



Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales



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

VERSIÓN PÚBLICA

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



Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales

Bogotá, D.C, 28 de noviembre de 2025

DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

CONTENIDO

1.	ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS	3
1.1.	Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas	3
1.2.	Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana	11
1.3.	Expectativas de política monetaria en Estados Unidos y la eurozona	19
1.4.	Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región.....	20
2.	EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	22
2.1.	Expectativas de TPM	22
2.2.	Expectativas de crecimiento económico.....	26
3.	PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO	28
4.	RECUADROS/ANEXOS	30
	Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros	30
	Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local	35
	Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local	37
	Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región.....	40
	Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos	41
	Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS y otras medidas de expectativas de inflación	43
	Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes	44
	Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional	44
	Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países	45

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

- Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las expectativas de inflación derivadas del mercado de deuda pública, del mercado de derivados y de las encuestas han aumentado significativamente, alejándose de la meta del 3% en el horizonte de dos años (Cuadro 1).
- Los títulos de deuda pública se han desvalorizado en un contexto de datos de inflación y de actividad que confirman una ralentización en el proceso desinflacionario y una fuerte demanda interna. Esto acompañado de una persistente incertidumbre fiscal y unas expectativas sobre un amplio ajuste del salario mínimo en 2026.
- Las expectativas extraídas de encuestas indican menos recortes de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en comparación con meses anteriores. Por su parte, las expectativas del mercado de derivados de tasa de interés muestran altas probabilidades de aumentos de la TPM en los próximos meses.
- Los inversionistas extranjeros vendieron TES en el mercado de contado y en el mercado a futuro. Las entidades públicas siguieron siendo las principales compradoras de TES durante el periodo.

Cuadro 1. Resumen de expectativas de inflación de corto plazo

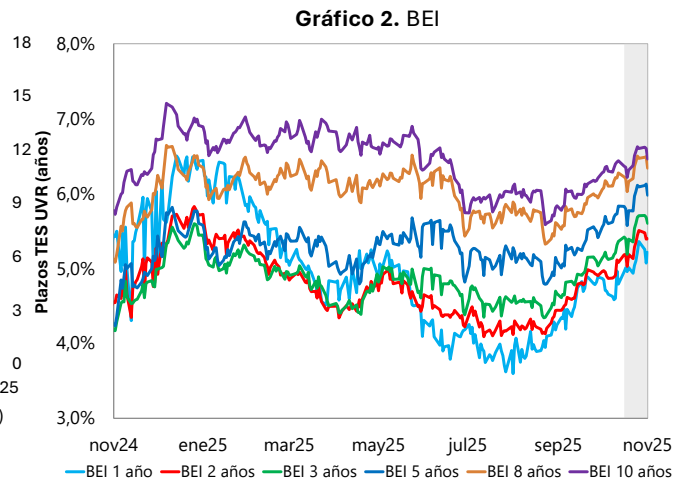
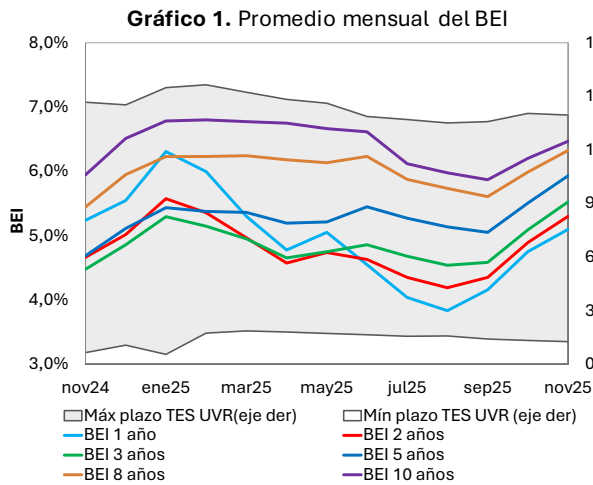
	Expectativas de mercado										Expectativas de encuestas												
	BEI		BEI desest.	BEI ajustado		FBEI	FBEI ajustado		Swap BEI		Total (otras encuestas)			Total (BanRep)			SAR (BanRep)						
	1 año	2 años	1 año	5 años	1 año	2 años	dic-26	2 años	dic-26	2 años	1 año	2 años	dic-25	1 año	dic-26	dic-25	1 año	dic-26	2 años	dic-25	1 año	dic-26	2 años
oct-25	4.75%	4.89%	4.74%	5.41%	4.24%	4.25%	4.76%	5.05%	4.27%	4.25%	4.92%	4.93%	5.28%	4.42%	4.28%	5.21%	4.35%	4.25%	3.70%	4.84%	4.12%	4.00%	3.37%
nov-25	5.09%	5.30%	4.98%	5.80%	4.90%	4.86%	5.11%	5.49%	4.93%	4.82%	5.56%	5.63%	5.38%	4.52%	4.51%	5.33%	4.47%	4.40%	3.83%	5.00%	4.39%	4.18%	3.67%
Variación (pb)	35	41	23	39	66	61	35	44	66	57	64	71	10	10	23	12	12	15	13	16	27	18	30

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

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

Las inflaciones implícitas en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation*, BEI) registraron incrementos en todos los plazos, manteniéndose por encima de la meta de inflación del BanRep. Estos aumentos podrían estar asociados al repunte de la inflación en octubre, que sugiere un estancamiento en el proceso desinflacionario, así como a las expectativas sobre el ajuste del salario mínimo para 2026, las persistentes preocupaciones fiscales (en un contexto en el que continúan las operaciones de manejo de deuda por parte del MHCP) y la dinámica de la demanda interna¹. Con corte al 20 de noviembre, el BEI calculado a partir de los TES denominados en pesos y en UVR mostró un incremento mensual promedio de 35 puntos básicos (pb) para el plazo de un año, alcanzando 5,09%. Para los plazos de cinco y diez años, los aumentos fueron de 42 pb y 27 pb, ubicándose en 5,93% y 6,47%, respectivamente (Gráfico 1). Adicionalmente, al comparar las tasas del 20 de noviembre con las observadas el 31 de octubre, se evidencia que los BEI a uno, cinco y diez años aumentaron en 28 pb, 29 pb y 16 pb, respectivamente, situándose en 5,07%, 6,13% y 6,60% (Cuadro 2 y Gráfico 2).

¹ 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%).



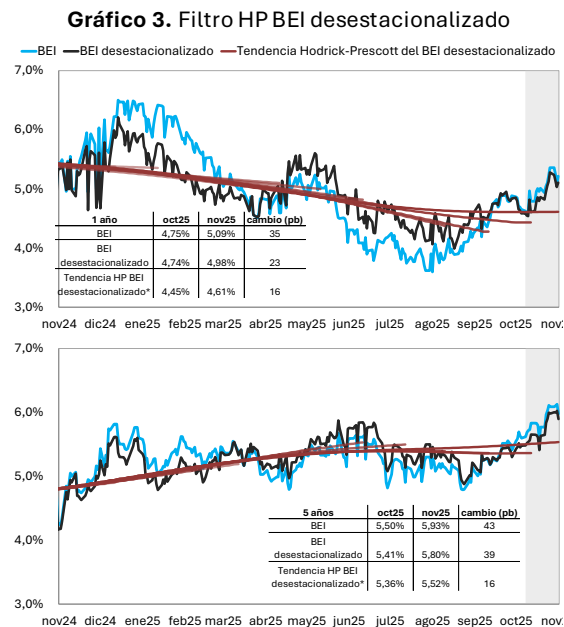
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

	Punto a punto (plazo en años)											
	TES pesos						TES UVR					
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
31oct25	9,45%	10,20%	10,76%	11,49%	12,01%	12,17%	4,65%	5,12%	5,40%	5,66%	5,74%	5,73%
19nov25	10,07%	10,83%	11,38%	12,08%	12,53%	12,63%	5,00%	5,44%	5,70%	5,95%	6,03%	6,03%
	Variaciones (pb)											
	63	63	62	59	51	46	35	32	30	29	30	30
Var. BEI	28	31	32	29	22	16						
BEI	5,07%	5,39%	5,68%	6,13%	6,49%	6,60%						

	Promedios mensuales											
	1	2	3	5	8	10	1	2	3	5	8	10
oct25	9,33%	10,02%	10,55%	11,27%	11,85%	12,05%	4,58%	5,13%	5,46%	5,77%	5,86%	5,85%
nov25*	9,70%	10,45%	11,01%	11,72%	12,21%	12,34%	4,61%	5,16%	5,49%	5,79%	5,88%	5,87%
	Variaciones (pb)											
	38	43	46	45	36	29	3	3	2	2	2	2
Var. BEI	35	41	43	42	34	27						
BEI	5,09%	5,30%	5,52%	5,93%	6,32%	6,47%						

*Información disponible al 20 de noviembre de 2025.



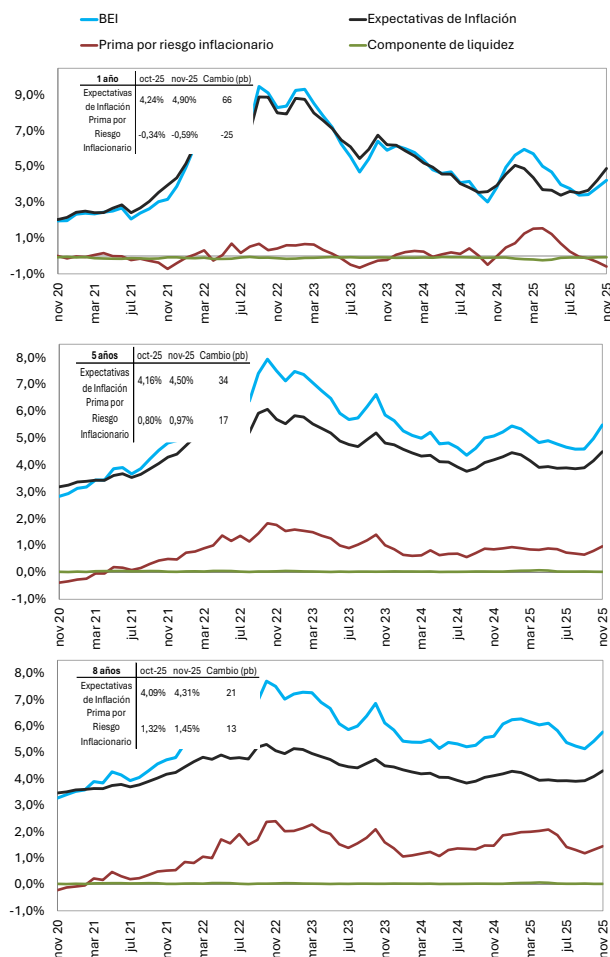
Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

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

Al ajustar el BEI por estacionalidad, se observan incrementos, aunque de menor magnitud. En particular, la tendencia del BEI ajustado estacionalmente muestra un aumento para el corto y mediano plazo. Con el fin de controlar por la estacionalidad de los TES denominados en UVR a inicio y fin de cada año (periodos en los que estos títulos suelen presentar mayores valorizaciones producto de las inflaciones mensuales altas), el Gráfico 3 presenta los BEI desestacionalizados a 1 y 5 años. Además, se muestra la tendencia de largo plazo del BEI desestacionalizado (estimada mediante un filtro de Hodrick-Prescott), estimada para cada uno de los últimos doce meses, lo que permite observar la velocidad de ajuste de las expectativas de inflación. El BEI desestacionalizado promedio aumentó a 4,98% para el plazo de un año (ant: 4,74%) y a 5,80% para el plazo de cinco años (ant: 5,41%). Por su parte, la tendencia promedio subió para el plazo de un año (obs: 4,61%; ant: 4,45%) y de cinco años (obs: 5,52%; ant: 5,36%).

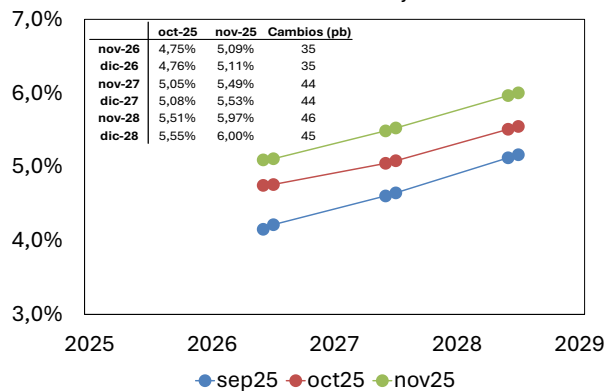
El componente de expectativas de inflación del BEI también registró un aumento. Este incremento está en línea con la sorpresa al alza del dato de inflación de octubre y con las expectativas crecientes impulsadas por factores como el ajuste del salario mínimo por encima de la inflación y la productividad, las persistentes preocupaciones fiscales y la sólida dinámica de la demanda interna. Considerando que los diferenciales de las tasas nominales y reales reflejan no solo expectativas de inflación, sino también la incertidumbre sobre estas expectativas y algunas potenciales fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta la descomposición del promedio del BEI² para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los TES UVR. Según esta metodología, las expectativas de inflación se ubicaron en 4,90% (ant: 4,24%), 4,50% (ant: 4,16%) y 4,31% (ant: 4,09%) para el próximo año y los siguientes 5 y 8 años, respectivamente.

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



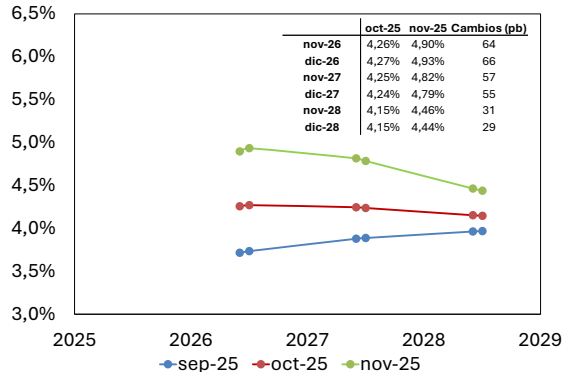
Fuentes: Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información proveniente de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio calculado con estos datos se ubicó en 4,23% (ant: 3,82%), 5,49% promedio de cada mes proveniente de Precia. (ant: 4,98%) y 5,78% (ant: 5,44%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

Gráfico 5A. FBEL sin ajuste



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

Gráfico 5B. FBEL neto de primas

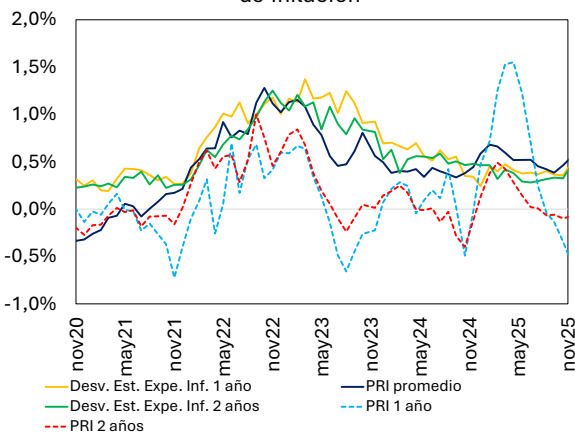


² Según Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano", las expectativas de inflación netas de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

Los Forward Break-Even Inflation (FBEI), tanto en su versión simple como ajustada por primas, registraron aumentos importantes para los próximos tres años. Todas las métricas continúan ubicándose por encima de la meta de inflación establecida por el BanRep. Para calcular las expectativas de inflación anual a 12 y 24 meses, así como al cierre de los próximos tres años³, y considerando que el BEI es un promedio de estas expectativas, el Gráfico 5A muestra la estimación de la inflación anual mediante la curva FBEI para los meses de noviembre de 2026, 2027 y 2028 los cuales se ubican en 5,09%, 5,49%, 5,97%, en su orden, y para diciembre de los mismos años que se ubican en 5,11%, 5,53% y 6,00%, respectivamente. El Gráfico 5B muestra estas mismas medidas, pero netas de la prima por riesgo inflacionario y de un componente de liquidez relativo de los TES en pesos frente a los denominados en UVR, ubicándose en 4,90%, 4,82%, 4,46%, 4,93%, 4,79% y 4,44% para los mismos plazos.

La prima por riesgo inflacionario (PRI) de corto plazo disminuyó y las de los demás plazos aumentaron. La disminución de la PRI de corto plazo, en un escenario de aumento de las expectativas de inflación, sugiere que el mercado descuenta con mayor probabilidad altos niveles de inflación a futuro. Por su parte, la desviación estándar de las expectativas de inflación a uno y dos años presentaron aumentos. Las PRI variaron -25 pb, +17 pb y +13 pb para los plazos de 1, 5 y 8 años, y se ubicaron en -0,59%, 0,97%, y 1,45%, en su orden (Gráfico 6). Por su parte, la dispersión de las expectativas de inflación a uno y dos años de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep se ubicaron en 0,50% y 0,48%, respectivamente (ant: 0,36% y 0,32%, Gráfico A4.5)⁴.

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



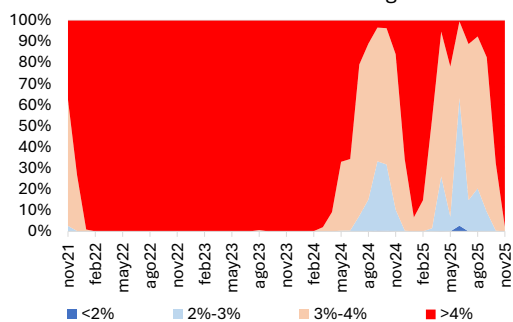
Fuente: BanRep.

Para el horizonte de un año, el escenario más probable es que las expectativas de inflación del mercado y de las encuestas se ubiquen por encima del 4%. A dos años, también se observa un aumento en la probabilidad de que las expectativas de inflación se mantengan por encima del 3%. Empleando la distribución del BEI ajustado por primas y ajustando una distribución a las respuestas de la EME, se estima que la probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a un año se encuentre por encima del 4% es de 97,87% (ant: 67,55%) y de 84,62% (ant: 85,00%), respectivamente (Gráfico 7.1 y 7.2). Para el horizonte de dos años, la probabilidad de que las expectativas de inflación se encuentren por encima de este valor es de 100% (ant: 72,86%) y de 19,44% (ant: 11,11%), según el BEI ajustado y la EME, en su orden (Gráfico 7.3 y 7.4).

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

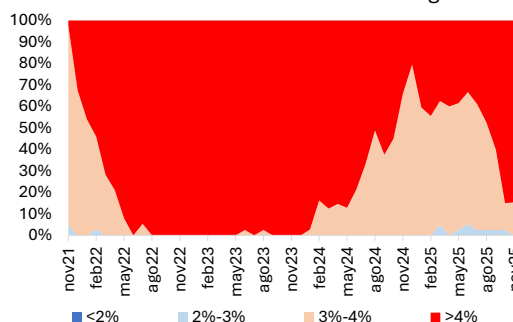
⁴ Christensen, J & Ruiz, C. (2024) muestran que las primas por riesgo inflacionario en Colombia están influenciadas por factores internacionales. Esta prima surge de restar la prima por término de la curva de TES en UVR a la prima a término de la curva de TES en pesos.

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



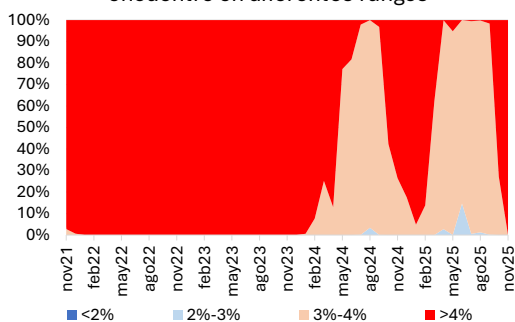
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
oct-25	0,00%	0,33%	32,12%	67,55%
nov-25	0,00%	0,00%	2,13%	97,87%

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



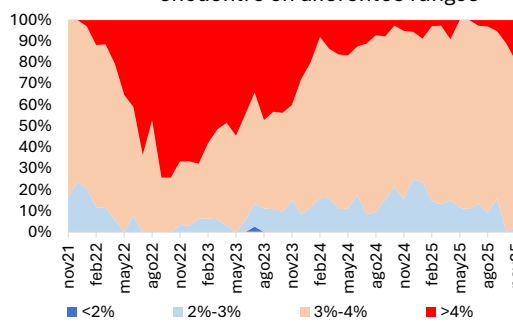
Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
oct-25	0,00%	2,50%	12,50%	85,00%
nov-25	0,00%	0,00%	15,38%	84,62%

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



Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
oct-25	0,00%	0,00%	27,14%	72,86%
nov-25	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%

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



Fecha	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
oct-25	0,00%	0,00%	88,89%	11,11%
nov-25	0,00%	2,78%	77,78%	19,44%

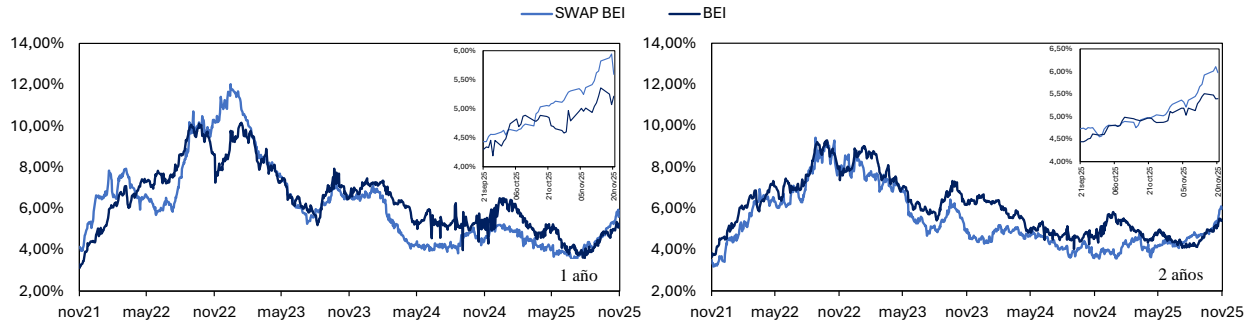
Fuentes: BanRep. **Nota:** Para más detalle sobre la metodología ver el Anexo 10 del documento *Determinantes de las Dinámicas de los Mercados de Capitales* de agosto de 2024.

