
REPORT DE MERCADOS FINANCIEROS



IV TRIM/
2025



Reporte de Mercados Financieros

Gerencia Técnica

Hernando Vargas Herrera

Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Andrés Murcia Pabón

Subgerente

Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados

Wilmar Alexander Cabrera Rodríguez

Director

Sección Análisis del Mercado Cambiario y su Regulación

Diego Alejandro Martínez Cruz

Jefe

Sección Análisis de Mercados Financieros

Eduardo Yanquen Briñez

Jefe

Profesionales

Sara Ariza Murillo

Ittza Alejandra Barreto Ramírez

Oscar David Botero Ramírez

Nataly Alexandra Díaz Gonzalez

Camilo Andrés Orozco Vanegas

Cristhian Hernando Ruiz Cardozo

Julian David Tovar Jimenez

Alejandra Arteaga Arango

Juan David Alfonso Suarez

Contenido

1. Introducción	6
2. Resumen ejecutivo	9
2.1. Entorno internacional.....	9
2.2. Percepción de riesgo a nivel local	9
2.3. Mercado de renta fija y monetario	9
2.4. Mercado cambiario.....	11
2.5. Mercado accionario.....	12
3. Entorno internacional	12
4. Percepción de riesgo a nivel local	19
5. Mercado de renta fija y monetario	21
5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica	21
5.2. Mercado monetario colombiano.....	25
5.3. Mercado de deuda pública interna y externa	27
5.4. Mercado de deuda privada	32
6. Mercado cambiario	34
6.1. Mercado cambiario global.....	34
6.2. Mercado cambiario local	36
7. Mercado accionario.....	39
8. Recuadros	42
Recuadro 1: Resultados de la Encuesta Trienal del Banco de Pagos Internacionales (BIS) sobre el mercado cambiario y de derivados (2025)	42

Índice de Gráficos

Gráfico 1. Incertidumbre en política económica en EE. UU	14
Gráfico 2. Indicadores de percepción de riesgo.....	14
Gráfico 3. Inflación en economías desarrolladas	15
Gráfico 4. Expectativas de inflación	15
Gráfico 5. Expectativas de política monetaria en economías desarrolladas a cinco años	16
Gráfico 6. Expectativas de política monetaria en EE. UU.....	16
Gráfico 7. Indicadores de condiciones financieras.....	17
Gráfico 8. Expectativas de crecimiento.....	17
Gráfico 9. Desempleo en economías desarrolladas.....	18
Gráfico 10. Flujos acumulados de inversión extranjera de portafolio a economías emergentes (USD mm)	18
Gráfico 11. Cambio en los precios de algunos productos generadores de energía	18
Gráfico 12. Cambio en los precios de otras materias prima	18
Gráfico 13. CDS a cinco años en Latinoamérica	20
Gráfico 14. EMBIG en Latinoamérica	20
Gráfico 15. Factores más relevantes a la hora de invertir en Colombia	20
Gráfico 16. Expectativas de crecimiento para Colombia	20
Gráfico 17. Evolución de los componentes del gasto del PIB colombiano desde el 4T19	21
Gráfico 18. Evolución de la formación bruta de capital fijo para Latinoamérica desde el 4T19 ...	21
Gráfico 19. Inflación en los países de la región.....	23
Gráfico 20. Expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros en Colombia, pares de la región y EE. UU.	23
Gráfico 21. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos	25
Gráfico 22. Expectativas de TPM implícitas en los mercados financieros en Colombia, pares de la región y EE. UU.....	25
Gráfico 23. Tasa de referencia BanRep, IBR overnight y diferencial entre el IBR O/N y la TPM ...	26
Gráfico 24. Evolución del saldo de las operaciones de liquidez transitoria del BanRep (mm).....	26
Gráfico 25. Evolución montos y tasas del mercado de simultáneas SEN y Master Trader	27
Gráfico 26. Depósitos remunerados de la DGCPTN	27
Gráfico 27. Tasas cero cupón de la región y EE. UU. a 10 años	28
Gráfico 28. Pendiente de la curva de rendimientos en países de la región y EE. UU.	28

Gráfico 29. Curva spot de los TES en pesos	28
Gráfico 30. Curva spot de los TES en UVR.....	28
Gráfico 31. Indicador de utilización de capacidad de intermediación para el total del mercado de deuda.....	29
Gráfico 32. Flujos acumulados por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones de pesos)	30
Gráfico 33. Flujos acumulados de inversionistas extranjeros indexados y no-indexados al índice GBI-EM en el mercado de contado de TES.....	30
Gráfico 34. Compras netas acumuladas por año de los bancos en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos).....	31
Gráfico 35. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos).....	31
Gráfico 36. Posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año*	32
Gráfico 37. Spread entre las tasas de colocación de los CDT y los TES.....	33
Gráfico 38. Montos colocados en CDT desmaterializados por tasa.....	33
Gráfico 39. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la bvc.....	33
Gráfico 40. Variación de las principales monedas de análisis.....	35
Gráfico 41. Tasas de cambio de los países de análisis	35
Gráfico 42. Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica	37
Gráfico 43. Medidas del mercado cambiario	38
Gráfico 44. <i>Carry-to-risk ratio</i> (3 meses).....	39
Gráfico 45. Saldos netos de compra <i>forward</i> y <i>swaps</i> peso-dólar.....	39
Gráfico 46. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial	40
Gráfico 47. Evolución de los índices accionarios de la región.....	40
Gráfico 48. MSCI Colcap y volumen transado diario.....	41
Gráfico 49. Flujos netos en el mercado de renta variable colombiano por tipo de inversionista.41	

Índice de Tablas

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 4T25	8
Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación	22

1. Introducción

El Banco de la República (BanRep) genera información para la toma de decisiones, la rendición de cuentas y la difusión pública. En particular, el *Reporte de Mercados Financieros* se inscribe dentro del principio de difusión al público y contribuye a cumplir con el objetivo del BanRep de ofrecer información e investigación económica de alta calidad.

En este contexto, el Reporte presenta al público un análisis del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales durante el cuarto trimestre de 2025 (4T25) y los primeros días de enero¹. Además, destaca los principales factores que explican el comportamiento de estos mercados y sus interacciones, al tiempo que ofrece una descripción de los cambios en política monetaria y otras decisiones de los principales bancos centrales, con especial énfasis en las decisiones de los bancos de Latinoamérica.

La elaboración de este Reporte se basa en un ejercicio de análisis que combina el seguimiento permanente de los mercados financieros con el uso de fuentes especializadas, el monitoreo sistemático de indicadores clave y la aplicación de herramientas empíricas. Esta metodología permite ofrecer una visión clara, coherente e integral sobre la evolución de los mercados financieros.

Adicionalmente, en esta edición se incluye un recuadro que presenta los principales resultados de la decimocuarta edición de la Encuesta Trienal del Banco de Pagos Internacionales (BIS), la cual constituye una fuente de información clave sobre el tamaño, la estructura y la evolución de los mercados globales de derivados no estandarizados (*Over-The-Counter*, OTC) sobre divisas y sobre tasas de interés. Este recuadro pone especial énfasis en los resultados correspondientes a Colombia, en comparación con las tendencias observadas a nivel global, en economías emergentes y con las de sus principales pares regionales.

En particular, los resultados confirman que, a nivel global, el mercado de derivados OTC continuó creciendo en un contexto de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales, en el que los *FX swaps* se consolidaron como el principal instrumento negociado. El dólar estadounidense (USD) se mantuvo como la divisa predominante en estas operaciones, con una marcada preferencia por plazos cortos y una mayor participación de entidades financieras no bancarias. Por su parte, en Colombia también se observó un aumento significativo en los montos transados en el mercado de derivados cambiarios, explicado principalmente por el mayor dinamismo de las operaciones *forward*, concentradas en plazos cortos. A diferencia de la tendencia internacional, a nivel local los bancos continúan siendo los agentes más representativos del mercado (ver *Recuadro 1: Resultados de la Encuesta Trienal del Banco de Pagos Internacionales (BIS) sobre el mercado cambiario y de derivados (2025)*).

Durante el 4T25, los mercados financieros internacionales operaron en un entorno caracterizado por el cierre del gobierno estadounidense, la ausencia de cierta información económica sobre este país debido a dicho cierre, y las expectativas de recortes en la tasa de interés de la Reserva

¹ Si bien el Reporte de Mercados Financieros se centra usualmente en el análisis de un trimestre específico, esta edición extiende su cobertura hasta el 8 de enero de 2026 para cubrir algunos hechos relevantes para los mercados en ese periodo de tiempo.

Federal (Fed) ante la limitada información con la que contaba, además de la reanudación de tensiones comerciales con China. Estos factores fueron moderándose en la medida en la que se solucionó el cierre del gobierno y Estados Unidos (EE. UU.) llegó a un acuerdo comercial con China, esto sumado a la moderación de algunos riesgos globales contribuyó a una reducción generalizada de la volatilidad en los mercados financieros. Sin embargo, a comienzos de enero se evidenció un repunte en la incertidumbre, asociado a nuevos desarrollos geopolíticos que aumentaron la volatilidad en ciertos mercados, principalmente la intervención militar estadounidense en Venezuela. Dicha intervención estuvo acompañada por el anuncio de un conjunto de medidas dirigidas al sector petrolero de este país las cuales incluyen la expedición de licencias y el posible levantamiento de algunas sanciones impuestas, entre otras.

Durante el 4T25 La inflación permaneció por encima de las metas de los bancos centrales en la mayoría de las economías desarrolladas (a excepción de la eurozona donde se ubicó en línea con su meta), lo que llevó a las autoridades monetarias a mantener una postura cautelosa y dependiente de la nueva información económica (ver *Entorno Internacional*). Este repunte en la inflación ha estado acompañado por una mejora en las proyecciones de crecimiento a nivel global en línea con una menor incidencia de las políticas arancelarias impulsadas por EE. UU. En este contexto las condiciones financieras globales continuaron mejorando, impulsadas por un mayor apetito por riesgo lo que ha impulsado el crecimiento de los mercados accionarios, en este contexto se registraron menores entradas netas de portafolio hacia economías emergentes (EM).

En América Latina, la inflación y sus expectativas exhibieron comportamientos mixtos, manteniéndose en la mayoría de los casos por encima de los objetivos de los bancos centrales. En Colombia, la inflación aumentó y se ubicó en niveles similares a los observados al cierre de 2024, todavía por encima de la meta del BanRep. En este escenario, el BanRep mantuvo su tasa de política monetaria (TPM) en 9,25%, decisión que fue considerada prudente por el mercado ante el repunte inflacionario, los desafíos fiscales y la persistencia de presiones inflacionarias hacia adelante. El pronunciado aumento del salario mínimo y el comportamiento de la inflación en los últimos meses del año pasado ha hecho que los inversionistas anticipen aumentos en la TPM durante las próximas reuniones de 2026 (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*).

En los mercados de deuda, la curva de los títulos del Tesoro de EE. UU. se valorizó principalmente en el tramo corto, apoyada en expectativas de menores tasas de interés. En contraste, los mercados de deuda de Japón registraron desvalorizaciones impulsadas por expectativas de un posible desajuste en sus métricas fiscales. Por su parte, en las economías de América Latina se registraron valorizaciones generalizadas en un entorno de mayor apetito por riesgo y menores niveles de volatilidad. En contraste, los títulos de deuda pública colombianos (TES) se desvalorizaron, debido a la publicación de datos de inflación más fuertes a los esperados, mayor incertidumbre en el frente fiscal y expectativas de incrementos de la TPM. También, en este mercado se destacó la fuerte entrada de inversionistas extranjeros, gran parte de las cuales son explicadas por una operación bilateral que realizó el MHCP con un inversionista internacional, con lo cual este tipo de inversionistas ocupan la segunda posición como mayores tenedores de TES (ver *Mercado de deuda pública interna y externa*).

En el mercado cambiario, el USD cerró el trimestre con un fortalecimiento marginal que no compensa el debilitamiento observado a lo largo del año (ver *Mercado cambiario global*). Por su parte, el peso colombiano (COP) se apreció, en línea con el comportamiento de las monedas de la región, soportado además por factores locales, en particular las operaciones de manejo de deuda con la banca internacional que implicaron entradas de divisas ante las monetizaciones realizadas por el gobierno nacional. En este contexto, la volatilidad del COP aumentó y la liquidez del mercado cambiario se deterioró (ver *Mercado cambiario local*).

Por último, los mercados accionarios globales continuaron valorizándose, apoyados en las expectativas de mayores recortes de la tasa de interés por parte de la Fed, aunque en un entorno volátil debido a preocupaciones debido a una posible sobrevalorización del sector tecnológico. En América Latina, los principales índices bursátiles también registraron valorizaciones, reflejo del mayor apetito por activos de riesgo. En el ámbito local, el índice MSCI Colcap mantuvo la senda de valorización observada durante el año, respaldado por resultados empresariales favorables y el buen desempeño de algunos *commodities* (ver *Mercado accionario*). Todo lo anterior se detalla en la *Tabla 1*, que presenta la variación durante el 4T25 de algunos indicadores de los mercados financieros de las principales economías desarrolladas, Colombia y nuestros pares de la región, así como de las materias primas de mayor relevancia para estas economías. Asimismo, se incluyen algunos indicadores que reflejan la percepción de riesgo en la mayoría de estas economías.

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 4T25

	Tasa de política ¹	Tasa moneda local		Tasa de cambio ²	Accionario	CDS 5 años ³	EMBIG ³	Commodity ⁴
		2 años	10 años					
Reino Unido	-25	-22	-18	0.2%	6.3%			
Japón	25	23	41	-5.7%	12.0%			
Alemania	0	10	17	0.2%	4.8%	-2.0		
EE.UU.	-50	-16	-2	0.5%	3.2%	-1.9	-18.7	
Colombia	0	117	54	4.2%	11.0%	17	3	-7.5%
UVR	0	63	30					
Brasil	0	-28	2	-3.1%	10.6%	2	14	4.4%
México	-50	15	37	1.8%	2.7%	-1	11	-7.0%
Chile	-25	-17	-21	6.6%	16.8%	-8	-5	19.0%
Perú	0	1	-9	3.1%	0.0%	0	13	19.0%
Otros EM ⁵	-25	-1	0	0.4%	4.1%	-23	-24	0.2%

Fuente: Bloomberg y Banco de la República. **Nota:** Las celdas en verde se emplean para indicar un desempeño favorable en el indicador analizado, mientras que las tonalidades rojizas indican lo contrario. La intensidad de los colores está asociada a la magnitud de los cambios relativo a los demás activos con características similares.

1. pb indica que la unidad de la variable bajo análisis se encuentra en puntos básicos. Las variaciones de las tasas de política, interés de los bonos soberanos en moneda local, CDS a cinco años y EMBI, se presentan en puntos básicos (pb).

2. Las variaciones positivas de la tasa de cambio reflejan una apreciación de esta.

3. El CDS y EMBIG de EE. UU. corresponden al Vix y al Move, respectivamente, mientras que el CDS de Alemania corresponde al Vstoxx.

4. Los *commodities* corresponden a petróleo Brent en el caso de Colombia, WTI en el caso de México, cobre en Chile y Perú, y soya en Brasil.

5. Otros EM corresponde a Turquía, Sudáfrica, Rusia, Indonesia, India, Tailandia, China, Malasia, Polonia y República Checa.

2. Resumen ejecutivo

2.1. Entorno internacional

Durante el 4T25, los mercados financieros internacionales estuvieron condicionados por el cierre parcial del Gobierno de EE. UU., que derivó en la ausencia temporal de información macroeconómica clave, las decisiones de política monetaria de la Fed y la evolución de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, particularmente al inicio del trimestre. A pesar de lo anterior, los indicadores de percepción de riesgo financiero global registraron, en términos generales, una disminución a lo largo del trimestre.

La inflación se mantuvo por encima de las metas establecidas por los bancos centrales en las principales economías desarrolladas, con excepción de la eurozona, donde se ubicó en línea con su objetivo. En este contexto, el Banco de Japón (BoJ) destacó al aumentar su TPM, mientras que la Fed y el Banco de Inglaterra (BoE) las redujeron y el Banco Central Europeo (BCE) la mantuvo estable, reflejando decisiones guiadas por factores idiosincráticos en cada economía. Las expectativas de TPM a mediano plazo aumentaron en la mayoría de las economías desarrolladas.

Las condiciones financieras globales se mantuvieron en terreno favorable durante el trimestre, en línea con la tendencia observada a lo largo del año. Esta mejora respondió, en términos generales, al buen desempeño del mercado accionario. Las expectativas de crecimiento económico global para 2025 se revisaron al alza, mientras que para 2026 permanecieron estables, en línea con una menor incidencia de las políticas arancelarias frente a lo anticipado y con la mejora en las condiciones financieras internacionales.

En este entorno, se registraron menores entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia las EM. Durante el trimestre, los *commodities* energéticos mostraron comportamientos mixtos, mientras que los metales preciosos e industriales se valorizaron.

2.2. Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 4T25, los indicadores de percepción de riesgo para Colombia se deterioraron en mayor magnitud que en otras economías emergentes y países de la región, principalmente por la mayor incertidumbre en el frente fiscal. La evolución de la percepción de riesgo y del desempeño de los activos locales estará determinada por la trayectoria de las métricas fiscales, las decisiones de política monetaria y los desarrollos del ciclo electoral durante el primer semestre de 2026.

Las expectativas de crecimiento económico aumentaron para 2025 y 2026, en un entorno caracterizado por la fortaleza de la demanda interna.

2.3. Mercado de renta fija y monetario

Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Durante el 4T25, la inflación en los países de la región presentó comportamientos mixtos, aunque en general se mantuvo por encima de las metas de los bancos centrales.

En Colombia, durante el mes de diciembre la inflación cayó más de lo esperado, cerrando por debajo del nivel registrado en el trimestre anterior y del observado al cierre de 2024. No obstante, se mantiene por encima del objetivo del BanRep y por encima de los niveles de inflación de varios países de la región.

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros locales, así como las derivadas de encuestas, aumentaron y permanecen por encima de la meta del BanRep. En contraste, en la mayoría de los demás países de la región, las expectativas de inflación disminuyeron.

Las decisiones de política monetaria en la región fueron mixtas: los bancos centrales de Colombia, Brasil y Perú mantuvieron estables sus TPM, mientras que los de México y Chile las redujeron. En la mayoría de estos países la TPM cerró en un nivel inferior al registrado al cierre de 2024.

En Colombia, el BanRep mantuvo la TPM en 9,25% durante el 4T25 frente al repunte inflacionario, los desafíos fiscales, la dinámica de la demanda interna y las expectativas de mayores presiones inflacionarias hacia adelante.

En Colombia, con información al cierre de 2025, las expectativas de TPM implícitas en los mercados financieros anticipan aumentos, mientras que las derivadas de las encuestas prevén estabilidad de la TPM durante 2026.

Mercado monetario colombiano

En línea con el objetivo operativo de la política monetaria, durante el 4T25 el BanRep adoptó medidas para mantener una liquidez adecuada en el sistema y evitar la persistencia de desviaciones del IBR overnight frente a la TPM. En particular, el BanRep realizó compras de TES por COP 5,1 billones (b - valor a precios de mercado). Además, el mercado de simultáneas mantuvo un buen dinamismo en los volúmenes negociados durante el trimestre.

Los depósitos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el BanRep se mantuvieron en niveles históricamente bajos y altamente volátiles. La volatilidad fue amplificada por las operaciones de la DGCPTN en el mercado de TES y cambiario.

Mercado de deuda pública interna y externa

En el 4T25, la curva de rendimientos de los títulos del Tesoro de EE.UU. se empiñó por mayores valorizaciones en el tramo corto, ante expectativas de una política monetaria más acomodativa, mientras que en otras economías desarrolladas se observaron comportamientos mixtos.

En Latinoamérica, la mayoría de los títulos soberanos se valorizaron durante el trimestre, favorecidos por un mayor apetito por riesgo y factores idiosincráticos.

En contraste, los títulos de deuda pública colombianos se desvalorizaron en el 4T25, como respuesta a sorpresas inflacionarias al alza, expectativas de incrementos de la TPM y un entorno de mayor incertidumbre fiscal.

Durante el 4T25, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) realizó dos operaciones de canje por COP 46 b, alcanzando un monto anual récord de COP 160 b, y efectuó en diciembre una venta directa de TES en pesos a un inversionista extranjero por COP 22,7 b. Además, el saldo de TCO aumentó significativamente durante 2025, pasando de COP 17 b a COP 60 b.

El comportamiento de la deuda pública local durante el 4T25 se dio en un entorno de menor liquidez y mayor volatilidad, en el que también se observó una reducción en la capacidad de intermediación de los agentes en este mercado.

En el mercado de contado, las compras de TES por parte de inversionistas extranjeros se concentraron principalmente en la operación de venta directa realizada por el MHCP en diciembre. Tanto los inversionistas indexados como no-indexados al índice *GBI-EM Global Diversified* realizaron compras durante el periodo.

Las entidades públicas fueron oferentes netos de TES debido a la venta directa a un inversionista extranjero, al igual que los bancos comerciales y los fondos de pensiones (FPC). Estos últimos revirtiendo su tendencia observada durante el resto del año.

En el mercado de derivados, los inversionistas extranjeros aumentaron su posición compradora neta de TES a futuro durante el 4T25, revirtiendo parcialmente la tendencia vendedora del año. Así, continuaron la tendencia compradora iniciada a mediados de 2023.

Mercado de deuda privada

Las tasas y montos de colocación de Certificados de Depósito a Término (CDTs) se redujeron frente al trimestre anterior. No obstante, el financiamiento mediante emisiones de deuda corporativa aumentó significativamente durante el 4T25, superando los niveles registrados durante el trimestre previo.

2.4. Mercado cambiario

En el 4T25, el USD registró una leve apreciación (el DXY aumentó 0,56%), aunque este movimiento no revirtió la depreciación acumulada en el año (-9,35%). Las expectativas del mercado continúan apuntando a una prolongación de la tendencia de debilitamiento del dólar estadounidense hacia 2027. Con excepción del yen japonés, las monedas de economías desarrolladas se fortalecieron durante el trimestre, en línea con la dinámica observada a lo largo del año.

Las principales monedas de la región, en su mayoría, registraron apreciaciones durante el trimestre, influenciadas por la debilidad del USD frente a economías emergentes, el repunte en los precios de algunos *commodities* (en particular, los máximos históricos alcanzados por el cobre) y factores de carácter idiosincrático. En comparación con el 3T25, la reducción de las tensiones comerciales también contribuyó a un mejor desempeño de estas divisas. De cara a 2026, y en línea con las expectativas de un dólar más débil, estas monedas podrían continuar apreciándose, apoyadas en diferenciales de tasas de interés relativamente atractivos.

Durante el 4T25, el peso colombiano (COP) se apreció frente al USD, en línea con el comportamiento de la mayoría de las monedas de países pares emergentes analizados, soportado además por factores locales. Hacia adelante, la expectativa de un USD más débil sugiere que la tendencia de apreciación del COP podría continuar, aunque esta dinámica podría verse moderada por factores de incertidumbre política y fiscal.

La apreciación del COP estuvo respaldada por flujos de oferta de dólares en el mercado de contado por parte de los inversionistas extranjeros.

Durante el trimestre, las condiciones de liquidez del mercado cambiario, en general, se deterioraron frente al trimestre anterior y la volatilidad del COP aumentó, comportamiento acorde con un entorno de menor profundidad y menor dinamismo típico de este periodo.

La apreciación del COP se dio en un contexto caracterizado por expectativas y ejecuciones de monetizaciones de divisas por parte de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) por montos significativos, así como por mayores incentivos para la implementación de estrategias de *carry trade*.

A nivel regional, se observó una reducción en los incentivos para la toma de posiciones de *carry trade* en Brasil y Chile, mientras que estos aumentaron en el caso de Perú y se mantuvieron relativamente estables en México.

2.5. Mercado accionario

Durante el 4T25, los mercados accionarios de economías desarrolladas continuaron valorizándose, impulsados por expectativas de recorte de tasas por parte de la Fed, aunque en un entorno de volatilidad con temores de una posible sobrevalorización del sector tecnológico. En Latinoamérica, los principales índices accionarios mantuvieron una tendencia alcista, en línea con el desempeño observado en otros mercados emergentes a lo largo de 2025.

En Colombia, el índice MSCI Colcap mantuvo la senda de valorización observada en el año, respaldado por buenos resultados corporativos y el buen desempeño de algunos *commodities*. Adicionalmente, según información de la bvc, el comportamiento del mercado accionario local estuvo acompañado por compras netas por parte de inversionistas locales.

3. Entorno internacional

Durante el 4T25, los mercados financieros internacionales estuvieron condicionados por el cierre parcial del Gobierno de EE. UU., que derivó en la ausencia temporal de información macroeconómica clave, las decisiones de política monetaria de la Fed y la evolución de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, particularmente al inicio del trimestre. El cierre del Gobierno estadounidense, que se extendió desde el 1 de octubre hasta el 12 de noviembre² como resultado de la falta de consenso en torno a la aprobación de la ley de presupuesto, interrumpió el funcionamiento de diversas agencias federales y retrasó la publicación de indicadores económicos relevantes, como las cifras de empleo, Producto Interno Bruto (PIB) e inflación. En este contexto, la Fed mantuvo su ciclo de reducciones de la TPM y realizó recortes adicionales en octubre y diciembre que en acumulado alcanzaron los 50 puntos básicos (pb). Por su parte, si bien las tensiones comerciales entre EE. UU. y China se intensificaron al inicio del trimestre, estas se

² Registrando la mayor duración histórica.

moderaron posteriormente tras avances en las negociaciones bilaterales y anuncios relacionados con la eliminación de algunos aranceles y restricciones comerciales³ (*Gráfico 1*).

Adicionalmente, en los primeros días de enero (hasta el 8), se registró un nuevo episodio de tensión geopolítica asociado a la intervención militar de EE. UU en Venezuela, que culminó el 3 de enero con la captura del mandatario venezolano y el anuncio de un conjunto de medidas dirigidas al sector petrolero de este país. Dichas medidas incluyen la expedición de licencias, el posible levantamiento de algunas sanciones impuestas y un mayor esquema de supervisión sobre las ventas de crudo venezolano por parte de EE. UU.⁴ De acuerdo con analistas internacionales, las perspectivas favorables estarán condicionadas a que la transición política y económica en Venezuela avance hacia un proceso de estabilización creíble, respaldado por reformas estructurales. En ausencia de estos avances, persistirían riesgos asociados a la fragmentación política, la ambigüedad regulatoria y el deterioro operativo del sector petrolero. No obstante, en un escenario en el que se mitiguen los riesgos geopolíticos y operativos, podrían abrirse oportunidades de inversión y procesos de reestructuración de deuda. En el mediano plazo, se anticipa un optimismo moderado, con posibles efectos positivos sobre sectores vinculados al comercio, la energía y la infraestructura, particularmente a nivel regional⁵.

A pesar de lo anterior, los indicadores de percepción de riesgo financiero global registraron, en términos generales, una disminución a lo largo del trimestre. No obstante, en los primeros días de enero (al 8), estos indicadores aumentaron marginalmente⁶. En particular, los índices de volatilidad *Vix*⁷ y *Vstoxx*⁸ se mantuvieron relativamente estables y presentaron reducciones de 1,3 y 2,0 puntos, respectivamente. Por su parte, el índice *Move*⁹ presentó una corrección acumulada de 14,0 puntos durante el periodo. En conjunto, la dinámica de estos indicadores sugiere que, si bien la percepción de riesgo estuvo influenciada por los factores de incertidumbre previamente mencionados, esta se fue corrigiendo a medida que dichos elementos se disiparon y los mercados incorporaron nueva información (*Gráfico 2*).

³ EE. UU. y China acordaron una tregua comercial de un año tras la cumbre celebrada el 30 de octubre entre los presidentes de ambos países.

⁴ De acuerdo con reportes de distintos medios internacionales, la administración del presidente Trump estaría ejerciendo presión sobre el Gobierno venezolano para que establezca una asociación exclusiva con EE. UU. en la producción de petróleo, reduciendo sus vínculos con otras economías. Este enfoque implicaría un realineamiento político y económico significativo para Venezuela. En este contexto, el Gobierno estadounidense anunció que Venezuela suministrará petróleo a EE. UU., el cual será comercializado a precios de mercado, y que los ingresos generados por estas ventas se destinarán exclusivamente a la adquisición de bienes y productos estadounidenses.

⁵ De acuerdo con un reporte del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), la reacción inicial de los mercados fue ordenada y con efectos acotados sobre la región y otras economías emergentes. En este contexto, los bonos soberanos de Venezuela y de PDVSA registraron valorizaciones, reflejando expectativas de un eventual proceso de pago o de reestructuración de la deuda. Por su parte, los precios del petróleo se moderaron en el margen, en línea con expectativas de una normalización gradual de la oferta, más que de una disrupción inmediata. Esta dinámica se dio en un entorno en el que las decisiones de la OPEP+ apuntan a condiciones de oferta relativamente holgadas de cara a 2026.

