



# 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, 29 de septiembre de 2026**

## DETERMINANTES DE LAS DINÁMICAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

### CONTENIDO

|                                                                                                                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. MENSAJES PRINCIPALES.....                                                                                                                                | 3  |
| 2. ANÁLISIS DEL BEI Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A PARTIR DE ENCUESTAS .....                                                                                 | 3  |
| 2.1. Expectativas de inflación provenientes del mercado (BEI) y de encuestas .....                                                                          | 4  |
| 2.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana .....                                                                                           | 10 |
| 2.3. Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la<br>región .....                                                              | 19 |
| 3. EXPECTATIVAS DE MERCADO DE TPM Y CRECIMIENTO ECONÓMICO .....                                                                                             | 21 |
| 3.1. Expectativas de TPM extraídas del mercado y de encuestas para Colombia .....                                                                           | 21 |
| 3.2. Expectativas de TPM para economías desarrolladas y países de la región .....                                                                           | 26 |
| 3.3. Expectativas de crecimiento económico.....                                                                                                             | 28 |
| 4. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO .....                                                                                                                   | 29 |
| 5. RECUADROS/ANEXOS .....                                                                                                                                   | 32 |
| Anexo 1. Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros .....                                                                               | 32 |
| Anexo 2. Eventos relevantes en el mercado local .....                                                                                                       | 38 |
| Anexo 3. Inversionistas en el mercado de deuda local .....                                                                                                  | 41 |
| Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la<br>región.....                                                               | 45 |
| Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos .....                                                                                                   | 46 |
| Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas<br>reuniones de la JDBR y otras medidas de expectativas de inflación..... | 48 |
| Anexo 7. IDOAM, análisis por componentes .....                                                                                                              | 49 |
| Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional .....                                                                                            | 50 |
| Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países .....                                                                                                 | 51 |
| Anexo 10. Índices de confianza .....                                                                                                                        | 52 |
| Anexo 11. Indicador Común de Expectativas de Inflación .....                                                                                                | 53 |
| Anexo 12. Inflación mensual sin alimentos, SAR y expectativas .....                                                                                         | 54 |
| Anexo 13. Especificación del índice IDOAM .....                                                                                                             | 55 |

## 1. MENSAJES PRINCIPALES

- Desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las expectativas de inflación provenientes del mercado presentaron incrementos generalizados para todos los plazos. Las expectativas provenientes de encuestas presentaron un comportamiento similar, aunque con base en la EME se esperan decrecimientos en la inflación para los plazos de uno y dos años. No obstante, todas las medidas se sitúan por encima de la meta del 3% en el horizonte de dos años (Cuadro 1).
- Los TES en pesos registraron desvalorizaciones, mientras que los TES en UVR se valorizaron en el tramo corto. Este comportamiento se dio en un entorno desfavorable para la deuda pública global y de incertidumbre local, principalmente asociada al frente fiscal.
- Las expectativas de TPM continúan incorporando aumentos y niveles elevados por un período más prolongado. Para la próxima reunión, las expectativas extraídas del mercado de derivados están divididas entre mantener la tasa inalterada y aumentarla 25 pb. Por su parte, la mediana de las encuestas anticipa estabilidad, aunque las respuestas individuales presentan una elevada dispersión y varios analistas prevén o recomiendan incrementos.
- Los extranjeros fueron vendedores netos de TES de contado y su concentración se mantiene en niveles elevados, a la vez que su posición a futuro disminuyó. Por su parte, los FPC y las sociedades fiduciarias fueron los mayores demandantes de TES.

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

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

| Panel A. Mercado |       |        |             |        |              |        |       |        |               |        |          |        |
|------------------|-------|--------|-------------|--------|--------------|--------|-------|--------|---------------|--------|----------|--------|
|                  | BEI   |        | BEI desest. |        | BEI ajustado |        | FBEI  |        | FBEI ajustado |        | Swap BEI |        |
|                  | 1 año | 2 años | 1 año       | 5 años | 1 año        | 2 años | dic27 | 2 años | dic27         | 2 años | 1 año    | 2 años |
| ago26            | 6,49% | 6,29%  | 6,99%       | 6,33%  | 5,63%        | 5,62%  | 6,29% | 6,08%  | 5,77%         | 5,58%  | 4,92%    | 5,29%  |
| sep26            | 7,00% | 6,66%  | 7,32%       | 6,47%  | 5,87%        | 5,72%  | 6,73% | 6,33%  | 5,87%         | 5,56%  | 5,08%    | 5,66%  |
| Variación (pb)   | 51    | 37     | 33          | 14     | 24           | 9      | 44    | 25     | 10            | -2     | 15       | 38     |

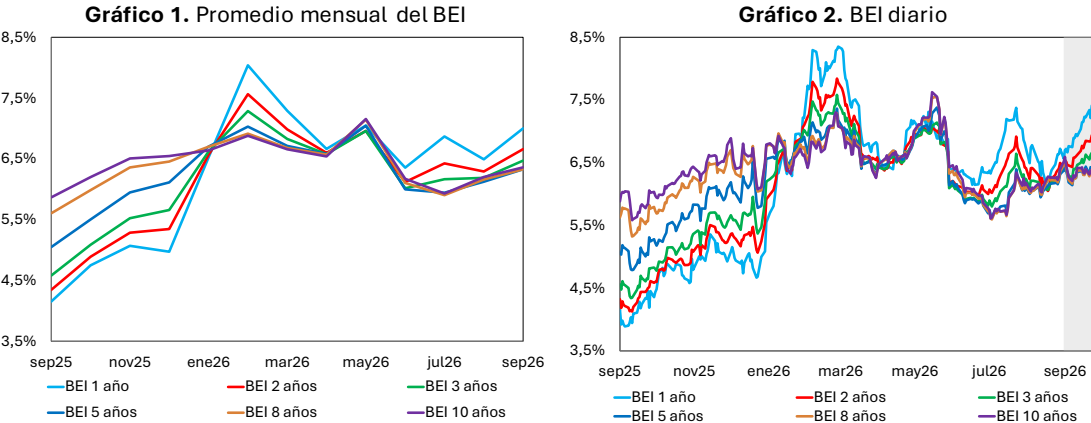
  

| Panel B. Encuestas |                         |       |        |                |       |       |        |              |       |       |        |
|--------------------|-------------------------|-------|--------|----------------|-------|-------|--------|--------------|-------|-------|--------|
|                    | Total (otras encuestas) |       |        | Total (BanRep) |       |       |        | SAR (BanRep) |       |       |        |
|                    | dic26                   | 1 año | dic-27 | dic26          | 1 año | dic27 | 2 años | dic26        | 1 año | dic27 | 2 años |
| ago26              | 6,61%                   | 5,50% | 5,13%  | 6,60%          | 5,41% | 5,09% | 4,20%  | 5,81%        | 5,20% | 4,82% | 4,10%  |
| sep26              | 6,87%                   | 5,54% | 5,22%  | 6,81%          | 5,34% | 5,06% | 4,03%  | 6,20%        | 5,20% | 4,84% | 4,18%  |
| Variación (pb)     | 26                      | 4     | 9      | 21             | -7    | -3    | -17    | 39           | 0     | 2     | 8      |

Las expectativas de mercado se presentan como un promedio del mes. La expectativa de otras encuestas a diciembre de 2026 y 2027 corresponde a la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y a la encuesta de Citi, y a un año corresponde a la EOF. SAR hace referencia a la inflación sin alimentos ni regulados.

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

Las inflaciones implícitas en el mercado de deuda pública (*Break-Even Inflation*, BEI) presentaron incrementos para todos los plazos. Todas las medidas permanecen alrededor del 6%. En general, el BEI presenta presiones al alza, guiadas por el incremento de la inflación observada en agosto el cual sorprendió a los mercados (obs: 6.24%, esp: 6.12%), el incremento en la percepción de riesgo país, los potenciales efectos sobre la demanda generados por el terremoto del 10 de agosto<sup>1</sup>, las presiones inflacionarias asociadas a los posibles efectos del fenómeno de El Niño, y las necesidades de financiamiento del gobierno. En los plazos más largos se observan en promedio incrementos en las expectativas, relacionados con posibles presiones derivadas del incremento de la deuda y el déficit fiscal (Gráfico 1, Gráfico 2 y Cuadro 2).



Fuentes: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

Cuadro 2. Variaciones TES pesos y UVR

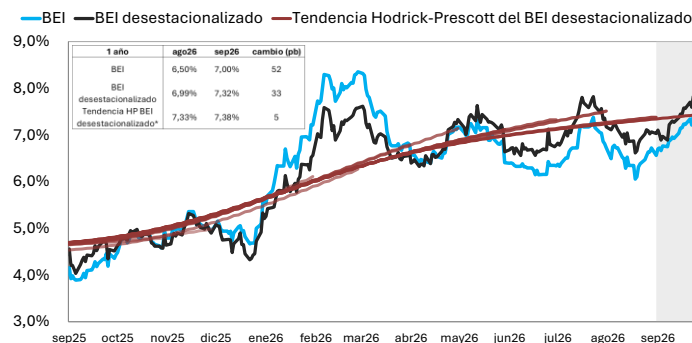
| Punto a punto (plazo en años) |           |        |        |        |        |        |         |       |       |       |       |       |
|-------------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                               | TES pesos |        |        |        |        |        | TES UVR |       |       |       |       |       |
|                               | 1         | 2      | 3      | 5      | 8      | 10     | 1       | 2     | 3     | 5     | 8     | 10    |
| 31ago26                       | 12,27%    | 12,44% | 12,56% | 12,71% | 12,81% | 12,84% | 5,71%   | 6,01% | 6,19% | 6,33% | 6,35% | 6,32% |
| 23sep26                       | 12,41%    | 12,55% | 12,65% | 12,77% | 12,86% | 12,88% | 5,00%   | 5,61% | 5,99% | 6,36% | 6,51% | 6,52% |
| Variaciones (pb)              |           |        |        |        |        |        |         |       |       |       |       |       |
| Var. BEI                      | 85        | 51     | 29     | 4      | -11    | -15    | -71     | -40   | -20   | 3     | 16    | 19    |
| BEI                           | 7,41%     | 6,94%  | 6,66%  | 6,41%  | 6,35%  | 6,37%  |         |       |       |       |       |       |

| Promedios mensuales |        |        |        |        |        |        |       |       |       |       |       |       |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ago26               | 12,21% | 12,20% | 12,20% | 12,19% | 12,19% | 12,18% | 5,71% | 5,91% | 6,01% | 6,07% | 6,03% | 5,98% |
| sep26*              | 12,29% | 12,41% | 12,49% | 12,60% | 12,68% | 12,69% | 5,29% | 5,75% | 6,02% | 6,27% | 6,35% | 6,33% |
| Variaciones (pb)    |        |        |        |        |        |        |       |       |       |       |       |       |
| Var. BEI            | 51     | 37     | 28     | 20     | 17     | 16     | -43   | -17   | 1     | 20    | 32    | 35    |
| BEI                 | 7,00%  | 6,66%  | 6,47%  | 6,33%  | 6,33%  | 6,36%  |       |       |       |       |       |       |

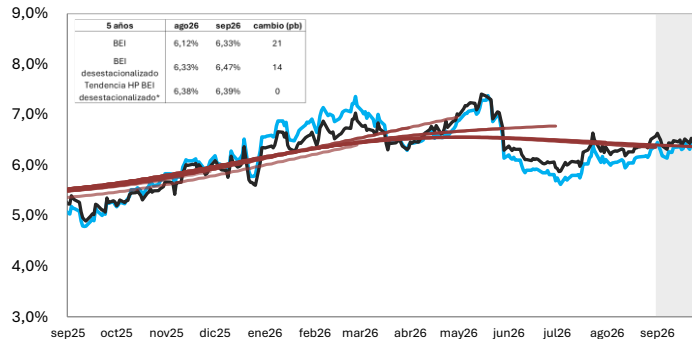
\*Información disponible al 23 de septiembre de 2026

<sup>1</sup> En atención al terremoto ocurrido el pasado 10 de agosto, el gobierno nacional decidió expedir el decreto 1261 del 19 de agosto de 2026, por el cual se declara el Estado de Emergencia Económica, Social y Ecológica por grave calamidad pública en parte del territorio nacional. Este decreto tiene efecto sobre los departamentos de Antioquia, Bolívar, Caldas, Cauca, Chocó, Cundinamarca, Huila, Nariño, Norte de Santander, Putumayo, Quindío, Risaralda, Sucre, Tolima y Valle del Cauca; y tiene vigencia de 30 días calendario.

**Gráfico 3. Filtro HP BEI desestacionalizado**  
**Panel A. Medida a 1 año**



**Panel B. Medida a 5 años**



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

\*El dato de la tendencia se estimó con datos hasta el 21 de agosto. Las tablas presentan los promedios de cada mes.

que, en su versión ajustada, se registraron incrementos en el tramo corto, y reducciones marginales en los plazos medio y largo con respecto a agosto. En todos los casos, estas métricas continúan ubicándose por encima de la meta de inflación del BanRep. Para calcular las expectativas de inflación anual a 12, 24 y 36 meses 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. 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.

Al ajustar el BEI por estacionalidad en los horizontes de corto y mediano plazo, se observa el mismo comportamiento al alza que en el BEI sin ajustar<sup>2</sup>, aunque dicho crecimiento se dio en menor magnitud que la medida sin ajuste. La tendencia promedio mostró comportamientos al alza en el corto plazo y estabilidad en el mediano plazo (Gráfico 3).