Las expectativas de inflación implícitas en los contratos de derivados a uno y dos años aumentaron, en línea con las demás expectativas de inflación del mercado. Por su fuente de información, este indicador no se ve afectado por las estrategias de manejo de deuda implementadas por el MHCP, lo que permite extraer información de expectativas de inflación excluyendo el efecto de estas operaciones. El Gráfico 8 presenta las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los *swaps* UVR (*swap* BEI⁵), frente al BEI a 1 y 2 años. Desde la última reunión de la JDBR, y con información hasta el 20 de noviembre, los *swaps* BEI promedio mensual a 1 y 2 años subieron cada uno 64 pb y 71 pb, y se ubicaron en 5,56% y 5,63% (ant: 4,92% y 4,93%), respectivamente⁶.

⁵ Se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los *swap* IBR UVR, para más detalle consultar el Recuadro 1. Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros, publicado en el [Informe de Política Monetaria](#) de diciembre de 2020. El mercado *swap* de IBR/UVR se caracteriza por concentrar sus operaciones en el mercado externo y a plazos relativamente cortos (menores a 2 años), además se distingue porque sus contrapartes están altamente concentradas en pocos bancos locales e internacionales.

⁶ La medida forward del primer al segundo año aumentó (obs: 5,71%, ant: 4,94%).

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



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, el Indicador Común de Expectativas de Inflación⁷ (ICEI), que refleja la dinámica común de las expectativas de inflación provenientes del mercado y de encuestas, continuó aumentando para todos los plazos (Gráficos 9 al 12). A mediano y largo plazo, la dinámica común de las expectativas excluyendo los BEI y FBEI, superan las del indicador incluyendo todas las medidas.

Gráfico 9. ICEI de corto plazo

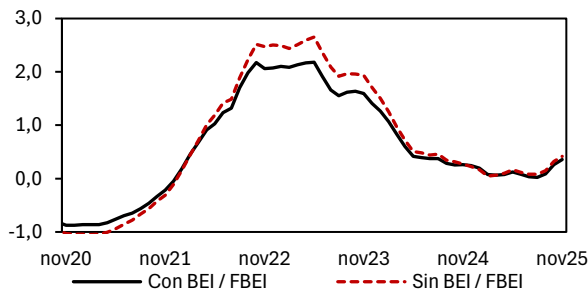


Gráfico 10. ICEI de mediano plazo

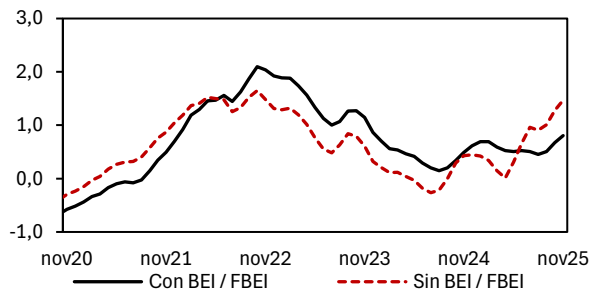


Gráfico 11. ICEI de largo plazo

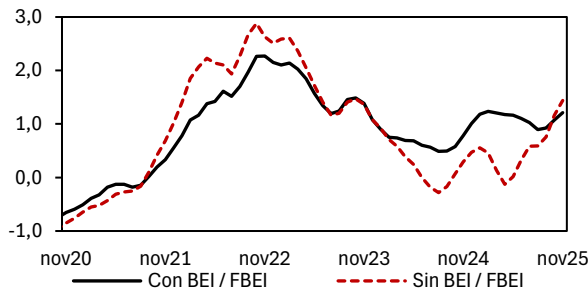
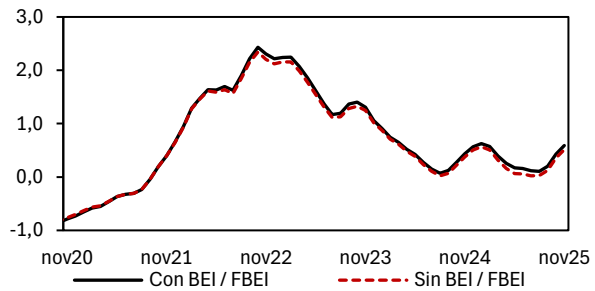


Gráfico 12. ICEI a todos los plazos



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

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

Las expectativas de inflación total, básica y sin alimentos ni regulados (SAR), provenientes de encuestas, aumentaron en todos los plazos. En el caso de las expectativas de inflación total, el valor promedio⁸ se incrementó respecto al mes anterior para finales de 2025 (de 5,25% a 5,36%), a 12 meses (de 4,39% a 4,50%), en 2026 (de 4,27% a 4,47%) y a 24 meses (de 3,70% a 3,83%). De manera similar, la última EME mostró aumentos en la inflación SAR y sin alimentos para todos los horizontes (Gráficos 13 al 16).

Gráfico 13. Inflación esperada para cierre 2025 según encuestas

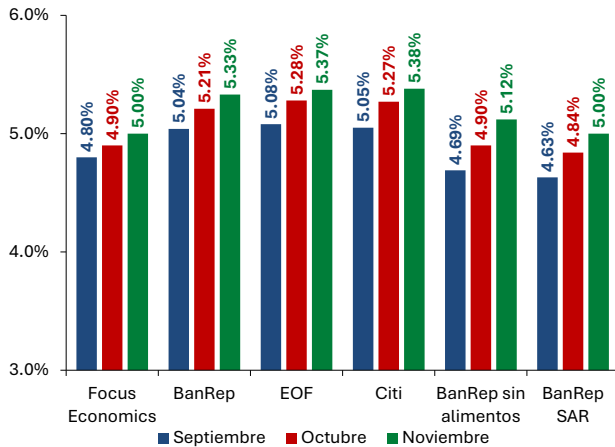


Gráfico 14. Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas

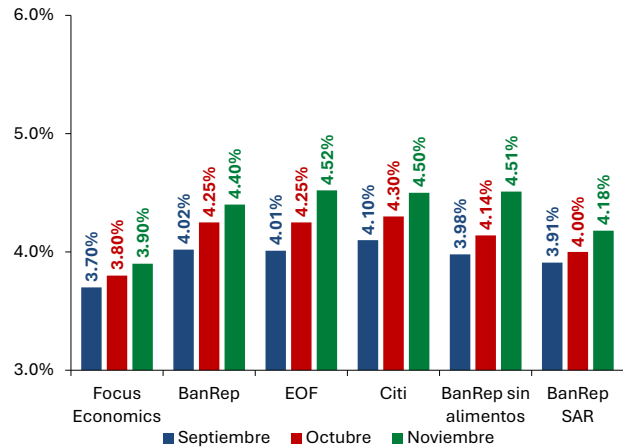


Gráfico 15. Inflación esperada a 12 meses según encuestas

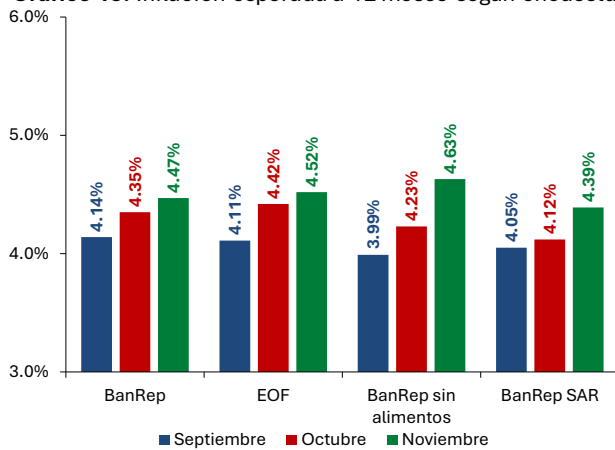
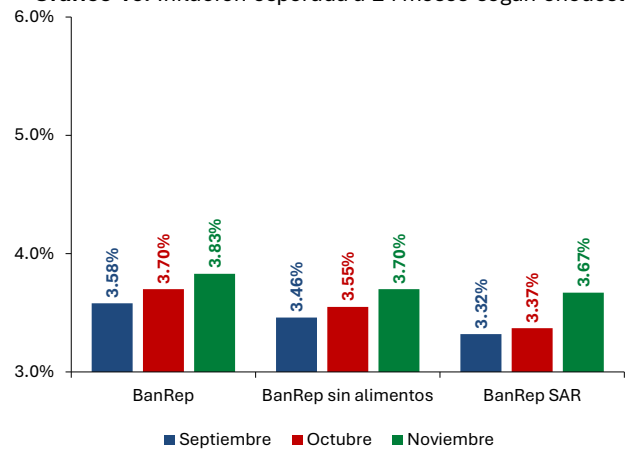


Gráfico 16. Inflación esperada a 24 meses según encuestas



Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados. Los pronósticos de Focus Economics incluyen datos recolectados hasta el 2 de noviembre. La encuesta del BanRep se realizó entre el 11 y el 13 de noviembre. La EOF se publicó el 20 de noviembre con datos recolectados entre el 11 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 24 de noviembre.

⁸ Para fin de año, se muestra un promedio de las encuestas disponibles, excluyendo a Focus Economics dado el rezago en la recolección de sus datos. Si se tiene en cuenta además la encuesta de Focus Economics, la expectativa promedio para 2025 aumentó de 5,17% a 5,27%, y para 2026 aumentó de 4,15% a 4,33%.

En octubre, la inflación mensual sin alimentos y SAR superaron tanto las expectativas del mercado como el registro del mismo mes en 2024. Para noviembre, los analistas anticipan que ambas medidas de inflación básica se ubiquen por debajo de los niveles observados en el mismo periodo del año anterior. En octubre, la inflación sin alimentos se ubicó en 0,30% m/m, superando el pronóstico de los analistas encuestados por la EME (0,17%) y el dato de octubre de 2024 (0,01%)⁹. Por su parte, la inflación SAR se situó en 0,30%, por encima de lo esperado (0,17%) y del dato de 2024 (0,14%)¹⁰. Para noviembre, los analistas proyectan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,25% m/m y la SAR en 0,28%, lo que representaría un nivel inferior al de noviembre de 2024¹¹ (Gráfico 17 y 18).

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

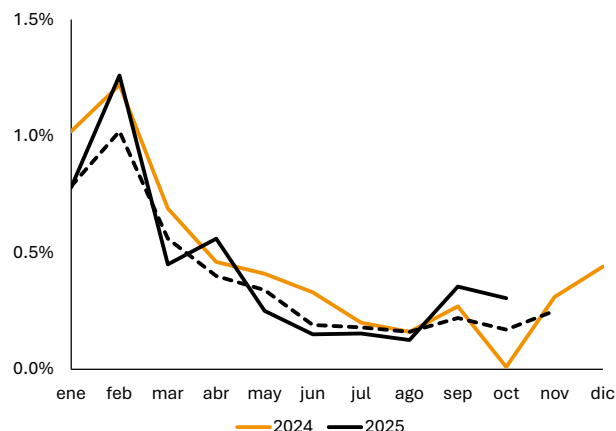
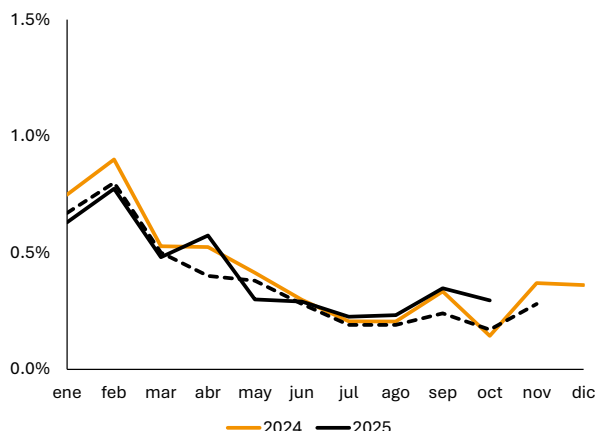


Gráfico 18. Inflación mensual SAR y expectativas (EME)



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

En síntesis, las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros aumentaron durante el periodo, comportamiento similar al observado en las expectativas provenientes de encuestas. Estas medidas se continúan alejando del 3% en el horizonte de dos años. El incremento en las expectativas, tanto en encuestas como en mercados financieros, está en línea con el repunte de la inflación registrado en los últimos meses y con las proyecciones sobre el ajuste del salario mínimo para 2026¹², en un contexto de alta indexación de precios a nivel local. Adicionalmente, las persistentes preocupaciones fiscales, como se evidencia en la actualización de las perspectivas del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF)¹³, y la dinámica de la demanda interna también contribuyeron a este aumento.

Los promedios mensuales de los swap BEI a 1 y 2 años se ubicaron en niveles superiores a los registrados tanto en las encuestas como en el mercado de deuda. Mientras que las expectativas de inflación a un año provenientes de encuestas se encuentran por debajo de las implícitas en el mercado de deuda. Dichas expectativas aumentaron en 10 pb y 23 pb, para diciembre de 2025 y diciembre de 2026, respectivamente. A doce meses, las encuestas muestran una expectativa de 4,50% (ant: 4,39%), mientras que la expectativa a un año que se extrae de la descomposición del BEI (libre de primas) se ubica en 4,90% (ant: 4,24%). A 24 meses, la EME indica

⁹ Y se mantuvo por debajo del registro de 2022 (0,60%) pero por encima del 2023 (0,26%).

¹⁰ Y se mantuvo por debajo del registro de 2022 (0,57%) pero por encima del 2023 (0,28%).

¹¹ Y al observado en los mismos meses de 2022 y 2023.

¹² Este aumento también puede incorporar la expectativa de una mayor inflación para el cierre de 2025.

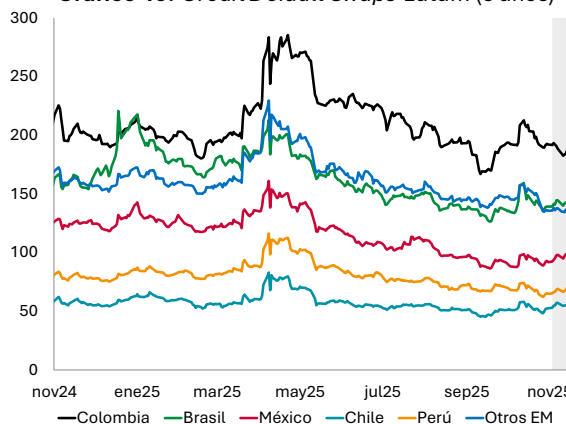
¹³ El CARF, en su más reciente informe de seguimiento fiscal, señaló lo siguiente: i) La deuda bruta fue corregida al alza hasta 66% del PIB, desde el 63,9% publicado por el MHCP en octubre, ubicándose en su nivel más alto en la historia reciente. ii) Se proyecta que en 2025 el déficit primario sería de 3,4% (vs. meta del MFMP de 2,4%). iii) Se estima que el déficit total alcanzaría 6,7% del PIB en 2025 (vs. meta de 7,1%). Adicionalmente, durante el periodo se presentó ante el Congreso la Ley de Financiamiento; algunos analistas consideran poco probable su aprobación, lo que dejaría desfinanciado el presupuesto de 2026.

una expectativa de 3,83% (ant: 3,70%), mientras que el FBEI neto de primas a este plazo se ubica en 4,93% (ant: 4,27%)¹⁴.

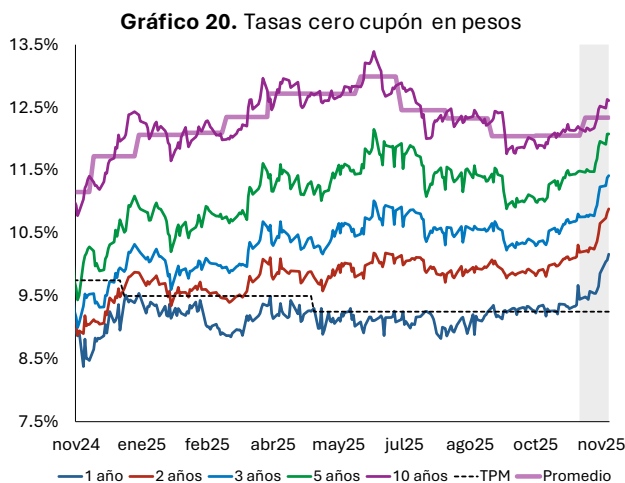
1.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Al comparar las tasas de los TES en pesos entre el 31 de octubre y el 20 de noviembre, se observa un aplanamiento en la curva, resultado de una mayor desvalorización en los títulos de corto plazo frente a los de largo plazo. Esta dinámica en el tramo corto responde al dato de inflación de octubre (5,51%), que superó tanto las expectativas del mercado (5,47%) como el registro previo (5,18%); al resultado del PIB del 3T25 (3,60% a/a) que superó tanto la expectativa del mercado (3,20% a/a) como el registro previo (2,10% a/a); a expectativas de un aumento significativo del salario mínimo para 2026; a la postura cautelosa del BanRep; y a declaraciones de algunos miembros de la JDBR que se interpretaron por el mercado como *hawkish*. Por su parte, las desvalorizaciones en el tramo largo se dan en un contexto de persistente incertidumbre fiscal, como se mencionó en la sección anterior. Todo esto mientras continúan las operaciones de manejo de deuda por parte del MHCP, con expectativa de que se mantengan (como se evidencia más adelante en la dinámica de flujos de las entidades públicas). Finalmente, las primas de riesgo para Colombia aumentaron, reflejado en el incremento de 10 pb en el CDS a 5 años durante lo corrido de noviembre, comportamiento que estuvo en línea con la tendencia observada en la mayoría de los países de la región¹⁵.

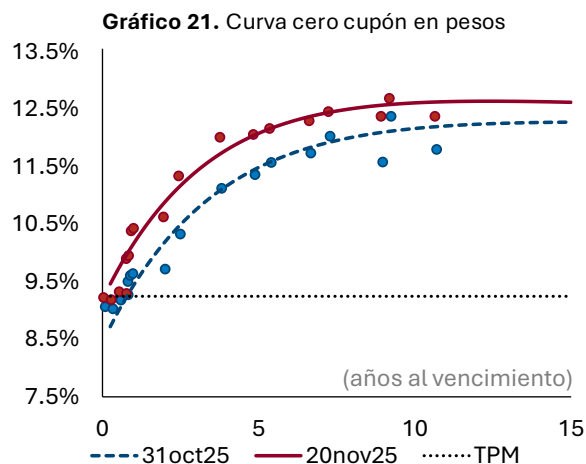
Gráfico 19. Credit Default Swaps Latam (5 años)



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



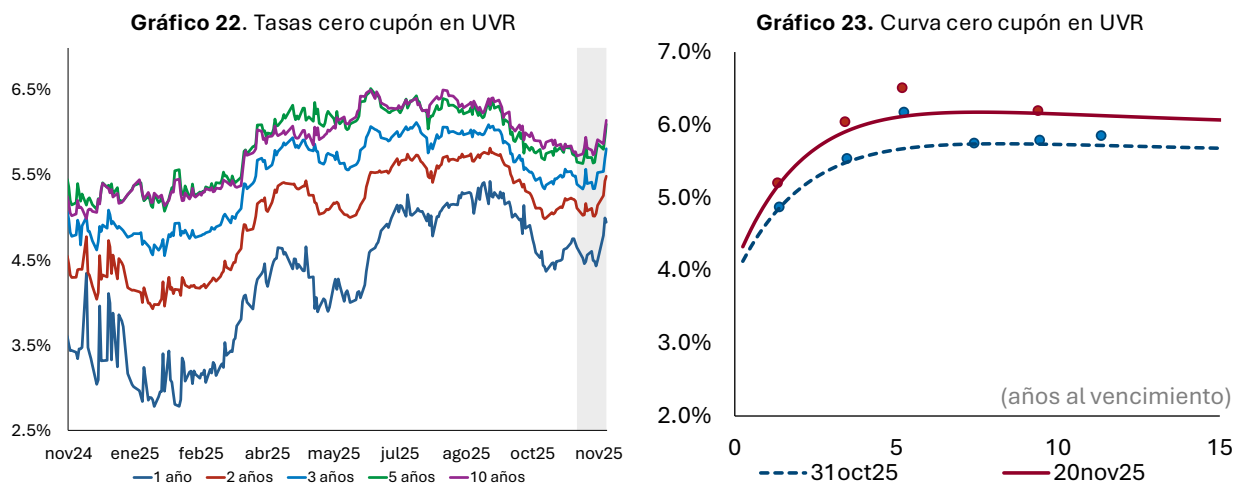
Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep. Notas: i) si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos; ii) la línea detrás de la serie morada corresponde al promedio mensual de la tasa de diez años.



