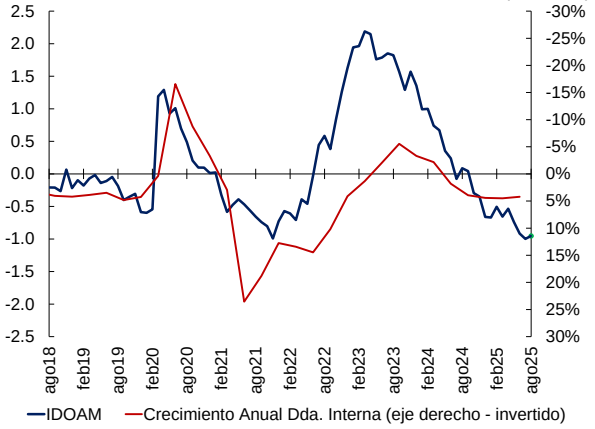
3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

Con los datos de agosto de 2025, el Indicador de Condiciones Financieras (IDOAM) permaneció estable. Este comportamiento continúa señalando condiciones financieras locales favorables, las cuales pueden haber contribuido al crecimiento de la demanda interna. La estabilidad del indicador se explica por la reducción en el diferencial entre las tasas de la cartera preferencial y las tasas de los TES, lo cual compensó el deterioro en la confianza del consumidor y el aumento en las expectativas de inflación (Gráfico 59).

Los indicadores de confianza del consumidor y confianza empresarial de Fedesarrollo presentaron un deterioro en agosto. El Índice de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo se ubicó en -2,4% frente al 5,3% registrado en julio, evidenciando un deterioro tanto en el índice de condiciones económicas como en el índice de expectativas del consumidor (Gráfico 60). En contraste, el indicador de confianza del consumidor de Davivienda aumentó de 3,0% a 4,0%, posiblemente impulsado por la solidez del consumo de los hogares, el buen desempeño del mercado laboral, el ajuste a la baja observado de la TPM durante los últimos doce meses y recientemente por la fortaleza del peso colombiano. Por el lado empresarial, los indicadores de

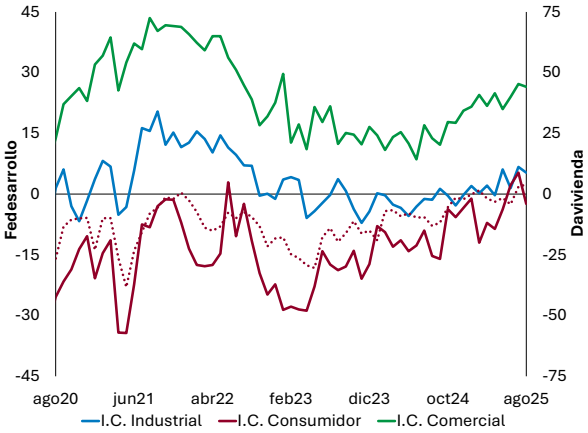
confianza industrial y comercial de Fedesarrollo registraron disminuciones. El indicador de confianza industrial descendió de 6,7% a 5,3%, explicado por un aumento en los niveles de inventarios y una reducción en el volumen actual de pedidos. No obstante, este efecto fue parcialmente compensado por una mejora en las expectativas de producción para el próximo trimestre. A su vez el indicador de confianza comercial bajó de 27,2% a 26,5%. Esta variación se atribuye a una percepción menos favorable sobre la situación económica de las empresas, así como a una reducción en sus expectativas para el próximo semestre. Sin embargo, la caída fue atenuada por una disminución en el nivel de existencias.

Gráfico 59. Índice de Condiciones Financieras (IDOAM)



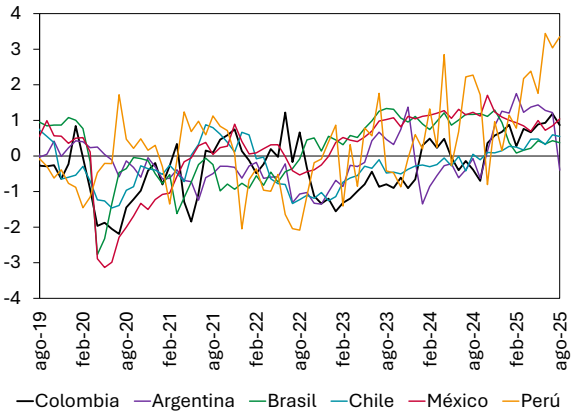
Fuentes: BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Nota**: La volatilidad se calcula con un modelo GARCH(1,1).

Gráfico 60. Índices de confianza en Colombia



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

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



Fuentes: INEGI[43], FGV [44], UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.
Cálculos: BanRep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.
** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

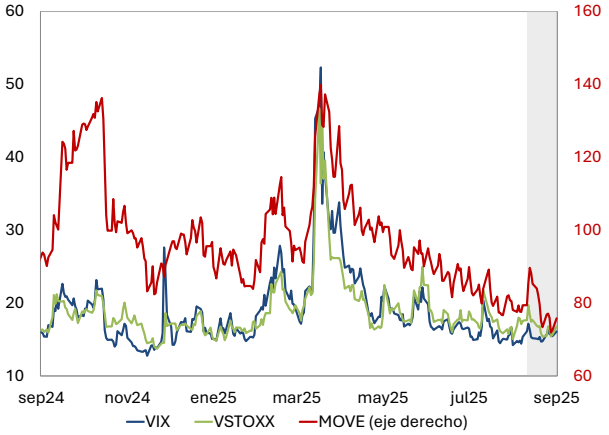
En agosto, el indicador de confianza del consumidor desestacionalizado de Colombia revirtió parcialmente su tendencia al alza, en línea con la mayoría de países de la región. El Gráfico 61 ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia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

Durante septiembre, los principales índices de percepción de riesgo en economías avanzadas mostraron una tendencia a la baja. La volatilidad implícita en las opciones sobre índices bursátiles en EE. UU. (Vix[45]) se mantuvo estable, mientras que en Europa (Vstoxx[46]) y en el mercado de bonos del Tesoro estadounidense (Move[47]) se observó una disminución, en un contexto marcado por

[43] Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas
[44] Instituto Brasileiro de Economía.
[45] El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *S&P 500*.
[46] El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice *EuroStoxx* 50.
[47] El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

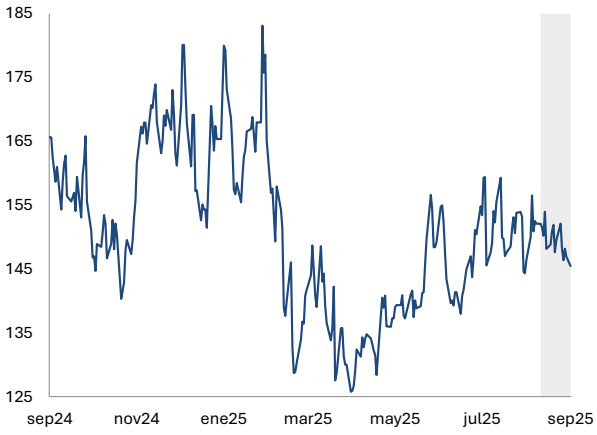
menores tensiones comerciales a nivel global. Por su parte, el índice Skew[48] también retrocedió, coincidiendo con una valorización del S&P 500 del 3,6%, lo que sugiere una menor percepción de riesgo de caídas abruptas en dicho índice.