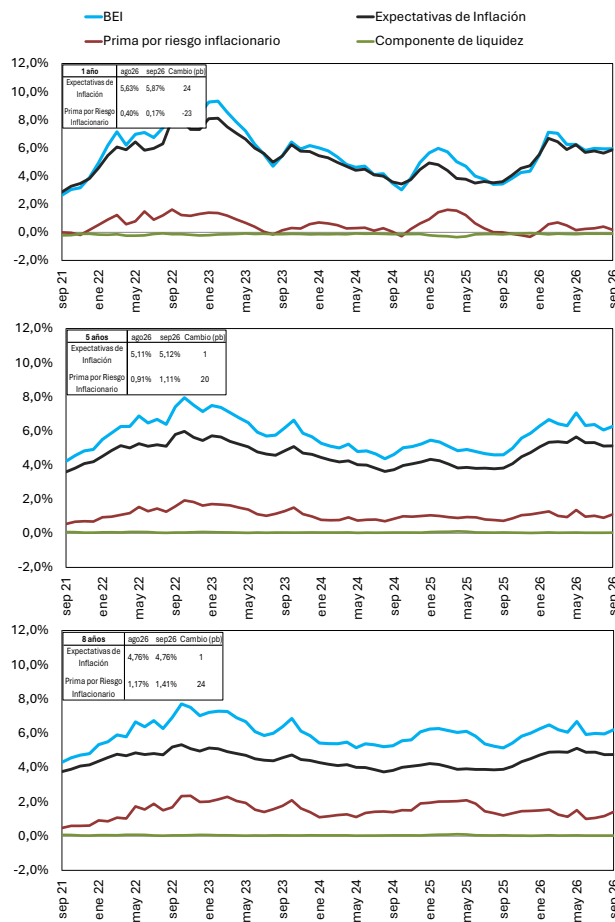
El componente de expectativas de inflación del BEI presentó movimientos al alza para todos los plazos (Gráfico 4)<sup>3</sup>. Con base en esta metodología, las expectativas de inflación a 1 año evidencian incrementos en el mismo sentido que las observadas para otras medidas de mercado, mientras que para 5 y 8 años dichos crecimientos son acotados.

**Los *Forward Break-Even Inflation* (FBEI) en su versión simple presentan comportamientos al alza, mientras**

<sup>2</sup> 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), se presentan 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.

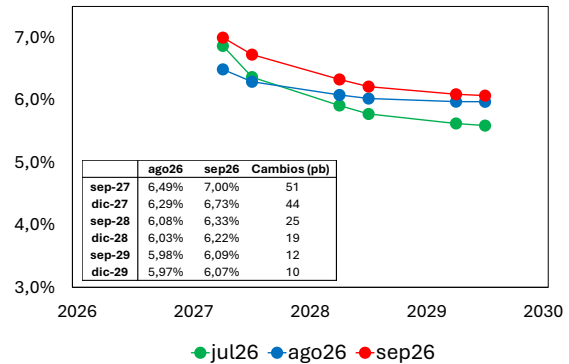
<sup>3</sup> Dado que los diferenciales entre las tasas nominales y reales capturan no solo las expectativas de inflación, sino también la incertidumbre asociada a estas y posibles fricciones de liquidez, el Gráfico 4 presenta una descomposición del promedio del BEI para el periodo analizado, a 1, 5 y 8 años, en tres componentes: expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa entre los TES en pesos y los TES en UVR.

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



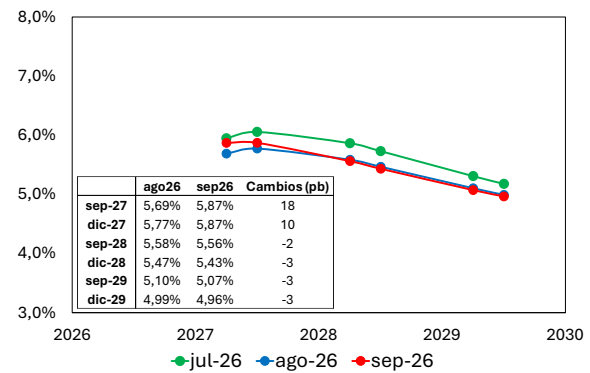
**Fuentes:** Precia. **Nota:** La descomposición se estima con la información promedio de cada mes. Los datos se estiman con información de precia, el BEI promedio calculado con estos datos se ubicó en 6,44% (ant: 6,87), 5,69% (ant: 5,75%) y 5,12% (ant: 5,16%) para los plazos de 1, 5 y 8 años, respectivamente.

**Gráfico 5A. FBEL sin ajuste**



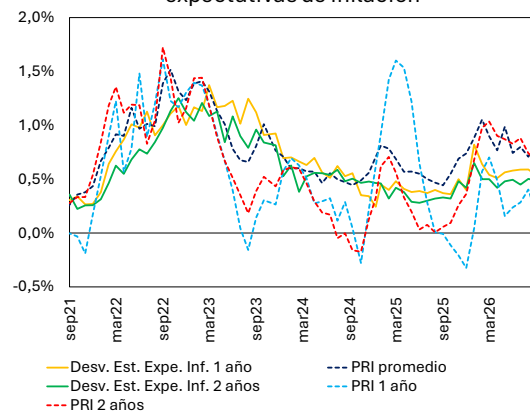
**Fuentes:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes del BEI calculado por el Banrep, el cual se estima con base en las tasas cero cupón de TES en pesos y UVR. Se presenta esta misma gráfica usando la información de precio en el Anexo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

**Gráfico 5B. FBEL neto de primas**



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

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

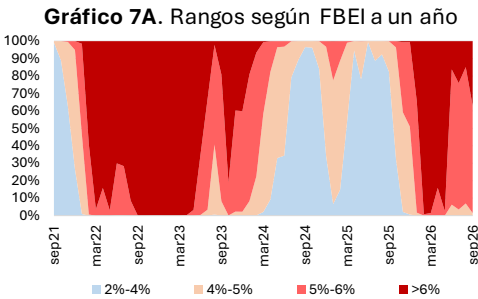


**Fuente:** BanRep. **Nota:** PRI promedio corresponde al promedio de la PRI para todos los plazos.

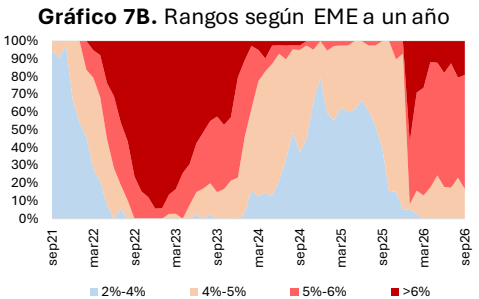
La prima por riesgo inflacionario (PRI) presentó reducciones en los plazos a uno y dos años, lo que, junto el incremento de las expectativas de inflación sugiere que los agentes del mercado coinciden en descontar escenarios de inflación persistentemente altos (Gráfico 6). Por su parte la PRI promedio mostró aumentos. Asimismo, la desviación estándar de las expectativas de inflación derivadas de encuestas disminuyó, lo que indica una menor dispersión en las expectativas de los analistas económicos<sup>4</sup>.

Según las expectativas implícitas del mercado, se espera que el escenario más probable para la inflación promedio se encuentre en un rango entre 5% y 6% a un horizonte de uno y dos años; sin embargo, el rango superior a 6% aumentó su probabilidad frente al mes anterior en el horizonte a un año. Por su parte, las encuestas asignan una mayor probabilidad a que la inflación se ubique entre 5% y 6% a un año y entre 4% y 5% a dos años<sup>5</sup> (Gráficos 7A, 7B, 7C y 7D).

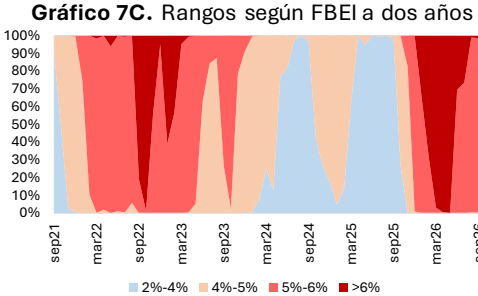
**Gráfico 7.** Probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a uno y dos años se encuentre en diferentes rangos de acuerdo con el FBEl y la EME



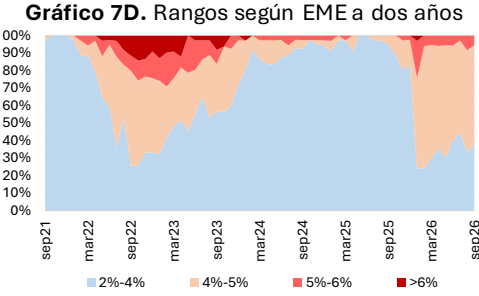
| Fecha | 2%-4% | 4%-5% | 5%-6%  | >6%    |
|-------|-------|-------|--------|--------|
| ago26 | 0,00% | 6,97% | 78,15% | 14,87% |
| sep26 | 0,00% | 1,42% | 61,42% | 37,17% |



| Fecha | 2%-4% | 4%-5%  | 5%-6%  | >6%    |
|-------|-------|--------|--------|--------|
| ago26 | 0,00% | 23,08% | 56,41% | 20,51% |
| sep26 | 0,00% | 16,67% | 64,29% | 19,05% |



| Fecha | 2%-4% | 4%-5% | 5%-6%  | >6%   |
|-------|-------|-------|--------|-------|
| ago26 | 0,00% | 0,40% | 98,51% | 1,08% |
| sep26 | 0,00% | 0,27% | 98,21% | 1,52% |



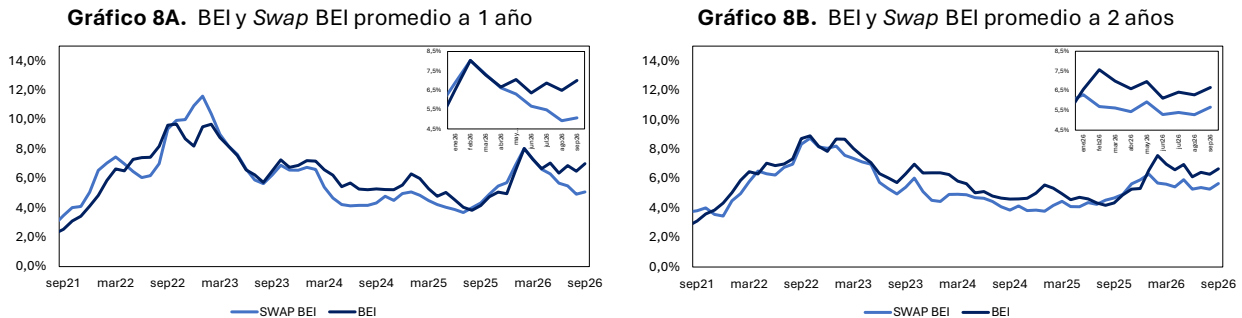
| Fecha | 2%-4%  | 4%-5%  | 5%-6% | >6%   |
|-------|--------|--------|-------|-------|
| ago26 | 33,33% | 58,33% | 8,33% | 0,00% |
| sep26 | 37,84% | 56,76% | 5,41% | 0,00% |

**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.

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

<sup>5</sup> La probabilidad de que el valor esperado de las expectativas de inflación a uno y dos años se ubiquen dentro de unos rangos, se estimó empleando la distribución del FBEl ajustado por primas y, adicionalmente, ajustando una distribución a las respuestas de la EME.

**Las expectativas de inflación implícitas en los contratos de derivados presentaron incrementos en las medidas a uno y dos años. En ambos casos estas medidas se mantienen por encima de la meta del BanRep.** El Gráfico 8 presenta las expectativas de inflación implícitas en los contratos *Overnight Index Swaps* (OIS) y los swaps UVR (swap BEI<sup>6</sup>), frente al BEI a 1 y 2 años<sup>7</sup>. Desde la última reunión de la JDBR, y con información al 23 de septiembre, el swap BEI promedio mensual a un año se aumentó 15 pb, alcanzando 5,08% (ant: 4,92%), y a dos años 38 pb, ubicándose en 5,66% (ant: 5,29%)<sup>8</sup>.



**Fuentes:** Bloomberg y Bancolombia. **Cálculos:** BanRep.

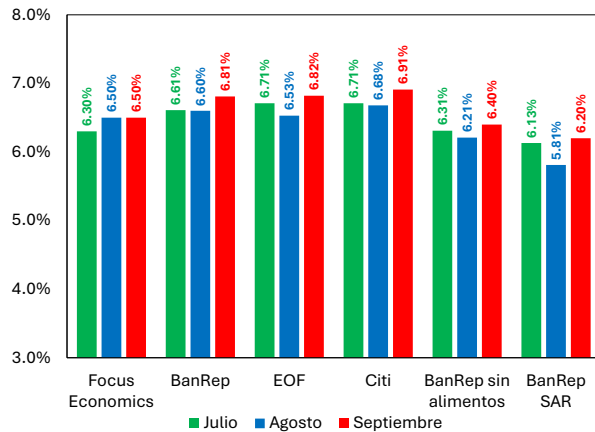
**Las expectativas de inflación total, sin alimentos y sin alimentos ni regulados (SAR) derivadas de encuestas registraron un ajuste importante al alza para el cierre de 2026, en línea con las sorpresas alcistas observadas en agosto en las tres medidas de inflación.** El mayor incremento se presentó en la expectativa de inflación SAR al cierre de 2026, que aumentó 39pb durante el mes. Asimismo, todas las medidas permanecen por encima del 4% en el horizonte de dos años (Gráficos 9 al 12).