¹⁴ A diciembre de 2026, las encuestas indican una expectativa promedio de 4,51% (ant: 4,28%), mientras que el FBEI a 2026 neto de primas se ubica en 5,11% (ant: 4,76%) para el mismo plazo.

¹⁵ En cuanto a la región, el CDS a 5 años aumentó en México 11 pb, en Perú 9 pb, en Brasil 7 pb y en Chile 1 pb. Por su parte, en una muestra de países emergentes, según el índice CDX.EM, el CDS subió 4 pb.

Por su parte, la curva de TES denominados en UVR se empinó debido a mayores desvalorizaciones en el tramo largo frente al corto, al comparar las tasas del 31 de octubre con las del 20 de noviembre. Este comportamiento estuvo en línea con el desempeño desfavorable de la curva en pesos.



Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

Desde la última reunión de la JDBR, y con datos al 20 de noviembre, los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas de TES denominados en pesos por COP 1,3 billones (b), principalmente en referencias del tramo largo¹⁶ de la curva (COP 715 miles de millones, mm)¹⁷. Por el contrario, en TES denominados en UVR, compraron en neto COP 471 mm en el mercado de contado, principalmente en el tramo medio-corto¹⁸ (COP 490 mm). De esta manera, en lo corrido del 2025 acumulan compras netas por COP 703 mm en el mercado de contado de TES, excluyendo los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería¹⁹. (Gráfico 24). Así, mantuvieron la tendencia vendedora observada desde mayo, con lo cual continuó disminuyendo su participación en el saldo total de TES en circulación. Con corte a noviembre, se ubicaron nuevamente como el cuarto grupo con mayores tenencias (15,8% del total), consolidando la pérdida del tercer lugar frente a las sociedades fiduciarias (Gráfico 25).

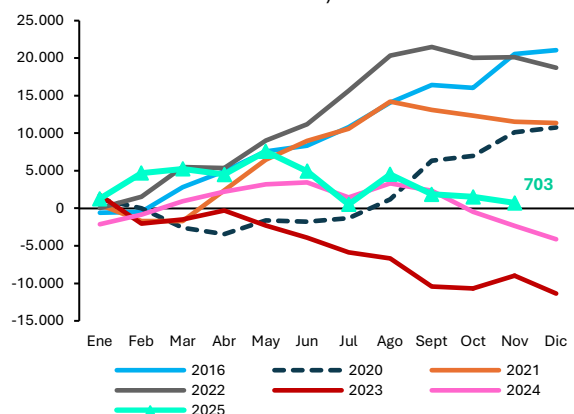
¹⁶ Referencias con plazo al vencimiento mayor o igual a 15 años.

¹⁷ En TES denominados en pesos del tramo corto (0-2 años), medio-corto (2-5 años), medio (5-10 años) y medio-largo (10-15 años), presentaron flujos netos por COP -179 mm, COP -206 mm, COP 117 mm y COP -308 mm, respectivamente.

¹⁸ Referencias con plazo al vencimiento entre 2 y 5 años.

¹⁹ En septiembre de 2025, el MHCP recibió recursos en francos suizos de un grupo de bancos extranjeros, a cambio de Tesoros y deuda pública colombiana en pesos y en dólares. En títulos de deuda pública local, entregó TCO y TES de largo plazo por un monto de COP 32 b a estos bancos. [Ver comunicado.](#)

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

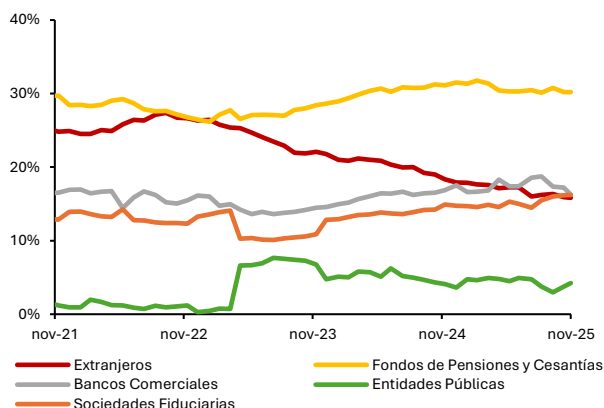


Fuente: BanRep.

Nota: * Se incorpora los últimos 4 años y se agregan los flujos de 2016 por ser un periodo** La serie para los inversionistas extranjeros excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

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

Gráfico 25. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR



Fuente: BanRep.

Nota: * Se incorpora los últimos 4 años y se agregan los flujos de 2016 por ser un periodo** La serie para los inversionistas extranjeros excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

Las autoridades monetarias y fondos mutuos lideraron las ventas de los inversionistas extranjeros desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 26)²⁰. Se observa una recomposición de la base de inversionistas domiciliados en el exterior hacia los fondos mutuos y bancos extranjeros en lo corrido de 2025²¹. Desde la última reunión de la JDBR, las autoridades monetarias y los fondos mutuos vendieron en neto títulos por COP 404 mm y COP 360 mm, respectivamente. Mientras que, en el acumulado del año, los fondos mutuos y bancos extranjeros han realizado compras netas por COP 1,9 b cada uno.

Además, los inversionistas extranjeros clasificados como indexados²² y no-indexados al índice GBI-EM Global Diversified²³ realizaron ventas netas de TES en pesos por COP 848 mm y COP 442 mm, respectivamente, desde la última reunión de la JDBR²⁴ (Gráfico 27). Por su parte, en TES denominados en UVR, los inversionistas no-indexados demandaron en neto COP 471 mm. Las ventas de los inversionistas extranjeros se dieron en un contexto en el que los flujos del lado comprador continúan estando concentrados por operaciones de entidades públicas. Además, persisten algunos riesgos en los frentes local e internacional, entre los que se destacan la incertidumbre fiscal en Colombia, que se suma a las tensiones geopolíticas a nivel global, los cuales podrían llegar a presionar a la baja los flujos de los inversionistas extranjeros en el futuro.

²⁰ A noviembre de 2025, la participación por tipo de inversionista extranjero dentro del total de tenencias en TES de extranjeros, excluyendo los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería, es de 43% para los fondos mutuos, 22% para los fondos de pensiones internacionales, 13% para las autoridades monetarias, 7% para los fondos soberanos, 5% para los bancos extranjeros, 3% para las compañías de seguros internacionales, y 7% para los demás tipos de agentes.

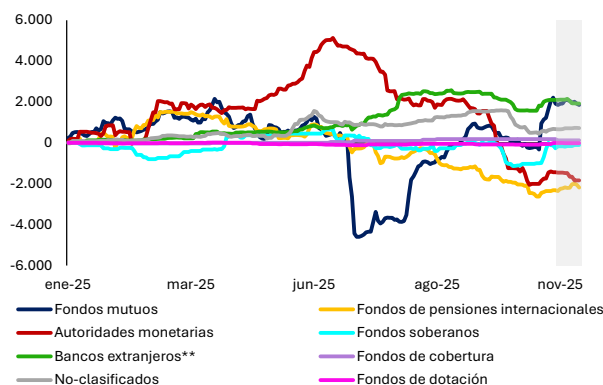
²¹ Excluyendo los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

²² 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.

²³ 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

²⁴ Esta metodología permite clasificar a los administradores de fondos que invierten en TES; sin embargo, no controla por movimientos específicos o discrecionales que puedan presentarse en determinados fondos gestionados por un administrador.

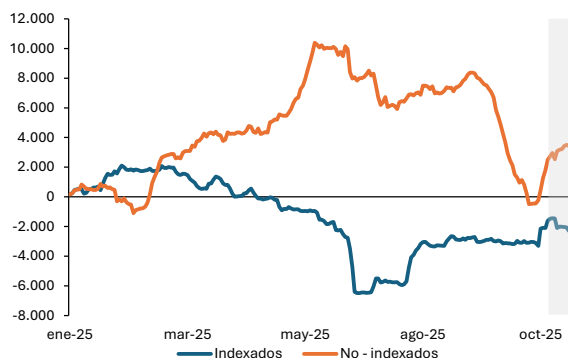
Gráfico 26. Flujos netos acumulados por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (COP mm)



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

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

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



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

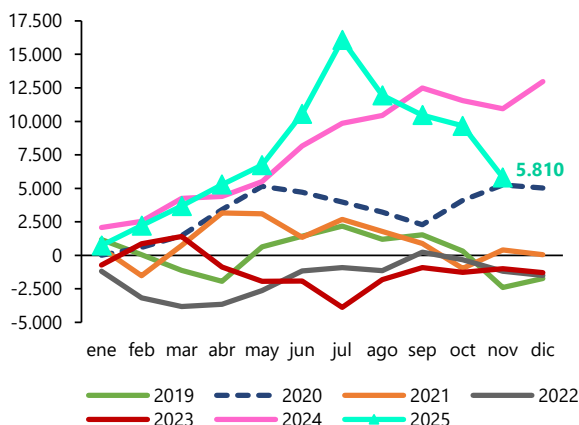
** Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

Por otro lado, los inversionistas extranjeros continuaron disminuyendo su posición compradora en contratos *Non-Delivery Forward* (NDF) de TES²⁵ en noviembre por una magnitud importante. Esta disminución se dio en mayor parte por cuenta de vencimientos de contratos de compra por COP 3,9 b desde la última reunión de la JDBR (Gráfico 28), lo cual llevó a su posición compradora a ubicarse en COP 21,6 b al 20 de noviembre. De acuerdo con la información reportada por las contrapartes locales al BanRep, estos vencimientos se concentraron en referencias del tramo corto y medio-corto²⁶ de la curva de TES en pesos (COP 3,1 b). En cuanto a sus contrapartes locales, los bancos comerciales fueron el tipo de entidad con la que concentraron la disminución en su posición durante el periodo (COP 4,9 b), factor que podría estar relacionado con las ventas de estos agentes en el mercado de contado de TES durante el periodo, como se detalla más adelante. Por su parte, con las corporaciones financieras y las sociedades comisionistas de bolsa aumentaron su posición en COP 503 mm y COP 498 mm, respectivamente. La no renovación de estos contratos podría estar relacionada con menores expectativas de valorizaciones de los TES por parte de los inversionistas en este mercado.

²⁵ Un NDF de TES es un contrato futuro *Over-the-Counter* (OTC) en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio pactado en la fecha de negociación del contrato. Son derivados OTC, por lo que las negociaciones se llevan a cabo mediante acuerdos bilaterales entre las partes interesadas. Al ser *Non-Delivery*, la liquidación se realiza por compensación. Es decir, a su vencimiento se compara el precio pactado en el contrato con el precio de mercado del TES subyacente, y se paga la diferencia a la parte que corresponda (no hay entrega del TES). A modo de ejemplo, si al vencimiento del contrato, el precio en el mercado de contado del TES subyacente es mayor al precio pactado en el NDF de TES, el comprador del contrato recibe el diferencial entre los dos precios multiplicado por el monto.

²⁶ El tramo corto incluye las referencias con plazo al vencimiento menor a 2 años, y el medio corto, las que tienen un plazo al vencimiento entre 2 y 5 años.

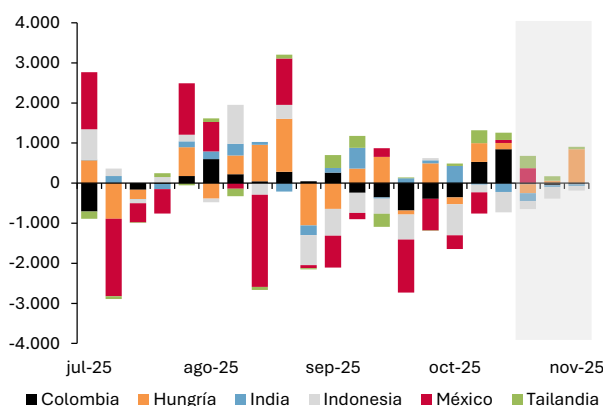
Gráfico 28. Cambio en la posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año (COP mm)



Fuente: Reporte de las entidades locales al BanRep.

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

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

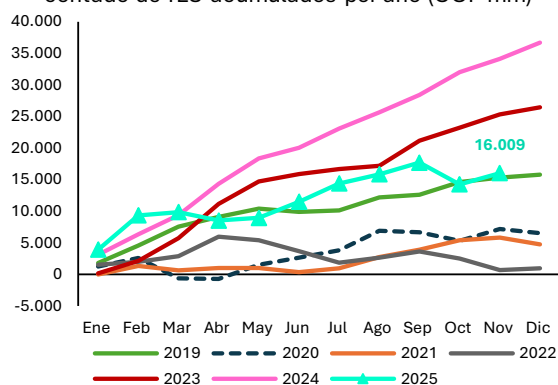


Fuente: IIF y BanRep. La serie de Colombia se calcula con base en la información del Depósito Central de Valores (DCV) de los flujos diarios a valor de mercado de los inversionistas extranjeros en TES, convertidos a dólares con la tasa de cambio del día anterior a la fecha de negociación de cada flujo. Nota: Los flujos de compra en Colombia durante las dos primeras semanas de septiembre se deben a las operaciones de Tesorería con bancos extranjeros.

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

A nivel global, durante noviembre se registraron flujos de compra de inversionistas extranjeros en títulos de deuda²⁷ para algunos países de una muestra de emergentes (Gráfico 29). En el caso de Colombia se han observado salidas de capital durante el año, en un entorno de comportamientos mixtos entre los países de la muestra. Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF) con corte al 20 de noviembre, desde la última reunión de la JDBR países como Hungría, Tailandia y México han presentado compras netas por USD 681 m (0,38% del saldo total de deuda pública en ese país²⁸), USD 471 m (0,14%) y USD 373 m (0,04%), respectivamente.

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



Fuente: BanRep.

Los FPC registraron compras netas de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR, retomando la tendencia compradora de meses previos (Gráfico 30). Durante el periodo, los FPC compraron en neto TES en pesos por COP 1,9 b, principalmente en referencias de los tramos medio y largo de la curva (COP 945 mm y COP 941 mm, respectivamente). Además, realizaron ventas netas de TES denominados en UVR por COP 128 mm, principalmente en referencias del tramo medio-corto²⁹ de la curva (COP -334 mm)³⁰. De esta manera, se mantienen como los principales

²⁷ Los datos del IIF incluyen flujos en títulos de deuda en moneda local y extranjera.

²⁸ Fuente: Haver Analytics. Información a octubre de 2025.

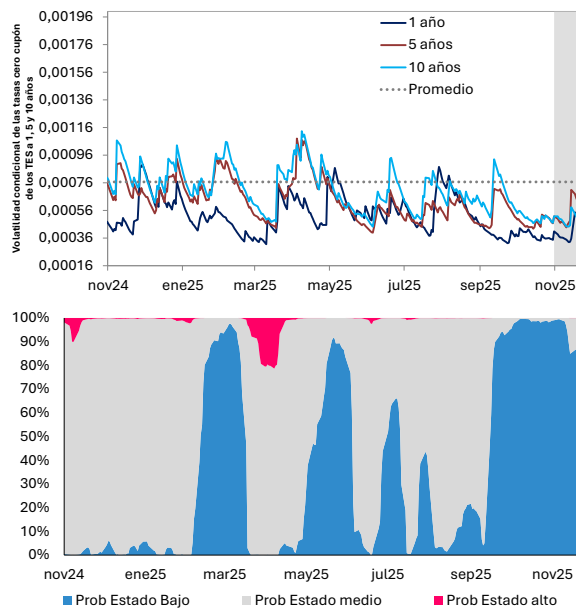
²⁹ El tramo medio corto incluye las referencias con plazo al vencimiento entre 2 y 5 años, el tramo medio las que tienen plazo al vencimiento entre 5 y 10 años, y el tramo largo las de plazo mayor a 15 años.

³⁰ En TES denominados en UVR del tramo corto (0-2 años), medio (5-10 años), medio-largo (10-15 años) y largo (>15 años) presentaron flujos netos por COP -156 mm, COP 154 mm, COP 123 mm y COP 85 mm, respectivamente.

tenedores de TES (30,2% del total de TES en circulación³¹).

Desde la última reunión de la JDBR, las entidades públicas fueron los mayores compradores netos de TES. Por su parte, los bancos comerciales fueron los mayores vendedores netos por COP 2,1 b. En noviembre, las entidades públicas compraron en neto títulos por COP 5,6 b. Por su parte, los bancos comerciales concentraron sus ventas netas en las referencias de los tramos corto y medio de la curva (COP 2,0 b y COP 1,1 b, respectivamente). Estas ventas podrían estar asociadas con la disminución observada en la posición compradora de los inversionistas extranjeros en NDF de TES durante el periodo, dado que los bancos comerciales suelen actuar como sus contrapartes en este mercado.

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



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

La volatilidad promedio del mercado de TES en pesos aumentó en noviembre y se mantiene con mayor probabilidad en un nivel de volatilidad bajo (Gráfico 31). La mayoría de las métricas de liquidez se deterioraron. En particular, los Bid-Ask Spread (BAS) promedio de los TES en pesos y en UVR se ubicaron por encima de los niveles observados en octubre, mientras que la profundidad promedio disminuyó para la referencia en pesos y aumentó para la de UVR. Los BAS continúan reflejando niveles de liquidez inferiores a los registrados en los cinco años previos a la pandemia de Covid-19, mientras que la profundidad ya se ubica en niveles superiores³² (Anexo 2 – Gráficos 32 al 35).

³¹ Para el cálculo de este porcentaje se excluyen los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

³² Al 20 de noviembre, los BAS promedio diario del mes se ubicaron en 6,95 pb para los TES en pesos y 9,87 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 4,98 pb y 6,67 pb observados durante octubre, y los niveles promedio de 2,72 pb y 3,51 pb registrados durante los cinco años prepandemia. Por otro lado, durante el último mes la profundidad promedio del mercado de TES en pesos disminuyó de COP 168,26 mm a COP 150,50 mm, y la de los TES denominados en UVR aumentó de COP 144,06 mm a COP 148,87 mm. Durante los cinco años prepandemia la profundidad promedio de estos mercados se ubicó en COP 131,11 mm y COP 68,90 mm, respectivamente (Gráfico A2.4).