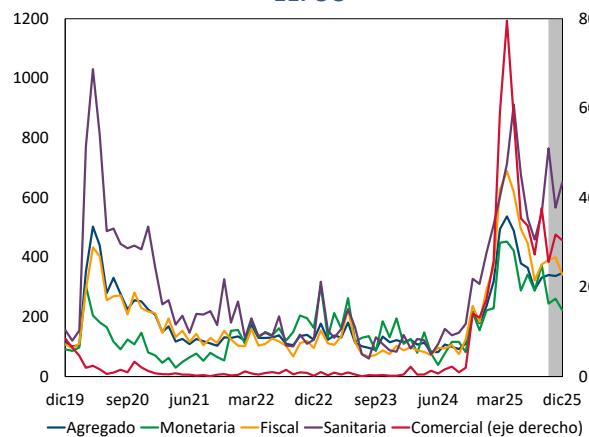
⁶ el *Move* subió 3,0 puntos, el *Vstoxx* 1,2 puntos y el *Vix* 0,5 puntos.

⁷ El *Vix* mide la volatilidad implícita en opciones a 30 días sobre el índice S&P 500.

⁸ El *Vstoxx* mide la volatilidad implícita en opciones a 30 días sobre el índice Euro Stoxx 50.

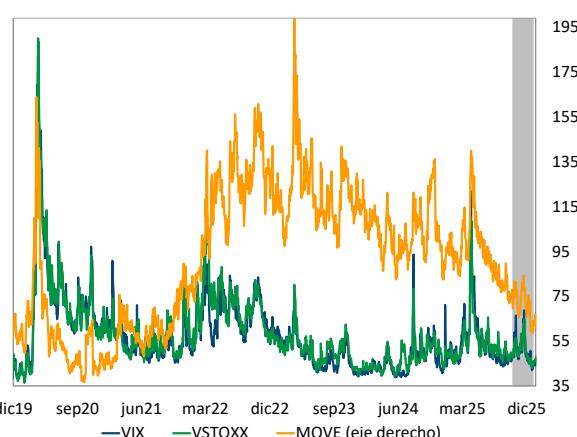
⁹ El *Move* mide la volatilidad implícita en opciones a 30 días sobre bonos del Tesoro de EE. UU.

Gráfico 1. Incertidumbre en política económica en EE. UU



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico 2. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg. Nota: Información al 8 de enero.

La inflación se mantuvo por encima de las metas establecidas por los bancos centrales en las principales economías desarrolladas, con excepción de la eurozona, donde se ubicó en línea con su objetivo. En diciembre la inflación de la eurozona se situó en 2%, mientras que en octubre y noviembre se ubicó en 2,1%, nivel cercano a la meta del 2%. En contraste, el resto de las economías avanzadas continuaron registrando tasas de inflación superiores a los objetivos de sus bancos centrales¹⁰. La inflación básica también mostró una alta persistencia, en línea con el comportamiento observado desde el año anterior¹¹ (Gráfico 3). Durante el trimestre, las expectativas de inflación total a doce meses derivadas del mercado de swaps se redujeron, mientras que las expectativas de inflación básica permanecieron relativamente estables, con sesgos a la baja¹² (Gráfico 4).

En este contexto, el BoJ destacó al aumentar su TPM, mientras que la Fed y el BoE las redujeron y el BCE la mantuvo estable, reflejando decisiones guiadas por factores idiosincráticos en cada economía. Durante el trimestre, el BoJ retomó su ciclo de aumentos en la TPM¹³, y en diciembre elevó la tasa en 25 pb, hasta 0,75%. Por su parte, la Fed recortó la tasa objetivo de los fondos federales en octubre y diciembre, con reducciones de 25 pb cada una, acumulando un ajuste total de 50 pb y ubicándola en un rango de 3,50% y 3,75%. En la misma dirección, el BoE redujo su TPM

¹⁰ Para diciembre, la inflación se ubicó en 2,7% en EE. UU. (septiembre: 3,0%) y 3,4% para Reino Unido (septiembre: 3,8%). Para noviembre, la inflación fue 2,9% en Japón (septiembre: 2,9%).

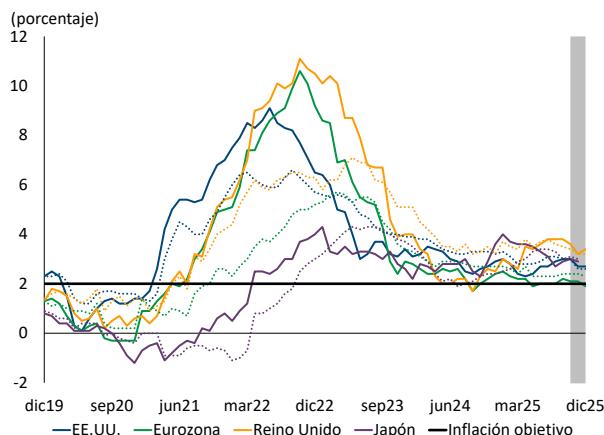
¹¹ Las medidas de inflación núcleo (o básica) excluyen componentes altamente volátiles o fuera del control de la política monetaria, como alimentos o bienes regulados (combustibles, servicios públicos, transporte), con el fin de capturar mejor la tendencia subyacente de precios. A diciembre, la inflación básica se ubicó en 2,3% en la eurozona (septiembre: 2,4%), en 2,6% en EE. UU. (septiembre: 3,0%), y en 3,2% en el Reino Unido (septiembre: 3,5%). A noviembre se ubicó en 3,0% en Japón (septiembre: 3,0%).

¹² En EE. UU. las expectativas de inflación total se redujeron en 99,2 puntos básicos (pb), hasta ubicarse en 2,2%. En la eurozona la disminución fue de 21,4 pb, situándose en 1,6%, mientras que en Reino Unido se redujeron 49,1 pb, alcanzando 2,7%. Por su parte, las expectativas de inflación básica registraron descensos más moderados: 2,2 pb en EE. UU., 1,9 pb en la eurozona y 12,0 pb en Reino Unido.

¹³ En marzo de 2024, el BoJ puso fin a su política monetaria ultra expansiva al ajustar la TPM desde -0,1% hacia un rango entre 0% y 0,1%. En julio de ese mismo año realizó un nuevo incremento, ubicándola en 0,25%. El aumento más reciente se había dado en enero de 2025, cuando elevó la tasa en 25 pb hasta 0,5%.

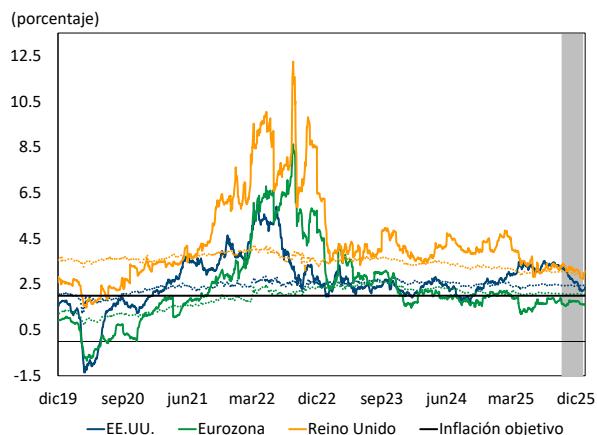
en 25 pb en diciembre, ubicándola en 3,75%. En contraste, el BCE optó por mantener sus tasas de referencia sin cambios¹⁴.

Gráfico 3. Inflación en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. Nota: Las líneas sólidas corresponden a la inflación total y las punteadas a la inflación básica. Datos a noviembre para Japón.

Gráfico 4. Expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg. Nota: Las líneas sólidas corresponden a la inflación total y las punteadas a la inflación básica. Información al 8 de enero.

Las expectativas de TPM a mediano plazo aumentaron en la mayoría de las economías desarrolladas. Los mercados financieros ajustaron al alza sus proyecciones implícitas de tasas de interés, en un contexto de persistencia inflacionaria por encima de las metas de los bancos centrales y de una postura cautelosa en sus decisiones de política monetaria¹⁵ (Gráfico 5). En cuanto a las proyecciones de diciembre del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), estas continuaron anticipando un recorte de 25 pb en 2026, mientras que el mercado prevé dos recortes de 25 pb (Gráfico 6).

Las condiciones financieras globales¹⁶ se mantuvieron en terreno favorable durante el trimestre, en línea con la tendencia observada a lo largo del año. Esta mejora respondió, en términos generales, al buen desempeño del mercado accionario (ver *Mercado accionario*). A nivel de países, en Japón, el debilitamiento de la moneda apoyó la mejora de las condiciones financieras (ver *Mercado cambiario*), aunque este efecto fue parcialmente contrarrestado por el aumento de las tasas de interés de largo plazo, en un contexto de mayor incertidumbre fiscal¹⁷.

¹⁴ Al cierre de diciembre, el BCE mantuvo sin cambios sus tasas de referencia: la facilidad de depósitos en 2,00 %, la tasa de refinanciación en 2,15 % y la facilidad de crédito marginal en 2,40 %.

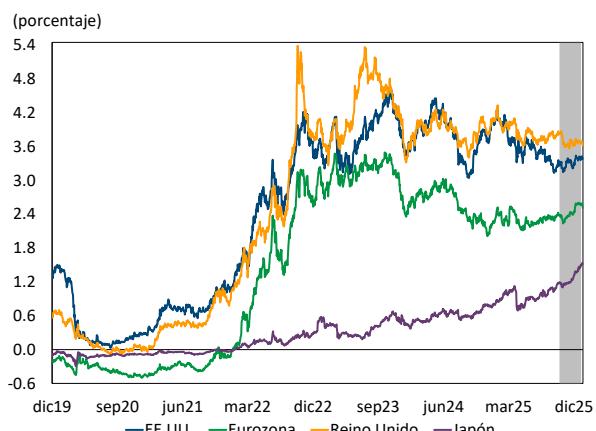
¹⁵ Estimaciones basadas en el mercado de *Overnight Index Swap* (OIS), que refleja las expectativas sobre la tasa de política monetaria promedio a distintos plazos. En el caso de la Fed, las expectativas a cinco años aumentaron 8,38 pb durante el trimestre ubicándose en 3,42%. En cuanto al BCE, las expectativas aumentaron 19,00 pb hasta 2,57%. Por su parte, en Japón, el mercado incrementó sus expectativas de subidas en la tasa de referencia del BoJ en 31,50 pb hasta 1,51%. En contraste, en el Reino Unido, las expectativas de recortes por parte del BoE disminuyeron 18,50 pb hasta 3,66%.

¹⁶ Las condiciones financieras reflejan el canal a través del cual la política monetaria afecta la actividad económica. Un índice de condiciones financieras suele incluir variables como el tipo de cambio, los spreads de deuda corporativa, el comportamiento del mercado accionario y las tasas de interés a diferentes plazos. Un aumento (reducción) del índice de condiciones financieras se interpreta como un apretamiento (relajamiento) de las mismas, lo que implica una menor (mayor) actividad económica.

¹⁷ La incertidumbre fiscal se incrementó tras la elección en octubre de Sanae Takaichi como primera ministra, dado que la mandataria es percibida por los mercados como favorable a la implementación de un mayor estímulo fiscal. En este contexto, el

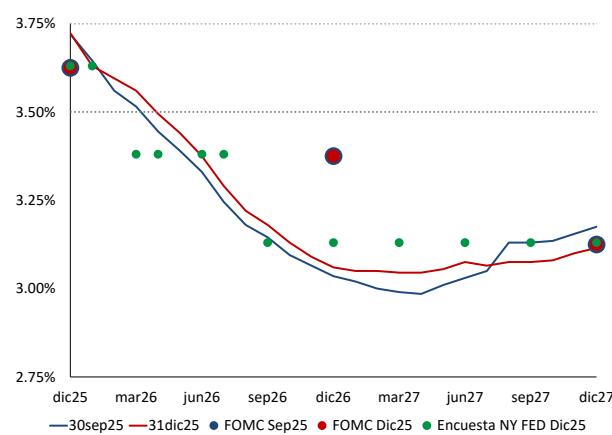
En el Reino Unido, el entorno financiero se vio favorecido por la reducción de las tasas de interés tanto de corto como de largo plazo¹⁸. En la eurozona, las condiciones financieras se mantuvieron relativamente estables, dado que el incremento en las tasas de largo plazo compensó los efectos positivos derivados de otros componentes¹⁹. En EE. UU., las condiciones también permanecieron estables, aunque con un leve endurecimiento asociado al aumento en los *spreads* de la deuda corporativa (*Gráfico 7*). Finalmente, en los primeros días de enero (hasta el 8), las condiciones financieras continuaron relajándose, en línea con el buen desempeño del mercado accionario.

Gráfico 5. Expectativas de política monetaria en economías desarrolladas a cinco años



Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las series muestran las tasas de los swaps a cinco años, las cuales reflejan las expectativas de tasa de política monetaria promedio a este plazo. Información al 8 de enero.

Gráfico 6. Expectativas de política monetaria en EE. UU.



Fuente: Bloomberg, FED. **Nota:** Las líneas continúan muestran las expectativas provenientes del mercado de futuros. Los puntos azul y rojo muestran las últimas dos proyecciones del FOMC. Los puntos verdes muestran las expectativas que provienen de la encuesta más reciente que aplica la FED de Nueva York.

Las expectativas de crecimiento económico global para 2025 se revisaron al alza, mientras que para 2026 permanecieron estables, en línea con una menor incidencia de las políticas arancelarias frente a lo anticipado y con la mejora en las condiciones financieras internacionales. Según la encuesta de Bloomberg, las proyecciones de crecimiento global para 2025 se ajustaron de 2,9% a 3,0%, mientras que para 2026 se mantuvieron en 2,9%. En el caso de EE. UU., las expectativas aumentaron de 1,8% a 2,0% tanto para 2025 como para 2026. Asimismo, se registraron revisiones positivas en las proyecciones para 2025 de algunos socios comerciales relevantes: Eurozona y Reino Unido (+0,1 puntos porcentuales, pp) y Japón (+0,2 pp). En

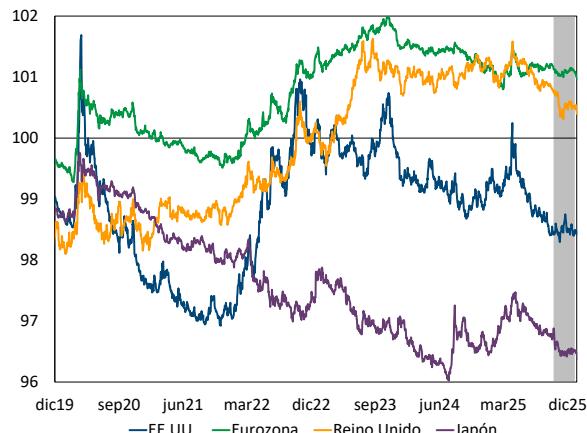
Gobierno aprobó en noviembre un nuevo paquete de estímulo por JPY 17,7 b (USD 112 mm), el de mayor magnitud desde la pandemia. Adicionalmente, en diciembre se aprobó un presupuesto para 2026 por un monto récord de JPY 122,2 b (USD 784 mm), orientado a impulsar el crecimiento económico y fortalecer el gasto en defensa, a pesar de los riesgos asociados a la sostenibilidad fiscal.

¹⁸ Las reducciones en las tasas se enmarcan en un contexto de debilidad económica, datos de inflación en su mayoría por debajo de lo esperado, el recorte de la TPM por parte del BoE y la presentación del presupuesto de otoño en noviembre, el cual moderó las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal al reflejar un enfoque más prudente en materia de endeudamiento y el anuncio de un aumento de impuestos.

¹⁹ Las tasas de interés de largo plazo aumentaron durante el trimestre, en un contexto de mayor incertidumbre política en Francia y tras la rebaja, el 17 de octubre, de su calificación crediticia soberana por parte de S&P Ratings, desde AA- a A+. Adicionalmente, en noviembre se conoció que el endeudamiento neto del Gobierno federal de Alemania previsto para 2026 será superior al estimado inicialmente.

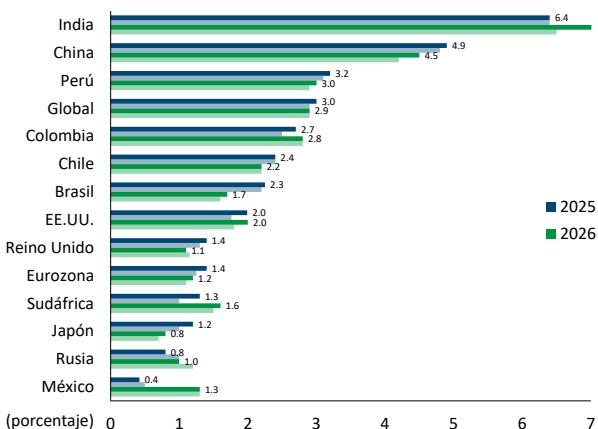
contraste, las proyecciones para México se ajustaron a la baja (-0,1 pp; *Gráfico 8*). Por su parte, el desempeño de los mercados laborales en las principales economías desarrolladas fue mixto. En EE. UU. persistió la rigidez, con una tasa de desempleo estable en 4,4%²⁰ y con registros históricamente bajos en las nóminas no agrícolas²¹ (*Gráfico 9*).

Gráfico 7. Indicadores de condiciones financieras



Fuente: Goldman Sachs. Nota: Un aumento (reducción) del índice indica un apretamiento (relajamiento) de las condiciones financieras. El valor de 100 indica el nivel de largo plazo. Información al 8 de enero.

Gráfico 8. Expectativas de crecimiento



Fuente: Bloomberg. Nota: Las barras más oscuras corresponden a las expectativas de diciembre y las más claras a las expectativas de septiembre.

En este entorno, se registraron menores entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia las EM (Gráfico 10). De acuerdo con cifras preliminares del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés)²², en el 4T25 se acumularon entradas netas por USD 46,9 miles de millones (mm)²³ hacia las regiones de países emergentes, concentradas principalmente en Asia Emergente (excluyendo China) por USD 42,6 mm. Las entradas para la muestra total fueron inferiores a las observadas durante el trimestre anterior (USD 97,6 mm). En Latinoamérica, las entradas netas fueron de USD 11,9 mm, con entradas en el mercado de deuda por USD 14,3 mm y salidas en el mercado accionario por USD 2,4 mm.

Durante el trimestre, los *commodities* energéticos mostraron comportamientos mixtos, mientras que los metales preciosos e industriales se valorizaron, alcanzando en algunos casos máximos históricos. Los precios del petróleo WTI²⁴ y Brent cayeron 7,1% y 7,6%, respectivamente, por mayores inventarios en EE. UU., la recuperación esperada de la producción de la OPEP+ y señales de menor demanda global, mientras que el gas natural licuado (GNL)

²⁰ Mismo nivel de septiembre de 2025 y por encima del 4% registrado en enero. Además, desde el 2T23 mantiene una tendencia alcista tras alcanzar 3,4% en abril de 2023.

²¹ Las nóminas no agrícolas cayeron en 173 mil en octubre y aumentaron solo 56 mil en noviembre y 50 mil en diciembre.

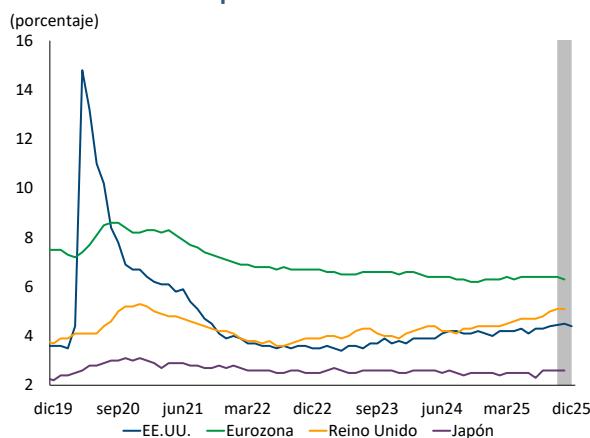
²² Según el *Capital Flows Tracker* de diciembre de 2025. Los datos, correspondientes al periodo febrero 2023–diciembre 2025, son preliminares y están sujetos a revisión en futuras actualizaciones.

²³ Estas cifras se explican por entradas netas de USD 59,1 mm al mercado de renta fija y salidas netas de USD 12,2 mm en el mercado de renta variable.

²⁴ *West Texas Intermediate*.

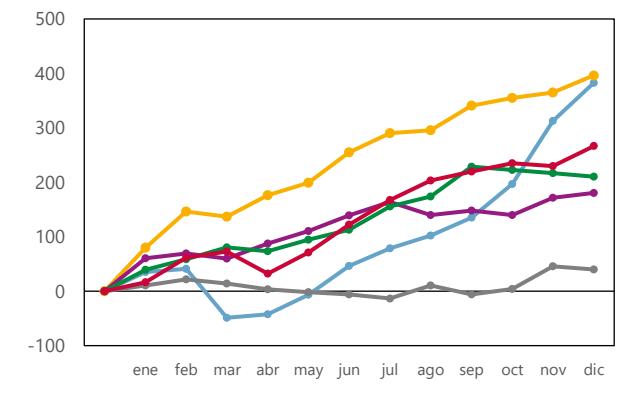
estadounidense tuvo una fuerte valorización²⁵ ante expectativas de clima frío y mayores exportaciones, en contraste el GNL europeo presentó desvalorizaciones (Gráfico 11). Por su parte, el oro y la plata continuaron registrando máximos históricos²⁶ impulsados por su rol como activos refugio y, en el caso de la plata, por una sólida demanda industrial. Los metales industriales mostraron valorizaciones, en particular, el cobre lideró con un aumento de 19,0% por interrupciones en la producción y expectativas de mayor demanda²⁷ (Gráfico 12).

Gráfico 9. Desempleo en economías desarrolladas



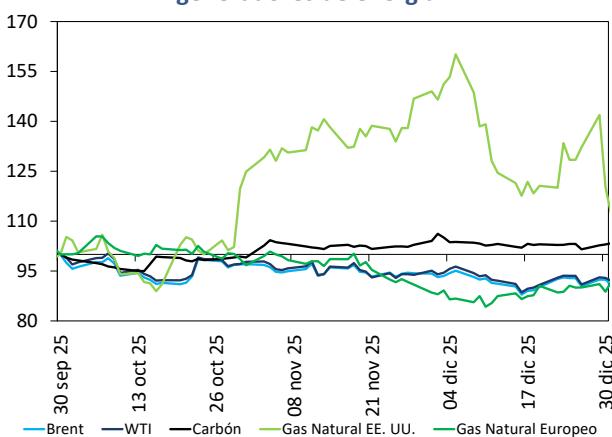
Fuente: Bloomberg. Nota: Las cifras de desempleo se encuentran a diciembre para EE. UU., y noviembre para Eurozona, Reino Unido y Japón.

Gráfico 10. Flujos acumulados de inversión extranjera de portafolio a economías emergentes (USD mm)



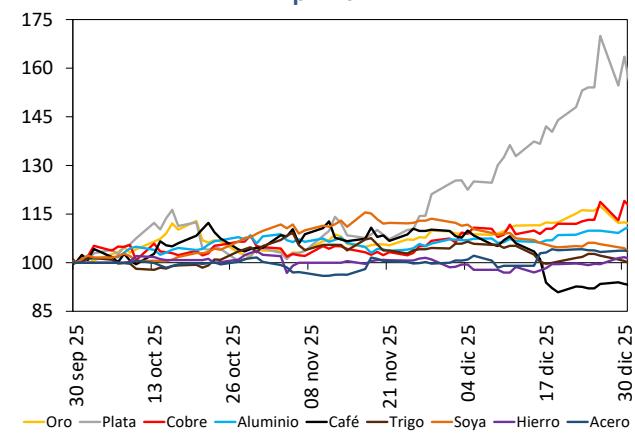
Fuente: IIF.

Gráfico 11. Cambio en los precios de algunos productos generadores de energía



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 30 sep 2025.

Gráfico 12. Cambio en los precios de otras materias prima



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 30 sep 2025.

²⁵ El 05 de diciembre de 2025 el GNL estadounidense alcanzó máximos de 3 años por 5,29 USD por MMBtu.

²⁶ El oro y la plata alcanzaron su máximo histórico el 26 de diciembre de 2025, con un precio de 4.533,21 USD por onza troy y 79,27 USD por onza troy, respectivamente.

²⁷ La oferta de cobre está limitada por restricciones operativas en minas clave, mientras que la demanda se ha fortalecido por la electrificación, la transición energética y el crecimiento de centros de datos ligados a la inteligencia artificial.

4. Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 4T25, los indicadores de percepción de riesgo para Colombia se deterioraron en mayor magnitud que en otras economías emergentes y países de la región, principalmente por la mayor incertidumbre en el frente fiscal (Gráfico y Gráfico)²⁸. Entre los factores que explicaron este deterioro se destacan: *i*) la aprobación del Presupuesto General de la Nación (PGN) para 2026 por COP 546,9 b, que incluía ingresos por COP 16,3 b asociados a una reforma tributaria que aún no había sido aprobada; *ii*) el posterior rechazo de dicha reforma por parte del Congreso y la declaración de emergencia económica ante la insuficiencia de recursos²⁹; *iii*) la rebaja de la calificación crediticia soberana de Colombia por parte de Fitch Ratings, desde BB+ a BB³⁰; *iv*) la persistente incertidumbre en torno a las operaciones de manejo de deuda del MHCP, en un contexto en el que la caja del Gobierno Nacional continuó registrando alta volatilidad y niveles históricamente bajos³¹; *v*) indicadores fiscales que siguieron evidenciando un deterioro en las finanzas públicas³²; *vi*) el aumento del salario mínimo en 23%, que implicaría un incremento del déficit fiscal de al menos COP 5,3 b en 2026, según estimaciones del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF)³³; y *vii*) la incertidumbre alrededor de un eventual decreto orientado a la repatriación de los recursos de los FPC invertidos en el exterior.

La evolución de la percepción de riesgo y del desempeño de los activos locales estará determinada por la trayectoria de las métricas fiscales, las decisiones de política monetaria y los desarrollos del ciclo electoral durante el primer semestre de 2026. Según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)³⁴, la situación fiscal se mantuvo como el principal factor en las decisiones de inversión (48% en diciembre); sin embargo, la relevancia de la política monetaria aumentó de manera significativa, alcanzando un segundo lugar con el 32%³⁵. Este resultado

²⁸ En particular, el Credit Default Swap (CDS,) de Colombia aumentó 17 puntos básicos (pb), mientras que en Brasil el incremento fue apenas de 2 pb, en Perú no se registraron variaciones y en Chile y México se redujo en 8 pb y 2 pb, respectivamente. Por su parte, el índice CDX.EM, que refleja el riesgo crediticio de un conjunto de países emergentes, cayó 23 pb. En la misma línea, el Emerging Market Bond Indexes (EMBI,) de Colombia aumentó 12 pb, por encima del promedio regional (8 pb) y en contraste con la disminución observada en una muestra de países emergentes (-27 pb).

²⁹ Según analistas, la alternativa más viable es realizar un recorte de gasto por parte del Gobierno, para evitar un aumento del déficit que ponga en riesgo la estabilidad económica del país y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

³⁰ Justificada por el deterioro de las condiciones fiscales locales ante la persistencia de déficit fiscales que impulsarían a que la deuda del Gobierno continúe aumentada en el mediano plazo. Adicionalmente modificó la perspectiva de negativa a estable.

³¹ Si bien el promedio de los depósitos del Gobierno en el Banrep durante 2025 fue inferior al registrado en 2024, las operaciones de manejo de deuda realizadas por el MHCP llevaron a que estos cerraran el año en un nivel superior al observado el año anterior. Para más detalle, ver *Mercado monetario colombiano*.

³² De acuerdo con el MHCP, el déficit primario del Gobierno Nacional Central (GNC) a octubre se ubicó en 2,6% del PIB, lo que representa un deterioro de 1,3 puntos porcentuales frente al resultado del mismo periodo de 2024. En línea con esta tendencia, el Ministerio proyecta que el déficit primario alcanzará 3,2% en 2025, el nivel más alto desde los años 2000, excluyendo el periodo de la pandemia. Además, el recaudo bruto acumulado a octubre fue de COP 249,1 b, COP 5,9 b por debajo de la meta definida por el CONFIS.

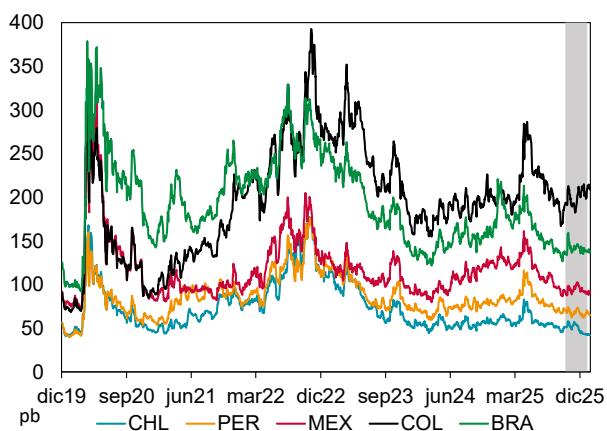
³³ Los canales a través de los cuales el aumento del salario mínimo impacta las finanzas públicas son: *i*) el mayor gasto en pensiones del régimen de prima media equivalentes a un salario mínimo; *ii*) el incremento en las erogaciones asociadas al salario de los funcionarios públicos en ese nivel de ingresos; *iii*) el aumento en la tasa de reemplazo de las pensiones dentro del régimen de prima media; entre otros.

³⁴ Encuesta hecha mensualmente por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

³⁵ Durante el trimestre, su peso dentro de los factores considerados en las decisiones de inversión pasó de 0% a 32%, un nivel que no alcanzaba desde abril de 2024, cuando llegó a representar 38,5%.