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

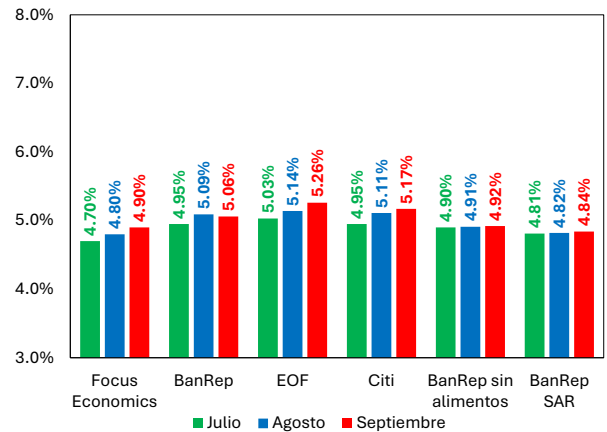
<sup>7</sup> Por su fuente de información, este indicador no se ve afectado por las estrategias de manejo de deuda implementadas por el MHCP, lo que permite extraer información de expectativas de inflación excluyendo el efecto de estas operaciones.

<sup>8</sup> La medida forward del primer al segundo año incrementó 27 pb (obs: 3,41%, ant: 3,68%).

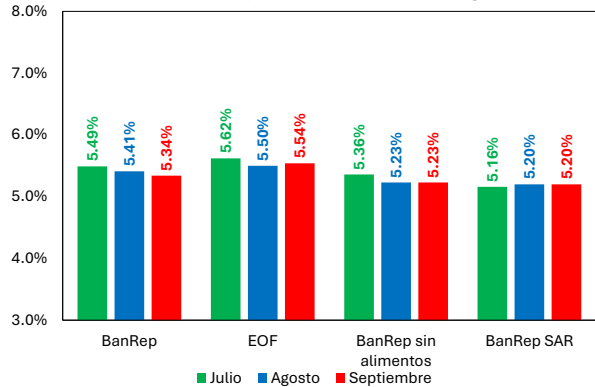
**Gráfico 9. Inflación esperada para cierre 2026 según encuestas**



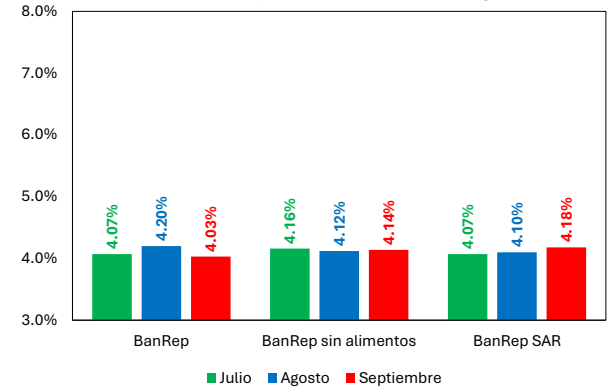
**Gráfico 10. Inflación esperada para cierre 2027 según encuestas**



**Gráfico 11. Inflación esperada a 12 meses según encuestas**



**Gráfico 12. Inflación esperada a 24 meses según encuestas**



**Fuente:** Focus Economics, BanRep, EOF y Citi.

**Nota:** 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 6 de septiembre. La encuesta del BanRep se realizó entre el 8 y el 10 de septiembre. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de septiembre con datos recolectados entre el 8 y el 18 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 25 de septiembre.

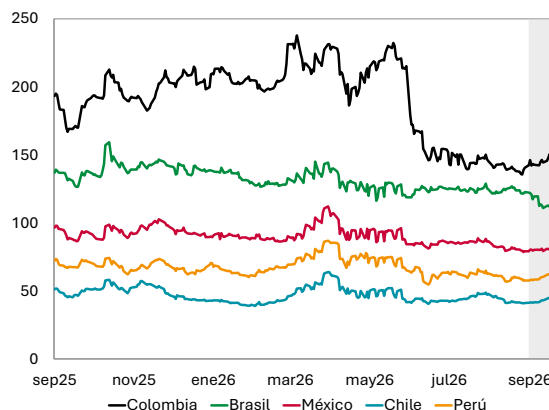
**En conjunto, las distintas medidas presentan un escenario de incrementos de las expectativas de inflación durante los próximos dos años y presiones inflacionarias en el mediano plazo. Las expectativas de la inflación SAR presentaron un ajuste importante al alza para el cierre de 2026. Todas las medidas de expectativas permanecen por encima de 3%. Estos incrementos se enmarcan en un contexto de sorpresa por el dato de inflación en agosto (obs: 6,24%; esp: EME: 6,10%, Bloomberg: 6,12%), el incremento en la percepción de riesgo país, los potenciales efectos sobre la demanda generados por el terremoto del 10 de agosto y la apreciación del peso. Al tiempo que persisten riesgos inflacionarios al alza derivados de los posibles efectos del fenómeno de El Niño, elevados precios de *commodities* por cuenta de la prolongación del conflicto en Medio Oriente y la incertidumbre en torno al ajuste que pueda realizar el nuevo Gobierno en el frente fiscal.**

## 2.2. Comportamiento del mercado de deuda pública colombiana

Entre el 31 de agosto y el 23 de septiembre, la curva de TES en pesos registró desvalorizaciones, en un contexto desfavorable para la deuda pública global y de incertidumbre local sobre las medidas concretas del Gobierno para estabilizar las finanzas públicas, principal foco de atención del mercado (Cuadro 3; Gráficos 14 y 15). Sumado a lo anterior, se destacan los siguientes factores:

- La inflación de agosto, que se aceleró a 6,24% a/a (ant: 6,03%) y superó las expectativas del mercado (EME: 6,10%; Bloomberg: 6,12%).
- El aumento de la percepción de riesgo país, que revirtió parcialmente la mejora de los meses anteriores (Gráfico 13). Esto debido a que el mercado continúa atento al cumplimiento de los compromisos de reducción del gasto y a la implementación de medidas concretas que contribuyan a estabilizar las finanzas públicas.
- El incremento del cupo de emisión de TES para 2026 en COP 25 billones (b) dadas las elevadas necesidades de financiamiento del Gobierno. Aunque esta ampliación ya estaba descontada, el mercado permaneció atento a la capacidad de absorción de la nueva oferta y a sus efectos sobre las tasas<sup>9</sup>.
- La incertidumbre sobre el manejo de los vencimientos de deuda de 2027, que ascienden a cerca de COP 83 billones<sup>10</sup>. Para reducir su concentración y mitigar el riesgo de refinanciamiento, el MHCP programó operaciones de canje entre septiembre y noviembre<sup>11</sup>. Su ejecución será determinante para las presiones de caja y las necesidades adicionales de financiamiento.

Gráfico 13. Credit Default Swaps Latam (5 años)



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, la curva de TES en UVR se empinó, con valorizaciones en el tramo corto y desvalorizaciones en los tramos mediano y largo (Cuadro 3; Gráficos 16 y 17). Este comportamiento reflejó la sorpresa al alza en el dato de inflación y el posicionamiento del mercado previo a los canjes de deuda, en donde el MHCP recibirá títulos próximos a vencer y entregará referencias de mayor plazo, aumentando su oferta<sup>12</sup>.

<sup>9</sup> El cupo de emisión de TES para 2026 aumentó de COP 85,25 billones a COP 110,25 billones. Para el resto del año se programaron subastas semanales por COP 1,2 billones en TES en pesos, COP 600 mil millones en TES UVR y COP 900 mil millones en TCO, con sobre adjudicaciones de hasta 50%. Las primeras subastas posteriores al anuncio mostraron una demanda favorable.

<sup>10</sup> De los vencimientos de 2027, COP 41 billones corresponden a TCO, COP 22 billones a TES en pesos y COP 20 billones a TES UVR.

<sup>11</sup> El MHCP programó operaciones de canje para el 30 de septiembre, el 22 de octubre y el 19 de noviembre, orientadas a reducir la concentración de vencimientos de 2026 y 2027. Para mayor detalle, véase el [comunicado](#) del MHCP.

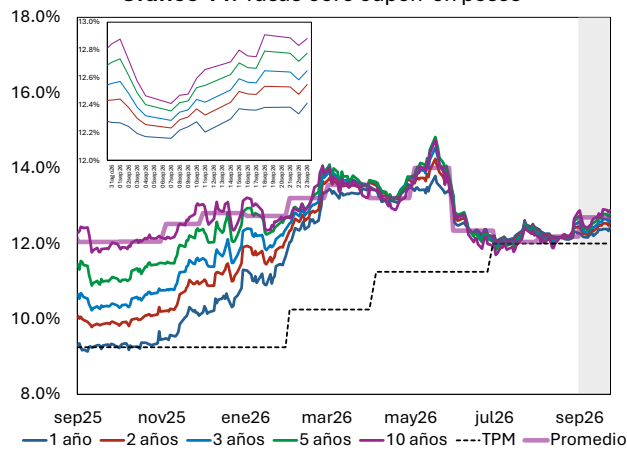
<sup>12</sup> El TES UVR con vencimiento en marzo de 2027 concentra un saldo cercano a COP 20 billones. La magnitud de estos flujos ha reforzado las expectativas de una operación de manejo de deuda de tamaño importante, orientada a reducir el riesgo de refinanciamiento del Gobierno.

**Cuadro 3.** Variaciones en las tasas cero cupón en pesos y UVR

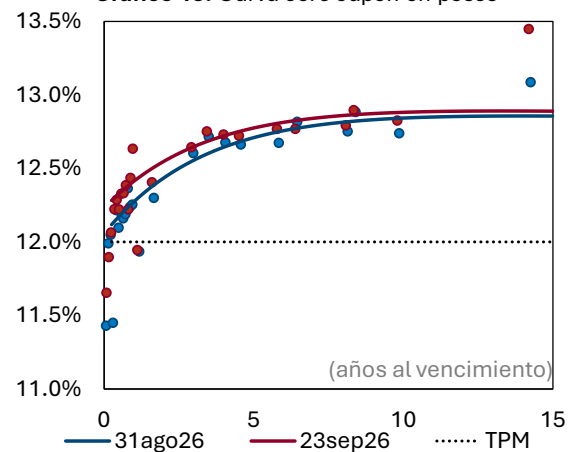
| Plazos (años)      | COP   |       |       | UVR  |      |      |
|--------------------|-------|-------|-------|------|------|------|
|                    | 2     | 5     | 10    | 2    | 5    | 10   |
| <b>31ago26</b>     | 12.4% | 12.7% | 12.8% | 6.0% | 6.3% | 6.3% |
| <b>23sep26</b>     | 12.5% | 12.8% | 12.9% | 5.6% | 6.4% | 6.5% |
| <b>Cambio (pb)</b> | 11    | 7     | 4     | -40  | 3    | 19   |

Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

**Gráfico 14.** Tasas cero cupón en pesos

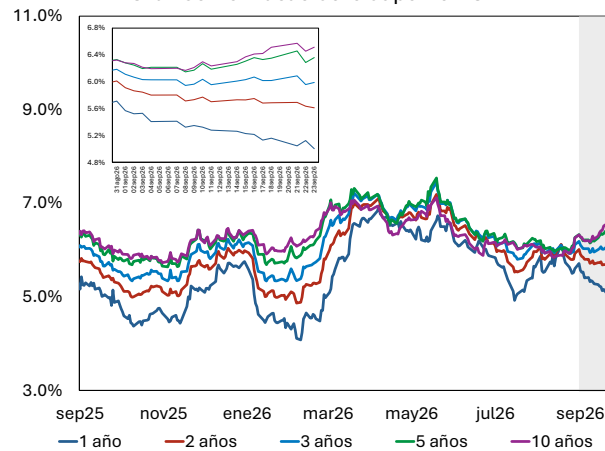


**Gráfico 15.** Curva cero cupón en pesos

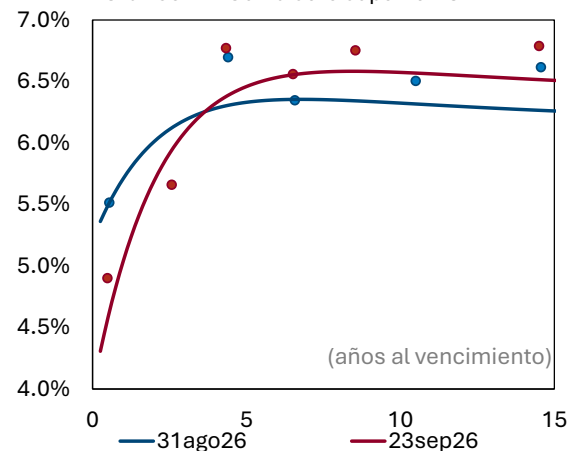


Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep. Notas: i) si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos; ii) la línea detrás de la serie morada corresponde al promedio mensual de la tasa de diez años.