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

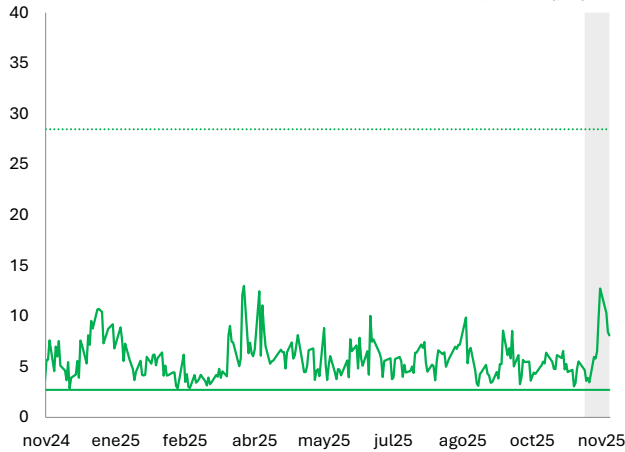
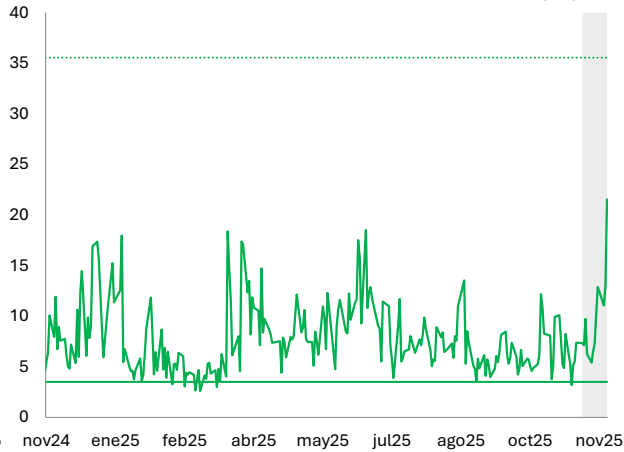


Gráfico 33. Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)



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

Gráfico 34. Profundidad promedio TES en pesos (COP mm)

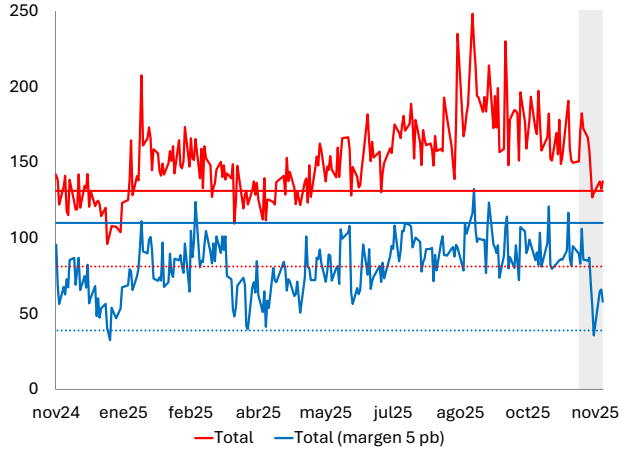
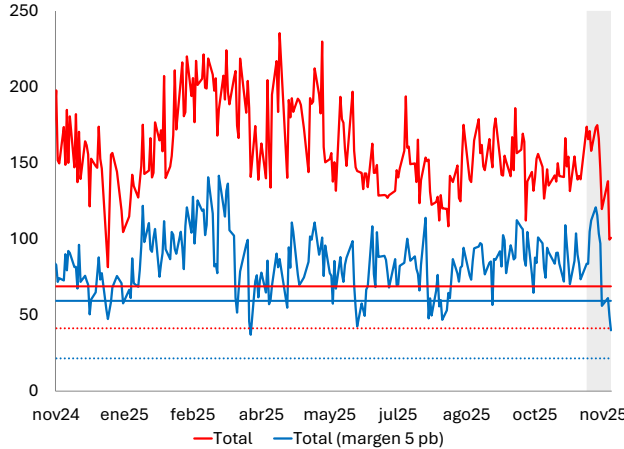
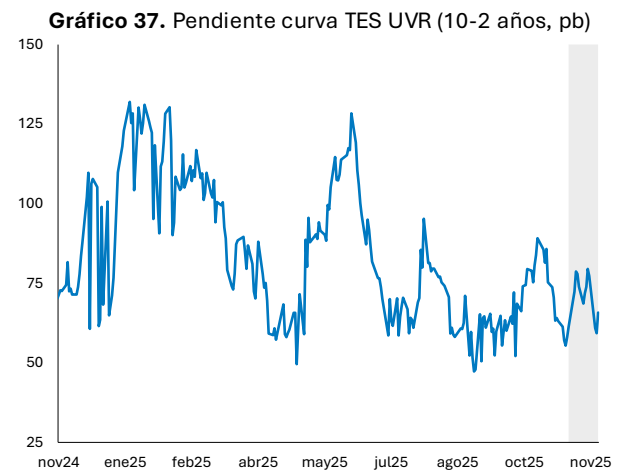
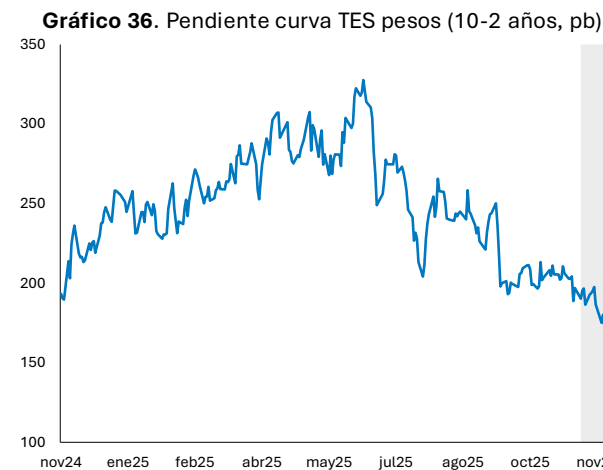


Gráfico 35. Profundidad promedio TES en UVR (COP mm)



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

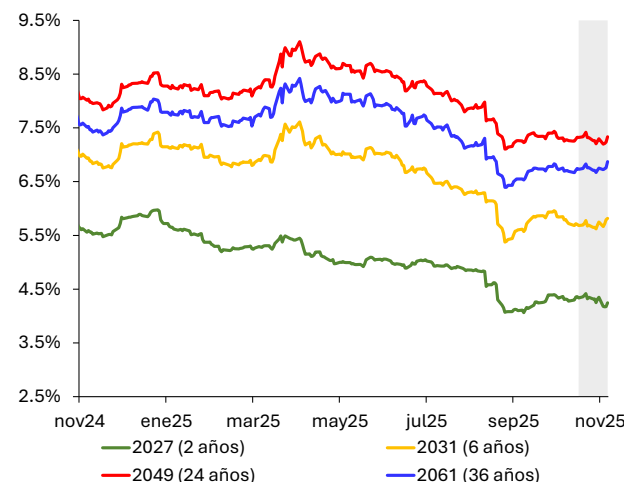
La curva de los TES denominados en pesos se aplanó, mientras que la pendiente de la curva UVR se empinó. Durante este periodo, la pendiente 10 años – 2 años se redujo en 25 pb, alcanzando un nivel de 172 pb en la curva de TES pesos, por otra parte, la de TES en UVR subió 4 pb, hasta un nivel de 66 pb (Gráficos 36 y 37).



Fuentes: SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep.

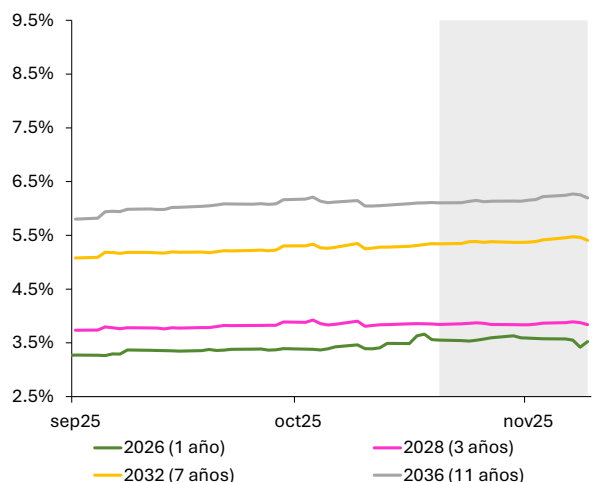
En noviembre, los títulos de deuda soberana colombiana denominados en dólares y en euros presentaron menores desvalorizaciones que los denominados en pesos, al comparar las tasas del 31 de octubre con las del 20 de noviembre. Así, la diferencia de tasas entre los bonos en pesos y moneda extranjera aumentó. Además, el MHCP recompró bonos en dólares por USD 4.000 m durante el mes³³. Desde la última reunión de la JDBR, las tasas de los títulos en dólares con vencimientos a 2, 6, 24 y 36 años presentaron variaciones de -9 pb, 14 pb, 1 pb y 14 pb, respectivamente (Gráfico 38), mientras que los denominados en euros presentaron variaciones de -3, 0, 6 y 9 pb para los plazos de 1, 3, 7 y 11 años (Gráfico 39), en su orden. En ese período, el margen entre la deuda pública local y externa en dólares a 10 años aumentó 53 pb, mientras que el margen de la deuda pública local y la denominada en euros aumentó 33 pb (Gráfico 40).

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



Fuente: Bloomberg.

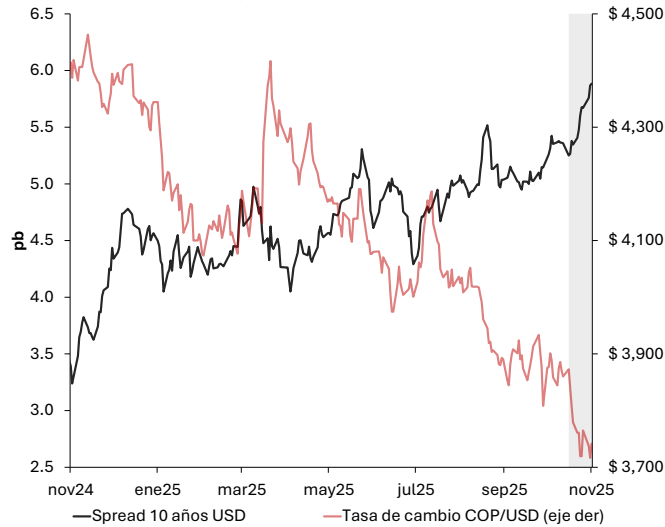
Gráfico 39. Tasas de la deuda pública externa en EUR por referencia



Fuente: Bloomberg.

³³ El 21 de noviembre, el MHCP realizó la emisión de tres nuevas referencias de bonos globales denominados en euros con vencimiento en 2030, 2034 y 2038, por EUR 2.000 millones con el objetivo de financiar parte de la recompra de bonos en dólares anunciada el 14 de noviembre por USD 4.000 m el MHCP sobre referencias con vencimientos en 2026, 2027, 2033, 2035 y 2053.

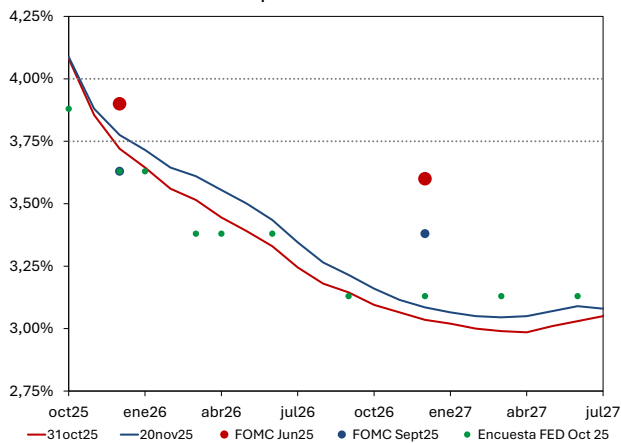
Gráfico 40. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años vs. Tasa de cambio (COP/USD)



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

Gráfico 41. Senda esperada tasa de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg y Fed.

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

Durante noviembre, las expectativas del mercado de futuros sobre las tasas de los fondos federales se ajustaron al alza para el cierre de 2025, descontando estabilidad en el rango actual, mientras que para 2026 esperan recortes por 75 pb (ant: 50 pb). Las expectativas de política monetaria pasaron a descontar estabilidad en la tasa para la reunión de diciembre de 2025 ante comentarios de miembros del FOMC en pro de una decisión cautelosa en su próxima reunión (ver *Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región*). Estas proyecciones del mercado se encuentran 25 pb por encima de las proyecciones del FOMC publicadas en septiembre para el cierre de 2025³⁴ y 25 pb por debajo de las publicadas para el cierre de 2026 (Gráfico 40).

En esta misma línea, el CME³⁵ muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales para diciembre de 2025 es aquel consistente con estabilidad en la tasa (ant: recorte de 25 pb), y de recortes entre 75 y 100 pb para diciembre de 2026 (ant: 75 pb – 100 pb). Así, el escenario más probable de tasas de los Fondos Federales para fin de 2025 se ubicó en el rango entre 3,75% y 4,00% durante noviembre (probabilidad del 61%, Cuadro 3), mientras que para cierre de 2026 se encuentra en los rangos entre 3,00% y 3,25%, y entre 2,75% y 3,00% (probabilidad del 26% en ambos casos, Cuadro 4).

³⁴ Con corte al 20 de noviembre de 2025

³⁵ Chicago Mercantile Exchange.

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

	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00% (Rango actual)	4,00%-4,25%
31oct25	0%	63%	37%	0%
20nov25	0%	39%	61%	0%

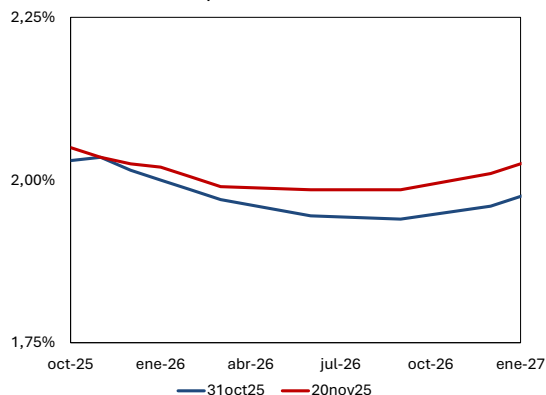
Fuente: CME.

Cuadro 4. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre de 2026

	1,75%-2,00%	2,00%-2,25%	2,25%-2,50%	2,50%-2,75%	2,75%-3,00%	3,00%-3,25%	3,25%-3,50%	3,50%-3,75%	3,75%-4,00% (Rango actual)	4,00%-4,25%
31oct25	0%	1%	4%	12%	24%	29%	21%	8%	1%	0%
20nov25	0%	2%	7%	16%	26%	26%	17%	6%	1%	0%

Fuente: CME.

Gráfico 42. Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, las expectativas de TPM en Europa se mantuvieron relativamente estables en noviembre. Los futuros de la tasa Euribor anticipan una tasa de 2,03% para cierre de 2025 (ant: 2,02%) y de 2,01% para el cierre de 2026 (ant: 1,96%) (Gráfico 41).

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

Durante noviembre, la curva de rendimientos de los Tesoros de EE. UU. se valorizó en los tramos corto y medio, mientras que permaneció estable en el largo. Este comportamiento se dio en un contexto de mayor aversión al riesgo, marcado por la prolongación del cierre del Gobierno estadounidense (que finalizó el 12 de noviembre), convirtiéndose en el más largo de la historia y generando incertidumbre en los mercados por la postergación de la publicación de datos económicos oficiales. Adicionalmente, varios miembros de la FED realizaron declaraciones en las que expresaron preocupación por la persistencia de la inflación y la ausencia de datos oficiales, lo que genera incertidumbre sobre la continuidad de los recortes de tasas³⁶. Hacia el final del periodo, se publicaron datos rezagados del mercado laboral de septiembre, que mostraron resultados mixtos³⁷.

En este contexto, la mayoría de las curvas de rendimiento de los títulos de deuda pública en la región se valorizaron. Destacaron los desempeños de las curvas de Brasil y Chile, impulsadas por datos de inflación y actividad económica que sorprendieron a la baja. En Brasil, la inflación de octubre se ubicó en 4,68% a/a (esp: 4,74%; ant: 5,17%), consolidando el proceso desinflacionario observado en los últimos meses. En Chile, la inflación de octubre fue de 3,4% a/a (esp: 3,7%;

³⁶ Esta postura se confirmó con la publicación de las minutas de la última reunión del FOMC, donde varios oficiales se mostraron a favor de mantener las tasas inalteradas en la próxima reunión de diciembre.

³⁷ La tasa de desempleo se ubicó en 4,4% (esp: 4,3%; ant: 4,3%), mientras que las nóminas no agrícolas aumentaron en 119 mil (esp : 51 mil; ant: -4 mil).

ant: 4,4%), mientras que el PIB del 3T25 creció 1,6% a/a (esp: 1,8%; ant: 3,3%). Además, el periodo estuvo marcado por el contexto electoral en Chile³⁸ (Gráficos 43 a 45, Anexo 4)³⁹.

Gráfico 43. Cambios (pb) tasa cero cupón a 10 años Latam y EE. UU.

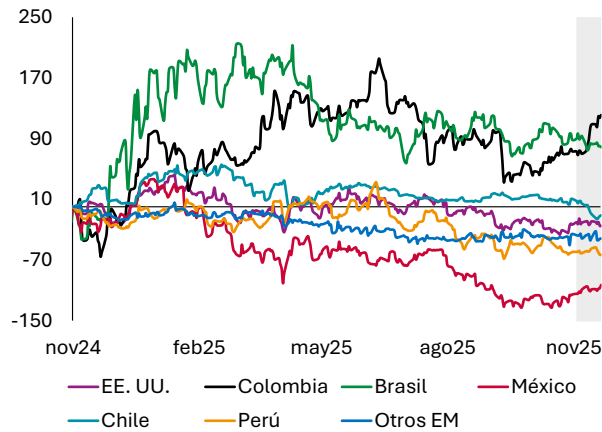
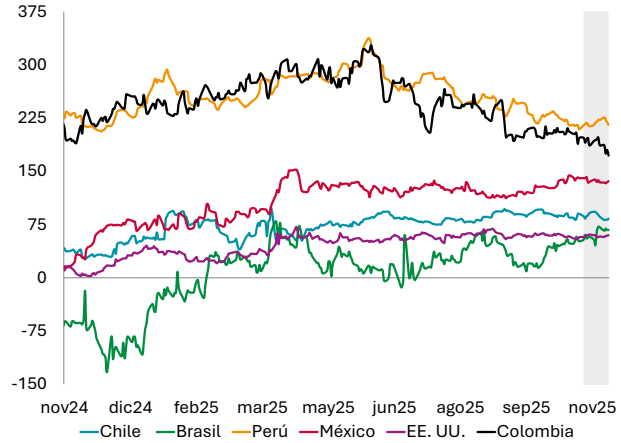


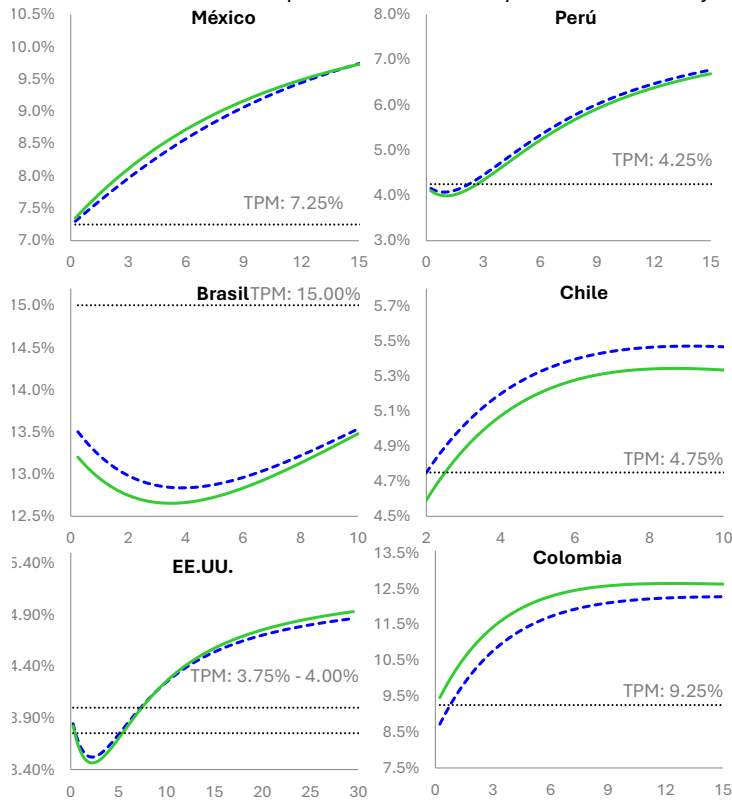
Gráfico 44. Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

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

Gráfico 45. Comportamiento curvas spot Latinoamérica y EE. UU. Desde la última reunión de la JDBR



	EVOLUCIÓN POR TRAMOS			Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	13	16	8	-25
Perú	-11	-12	-9	0
Brasil	-23	-15	-5	0
Chile	-16	-12	-13	0
EEUU	-6	-5	0	0
Colombia	69	59	44	0

	EVOLUCIÓN POR TRAMOS 3 MESES			Cambios en la TPM (pb)
	2 Años	5 Años	10 Años	
México	-31	-22	-25	-50
Perú	5	-15	-25	-25
Brasil	-53	-46	-43	0
Chile	-20	-17	-21	0
EEUU	-23	-23	-23	-50
Colombia	92	64	19	0

	CAMBIOS OBSERVADOS		
	Nivel	Pendiente	Curvatura
México	12	-5	10
Perú	-11	1	-3
Brasil	-14	18	-1
Chile	-14	3	5
EEUU	-3	6	-4
Colombia	57	-25	5

31-oct-25

20-nov-25

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

³⁸ El domingo 16 de noviembre se llevó a cabo la primera vuelta de las elecciones presidenciales, en donde según Bloomberg, el candidato José Antonio Kast quien avanzó en la primera vuelta se perfila como favorito para la segunda, siendo considerado por analistas como el candidato "pro-mercado".

³⁹ La pendiente 10 años-2 años en Brasil se amplió en 16 pb (hasta un nivel de 68 pb); en Perú, el incremento fue de 6 pb (hasta un nivel de 216 pb); mientras que en EE. UU. aumentó 3 pb (hasta 60 pb). En contraste, Chile y México, las pendientes disminuyeron en 7 pb y 4 pb (ubicándose en 83 pb y 136 pb, respectivamente).