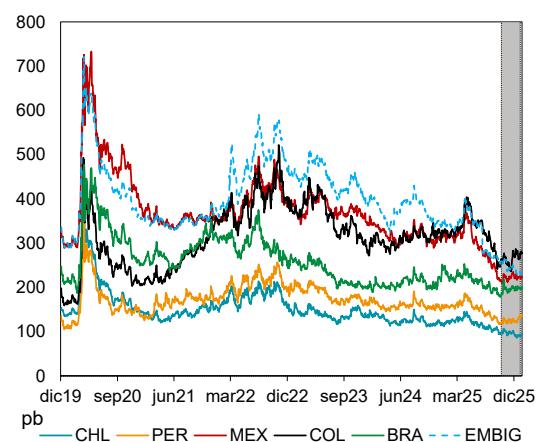
refleja un contexto marcado por el aumento del salario mínimo en 23% para 2026, que elevó las expectativas de inflación y de TPM, en un contexto de incertidumbre fiscal y persistencia inflacionaria³⁶. Adicionalmente, el calendario electoral de 2026, con elecciones legislativas en marzo y presidenciales en mayo, introduce un componente adicional de incertidumbre, que continuará influyendo sobre la percepción de riesgo y el comportamiento de los activos financieros locales (*Gráfico 15*).

Gráfico 13. CDS a cinco años en Latinoamérica



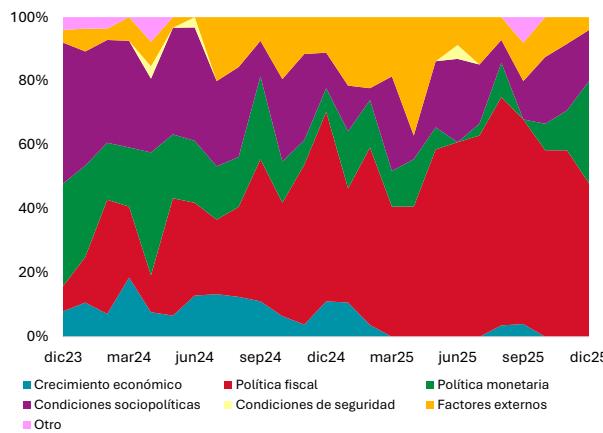
Fuente: Bloomberg. Nota: Información al 8 de enero.

Gráfico 14. EMBIG en Latinoamérica



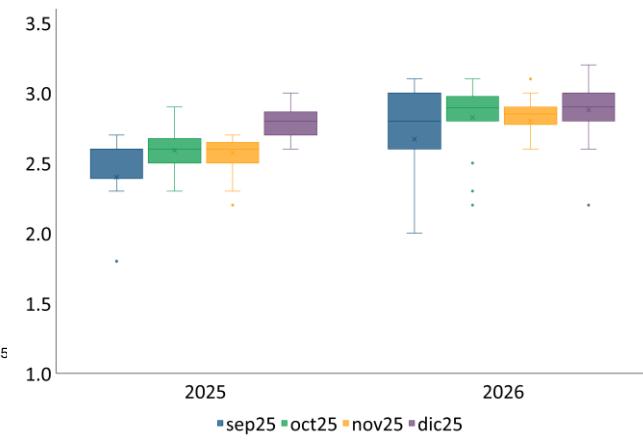
Fuente: J.P. Morgan, Banco Central de Chile. Nota: Información al 8 de enero.

Gráfico 15. Factores más relevantes a la hora de invertir en Colombia



Fuente: EOF.

Gráfico 16. Expectativas de crecimiento para Colombia

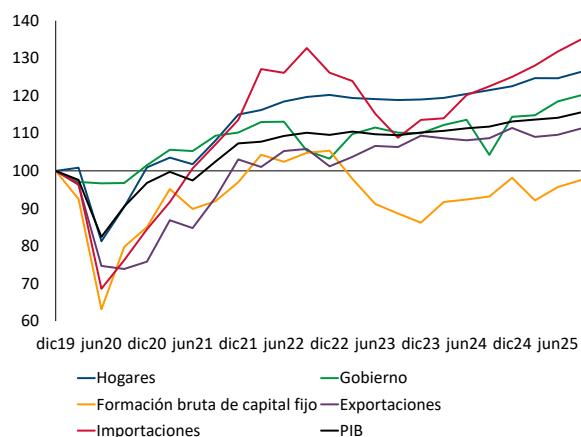


Fuente: EOF. Al interior de cada caja se encuentran aquellas observaciones que hacen parte del rango intercuartílico (entre el percentil 25 y el 75). También se presentan por fuera de cada caja los valores mínimo y máximo (líneas verticales) y los outliers (puntos). La línea horizontal al interior de cada caja corresponde a la mediana y la x al promedio.

³⁶ La inflación cerró 2025 en 5,1%, nivel similar al de 2024 (5,2%) y continua por encima de la meta (3%).

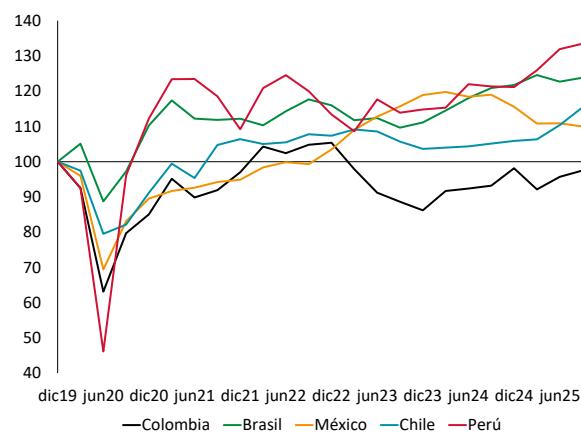
Las expectativas de crecimiento económico aumentaron para 2025 y 2026, en un entorno caracterizado por la fortaleza de la demanda interna. De acuerdo con los resultados de la EOF, la mediana de las proyecciones de los analistas pasó de 2,6% a 2,8% para 2025 y de 2,8% a 2,9% para 2026 (Gráfico 16). En cuanto al desempeño reciente, el DANE reportó un crecimiento interanual del PIB de 3,6% en el 3T25, superior al 3,2% esperado por el mercado. En línea con ello, en octubre la actividad económica registró una expansión de 3,0% a/a, por encima de la expectativa (2,9%). La demanda interna continúa por encima de los niveles prepandemia³⁷, mientras que la inversión, medida como formación bruta de capital fijo, sigue siendo el único componente del gasto que no ha recuperado dichos niveles (Gráfico), con un rezago más marcado en Colombia frente a otras economías de la región (Gráfico).

Gráfico 17. Evolución de los componentes del gasto del PIB colombiano desde el 4T19



Fuente: DANE. Base 100 4T19. Datos al 3T25.

Gráfico 18. Evolución de la formación bruta de capital fijo para Latinoamérica desde el 4T19



Fuente: DANE, Haver. Base 100 4T19. Datos al 3T25.

5. Mercado de renta fija y monetario

5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Durante el 4T25, la inflación en los países de la región presentó comportamientos mixtos (Gráfico 19), aunque en general se mantuvo por encima de las metas de los bancos centrales (Tabla 2). En Chile³⁸, México³⁹ y Brasil⁴⁰ la inflación se redujo frente a lo observado el trimestre anterior, manteniéndose aún por encima de la meta fijada por los bancos centrales, aunque

³⁷ El consumo de los hogares se encuentra 26% por encima de los niveles prepandemia y el gasto del Gobierno, 20% por encima. En este contexto de fortaleza de la demanda interna, las importaciones han aumentado significativamente en los últimos años y, para el 3T25, se ubican 35% por encima de los niveles prepandemia.

³⁸ El nivel de inflación por encima de la meta del banco central se explica principalmente por el alto nivel de la canasta de vivienda y servicios básicos (6,5%) y los restaurantes y servicios de alojamiento (6,7%). La caída de la inflación del último trimestre se explica por la reducción de los alimentos (diciembre: 4,2%, septiembre 4,9%).

³⁹ Si bien la inflación anual se ubicó por debajo de lo observado en el trimestre anterior, el componente subyacente de la inflación continua en niveles elevados. Este componente presentó un aumento en el trimestre, pasando de 4,28% a 4,33%.

⁴⁰ En diciembre las mayores presiones de precios ocurrieron por la canasta de vivienda (6,79%), educación (6,22%) y gastos personales (5,87%). Por su parte, la inflación de alimentos y bebidas se desaceleró a 2,95% desde el 6,61% en septiembre.

dentro de los rangos de tolerancia establecidos por dichas entidades. En contraste, en Perú⁴¹ la inflación aumentó frente al trimestre previo, pero es el único país de la región donde la inflación se ubicó por debajo de la meta del Banco Central y dentro del rango de tolerancia.

Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación

País	Sep 2025	Dic 2025	Meta
Colombia	5,18%	5,10%	3,00%
Brasil	5,17%	4,26%	3,00%
Chile	4,40%	3,45%	3,00%
México	3,76%	3,69%	3,00%
Perú	1,36%	1,51%	2,00%

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región. De acuerdo con lo informado en la página de los bancos centrales. Los rangos de tolerancia mencionados por los bancos centrales de Colombia, Chile, México y Perú son de +1%, mientras que el de Brasil es de +1,5%.

En Colombia, durante el mes de diciembre la inflación cayó más de lo esperado, cerrando por debajo del nivel registrado en el trimestre anterior y del observado al cierre de 2024. No obstante, se mantiene por encima del objetivo del BanRep y por encima de los niveles de inflación de varios países de la región. La inflación anual de Colombia se moderó a 5,10% en diciembre de 2025 desde 5,30% en noviembre, por debajo de las expectativas del mercado (5,20%). Esta desaceleración ocurrió tras cuatro meses consecutivos de aumentos, en un contexto en el que la inflación sigue por encima de la meta del banco central (3%). Colombia registró la inflación más alta en 2025 entre sus pares comparables de la región.

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros locales, así como las derivadas de encuestas (Gráfico 20), aumentaron y permanecen por encima de la meta del BanRep. En contraste, en la mayoría de los demás países de la región, las expectativas de inflación disminuyeron. Durante el 4T25, el *Break-Even Inflation* (BEI)⁴² promedio en Colombia, BEI ajustado por primas por riesgo inflacionario y de liquidez⁴³ y el *swap BEI*⁴⁴ a un año variaron +82 pb, +167 pb y +132 pb, ubicándose en 4,97%, 5,57% y 5,65%, respectivamente. Por su parte, las expectativas de inflación de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep para los horizontes de 12 y 24 meses aumentaron en 45 pb y 22 pb, situándose en 4,59% y 3,80%, respectivamente. Este incremento en las expectativas está en línea con el repunte de la inflación observada en octubre y noviembre, las preocupaciones sobre posibles riesgos inflacionarios

⁴¹ En 2025, la inflación estuvo impulsada principalmente por los servicios, especialmente educación (4,0%) y restaurantes y hoteles (2,7%). Los precios de energía (-2,3%) y comunicaciones (-1,5%) actuaron como anclas desinflacionarias. La inflación subyacente se mantuvo estable en torno al 1,8 % interanual, alineada con el rango meta.

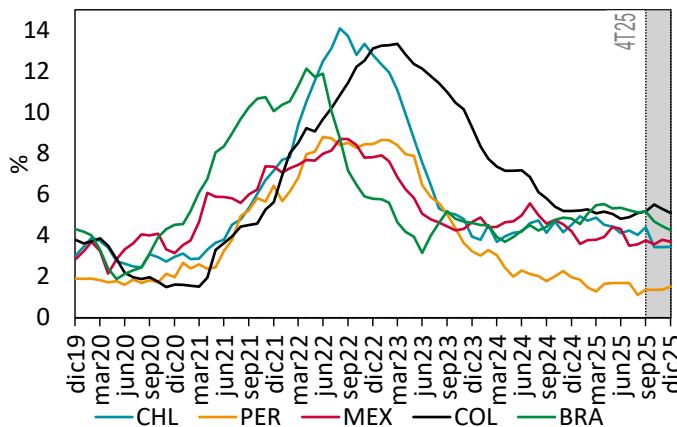
⁴² El BEI es una medida que se calcula como la diferencia entre las tasas de los bonos nominales y los bonos indexados a la inflación. De esta manera, este indicador se puede utilizar para aproximar las expectativas de inflación de los mercados financieros a diferentes plazos.

⁴³ La descomposición se estima con la información promedio de cada mes siguiendo a 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 BEI para los bonos del gobierno colombiano".

⁴⁴ El swap BEI 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.

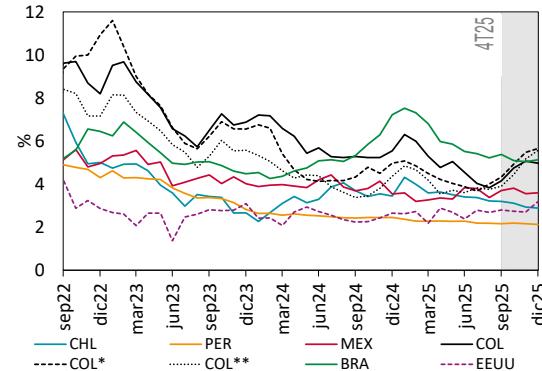
derivados del aumento del salario mínimo por encima de la inflación y la productividad⁴⁵, y el buen desempeño de la actividad económica⁴⁶. Por otra parte, las expectativas de inflación a dos años en Brasil, México, Chile y Perú disminuyeron en 25 pb, 10 pb, 31 pb y 3 pb, respectivamente, y al cierre del trimestre se ubicaron en 5,13%, 3,60%, 2,89% y 2,13%.

Gráfico 19. Inflación en los países de la región



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 20. Expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros en Colombia, pares de la región y EE. UU.



Fuente: Fuente: Bloomberg y Banrep. La información para Chile se obtiene como la compensación inflacionaria de los swaps promedio de cámara para el plazo a un año. Para Brasil, México y EE. UU. se usa información del BEI de Bloomberg y de sus bancos centrales. La información de Perú se toma de las expectativas de la encuesta de su Banco Central. Nota: * Corresponde al BEI extraído del mercado de derivados. ** Corresponde a las expectativas ajustadas por primas por liquidez y riesgo inflacionario.

Las decisiones de política monetaria en la región fueron mixtas (Gráfico 21): los bancos centrales de Colombia, Brasil y Perú mantuvieron estables sus TPM, mientras que los de México y Chile las redujeron. En la mayoría de estos países la TPM cerró en un nivel inferior al registrado al cierre de 2024. Durante el trimestre, el Banco Central de Chile (BCCh) y el Banco de México (Banxico) redujeron sus tasas en 25 pb y 50 pb, hasta 4,50%⁴⁷ y 7,00%⁴⁸, respectivamente. Por su

⁴⁵ El aumento del salario mínimo tuvo un impacto significativo en las expectativas de inflación, entre el 29 de diciembre y el 2 de enero los BEI a 1, 3, 5 y 10 años subieron 61 pb, 36 pb, 29 pb, y 31 pb, respectivamente.

⁴⁶ Durante el 3T25 el PIB presentó un crecimiento superior al esperado y a la observación previa (obs: 1,2% t/t; esp: 1,0% t/t; ant: 0,5% t/t). La expansión se apoyó principalmente por el crecimiento de la demanda interna (4,6%); y por el lado de la oferta, este crecimiento fue soportado por la administración pública, defensa, educación y salud con una tasa de crecimiento anual de 8,0%, seguido por comercio al por mayor y al por menor (5,6%) e industrias manufactureras (4,1%).

⁴⁷ La decisión del BCCh, tomada el 16 de diciembre de 2025, fue unánime entre sus miembros. La decisión estuvo respaldada por una reducción de la inflación más rápido de lo proyectado y en un entorno económico local y global algo mejor que lo esperado. Así, el BCCh espera que la inflación llegue a la meta de 3% en el primer trimestre de 2026.

⁴⁸ Durante el trimestre, Banxico redujo la tasa de interés en 50 pb, en respuesta a la moderación de la inflación general, la apreciación del peso, la debilidad de la actividad económica y los posibles impactos ante cambios en políticas comerciales a nivel global.

parte, el Banco Central de Brasil (BCB), el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y el BanRep mantuvieron estable la TPM en 15,00%⁴⁹, 4,25%⁵⁰ y 9,25%, en su orden.

En Colombia, el BanRep mantuvo la TPM en 9,25% durante el 4T25 frente al repunte inflacionario, los desafíos fiscales, la dinámica de la demanda interna y las expectativas de mayores presiones inflacionarias hacia adelante. Además del comportamiento de la inflación y sus expectativas, los elementos que la JDBR consideró durante la toma de decisiones fueron⁵¹: *i*) el consumo privado y público, junto con la inversión, impulsaron un crecimiento del PIB superior a lo esperado (3,4% en el 3T25), generando una brecha positiva de producto que podría presionar los precios; *ii*) se amplió el déficit comercial y de cuenta corriente⁵² por el fuerte aumento de las importaciones y la política fiscal expansiva, lo que incrementa riesgos sobre la estabilidad macroeconómica y el tipo de cambio; y *iii*) las condiciones financieras externas se han vuelto más holgadas luego de la tercera reducción consecutiva de la tasa de interés de política monetaria en los EE. UU., que la ubicó en un rango de 3,5% a 3,75%⁵³, el menor observado en los últimos tres años.

En Colombia, con información al cierre de 2025, las expectativas de TPM implícitas en los mercados financieros anticipan aumentos, mientras que las derivadas de las encuestas prevén estabilidad de la TPM durante 2026 (Gráfico). Al finalizar el 4T25, las tasas implícitas del mercado OIS⁵⁴ sugerían una TPM de 11,50% (3T25: 9,75%)⁵⁵ y la EME una TPM de 9,25% (3T25: 8,00%), para diciembre de 2026. La trayectoria de TPM del mercado es coherente con una postura cautelosa por parte del BanRep, en un contexto marcado por mayores datos de inflación, el buen desempeño de la actividad económica, las persistentes preocupaciones fiscales y un aumento del salario mínimo por encima de la inflación y la productividad. 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 ante el incremento del salario mínimo por encima de la inflación y la productividad⁵⁶.

⁴⁹ El BCB decidió mantener la tasa debido a que, aunque la inflación y sus expectativas muestran una trayectoria de mejora, estas aún permanecen por encima de la meta y el escenario global sigue siendo incierto. Además, la actividad económica doméstica presenta señales de moderación y el mercado laboral continúa resiliente. En este contexto, el BCB considera que la estrategia más adecuada para garantizar la convergencia de la inflación es mantener una postura monetaria contractiva por un período prolongado, evitando ajustes adicionales que podrían generar volatilidad innecesaria y manteniendo la cautela en las decisiones.

⁵⁰ La decisión del BCRP de mantener la tasa de referencia en 4,25% se asocia con la dinámica de la inflación y sus expectativas, esta medida se encuentra dentro del rango meta y se proyecta que converjan hacia su meta del 2%. Además, la actividad económica muestra un desempeño cercano a su nivel potencial y las expectativas empresariales se mantienen en terreno optimista, en un contexto internacional de crecimiento moderado.

⁵¹ Según las minutos de las reuniones de la junta directiva de octubre y diciembre.

⁵² El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en el tercer trimestre del año fue de 2,4% del PIB, superior al registrado en el mismo trimestre de 2024 (-1,5%).

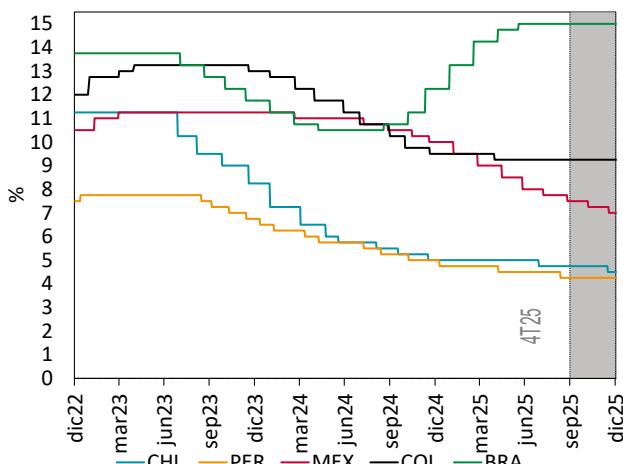
⁵³ La Fed recortó la tasa de fondos federales en 25 pb a un rango de 3,5%–3,75% en su reunión de diciembre de 2025, siguiendo reducciones similares en septiembre y octubre, y en línea con las expectativas.

⁵⁴ Un contrato OIS, u *Overnight Index Swap*, es un acuerdo financiero entre dos partes para intercambiar flujos de efectivo a tasas de interés predeterminadas. Es un contrato derivado que se utiliza para gestionar el riesgo de tasas de interés a corto plazo.

⁵⁵ El aumento del salario mínimo tuvo un impacto significativo en las expectativas de TPM, y el 2 de enero el mercado OIS descontaba una TPM para diciembre de 2026 de 12,25%.

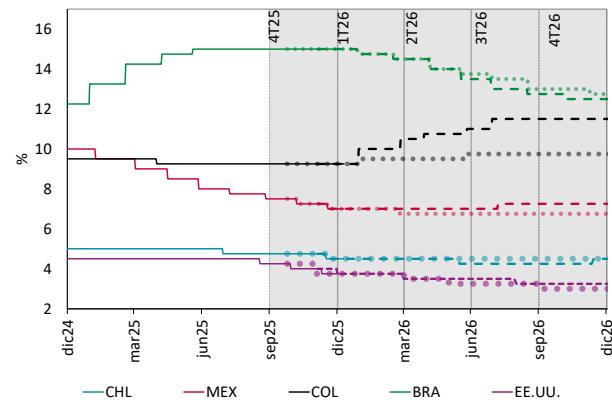
⁵⁶ JP Morgan señaló que el aumento significativo del salario mínimo eleva los ingresos, pero también impulsa la inflación, encarece las tasas de interés, reduce la inversión, aumenta la informalidad laboral y debilita el tipo de cambio real.

Gráfico 21. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 22. Expectativas de TPM implícitas en los mercados financieros en Colombia, pares de la región y EE. UU.



Fuente: Bloomberg y BanRep. Datos del 30 de septiembre y 29 de diciembre de 2025. Nota: los puntos representan las expectativas descontadas el trimestre anterior, mientras que los guiones son las expectativas del trimestre actual.

5.2. Mercado monetario colombiano

En línea con el objetivo operativo de la política monetaria, durante el 4T25 el BanRep adoptó medidas para mantener una liquidez adecuada en el sistema y evitar la persistencia de desviaciones del IBR^{57,58} *overnight* frente a la TPM (*Gráfico 21* y *Gráfico 24*). En particular, el BanRep realizó compras de TES por COP 5,1 b (valor a precios de mercado). El BanRep realizó compras de TES durante los meses de octubre, noviembre y diciembre por valores de COP 2,4 b, COP 2,5 b y COP 0,3 b, respectivamente, y al finalizar diciembre de 2025, el saldo de TES en poder del BanRep se ubicó en COP 37 b (valor a precios de mercado). Además, para mitigar algunas desviaciones del IBR frente a la TPM, el BanRep ofreció instrumentos transitorios de liquidez, particularmente se ofrecieron Repos⁵⁹ a 14 días entre el 10 de noviembre y el 1 de diciembre.

⁵⁷ El IBR es una tasa de interés de referencia de corto plazo para el peso colombiano, que refleja el precio al que los agentes participantes en su esquema de formación (entidades bancarias) están dispuestos a ofrecer o a captar recursos en el mercado monetario (interbancario). En otras palabras, su objetivo es mostrar la liquidez del mercado monetario colombiano o, lo que es lo mismo, indicar el costo del dinero en pesos.

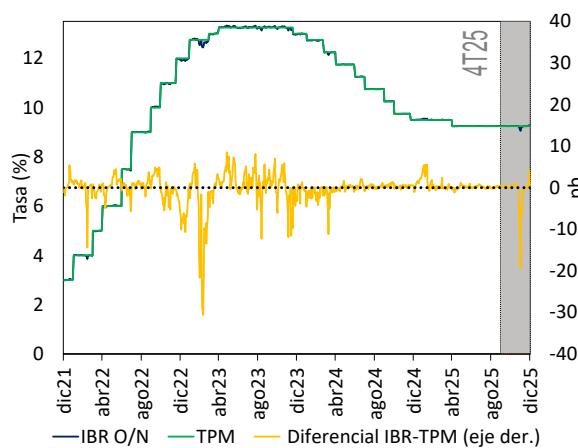
⁵⁸ Durante el periodo se presentó una desviación máxima del IBR O/N frente a la TPM de -19 pb. Esta dinámica se evidenció en los primeros días de diciembre y los agentes atribuyeron el comportamiento observado principalmente al inicio del período de encaje y a una corrección en la disponibilidad de recursos en pesos, luego de una semana previa con amplia liquidez. Además, mencionaron factores como el mayor aprovisionamiento de fondos por parte de algunas entidades en sus cuentas del CUD ante retiros anunciados de clientes oficiales, y la cautela del mercado mientras se esperan señales sobre la dirección de la política monetaria, lo que llevó a una mayor disponibilidad de recursos en el mercado monetario. Durante este periodo se observó un nivel bajo en los depósitos de la Tesorería del Tesoro Nacional en el Banco y una alta demanda por instrumentos a plazo.

⁵⁹ Con las operaciones repo el Banco inyecta liquidez a través del sistema financiero, mediante la compra temporal de títulos con bajo riesgo y alta liquidez (usualmente deuda pública), los cuales se intercambian nuevamente en el momento del vencimiento de esta operación. Con el objeto de incentivar que la liquidez fluya entre los intermediarios financieros y los mercados, en especial en el mercado interbancario, el Banco ofrece repos de expansión en una subasta con un cupo establecido y anunciado previamente, la cual se realiza de forma diaria.

El mercado de simultáneas mantuvo un buen dinamismo en los volúmenes negociados durante el trimestre. Este mercado ha mantenido un desempeño sólido durante el año, con un promedio diario negociado en 2025 de COP 12,8 b frente al promedio de COP 11,6 b registrado en 2024 (Gráfico). Además, durante el 4T25 las tasas del mercado de simultaneas se han negociado por debajo de la TPM debido a la mayor búsqueda de títulos (principalmente de largo plazo).

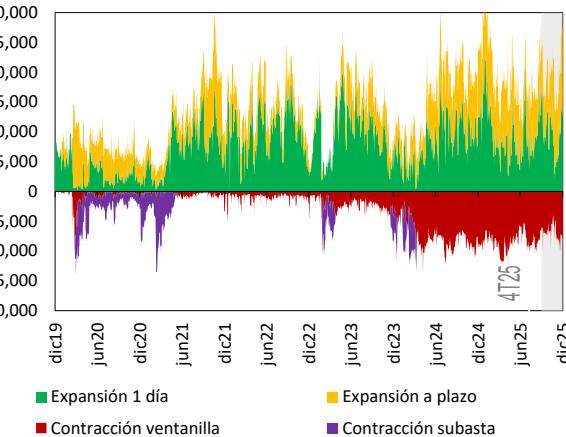
Los depósitos de la DGCPTN en el BanRep se mantuvieron en niveles históricamente bajos y altamente volátiles. La volatilidad fue amplificada por las operaciones de la DGCPTN en el mercado de TES y cambiario (Gráfico). El saldo promedio de los depósitos durante el trimestre se ubicó en COP 10,7 b, por debajo del promedio registrado en el mismo trimestre del año anterior (COP 16,7 b), y alcanzó un mínimo histórico durante el periodo de COP 1.3 b. Además, estos depósitos han presentado una alta volatilidad. No obstante, algunos analistas prevén una recuperación de estos saldos, en línea con la estrategia de manejo de deuda realizada por la DGCPTN (ver *Mercado de deuda pública interna y externa* y *Mercado cambiario local*).

Gráfico 23. Tasa de referencia BanRep, IBR overnight y diferencial entre el IBR O/N y la TPM



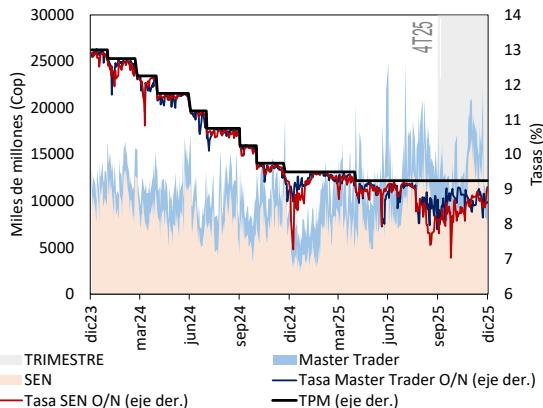
Fuente: Bloomberg y BanRep.

Gráfico 24. Evolución del saldo de las operaciones de liquidez transitoria del BanRep (mm)



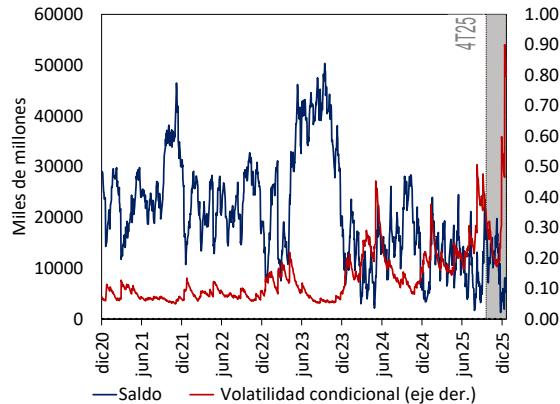
Fuente: BanRep.