**Gráfico 16.** Tasas cero cupón en UVR

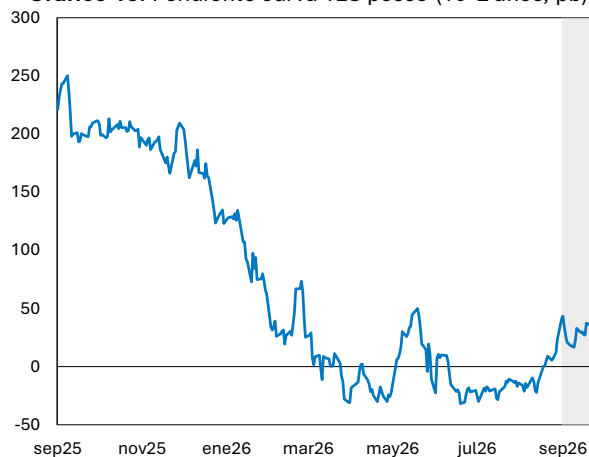


**Gráfico 17.** Curva cero cupón en UVR

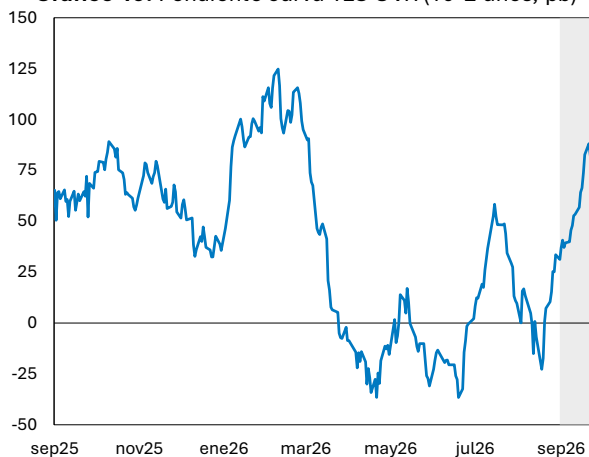


Fuente: SEN y Master Trader. Cálculos: BanRep.

En este contexto, la pendiente entre las tasas a 10 y 2 años de los TES en pesos permaneció cercana a 30 pb, reflejando presiones inflacionarias de corto plazo y cautela frente a la situación fiscal. Por su parte, la pendiente de la curva en UVR aumentó hasta 90 pb (Gráficos 18 y 19). Según analistas, las necesidades de financiamiento del Gobierno y las próximas operaciones de manejo de deuda podrían acentuar el empinamiento de las curvas, al incrementar la oferta de títulos de largo plazo.

**Gráfico 18. Pendiente curva TES pesos (10-2 años, pb)**

Fuentes: SEN y Master Trader, Cálculos: BanRep.

**Gráfico 19. Pendiente curva TES UVR (10-2 años, pb)****Cuadro 4. Flujos netos de los principales tipos de agente en el mercado de TES desde la última reunión de la JDBR (COP mm)**

|                    | Corto<br>(< 2 años) | Medio<br>(2 - 10 años) | Largo<br>(> 10 años) | Total  | Variación<br>(%) |
|--------------------|---------------------|------------------------|----------------------|--------|------------------|
| Extranjeros        | -338                | -1.194                 | 417                  | -1.115 | -0,7%            |
| FPC                | 292                 | 2.552                  | 1.051                | 3.895  | 1,6%             |
| Bancos             | -1.700              | -75                    | -1.071               | -2.845 | -2,2%            |
| Entidades Públicas | 6                   | -1.831                 | 0                    | -1.825 | -2,7%            |
| Fiduciarias        | 2.595               | 995                    | 703                  | 4.292  | 3,4%             |
| Extranjeros (NDF)  | -690                | -34                    | -411                 | -1.135 | -2,0%            |

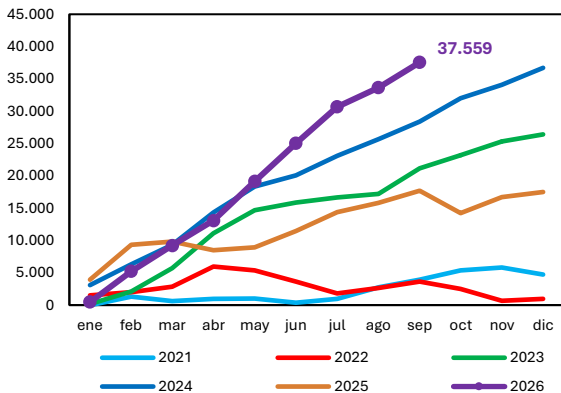
Fuente: BanRep.

Desde la última reunión de la JDBR y hasta el 23 de septiembre, los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) continuaron siendo uno de los principales compradores netos de TES (Cuadro 4 y Gráfico 20), tendencia que se observa desde principios del año. Los FPC se mantienen como los principales tenedores de estos títulos (30,8% del total). Durante el periodo, los FPC compraron en neto TES por COP 3,9 billones (b), principalmente en títulos denominados en pesos del tramo medio de la curva<sup>13</sup>. En el mercado de TES en UVR realizaron ventas por COP 362 mm, a diferencia de lo observado en meses previos.

Por su parte, las sociedades fiduciarias fueron los mayores compradores netos de TES (Cuadro 4). Durante el mes, demandaron en neto COP 4,3 b, alcanzando una participación de 16,3% dentro del total de TES circulando, con lo cual se ubican como los terceros mayores tenedores de estos títulos con corte a septiembre. La mayoría de las compras de estos agentes fueron realizadas sobre referencias del tramo corto de la curva de TES denominados en pesos.

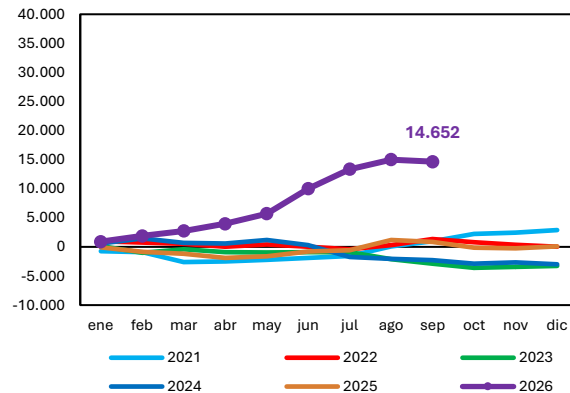
<sup>13</sup> Los FPC presentaron flujos en TES en pesos y UVR por COP -775 mm, COP -842 mm, COP 1,5 b, COP 370 mm y COP 1,7 b en los tramos corto (0-2 años), medio-corto (2-5 años), medio (5-10 años), medio-largo (10-15 años) y largo (>15 años) de la curva, respectivamente.

**Gráfico 20A.** Flujos netos de los FPC en el mercado de contado de TES en pesos y UVR acumulados por año (COP mm)



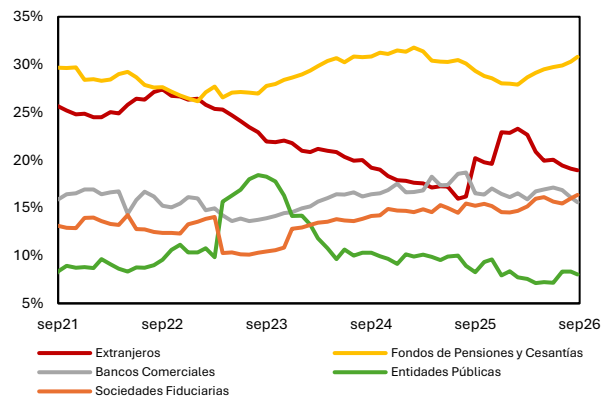
Fuente: BanRep.

**Gráfico 20B.** Flujos netos de los FPC en el mercado de contado de TES en UVR acumulados por año (COP mm)



Fuente: BanRep.

**Gráfico 21.** Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR



Fuente: BanRep.

Los inversionistas extranjeros continuaron mostrando una posición vendedora en el mercado de contado de TES durante septiembre y fueron oferentes netos por COP 1,1 billones (b; Cuadro 4 y Gráfico 22). Adicionalmente, en el mercado de Non-Delivery Forward (NDF) de TES<sup>14</sup> disminuyeron su posición compradora en COP 1,1 b<sup>15</sup> (Gráfico 23), de manera que, al agregar ambos mercados, registran una posición neta vendedora por COP 2,2 b. En el mercado de

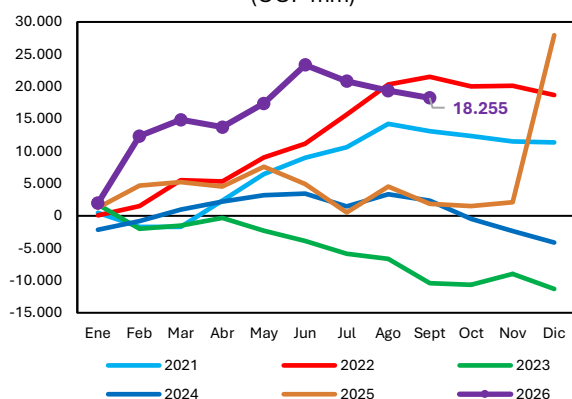
<sup>14</sup> Un NDF de TES es un contrato futuro *Over-the-Counter* (OTC) en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio pactado en la fecha de negociación del contrato. Son derivados OTC, por lo que las negociaciones se llevan a cabo mediante acuerdos bilaterales entre las partes interesadas. Al ser *Non-Delivery*, la liquidación se realiza por compensación. Es decir, a su vencimiento se compara el precio pactado en el contrato con el precio de mercado del TES subyacente, y se paga la diferencia a la parte que corresponda (no hay entrega del TES). A modo de ejemplo, si al vencimiento del contrato, el precio en el mercado de contado del TES subyacente es mayor al precio pactado en el NDF de TES, el comprador del contrato recibe el diferencial entre los dos precios multiplicado por el monto. De esta manera, en estos contratos los flujos de divisas son acotados.

<sup>15</sup> Cabe resaltar que los flujos en el mercado de NDF de TES no implican flujos de divisas debido a que estos contratos son Non-Delivery, es decir, su liquidación se realiza por compensación.

contado, las ventas de estos agentes<sup>16</sup> se concentraron en referencias del tramo medio de la curva<sup>17</sup>. Así, con corte a septiembre, los extranjeros cuentan con el 18,9% del saldo total de TES (Gráfico 21).

**Los vencimientos de contratos de NDF de TES durante septiembre llevaron a que la posición compradora de los inversionistas extranjeros en estos derivados disminuyera a COP 54,8 b<sup>18</sup> al 23 de septiembre.** Dado que las contrapartes locales suelen adoptar la misma posición en el mercado de contado, los bancos locales que actúan como sus contrapartes en estos contratos disminuyeron su posición en TES en septiembre, sin embargo, dicha disminución no se dio en la misma proporción<sup>19</sup> (Gráfico 24). En el acumulado del año las contrapartes locales han realizado compras netas por COP 21,8 b en el mercado de contado de TES. Además, se destaca que los agentes extranjeros que participan en este mercado son principalmente fondos de cobertura con estrategias de inversión de corto plazo, a diferencia de lo observado en el mercado de contado<sup>20</sup>.

**Gráfico 22.** Flujos netos de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES acumulados por año (COP mm)

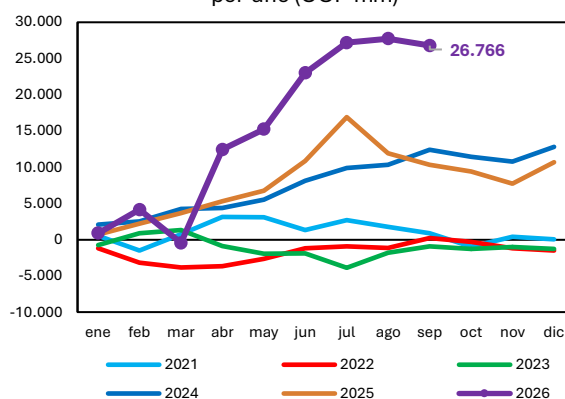


Fuente: BanRep.

Nota: \* Se incorpora los últimos 5 años.

\*\* Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera en operaciones de tesorería, así como la devolución de esos mismos títulos al finalizar dichas operaciones.

**Gráfico 23.** 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).

<sup>16</sup> Las ventas de los inversionistas extranjeros se han producido en un contexto de apreciación del peso colombiano, lo que podría haber incentivado la reducción de sus tenencias de TES con el fin de mantener relativamente estable el valor de sus posiciones, medido en dólares.

<sup>17</sup> Los inversionistas extranjeros presentaron flujos netos en TES en pesos y UVR por COP -338 miles de millones (mm), COP 342 mm, COP -1,5 b, COP 14 mm y COP 403 mm, en los tramos corto (0-2 años), medio-corto (2-5 años), medio (5-10 años), medio-largo (10-15 años) y largo (>15 años) de la curva, respectivamente.

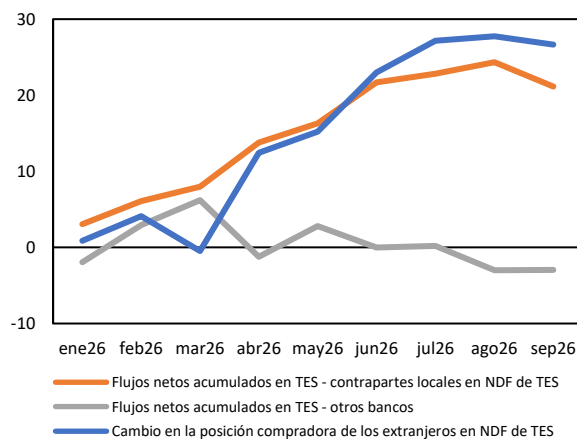
<sup>18</sup> Este monto representa el 36,1% del saldo en TES que tienen los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES al 23 de septiembre (COP 152,0 b).