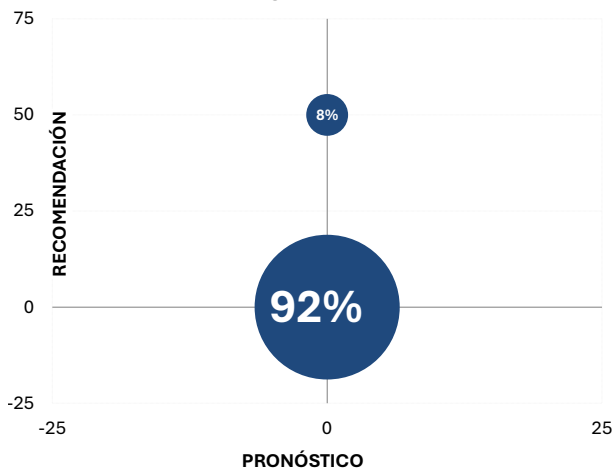
2. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

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

2.1. Expectativas de TPM

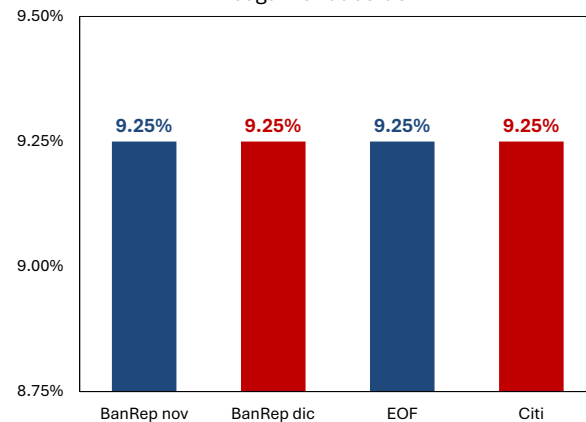
Al igual que octubre, las encuestas indican que la mayoría de los agentes descuentan que la tasa de política monetaria permanezca inalterada en diciembre. Primero, según la EME⁴⁰, la mediana señala que la TPM permanecerá estable en 9,25% en diciembre. Por su parte, de acuerdo con las encuestas de analistas financieros de Citi⁴¹, de las 26 entidades encuestadas, el 92% espera y recomienda que la TPM permanezca inalterada en diciembre, y el 8% restante espera que permanezca inalterada, pero recomienda que aumente 50 pb. En cuanto a la reunión de noviembre, todos los agentes encuestados por la EME esperan que la TPM se mantenga inalterada, y en el caso de la Encuesta de Opinión Financiera⁴² (EOF), los 26 agentes encuestados también esperan que la TPM permanezca estable (Gráficos 46, 47 y 48, y Anexo 1). El promedio de todas las encuestas⁴³ se mantuvo en 9,25% para el cierre de 2025 (Gráfico 49).

Gráfico 46. Expectativa de cambio (pb) TPM para la reunión de diciembre según las encuestas de Citi.



Fuente: Citi.

Gráfico 47. Expectativas TPM próxima reunión según encuestas



Fuente: BanRep, EOF, Bloomberg y Citi. Se toma la mediana. La encuesta del BanRep se realizó entre el 11 y el 13 de noviembre. La EOF se publicó el 20 de noviembre con datos recolectados entre el 11 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 24 de noviembre. *La EOF indaga por la reunión de noviembre (azul), la encuesta de Citi pregunta por la reunión de diciembre (rojo), mientras que la encuesta del BanRep averigua por las reuniones de noviembre y diciembre.

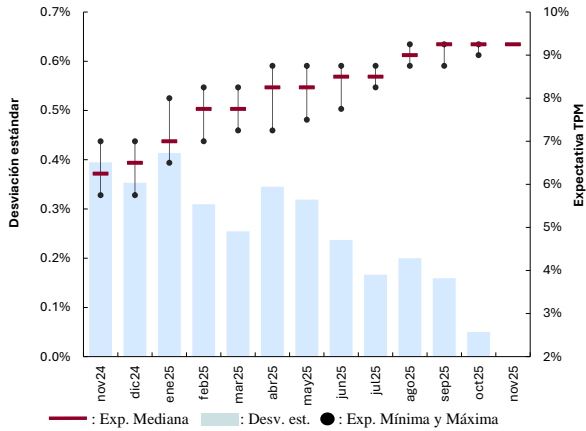
⁴⁰ Datos recolectados entre el 11 y el 13 de noviembre.

⁴¹ Publicada el 24 de noviembre.

⁴² Publicada el 20 de noviembre con datos recolectados entre el 11 y el 14 del mismo mes.

⁴³ Excluye a Focus Economics dado el rezago en la recolección de sus datos. Si se tiene en cuenta esta encuesta, la expectativa promedio para 2025 aumentó de 9,14% a 9,17%.

Gráfico 48. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas



Fuente: Citi.

Considerando horizontes más largos, las encuestas anticipan menos recortes durante el 2026. El promedio de todas las encuestas⁴⁴ aumentó de 8,33% a 8,96% para el cierre de 2026 (Gráfico 50).

Gráfico 49. Expectativas TPM para diciembre de 2025 según encuestas

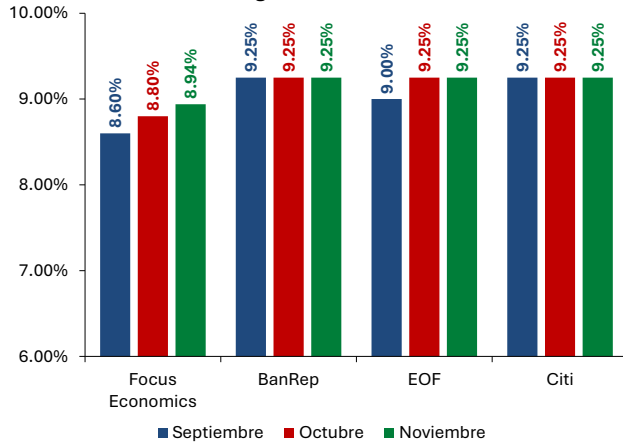
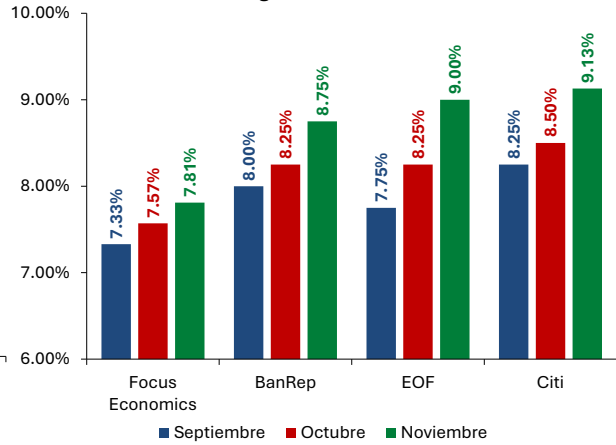


Gráfico 50. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas

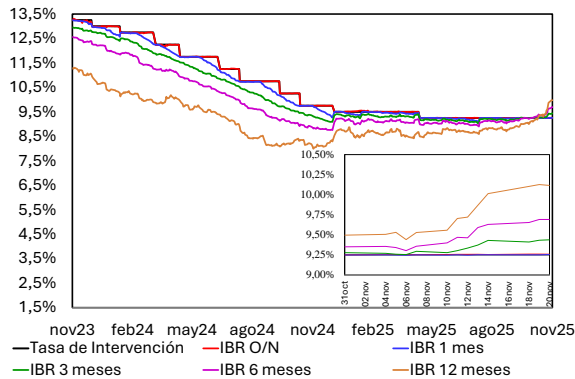


Fuente: Focus Economics, BanRep, EOF y Citi. Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics incluyen datos recolectados hasta el 2 de noviembre. La encuesta del BanRep se realizó entre el 11 y el 13 de noviembre. La EOF se publicó el 20 de noviembre con datos recolectados entre el 11 y el 14 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 24 de noviembre.

⁴⁴ Excluye a Focus Economics dado el rezago en la recolección de sus datos. Si se tiene en cuenta esta encuesta, la expectativa promedio para 2026 aumentó de 8,14% a 8,67%.

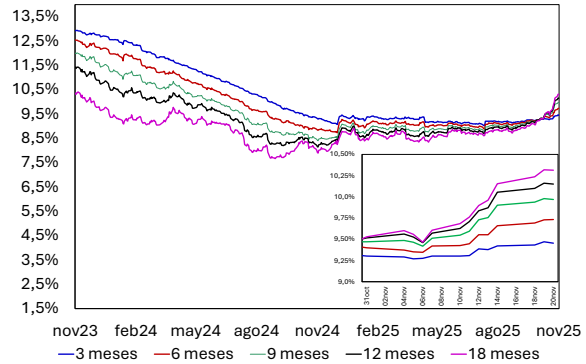
Desde la última reunión de la JDBR, las tasas IBR y OIS a plazos entre 3 y 18 meses han mostrado aumentos y descuentan aumentos de la TPM para los próximos 18 meses. Entre el 31 de octubre y el 20 de noviembre, las tasas IBR a 3, 6 y 12 meses, junto con las tasas OIS a 9, 12 y 18 meses, mostraron aumentos de 16 pb, 34 pb, 62 pb, 87 pb, 112 pb y 139 pb, respectivamente (Gráficos 51 y 52).

Gráfico 51. Tasa de intervención y tasas IBR



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

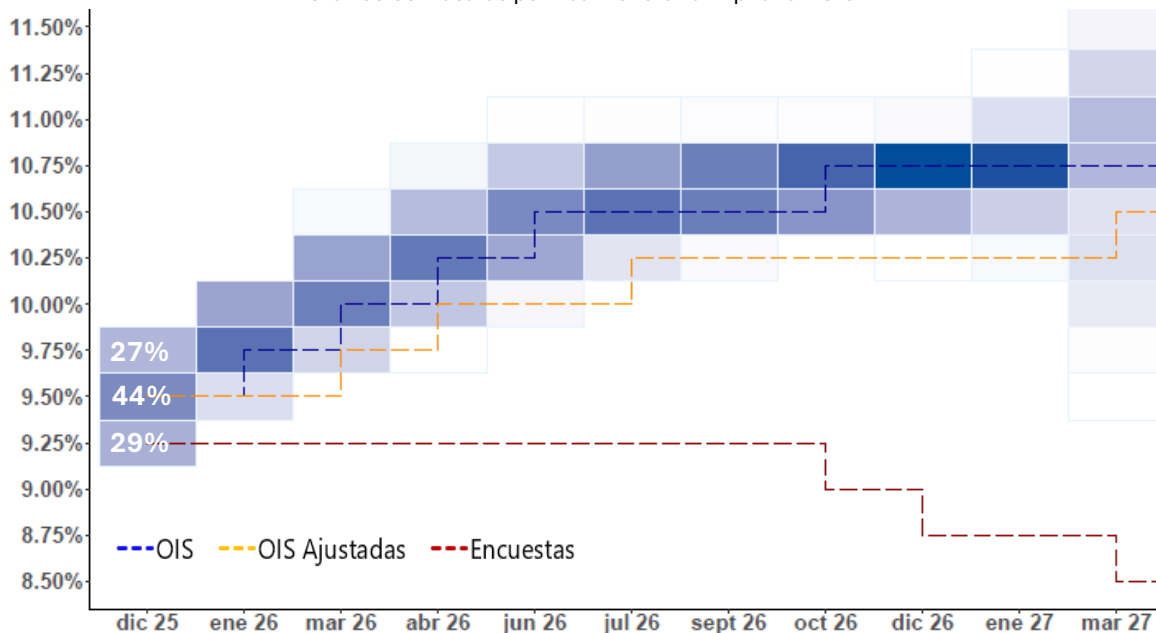
Gráfico 52. Tasas OIS



Fuente: BanRep. Cálculos: BanRep.

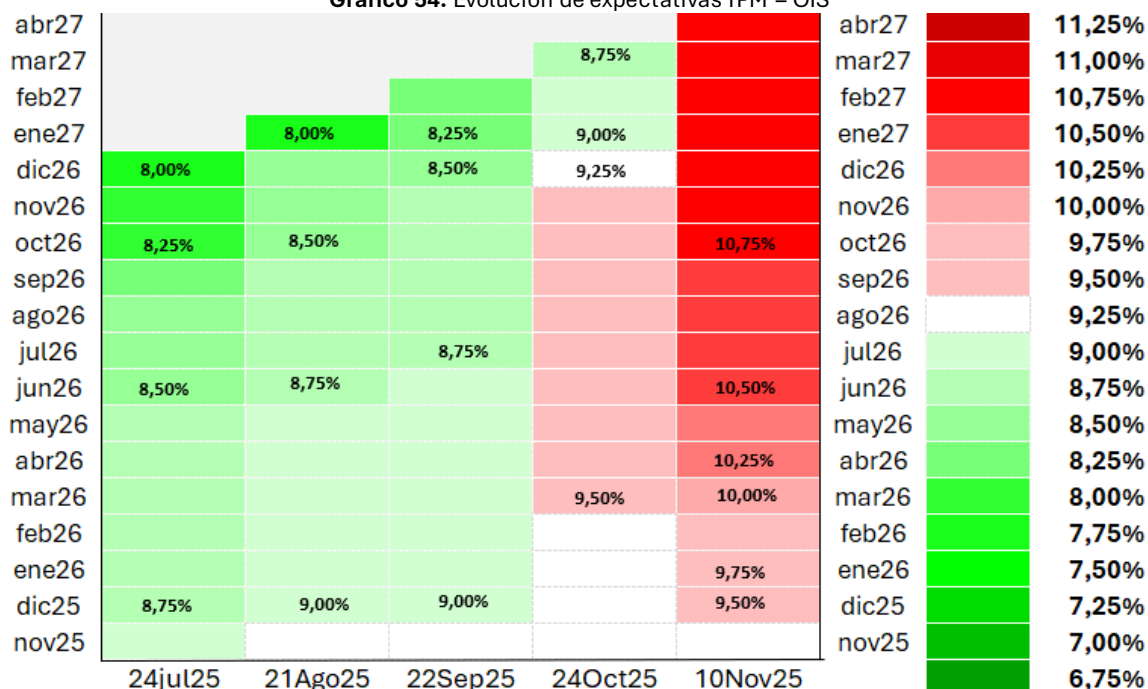
Respecto al mes pasado, se observa un cambio significativo en la senda esperada según el mercado OIS, que ahora descuenta niveles más altos de la TPM. Con información al 20 de noviembre, el mercado descuenta que la TPM se ubicaría en 9,50% al cierre del 2025 (ant: 9,25%) y en diciembre de 2026 se ubicaría en 10,75% (ant: 9,25%; Gráficos 53 y 54). La trayectoria de TPM es coherente con la publicación de un dato de inflación superior al del mes anterior, buenos resultados de actividad económica, las persistentes preocupaciones fiscales y declaraciones de algunos miembros de la JDBR. En este escenario, diversos analistas continúan destacando la importancia de mantener una postura prudente frente a futuras decisiones sobre la tasa, subrayando los riesgos inflacionarios que trae un alto déficit fiscal y un posible incremento del salario mínimo por encima de la inflación y la productividad como se ha observado en años anteriores.

Gráfico 53. Tasa de política monetaria implícita – OIS



Nota: Las probabilidades asociadas a la TPM más probable son las siguientes: 54,1% en enero, 48% en marzo, 51,1% en abril, 44,4% en junio, 53,7% en julio, 48,9% en septiembre, 59,7% en octubre, 70,5% en diciembre de 2026; y 68,2%, 26,6% en enero y marzo de 2027, respectivamente.

Gráfico 54. Evolución de expectativas TPM – OIS



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

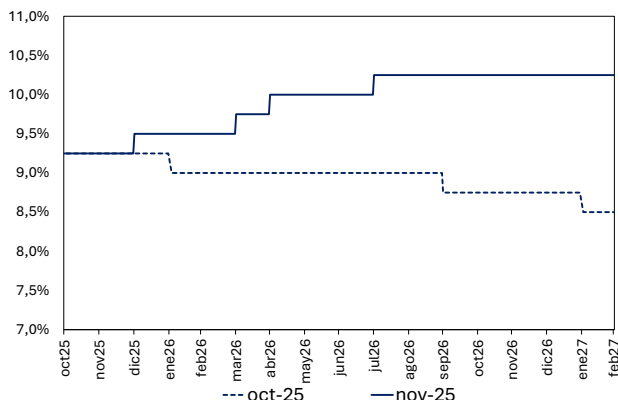
Para la reunión de diciembre las expectativas de TPM ajustadas por primas a término del mercado OIS asignan una probabilidad del 46% a estabilidad de la tasa y 54% a un aumento de 25 pb. Estas expectativas indican que la TPM se ubicaría en 9,50% en diciembre de 2025 (ant: 9,25%) y en 10,25% en diciembre de 2026 (ant: 8,75%). El Gráfico 55 presenta la senda esperada de política monetaria ajustada por la prima a término para los meses de octubre y noviembre, los niveles de la TPM esperados con los datos de noviembre son superiores a lo esperado en octubre.

Las expectativas de TPM de los países de la región presentaron cambios mixtos (Gráfico 56). En México se espera una mayor TPM para 2026 (7,00%; ant: 6,75%) como respuesta a los datos de inflación por encima de lo esperado⁴⁵. Por su parte en Brasil se espera que la TPM cierre en 2026 en 12,50% (ant: 12,75%), este ajuste se explica por resultados de inflación favorable⁴⁶. En el caso de Chile se proyecta que la TPM en 2026 cierre en 4,25% (ant: 4,50%), en un contexto donde la inflación cayó y se ubicó en 3,4% (esp: 3,7%; ant: 4,4%).

⁴⁵ La inflación a/a se ubicó en 3,57% (esp: 3,56%; ant: 3,76%) y la inflación núcleo a/a en 4,28% (esp: 4,27%; ant: 4,28%).

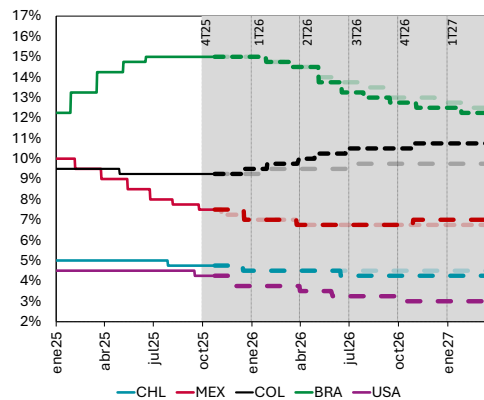
⁴⁶ La inflación a/a se ubicó en 4,68% (esp: 4,74%; ant: 5,17%), mientras las ventas minoristas crecieron 0,8% (esp: 2,0%; ant: 0,4%).

Gráfico 55. Expectativas de mercado sin la prima a término



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 24 de octubre y 20 de noviembre de 2025.

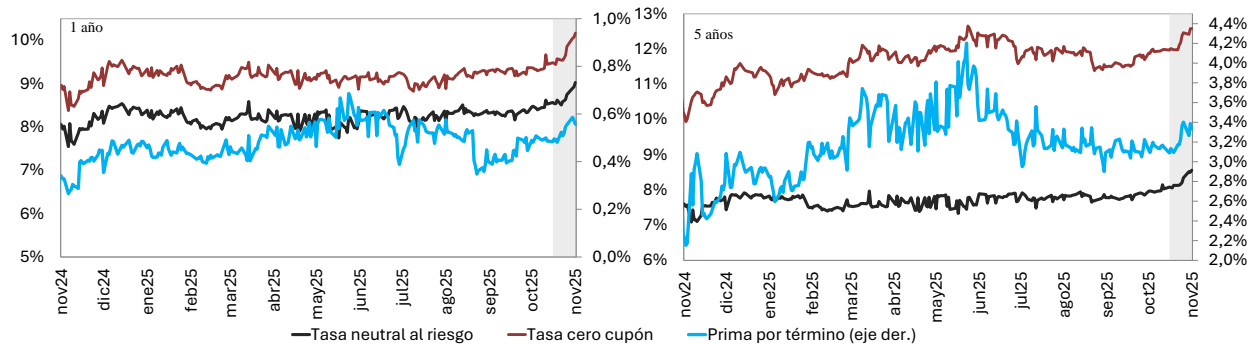
Gráfico 56. Expectativas de mercado de TPM en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Citi. **Cálculos** BanRep. **Nota:** Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 20 de noviembre, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 24 de octubre.

En Colombia, durante el periodo las tasas neutras al riesgo a 1 y 5 años aumentaron, en línea con las expectativas de la TPM implícitas en el mercado OIS. Las estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo, permiten evaluar en qué proporción los movimientos de las tasas nominales pueden ser explicados por estos factores (Gráfico 57). Desde la última reunión de la JDBR, las tasas neutras al riesgo promedio mensual subieron 29 pb y 34 pb a 1 y 5 años, respectivamente, situándose en 8,68% y 7,74%, en su orden. Por su parte, las primas a término promedio del mes aumentaron en 7 pb y 10 pb, respectivamente, ubicándose en 0,53% (ant: 0,46%) y 3,23% (ant: 3,13%, Gráfico A4.4). Lo anterior en un contexto en el que la tasa cero cupón en pesos tuvo incrementos de 63 pb y 59 pb a 1 y 5 años, respectivamente.