Gráfico 62. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 63. *Skew* del S&P500



Fuente: Bloomberg.

[48] 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 septiembre de 2025

Actualizada el 25 de septiembre

	Empresa	Estimación	Fecha
1	Positiva Compania de Seguros	9,25%	18sep25
2	Alianza Valores Comisionista de Bolsa SA/Color	9,25%	19sep25
3	Banco BTG Pactual SA	9,25%	21sep25
4	University Jorge Tadeo Lozano	9,00%	22sep25
5	Casa de Bolsa SA Sociedad Comisionista de Bol	9,25%	22sep25
6	Banco Davivienda SA	9,25%	23sep25
7	Banco de Occidente SA	9,25%	23sep25

Tasa	Obs.	Prob.
9,00%	1	14%
9,25%	6	86%
Tasa esperada ponderada	**9,21%**	

Cuadro A1.2. Encuestas de expectativas de Citi y ANIF sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de septiembre 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%
AllianceBernstein	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%
EConcept AEI	9,25%	9,25%
Fedesarrollo	9,25%	9,25%
Fiduoccidente	9,25%	9,25%
Grupo Bolivar	9,25%	9,25%
Itaú	9,25%	9,25%
Lulo Bank	9,25%	9,00%
Moody's Analytics	9,25%	9,25%
Pontificia Universidad Javeriana	9,25%	9,25%
Positiva	9,25%	9,25%
Protección	9,25%	9,25%
Scotiabank Colpatria	9,25%	9,25%
Skandia	9,25%	9,25%
XP Investments	9,25%	9,25%
Promedio	**9,25%**	**9,24%**
Mediana	9,25%	9,25%
Desv. Estándar	0,00%	0,04%
Máximo	9,25%	9,25%
Mínimo	9,25%	9,00%

PRONÓSTICO		
Ajuste	**Porcentaje**	**Número**
9,25%	100%	33
Total	**100%**	**33**

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	**Porcentaje**	**Número**
9,00%	3%	1
9,25%	97%	32
Total	**100%**	**33**

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	9,00%	7,75%
Alianza	9,25%	8,00%
Anif	9,25%	8,25%
Asobancaria	9,25%	7,50%
Aval Casa de Bolsa	9,25%	9,00%
Banco Agrario	9,00%	8,00%
Banco de Bogotá	9,25%	8,25%
Banco de Occidente	9,25%	8,25%
Banco Popular	9,00%	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%	7,50%
Citi	8,75%	8,50%
Colfondos	9,00%	7,75%
Corficolombiana	9,25%	8,50%
Credicorp Capital	9,00%	7,50%
Fiduoccidente	9,25%	8,00%
Grupo Bolivar	9,25%	8,50%
Itaú	9,25%	8,25%
Moody's Analytics	9,25%	7,75%
Positiva	9,00%	7,50%
Scotiabank Colpatria	9,25%	7,50%
Skandia	8,75%	7,25%
XP Investments	9,25%	8,50%
Promedio	**9,15%**	**8,07%**
Mediana	**9,25%**	**8,25%**
Desv. Estándar	**0,16%**	**0,45%**
Máximo	**9,25%**	**9,00%**
Mínimo	**8,75%**	**7,25%**
No. Respuestas	**26**	**25**

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

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	4,85%	3,61%
Alianza	4,98%	4,00%
Anif	5,12%	4,51%
Asobancaria	5,01%	3,80%
Aval Casa de Bolsa	5,04%	4,30%
Banco Agrario	5,20%	3,80%
Banco de Bogotá	5,04%	4,24%
Banco de Occidente	5,25%	4,27%
Banco Popular	5,14%	4,23%
Banco Santander	5,11%	4,31%
Bancoldex	5,05%	4,64%
Bancolombia	5,14%	4,07%
BBVA	5,04%	4,33%
BTG Pactual	5,17%	4,22%
Citi	4,90%	3,40%
Colfondos	5,05%	4,10%
Corficolombiana	5,04%	4,30%
Credicorp Capital	5,00%	4,10%
Fiduoccidente	5,06%	4,03%
Grupo Bolivar	5,21%	4,12%
Itaú	5,10%	4,00%
Moody's Analytics	5,00%	3,90%
Positiva	4,97%	4,02%
Scotiabank Colpatria	5,19%	3,89%
Skandia	5,02%	3,99%
XP Investments	5,10%	4,20%
Promedio	**5,07%**	**4,09%**
Mediana	**5,05%**	**4,10%**
Desv. Estándar	**0,09%**	**0,27%**
Máximo	**5,25%**	**4,64%**
Mínimo	**4,85%**	**3,40%**
No. Respuestas	**26**	**26**

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

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

Encuestas recolectadas hasta el 7 de septiembre

	Empresa	2025	2026
1	4intelligence	8.50%	6.75%
2	Acciones y Valores	8.25%	7.00%
3	Actinver	8.00%	7.00%
4	AGPV	7.50%	6.50%
5	Alianza Valores y Fiduciaria	9.00%	7.50%
6	Allianz	7.00%	-
7	ANIF	8.75%	7.75%
8	Asobancaria	9.00%	7.25%
9	Banco Agrario de Colombia	8.75%	7.75%
10	Banco Davivienda	9.00%	7.00%
11	Banco de Bogotá	8.50%	7.00%
12	Banco de Occidente	8.75%	7.50%
13	Bancolombia	9.00%	8.00%
14	Barclays Capital	8.50%	7.00%
15	BBVA Research	9.25%	8.25%
16	BTG Pactual	9.25%	7.50%
17	CABI	8.25%	7.25%
18	Capital Economics	8.75%	7.50%
19	Citigroup Global Mkts	8.25%	8.25%
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	8.75%	6.75%
26	Fedesarrollo	8.50%	7.25%
27	Fitch Solutions	8.75%	7.00%
28	Goldman Sachs	8.50%	7.50%
29	Itaú Unibanco	9.25%	8.25%
30	JPMorgan	8.75%	-
31	Oxford Economics	8.50%	7.00%
32	Pantheon Macroeconomics	8.25%	7.00%
33	Rabobank	8.50%	7.25%
34	Scotiabank Colpatria	9.25%	7.50%
35	Sectorial	8.50%	7.00%
36	Société Générale	8.00%	-
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	2.9%
6.75%	0	0.0%	2	5.7%
7.00%	1	2.6%	9	25.7%
7.25%	0	0.0%	4	11.4%
7.50%	1	2.6%	9	25.7%
7.75%	0	0.0%	3	8.6%
8.00%	3	7.9%	2	5.7%
8.25%	4	10.5%	3	8.6%
8.50%	9	23.7%	1	2.9%
8.75%	10	26.3%	0	0.0%
9.00%	5	13.2%	0	0.0%
9.25%	5	13.2%	0	0.0%
9.50%	0	0.0%	0	0.0%
Media	**8.60%**		**7.33%**	
Mediana	**8.75%**		**7.50%**	