<sup>19</sup> En lo corrido del año, la posición compradora en NDF de TES ha aumentado COP 26,8 b, mientras que las contrapartes locales han adquirido TES en el mercado de contado por COP 21,8 b, lo que representa una brecha cercana a COP 5,0 billones. En este contexto, es posible que una parte de las posiciones de estas contrapartes no se encuentre completamente cubierta.

<sup>20</sup> Ver Recuadro. [Caracterización del mercado de NDF de TES.](#)

**En este contexto, la concentración de las tenencias en TES en el mercado de contado de los inversionistas extranjeros, medida a través del indicador IHH, aumentó en septiembre y continúa ubicándose en niveles elevados (Gráfica 25).** Este comportamiento se debe a que los agentes extranjeros que tomaron posiciones compradoras durante septiembre hacen parte principalmente del grupo de mayores tenedores extranjeros de TES. Los niveles elevados de concentración del mercado de TES en los inversionistas extranjeros, así como la concentración de las tenencias de títulos en unos pocos agentes de este grupo, puede incrementar la sensibilidad de los rendimientos de los TES ante escenarios de ventas en el mercado de contado. Esto, en la medida que los agentes extranjeros suelen demandar un mayor retorno para absorber excesos de oferta en el mercado secundario, de acuerdo con ejercicios empíricos<sup>21</sup>.

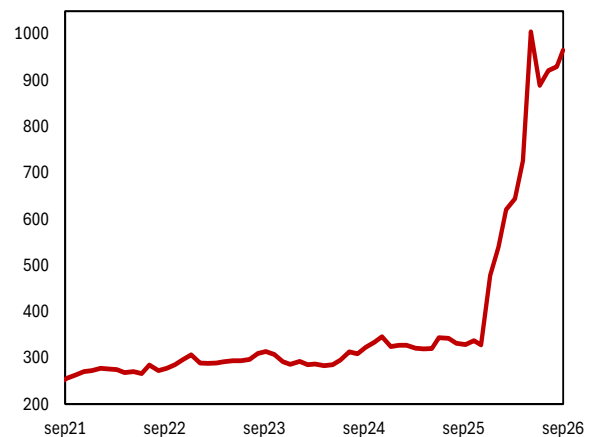
**Gráfico 24.** Flujos netos acumulados de los bancos en el mercado de contado de TES y Cambio en la posición en NDF de TES de los inversionistas extranjeros (COP mm)



**Fuente:** BanRep.

**Nota:** Las compras netas en TES de las contrapartes locales en NDF de TES corresponden a aquellas realizadas por los bancos que, en cada mes, actuaron como contraparte en contratos de NDF de TES con inversionistas extranjeros. Las compras netas de los demás bancos corresponden a las efectuadas por las demás entidades bancarias.

**Gráfico 25.** Índice de concentración IHH de las tenencias en TES en el mercado de contado de los inversionistas extranjeros



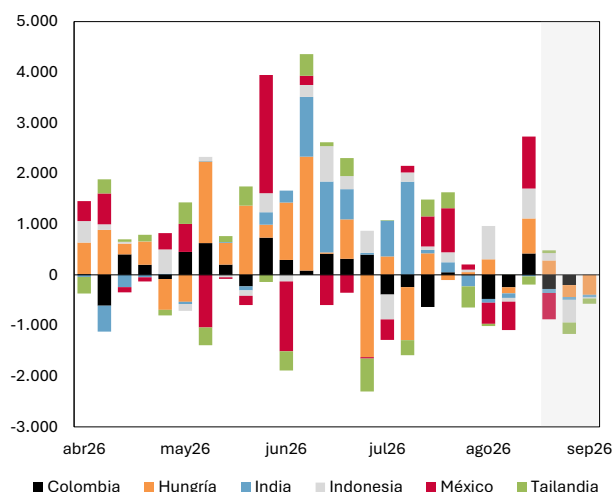
**Fuente:** Banrep.

El índice se construye como la sumatoria de la participación al cuadrado de cada inversionista extranjero dentro del total de tenencias del grupo en cada mes.

<sup>21</sup> Botero (2026). ["The Role of Investor Composition in Sovereign Bond Pricing: Evidence from an Emerging Market"](#) IHEID Working Papers 02-2026, Economics Section, The Graduate Institute of International Studies.

Las ventas de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES se encuentran en línea con lo observado para una muestra de países emergentes, en la que durante septiembre se registraron flujos de venta por parte de este tipo de inversionistas en títulos de deuda (Gráfico 26). Con datos semanales del *Institute of International Finance* (IIF) con corte al 23 de septiembre, desde la última reunión de la JDBR, México y Hungría registraron ventas netas por USD 519 m y USD 344 m, respectivamente, al igual que en Colombia, donde se presentaron salidas por USD 475 m. Este comportamiento está en línea con el entorno de ventas y desvalorizaciones de la deuda pública global (ver *Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos y en la región*).

**Gráfico 26.** Flujos netos semanales de inversionistas extranjeros en títulos de deuda de un grupo de países emergentes (USD millones)

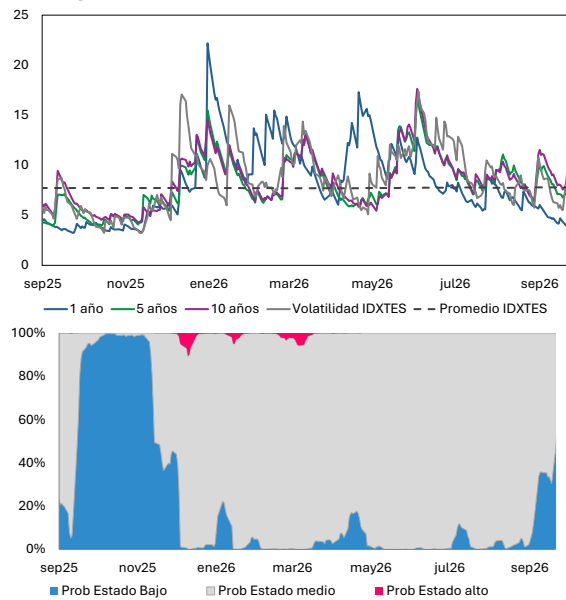


**Fuente:** IIF y BanRep. La serie de Colombia se calcula con base en la información del Depósito Central de Valores (DCV) de los flujos diarios a valor de mercado de los inversionistas extranjeros en TES, convertidos a dólares con la tasa de cambio del día anterior a la fecha de negociación de cada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

**Gráfico 27.** Volatilidad condicional por plazo y regímenes de volatilidad en el mercado de TES

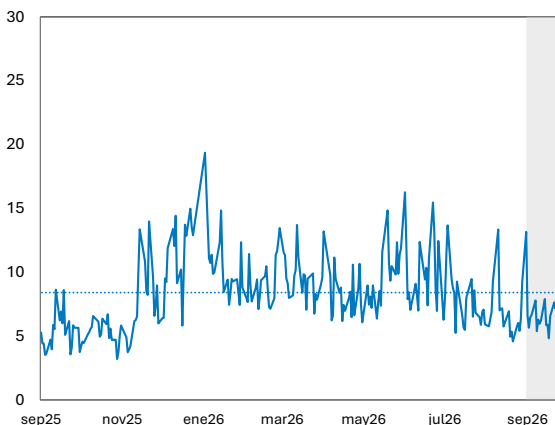


**Fuente:** BanRep y Precia. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** La volatilidad condicional se estima con un modelo GARCH (1,1). El promedio incluye datos de los últimos doce meses. Valores en puntos básicos. Las probabilidades de los regímenes de volatilidad se calcularon con un modelo MS-GARCH sobre el índice IDXTES.

La volatilidad del mercado de TES en pesos durante septiembre presentó comportamientos a la baja, con disminuciones a lo largo del mes. El estado de volatilidad más probable permanece en el nivel medio (54,57%; Gráfico 27).

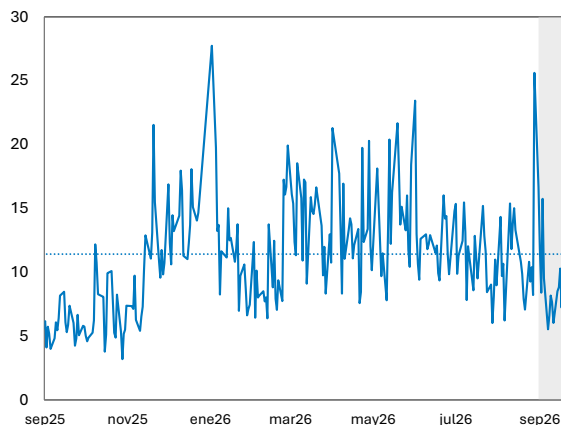
Este comportamiento se dio en un contexto de mejora en los indicadores de liquidez del mercado (Anexo 2, Gráficos 28 al 31). Durante el último mes los *bid-ask spreads* (BAS) disminuyeron. Por su parte, los indicadores de profundidad del mercado continúan ubicándose por encima de los niveles promedio observados durante el último año.

**Gráfico 28.** Bid-Ask spread de los TES en pesos (pb)

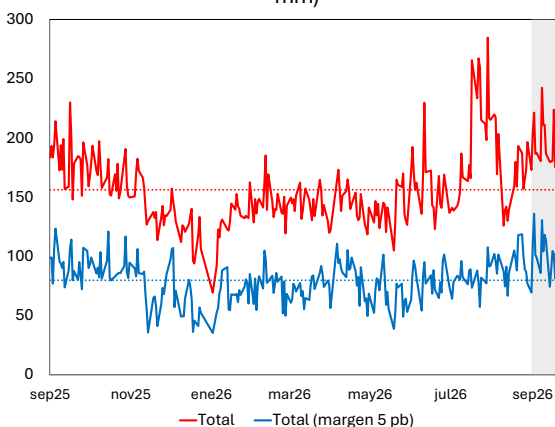


**Fuente y Cálculos:** BanRep. El bid-ask spread se calcula como la mediana (diaria) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del Gobierno en pesos que se encuentran en el mercado.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

**Gráfico 29.** Bid-Ask spread de los TES en UVR (pb)

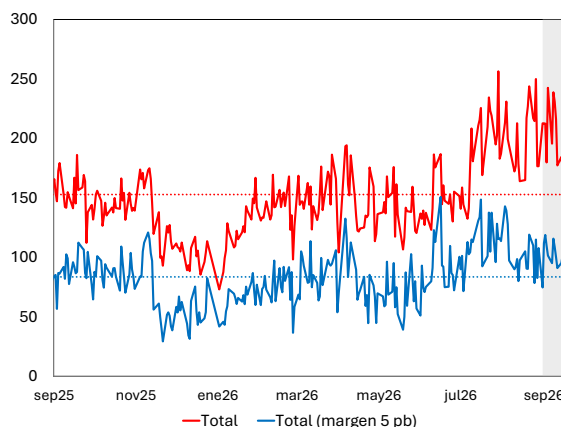


**Gráfico 30.** Profundidad promedio TES en pesos (COP mm)



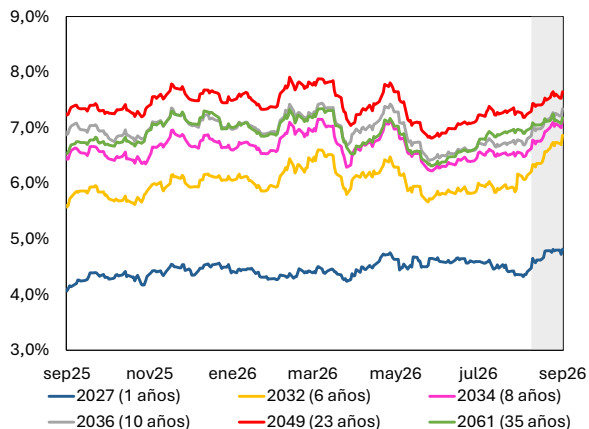
**Fuente y Cálculos:** BanRep. La medida de profundidad por título corresponde al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta de TES, por segundo entre las 9:00 a.m. y la 12:30 a.m. para el total del mercado y las mejores posturas (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. La línea punteada corresponde al promedio de los últimos doce meses.