Gráfico 57. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 y 5 años



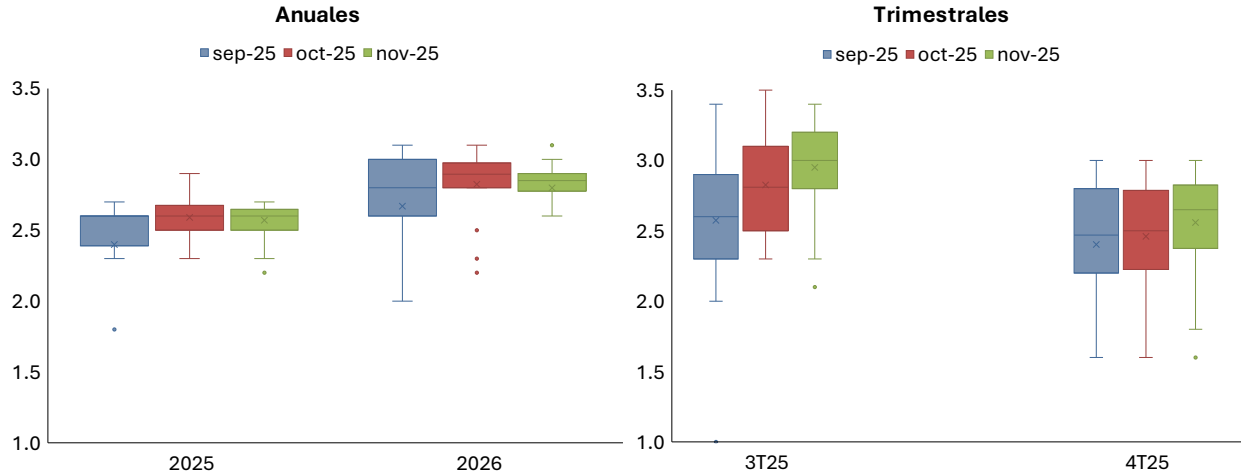
Fuente: SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep.

2.2. Expectativas de crecimiento económico

Las expectativas de crecimiento permanecieron estables para 2025 y 2026. De acuerdo con la EOF, los analistas mantuvieron su proyección para 2025 en 2,6% y para 2026 en 2,9%. Para el 3T25, la expectativa aumentó de 2,8% a 3,0%⁴⁷, y para el 4T25, de 2,5% a 2,7% (Gráfico 58). Por su parte, los agentes encuestados por Citi aumentaron su perspectiva de crecimiento para 2025 de 2,6% a 2,7% y para 2026 de 2,8% a 2,9%.

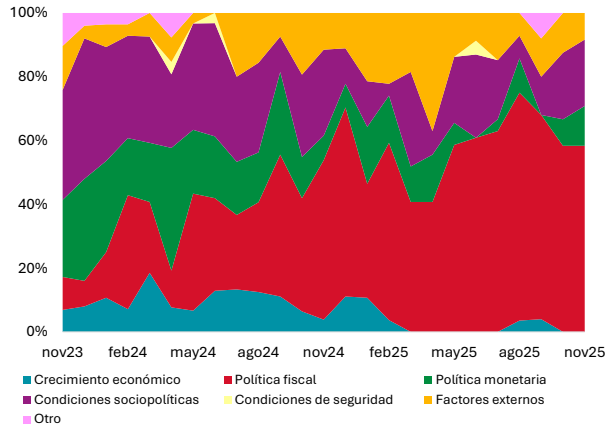
⁴⁷ Aunque el PIB del 3T25 se publicó el 18 de noviembre con un crecimiento de 3,6% a/a, la EOF se elaboró con información recolectada entre el 11 y el 14 del mismo mes. Así, aunque la expectativa pasó de 2,8% a 3,0%, la cifra oficial terminó superando las proyecciones.

Gráfico 58. Expectativas de crecimiento (%) de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



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

Gráfico 59. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF



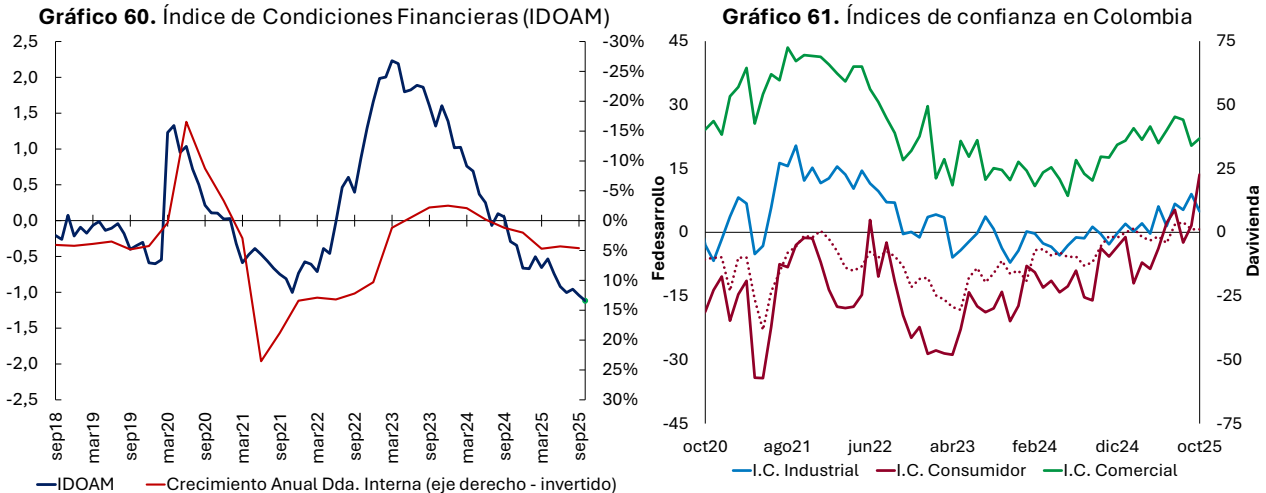
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

En cuanto a los factores más relevantes para la toma de decisiones de inversión, la política fiscal se mantuvo como el factor más relevante, seguida de las condiciones sociopolíticas y la política monetaria. Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: *¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?*, el 58% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 58%), el 21% las condiciones sociopolíticas (ant: 21%), el 13% la política monetaria (ant: 8%), y el 8% restante los factores externos (ant: 13%; Gráfico 59).

3. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

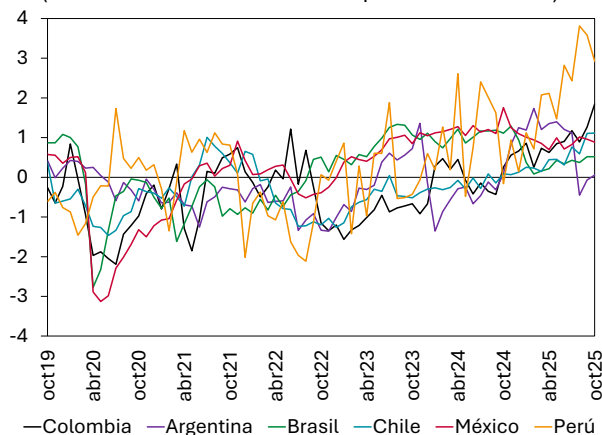
Con los datos preliminares a octubre de 2025, el Indicador de Condiciones Financieras (IDOAM) presentó una reducción. Este comportamiento continúa señalando condiciones financieras locales favorables, las cuales pueden haber contribuido al crecimiento de la demanda interna. La mejora del indicador se explica por la mejor confianza de los consumidores, una menor volatilidad del mercado de TES y la reducción en el diferencial entre las tasas de la cartera de consumo frente a las tasas de los TES (Gráfico 60).

El indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo mejoró respecto al mes anterior, mientras que los indicadores de confianza empresarial presentaron comportamientos mixtos. El Índice de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo se ubicó en 13,6% frente al 1,6% registrado en septiembre, evidenciando una mejora tanto en el índice de condiciones económicas como en el índice de expectativas del consumidor. En contraste, el indicador de confianza del consumidor de Davivienda se contrajo de 1,2% a -4,0%, en un contexto de fortaleza del peso colombiano y el buen desempeño del mercado laboral. Por el lado empresarial, el indicador de confianza industrial de Fedesarrollo disminuyó, mientras que el comercial aumentó. El indicador de confianza industrial se redujo de 9,0% a 4,9%, explicado por una caída de en las expectativas de producción para el próximo trimestre y un incremento en el nivel de existencias. A su vez el indicador de confianza comercial aumentó de 20,4% a 22,1%, explicado por un aumento en las expectativas de la situación económica para el próximo semestre, un incremento en la percepción de la situación económica actual de la empresa o negocio y una caída en el nivel de existencias (Gráfico 61).



Fuentes: BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Nota:** La volatilidad se calcula con un modelo GARCH(1,1). **Fuente:** Fedesarrollo, DANE. En el eje derecho se grafica el indicador de confianza estimado por Davivienda (línea punteada).

Gráfico 62. Índices de confianza de Latinoamérica* (desviaciones estándar con respecto a la media**)



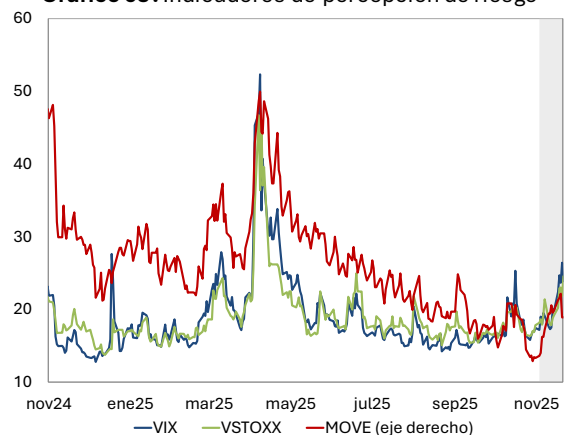
Fuentes: INEGI⁴⁸, FGV⁴⁹, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.
 Cálculos: BanRep. *Series desestacionalizadas. Información mensual.
 ** La media corresponde a la última media histórica después de ajustar por cambio estructural.

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

Durante noviembre, los principales índices de percepción de riesgo en economías avanzadas aumentaron, impulsados principalmente por la prolongación del cierre del Gobierno en EE. UU.

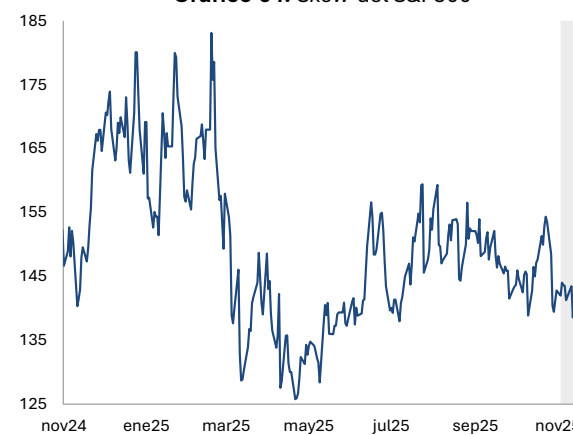
El Move⁵⁰ registró incrementos durante el periodo debido a la incertidumbre generada por la falta y postergación en la publicación de datos económicos oficiales, lo que elevó la preocupación sobre la información disponible para la Fed y su impacto en las decisiones futuras de tasas. Por su parte, el Vix⁵¹, Vstox⁵² y Skew⁵³ también se incrementaron en respuesta a las dudas sobre la sostenibilidad del rally tecnológico. Esta mayor aversión al riesgo se vio además influenciada por la incertidumbre fiscal y política en Japón⁵⁴.

Gráfico 63. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 64. Skew del S&P500



Fuente: Bloomberg.

⁴⁸ Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

⁴⁹ Instituto Brasileiro de Economía.

⁵⁰ El Move es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los Treasuries.

⁵¹ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

⁵² El Vstox es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice EuroStoxx 50.

⁵³ El Skew es una medida de riesgo definida por el coeficiente de asimetría de los retornos del S&P 500, de forma tal que un incremento del Skew -una asimetría más negativa- se encuentra relacionado con un aumento en la probabilidad de eventos negativos en el mercado accionario.

⁵⁴ La primera ministra Sanae Takachi estaría impulsando un paquete de estímulo fiscal que implicaría un aumento del gasto, lo que genera dudas sobre la sostenibilidad fiscal de Japón. Adicionalmente, las tensiones diplomáticas entre Japón y China se intensificaron tras los comentarios de Takachi respecto a la posibilidad de un conflicto en Taiwán.

4. RECUADROS/ANEXOS

Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros

Cuadro A1.1. Encuestas de expectativas de Citi sobre la tasa de política monetaria para la reunión de la JDBR de diciembre de 2025

Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
Acciones y Valores	9.25%	9.25%
Alianza	9.25%	9.25%
Anif	9.25%	9.25%
Asobancaria	9.25%	9.25%
Aval Casa de Bolsa	9.25%	9.25%
Banco Agrario	9.25%	9.25%
Banco de Bogotá	9.25%	9.25%
Banco de Occidente	9.25%	9.25%
Banco Popular	9.25%	9.25%
Bancoldex	9.25%	9.25%
Bancolombia	9.25%	9.25%
BBVA	9.25%	9.25%
BTG Pactual	9.25%	9.25%
Citi	9.25%	9.25%
Colfondos	9.25%	9.25%
Corficolombiana	9.25%	9.25%
Credicorp Capital	9.25%	9.25%
Deutsche Bank	9.25%	9.75%
Fiduoccidente	9.25%	9.25%
Grupo Bolivar	9.25%	9.25%
Itaú	9.25%	9.25%
Moody's Analytics	9.25%	9.25%
Positiva	9.25%	9.25%
Scotiabank Colpatría	9.25%	9.25%
Skandia	9.25%	9.25%
XP Investments	9.25%	9.75%
Promedio	9.25%	9.29%
Mediana	9.25%	9.25%
Desv. Estándar	0.00%	0.14%
Máximo	9.25%	9.75%
Mínimo	9.25%	9.25%

PRONÓSTICO		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.25%	100%	26
Total	100%	26

RECOMENDACIÓN		
Ajuste	Porcentaje	Número
9.25%	92%	24
9.75%	8%	2
Total	100%	26

Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de Citi sobre tasa de política monetaria

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	9.25%	8.75%
Alianza	9.25%	9.50%
Anif	9.25%	8.25%
Asobancaria	9.25%	9.25%
Aval Casa de Bolsa	9.25%	9.00%
Banco Agrario	9.25%	9.25%
Banco de Bogotá	9.25%	9.25%
Banco de Occidente	9.25%	8.25%
Banco Popular	9.25%	9.00%
Bancoldex	9.25%	9.25%
Bancolombia	9.25%	8.25%
BBVA	9.25%	9.25%
BTG Pactual	9.25%	9.25%
Citi	9.25%	9.25%
Colfondos	9.25%	9.00%
Corficolombiana	9.25%	9.00%
Credicorp Capital	9.25%	8.25%
Deutsche Bank	9.25%	10.75%
Fiduoccidente	9.25%	9.25%
Grupo Bolivar	9.25%	9.00%
Itaú	9.25%	8.75%
Moody's Analytics	9.25%	9.25%
Positiva	9.25%	8.50%
Scotiabank Colpatriz	9.25%	8.50%
Skandia	9.25%	9.25%
XP Investments	9.25%	9.75%
Promedio	9.25%	9.04%
Mediana	9.25%	9.13%
Desv. Estándar	0.00%	0.54%
Máximo	9.25%	10.75%
Mínimo	9.25%	8.25%
No. Respuestas	26	26

Cuadro A1.3. Encuesta de expectativas de Citi sobre inflación

Participantes	dic-25	dic-26
Acciones y Valores	5.45%	4.68%
Alianza	5.32%	4.70%
Anif	5.34%	4.14%
Asobancaria	5.40%	4.10%
Aval Casa de Bolsa	5.40%	4.90%
Banco Agrario	5.40%	4.79%
Banco de Bogotá	5.34%	4.37%
Banco de Occidente	5.42%	4.47%
Banco Popular	5.36%	4.66%
Bancoldex	5.36%	5.07%
Bancolombia	5.52%	4.07%
BBVA	5.24%	4.51%
BTG Pactual	5.40%	5.00%
Citi	5.40%	4.20%
Colfondos	5.25%	4.30%
Corficolombiana	5.40%	4.90%
Credicorp Capital	5.11%	4.11%
Deutsche Bank	5.32%	4.71%
Fiduoccidente	5.44%	4.92%
Grupo Bolivar	5.21%	4.33%
Itaú	5.30%	4.50%
Moody's Analytics	5.40%	4.30%
Positiva	5.39%	4.26%
Scotiabank Colpatría	5.31%	4.30%
Skandia	5.32%	4.50%
XP Investments	5.40%	4.50%
Promedio	5.35%	4.51%
Mediana	5.36%	4.50%
Desv. Estándar	0.09%	0.31%
Máximo	5.52%	5.07%
Mínimo	5.11%	4.07%
No. Respuestas	25	25

Cuadro A1.4. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre tasa de política monetaria

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

Encuestas recolectadas hasta el 2 de noviembre

Empresa	2026	2027
1 4intelligence	7.25%	7.25%
2 Acciones y Valores	7.00%	4.75%
3 Actinver	7.50%	6.50%
4 AGPV	8.00%	-
5 Alianza Valores y Fiduciaria	8.75%	-
6 ANIF	8.25%	-
7 Asobancaria	7.50%	-
8 Banco Agrario de Colombia	8.75%	7.75%
9 Banco Davivienda	8.50%	-
10 Banco de Bogotá	7.00%	7.00%
11 Banco de Occidente	7.50%	7.00%
12 Bancolombia	8.25%	7.00%
13 Barclays Capital	7.75%	-
14 BBVA Research	8.50%	7.50%
15 BTG Pactual	8.00%	8.00%
16 CABI	7.25%	-
17 Capital Economics	7.75%	7.00%
18 Citigroup Global Mkts	8.50%	8.50%
19 Corficolombiana	9.00%	-
20 Credicorp Capital	7.50%	-
21 Deutsche Bank	8.00%	-
22 Ecoanalítica	6.50%	4.25%
23 EIU	7.00%	5.00%
24 Fedesarrollo	7.75%	6.75%
25 Fitch Solutions	8.50%	5.00%
26 Goldman Sachs	8.00%	7.50%
27 Itaú Unibanco	8.25%	-
28 JPMorgan	8.25%	-
29 Oxford Economics	7.75%	6.00%
30 Pantheon Macroeconomics	7.50%	6.50%
31 Rabobank	7.25%	6.75%
32 S&P Global Ratings	8.00%	7.00%
33 Scotiabank Colpatria	7.50%	-
34 Sectorial	7.00%	4.25%
35 Standard Chartered	7.75%	7.75%
36 UBS	7.50%	6.50%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
4.25%	0	0.0%	2	8.7%
4.50%	0	0.0%	0	0.0%
4.75%	0	0.0%	1	4.3%
5.00%	0	0.0%	2	8.7%
5.25%	0	0.0%	0	0.0%
5.50%	0	0.0%	0	0.0%
5.75%	0	0.0%	0	0.0%
6.00%	0	0.0%	1	4.3%
6.25%	0	0.0%	0	0.0%
6.50%	1	2.8%	3	13.0%
6.75%	0	0.0%	2	8.7%
7.00%	4	11.1%	5	21.7%
7.25%	3	8.3%	1	4.3%
7.50%	7	19.4%	2	8.7%
7.75%	5	13.9%	2	8.7%
8.00%	5	13.9%	1	4.3%
8.25%	4	11.1%	0	0.0%
8.50%	4	11.1%	1	4.3%
8.75%	2	5.6%	0	0.0%
9.00%	1	2.8%	0	0.0%
9.25%	0	0.0%	0	0.0%
9.50%	0	0.0%	0	0.0%
Media	7.81%		6.59%	
Mediana	7.75%		7.00%	

Cuadro A1.5. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre inflación

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

Encuestas recolectadas hasta el 2 de noviembre

Empresa	2026	2027
1 4intelligence	3.60%	3.60%
2 Acciones y Valores	3.60%	3.90%
3 Actinver	3.60%	3.50%
4 AGPV	3.80%	-
5 Alianza Valores y Fiduciaria	4.20%	-
6 Allianz	3.80%	3.80%
7 ANIF	4.50%	-
8 Asobancaria	3.80%	3.00%
9 Banco Agrario de Colombia	4.40%	3.70%
10 Banco Davivienda	4.30%	-
11 Banco de Bogotá	3.40%	3.00%
12 Banco de Occidente	4.10%	3.60%
13 Bancolombia	4.10%	3.80%
14 Barclays Capital	3.00%	-
15 BBVA Research	4.30%	3.70%
16 BTG Pactual	4.20%	3.60%
17 CABI	4.00%	-
18 Capital Economics	4.00%	3.90%
19 Corficolombiana	5.00%	-
20 Credicorp Capital	4.10%	-
21 Deutsche Bank	4.30%	-
22 E2 Economía	3.70%	3.60%
23 Ecoanalítica	3.10%	3.20%
24 Econosignal Deloitte	4.20%	3.50%
25 EIU	3.40%	3.00%
26 Fedesarrollo	4.20%	3.50%
27 Fitch Solutions	4.90%	3.70%
28 Goldman Sachs	4.00%	3.50%
29 Itaú Unibanco	4.20%	-
30 MAPFRE Economics	3.50%	3.20%
31 Ministry of Finance Colombia	3.20%	3.00%
32 Moody's Analytics	4.00%	3.70%
33 Oxford Economics	3.90%	3.20%
34 Pezco Economics	4.30%	3.30%
35 Positiva Compañía de Segurc	4.00%	-
36 Rabobank	3.40%	3.30%
37 S&P Global Ratings	3.90%	3.00%
38 Scotiabank Colpatría	3.90%	-
39 Sectorial	3.60%	3.30%
40 UBS	3.60%	3.60%

Tasa	Obs.	Prob.	Obs.	Prob.
2.75% - 3.00%	0	0.0%	0	0.0%
3.00% - 3.25%	3	7.5%	8	28.6%
3.25% - 3.50%	3	7.5%	3	10.7%
3.50% - 3.75%	7	17.5%	13	46.4%
3.75% - 4.00%	6	15.0%	4	14.3%
4.00% - 4.25%	13	32.5%	0	0.0%
4.25% - 4.50%	5	12.5%	0	0.0%
4.50% - 4.75%	1	2.5%	0	0.0%
4.75% - 5.00%	1	2.5%	0	0.0%
5.00% - 5.25%	1	2.5%	0	0.0%
12,25% - 12,50%	0	0.0%	0	0.0%
Media	3.93%		3.45%	
Mediana	4.00%		3.50%	

Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local

El 31 de octubre, la Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría mantener inalterada la tasa de política monetaria en 9,25%, en línea con lo esperado por el mercado. Analistas coincidieron en que las presiones inflacionarias y el deterioro fiscal limitan el espacio para una postura monetaria más laxa, por lo que el consenso prevé una tasa estable hasta mediados de 2026. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, martes 4 de noviembre, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 años presentaron variaciones de 2 pb, -2 pb y -5 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -9 pb, -2 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

El 10 de noviembre, el DANE reportó que el dato de inflación anual de octubre se ubicó en 5,51%, por encima de las expectativas del mercado (5,47%) y de la lectura anterior (5,18%). Analistas señalaron que el repunte inflacionario confirma presiones persistentes, y proyectan una inflación superior al 5% al cierre del 2025 con tendencia al alza para 2026. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 presentaron variaciones de 7 pb, 13 pb y 7 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de -9 pb, -7 pb y -6 pb para dichos vencimientos.