Gráfico 25. Evolución montos y tasas del mercado de simultáneas SEN y Master Trader



Fuente: BanRep. **Nota:** Se presenta la información de los montos totales negociados en el mercado de operaciones simultáneas, registrados en las plataformas del SEN y Master Trader. Usualmente, las tasas a las que se negocian estas operaciones se ubican por debajo de la TPM. Una tasa más baja puede interpretarse como una menor necesidad de liquidez por parte de los participantes del mercado.

Gráfico 26. Depósitos remunerados de la DGCPTN en el BanRep y su volatilidad



Fuente: BanRep. **Nota:** La volatilidad condicional se calcula con un modelo GARCH(1,1) que incluye la modelación de la media con un modelo ARMA de orden AR = 5 y MA = 3 sobre la variación porcentual de los saldos diarios de la DGCPTN en el BanRep.

5.3. Mercado de deuda pública interna y externa

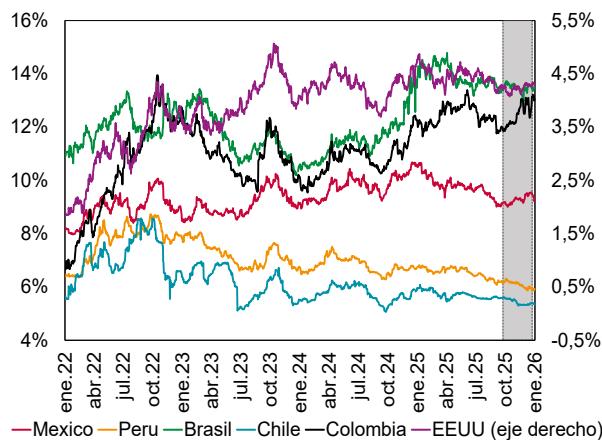
En el 4T25, la curva de rendimientos de los títulos del Tesoro de EE.UU. se empiñó por mayores valorizaciones en el tramo corto, ante expectativas de una política monetaria más acomodativa, mientras que en otras economías desarrolladas se observaron comportamientos mixtos (Gráfico 27 y Gráfico 28). En particular, las valorizaciones de los Tesoros se dieron principalmente en el tramo corto, en línea con los recortes de tasas realizados por la Fed (ver *Entorno Internacional*). En contraste, en otras economías desarrolladas⁶⁰ se observaron desvalorizaciones generalizadas, particularmente en el tramo largo, impulsadas por la incertidumbre fiscal y política en estos países, con la excepción de Reino Unido.

En Latinoamérica, la mayoría de los títulos soberanos se valorizaron durante el trimestre, favorecidos por un mayor apetito por riesgo y factores idiosincráticos. El comportamiento de las curvas de la región estuvo en línea con el de los Tesoros y con la reducción en los indicadores de percepción de riesgo financiero internacional (ver *Entorno Internacional*), así como por recortes de las tasas de política en Chile y México (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*). El comportamiento de las curvas de estos países también estuvo influenciado por algunos factores idiosincráticos en estas economías⁶¹ (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*).

⁶⁰ Incluyendo a Alemania y Japón.

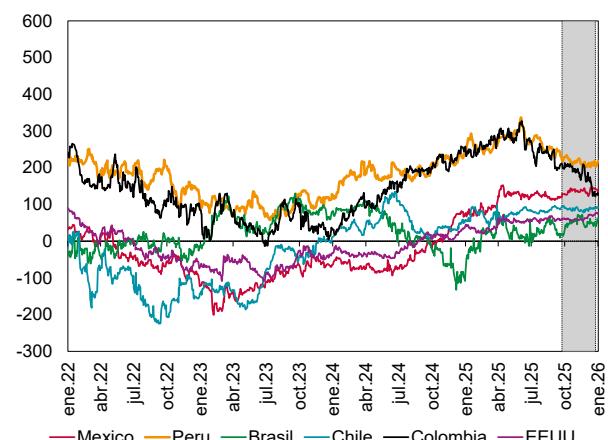
⁶¹ En Brasil, el aumento del déficit fiscal y de la deuda pública elevó los riesgos fiscales y tendió a desvalorizar los títulos de largo plazo. En México, la publicación de cifras de inflación y actividad económica por encima de lo esperado por el mercado llevaron a desvalorizaciones de los títulos durante el trimestre. En Chile y Perú se observó una relativa estabilidad de sus títulos, la cual pudo haber estado relacionada con el buen desempeño del precio del cobre.

Gráfico 27. Tasas cero cupón de la región y EE. UU. a 10 años



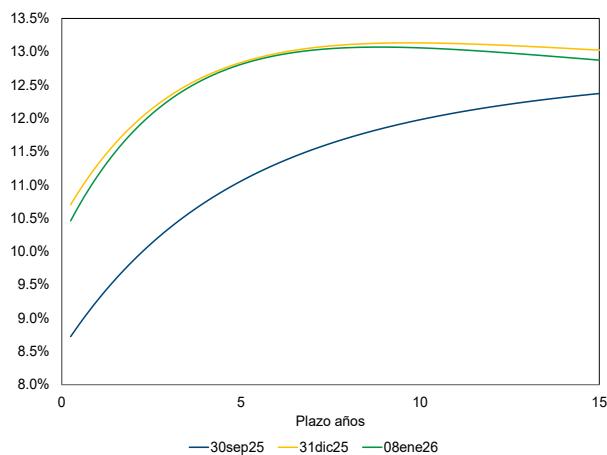
Fuente: Bloomberg y BanRep.

Gráfico 28. Pendiente de la curva de rendimientos en países de la región y EE. UU.



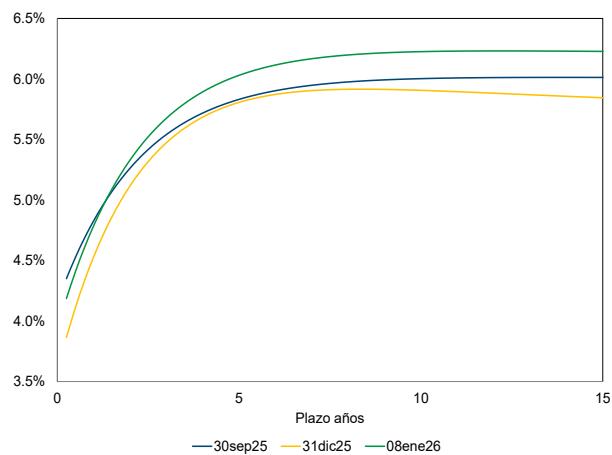
Fuente: Bloomberg, BanRep. Nota: Se calcula como la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años.

Gráfico 29. Curva spot de los TES en pesos



Fuente: BanRep.

Gráfico 30. Curva spot de los TES en UVR

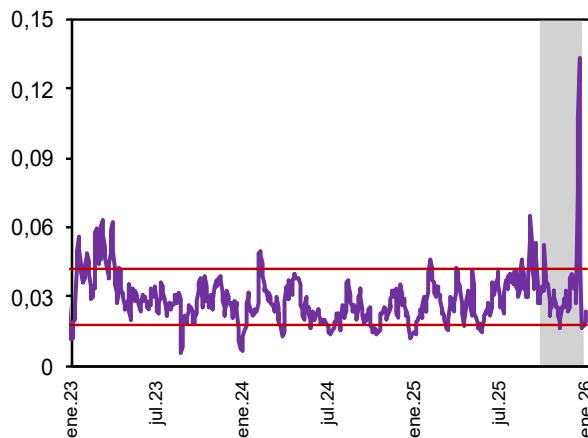


Fuente: BanRep.

En contraste, los títulos de deuda pública colombianos se desvalorizaron en el 4T25, como respuesta a sorpresas inflacionarias al alza, expectativas de incrementos de la TPM y un entorno de mayor incertidumbre fiscal. Los TES denominados en pesos y en Unidad de Valor Real (UVR) se desvalorizaron principalmente en el tramo corto de la curva, ante la publicación de cifras de inflación al alza y por encima de lo esperado por el mercado, y expectativas de aumentos de la TPM de Colombia (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica, Gráfico y Gráfico 30*). Las tasas del tramo largo se vieron presionadas por algunos factores de incertidumbre en el frente local, como la publicación del decreto de emergencia económica y la renuncia de la directora de la Unidad de Regulación Financiera (URF), que incrementó la incertidumbre por la posible publicación de un decreto que busque la repatriación de parte de los recursos de los FPC (ver

*Percepción de riesgo a nivel local). Además, el anuncio del incremento del salario mínimo al cierre del periodo acentuó las desvalorizaciones de los títulos*⁶².

Gráfico 31. Indicador de utilización de capacidad de intermediación para el total del mercado de deuda



Fuente: DCV y Deceval. Cálculos: BanRep. Nota: Valores más altos del indicador señalan una menor capacidad de los agentes para recibir y ejecutar nuevas órdenes en los mercados de deuda. Las líneas rojas corresponden a una desviación estándar con respecto a la media histórica de los datos. Ver: [Recuadro 2: La capacidad de los agentes de intermediar en el mercado de contado de deuda pública y del mercado secundario de deuda privada locales: Un análisis y propuesta de indicador - Reporte de Mercados Financieros, primer trimestre de 2024 | Banco de la República \(banrep.gov.co\)](#)

Durante el 4T25, el MHCP realizó dos operaciones de canje por COP 46 b, alcanzando un monto anual récord de COP 160 b, y efectuó en diciembre una venta directa de TES en pesos a un inversionista extranjero por COP 22,7 b. Además, el saldo de TCO aumentó significativamente durante 2025, pasando de COP 17 b a COP 60 b. De acuerdo con un comunicado publicado por el MHCP⁶³, el 19 de diciembre, esta entidad realizó una venta directa de TES a un inversionista extranjero bajo un esquema de “Buy and hold”⁶⁴, para cubrir necesidades de financiamiento de 2026. Esto en un contexto en el que, durante 2025, el MHCP realizó 10 canjes de deuda y participó de forma activa en el mercado secundario de TES⁶⁵.

El comportamiento de la deuda pública local durante el 4T25 se dio en un entorno de menor liquidez⁶⁶ y mayor volatilidad⁶⁷, en el que también se estima una reducción en la capacidad de intermediación de los agentes en este mercado (Gráfico 31). En particular, el indicador de

⁶² El anuncio del incremento del salario mínimo se realizó en la noche del 29 de diciembre. Al día siguiente, las tasas de los títulos de deuda colombianos denominados en pesos presentaron incrementos de 43 puntos básico (pb), 33 pb y 31 pb para los plazos de 2, 5 y 10 años, y las de los denominados en UVR aumentaron 5 pb, 6 pb y 2 pb para los mismos plazos.

⁶³ [Minhacienda culmina operación de venta directa de TES por COP 22,7 billones a inversionista extranjero, la más importante realizada a la fecha.](#)

⁶⁴ Con el objetivo de que el inversionista conserve los títulos entregados por un periodo prolongado de tiempo

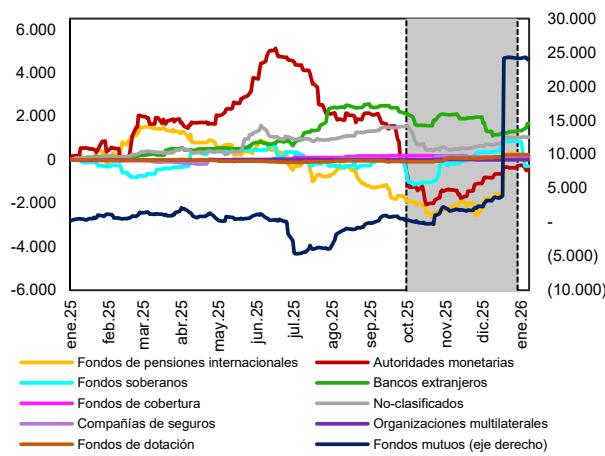
⁶⁵ Durante 2025, el MHCP realizó compras netas por COP 15 b en el mercado secundario de TES.

⁶⁶ El Bid-Ask Spread (BAS – medido como el diferencial entre los precios de las posturas de compra y venta) promedio aumentó de 5,5 pb en el 3T25 a 7,5 pb en el 4T25. Por su parte, la profundidad promedio disminuyó de COP 159,1 mm a COP 106,2 mm.

⁶⁷ La volatilidad promedio del mercado de TES, estimada con un modelo GARCH (1,1), aumentó de 0,058% en el 3T25 a 0,063% en el 4T25.

utilización de capacidad de intermediación presentó un incremento pronunciado al cierre del periodo y superó el umbral de una desviación estándar⁶⁸ respecto a su media histórica, lo que sugiere que los agentes pudieron haber presentado presiones para procesar órdenes de compra o venta adicionales a las observadas. Este comportamiento podría estar asociado a las transacciones por montos elevados realizadas en el marco de la venta directa de TES a un inversionista extranjero.

Gráfico 32. Flujos acumulados por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones de pesos)



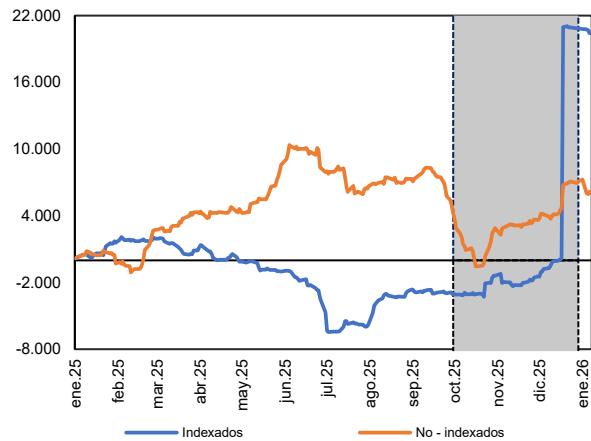
Fuente: BanRep.

Nota: * Excluye las operaciones de la DGCPTN con la banca extranjera

** 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 33. Flujos acumulados de inversionistas extranjeros indexados y no-indexados al índice GBI-EM en el mercado de contado de TES (miles de millones de pesos)



Fuente: BanRep.

Nota: * Excluye las operaciones de la DGCPTN con la banca extranjera

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

En el mercado de contado, las compras de TES por parte de inversionistas extranjeros se concentraron principalmente en la operación de venta directa realizada por el MHCP en diciembre. Tanto los inversionistas indexados⁶⁹ como no-indexados al índice GBI-EM Global Diversified⁷⁰ realizaron compras durante el periodo (Gráfico 32 y Gráfico 33). En total, los inversionistas extranjeros adquirieron TES por COP 26 b durante el 4T25, para cerrar el año con compras acumuladas por COP 60 b (COP 28 b al excluir las operaciones de DGCPTN con la banca extranjera de septiembre). Como resultado, a diciembre, se ubican como el segundo mayor

⁶⁸ Este indicador se construye a partir de los flujos netos (compras menos ventas) de todos los agentes en los mercados de deuda, ajustados por la duración y la volatilidad de las tasas de los títulos negociados. El ajuste parte del principio de que operar un título con mayor sensibilidad a los cambios en las tasas de interés, o con mayor volatilidad en sus tasas, representa una mayor dificultad para su negociación.

⁶⁹ 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.

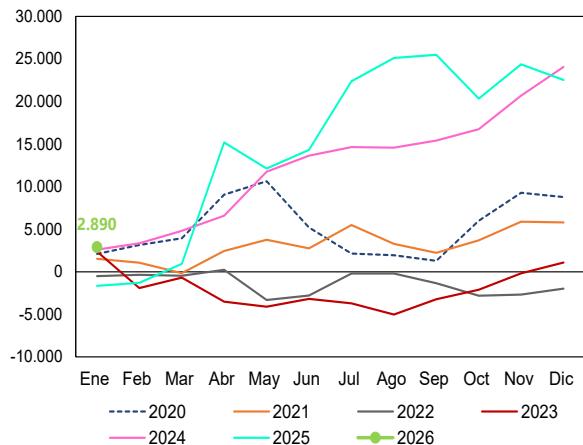
⁷⁰ Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes. Este índice basa sus cotizaciones en el valor de mercado de los títulos incluidos en la canasta, por lo tanto, las ponderaciones de los emisores incluidos no son constantes a través del tiempo

tenedor de TES (19% del total), por detrás de los FPC. Además, las compras durante el 4T25 fueron lideradas por los fondos mutuos, seguidos de los bancos extranjeros.

Las entidades públicas fueron oferentes netos de TES debido a la venta directa a un inversionista extranjero, al igual que los bancos comerciales y los FPC. Estos últimos revirtiendo su tendencia observada durante el resto del año. Durante el 4T25, las entidades públicas realizaron ventas netas de TES por COP 93 mm, principalmente en el tramo corto de la curva (COP 3 b), al igual que los bancos comerciales, quienes vendieron en neto COP 3,4 b, mayoritariamente en el tramo corto (COP 3,9 b, *Gráfico 34*). Los FPC vendieron en neto 375 mm durante el mismo periodo, concentrados en el tramo corto y medio-corto (2,2 b y 2,3 b, en su orden, *Gráfico 35*). Así, los FPC, bancos y entidades públicas ocupan el primer, tercer y quinto lugar entre los mayores tenedores de TES a diciembre, con participaciones del 30%, 18% y 9%, respectivamente⁷¹.

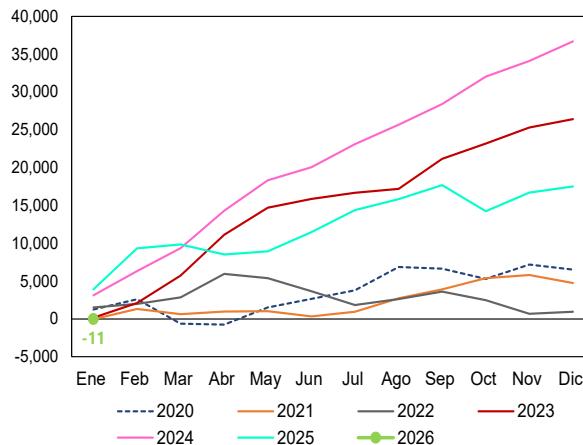
En el mercado de derivados, los inversionistas extranjeros aumentaron su posición compradora neta de TES a futuro⁷² durante el 4T25, revirtiendo parcialmente la tendencia vendedora del año. Así, continuaron la tendencia compradora iniciada a mediados de 2023. Según los reportes de las contrapartes locales al BanRep, la posición neta compradora en NDF de TES por parte de extranjeros alcanzó un valor de COP 28 b en diciembre de 2025 (*Gráfico 36*). Las principales contrapartes locales con las que aumentaron su posición compradora en el 4T25 fueron los bancos comerciales (COP 1 b), seguidos de las corporaciones financieras (COP 302 mm). A diferencia del mercado de contado, este segmento está conformado principalmente por fondos de cobertura, que tienden a implementar estrategias de inversión de corto plazo⁷³.

Gráfico 34. Compras netas acumuladas por año de los bancos en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos)



Fuente: BanRep.

Gráfico 35. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos)



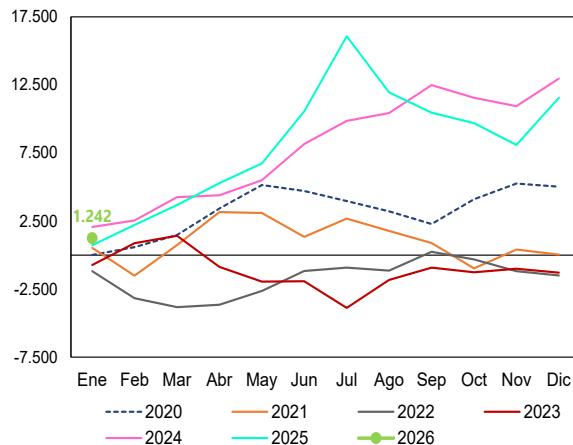
Fuente: BanRep.

⁷¹ Excluye las operaciones de la DGCPTN con la banca extranjera.

⁷² Los instrumentos negociados son NDF de TES que comprometen a las partes a comprar o vender TES en una fecha futura a un precio acordado al momento de la negociación. Usualmente se celebran entre una contraparte local y una extranjera.

⁷³ Ver Recuadro. Caracterización del mercado de NDF de TES.

Gráfico 36. Posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año*



Fuente: 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).

5.4. Mercado de deuda privada

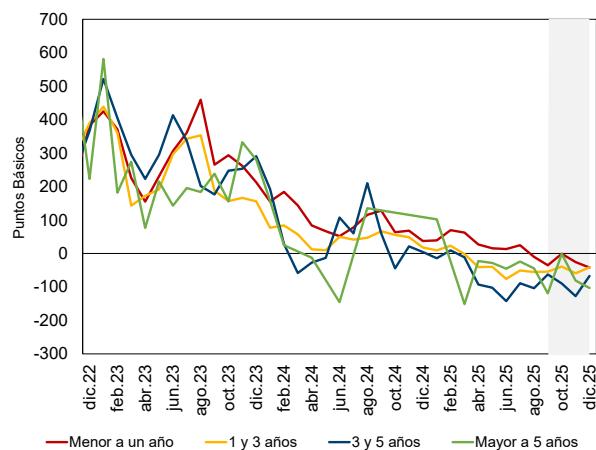
Las tasas y montos de colocación de CDTs se redujeron frente al trimestre anterior; sin embargo, durante el 2025 los montos emitidos en CDT fueron mayores a los registrados en años previos.⁷⁴ Los spreads de las tasas de colocación de los CDT frente a las tasas de los TES disminuyeron levemente frente a los observados durante el 3T25, y se mantuvieron por debajo de los registrados durante los dos años previos (*Gráfico 37*). Por su parte, el monto colocado presentó una variación negativa trimestral de COP 7 b frente al 3T25, y una variación anual de COP 8 b frente al monto emitido en el 4T24 (*Gráfico 38*). La mayoría de las colocaciones se concentraron en plazos inferiores a un año (82%), y entre uno y tres años (17%). En cuanto al tipo de tasa, predominaron las colocaciones a tasa fija (81%) y aquellas indexadas al IBR (12%).

No obstante, el financiamiento mediante emisiones de deuda corporativa aumentó significativamente durante el 4T25, superando los niveles registrados durante el trimestre previo. Aun así, en términos anuales, el monto emitido durante 2025 (COP 3,77 b), fue inferior al del 2024, manteniendo la baja dinámica en comparación con las emisiones realizadas antes del 2021 (*Gráfico 39*). En el trimestre se realizaron emisiones a través de la Bolsa de Valores de Colombia (bvc) por un monto de COP 2,11 b y, en su mayoría, fueron emisiones de entidades del sector no financiero⁷⁵ y se hicieron en tasa fija.

⁷⁴ Se toma como referencia la información de los CDTs desmaterializados depositados en Deceval que fueron denominados en COP a tasa fija o a tasas indexadas a la inflación o el IBR.

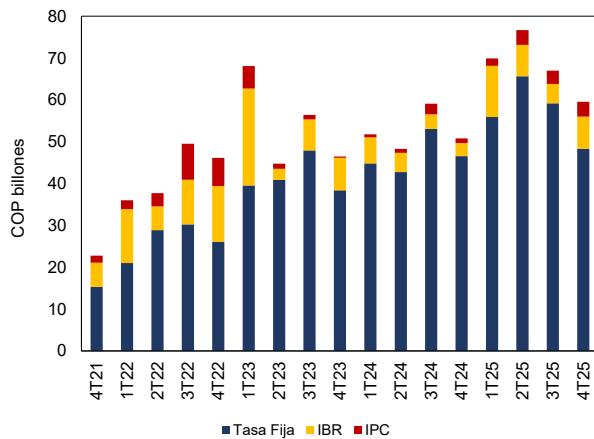
⁷⁵ Dentro de las entidades con mayores montos de emisión de encuentran: Patrimonio Autónomo de Troncales Alimentadoras por COP 576 mm; Distrito Capital por COP 510 mm; y Banco Santander de Negocios Colombia por COP 350 mm.

Gráfico 37. Spread entre las tasas de colocación de los CDT y los TES



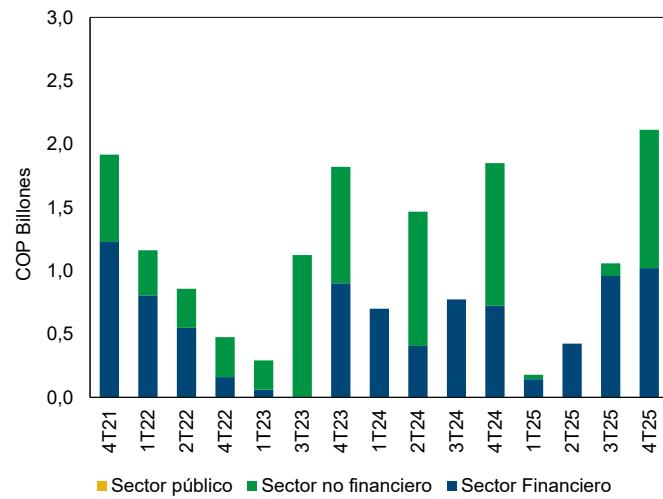
Fuente: Deceval, Precia, BanRep. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Se incluyen únicamente los CDTs denominados en COP con tasa fija o indexada a IBR o IPC. Para los CDTs a tasa variable, se toman expectativas de inflación (BEI) y de tasa de política (OIS). El spread se calcula como $[(1+icdt)/(1+TES)] - 1$. Para cada plazo se resta la tasa de la tasa cero cupón de TES promedio mensual, según corresponda: *i)* menor a 1 año, se resta plazo a 6 meses, *ii)* de 1 a 3 años se resta la tasa a 2 años, *iii)* de 3 a 5 años se resta la tasa de 4 años y *iv)* mayor a 5 años se resta la tasa de 5 años.

Gráfico 38. Montos colocados en CDT desmaterializados por tasa



Fuente: Deceval. **Nota:** Se incluyen únicamente títulos denominados en COP con tasas fijas o tasas indexadas a IBR e IPC.

Gráfico 39. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la bvc



Fuente: bvc.

6. Mercado cambiario

6.1. Mercado cambiario global

En el 4T25, el USD registró una leve apreciación (el DXY⁷⁶ aumentó 0,56%), movimiento que no revirtió la depreciación acumulada en el año (-9,35%, *Gráfico 40*). En relación con el nivel observado al cierre del trimestre anterior, el USD se fortaleció durante octubre y hasta mediados de noviembre, apoyado principalmente en el debilitamiento de las monedas de otras economías avanzadas, de acuerdo con la composición de la canasta que integra el índice DXY. Posteriormente, el USD perdió el impulso acumulado, afectado por la consolidación de expectativas de recortes en la TPM por parte de la Fed, las cuales se materializaron en la reunión del 10 de diciembre.

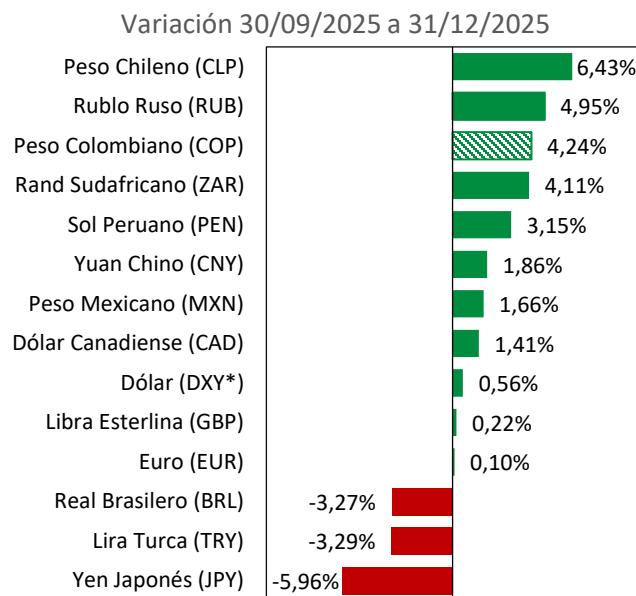
Las expectativas del mercado continúan apuntando a una prolongación de la tendencia de debilitamiento del dólar estadounidense durante 2026 y 2027. Durante el período, diversos episodios de incertidumbre, en particular, el cierre del Gobierno de EE. UU. y el resurgimiento de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, reforzaron las preocupaciones sobre la solidez del ciclo económico estadounidense. No obstante, en los primeros días de enero (hasta el 8), el USD mostró una tendencia de recuperación, impulsada por una revisión a la baja en las expectativas de recortes de la TPM por parte de la Fed (*Gráfico 41*) (Ver *Entorno internacional*).

Con excepción del yen japonés, las monedas de economías desarrolladas se fortalecieron durante el trimestre, en línea con la dinámica observada a lo largo del año. Al inicio del período de análisis, el euro, la libra esterlina y el yen japonés se debilitaron, principalmente como resultado de episodios de incertidumbre política y fiscal. No obstante, esta tendencia se revirtió en el caso del euro y la libra esterlina, apoyada por la publicación de indicadores que evidenciaron un mejor desempeño económico en la eurozona y por la atenuación de las preocupaciones en torno a la sostenibilidad fiscal en el Reino Unido. En consecuencia, ambas monedas retomaron una senda de apreciación y cerraron el trimestre con variaciones positivas (*Gráfico 40*). En contraste, la debilidad del yen japonés no se corrigió a lo largo del trimestre, en un contexto marcado por la persistencia de la incertidumbre fiscal y por tensiones diplomáticas entre Japón y China. Ello ocurrió a pesar de las expectativas, y su posterior materialización, de un aumento de la TPM en Japón, de modo que la apreciación que había registrado la divisa nipona previamente durante el año fue contrarrestada⁷⁷.