**Gráfico 31.** Profundidad promedio TES en UVR (COP mm)



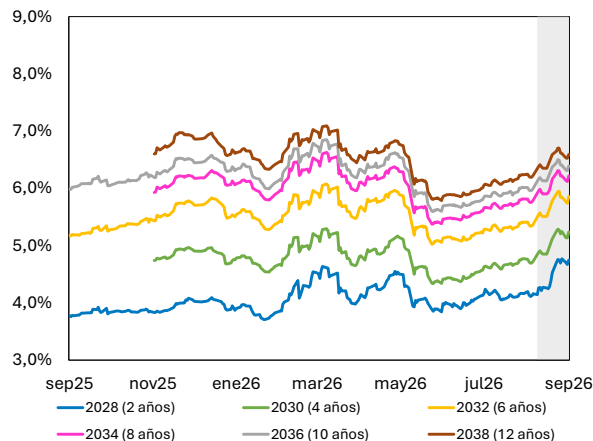
**En septiembre, los títulos de deuda soberana colombiana denominados en dólares y euros presentaron mayores desvalorizaciones que los denominados en pesos. Así, la diferencia de tasas entre los bonos en pesos y moneda extranjera a 10 años disminuyó.** Desde la última reunión de la JDBR, y hasta el 23 de septiembre, las tasas de los títulos en dólares con vencimientos a 1, 6, 10 y 23 años presentaron variaciones de 34 pb, 66 pb, 49 pb y 35 pb, respectivamente (Gráfico 32), mientras que los denominados en euros presentaron variaciones de 60 pb, 49 pb y 39 pb para los plazos de 2, 6 y 10 años (Gráfico 33), en su orden. En ese período, el margen entre la deuda pública local y externa en dólares a 10 años disminuyó 50 pb, mientras que el margen de la deuda pública local y la denominada en euros al mismo plazo disminuyó 46 pb (Gráfico 34).

**Gráfico 32. Tasas de la deuda pública externa en USD por referencia**



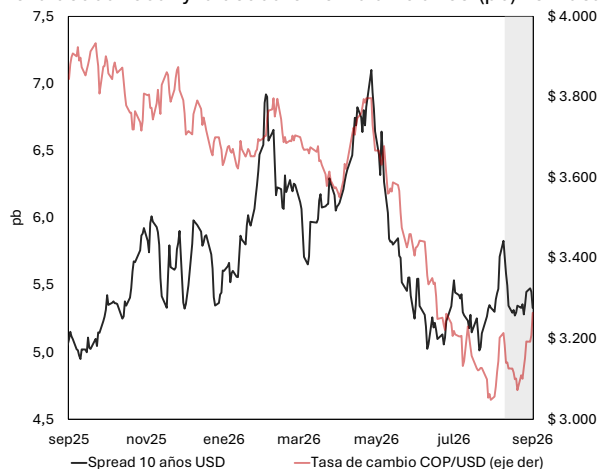
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 33. Tasas de la deuda pública externa en EUR por referencia**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 34. Margen entre la deuda local y la deuda externa a 10 años (pb) vs. Tasa de cambio (COP/USD)**



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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

**Durante lo corrido de septiembre (al 23), la curva de rendimientos de los Tesoros de EE. UU. registró desvalorizaciones generalizadas, en un contexto de intensificación del conflicto en Medio Oriente, mayores expectativas de TPM y persistentes preocupaciones fiscales.** El aumento de los precios del petróleo tras la escalada del conflicto entre EE. UU. e Irán, el incremento de la TPM por parte de la Fed y el tono cauteloso de declaraciones de varios miembros de la Fed reforzaron las expectativas de una política monetaria más restrictiva<sup>22</sup>. A su vez, los elevados déficits y niveles de deuda pública, junto con la ausencia de una estrategia clara de ajuste fiscal, mantienen presionados los rendimientos de largo plazo. En este entorno, el Departamento del Tesoro anunció recompras por USD 6.000 millones, monto inferior al esperado por el mercado y con un efecto limitado sobre las tasas<sup>23</sup>.

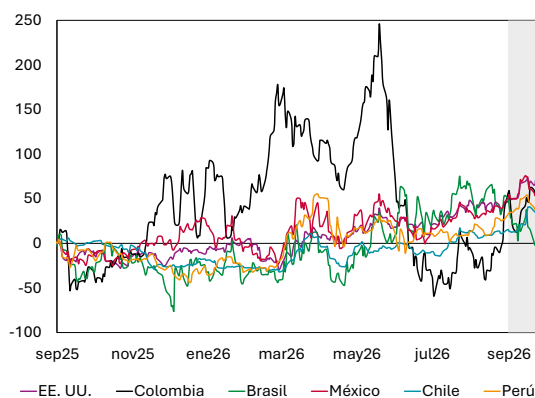
<sup>22</sup> La Fed elevó el rango objetivo de su tasa de política a 3,75%-4,00%. Además, sus nuevas proyecciones anticipan una economía y un mercado laboral sólidos, una inflación todavía superior a la meta del 2% y tasas de interés más altas hacia adelante. Véase la sección Expectativas de TPM para economías desarrolladas y países de la región.

<sup>23</sup> El mercado esperaba recompras de entre USD 8.000 millones y USD 10.000 millones. Aunque el programa busca mejorar la liquidez y el funcionamiento del mercado, no resuelve las presiones estructurales derivadas de los elevados déficits fiscales, las crecientes necesidades de financiamiento y la mayor oferta de deuda pública.

**En este contexto, las curvas de deuda pública de la región registraron, en su mayoría, desvalorizaciones (Gráficos 35 a 37):**

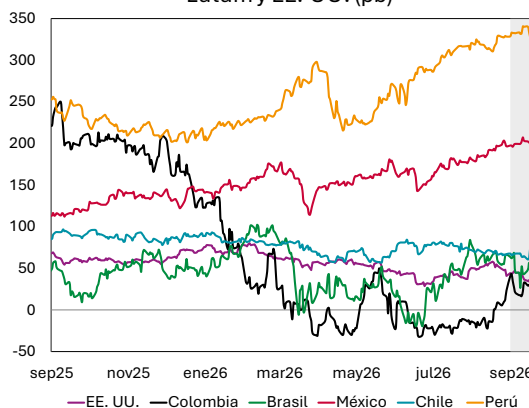
- En Perú, la curva se aplanó significativamente por las fuertes desvalorizaciones de los títulos de corto plazo. Este comportamiento respondió a la aceleración de la inflación de agosto (obs: 4,44%; ant: 4,07%; esp: 4,41%), la fortaleza de la actividad económica de julio (obs: 3,6%; ant: 1,8%; esp: 2,2%) y las declaraciones del presidente del Banco Central de Reserva del Perú, Julio Velarde, sobre la posibilidad de aumentar la TPM ante los riesgos inflacionarios asociados al fenómeno de El Niño y al conflicto en Medio Oriente<sup>24</sup>.
- En Chile, la deuda pública se desvalorizó, en línea con el contexto internacional y con una inflación de agosto superior a la esperada (obs: 4,1%; ant: 3,5%; esp: 3,8%). El Banco Central mantuvo la TPM en 4,50%, ante la disyuntiva entre la debilidad de la actividad económica y la persistencia de riesgos inflacionarios.
- En México, la deuda pública también registró desvalorizaciones, siguiendo el comportamiento del mercado de bonos a nivel global. No obstante, la inflación en agosto se mantuvo dentro del rango meta (obs: 3,26%; ant: 3,12%; esp: 3,30%) y en el nivel más bajo entre las principales economías de la región.
- En contraste, la deuda pública de Brasil registró valorizaciones, apoyadas por una inflación inferior a la esperada (obs: 4,22%; ant: 4,44%; esp: 4,27%), la reducción de 25 pb en la TPM a 13,75% y las expectativas de recortes adicionales durante 2026. También contribuyó el cambio en el panorama electoral, que muestra una contienda más estrecha entre el presidente Lula y Flávio Bolsonaro, percibido como más favorable para los mercados, frente a la ventaja que previamente registraba Lula.

**Gráfico 35.** Cambios acumulados de la tasa cero cupón a 10 años Latam y EE. UU. desde septiembre de 2025 (pb)



**Fuentes:** Bloomberg, SEN y Master Trader, **Cálculos:** BanRep. Cambios (pb) desde el 1 de septiembre de 2025.

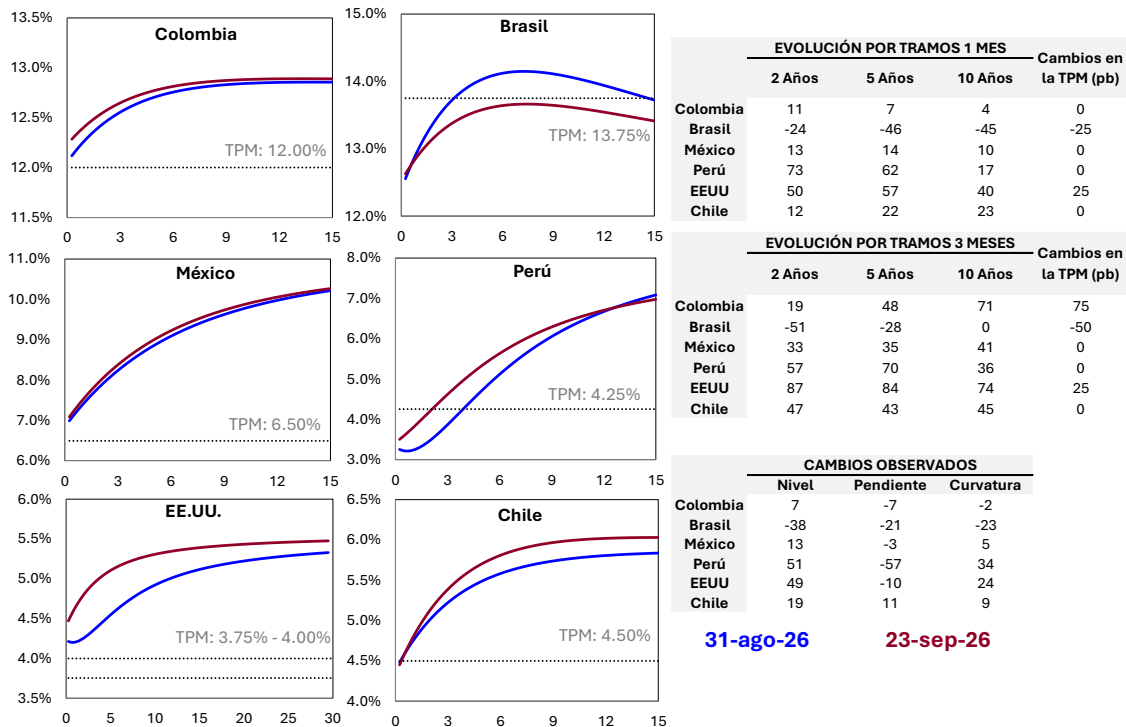
**Gráfico 36.** Pendiente 10 años – 2 años curva cero cupón Latam y EE. UU. (pb)



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

<sup>24</sup> Julio Velarde señaló que, aunque las presiones se originan principalmente en restricciones de oferta, la fortaleza de la demanda interna, el empleo y los ingresos podría facilitar su transmisión hacia otros precios. Por ello, no descartó un aumento de la TPM en los próximos meses y reiteró que sus decisiones dependerán de la evolución de los datos.

**Gráfico 37.** Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE. UU. Desde la última reunión de la JDBR



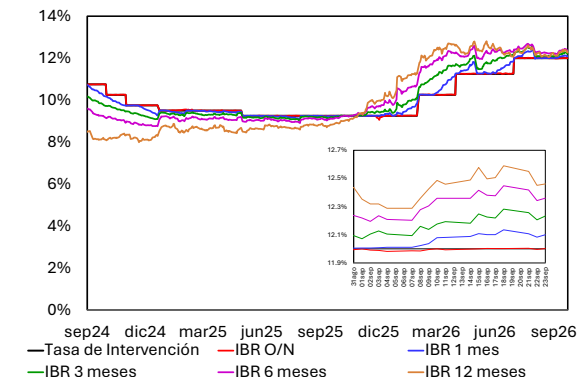
**Fuente:** Bloomberg. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Curvas calculadas mediante la metodología de Nelson & Siegel. Si bien la TPM es a plazo *overnight*, se incluye a lo largo del eje horizontal como referencia de las tasas a los distintos plazos.

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

#### 3.1. Expectativas de TPM extraídas del mercado y de encuestas para Colombia

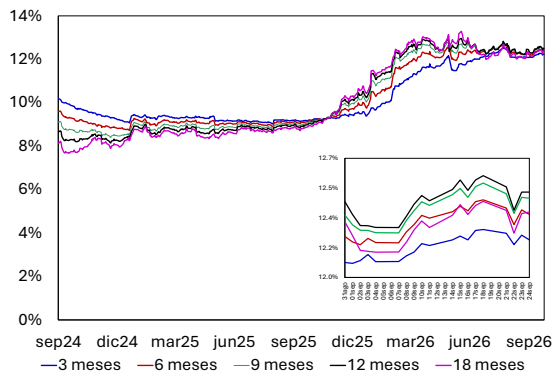
Las tasas IBR y OIS para plazos entre 1 y 18 meses registraron correcciones al alza, principalmente tras la sorpresa alcista en la inflación, y continúan incorporando aumentos de la TPM en los próximos meses (Gráficos 38 y 39).