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 7 de septiembre

	Empresa	2025	2026
1	4intelligence	4.70%	3.60%
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	4.10%	3.10%
7	ANIF	4.60%	3.80%
8	Asobancaria	4.60%	-
9	Banco Agrario de Colombia	4.90%	3.70%
10	Banco Davivienda	5.00%	4.00%
11	Banco de Bogotá	4.80%	3.40%
12	Banco de Occidente	5.10%	4.10%
13	Bancolombia	5.10%	3.90%
14	Barclays Capital	4.60%	3.00%
15	BBVA Research	5.00%	4.10%
16	BTG Pactual	5.10%	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%	3.70%
22	E2 Economia	5.20%	3.70%
23	Ecoanalítica	4.80%	3.10%
24	Econosignal Deloitte	4.30%	3.00%
25	EIU	4.70%	3.40%
26	Fedesarrollo	4.70%	3.80%
27	Fitch Solutions	4.50%	3.20%
28	Goldman Sachs	4.90%	3.80%
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	4.80%	3.60%
33	Oxford Economics	4.80%	3.40%
34	Pezco Economics	4.80%	4.30%
35	Positiva Compañía de Seguro	4.90%	4.00%
36	Rabobank	4.60%	3.40%
37	Scotiabank Colpatria	5.20%	4.00%
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%	6	15.8%
3,25% - 3,50%	0	0.0%	5	13.2%
3,50% - 3,75%	0	0.0%	10	26.3%
3,75% - 4,00%	0	0.0%	4	10.5%
4,00% - 4,25%	1	2.6%	11	28.9%
4,25% - 4,50%	2	5.1%	2	5.3%
4,50% - 4,75%	14	35.9%	0	0.0%
4,75% - 5,00%	10	25.6%	0	0.0%
5,00% - 5,25%	12	30.8%	0	0.0%
5,25% - 5,50%	0	0.0%	0	0.0%
Media	**4.44%**		**3.42%**	
Mediana	**4.80%**		**3.60%**	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 5 de septiembre, el DANE reportó que el dato de inflación anual de agosto se ubicó en 5,10%, en línea con las expectativas del mercado (5,11%) y por encima de la lectura anterior (4,90%). Analistas señalaron que aún existen riesgos inflacionarios que podrían dificultar la convergencia hacia el rango meta al cierre de 2025, asociados a factores como la elevada indexación, el posible incremento del salario mínimo, y presiones fiscales. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tas as de los TES en pesos a 2, 5 y 10 presentaron variaciones de -5 pb, -2 pb y 1 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -2 pb, 3 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

El 10 de septiembre, el Ministerio de Hacienda anunció el retorno de Colombia al mercado europeo de bonos tras diez años, con una emisión de €4.100 millones en tres títulos con vencimientos en 2028, 2032 y 2036. La colocación alcanzó una demanda de €25.433 millones, la más alta registrada en euros por un país emergente. Analistas destacaron que este resultado refleja que el país mantiene un acceso a financiamiento externo competitivo, aunque advierten que su sostenibilidad dependerá de la consolidación fiscal y del desempeño económico próximo. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 presentaron variaciones de -6 pb, -14 pb y -27 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -2 pb, 3 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

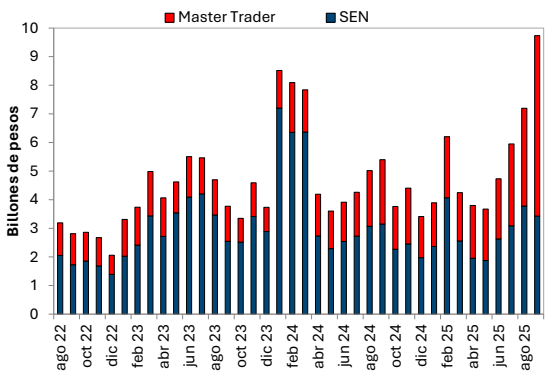
El 15 de septiembre se destacó que, por segundo año consecutivo, el Congreso no aprobó el monto del Presupuesto General presentado por el gobierno para 2026, que asciende a COP 556,9 billones y abre la posibilidad al Ejecutivo para expedirlo por decreto. Algunos analistas señalaron que esta medida se suma a la incertidumbre fiscal del país. El mismo día se conoció que el presidente estadounidense Donald Trump descertificó a Colombia en la lucha contra el narcotráfico, una decisión que no se veía desde 1996. Analistas consideraron que, si bien la decisión no implica la suspensión inmediata de la asistencia económica de EE. UU., podría deteriorar la confianza inversionista, afectar el acceso a financiación multilateral y generar volatilidad en los mercados. 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, -7 pb y -10 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -2 pb, 3 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

El 18 de septiembre, el DANE reportó que el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) para julio de 2025 se ubicó en 129,66 puntos, con un crecimiento anual de 4,33%, por encima de las expectativas del mercado (2,60%) y del dato de junio (2,94%). Analistas atribuyen el buen desempeño al alto gasto público y al bajo desempleo, que han impulsado la demanda interna. Sin embargo, advierten sobre posibles riesgos para 2026, asociados a desequilibrios macroeconómicos. Durante el mismo día, el MHCP llevó a cabo el sexto canje con los Creadores de Mercado en el marco del programa de Operaciones de Manejo de Deuda, por un monto de COP 18,4 billones (b) en TES UVR. En esta operación, se entregaron títulos con vencimientos en 2031 a cambio de aquellos con vencimientos en 2027 y 2029. Adicionalmente, se ofrecieron bonos con vencimiento en 2062 para recoger TES UVR con vencimientos en 2033 y 2035. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 presentaron variaciones de 1 pb, -7 pb y 0 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -2 pb, 3 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

En lo corrido de septiembre, el monto promedio diario negociado ha sido $9,7 billones, superior al mes anterior ($7,2 billones), y al registrado en septiembre de 2024 ($5,4 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en agosto de 202 6, cuya

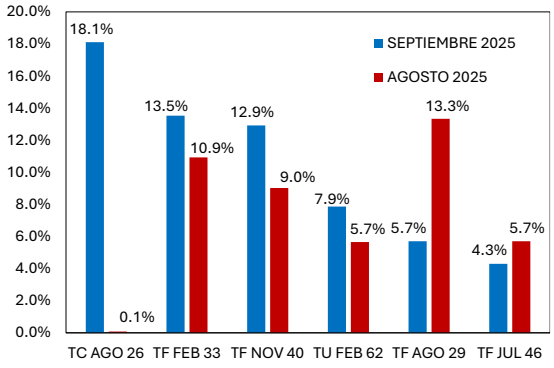
participación pasó de 0,1% a 18,1%, seguidos por los que vencen en febrero de 2033 cuya participación pasó de 10,9% a 13,5% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.
Datos al 22 de septiembre 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 22 de septiembre de 2025.