⁷⁶ El DXY es un índice que compara la divisa estadounidense con una canasta de otras monedas: el euro, el yen japonés, la libra esterlina, el dólar canadiense, la corona sueca y el franco suizo.

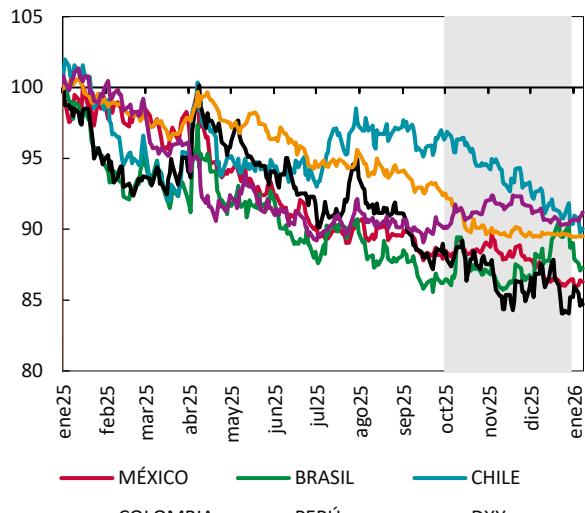
⁷⁷ La variación anual al 31 de diciembre fue de 0,31%

Gráfico 40. Variación de las principales monedas de análisis



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 41. Tasas de cambio de los países de análisis



Fuente: Bloomberg. Información actualizada al 8-ene-25.

Nota: Incrementos del DXY indican fortalecimiento de las divisas, mientras para las monedas de la región, incrementos indican depreciación.

Las principales monedas de la región, en su mayoría, registraron apreciaciones durante el trimestre, influenciadas por la debilidad del USD frente a economías emergentes, el repunte en los precios de algunos *commodities* (en particular, los máximos históricos alcanzados por el cobre) y factores de carácter idiosincrático. En comparación con el 3T25, la reducción de las tensiones comerciales también contribuyó a un mejor desempeño de estas divisas. De cara a 2026, y en línea con las expectativas de un dólar más débil, estas monedas podrían continuar apreciándose, apoyadas en diferenciales de tasas de interés relativamente atractivos (Gráfico 41). En este contexto, el peso chileno se apreció, favorecido por la publicación de datos positivos de actividad económica en Chile⁷⁸, en un entorno de fortaleza de los precios del cobre, así como por expectativas de que el gobierno entrante adopte medidas con efectos favorables sobre la dinámica de los mercados financieros. El sol peruano también se apreció, impulsado por un mayor ingreso de divisas asociado al aumento de los precios del cobre, el oro y la plata, junto con señales positivas de actividad económica en Perú⁷⁹. Por su parte, el peso mexicano registró una apreciación tras la reducción de la volatilidad derivada de las tensiones comerciales, lo que incrementó el atractivo de estrategias de *carry trade*, y tras la aprobación del presupuesto para 2026, que apunta a una mayor sostenibilidad fiscal en México⁸⁰. No obstante, este comportamiento estuvo parcialmente contenido por la publicación de datos débiles de actividad

⁷⁸La actividad económica a/a registró 3,2% (ant: 0,5%; esp: 3,2%) y la inflación estuvo por debajo de las expectativas en 3,4% (ant: 4,4%; esp: 3,7%).

⁷⁹La actividad económica a/a creció 3,2% (esp: 3,1%; ant: 3,4%), mientras la tasa de desempleo se ubicó en 5,7% (esp: 6,1%; ant: 6,0%).

⁸⁰ El pasado 6 de noviembre, se aprobó el presupuesto del segundo año de la presidenta Claudia Sheinbaum, que contempla un gasto por USD 543.000 m y una serie de aumentos impositivos para financiar programas sociales, proyectos de infraestructura mientras se busca reducir el déficit fiscal. Este presupuesto tuvo 355 votos a favor y 132 en contra, y la Cámara baja mantuvo la meta de déficit en 4,1% del PIB para 2026, frente a 4,3% del 2025.

económica⁸¹, que elevaron las expectativas de recortes en la TPM por parte del Banco de México. En contraste, el real brasileño se depreció ante el aumento de las preocupaciones de los inversionistas en el frente fiscal en Brasil, luego de que se incrementaran las expectativas de un mayor gasto público y se rechazara una medida presupuestaria que habría requerido compensar el déficit mediante recortes de gasto⁸². A ello se sumaron datos de actividad económica por debajo de lo esperado⁸³, que redujeron las expectativas de mantener una postura monetaria restrictiva por un periodo prolongado⁸⁴.

6.2. Mercado cambiario local

Durante el 4T25, el peso colombiano (COP) se apreció frente al USD, en línea con el comportamiento de la mayoría de las monedas de países pares emergentes analizados, soportado además por factores locales. Entre los elementos idiosincráticos que pudieron contribuir al fortalecimiento de la moneda se destacan, en primer lugar, los atractivos diferenciales de tasas de interés, que favorecieron la toma de posiciones de *carry trade*, así como una mayor oferta de divisas por parte de algunos agentes del mercado. Adicionalmente, el COP recibió soporte de flujos asociados a mayores ingresos por turismo y remesas, condiciones favorables en el sector cafetero y a la expectativa y ejecución de monetizaciones de divisas por parte del Gobierno Nacional. En particular, las operaciones de manejo de deuda realizadas con la banca internacional implicaron entradas significativas de dólares al mercado cambiario local, contribuyendo a la apreciación de la moneda. En los primeros días de 2026 (hasta el 8 de enero), el COP continuó fortaleciéndose, principalmente en un contexto de expectativas de nuevas monetizaciones de divisas por parte del Gobierno (*Gráfico 44*).

Hacia adelante, la expectativa de un USD más débil sugiere que la tendencia de apreciación del COP podría continuar, aunque esta dinámica podría verse moderada por factores de incertidumbre política y fiscal. Esto apoyado por factores locales como el atractivo diferencial de tasas de interés (que favorece estrategias de inversión sobre el COP) y la resiliencia de los flujos por remesas y turismo. No obstante, esta dinámica podría verse atenuada por cuenta del deterioro esperado en las métricas fiscales del país. Adicionalmente, se anticipa volatilidad en los mercados de cara a las votaciones para la elección presidencial de 2026, por cuenta de las expectativas sobre las políticas que se aplicarán bajo la nueva administración y sobre su capacidad para tomar acciones de ajuste fiscal. Lo anterior se alinea con las proyecciones presentadas en el más reciente *Informe de Política Monetaria (IPoM)*, en el cual se señaló que el equipo técnico del

⁸¹ La producción industrial disminuyó 3,6% (esp: -2,0%; ant: -2,7%), la confianza del consumidor se ubicó en 46,5 (esp: 46,7; ant: 46,9), mientras la inflación a/a registró 3,76% (esp: 3,78%; ant: 3,57%).

⁸² Durante octubre, se rechazó una medida provisional de control del gasto fiscal que impulsó las preocupaciones de que el déficit de Brasil podría obligar al gobierno a bloquear sus recursos, abriendo un hueco de 35 mil millones de reales para la propuesta presupuestaria de 2026.

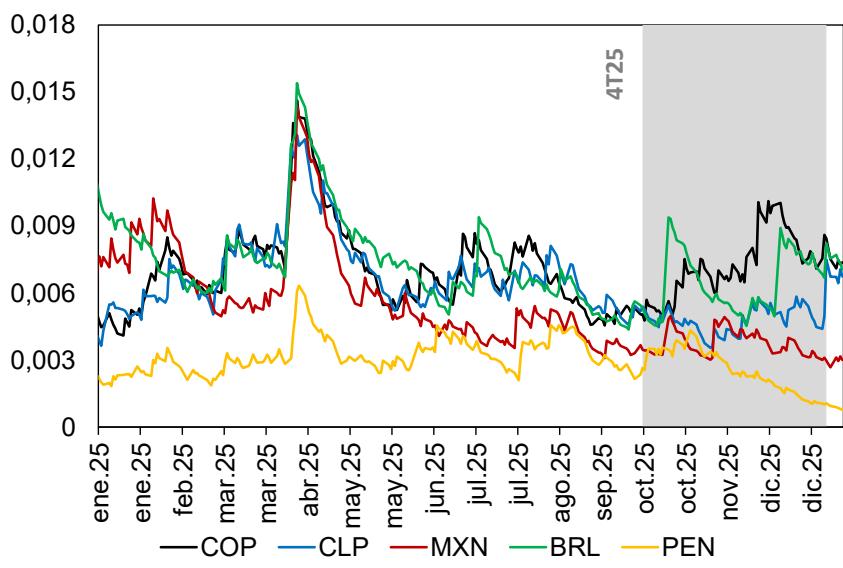
⁸³ La inflación a/a registró 5,17% (esp: 5,21%; ant: 5,13%), la inflación m/m se ubicó en 0,48% (esp: 0,52%; ant: -0,22%) y la actividad económica a/a de agosto creció 0,12% (esp: 0,70%; ant: 1,15%).

⁸⁴ Según la Encuesta de FOCUS del Banco Central de Brasil publicada el 22 de diciembre, las expectativas de la tasa SELIC para 2026 y 2028 disminuyeron y se ubican en 12,13 y 9,5, mientras en septiembre se esperaban en 12,25 y 10, respectivamente. Para el 2027, la expectativa se mantuvo estable en 10,5.

BanRep anticipa una senda creciente de la prima de riesgo de Colombia, en un entorno de persistentes presiones fiscales internas.

La apreciación del COP estuvo respaldada por flujos de oferta de dólares en el mercado de contado por parte de los inversionistas extranjeros. Durante el 4T25, estos inversionistas ofrecieron USD 8.318 m, principalmente por concepto de inversión extranjera de portafolio e inversión directa neta. No obstante, realizaron compras significativas de *forwards* por USD 6.335 m durante el periodo. Otros agentes, como los FPC, vendieron dólares en neto en los mercados *spot* y *forward* por USD 511 m durante el trimestre, mientras que los demás agentes realizaron compras netas por USD 2.523 m (*Gráfico 45*).

Gráfico 42. Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: BanRep.

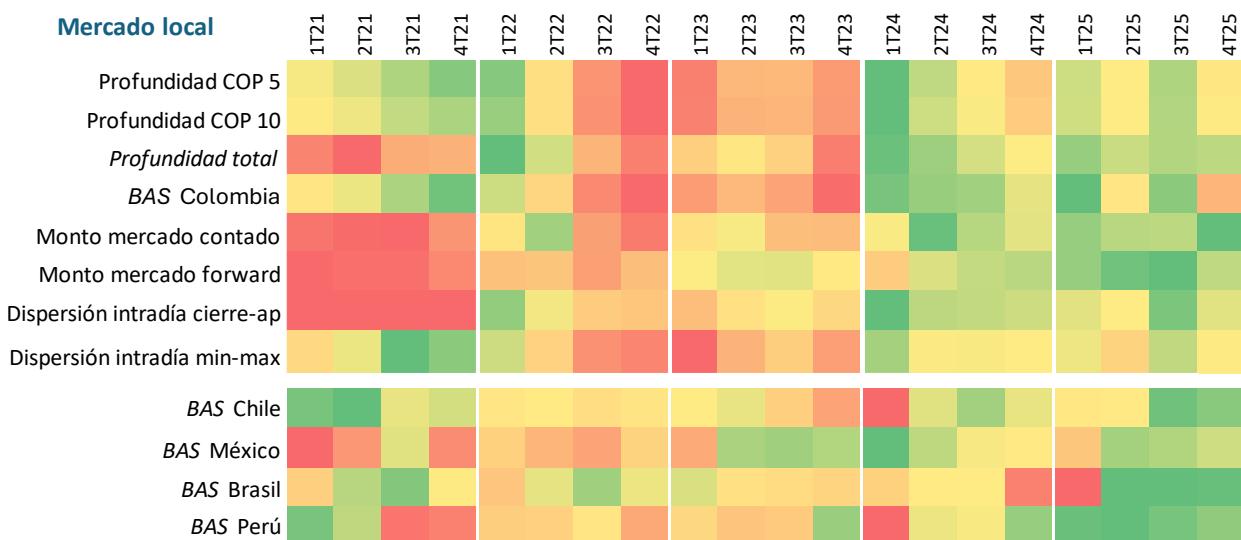
Durante el trimestre, las condiciones de liquidez del mercado cambiario, en general, se deterioraron frente al trimestre anterior y la volatilidad del COP aumentó, comportamiento acorde con un entorno de menor profundidad y menor dinamismo típico de este periodo (*Gráfico 42* y *Gráfico 43*). El BAS aumentó, mientras que la profundidad a COP 5, COP 10, total⁸⁵ y los montos promedio diarios negociados en el mercado *forward* peso-dólar disminuyeron⁸⁶. Por

⁸⁵ El BAS promedio en diciembre fue de 0,073%, en noviembre de 0,054% y en octubre se ubicó en 0,051%. Para el 4T25 se ubicó en 0,060% mientras en el 3T25 registró 0,045%. El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión spot de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 am y la 1:00 pm, de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día. Por su parte, las medidas de profundidad promedio a COP 5, COP 10 y total se ubicaron en el 4T25 en USD 7,8 m, USD 15,2 m y USD 49,2 m, respectivamente, mientras en el 3T25 fueron USD 9,5 m, USD 18,5 m y USD 49,7 m. Estas, en diciembre registraron USD 6,3 m, USD 12,7,1 m y USD 48,7 m, durante octubre se ubicaron en USD 9,5 m, USD 18,5 m y USD 51,8 m, respectivamente. Las medidas de profundidad corresponden al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta del peso/dólar, que se extraen de Set-FX cada 5 minutos entre las 8:30 am y la 1:00 pm para las mejores posturas dentro de un rango de +/- COP 5 y de +/- COP 10, y el total del mercado.

⁸⁶ En el 3T25 el monto promedio diario negociado en el mercado *forward* peso-dólar fue de USD 4.610 m. Desde octubre, el monto promedio diario negociado en el mercado *forward* fue de USD 3.930 m.

su parte, la volatilidad condicional promedio del COP fue superior a la del trimestre anterior y al promedio de sus pares. En contraste, se registró un aumento en los montos promedio diarios del mercado de contado frente al 3T25⁸⁷, asociados con la realización de operaciones por parte del MHCP.

Gráfico 43. Medidas del mercado cambiario



Fuente: Bloomberg y BanRep. Nota: Cada cuadro corresponde al percentil del promedio mensual de la medida de liquidez, teniendo en cuenta la ventana de tiempo desde enero de 2021 hasta el 30 de diciembre de 2025. Una celda roja (verde) indica un menor (mayor) nivel de liquidez.

La apreciación del COP se dio en un contexto caracterizado por expectativas y ejecuciones de monetizaciones de divisas por parte de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) por montos significativos, así como por mayores incentivos para la implementación de estrategias de *carry trade*⁸⁸. En este entorno, el indicador *carry to risk*⁸⁹ para Colombia registró un aumento, en línea con mayores expectativas de ampliación del diferencial de tasas de interés entre el Banrep y la Fed. No obstante, este comportamiento estuvo acompañado hacia finales de diciembre por un incremento significativo, aunque transitorio, de las devaluaciones implícitas⁹⁰. Este ajuste respondió principalmente al aumento de la liquidez en

⁸⁷ En el 3T25 el monto promedio diario negociado en el mercado de contado peso-dólar fue de USD 1.730 m. Desde octubre, el monto promedio diario negociado en el mercado de contado peso-dólar fue de USD 1.898 m.

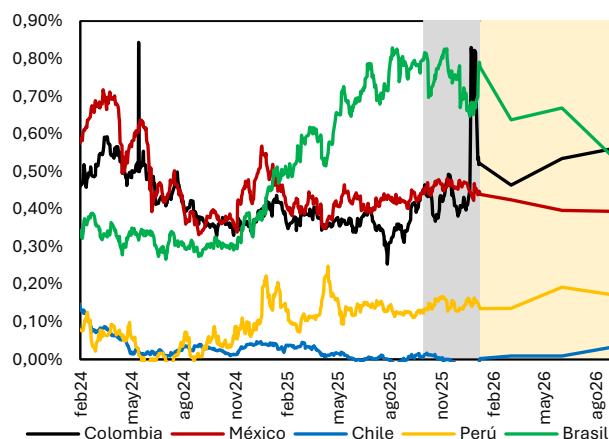
⁸⁸ El *carry trade* de monedas es una estrategia de inversión mediante la cual el inversionista se endeuda en una divisa con una tasa de interés relativamente baja (moneda de fondeo) y destina esos recursos a invertir en una divisa con una tasa de interés más alta (moneda destino), con el objetivo de capturar el diferencial de tasas, sujeto al riesgo de movimientos adversos en la tasa de cambio.

⁸⁹ El *carry-to-risk-ratio* (CTR) es una medida de incentivos de *carry trade* calculada como el diferencial de tasas de interés ajustado por la volatilidad. El diferencial de tasas se extrae de las devaluaciones implícitas de los contratos *forward* a 3 meses de acuerdo con el siguiente cálculo: tasa *forward*/tasa *spot* \wedge (365/90). Por su parte la volatilidad corresponde a la implícita en las opciones *at the money* a 3 meses. Un aumento en el indicador CTR implica un mayor incentivo a tomar posiciones *carry trade* que podría ser causado por altos diferenciales de tasas de interés o bajos niveles de volatilidad cambiaria.

⁹⁰ Las devaluaciones implícitas —medidas a través de la diferencia entre la tasa pactada en *forward* y la tasa *spot*— responden a las condiciones de mercado y reflejan la expectativa de depreciación del tipo de cambio que asignan los agentes a distintos horizontes temporales. En este marco, el indicador de *carry-to-risk* utiliza la devaluación implícita en su numerador, ya que esta variable incorpora los costos y beneficios efectivos asociados a mantener una posición en la divisa. En este sentido, cualquier distorsión en el mercado de coberturas, ya sea transitoria o persistente, termina impactando directamente dichos incentivos.

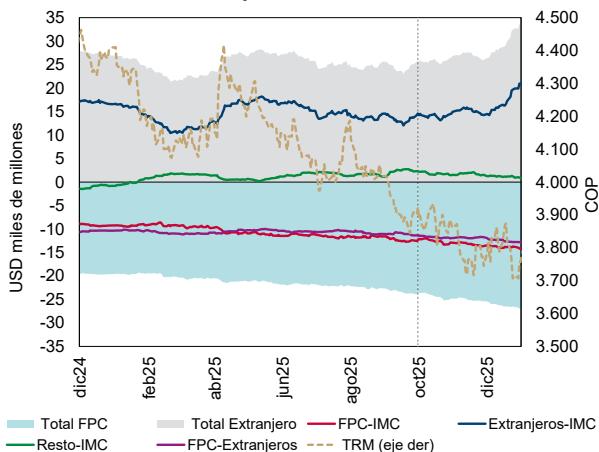
dólares dentro del sistema financiero, posiblemente asociado a las operaciones de manejo de deuda realizadas por el MHCP. (Gráfico 44). En perspectiva, el *carry trade* podría adquirir un mayor protagonismo en la dinámica del COP, en un escenario en el que se anticipan incentivos para este tipo de estrategias superiores a los observados en economías pares de la región, sustentados en la expectativa de un diferencial de tasas de interés relativamente más elevado durante 2026.

Gráfico 44. *Carry-to-risk ratio (3 meses)*



Fuente: Bloomberg. Nota: Corresponde al diferencial de tasas de interés ajustado por la volatilidad. El diferencial de tasas se extrae de los contratos forward a 3 meses de acuerdo con el siguiente cálculo: tasa *forward*/tasa *spot*) \wedge (365/90). Por su parte la volatilidad corresponde a la implícita en las opciones *at the money* a 3 meses.

Gráfico 45. Saldos netos de compra *forward* y *swaps* peso-dólar



Fuente: Sistemas de Negociación y Registro de operaciones sobre divisas.

A nivel regional, se observó una reducción en los incentivos para la toma de posiciones de *carry trade* en Brasil y Chile, mientras que estos aumentaron en el caso de Perú y se mantuvieron relativamente estables en México. Estas variaciones respondieron principalmente a cambios en las expectativas sobre los diferenciales de tasas de interés frente a EE. UU. En particular, destacó el ajuste a la baja en las expectativas de política monetaria en Brasil, asociada a la evolución de la inflación y del crecimiento económico; el diferencial negativo observado en Chile, en un contexto de tasas de interés históricamente bajas; y las expectativas de estabilidad de la tasa de política monetaria en Perú. En términos prospectivos, se anticipa una disminución de los incentivos para estrategias de *carry trade* en Brasil y México, mientras que en Chile y Perú estos podrían aumentar.

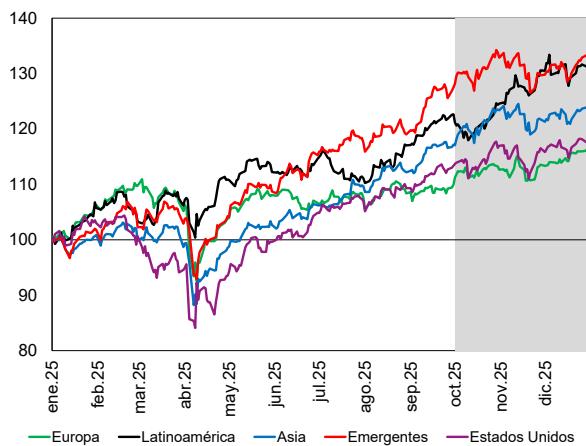
7. Mercado accionario

Durante el 4T25, los mercados accionarios de economías desarrolladas continuaron valorizándose, impulsados por expectativas de recorte de tasas por parte de la Fed, aunque en un entorno de volatilidad con temores de una posible sobrevalorización del sector tecnológico. Los principales índices de EE. UU., Asia y Europa alcanzaron máximos históricos, impulsados por las expectativas de recortes de tasas por parte de la Fed, la publicación de datos laborales con

señales de enfriamiento en EE. UU. y la continua fortaleza del consumo privado (*Gráfico 46*).⁹¹ No obstante, el incremento de las preocupaciones relacionadas con una posible sobrevaloración del sector tecnológico llevaron a que índices con alta presencia de especies de este sector, como el Nasdaq y el S&P 500 en EE. UU., experimentaran volatilidad a lo largo del trimestre y terminaran con crecimientos por debajo de los observados en periodos anteriores.

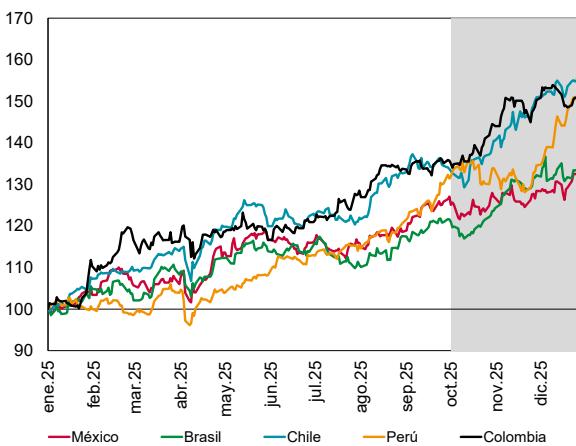
En Latinoamérica, los principales índices accionarios mantuvieron una tendencia alcista, en línea con el desempeño observado en otros mercados emergentes a lo largo de 2025 (*Gráfico 47*). El desempeño sobresaliente de la región, que superó en términos relativos a muchos de los mercados desarrollados, fue resultado del mayor apetito por activos riesgosos y el buen desempeño de algunos *commodities*. Aunque la mayoría de los mercados presentaron crecimientos significativos, el repunte del precio del cobre y la plata, al igual que el entorno de elecciones políticas y datos económicos favorables, llevaron a los índices de Chile y Perú a tener valorizaciones de 16,8% y 14,2%. Otros mercados como el mexicano y el brasileño, apoyados en un entorno de menores preocupaciones en los frentes fiscal y comercial, también presentaron valorizaciones (2,2% y 10,2%, respectivamente).

Gráfico 46. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 28 jun 2024.

Gráfico 47. Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 30 jun 2024.

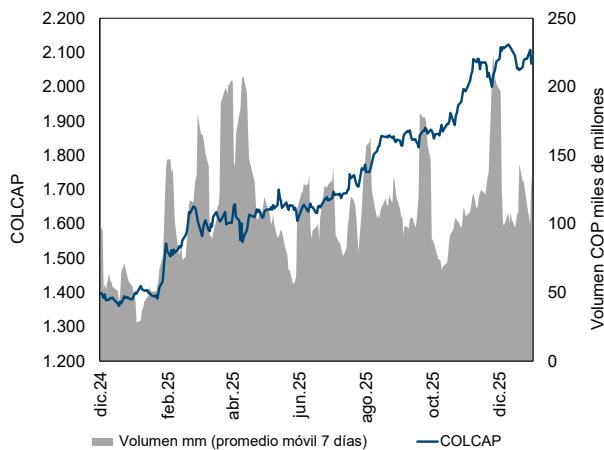
En Colombia, el índice MSCI Colcap mantuvo la senda de valorización observada en el año, respaldado por buenos resultados corporativos y el buen desempeño de algunos *commodities*. Este comportamiento llevó a que durante el año el MSCI Colcap presentara valorizaciones mayores a las vistas durante los dos años previos y, según algunos analistas, aún existe cierto descuento sobre el índice. En detalle, durante el trimestre, los distintos sectores que conforman

⁹¹ Al 30 de diciembre de 2025, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Local Index* con una valorización de 5,7% (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de Emergentes, se utilizó el *MSCI Emerging Net Total Return USD Index*. En el caso de los EE. UU., se utilizó la variación promedio de los índices S&P 500, Dow Jones y Nasdaq Composite que registraron variaciones positivas de 2,3%, 3,6% y 2,6%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* que se valorizó 6,1% y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* el cual creció 6,6% En este índice se ponderan los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

el índice presentaron valorizaciones, destacándose aquellos relacionados con los sectores bancario y financiero. Durante el trimestre, las acciones con mayores valorizaciones fueron las de Grupo Éxito, beneficiadas por su ingreso al índice, las acciones ordinarias y preferenciales de Sura y Terpel, que han presentado resultados favorables a lo largo del 2025, al igual que las acciones de Cibest, las cuales también recibieron impulso con el proceso de recompra realizado por el emisor. La fuerte valorización de los precios del oro durante el año favoreció a Mineros, empresa que durante el trimestre tuvo una valorización de 21,6%. Adicionalmente, durante el trimestre el volumen negociado creció levemente frente al visto durante el 3T25, y alcanzó niveles no registrados desde el 2019, previo a la pandemia del COVID-19 (*Gráfico 48*).

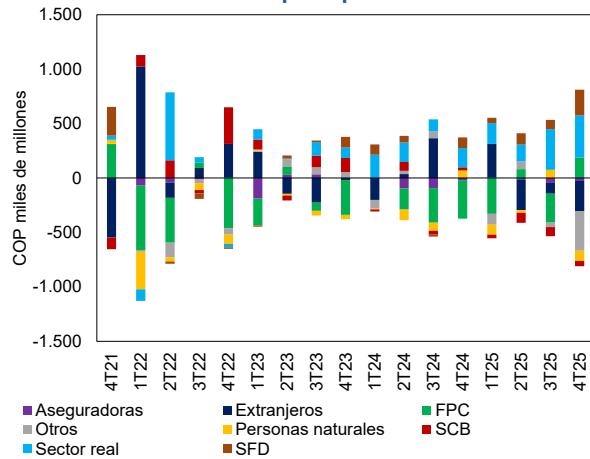
Adicionalmente, según información de la bvc, el comportamiento del mercado accionario local estuvo acompañado por compras netas por parte de inversionistas locales. Similar al 3T25, el sector real se mantuvo como el mayor comprador neto durante el trimestre con un monto de COP 385 mm, al igual que las Fiduciarias (SFC) que compraron COP 235 mm. Por otro lado, entre las entidades que fueron vendedoras netas se encuentran los inversionistas extranjeros⁹² (COP 278 mm) y las personas naturales (COP 92 mm, *Gráfico 49*).

Gráfico 48. MSCI Colcap y volumen transado diario



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 49. Flujos netos en el mercado de renta variable colombiano por tipo de inversionista



Fuente: bvc.

⁹² Según la bvc, los inversionistas extranjeros vendieron en neto COP 351,6 mm durante 2025. Con información de Deceval, al 30 de diciembre de 2025 estos inversionistas mantienen unas tenencias cercanas al 17,3% del saldo total del mercado accionario.

8. Recuadros

Recuadro 1: Resultados de la Encuesta Trienal del Banco de Pagos Internacionales (BIS)⁹³ sobre el mercado cambiario y de derivados (2025)

1. Introducción

La encuesta trienal del BIS es una fuente de información relevante sobre el tamaño, la estructura y la evolución de los mercados mundiales de derivados no estandarizados (*Over-The-Counter, OTC*⁹⁴) sobre divisas (*Foreign Exchange, FX*) y sobre tasas de interés (*Interest Rate Derivatives, IRD*⁹⁵). El objetivo principal de esta encuesta es cuantificar el tamaño y la composición de estos mercados a nivel mundial, así como fortalecer la transparencia y facilitar un seguimiento más preciso de las tendencias de actividad en el sistema financiero internacional. La información recopilada sirve de insumo clave para los bancos centrales, otras autoridades y los participantes del mercado.