**Gráfico 38.** Tasa de intervención y tasas IBR



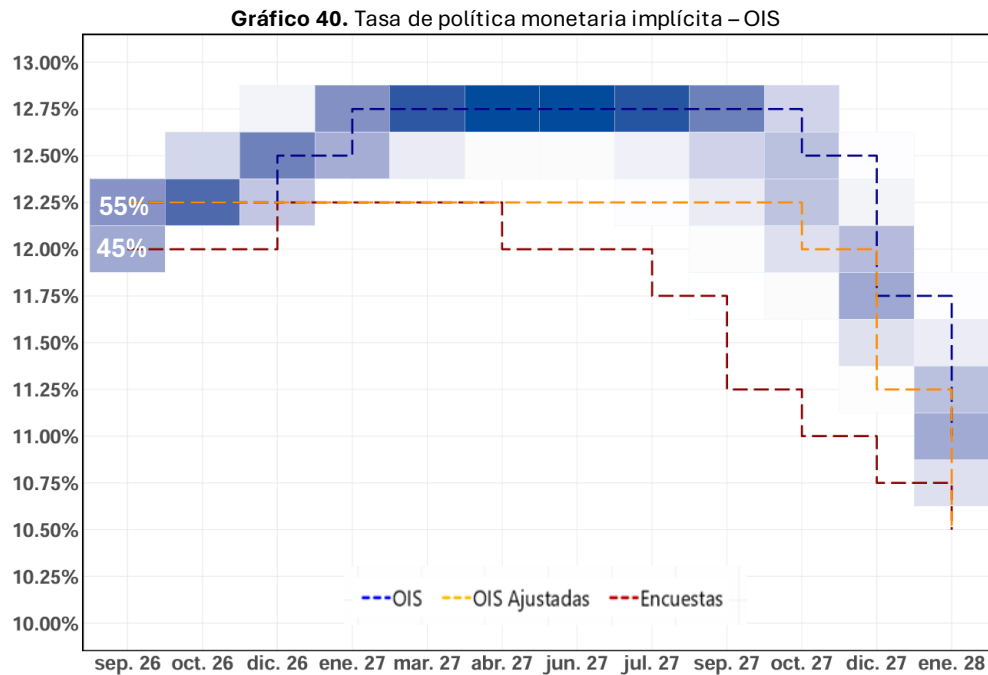
**Fuente:** BanRep. **Cálculos:** BanRep.

**Gráfico 39.** Tasas OIS



**Fuente:** BanRep. **Cálculos:** BanRep.

Con base en la información del mercado de derivados de tasas de interés, las expectativas para la reunión de septiembre se encuentran divididas entre un aumento de 25 pb (55% de probabilidad), y estabilidad de la TPM (45%). Asimismo, el mercado anticipa que la tasa alcanzará un máximo de 12,75% y permanecerá en ese nivel por un período prolongado. En contraste, las encuestas prevén un ciclo de reducciones más temprano y pronunciado (Gráficos 40 y 41). Esta trayectoria es consistente con la sorpresa al alza en la inflación, el aumento de las expectativas de inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras globales y las preocupaciones fiscales.



**Nota:** Las probabilidades asociadas a la TPM más probable para 2026 son 80% en octubre y 66% en diciembre. Para 2027, las probabilidades más probables son 58% en enero, 91% en marzo, 98% abril y junio, 93% en julio, 67% en septiembre, 32% para octubre y 45% diciembre.

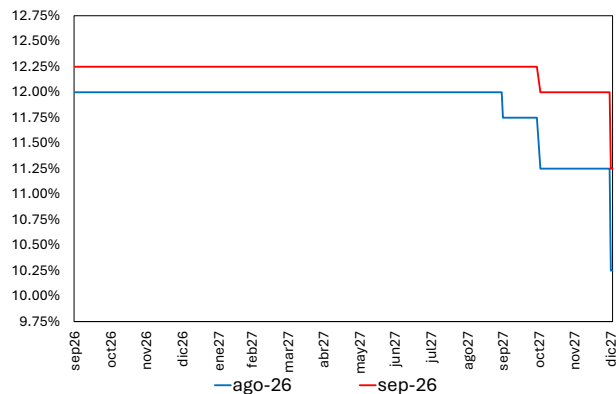
**Gráfico 41. Evolución de expectativas TPM – OIS**

|       |         |         |         |         |         |         |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| feb28 |         |         |         |         |         | feb28   |
| ene28 |         | 10,25%  | 8,75%   | 9,75%   | 10,00%  | 11,00%  |
| dic27 | 9,75%   | 11,25%  | 9,75%   | 10,75%  | 10,75%  | 11,75%  |
| nov27 |         |         |         |         |         |         |
| oct27 | 10,75%  | 12,00%  | 10,75%  | 11,75%  | 11,50%  | 12,25%  |
| sep27 | 11,50%  | 12,75%  | 11,25%  | 12,50%  | 12,00%  |         |
| ago27 |         |         |         |         |         |         |
| jul27 | 12,25%  |         | 12,00%  |         |         |         |
| jun27 |         |         | 12,50%  |         |         |         |
| may27 |         |         |         |         |         |         |
| abr27 |         |         |         |         |         |         |
| mar27 |         |         |         |         |         |         |
| feb27 |         |         |         |         |         |         |
| ene27 |         | 13,75%  |         |         |         | 12,75%  |
| dic26 |         | 13,25%  |         |         | 12,50%  | 12,50%  |
| nov26 |         |         |         |         |         |         |
| oct26 |         | 13,00%  |         | 13,00%  | 12,25%  |         |
| sep26 | 13,25%  | 12,75%  | 12,75%  | 12,75%  | 12,00%  | 12,25%  |
|       | 23abr26 | 21may26 | 22jun26 | 24jul26 | 21ago26 | 23sep26 |

**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.

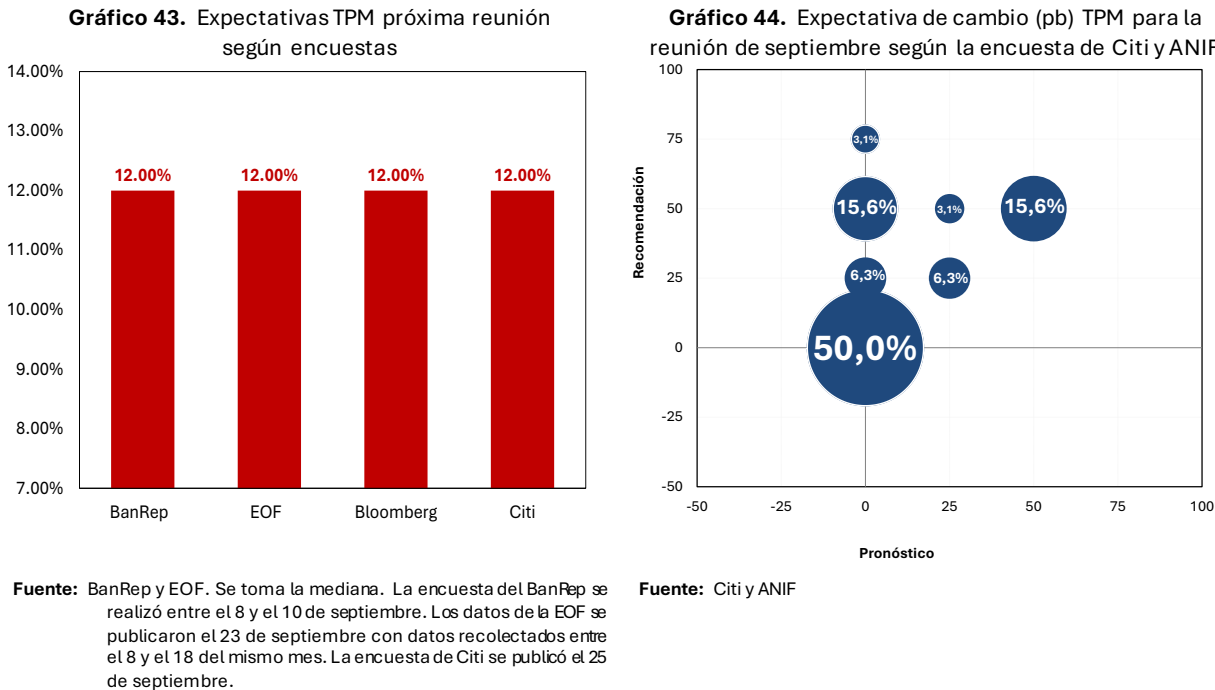
**Las expectativas de TPM ajustadas por la prima a término implícita en el mercado OIS indican, como escenario más probable, que la tasa se ubicará en 12,25% hasta el 4T27, cuando comenzaría el ciclo de reducciones (Gráfico 42).**

**Gráfico 42. Expectativas de mercado sin la prima a término**

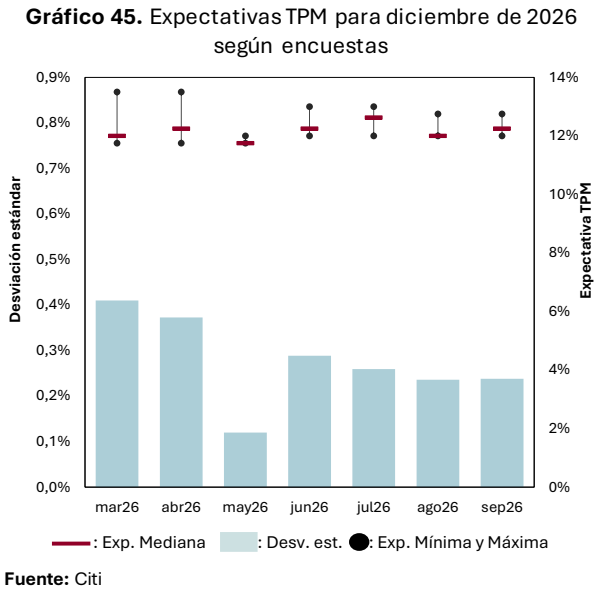


**Fuente:** Bloomberg. Los datos corresponden a las sendas ajustadas del 21 de agosto y 23 de septiembre de 2026.

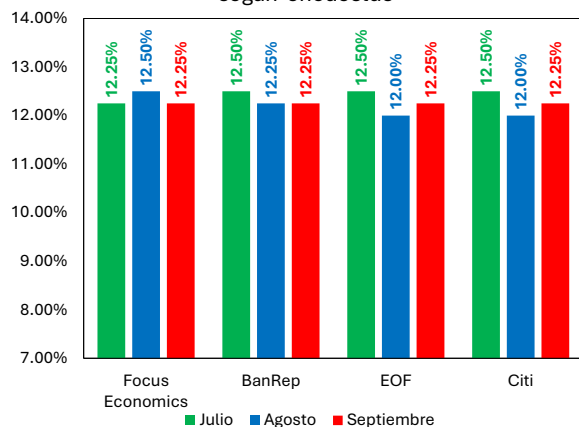
La mediana de las encuestas indica que la TPM permanecería estable en la próxima reunión (Gráfico 43). Según las encuestas de Citi y ANIF, el 50% de los 36 analistas consultados prevé y recomienda mantenerla inalterada, mientras que un 25% anticipa incrementos de al menos 25 pb y un 50% recomienda aumentos de esa magnitud o superiores. En conjunto, las respuestas individuales presentan una elevada dispersión (Gráfico 44).



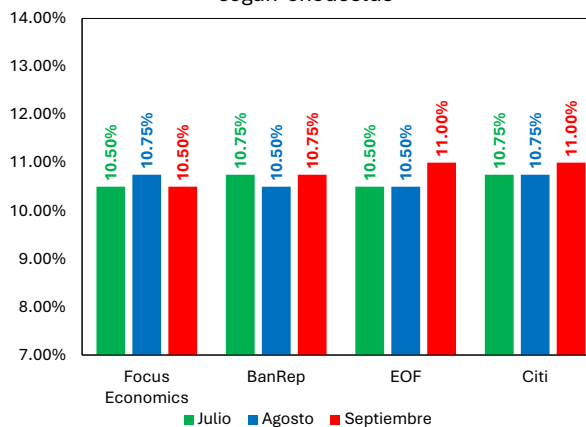
Para el cierre de 2026, las encuestas anticipan una TPM de 12,25%. Para 2027, las expectativas se sitúan entre 10,50% y 11,00% (Gráficos 45 al 47).



**Gráfico 46. Expectativas TPM para diciembre de 2026 según encuestas**



**Gráfico 47. Expectativas TPM para diciembre de 2027 según encuestas**

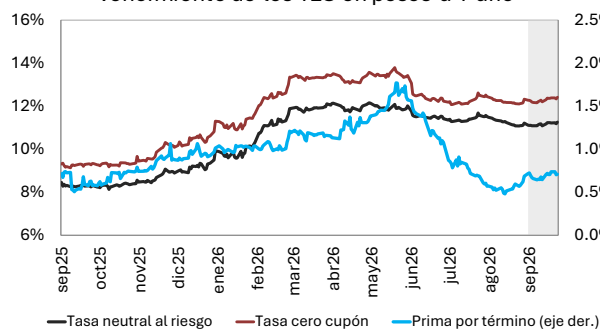


**Fuente:** Focus Economics, BanRep, EOF y Citi.

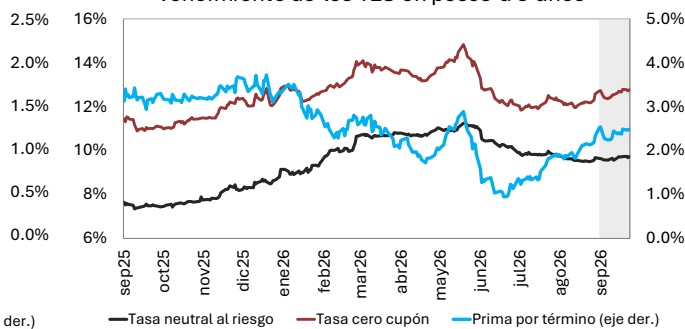
**Nota:** Se toma la mediana de las encuestas. Los pronósticos de Focus Economics incluyen datos recolectados hasta el 6 de septiembre. La encuesta del BanRep se realizó entre el 8 y el 10 de septiembre. Los datos de la EOF se publicaron el 23 de septiembre con datos recolectados entre el 8 y el 18 del mismo mes. La encuesta de Citi se publicó el 25 de septiembre.