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

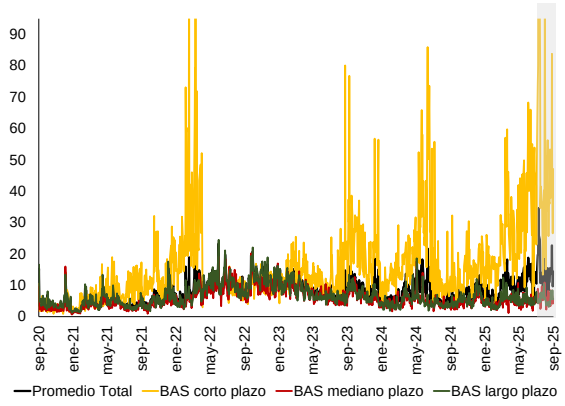
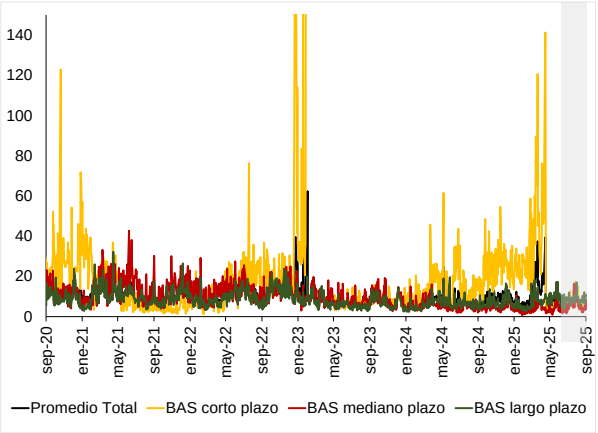


Gráfico A2.4. *Bid-Ask spread* por plazo de los TES en UVR* (pb)



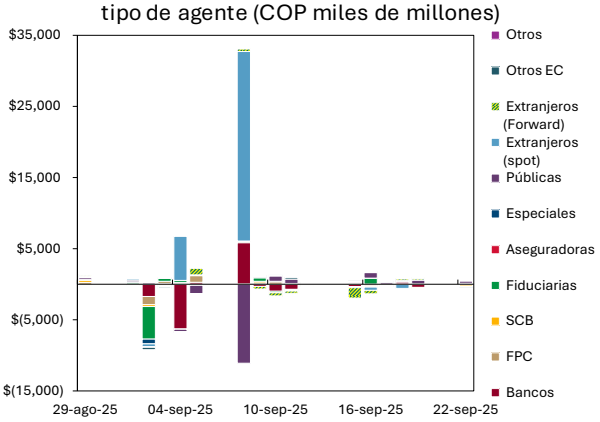
Fuente y Cálculos: BanRep. * El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

Con información al 22 de septiembre de 2025, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 44,7 pb (ant: 47,0 pb), 6,3 pb (ant: 5,8 pb) y 5,2 pb (ant: 5,9 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 5,9 pb (ant: 8,4 pb), 4,7 pb (ant: 8,1 pb) y 8,6 pb (ant: 9,1 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

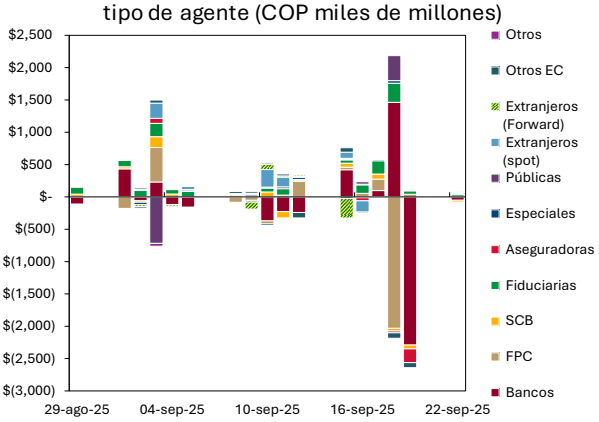
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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)



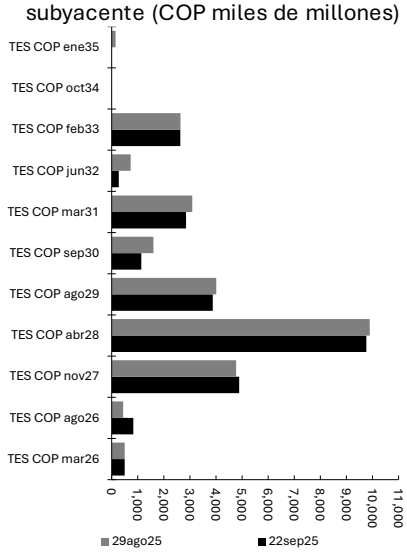
Fuente: BanRep.