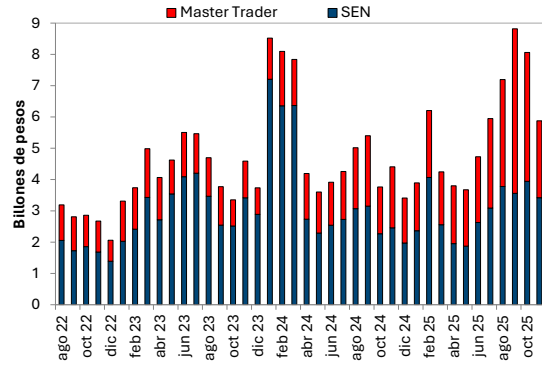
El 11 de noviembre, en un informe del Ministerio de Hacienda, se conoció que a octubre se ha comprometido el 74,9% del presupuesto del Gobierno para el 2025 (COP 394,0 b de COP 525,9 b), y la ejecución se ha concentrado principalmente en gasto de funcionamiento. Según analistas, el reto del Gobierno en lo que resta del año será acelerar la ejecución del rubro de inversión para evitar repetir rezagos de años anteriores. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 presentaron variaciones de 6 pb, 7 pb y 7 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 0 pb, 1 pb y 2 pb para dichos vencimientos.

El 12 de noviembre, Fedesarrollo dio a conocer el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de octubre, el cual se ubicó en 13,6%, su nivel más alto en siete años. De acuerdo con los analistas, estos resultados marcan un punto de inflexión para el consumo interno y podrían anticipar una aceleración en el comercio y sectores clave al cierre del año. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 presentaron variaciones de 13 pb, 19 pb y 15 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 3 pb, 11 pb y 9 pb para dichos vencimientos.

El 18 de noviembre, el DANE reportó que el PIB anual en el tercer trimestre creció 3,6%, por encima de las expectativas del mercado (3,2%) y del dato anterior (2,1%). Analistas indicaron que, a pesar del repunte frente a los registros de 2023 y 2022, este desempeño se debe en gran medida a un gasto público que continúa expandiéndose. Al finalizar la sesión de negociación del día siguiente, las tasas de los TES en pesos a 2, 5 y 10 presentaron variaciones de 9 pb, 16 pb y 14 pb, respectivamente, mientras que los TES en UVR mostraron cambios de 17 pb, 14 pb y 16 pb para dichos vencimientos.

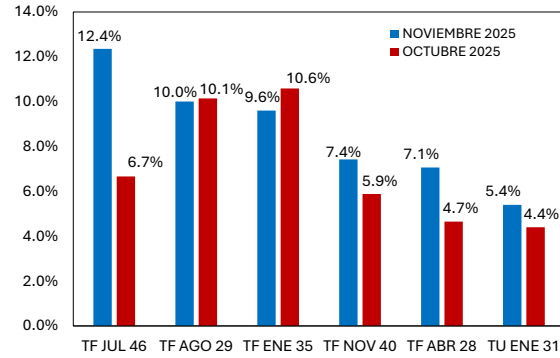
En el corrido de noviembre, el monto promedio diario negociado ha sido \$5,8 billones, inferior al mes anterior (\$8,0 billones), y superior al registrado en noviembre de 2024 (\$4,4 billones) (Gráfico A2.2). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2046, cuya participación pasó de 6,7% a 12,4%, seguidos por los que vencen en agosto de 2029 cuya participación pasó de 10,1% a 10,0% (Gráfico A2.3).

Gráfico A2.2. Monto promedio diario negociado de TES



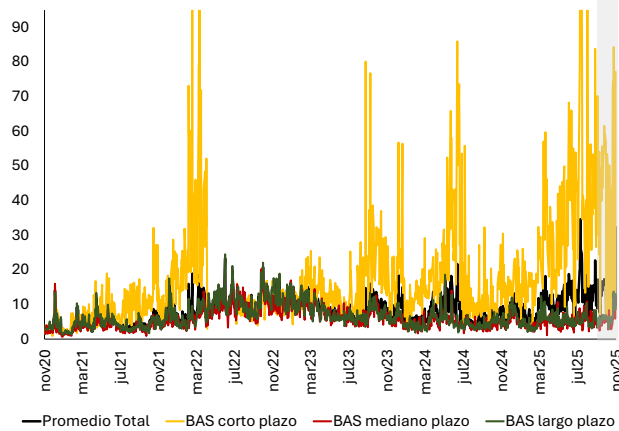
Fuente y Cálculos: DCV - Banrep. Datos al 20 de noviembre de 2025.

Gráfico A2.3. TES más transados



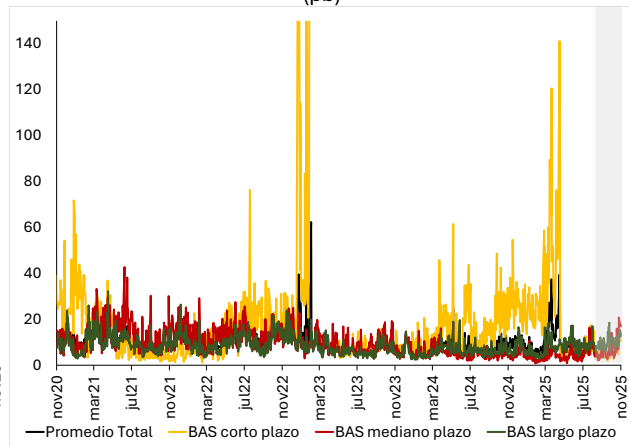
Fuentes: SEN y Master Trader. **Cálculos:** Banrep. *Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria. Datos al 20 de noviembre de 2025.

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



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

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

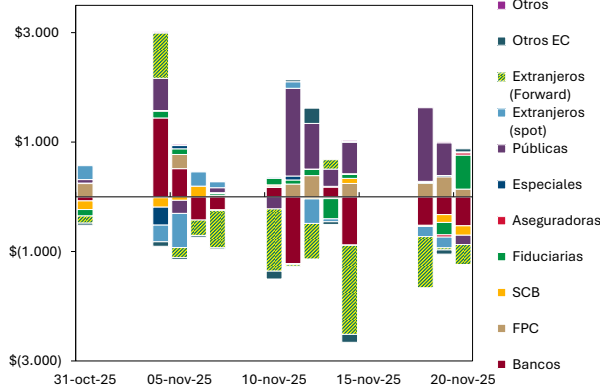


Con información al 20 de noviembre de 2025, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 38,7 pb (ant: 36,5 pb), 6,5 pb (ant: 5,2 pb) y 8,2 pb (ant: 5,7 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 9,5 pb (ant: 5,9 pb), 12,2 pb (ant: 5,9 pb) y 12,4 pb (ant: 10,2 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local

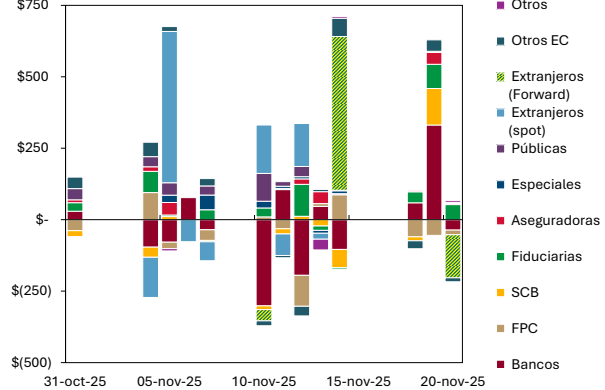
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

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



Fuente: BanRep.

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



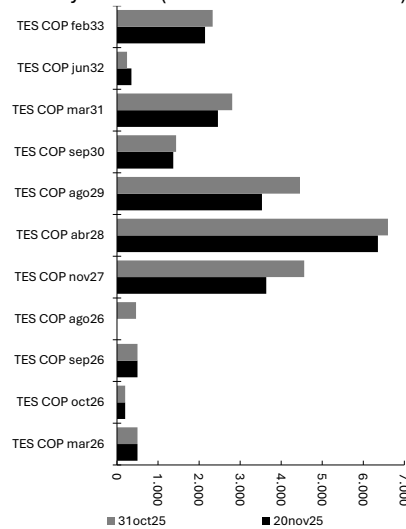
Fuente: BanRep.

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

	Corrido del 2025	Corrido del 2025	Tramo Corto TCO	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio-corto (2-5 años)	Tramo Medio (5-10 años)	Tramo Medio-largo (10-15 años)	Tramo Largo (>15 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR	Tramo Corto TCO	Tramo Corto (0-2 años)	Tramo Medio-corto (2-5 años)	Tramo Medio (5-10 años)	Tramo Medio-largo (10-15 años)	Tramo Largo (>15 años)	Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	10.463	6.712	(556)	(1.369)	1.085	(994)	100	(118)	(1.852)	-	(44)	(122)	(140)	28	51	(227)
Compañía de Financiamiento Comercial	3.969	4	-	-	83	-	-	-	83	-	-	(0)	4	-	4	-
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	1.304	(165)	-	(108)	(294)	37	1	77	(288)	-	140	22	(79)	-	19	102
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	15.737	6.550	(556)	(1.477)	874	(957)	100	(41)	(2.057)	-	96	(101)	(216)	28	70	(122)
Fondos de Pensiones y Cesantías	122	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	16.165	(869)	(50)	-	14	945	57	941	1.906	-	(156)	(334)	154	123	85	(128)
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Fondos de Pensiones y Cesantías	16.287	(869)	(50)	-	14	945	57	941	1.906	-	(156)	(334)	154	123	85	(128)
Sociedades Comisionistas de Bolsa	393	240	8	(51)	63	17	28	(81)	(15)	-	11	80	11	(10)	45	137
Propia	1.781	356	(13)	(41)	(273)	(12)	5	5	(329)	-	2	(51)	(109)	-	0	(158)
Terceros	178	(510)	413	(649)	96	-	-	(86)	(227)	-	77	(51)	(109)	-	0	26
Extranjeros	-	92	895	-	-	-	-	-	895	-	-	2	-	-	-	(22)
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Comisionistas de Bolsa	2.173	596	(5)	(92)	(209)	5	32	(75)	(345)	-	13	29	(98)	(10)	45	(21)
Sociedades Fiduciarias	165	(1)	1	(1)	(2)	2	-	-	(1)	-	(0)	(2)	-	-	-	(2)
Propia	37.928	12.684	62	(412)	240	138	(236)	(401)	(609)	-	(55)	369	334	(153)	396	890
Terceros	31.780	2.452	25	(203)	(206)	117	(908)	(715)	(1.290)	-	-	490	191	(194)	(16)	471
Extranjeros***	63	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Extranjeros (TES verdes)****	4.987	1.634	356	17	111	5	-	-	488	-	60	(4)	18	-	-	74
FIC	(510)	256	(51)	2	32	(18)	-	35	1	-	(16)	(7)	(12)	(17)	(26)	(78)
Pasivos Pensionales	38.093	12.683	63	(413)	238	140	(236)	(401)	(609)	-	(55)	367	334	(153)	396	888
Total Sociedades Fiduciarias	1.212	2.183	(50)	(4)	77	68	-	(28)	63	-	46	12	51	-	65	173
Compañías de Seguros y Capitalización	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos Pensionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	1.212	2.183	(50)	(4)	77	68	-	(28)	63	-	46	12	51	-	65	173
Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Propia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Terceros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FIC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Sociedades Administradoras de Inversión	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS	57.765	14.593	(43)	(508)	119	1.157	(148)	437	1.015	-	(153)	74	440	(40)	591	912
Total Entidades Financieras Especiales**	2.723	11	55	(405)	46	50	-	107	(148)	-	81	-	40	-	-	121
Total Entidades Públicas****	37.596	624	2.884	1.900	(33)	(95)	50	616	5.321	-	18	24	87	12	119	259
Otros*****	1.669	1.063	13	16	21	49	(3)	2	98	-	(43)	3	6	-	(34)	-
Extranjeros	(87)	(1.060)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MOVIMIENTO NETO	115.491	22.841	2.954	(475)	1.026	204	-	1.120	4.229	-	0	-	357	(0)	779	1.136

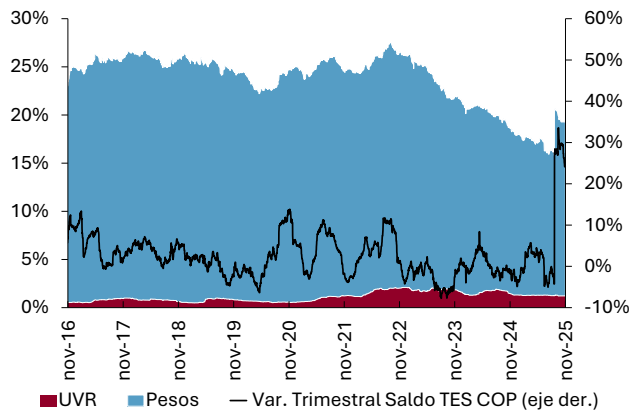
Fuente: BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 20 de noviembre de 2025. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compra venta contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. ** Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. *** Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Coipbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. **** Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. ***** Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

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



Fuente: BanRep.

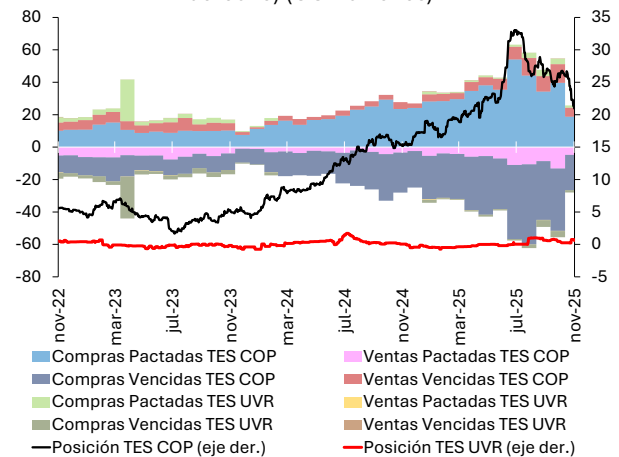
Gráfico A3.4. Saldo de TES de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado como proporción del saldo total



Fuente: BanRep

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

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

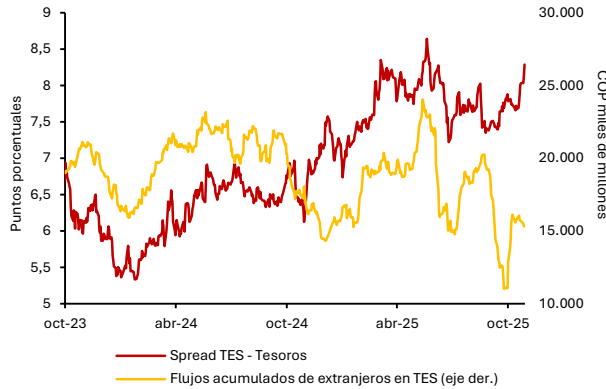


*Se presentan las operaciones según su efecto en la posición compradora lasnet, de manera que las compras pactadas y las ventas vencidas son positivas, al tiempo que las ventas pactadas y las compras vencidas se presentan con signo negativo.

Fuente: BanRep. Cifras en billones de pesos.

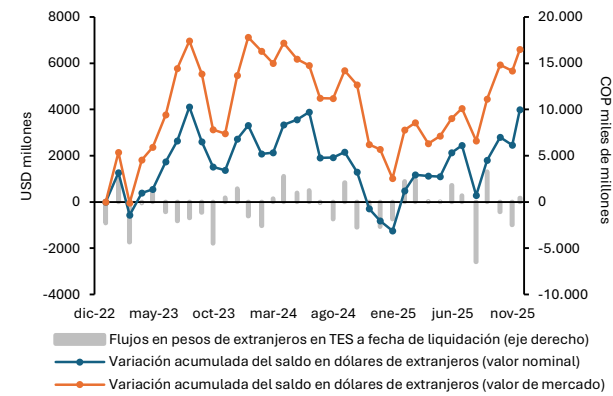
En los gráficos A3.6 - A3.10 se presentan algunos factores de mercado con los que se pueden encontrar relacionados los flujos de inversionistas extranjeros en deuda pública en moneda local, con base en conversaciones sostenidas con algunos de estos agentes, así como la evolución de su participación en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

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



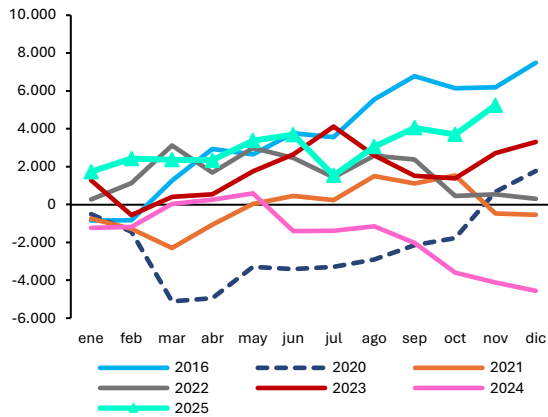
Fuente: BanRep.
 ** Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera por las operaciones de tesorería.

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



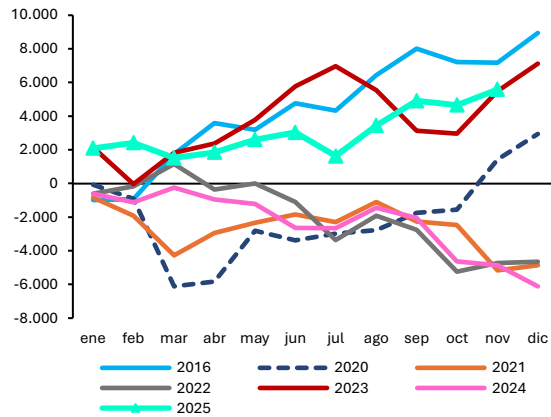
Fuente: BanRep.
Nota: i) * Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).
 ii) Para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

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



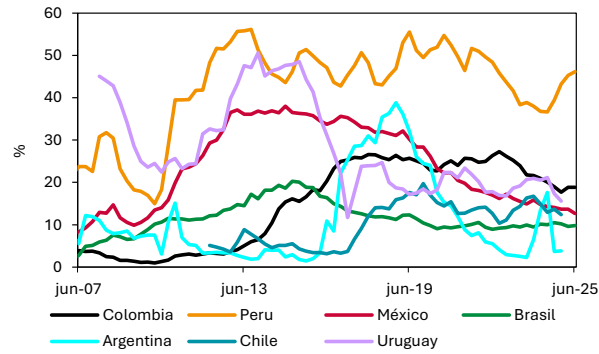
Fuente: BanRep.
Nota: i) * Corresponde a la diferencia del saldo en TES de los inversionistas extranjeros en valor nominal expresado a dólares con respecto a diciembre de 2022 (el valor nominal excluye el efecto de la valorización de los títulos y permite apreciar el efecto de tipo de cambio).
 ii) Para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

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



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

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

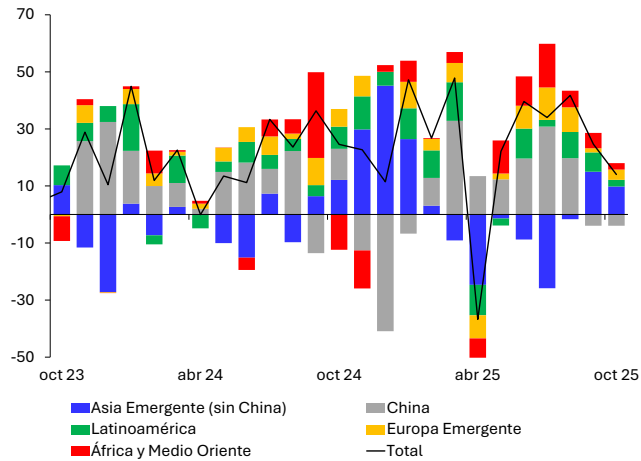


Fuente: IIF y FMI. **Nota:** Este gráfico permite comparar la participación de los inversionistas extranjeros en el *outstanding* de deuda pública emitida en moneda local. La información presenta un rezago en su disponibilidad para Argentina, Chile y Uruguay.