En 2025 se llevó a cabo la decimocuarta edición de la encuesta, la cual es administrada de forma descentralizada por los bancos centrales y autoridades monetarias de cada jurisdicción. Estas entidades son responsables de recolectar la información de las instituciones participantes y remitir los resultados agregados al BIS. En esta edición participaron bancos centrales y autoridades monetarias de 52 jurisdicciones, que recopilaron información de más de 1.100 bancos y otros intermediarios financieros a nivel global.

Colombia fue seleccionada nuevamente para participar en la encuesta de 2025 y el Banco de la República (BanRep), en su calidad de autoridad cambiaria, estuvo a cargo de su administración y de la consolidación de los resultados a nivel local. La recolección de la información se llevó a cabo mediante un esfuerzo conjunto entre el BanRep y el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).

La encuesta se estructura en dos partes. La primera aborda temas relacionados con la negociación y la liquidación de las operaciones, mientras que la segunda se enfoca en el tamaño de la exposición asociada a estas operaciones. En particular, la primera parte, realizada en abril de 2025, mide la actividad de los mercados a partir del valor nominal de los nuevos negocios pactados tanto en el mercado cambiario de contado (*spot*) como en el de derivados OTC, así como el volumen del mercado de los IRD. Adicionalmente, esta sección incorpora información sobre los mecanismos de liquidación y compensación de las operaciones. La segunda parte de la encuesta tiene como objetivo medir el tamaño del mercado de derivados OTC a partir del saldo de las

⁹³ Por sus siglas en inglés, *Bank for International Settlements*.

⁹⁴ El mercado extrabursátil (*Over-the-Counter, OTC*) es aquel en el que se negocian diversos instrumentos financieros, como *forwards, swaps* o bonos, entre otros, directamente entre dos contrapartes. En este mercado, las condiciones y características de los contratos se establecen de manera bilateral, de acuerdo con las necesidades y acuerdos específicos de las partes involucradas.

⁹⁵ Los derivados sobre tasas de interés son contratos financieros cuyo valor y flujos de caja están vinculados a la evolución de una tasa de interés de referencia o a otro instrumento financiero basado en tasas de interés

operaciones vigentes con corte a junio de 2025. Para ello, se recopila información consolidada sobre las posiciones mantenidas por los agentes participantes al cierre de dicho mes. La información de ambas partes se reporta en millones de dólares estadounidenses (USD).

El objetivo de este recuadro es presentar los principales resultados de la encuesta, tanto a nivel global como para Economías de Mercados Emergentes (EMEs), con énfasis en Latinoamérica y Colombia. Adicionalmente, se realiza una comparación de los resultados de Colombia con los de las principales EMEs, así como con los obtenidos en ediciones anteriores de la encuesta. El recuadro se organiza en cuatro secciones. La primera corresponde a esta introducción; la segunda presenta el análisis correspondiente a la primera parte de la encuesta; la tercera desarrolla el análisis de los resultados correspondientes a la segunda parte; y la cuarta presenta las conclusiones del estudio.

En términos generales, los resultados confirman que el mercado global de derivados cambiarios OTC continuó creciendo en un contexto de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. Los *FX Swaps* se consolidaron como el principal derivado negociado a nivel internacional, seguido por los *forwards*, y se registró un aumento relevante del volumen de negociación con instituciones financieras no bancarias, cuya participación superó la de las entidades reportantes (principalmente bancos). En este contexto, el USD se mantuvo como la divisa predominante en las operaciones del mercado cambiario (89,2%).

A nivel de las EMEs, si bien se registró un aumento significativo en su participación dentro de la negociación global, persiste una marcada heterogeneidad entre regiones. En particular, se destacan las diferencias estructurales entre Latinoamérica y los mercados de Asia y Europa Central. En el primer grupo, los *forwards* continúan siendo el instrumento derivado más utilizado, con una estructura de negociación caracterizada por plazos cortos y por contrapartes mayoritariamente pertenecientes al sector financiero. En contraste, los mercados de Asia y Europa Central se alinean con el patrón internacional de utilización de *FX-swaps* y un mayor volumen de negociación con otras instituciones financieras no bancarias, especialmente en el segmento de derivados.

A nivel local, la actividad del mercado cambiario tuvo un crecimiento significativo (47,9%), impulsado principalmente por la expansión del segmento de derivados cambiarios, en particular por el mayor dinamismo de las operaciones *forward*. En este contexto, el monto promedio diario negociado aumentó para todos los instrumentos, con una participación mayoritaria de las entidades reportantes, que concentraron el 65% del total negociado. Adicionalmente, se registraron altos niveles de participación de agentes extranjeros, en un mercado caracterizado por una elevada preponderancia del USD, presente en el 99,7% de las negociaciones.

En el mercado de IRD OTC, el volumen promedio diario de negociación mundial alcanzó USD 7.9 billones (b), siendo los *Overnight Index Swaps* (OIS) el instrumento predominante. En este mercado, se destaca que el euro (EUR) superó la participación del USD en las negociaciones, tras la sustitución de los contratos con subyacente en LIBOR negociados en USD por otros IRD negociados en EUR. De acuerdo con el BIS, los IRD mantuvieron una participación dominante dentro de los saldos *outstanding* a nivel global, concentrando un 79% del valor nocial total, frente al 21% de los derivados cambiarios. La elevada concentración de la actividad en los OIS

responde a su consolidación como el principal instrumento para la cobertura y toma de posiciones en riesgo de tasas de interés y son compatibles con la compensación central. Asimismo, la eliminación de la LIBOR y su sustitución por tasas de referencia alternativas, en particular el €STR, impulsó un cambio estructural en los mercados de derivados que favoreció al euro como la divisa predominante en estos instrumentos.

Este mercado también registró un incremento relevante en las EMEs, alcanzando USD 0.5 b en el 2025. No obstante, a diferencia de lo observado a nivel global, el mercado IRD OTC en estas economías representan apenas el 5,1% del total del mercado de derivados de tasa de interés OTC. Este desarrollo limitado está relacionado, en parte, con la menor estandarización de estos instrumentos y a la alta concentración de su compensación en Cámaras de Riesgo Central de Contrapartes (CCP) ubicadas en economías avanzadas, particularmente en Estados Unidos (EE.UU.) e Inglaterra. No obstante, el BIS destaca una demanda elevada por estos instrumentos como fines de cobertura, en un contexto de incertidumbre frente a las sendas de política monetaria.

A nivel local, destaca el incremento de la negociación de IRD OTC (USD 4.775 millones (m) de volumen promedio diaria en 2025 frente a USD 1.106 m en 2022), principalmente asociado a la negociación de *Non-Deliverable Forwards* (NDF) sobre títulos de deuda pública colombianos (TES), seguido de los OIS. Estos instrumentos, que se utilizan principalmente con fines de cobertura, han aumentado su participación de forma relevante durante los últimos años, en línea con una participación más activa de agentes extranjeros. Esta dinámica pudo estar motivada por expectativas de valoración de los TES y por las expectativas de reducción de las tasas de interés en Colombia en el periodo de análisis.

Por último, la incorporación de una nueva sección sobre mecanismos de liquidación refuerza la agenda de desarrollo y profundización del mercado cambiario en Colombia, donde se identifican avances en la adopción de buenas prácticas y oportunidades de mejora. A nivel local, los resultados de esta sección muestran una utilización de métodos de compensación pago contra pago (PvP) para la mayoría de las operaciones realizadas en el mercado IRD OTC. En contraste, en el segmento de derivados cambiarios persiste una proporción relevante de operaciones que se liquida de forma bilateral, lo que señala oportunidades para fortalecer los mecanismos de mitigación del riesgo de contraparte en este segmento. Estos resultados son consistentes con la dinámica internacional de liquidación de operaciones, donde la mayoría no se canaliza a través de CCP. En este contexto, la agenda global apunta a avanzar progresivamente hacia esquemas más robustos de compensación y liquidación, con el objetivo de reducir el riesgo de contraparte y fortalecer la resiliencia de estos mercados.

2. Resultados primera parte de la encuesta: negociación y liquidación

2.1 Principales hallazgos en el mercado global

2.1.1 Mercado de derivados cambiarios

El volumen de negociación en los mercados cambiarios, que incorpora tanto el mercado *spot* como el de derivados cambiarios, aumentó 28,5% en términos nominales frente a la encuesta realizada en 2022. Este crecimiento fue superior al observado en la encuesta anterior, cuando el volumen se incrementó 13,5% con respecto a los resultados de 2019. En este contexto, el monto promedio diario transado en los mercados FX a nivel global alcanzó USD 9,6 billones (b) en abril de 2025, de los cuales USD 3,0 b correspondieron a operaciones en el mercado *spot* y USD 6,6 b a negociaciones de derivados.

De acuerdo con cálculos del BIS, los anuncios sobre el cambio en la política comercial de Estados Unidos (EE.UU.) en abril de 2025 habrían incidido de manera significativa en el aumento observado en la actividad del mercado FX entre las encuestas de 2022 y 2025. En particular, la encuesta se realizó en un entorno de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales, derivada de las tensiones comerciales asociadas a anuncios de política económica en EE. UU.⁹⁶, así como de un debilitamiento del USD. De acuerdo con el *Informe Trimestral del BIS de diciembre de 2025*, estos elementos impulsaron un aumento en la negociación de divisas, contribuyendo con cerca de USD 1,5 b adicionales al volumen total transado en abril de 2025⁹⁷.

Por tipo de instrumento, los *FX swaps*⁹⁸ se consolidaron nuevamente como el principal derivado cambiario negociado, seguidos por los *forwards*, las opciones y los *currency swaps*⁹⁹ (Gráfico R.1. 1). Por su parte, el mercado de contado de divisas registró un crecimiento del 42% en el mismo período. Los *FX swaps* representaron el 41,5% del mercado FX y registraron un incremento del 5% en el volumen negociado frente a la encuesta anterior. Sin embargo, otros instrumentos, aunque con una menor participación relativa, exhibieron tasas de crecimiento más elevadas entre 2022 y 2025: las operaciones *forward* aumentaron 60%, las opciones crecieron 109% y los *currency swaps* lo hicieron en 39%.

⁹⁶ El 2 de abril de 2025 se conoció como el “*Liberation Day*” dado que el gobierno de Donald Trump anuncio la imposición de aranceles a nivel global más agresivos de lo previsto, afectando ampliamente a los mercados globales. Posteriormente, algunos mercados registraron una corrección parcial tras la reversión de ciertas medidas arancelarias. Sin embargo, la incertidumbre en torno a una posible escalada en la guerra comercial entre EE. UU. y China se mantuvo elevada (ver *Recuadro 1. Incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante la política comercial de EE. UU.*, edición 1T25 de este Reporte).

⁹⁷ No obstante, es importante señalar que, de acuerdo con el BIS, las mediciones correspondientes a abril de 2022 también pudieron haber estado influidas por un entorno de elevada volatilidad cambiaria, asociado al conflicto entre Rusia y Ucrania, a los cambios en las expectativas sobre la trayectoria de las tasas de interés en las principales economías avanzadas, así como a tensiones geopolíticas adicionales. Adicionalmente, las restricciones a la movilidad derivadas del aumento de casos de Covid-19 en algunas jurisdicciones participantes en la encuesta (como China y Hong Kong) pudieron haber incidido en los patrones de negociación observados en ese período.

⁹⁸ Un *FX swap* consiste en la compra (venta) de una divisa en el mercado de contado y la venta (compra) simultánea de esa misma divisa a futuro a una tasa de cambio previamente pactada al momento de su negociación.

⁹⁹ Son contratos donde dos contrapartes intercambian flujos de pagos de intereses en diferentes monedas durante un período acordado y/o intercambian montos de principal en diferentes monedas a una tasa de cambio acordada antes del vencimiento.

Gráfico R.1. 1. Evolución montos negociados por instrumento

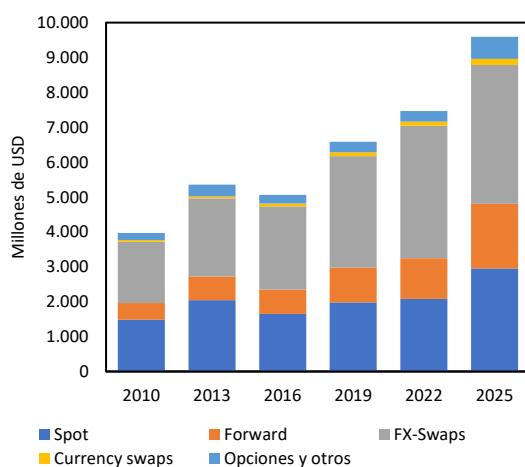
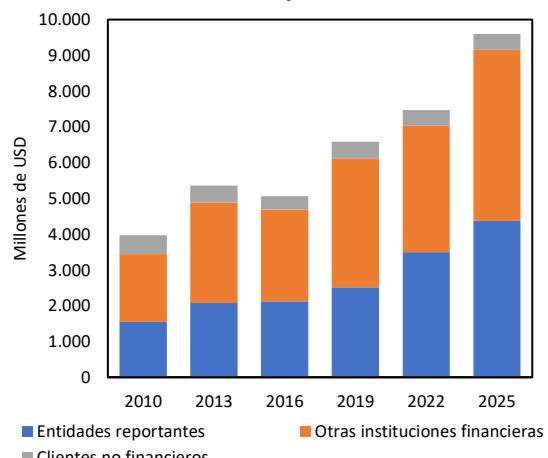


Gráfico R.1. 2. Evolución montos negociados por contraparte



Fuente: Encuesta trienal del BIS.

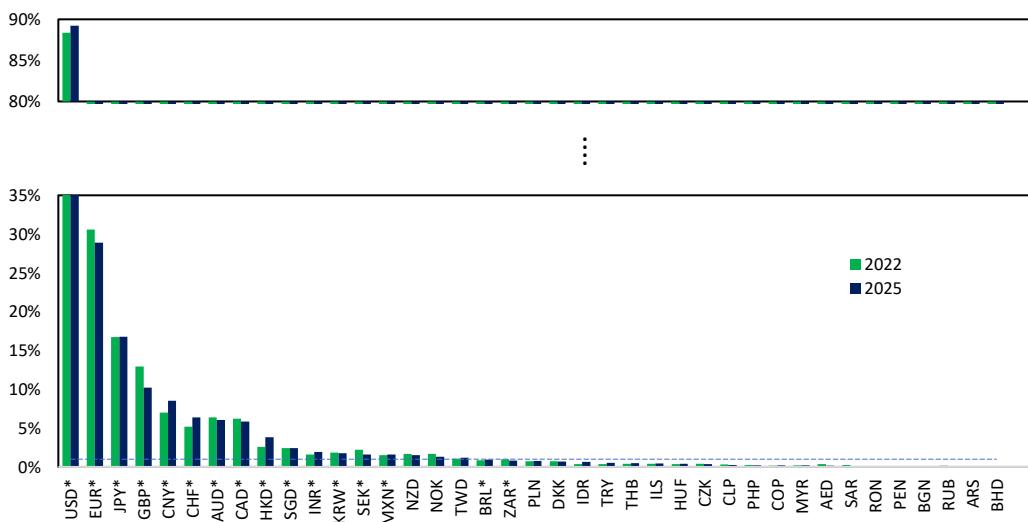
En cuanto a las contrapartes, los mayores volúmenes de negociación se realizaron con instituciones financieras no bancarias (49,8%) y registraron un crecimiento del 35% frente al monto negociado por estos agentes en 2022 (USD 4,8 b en 2025, Gráfico R.1. 2) El aumento en la participación de este tipo de contrapartes en los últimos años se explica principalmente por estrategias de especulación y arbitraje. Estos agentes tienen una participación predominante en los mercados de contado, *forwards* y de opciones, mientras que las operaciones entre entidades reportantes¹⁰⁰ (principalmente bancos) continúan siendo mayoritarias en los segmentos de *FX swaps* y *currency swaps*.

En relación con los plazos, las operaciones con derivados continúan concentrándose en horizontes de corto plazo. En la encuesta de 2025, en promedio, el 64% de las operaciones *forward* presentó vencimientos inferiores a un mes, y el 91% vencimientos inferiores a tres meses. En el caso de los *FX swaps*, el 80% de las negociaciones tuvo vencimientos menores a un mes, y el 93% vencimientos inferiores a tres meses.

Por moneda, el USD se mantuvo como la divisa predominante en las operaciones FX (Gráfico R.1. 3), al participar en el 89,2% de las transacciones (frente al 88,4% en 2022), seguido por otras monedas de países desarrollados: el euro (EUR) (28,6% frente a 30,6%) y el yen japonés (JPY) (16,8%).

¹⁰⁰ Son instituciones financieras, como bancos y corporaciones con operaciones significativas en divisas y derivados, que reportan sus transacciones en el mercado cambiario y de derivados en la Encuesta Trienal del BIS.

Gráfico R.1. 3. Participación por divisa en la negociación mundial de mercado cambiario*



Fuente: Encuesta trienal del BIS. Nota: Las divisas con * corresponden a los miembros del Comité Global de Divisas. Por su parte, la línea punteada corresponde al 1% de la negociación mundial de divisas.

En cuanto a la liquidación de los derivados cambiarios, el BIS señala que la mayoría de estas operaciones no se compensan ni se liquidan por medio de CCP, por lo que están sujetas a riesgos de contraparte. Dentro del análisis realizado por el BIS, se destaca que en el caso de derivados FX, la mayoría de los intercambios de principal se realizan de forma bilateral, sin acudir a mecanismos de mitigación de riesgo. La entidad señala que existen desafíos relevantes en la adopción de buenas prácticas a nivel internacional, que adicionalmente dificultan la disponibilidad de información de alta frecuencia que permita hacer un seguimiento más preciso y oportuno al mercado cambiario global.

2.1.2 Mercado de derivados de tasa de interés

En relación con el mercado IRD OTC, el volumen promedio diario de negociación alcanzó USD 7,9 b en abril de 2025, con un incremento del 59% frente a lo reportado en la encuesta de 2022 (USD 5 b, Gráfico R.1. 4). Este aumento estuvo vinculado, en gran parte, al reemplazo de la tasa de referencia LIBOR que impulsó la mayor utilización de IRD para la cobertura de tasas de interés de corto plazo y para reflejar las expectativas de política monetaria. Este cambio estructural favoreció otros instrumentos de tasa de interés que el mercado percibe más robustos ante episodios de estrés e incertidumbre internacional.

El instrumento predominante en este mercado fueron los OIS¹⁰¹ que alcanzaron una participación del 65% en la negociación total del mercado, seguidos por otros swaps de tasa de interés y los *Forwards Rate Agreements* (FRA)¹⁰². En particular, el volumen promedio diario negociado en OIS ascendió a USD 5,1 b, principalmente en contratos denominados en EUR, GBP

¹⁰¹ Los OIS son contratos mediante los cuales dos contrapartes intercambian pagos periódicos de tasas de interés denominados en una misma divisa. En estos contratos, los flujos pueden ser fijos o depender de una tasa *overnight* determinada o una tasa *overnight index*.

¹⁰² Los FRA son contratos a plazo sobre tasas de interés en los que la tasa aplicable a una obligación financiera correspondiente a un período específico que inicia en el futuro se determina y fija al momento de la celebración del contrato.

y JPY. Los FRA también registraron una participación relevante en el mercado, llegando a un volumen promedio diario USD 0,62 b, en línea con la sustitución de contratos referenciados a LIBOR en USD por otras tasas de interés libres de riesgo asociadas a otras divisas. Por su parte, la negociación de opciones de tasa de interés se mantuvo limitada, representando aproximadamente el 3% de las operaciones totales.

Gráfico R.1. 4. Distribución montos derivados IRD OTC por instrumento

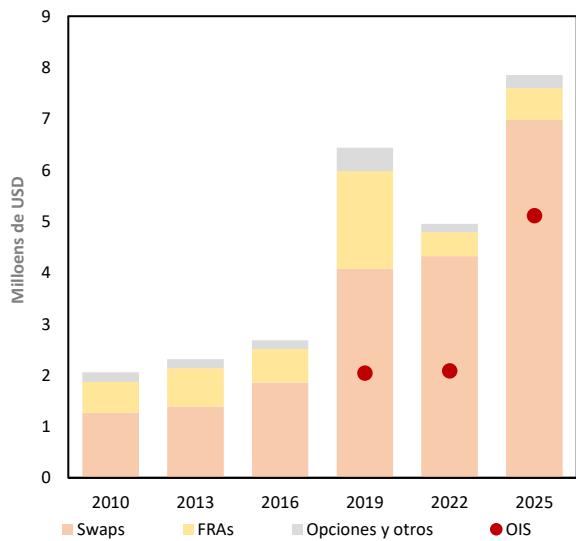
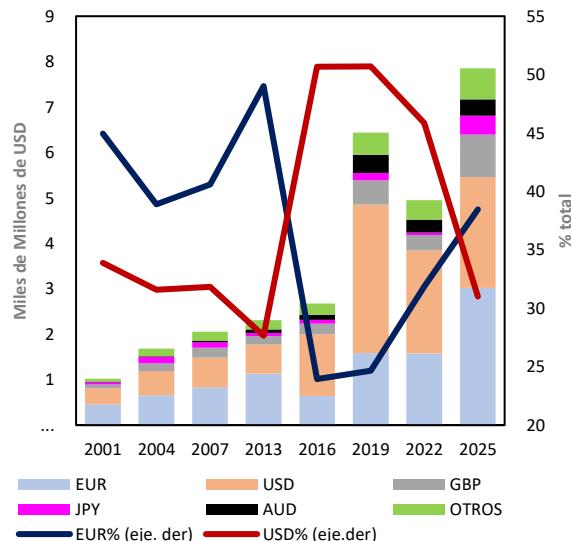


Gráfico R.1. 5. Distribución de negociación derivados IRD OTC por moneda



Fuente: Encuesta trienal del BIS. **Nota:** Información de los OIS disponible desde el 2019. Los OIS hacen parte de la categoría de swaps por lo que se presentan como un punto dentro de esta barra, este corresponde con el nivel total de los OIS frente a los swaps totales.

A diferencia de lo observado en encuestas previas, donde la participación del USD era predominante en el mercado IRD OTC (46% en 2022 a 31% en 2025), la divisa más utilizada durante 2025 fue el EUR (38%) (Gráfico R.1. 5). Según el BIS, este cambio estructural hacia IRD denominados en euros obedece principalmente a la eliminación de la LIBOR y a su sustitución por referencias más robustas. En particular, la adopción de tasas prácticamente libres de riesgo, como el ESTR, impulsó el uso de instrumentos basados en volúmenes efectivos de transacciones y facilitó su compensación central, favoreciendo así el predominio del EUR en este segmento. Otras economías también se vieron beneficiadas por la transición desde la LIBOR hacia tasas de referencia alternativas, aunque el impacto fue heterogéneo. En el Reino Unido, donde la SONIA ya contaba con un mercado profundo y una infraestructura de compensación desarrollada, el desplazamiento de la LIBOR reforzó una dinámica expansiva de los IRD denominados en libras esterlinas (GBP). En Japón, si bien las negociaciones en derivados denominados en yen japonés (JPY) aumentaron en términos porcentuales, el efecto fue más acotado, dado el menor uso previo de la LIBOR y un entorno de tasas persistentemente bajas, que modera la demanda de instrumentos de cobertura. En consecuencia, aunque la eliminación de la LIBOR favoreció a todas estas jurisdicciones, la magnitud del ajuste fue particularmente marcada en el caso del EUR.

Finalmente, en lo referente a los mecanismos de liquidación y compensación, la mayoría de las transacciones en el mercado IRD OTC se realizó a través de CCP. Esta tendencia es consistente

con los resultados observados en 2022 en los que la compensación central continuó siendo el canal predominante, mientras que la participación de operaciones bilaterales entre entidades reportantes y otras instituciones financieras se mantuvo relativamente limitada.

2.2 Principales hallazgos para las economías emergentes.

2.2.1 Mercado de derivados cambiarios

Las monedas de economías emergentes registraron un aumento en su participación dentro de las negociaciones del mercado FX en 2025, lideradas por el renminbi chino (CNY) y el dólar de Hong Kong (HKD). El CNY se posicionó como la moneda emergente más transada, al concentrar el 8,8% del volumen global, y se consolidó como la quinta divisa más negociada a nivel mundial. Por su parte, el HKD alcanzó una participación del 3,8% del volumen global, frente al 2,6% registrado en 2022. De acuerdo con el BIS, la volatilidad cambiaria impulsó el mayor dinamismo en el CNY y el HKD, al incentivar la actividad entre intermediarios y fondos de cobertura.

Los mercados FX latinoamericanos¹⁰³ registraron un aumento generalizado en los volúmenes de negociación en comparación con la encuesta de 2022, aunque con diferencias significativas entre países (Gráfico R.1. 6). En particular, México y Brasil concentraron una proporción significativa de la actividad regional, en línea con su mayor tamaño de mercado y su más alta integración con los mercados financieros internacionales. Si bien Colombia, Chile y Perú presentaron niveles de actividad relativamente más bajos, reflejando diferencias en profundidad y liquidez, estos mercados también mostraron incrementos frente a la encuesta anterior, lo que sugiere una expansión generalizada de la actividad cambiaria en la región, aunque con un marcado grado de heterogeneidad.

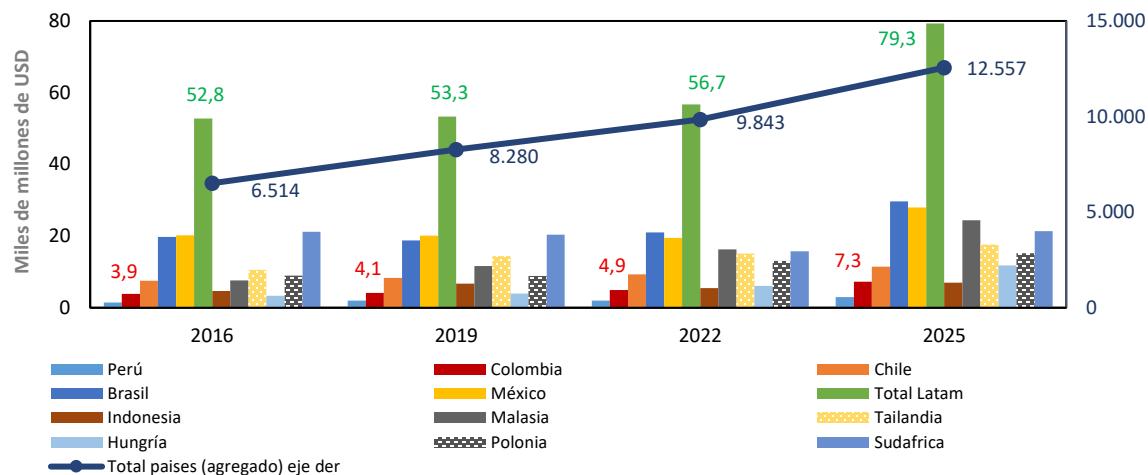
A diferencia del patrón observado a nivel internacional, donde los FX swaps son el instrumento predominante, en la mayoría de los mercados latinoamericanos los forwards mantienen una mayor participación relativa en el total negociado (Gráfico R.1. 7 - Panel A). Una excepción es México en donde se observa una mayor participación de los FX swaps.

Este comportamiento de la región también contrasta con lo observado en otros mercados emergentes incluidos en la muestra (como Indonesia, Malasia, Polonia, Hungría, Tailandia y Sudáfrica), donde, en línea con el patrón global, los FX swaps presentan una participación significativamente mayor, consolidándose como el principal instrumento negociado (Gráfico R.1. 7 - Panel B). Esta diferencia sugiere un mayor grado de profundidad y sofisticación en ciertos mercados emergentes fuera de la región.

En general, los mercados latinoamericanos exhiben menores volúmenes negociados que lo observado en los mercados emergentes. Este patrón es consistente con diferencias estructurales en el tamaño de los mercados y en el grado de desarrollo financiero, y sugiere que, si bien la región ha avanzado en la profundización de su actividad cambiaria, aún mantiene una escala relativamente menor frente a algunos mercados emergentes de Asia y Europa Central.

¹⁰³ En el cálculo de la participación se tienen en cuenta las negociaciones originadas en un país de la región, es decir, aquellas realizadas por las entidades reportantes de México, Colombia, Perú, Chile y Brasil.

Gráfico R.1. 6. Promedio diario negociado en el mercado cambiario de Latam - Total Mercado FX

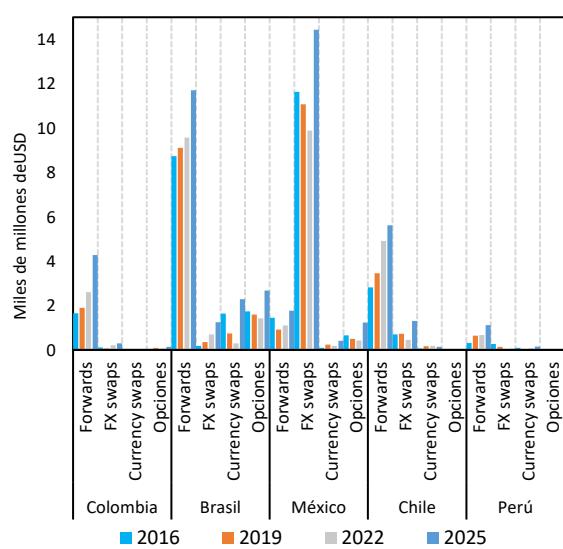


Fuente: BIS. Cálculos: Banrep.