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		16,684	(834)	(2,657)	(717)	(1,599)	(4,972)	(879)	(1,168)	1,183	(864)
Compañía de Financiamiento Comercial		3,159	9	(93)	14	-	(79)	9	(0)	-	9
Cooperativas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras		1,445	(91)	110	158	(278)	(11)	(2)	(60)	2	(60)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO		**21,288**	**(915)**	**(2,641)**	**(544)**	**(1,877)**	**(5,062)**	**(871)**	**(1,228)**	**1,185**	**(915)**
Fondos de Pensiones y Cesantías	Propia	121	(0)	-	8	-	8	-	-	-	-
	Terceros	15,364	(99)	(1,150)	(45)	2,048	853	(655)	(6,157)	5,550	(1,262)
	Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías		15,485	(99)	(1,150)	(37)	2,048	861	(655)	(6,157)	5,550	(1,262)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	Propia	(7)	82	(22)	150	(324)	(195)	(46)	33	7	(6)
	Terceros	1,233	421	(186)	(403)	(101)	(690)	30	143	78	251
	Extranjeros	*0*	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa		1,226	503	(207)	(253)	(425)	(885)	(16)	176	85	245
Sociedades Fiduciarias	Propia	164	(4)	38	35	(46)	27	(2)	1	(0)	(1)
	Terceros	40,178	8,689	18,440	262	10,666	29,368	210	(73)	1,972	2,110
	*Extranjeros***	*35,879*	*1,972*	*21,362*	*(363)*	*10,563*	*31,561*	-	*6*	*626*	*631*
	*Extranjeros (TES verdes)****	*6*	-	-	-	*2*	*2*	-	-	-	-
	FIC	*3,453*	*231*	*(2,159)*	*146*	*(84)*	*(2,096)*	*275*	*(35)*	*129*	*370*
	Pasivos Pensionales	*(254)*	*62*	*(29)*	*31*	*(27)*	*(25)*	*2*	*(33)*	*38*	*7*
	Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Fiduciarias		40,342	8,685	18,478	297	10,620	29,395	208	(72)	1,972	2,109
Compañías de Seguros y Capitalización	Propia	1,050	1,632	79	103	(25)	158	51	-	(221)	(170)
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización		1,050	1,632	79	103	(25)	158	51	-	(221)	(170)
Sociedades Administradoras de Inversión	Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS		**58,103**	**10,721**	**17,200**	**110**	**12,218**	**29,528**	**(412)**	**(6,053)**	**7,387**	**922**
Total Entidades Financieras Especiales**		2,146	(162)	(680)	314	(161)	(527)	(20)	(83)	160	57
Total Entidades Públicas****		18,798	(96)	275	312	(8,879)	(8,293)	47	55	(228)	(125)
	Administración FONPET	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros*****		1,186	(1,063)	47	9	5	61	(46)	(12)	6	(52)
	Extranjeros	*(87)*	*(1,060)*	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO		**101,521**	**8,485**	**14,202**	**200**	**1,306**	**15,708**	**(1,301)**	**(7,321)**	**8,510**	**(113)**

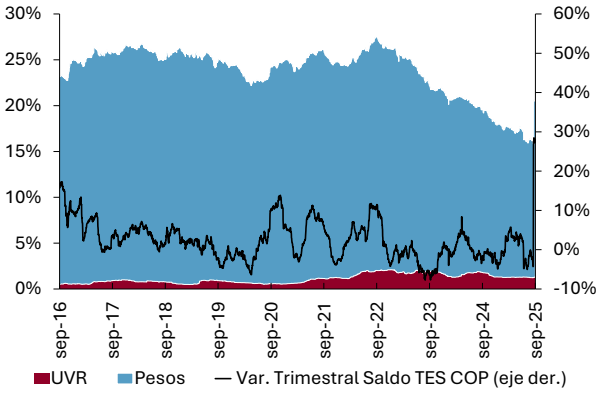
Fuente: BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 22 de septiembre de 2025. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

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



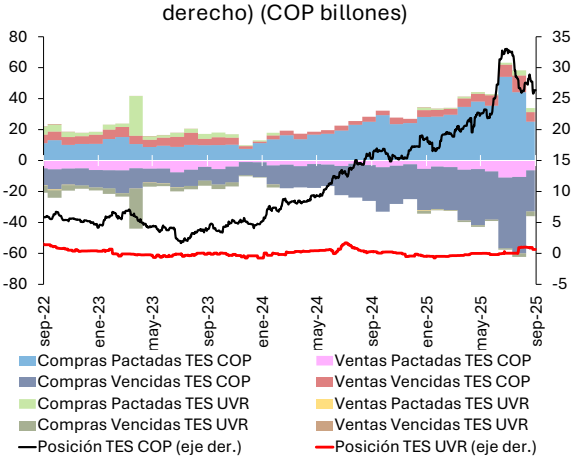
Fuente: BanRep.

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



Fuente: BanRep

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

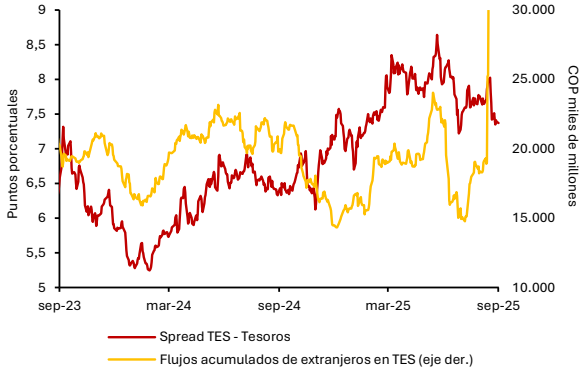


*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora neta, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

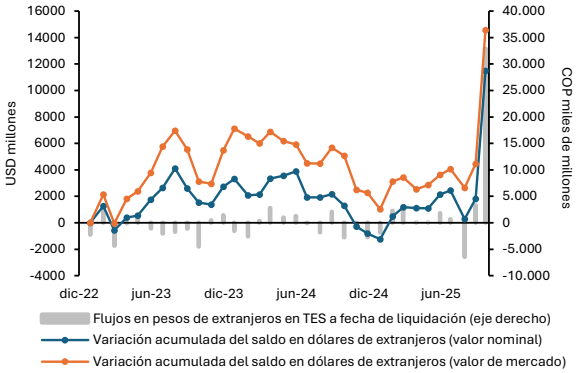
En los gráficos A3.6 - A3.10 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en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

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



Fuente: BanRep.

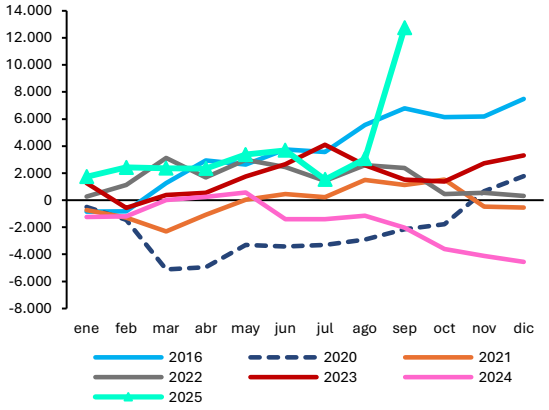
Gráfico A3.7. Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



Fuente: BanRep.

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

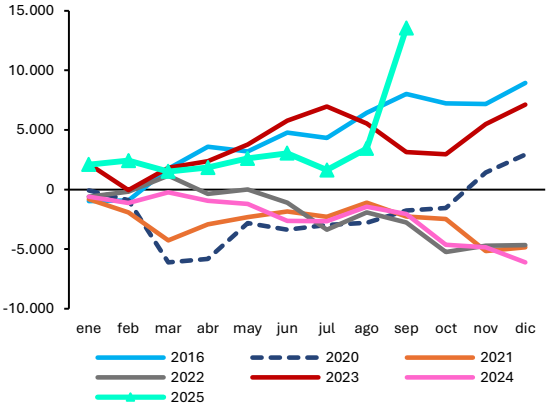
Gráfico A3.8. Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* por año, a valor nominal (USD millones).