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

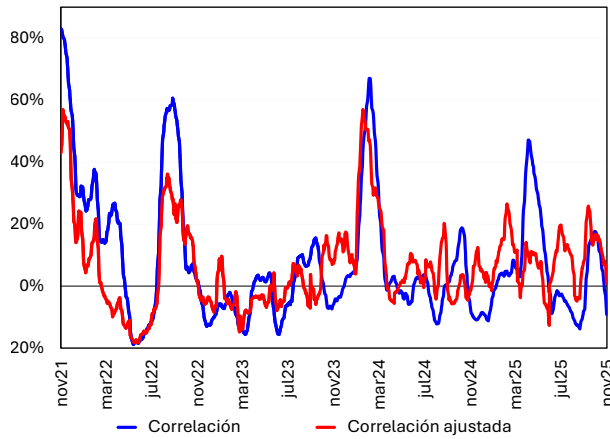
El Gráfico A4.1. muestra los flujos de portafolio hacia economías emergentes con datos del *Institute of International Finances* (IIF).

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



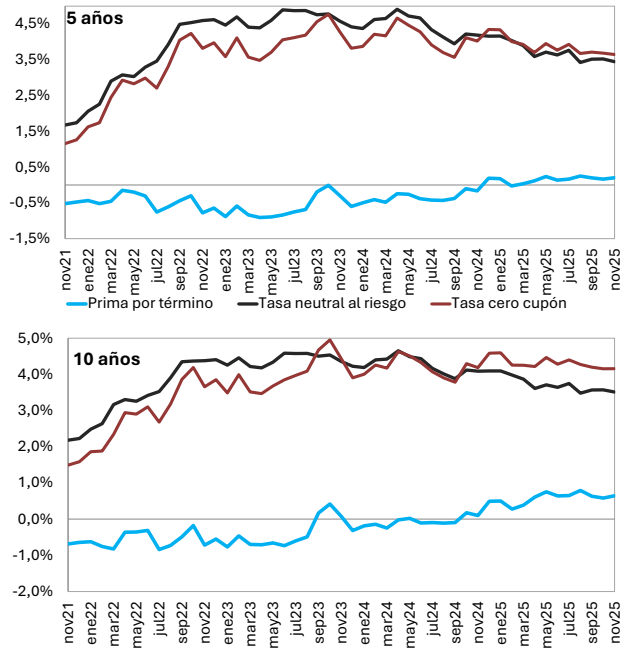
Fuente: IIF.

Gráfico A4.2. Correlación pendientes región



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

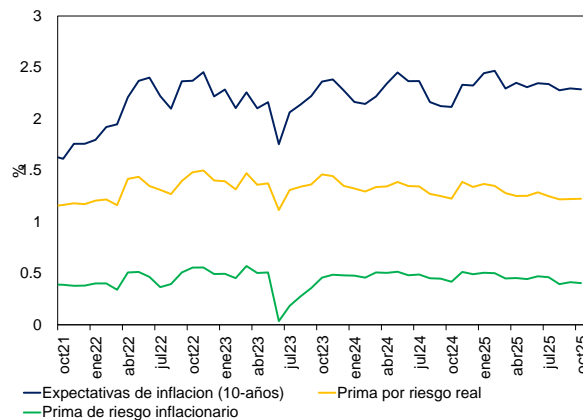
Gráfico A4.3. Prima por vencimiento Tesoros



Fuente: Fed.

En el Gráfico A4.2 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) disminuyó y se ubicó en -9,19%. La correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos, línea roja) también cayó y se ubicó en 0,88%. Lo anterior indica que las pendientes de la región están siendo influenciada principalmente por factores idiosincráticos. Por su parte, con información al 20 de noviembre, desde finales de octubre las primas por vencimiento de los Tesoros aumentaron para los plazos de 5 y 10 años, y se situaron en 0,20% y 0,64%, respectivamente. Las tasas neutras al riesgo cayeron 8 pb y 6 pb, y se ubicaron en 3,45% y 3,51% para los plazos a 5 y 10 años, en su orden (Gráfico 4.4). Por otra parte, en octubre, disminuyeron la prima por riesgo inflacionario en EE. UU (0,40%, ant: 0,41%), la prima por riesgo real (1,22%, ant: 1,23%), y la expectativa de inflación de largo plazo (2,29%, ant: 2,30%).

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



Fuente: Fed.

Anexo 5. Decisiones gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de

de bancos centrales y

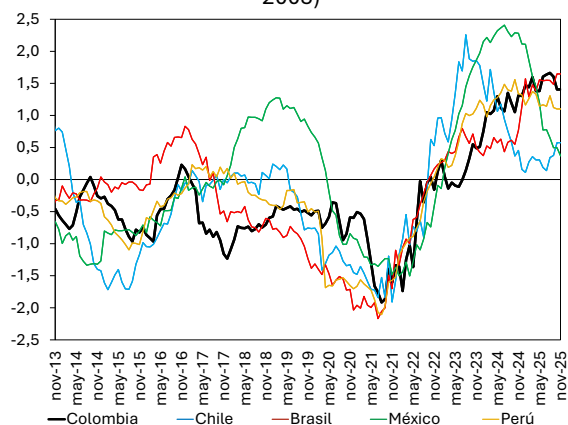
TPM

Fecha	Banco Central	Decisión (pb)	Expectativa (pb)	TPM
Países desarrollados				
3nov25	Banco de la Reserva de Australia	0	0	3,60%
5nov25	Banco de Suecia	0	0	1,75%
6nov25	Banco de Noruega	0	0	4,00%
6nov25	Banco de Inglaterra	0	0	4,00%
19nov25	Banco Central de Islandia	-25	-	7,25%
Países emergentes/frontera				
4nov25	Banco Central de Armenia	0	-	6,75%
5nov25	Banco Nacional de Georgia	0	-	8,00%
5nov25	Banco Nacional de Polonia	-25	-25	4,25%
5nov25	Banco Central de Brasil	0	0	15,00%
6nov25	Banco Central de Malasia	0	0	2,75%
6nov25	Banco Nacional Checo	0	0	3,50%
6nov25	Banco de México	-25	-25	7,25%
10nov25	Banco de Uganda	0	-	9,75%
12nov25	Banco de Zambia	-25	-	14,25%
12nov25	Banco de Mauricio	0	-	4,50%
12nov25	Banco Nacional de Rumania	0	0	6,50%
13nov25	Banco Nacional de Serbia	0	0	5,75%
13nov25	Banco Central de Reserva del Perú	0	0	4,25%
14nov25	Banco de Mozambique	-25	-	9,50%
18nov25	Banco Nacional de Hungría	0	0	6,50%
18nov25	Banco Central del Uruguay	-25	-	8,00%
18nov25	Banco Nacional de Angola	-50	-	18,50%
19nov25	Banco de Indonesia	0	0	4,75%
19nov25	Banco Popular de China	0	0	3,00% / 3,50% *
20nov25	Banco de la Reserva de Sudáfrica	-25	-25	6,75%
20nov25	Banco Central de Egipto	0	-100	21,00%

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

Fuente: Bloomberg

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



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

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

Cuadro A6.1. 22 de octubre de 2025

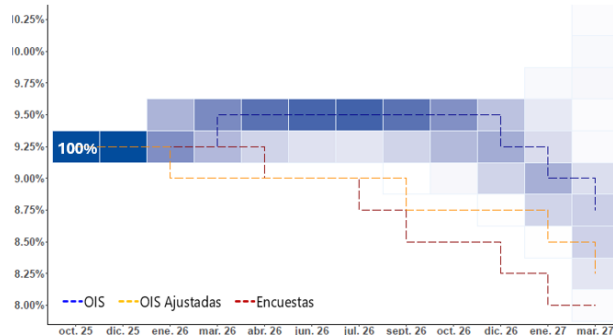
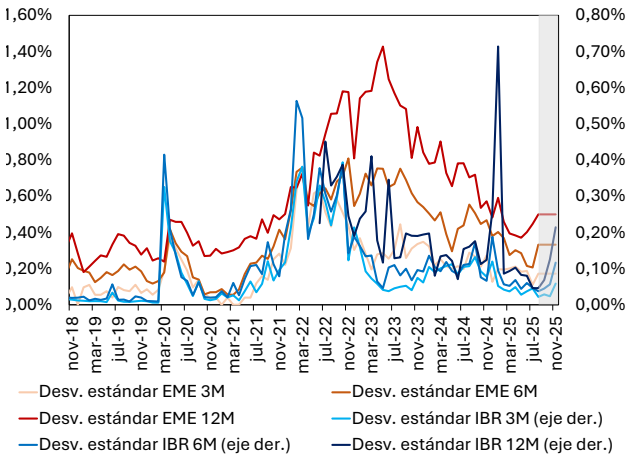
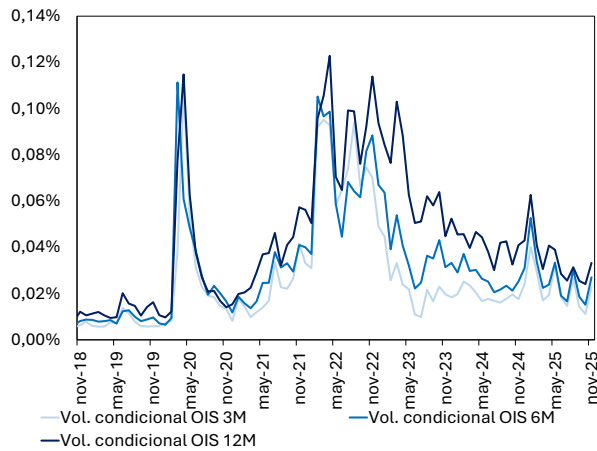


Gráfico A6.2. Medidas de incertidumbre de las expectativas de la TPM



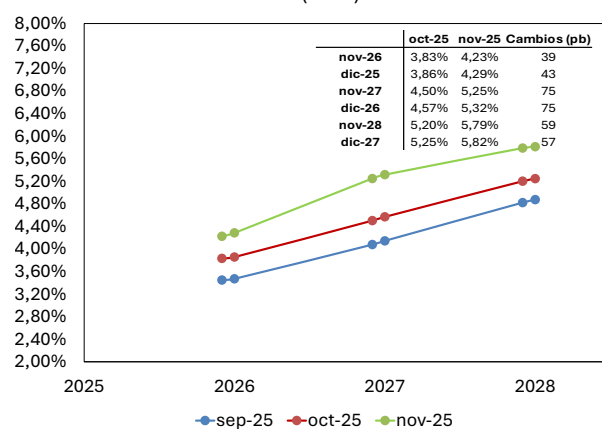
Fuente: Bloomberg, **Cálculos:** BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.

A6.3. Volatilidad condicional de las tasas OIS



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

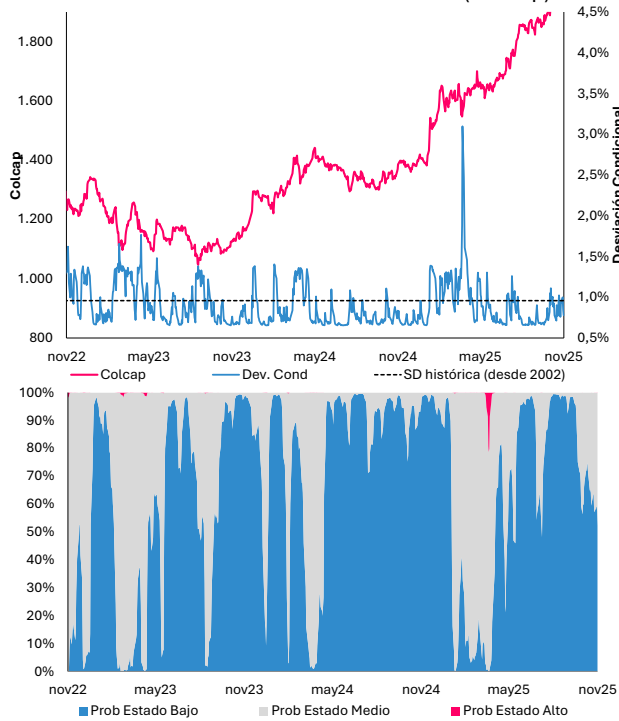
Gráfico A6.4. Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



Fuente y Cálculos: Precia.

Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes

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



Fuente: Bloomberg, Cálculos: BanRep.

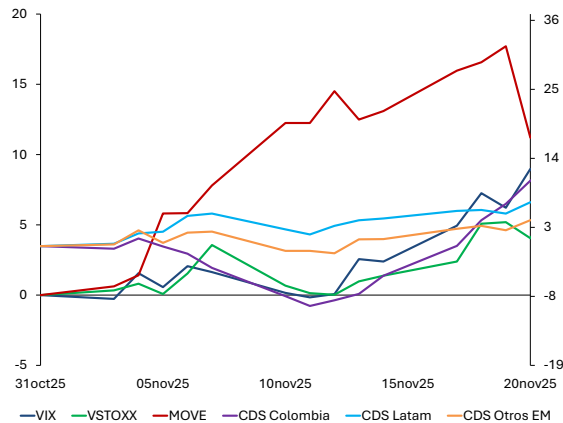
Tabla A7.2. Expectativas para los próximos 3 meses

	EMBIG		Duración del portafolio	
	nov-25	oct-25	nov-25	oct-25
Aumentará	42.3%	25.0%	8.0%	13.0%
Sin cambios	42.3%	41.7%	40.0%	43.5%
Disminuirá	15.4%	33.3%	20.0%	13.0%
No aplica			32.0%	30.4%

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

Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Gráfico A8.1. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

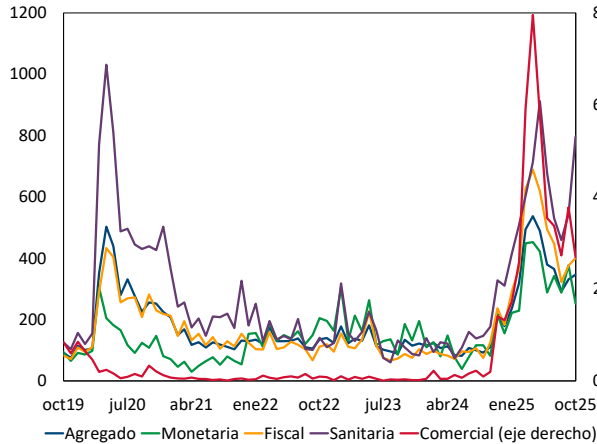
Nota: Los indicadores Vix, Vstoxxy Move se muestran como cambios en pb en el eje izquierdo. Los CDS se muestran como cambios en pb en el eje derecho.

Tabla A8.1. Indicadores de incertidumbre en política económica

	EE. UU.					Europa					
	EE. UU.	Pol. monetaria	Pol. fiscal	Pol. sanitaria	Pol. comercial	Europa	Alemania	Italia	Reino Unido	Francia	España
sep-25	331	377	376	544	3775	468	964	136	357	550	211
oct-25	347	253	401	797	2689	412	826	125	314	518	175
Var.	15	-124	25	253	-1086	-56	-138	-10	-43	-33	-35

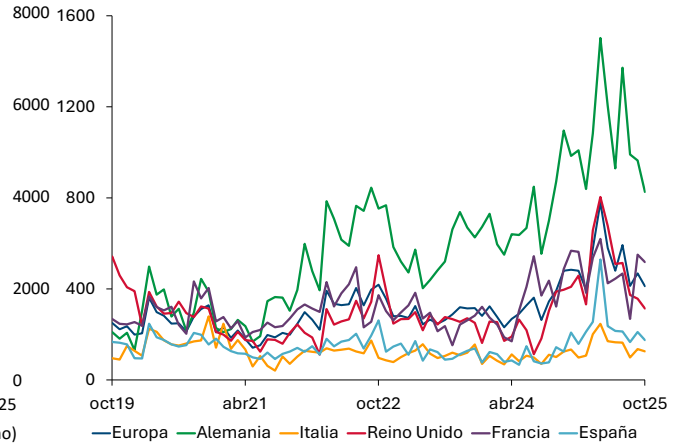
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas

	Inflación					Tasa de política monetaria				Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Octubre 2025			Esperada a Diciembre 2025		Vigente	Esperada a Diciembre 2025		Ultimos datos publicados		Esperada a Diciembre 2025		
	Esp.	Obs.	Spread	Oct.25	Nov. 25		Oct.25	Nov. 25	Esp.	Obs.	Oct.25	Nov. 25	
Colombia	5.47%	5.51%	2.51%	5.27%	5.38%	9.25%	9.25%	9.25%	3.20%	3.60%	2.60%	2.70%	
Chile	3.70%	3.40%	0.40%	4.00%	4.30%	4.75%	4.50%	4.50%	1.80%	1.60%	2.4%	2.40%	
México	3.56%	3.57%	0.57%	3.90%	3.80%	7.25%	7.15%	7.10%	-0.20%	-0.12%	0.50%	0.50%	
Perú	1.51%	1.35%	-0.65%	2.00%	1.90%	4.25%	4.16%	4.15%	3.40%	3.40%	3.00%	3.00%	
Brasil	4.74%	4.68%	1.68%	4.56%	4.45%	15.00%	15.00%	15.00%	2.15%	2.22%	2.16%	2.16%	
Ecuador	n.d.	1.24%	-0.76%	1.90%	1.90%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.30%	2.50%	2.90%	
Argentina	31.25%	31.30%	n.d.	29.30%	29.50%	29.00%	28.08%	35.91%	6.50%	6.30%	4.40%	4.20%	
EE. UU.	3.10%	3.00%	1.00%	2.80%	2.80%	3.75% - 4%	3.83%	3.83%	3.30%	3.80%	1.90%	1.93%	
India	0.40%	0.25%	-3.75%	3.70%	3.60%	5.50%	5.30%	5.33%	6.70%	7.81%	6.50%	6.70%	
Sudáfrica	3.70%	3.60%	-0.90%	3.30%	3.30%	6.75%	6.89%	6.83%	0.80%	0.60%	1.10%	1.20%	
China	-0.10%	0.20%	-2.80%	0.60%	0.50%	1.40%	1.29%	1.33%	4.70%	4.80%	4.70%	4.80%	
Rusia	8.03%	7.71%	3.71%	8.80%	8.80%	16.50%	15.14%	15.88%	0.70%	0.60%	1.00%	0.85%	
Turquía	33.20%	32.87%	27.87%	34.90%	35.00%	39.50%	37.33%	37.63%	4.10%	4.80%	3.30%	3.41%	
Noruega	3.00%	3.10%	1.10%	2.90%	3.00%	4.00%	3.98%	4.00%	0.30%	0.60%	1.90%	1.90%	
Costa Rica	n.d.	-0.38%	-3.38%	0.50%	0.30%	3.50%	3.45%	3.50%	n.d.	5.20%	3.60%	3.60%	
El Salvador	n.d.	0.90%	-2.40%	1.30%	1.20%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3.90%	2.40%	2.50%	
Guatemala	n.d.	1.26%	-2.74%	2.70%	2.60%	4.00%	3.81%	3.81%	n.d.	3.90%	3.60%	3.70%	
Honduras	n.d.	4.90%	-0.10%	4.50%	4.50%	5.75%	5.69%	5.69%	n.d.	3.90%	3.40%	3.60%	
Panamá	n.d.	-0.02%	-2.02%	1.10%	0.90%	n.d.	8.48%	8.14%	n.d.	3.40%	4.10%	4.00%	
Paraguay	n.d.	4.10%	0.10%	3.90%	4.00%	6.00%	5.96%	6.00%	n.d.	9.00%	4.10%	4.50%	

Colombia: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 24 de noviembre.

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

Chile: Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Chile el 10 de noviembre.

China: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de noviembre. La TPM corresponde a la tasa repo de siete días.

EE. UU., Sudáfrica, Rusia, Turquía & Noruega: Expectativas extraídas de Bloomberg.

México, Perú, Ecuador, Argentina, India, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá & Paraguay: Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de noviembre.

* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 2T25, excepto, Colombia, Chile, México, Perú, China, Rusia y Costa Rica, cuya información corresponde al 3T25.

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

*** El spread se calcula como la diferencia entre la inflación observada y objetivo.

**** El dato de inflación observada de EE. UU. corresponde al mes de septiembre dada la ausencia del dato de octubre.