Incluye las operaciones de todos los pares de divisas.

Gráfico R.1. 7. Promedio diario negociado en el mercado cambiario (por tipo de instrumento)

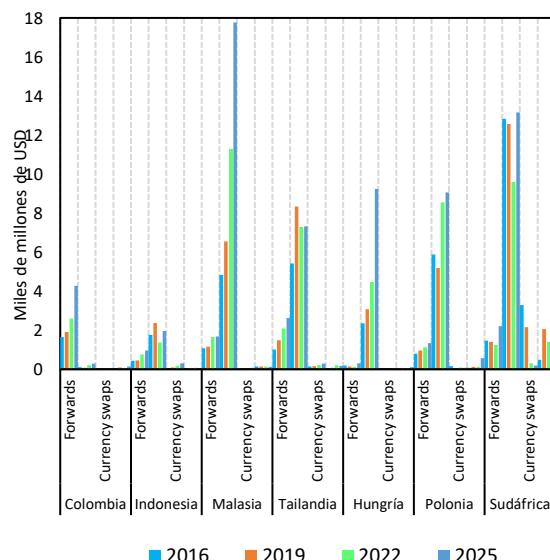
Panel A- Mercado de derivados OTC Latam



Fuente: BIS. Cálculos: Banrep.

Incluye las operaciones de todos los pares de divisas

Panel B- Mercado de derivados OTC Emergentes



Fuente: BIS. Cálculos: Banrep.

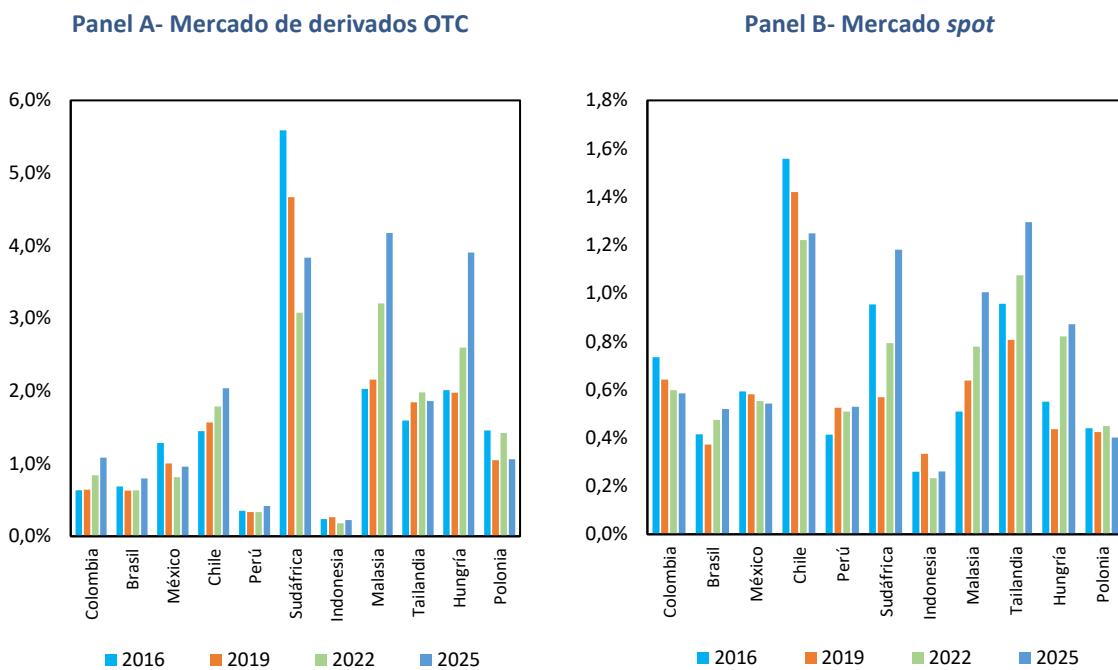
Incluye las operaciones de todos los pares de divisas

En términos relativos al tamaño de las economías, y a diferencia del análisis previo, se observa que, con respecto al tamaño de sus economías, México y Brasil no registran los niveles más altos de actividad en los mercados cambiarios y de derivados OTC en América Latina (Gráfico R.1. 8). Puntualmente, Chile registró los mayores volúmenes promedio diarios como porcentaje del PIB, tanto en el mercado de contado como en los derivados OTC, seguido por Colombia, que también exhibe niveles elevados de actividad, superiores a los observados en Brasil y México. En

contraste, estos últimos mostraron niveles intermedios de negociación en relación con el tamaño de sus economías, mientras que Perú mantuvo una participación más reducida, lo que refleja diferencias estructurales en el grado de desarrollo y profundidad de los mercados cambiarios de la región.

Al extender la comparación hacia otros mercados emergentes fuera de la región, se observa un mayor grado de heterogeneidad en los niveles actividad. En particular, para 2025, Malasia registró los niveles más altos de negociación relativa en el mercado de derivados OTC (*Gráfico R.1. 8 - Panel A*). En el mercado *spot*, el liderazgo se concentró principalmente en Chile y Malasia, ambos con volúmenes negociados elevados como proporción del PIB (*Gráfico R.1. 8 - Panel B*).

Gráfico R.1. 8. Volumen promedio diario (como % del PIB)



Fuente: BIS y *World Economic Outlook (IMF)* de octubre de 2025
Cálculos: Banrep.

Fuente: BIS y *World Economic Outlook (IMF)* de octubre de 2025
Cálculos: Banrep.

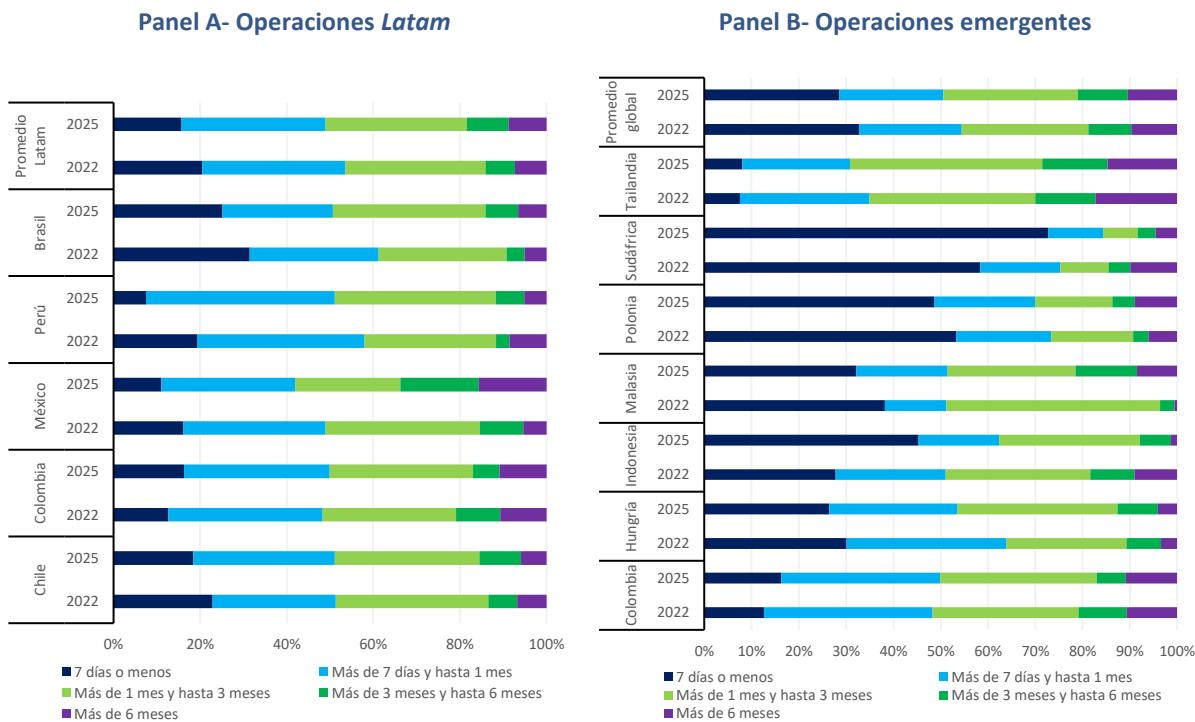
Las operaciones con vencimientos de corto y mediano plazo continúan representando una proporción significativa del total negociado. En las operaciones *forward*, la negociación se concentra principalmente en vencimientos de hasta tres meses (*Gráfico R.1. 9*). No obstante, se observan diferencias relevantes entre países y por tipo de instrumento. En particular, en el segmento de FX swaps se evidencia una alta concentración en vencimientos de muy corto plazo (hasta siete días), junto con diferencias entre países en la participación de plazos más largos. En este contexto, Brasil presenta una mayor participación relativa de operaciones con vencimientos superiores a seis meses, mientras que Colombia y Perú también registran una presencia de estos plazos más elevada que la observada en México, donde los vencimientos de mayor duración mantienen una participación reducida.

Este patrón es consistente con lo observado en otros mercados emergentes, donde las operaciones *forward* se concentran mayoritariamente en vencimientos de corto plazo

(inferiores a un mes). No obstante, se presentan diferencias puntuales entre países; por ejemplo, en Tailandia la mayor parte de las operaciones se pacta en el rango de uno a tres meses.

En el segmento de FX swaps, se evidencia una alta concentración en vencimientos de muy corto plazo (hasta 7 días). En este caso, Colombia presenta una dinámica diferenciada, dado que las operaciones con plazos superiores a siete días concentran la mayor parte del volumen negociado.

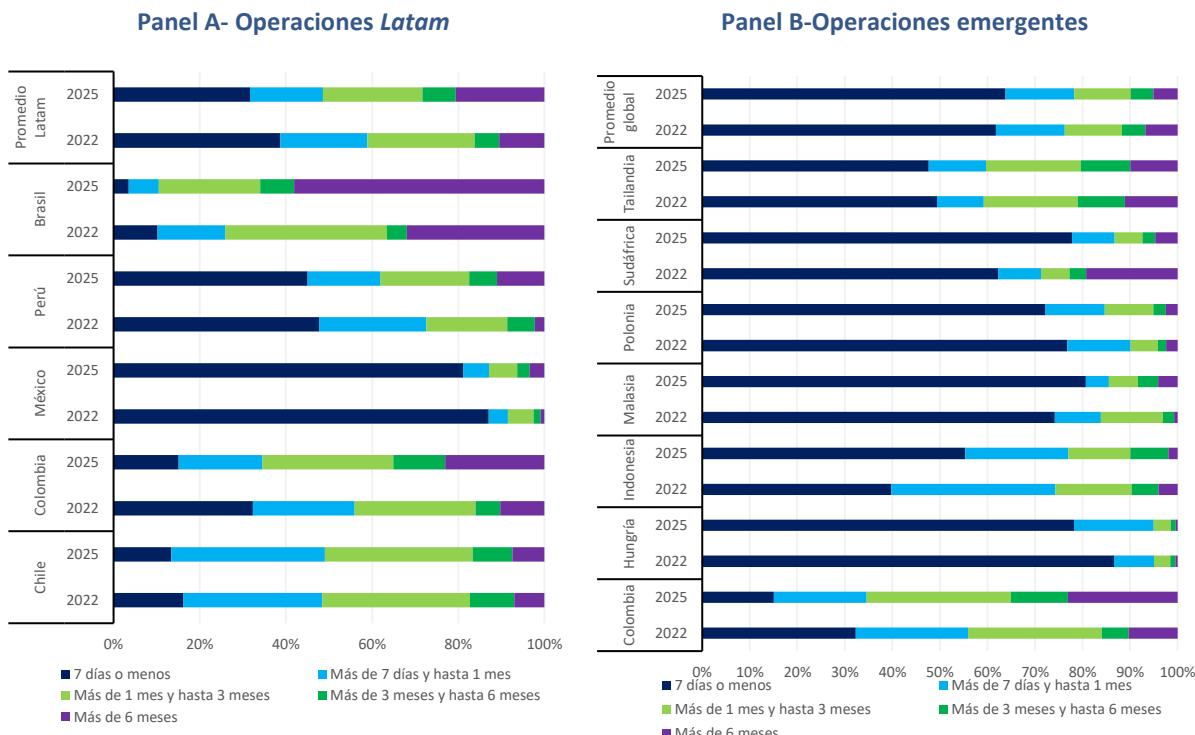
Gráfico R.1. 9. Participación de los distintos plazos en operaciones forward



Fuente: BIS. Cálculos: Banrep.

Fuente: BIS. Cálculos: Banrep.

Gráfico R.1. 10. Participación de los distintos plazos en operaciones FX Swap



Fuente: BIS. Cálculos: Banrep.

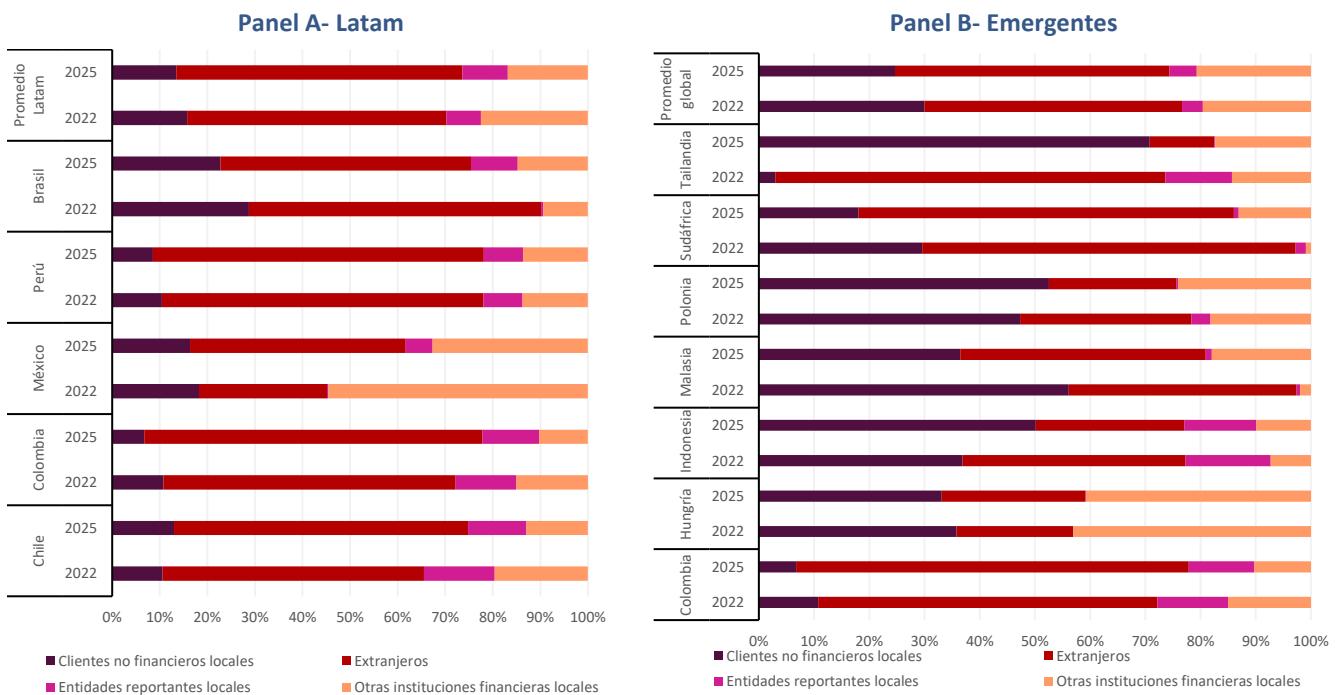
Fuente: BIS. Cálculos: Banrep.

Respecto al tipo de contraparte, la negociación en los mercados latinoamericanos se caracterizó por una alta participación de instituciones financieras y agentes extranjeros, tanto en el mercado spot como en forward (Gráfico R.1. 11). Este resultado contrasta con lo observado en economías más avanzadas, donde las instituciones financieras no bancarias tienen una mayor participación en la negociación cambiaria.

En el mercado forward de la región, la negociación se realizó predominantemente entre intermediarios financieros. Este patrón también se observa en los mercados emergentes; sin embargo, en la región la concentración entre intermediarios financieros es más marcada.

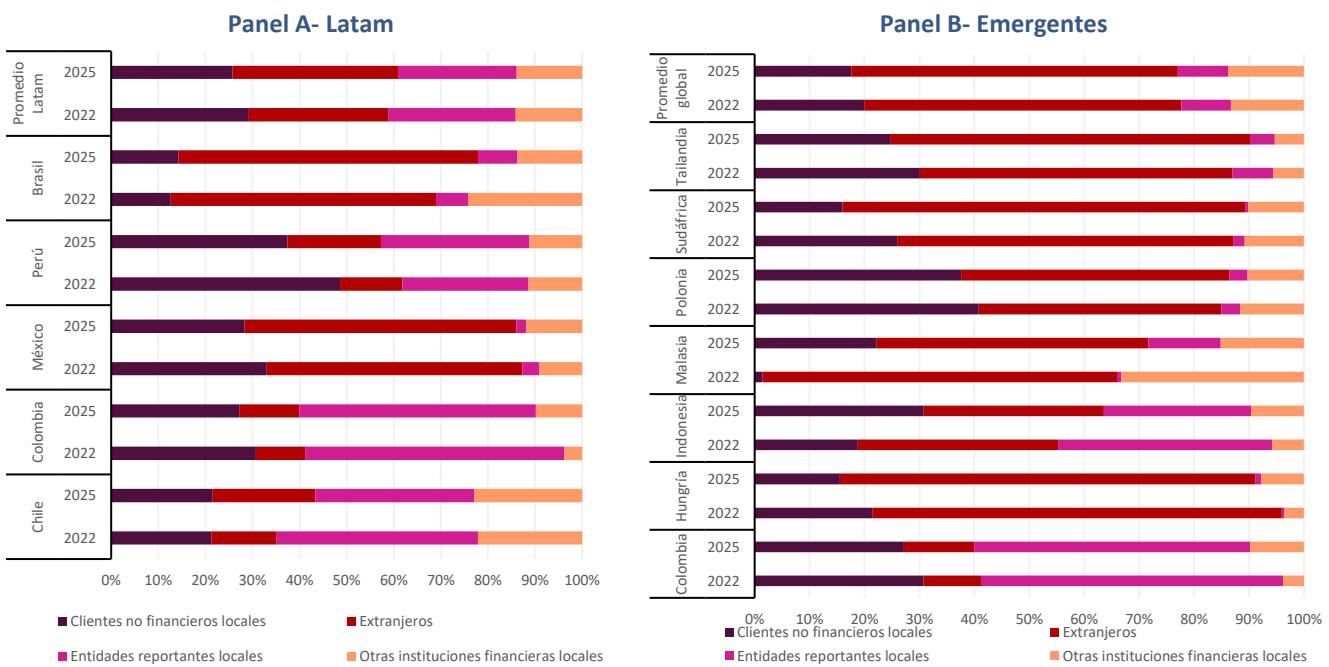
En contraste, en el mercado spot de la región, la participación de clientes no financieros fue relativamente mayor que en las operaciones forward. Sin embargo, las instituciones financieras, tanto locales como extranjeras, continuaron concentrando la mayor proporción de los montos negociados. En comparación con los mercados emergentes fuera de Latinoamérica se percibe, en promedio, una mayor participación relativa de clientes no financieros.

Gráfico R.1. 11. Participación de las distintas contrapartes - Operaciones *forward* sobre divisas



Fuente: BIS. **Cálculos:** Banrep.

Gráfico R.1. 12. Participación de las distintas contrapartes - Operaciones *spot* sobre divisas



Fuente: BIS. Cálculos: Banrep.

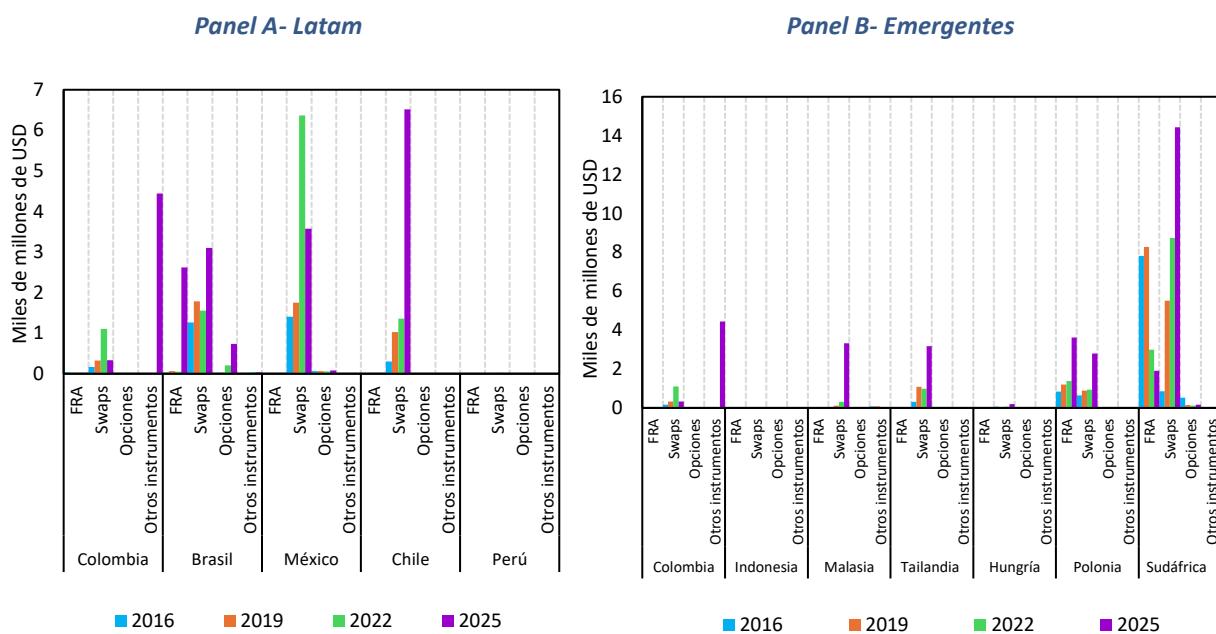
Fuente: BIS. **Cálculos:** Banrep.

2.2.2 Mercado de derivados de tasa de interés

En cuanto al mercado IRD OTC, las economías emergentes (EME) alcanzaron una participación de 5,1%, en contraste con el 29% que representan en el mercado de derivados cambiarios. Según la encuesta, para 2025, las EME alcanzaron USD 0,5 b como volumen promedio diario transado. Entre las monedas de economías emergentes, el rand sudafricano (ZAR) se mantuvo como la divisa más negociada en este mercado, seguida por el CNY.

Para los países de la región indican que el monto promedio diario negociado en estos instrumentos aumentó en 99% frente a lo registrado en la encuesta de 2022. En este contexto, los mercados de Chile y Colombia exhibieron los mayores incrementos nominales de la región, con aumentos de 379% y 332%, respectivamente. Por su parte, el mercado IRD OTC de México, que en 2022 era el más grande entre sus pares regionales, registró una reducción del 43% en el monto promedio diario negociado.

Gráfico R.1. 13. Mercado de derivados IRD OTC (por tipo de instrumento)



Fuente: BIS. Cálculos: Banrep.

Incluye las operaciones de derivados OTC de tasas de interés denominados en una sola divisa.

Fuente: BIS. Cálculos: Banrep.

Incluye las operaciones de derivados OTC de tasas de interés denominados en una sola divisa.

Al analizar la composición por instrumentos, se observa que, a nivel regional, los swaps continúan siendo los derivados de tasa de interés más negociados en el mercado OTC (Gráfico R.1. 13 Panel A). No obstante, en el caso de Colombia, el crecimiento del mercado estuvo explicado principalmente por un aumento en la negociación de "otros instrumentos", en particular de Non Delivery Forwards (NDF) de títulos de deuda colombiana emitidos en moneda

local (TES)¹⁰⁴, mientras que se registró una reducción en la negociación de *swaps* frente a los resultados de la encuesta anterior.

Por otra parte, en este mercado las divisas latinoamericanas aumentaron, pasando a representar 0,25% de la negociación global, desde el 0,2% en 2022. Las negociaciones del MXN aumentaron a USD 29 b, las del peso chileno (CLP) crecieron un 200% a USD 12 b y las del real brasileño (BRL) quintuplicaron su volumen frente al 2022, al situarse en USD 9,2 b.

Al analizar la dinámica de otros mercados emergentes, se evidencia un aumento en la negociación de *swaps* (Gráfico R.1. 13 Panel B). Asimismo, en economías como Polonia y Sudáfrica, los contratos FRA desempeñan un papel relevante dentro de las transacciones de derivados IRD OTC. Finalmente, al comparar la evolución de estos mercados con el colombiano, se observa que cuentan con una mayor profundidad y desarrollo.

2.3 Principales hallazgos en el mercado colombiano

2.3.1 Mercado de derivados cambiarios

Para la medición del volumen de negociación colombiano correspondiente a abril de 2025, en el marco de la Encuesta Trienal de 2025, participaron 19 Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC)¹⁰⁵, los cuales representaron aproximadamente el 91% del total del mercado FX del país durante 2024.

A nivel local, la actividad del mercado FX alcanzó un promedio diario de USD 7.293 millones (m) durante abril de 2025 (Gráfico R.1. 14), lo que representa un incremento nominal de 47,9% frente al promedio observado en abril de 2022 (USD 4.931 m). De este monto, el 35% se concentró en el mercado *spot* y el 65% en el mercado de derivados, siendo un 59% lo negociado en *forwards*.

En este contexto, el peso colombiano (COP) se ubicó como la trigésima moneda más negociada a nivel global, avanzando desde la posición 34 que ocupaba en 2022. Su participación en el volumen total del mercado cambiario mundial pasó de 0,18% a 0,21%, superando a otras monedas de economías emergentes como el sol peruano (PEN), el ringgit malayo (MYR), el dirham de los Emiratos Árabes Unidos (AED) y el rublo ruso (RUB).

El monto promedio diario negociado aumentó para todos los instrumentos frente a 2022, con un crecimiento sostenido del mercado de derivados. En particular, se destaca el crecimiento de las operaciones *forward*, cuyo volumen aumentó un 64,2%, al pasar de USD 2.601 m en 2022 a USD 4.272 m en 2025. Al igual que en la encuesta anterior, las transacciones de contado, junto con los *forwards* y los FX *swaps*, se mantuvieron como los más negociados en el mercado

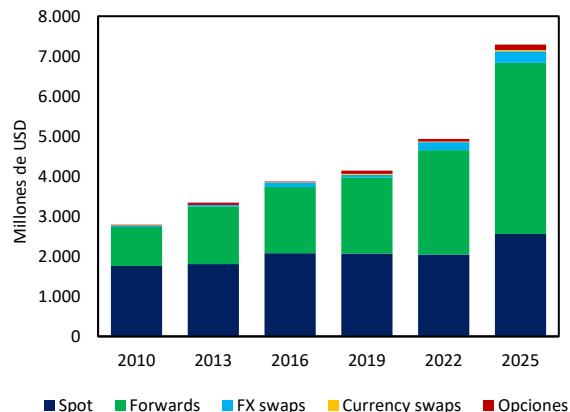
¹⁰⁴ Los NDF de TES son instrumentos derivados mediante los cuales las partes se comprometen a comprar o vender, en una fecha futura TES, a un precio pactado en la fecha de negociación del contrato.

¹⁰⁵ Los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) son los agentes autorizados para negociar divisas en el mercado cambiario formal o regulado, así como para realizar operaciones de cambio. De conformidad con la Ley 9 de 1991, estas entidades son designadas por la Junta Directiva del Banco de la República, con base en alguno de los siguientes criterios:

i) que se trate de instituciones vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC); y/o *ii)* que se trate de entidades cuyo objeto exclusivo consista en la realización de operaciones de cambio. Pueden inscribirse como intermediarios del mercado cambiario, entre otras entidades, los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento, las cooperativas financieras y las sociedades comisionistas de bolsa.

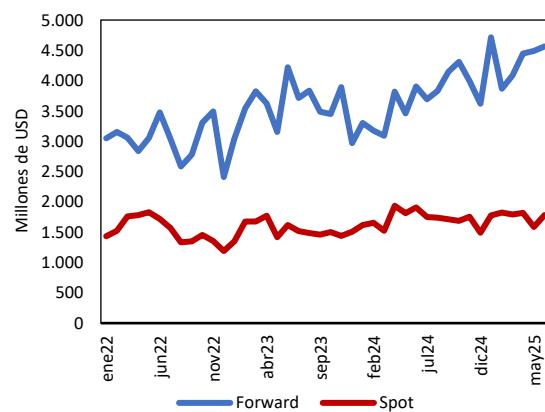
cambiario local. Cabe destacar que el aumento de los montos negociados en el mercado de derivados ha sido sostenido durante los últimos años, lo que evidencia una mayor profundidad y dinamismo de este segmento (*Gráfico R.1. 15*).

Gráfico R.1. 14. Distribución negociación en el mercado cambiario colombiano por instrumento



Fuente: Encuesta trienal del BIS.

Gráfico R.1. 15. Montos negociados en el mercado cambiario



Fuente: Sistemas de Negociación y registro.

Por otro lado, la negociación entre entidades reportantes¹⁰⁶ continuó siendo predominante en el mercado, con una participación del 65% del total transado (*Gráfico R.1. 16*). Al analizar la evolución de la concentración del mercado cambiario entre las entidades reportantes, se observa que, entre 2022 y 2025, el índice de Herfindahl-Hirschman (HHI)¹⁰⁷, utilizado para medir el grado de concentración del mercado, se mantuvo en niveles estables¹⁰⁸, con cuatro entidades concentrando cerca del 57% del volumen total negociado.