Fuente: BanRep.

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

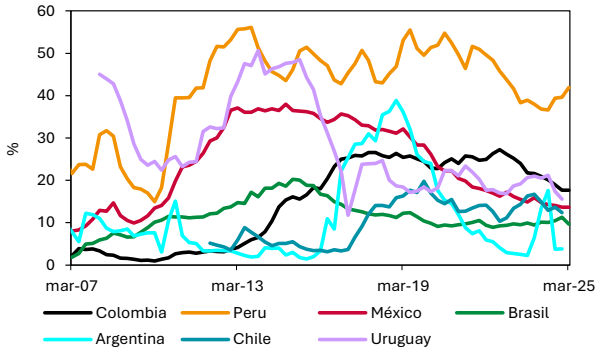
Gráfico A3.9. Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares* por año, a valor de mercado (USD millones).



Fuente: BanRep.

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

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

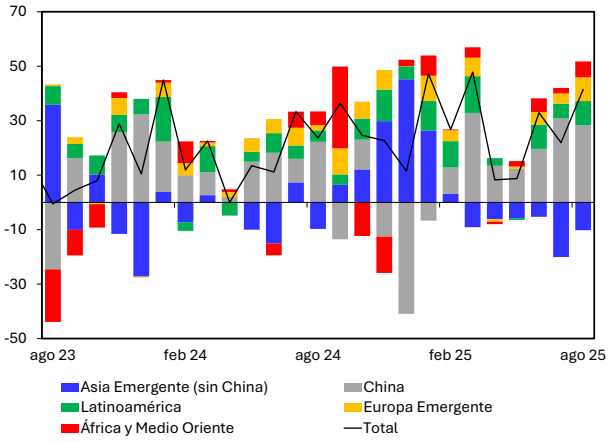


Fuente: IIF y FMI. **Nota**: Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. La información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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

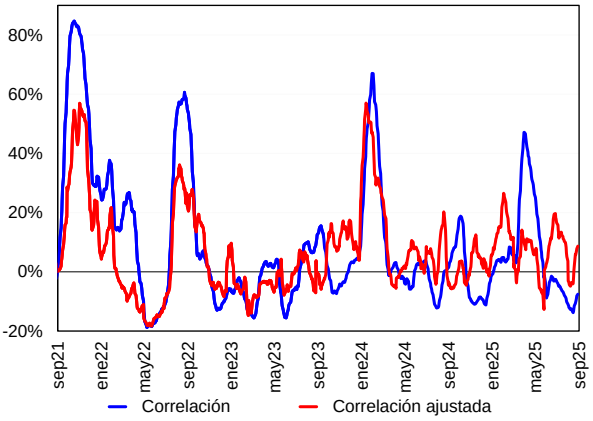
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

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



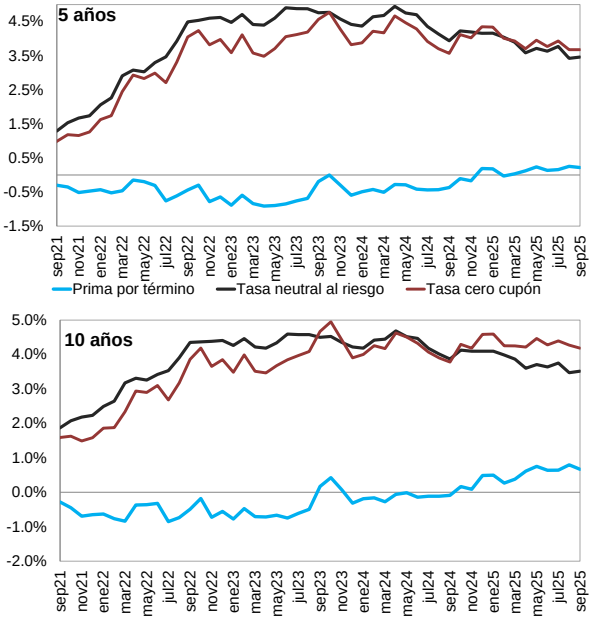
Fuente: IIF.

Gráfico A4.2. Correlación pendientes región



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

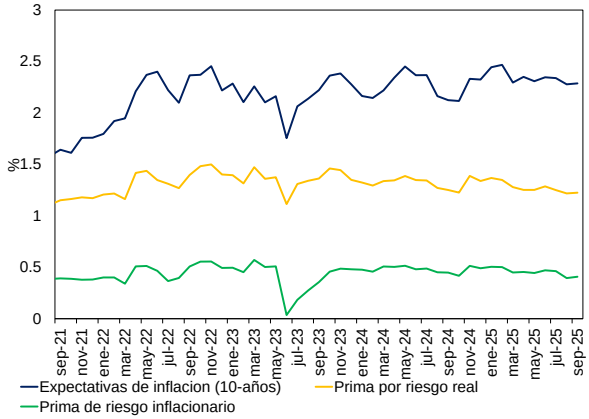
Gráfico A4.3. Prima por vencimiento Tesoros



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 -7,56%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también subió y se ubicó en 8,68%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciada principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 22 de septiembre, desde finales de julio las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,22% y 0,67%, respectivamente. Las tasas neutrales al riesgo aumentaron 4 pb, y se ubicaron en 3,46% y 3,52% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). Por otra parte, aumentaron la prima por riesgo inflacionario en EE. UU (0,41%, ant: 0,40%), la prima por riesgo real (1,23%, ant: 1,22%), y la expectativa de inflación de largo plazo (2,29%, ant: 2,27%).

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



Fuente: Fed.

Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

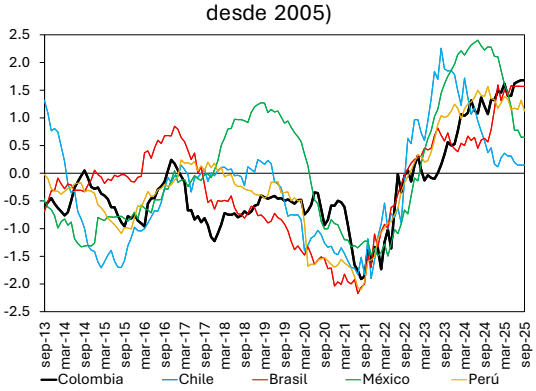
Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
	Países desarrollados			
11sep25	Banco Central Europeo	0	0	2,00% / 2,15% / 2,40% *
17sep25	Banco de Canadá	-25	-25	2,50%
17sep25	Reserva Federal	-25	-25	4,00% - 4,25% **
18sep25	Banco de Noruega	-25	-25	4,00%
18sep25	Banco de Inglaterra	0	0	4,00%
18sep25	Banco de Japón	0	0	0,50%
	Países emergentes/frontera			
3sep25	Banco Nacional de Polonia	-25	-25	4,75%
4sep25	Banco Central de Malasia	0	0	2,75%
9sep25	Banco Central de Chile	0	0	4,75%
10sep25	Banco Nacional de Georgia	0	-	8,00%
11sep25	Banco Central de la Rep. de Uzbekistán	0	-	14,00%
11sep25	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
11sep25	Banco Central de la República de Turquía	-250	-200	40,50%
11sep25	Banco Nacional de Ucrania	0	0	15,50%
11sep25	Banco Central de Reserva del Perú	-25	-25	4,25%
12sep25	Banco de Rusia	-100	-200	17,00%
15sep25	Banco Estatal de Pakistán	0	0	11,00%
16sep25	Banco Central de Armenia	0	-	6,75%
16sep25	Banco Nacional de Angola	-50	0	19,00%
17sep25	Banco de Indonesia	-25	0	4,75%
17sep25	Banco Central de Brasil	0	0	15,00%
17sep25	Banco de Ghana	-350	-300	21,50%
18sep25	Banco Central de la República de China (Taiwan)	0	0	2,00%
19sep25	Banco Central de Esuatini	0	-	6,75%
22sep25	Banco Popular de China	0	0	3,00% / 3,50% ***