Adicionalmente, se observa que las operaciones con otras instituciones financieras aumentaron en cuatro puntos porcentuales frente a 2022, hasta representar el 20% del total de las negociaciones, un incremento moderado en comparación con lo observado a nivel del mercado cambiario global. Por segmento, la participación de estas contrapartes aumentó de manera diferenciada: en el mercado de contado, su participación pasó de 10% a 17%; en los mercados de *forwards* y opciones se mantuvo relativamente estable; mientras que en los *FX swaps* y *currency swaps* se registraron incrementos más pronunciados, al pasar de 13% a 23% y de 6% a 52%, respectivamente (*Gráfico R.1. 17*).

¹⁰⁶ Son instituciones financieras, como bancos y corporaciones con operaciones significativas en divisas y derivados, que reportan sus transacciones en el mercado cambiario y de derivados en la Encuesta Trienal del BIS.

¹⁰⁷ El IHH se calcula sumando los cuadrados de la participación de cada una de las entidades participantes en el volumen total de negociación.

¹⁰⁸ El valor para 2025 se ubicó en 1.104 mientras en 2022 se ubicó en 1.102. El nivel máximo de este indicador es 10.000, valor que indicaría un monopolio.

Gráfico R.1. 16. Monto promedio de negociación total en el mercado cambiario en Colombia discriminando por contraparte

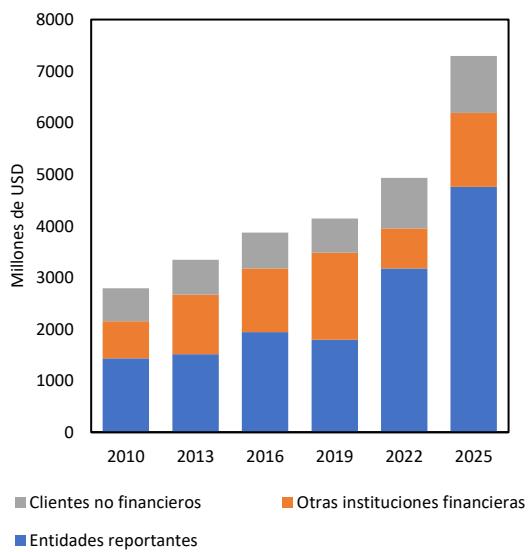
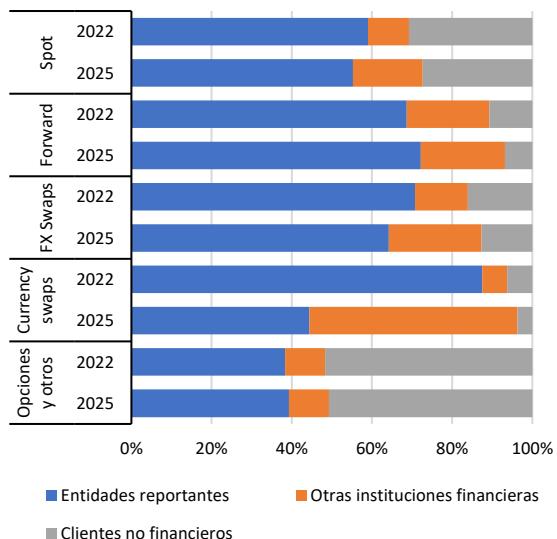


Gráfico R.1. 17. Distribución de participación de las contrapartes por instrumento en el mercado cambiario colombiano



Fuente: Encuesta trienal del BIS.

Dentro de las otras instituciones financieras que negocian en el mercado cambiario, destaca que en el mercado *spot* la participación de los inversores institucionales es mayoritaria, mientras en el mercado *forward* el segmento de otras instituciones está dividido entre bancos no reportantes (50%) e inversionistas institucionales (43%). En particular, en el mercado *spot*, los inversionistas institucionales representan el 59% del mercado, seguido de los bancos no reportantes 24% y los fondos de cobertura 12%. En el caso de los *FX-swaps*, predomina la participación de bancos no reportantes, mientras que en los *currency swaps* y las opciones, la negociación del segmento de otras instituciones financieras se distribuye entre bancos no reportantes, inversores institucionales y fondos de cobertura.

En el mercado *forward*, la negociación con agentes extranjeros aumentó de 61,5% en 2022 a 71,1% en 2025 (Gráfico R.1. 18), en línea con la tendencia observada desde 2016, cuando este grupo representaba 38,9% del total negociado. En el mercado *spot*, los agentes extranjeros también registraron un aumento en este tipo de operaciones, pasando de 10,5% en 2022 a 12,8% en 2025 (Gráfico R.1. 19). Sin embargo, las operaciones entre agentes locales continuaron siendo predominantes en este segmento, con una participación del 87,2% en la edición más reciente de la encuesta.

Gráfico R.1. 18. Participación por tipo de contraparte mercado forward

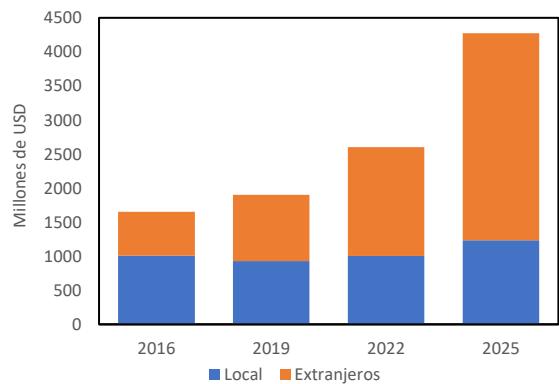
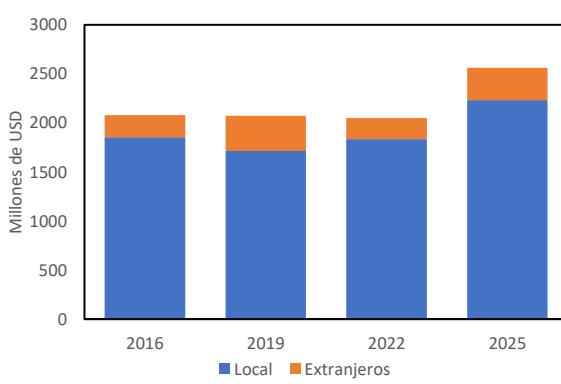


Gráfico R.1. 19. Participación por tipo de contraparte mercado spot



Fuente: Encuesta trienal del BIS.

Por otra parte, el USD estuvo presente en el 99,7% del total de transacciones del mercado cambiario local, de las cuales el 96,41% correspondió al par USD/COP y el 2,18% al par EUR/USD. En el caso de opciones y los *currency swaps*, la totalidad de las negociaciones se realizó sobre el par USD/COP.

En línea con los resultados observados a nivel global, en Colombia los derivados cambiarios se negocian predominantemente a horizontes de corto plazo. En promedio, el 50% de las operaciones *forward* presentó vencimientos inferiores a un mes, y el 83% vencimientos menores a tres meses (Gráfico R.1. 20). Por su parte, las operaciones de *FX swaps* se concentraron principalmente en plazos de uno a tres meses: en promedio, el 35% de las negociaciones tuvo vencimientos inferiores a un mes, mientras que el 65% registró vencimientos menores a tres meses (Gráfico R.1. 21).

Gráfico R.1. 20. Distribución por plazo de forwards

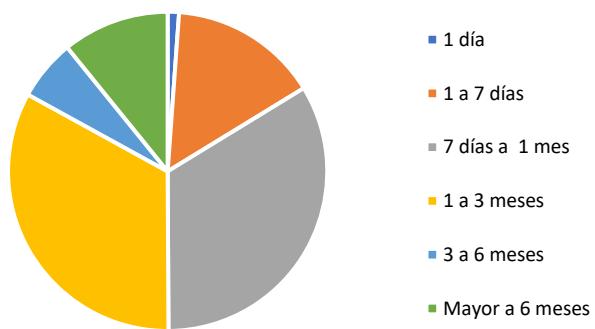
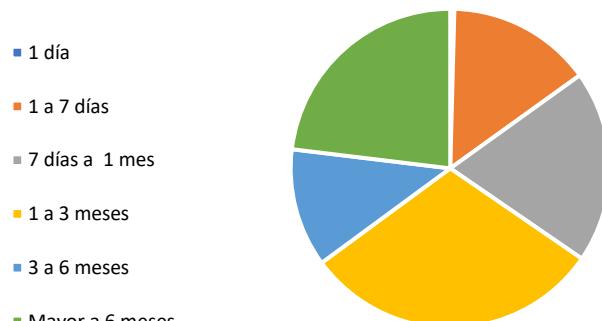


Gráfico R.1. 21. Distribución por plazo de FX Swaps



Fuente: Encuesta trienal del BIS 2025.

En cuanto a los mecanismos de liquidación¹⁰⁹, se identificaron avances relevantes en la mitigación de riesgos en el mercado cambiario colombiano, reflejados en una proporción significativa de operaciones que se liquidan a través de cámaras de compensación y mecanismos externos de neteo. No obstante, en línea con el contexto internacional, persisten oportunidades de mejora orientadas a reducir la liquidación bilateral. En particular, de las negociaciones realizadas en el mercado cambiario colombiano durante abril, se destaca que la mayoría se liquidan por medio de sistemas *pago contra pago*¹¹⁰ (49%), mientras que un 31% se realizó mediante liquidación bilateral. El uso de mecanismos bilaterales de liquidación implica un riesgo significativo para las entidades, dado que, en los casos en que una de las contrapartes entrega los recursos antes que la otra, queda expuesta a un riesgo de incumplimiento que podría derivar en la pérdida total del principal.

2.3.2 Mercado de derivados de tasa de interés

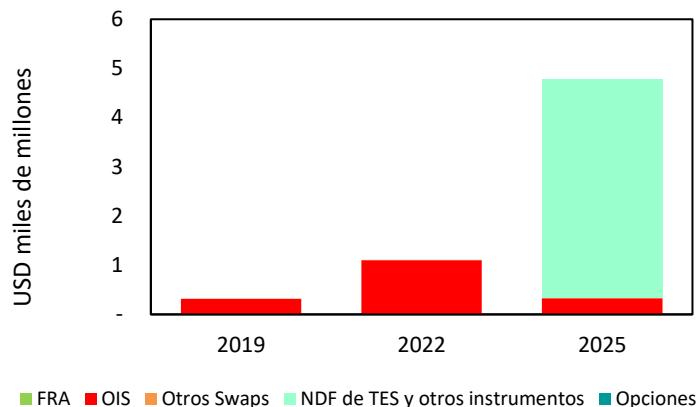
En el mercado local IRD OTC, durante abril del 2025 se negociaron en promedio USD 4.775 m diarios, frente a USD 1.106 m registrados en 2022. La actividad se concentró principalmente en la categoría de otros instrumentos, seguida por los OIS (Gráfico R.1. 22). Dentro de la categoría de otros instrumentos se encuentran las negociaciones de *NDF de TES*¹¹¹. De acuerdo con (Botero Ramírez, Pérez Villalobos, & Barreto Ramírez, 2025), desde julio de 2023 los inversionistas extranjeros han incrementado significativamente su posición compradora en NDF de TES, pasando de COP 4 b a COP 21 b al cierre del 1T25, dinámica que podría estar motivada por expectativas de valorización de los TES y por una tendencia descendente en las tasas de interés en Colombia.

¹⁰⁹ Esta nueva sección tiene como objetivo dar seguimiento a los mecanismos de compensación y liquidación de las operaciones, con el fin de promover la adopción de buenas prácticas en el mercado cambiario y reducir el riesgo de contraparte.

¹¹⁰ Este mecanismo de liquidación implica que ambos pagos se ejecutan de manera simultánea y condicionada. En particular, administra los flujos de tal forma que, si una de las contrapartes no cumple con su obligación de pago, la operación no se liquida, lo que elimina el riesgo de contraparte asociado a la liquidación.

¹¹¹ El crecimiento observado en la categoría de “otros instrumentos” no obedece a la inexistencia de operaciones con NDF sobre TES en años anteriores, sino a que dichas operaciones no fueron reportadas en ese período y comenzaron a registrarse únicamente a partir del presente año.

Gráfico R.1. 22. Distribución montos IRD OTC por instrumento a nivel local



Fuente: BIS. Cálculos: Banrep

La información incluye el promedio diario negociado en derivados OTC de tasas de interés para todas las denominaciones de divisas.

Nota: El incremento de “otros instrumentos” responde a la incorporación del reporte de operaciones con NDF sobre TES, que no hay registro que hayan sido informadas en años anteriores.

Por su parte, si bien los OIS se mantuvieron como el segundo instrumento IRD más negociado a nivel local, estos registraron una disminución significativa en abril de 2025 frente a abril de 2022. En comparación con lo observado en la encuesta previa, los participantes del mercado optaron por tomar posiciones con vencimientos más largos en contratos OIS¹¹². Al adquirir contratos de mayor vencimiento, la sensibilidad de sus portafolios a cambios en la tasa de interés (DV01¹¹³) aumentó, lo que permitió a las entidades requerir montos menores para alcanzar el mismo nivel de exposición al riesgo. Este ajuste se reflejó en una caída del volumen negociado. Adicionalmente, esta disminución estuvo asociada con la apreciación del COP entre 2022 y 2025, que redujo el volumen expresado en USD, dado que estos contratos se negocian mayoritariamente con contrapartes extranjeras (90%). En este sentido, la menor magnitud de los volúmenes nominales no refleja un menor apetito por el instrumento ni una reducción en la actividad de cobertura de tasas, sino que responde a ajustes en los nominales derivados de una mayor sensibilidad de los contratos, orientados a preservar los niveles de exposición al riesgo.

3. Resultados segunda parte de la encuesta: saldo de operaciones vigente

3.1 Principales hallazgos en el mercado global¹¹⁴

¹¹² Los datos de los SNR muestran que el plazo promedio ponderado por monto de las operaciones OIS registradas en abril de 2022 fue de 361 días, mientras que en 2025 pasó a 642 días.

¹¹³ El DV01 (Dollar Value of a Basis Point) mide el cambio aproximado en el valor de un bono o de un portafolio ante una variación de un punto básico (0,01%) en la tasa de interés del instrumento subyacente.

¹¹⁴ La sección de principales hallazgos del mercado global en términos de saldos se basa exclusivamente en la información publicada por el BIS en su informe agregado, dado que para esta dimensión de la encuesta no se dispone de resultados desagregados por país. En consecuencia, no se cuenta con información específica para Latinoamérica. La información presentada para Colombia de saldos corresponde a los datos recopilados directamente por el Banrep en el marco de la Encuesta Trienal del BIS con corte a junio de 2025.

Esta sección presenta los principales resultados del mercado global de derivados OTC a partir de la información sobre saldos pendientes (*outstanding*) recopilada por el BIS con corte a junio de 2025. De acuerdo con el BIS (Bank for International Settlements (BIS), December 2025), estos datos corresponden a las estadísticas semestrales de derivados OTC, cuya cobertura se amplía en los años en que se realiza la Encuesta Trienal, y permiten caracterizar la evolución y composición de los saldos en circulación a nivel internacional¹¹⁵.

Al cierre de junio de 2025, los saldos pendientes de derivados OTC continuaron aumentando en términos de valor nocial, alcanzando niveles elevados frente a su historia. En particular, se observó un crecimiento del 16% frente a junio de 2024, por encima de la tendencia del 5% de crecimiento anual registrada desde 2016. Este dinamismo evidencia una mayor utilización de instrumentos derivados para la gestión de riesgos financieros, en un contexto de incertidumbre comercial, cambios en las condiciones de política monetaria y tensiones geopolíticas.

Desde la perspectiva de los instrumentos, los derivados IRD mantuvieron una participación dominante dentro de los saldos *outstanding* a nivel global, al concentrar el 79% del valor nocial total. Este resultado resalta el papel central de estos instrumentos en la administración del riesgo asociado a las variaciones en las tasas de interés y en las curvas de rendimientos. El mayor crecimiento anual se observó en los IRD denominados en EUR (24%), que superaron los contratos denominados en USD, mientras en el segmento de *otras divisas* el crecimiento fue del 151% frente a junio de 2022.

Los derivados cambiarios también registraron un aumento en sus saldos (19%), aunque mantuvieron una estructura caracterizada por una elevada concentración en contratos de corto plazo. En particular, una proporción significativa del nocial *outstanding* en el mercado FX correspondió a *forwards* y *swaps* con vencimientos inferiores a un año, lo que es consistente con un uso intensivo de estos instrumentos para la gestión de liquidez y la cobertura de exposiciones de corto plazo.

Por su parte, los derivados con subyacentes en *commodities*, renta variable (*equity*) y *Credit Default Swaps* (CDS) tuvieron un comportamiento mixto. Mientras que los derivados basados en *commodities* revirtieron su tendencia alcista (con excepción del oro) en un contexto de caídas en los precios de las materias primas, relacionadas en parte con la guerra en Ucrania, los CDS y los derivados sobre *equity* aumentaron su participación dentro del total de saldos. En el caso de estos últimos, el mayor dinamismo estuvo relacionado con una mayor actividad de otras instituciones financieras.

3.2 Principales hallazgos del mercado colombiano

Para la medición del saldo vigente de las operaciones de derivados con corte a junio de 2025, en el caso de Colombia participaron 9 IMC. Dado que la información de esta sección se recopila a nivel consolidado global, la muestra incluyó únicamente a las entidades financieras de origen

¹¹⁵ La encuesta se realiza de manera semestral para un grupo de 12 países reportantes, que en conjunto cubren 65 entidades reportantes de gran tamaño. Con el fin de ampliar la cobertura, cada tres años la encuesta se extiende a 42 jurisdicciones, y esta información adicional se utiliza para interpolar y construir las estadísticas semestrales de saldos pendientes.

nacional con mayor nivel de actividad, las cuales reportaron sus saldos consolidados (es decir, incluyendo las posiciones de sus sucursales y subsidiarias en el extranjero).

En el caso del mercado cambiario colombiano, se registró un aumento en los saldos a junio de 2025 (36%), en línea con el mayor dinamismo y profundidad del mercado de derivados. Este incremento en los saldos, los cuales alcanzaron un total de USD 217.610 m, estuvo relacionado principalmente con el segmento de derivados sobre divisas, que creció 59% llegando a USD 93.093 m.

Dentro de los derivados cambiarios, destaca la participación de los *forwards* y *FX-Swaps*, mientras que la de los *currency swaps* y las opciones se mantiene acotada (6,4% y 4,2%, respectivamente) (Gráfico R.1. 23). Los *forwards* aumentaron su participación sobre el total, pasando de 86,5% en 2022 a 89,4% en 2025, y registraron un crecimiento de 64,5%. Por su parte, los *currency swaps* y opciones crecieron 21,6% y 30%, respectivamente, reflejando un mayor atractivo relativo de instrumentos más estandarizados frente a aquellos de mayor complejidad, para la gestión de las coberturas cambiarias en el mercado local.

La mayoría de las operaciones con *forwards* y *FX-Swaps* se realiza por medio de cámaras centrales de riesgo o entre entidades reportantes, en contraste con las opciones, que se negocian principalmente con clientes no financieros (Gráfico R.1. 24). Al realizar un análisis por contraparte de los instrumentos derivados cambiarios, se observa que los instrumentos estandarizados se transan principalmente con otras instituciones financieras, en el mercado ciego, mientras que para las opciones la mayor participación se da por cuenta de clientes no financieros.

Gráfico R.1. 23. Distribución de saldos *outstanding* del mercado FX

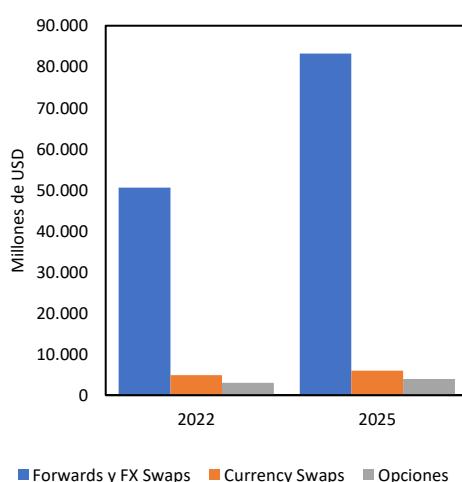
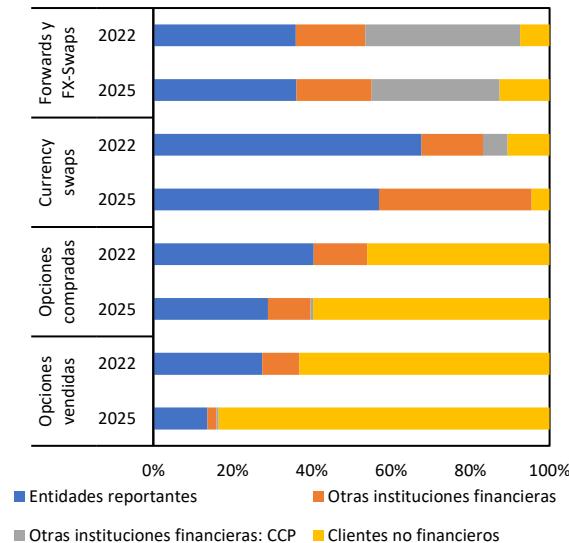


Gráfico R.1. 24. Participación por tipo de agente por tipo de instrumento en el mercado de derivados cambiarios



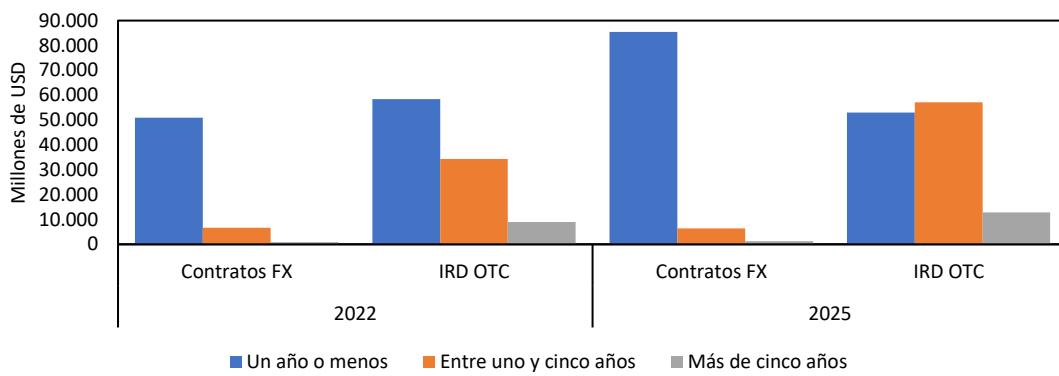
Fuente: Encuesta trienal del BIS.

Por su parte, el mercado IRD OTC creció 22,5%, concentrando la mayor participación dentro de los saldos totales de derivados (57%). Este segmento está concentrado en *swaps*, que representan un 98,5% de los IRD OTC en Colombia. Según agentes del mercado, el aumento de los saldos de derivados sobre tasa de interés está relacionado con estrategias de cobertura. Este incremento se evidenció principalmente en operaciones con otras instituciones financieras, en particular a través de cámaras de riesgo central, mientras la participación de otras entidades reportantes se mantuvo limitada (10%).

Cabe destacar que durante el periodo analizado no se registraron derivados sobre *commodities*, *equity* ni CDS. En contraste con lo reportado a nivel global, en el mercado local no hay información relacionada con negociaciones de derivados sobre el oro u otros *commodities*. Adicionalmente, no se realizaron negociaciones sobre *equity* ni CDS.

La desagregación por plazo del mercado de derivados muestra disparidades entre los derivados cambiarios y los IRD OTC (Gráfico R.1. 25). En particular, los derivados de tasa de interés tienen a negociarse a plazos superiores a los observados para los derivados cambiarios. Puntualmente, los saldos pendientes en el mercado de derivados cambiarios continúan concentrándose en instrumentos de corto plazo (91%), en contraste con el mercado IRD OTC, donde los instrumentos en su mayoría se negociaron con plazos entre 1 y 5 años (46,5%), seguidos por aquellos con plazos menores a un año (43,1%). Esta distribución por plazos explica la disparidad entre los saldos de IRD y las negociaciones reportadas de este mercado durante abril del 2025, dado que los saldos incorporan contratos negociados a plazos más largos, muchos de los cuales probablemente fueron celebrados con anterioridad a la encuesta de abril.

Gráfico R.1. 25. Distribución de Saldos *outstanding* por plazo



Fuente: Encuesta trienal del BIS.

Esta estructura coincide con los hallazgos de la sección de negociaciones, en la medida en que los agentes negocian principalmente instrumentos estandarizados con fines de cobertura cambiaria. El mercado de derivados cambiarios está constituido principalmente por *forwards* y *swaps*, mientras el mercado IRD OTC depende principalmente de los *swaps*. En este contexto, el segmento IRD cuenta con mecanismos más robustos de mitigación de riesgo de contraparte, dado que la mayoría de las operaciones se realizan por medio de una cámara de riesgo central de contraparte, mientras que, en contraste, el segmento de derivados cambiarios aún enfrenta

desafíos en la adopción de buenas prácticas de mitigación del riesgo relacionado con los mecanismos de compensación y liquidación.

4. Conclusiones

La Encuesta Trienal coordinada por el BIS en abril de 2025 confirma la consolidación y expansión de los mercados globales de divisas y derivados no estandarizados. El volumen promedio diario negociado alcanzó los USD 9,6 b de USD, reflejando un crecimiento del 28% respecto a la edición anterior y se evidenció una mayor diversificación de las divisas operadas, con un aumento en la participación de monedas de economías emergentes.

En este contexto, Colombia reafirma su relevancia en el mercado internacional. El mercado colombiano de derivados cambiarios registró un incremento del 48% en la actividad diaria, lo que permitió que el COP se posicionara como la trigésima moneda más negociada a nivel mundial. Estos resultados subrayan la creciente sofisticación y dinamismo del mercado cambiario local, así como la capacidad de adaptación de sus participantes ante escenarios de volatilidad y cambios en el entorno económico global. Frente a sus pares latinoamericanos, Colombia se ubicó segundo lugar en términos de monto negociado sobre PIB, tanto en el mercado *spot* y *forward* OTC como IRD OTC, evidenciando un desarrollo sostenido de la actividad en el mercado cambiario.

A nivel local, la negociación se concentró principalmente en *forwards* de corto plazo, seguida por las operaciones en el mercado *spot*. En ambos mercados, la actividad se realizó principalmente entre entidades reportantes. La participación de contrapartes extranjeras pasó de 61,5% a 71,1% en el mercado *forward*, mientras que los agentes locales siguen ocupando la porción principal en el mercado *spot* (87%).

Por su parte, en el mercado de derivados IRD, se destacó el aumento del monto promedio diario negociado, que alcanzó USD 4.775 m, frente a USD 1.106 m en 2022. Este incremento estuvo relacionado principalmente con la negociación de *Non Delivery Forwards* sobre títulos de deuda pública colombianos denominados en moneda local, seguido por la negociación de *O/S*.

Por último, la incorporación de una nueva sección sobre mecanismos de liquidación permitió identificar avances y desafíos en materia de mitigación del riesgo de contraparte en Colombia. Si bien una proporción significativa de las negociaciones realizadas en abril en el mercado cambiario colombiano se liquidó a través de esquemas pago contra pago (PvP) (49%), persiste un uso relevante de mecanismos bilaterales (31%), lo que contrasta con las mejores prácticas en este mercado, en las que se promueve el uso de infraestructuras de mercado, tales como contrapartes centrales y sistemas PvP, para la liquidación de todas las operaciones. En este contexto, los resultados sugieren que, en línea con el mercado internacional, el mercado cambiario colombiano aún cuenta con margen para avanzar en esta dirección, con el propósito de reducir de manera más efectiva el riesgo de contraparte y de liquidación, y seguir fortaleciendo su robustez, profundidad y desarrollo.

En este sentido, los resultados del presente recuadro refuerzan la agenda que el BanRep viene impulsando tras la asistencia técnica del FMI en 2024, orientada a profundizar el desarrollo del mercado cambiario y a fortalecer la adopción de buenas prácticas. En particular, la constitución del Comité Local de Divisas de Colombia, liderado conjuntamente por el Banco de la República y

el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) facilitó la recolección de datos para la encuesta, y la participación activa de este comité en el Comité Global de Divisas, contribuyen a este proceso orientado a mejorar la coordinación con los agentes del mercado y a avanzar en la adopción de estándares internacionales, en línea con los principios del Código Global de Conducta del Mercado Cambiario (FX Global Code).

Bibliografía

Bank for International Settlements (BIS). (December 2025). *BIS Quarterly Review- International banking and financial market developments*.

Bank for International Settlements (BIS). (December 2025). *OTC derivatives statistics at end-June 2025*.

Botero Ramírez, Ó. D., Pérez Villalobos, J., & Barreto Ramírez, I. (2025). *Recuadro 1: Caracterización del mercado de NDF de TES - Reporte de Mercados Financieros, primer trimestre de 2025*. Retrieved from <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-mercados-financieros/recuadro-1-primer-trimestre-2025>

Ehlers, T., & Todorov, K. (December 2025). The concentration of clearing as a challenge for emerging market economy OTC Interest rate derivatives markets. In B. f. (BIS), *BIS Quarterly Review- International banking and financial* (p. 60).