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

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

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

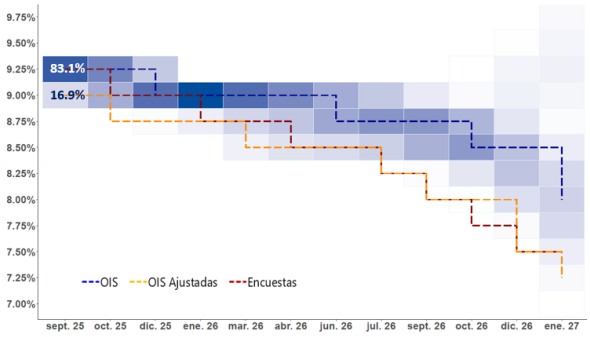
Gráfico A5.1. Tasas reales de los países de la región (desviaciones estándar respecto a la media desde 2005)



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

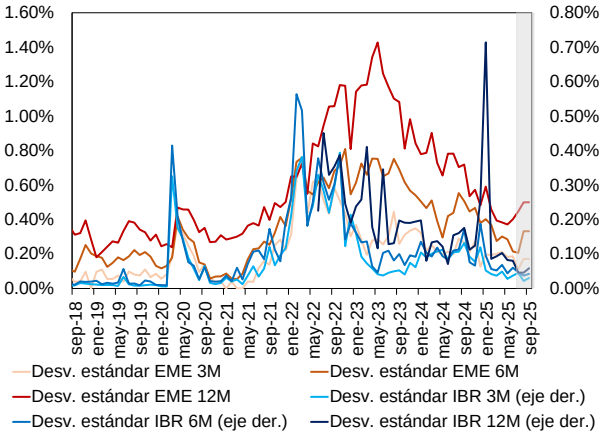
Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación

Cuadro A6.1. 21 de agosto de 2025



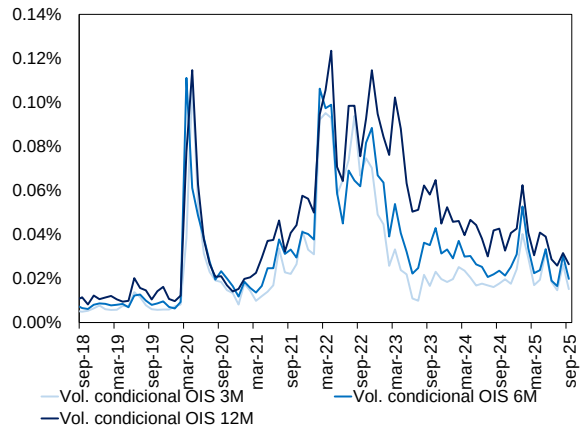
Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.

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



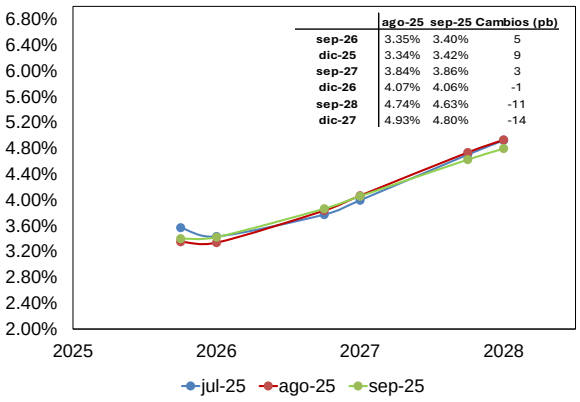
Fuente y Cálculos: BanRep.

A6.3. Volatilidad condicional de las tasas OIS



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

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

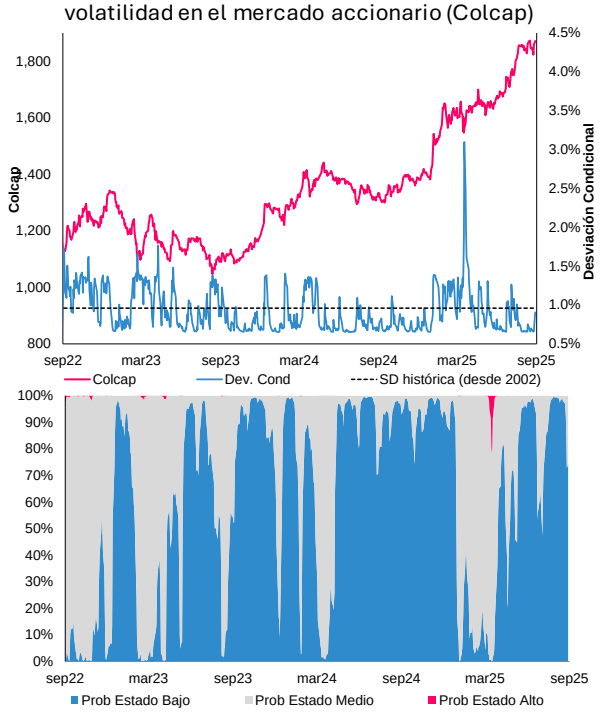


	ago-25	sep-25	Cambios (pb)
sep-26	3.35%	3.40%	5
dic-25	3.34%	3.42%	9
sep-27	3.84%	3.86%	3
dic-26	4.07%	4.06%	-1
sep-28	4.74%	4.63%	-11
dic-27	4.93%	4.80%	-14

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.

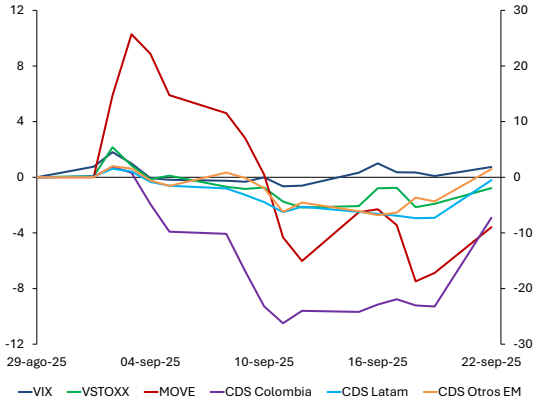
Tabla A7.2. Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	sep-25	ago-25	sep-25	ago-25
Aumentará	29,6%	25,0%	16,7%	19,2%
Sin cambios	25,9%	42,9%	37,5%	46,2%
Disminuirá	44,4%	32,1%	8,3%	11,5%
No aplica			37,5%	23,1%

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



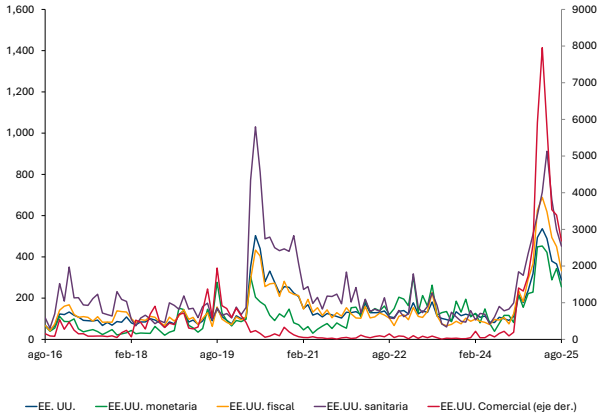
Fuente: Bloomberg.
Nota: Los indicadores Vix, Vstoxx y Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

Tabla A8.1. Indicadores de incertidumbre en política económica

	EE. UU.					Europa					
	EE. UU.	Pol. monetaria	Pol. fiscal	Pol. sanitaria	Pol. comercial	Europa	Alemania	Italia	Reino Unido	Francia	España
jul-25	366	344	450	532	3390	587	1372	164	482	467	213
ago-25	288	254	333	452	2685	363	801	99	353	268	166
Var.	-77	-89	-117	-80	-705	-224	-571	-65	-129	-199	-47

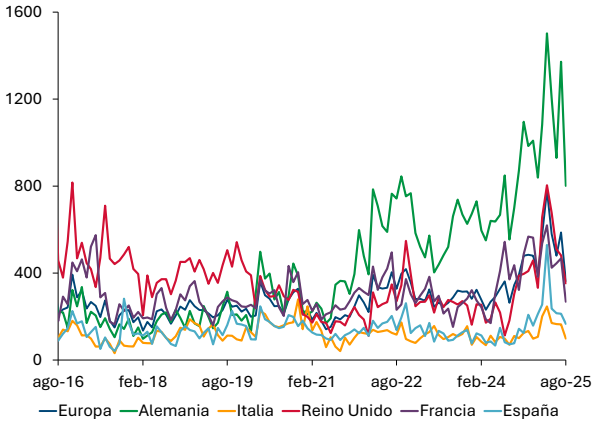
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

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 Agosto 2025			Esperada a Diciembre		Vigente	Esperada a Diciembre		Ultimos datos		Esperada a Diciembre	
	Esp.	Obs.	Spread	Ago.25	Sep.25		Ago.25	Sep.25	Esp.	Obs.	Ago.25	Sep.25
Colombia	5.11%	5.10%	2.10%	4.96%	5.05%	9.25%	9.00%	9.25%	2.70%	2.10%	2.60%	2.60%
Chile	4.18%	4.00%	1.00%	3.90%	3.90%	4.75%	4.50%	4.50%	2.90%	3.06%	2.30%	2.40%
México	3.56%	3.57%	0.57%	4.00%	4.00%	7.75%	7.50%	7.50%	0.00%	0.05%	0.30%	0.40%
Perú	1.57%	1.11%	-0.89%	2.20%	2.10%	4.25%	4.25%	4.25%	3.90%	2.80%	3.00%	3.00%
Brasil	5.09%	5.13%	2.13%	5.10%	4.83%	15.00%	15.00%	15.00%	2.15%	2.22%	2.20%	2.16%
Ecuador	n.d.	0.81%	-1.19%	2.20%	2.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.36%	2.10%	2.30%
Argentina	33.70%	33.60%	n.d.	28.10%	28.20%	29.00%	27.00%	29.00%	6.50%	6.30%	5.00%	4.70%
EE. UU.	2.90%	2.90%	0.90%	2.80%	2.80%	4% - 4.25%	4.05%	3.91%	3.30%	3.30%	1.55%	1.64%
India	2.11%	2.07%	-1.93%	3.60%	3.30%	5.50%	n.d.	5.25%	6.70%	7.81%	n.d.	6.40%
Sudáfrica	3.60%	3.30%	-1.20%	3.40%	3.40%	7.00%	6.89%	6.88%	0.80%	0.60%	1.00%	1.00%
China	-0.20%	-0.40%	-3.40%	0.20%	0.10%	1.40%	n.d.	2.90%	5.10%	5.20%	4.60%	4.70%
Rusia	8.32%	8.14%	4.14%	9.10%	9.10%	17.00%	14.86%	14.86%	1.10%	1.10%	1.40%	1.30%
Turquía	32.59%	32.95%	27.95%	34.20%	34.50%	40.50%	35.75%	35.75%	4.10%	4.80%	2.90%	3.00%
Noruega	3.50%	3.50%	1.50%	2.80%	2.80%	4.00%	3.79%	3.78%	0.30%	0.60%	1.50%	1.65%
Costa Rica	n.d.	-0.94%	-3.94%	n.d.	1.00%	3.50%	n.d.	3.63%	n.d.	3.90%	n.d.	3.50%
El Salvador	n.d.	-0.10%	-3.40%	n.d.	1.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.50%	n.d.	2.30%
Guatemala	n.d.	1.17%	-2.83%	n.d.	2.60%	4.25%	n.d.	3.88%	n.d.	3.90%	n.d.	3.60%
Honduras	n.d.	4.20%	-0.80%	n.d.	4.50%	5.75%	n.d.	5.69%	n.d.	5.30%	n.d.	3.30%
Panamá	n.d.	-0.40%	-2.29%	n.d.	1.00%	n.d.	n.d.	8.48%	n.d.	2.00%	n.d.	4.00%
Paraguay	n.d.	4.60%	0.60%	4.30%	3.90%	6.00%	n.d.	5.96%	n.d.	9.70%	n.d.	4.00%

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 25 de septiembre.

Brasil: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 19 de septiembre.

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 3 de septiembre.

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

***** Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 2T25, excepto, Ecuador, El Salvador Guatemala, Honduras, Panamá y Paraguay, cuya información corresponde al 1T25.

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