**Durante septiembre, la tasa neutral al riesgo se mantuvo estable a 1 año y aumentó, en el plazo a 5 años.** Por su parte, la prima a término aumentó en ambos plazos, reflejando una mayor compensación por riesgo ante la incertidumbre fiscal a nivel local (Gráficos 47 y 48)<sup>25</sup>.

**Gráfico 48. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 1 año**



**Gráfico 49. Tasas neutras al riesgo y prima por vencimiento de los TES en pesos a 5 años**

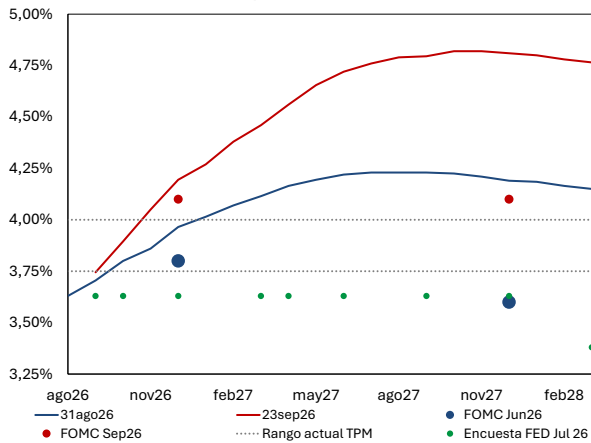


**Fuente:** SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Las estimaciones de la prima a término y la tasa neutral al riesgo, permiten evaluar en qué proporción los movimientos de las tasas nominales pueden ser explicados por estos factores.

<sup>25</sup> La tasa neutral al riesgo corresponde a las expectativas sobre la tasa nominal de corto plazo sin incorporar compensación por riesgo. La prima a término es la compensación que exigen los inversionistas por mantener bonos de mayor plazo y asumir los riesgos asociados a la inversión en TES por periodos prolongados. La descomposición de los rendimientos de los TES en estos componentes se estima siguiendo la metodología de Adrian, Crump y Moench (2013). Para una aplicación al caso colombiano, véase [Estimación de la prima por vencimiento de los TES en pesos del Gobierno colombiano, Borradores de Economía, Banco de la República](#).

3.2. Expectativas de TPM para economías desarrolladas y países de la región

Gráfico 50. 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.

En su reunión del 16 de septiembre, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) aumentó la tasa de fondos federales en 25 pb, en línea con las expectativas del mercado. En este contexto, durante septiembre las expectativas para el cierre de los próximos dos años se incrementaron (Gráfico 50), incorporando un aumento adicional de 50 pb en diciembre de 2026 (ant: estabilidad) y nuevas alzas por la misma magnitud en 2027 (ant: 25 pb). El mercado continúa descontando que el FOMC mantenga niveles elevados de tasas en medio de la incertidumbre por el conflicto en Medio Oriente, y tras la publicación de cifras de inflación y del mercado laboral por encima de lo esperado por el mercado en EE.UU. durante septiembre (ver *Comportamiento de los mercados de deuda pública en Estados Unidos*

y en la región).

De la misma manera, con corte a septiembre el CME<sup>26</sup> muestra que el rango más probable de la tasa de los Fondos Federales es aquel consistente con un aumento adicional de 50 pb para diciembre de 2026 (ant: estabilidad; Cuadro 5).

Cuadro 5. Probabilidad de los posibles escenarios para la reunión de la Fed de diciembre de 2026

|         | 3,25%-3,50%    | 3,50%-3,75% | 3,75%-4,00% | 4,00%-4,25% | 4,25%-4,50% | 4,50%-4,75% |
|---------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|         | (Rango actual) |             |             |             |             |             |
| 31ago26 | 0%             | 10%         | 39%         | 41%         | 10%         | 0%          |
| 23sep26 | 0%             | 0%          | 7%          | 39%         | 55%         | 0%          |

Fuente: CME.

Además, en su reunión del 16 de septiembre, el FOMC también actualizó sus proyecciones económicas. Frente a sus estimaciones de junio, se observó un aumento en las perspectivas de inflación, crecimiento económico y la tasa de los Fondos Federales, así como una reducción de las de desempleo (Cuadro 6).

<sup>26</sup> Chicago Mercantile Exchange.

**Cuadro 6. Mediana de las proyecciones del FOMC (septiembre de 2026)**

|             |        | Tasa de crecimiento económico | Tasa de desempleo | Inflación PCE | Inflación PCE núcleo | Tasa de los Fondos Federales |
|-------------|--------|-------------------------------|-------------------|---------------|----------------------|------------------------------|
| 2026        | jun-26 | 2,2%                          | 4,3%              | 3,6%          | 3,3%                 | 3,8%                         |
|             | sep-26 | 2,3% ↑                        | 4,1% ↓            | 3,7% ↑        | 3,4% ↑               | 4,1% ↑                       |
| 2027        | jun-26 | 2,3%                          | 4,3%              | 2,3%          | 2,5%                 | 3,6%                         |
|             | sep-26 | 2,4% ↑                        | 4,1% ↓            | 2,3% ●        | 2,5% ●               | 4,1% ↑                       |
| 2028        | jun-26 | 2,2%                          | 4,2%              | 2,0%          | 2,1%                 | 3,4%                         |
|             | sep-26 | 2,2% ●                        | 4,1% ↓            | 2,1% ↑        | 2,2% ↑               | 3,9% ↑                       |
| Largo Plazo | jun-26 | 2,0%                          | 4,2%              | 2,0%          | -                    | 3,1%                         |
|             | sep-26 | 2,0% ●                        | 4,2% ●            | 2,0% ●        | -                    | 3,2% ↑                       |

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

Por su parte, las expectativas de la TPM en las principales economías desarrolladas aumentaron para el cierre de 2026 y continúan anticipando aumentos de tasas, con divergencias entre países y en línea con las posturas cautelosas de los distintos bancos centrales (Cuadro 7). En EE.UU., Europa y Japón se dieron aumentos de tasas por 25 pb en sus reuniones de septiembre. En Europa, los futuros de la tasa Euribor descuentan aumentos adicionales por 75 pb (ant: 25 pb) para el cierre de 2026. Adicionalmente, para Japón se esperan aumentos por 25 pb (ant: 25 pb), con lo cual alcanzarían una tasa terminal de 1,50%, mientras que en Reino Unido se esperan aumentos por 50 pb (ant: 25 pb) en lo que resta del año. Esto en un escenario de recrudecimiento del conflicto en Medio Oriente. Por su parte, el mercado descuenta que la tasa de política de China<sup>27</sup> permanezca estable en 2026, en un contexto en el que la inflación de este país se ha ubicado en niveles bajos en el periodo reciente.

**Cuadro 7. Expectativas de tasa de política en economías desarrolladas**

|                | Tasa de política actual | Próxima reunión |         | dic-26  |         |
|----------------|-------------------------|-----------------|---------|---------|---------|
|                |                         | 31ago26         | 23sep26 | 31ago26 | 23sep26 |
| Estados Unidos | 3,75% - 4,00%           | 3,80%           | 3,90% ↑ | 3,97%   | 4,20% ↑ |
| Europa         | 2,50%                   | 2,69%           | 2,91% ↑ | 2,82%   | 3,17% ↑ |
| Reino Unido    | 3,75%                   | 3,88%           | 3,96% ↑ | 4,01%   | 4,13% ↑ |
| Japón          | 1,25%                   | 1,25%           | 1,27% ● | 1,41%   | 1,45% ● |
| China          | 3,00%                   | 3,03%           | 3,03% ● | 3,02%   | 3,03% ● |

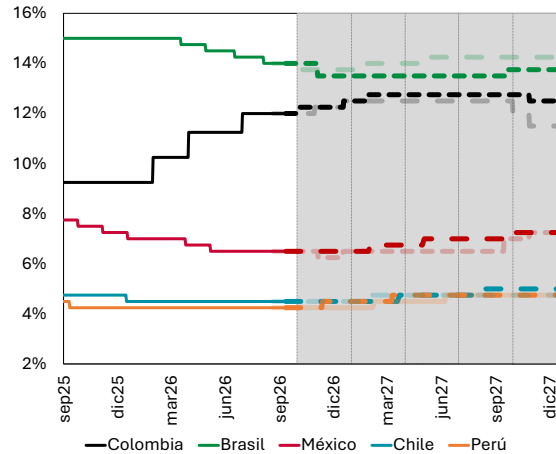
**Fuente:** Bloomberg.

Nota: para Estados Unidos y Europa, las expectativas de tasa de política son extraídas de los futuros sobre las tasas de los fondos federales y la Euribor, respectivamente. Para Reino Unido y Japón, se extraen de los mercados OIS de cada país. En el caso de China, se utilizan los contratos swap sobre la tasa de los créditos preferenciales a 1 año, instrumentos que presentan una menor liquidez relativa que los utilizados para extraer expectativas en las demás economías incluidas en la tabla.

Las expectativas de TPM provenientes del mercado de derivados en los países de la región muestran comportamientos diferenciados para 2026, pero coinciden en anticipar aumentos durante 2027. En Brasil, el mercado anticipa una reducción de 25 pb durante 2026, desde la tasa actual de 13,75%, seguida de un aumento por 25 pb en 2027. En México y Chile se espera estabilidad durante 2026 y aumentos en 2027, hasta 7,50% y 5,00%, respectivamente. Finalmente, en Perú se descuentan incrementos de 25 pb en 2026 y 2027, con lo que la TPM alcanzaría 4,75% (Gráfico 50).

<sup>27</sup> La tasa de los créditos preferenciales a 1 año.

**Gráfico 51.** Expectativas de mercado de TPM en los países de la región

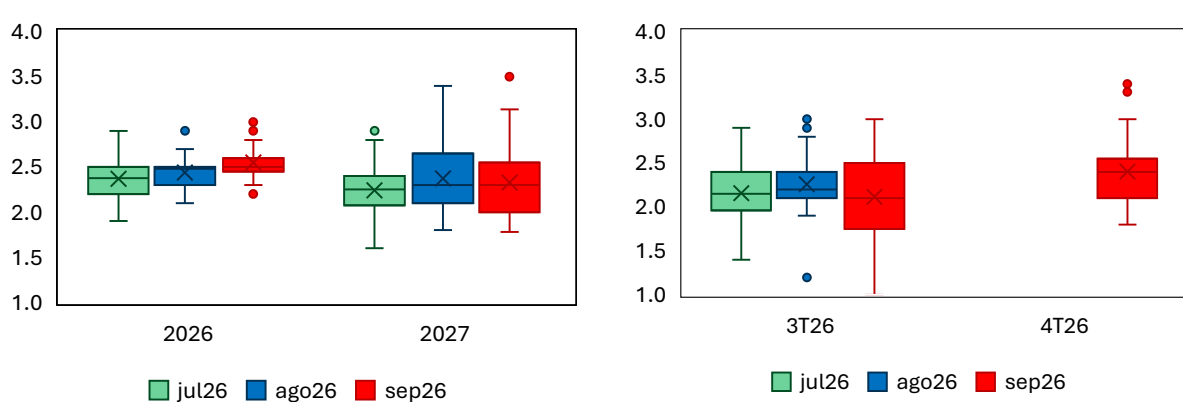


**Fuente:** Bloomberg, Citi. **Cálculos** BanRep. **Nota:** Los guiones oscuros en las áreas sombreadas representan las expectativas tomadas el 23 de septiembre, mientras que los guiones claros representan las expectativas del 31 de agosto.

### 3.3. Expectativas de crecimiento económico

De acuerdo con la EOF, los analistas mantuvieron sus estimaciones de crecimiento para 2026 y 2027 en 2,5% y 2,3% respectivamente.<sup>28</sup> Por su parte, los agentes encuestados en septiembre por Citi disminuyeron sus perspectivas para 2026 de 2,5% a 2,4% y mantuvieron sus expectativas para el 2027 en 2,2%.

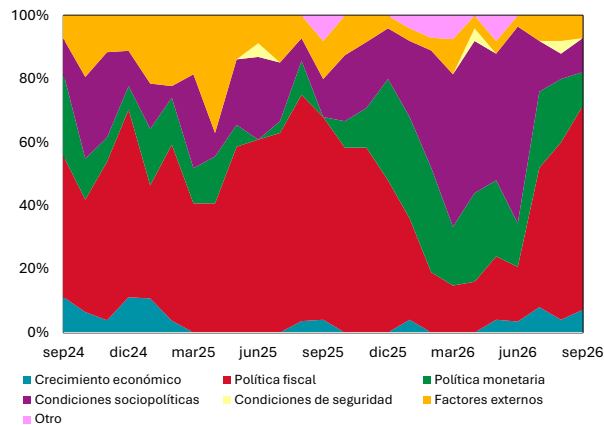
**Gráfico 52.** Expectativas de crecimiento (%) de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)



**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.

<sup>28</sup> Por su parte, los analistas de la EOF disminuyeron sus expectativas para el 3T26 de 2,2% a 2,1% y esperan un crecimiento de 2,4% para el 4T26%.

**Gráfico 53. Factores relevantes para tomar decisiones de inversión – EOF**

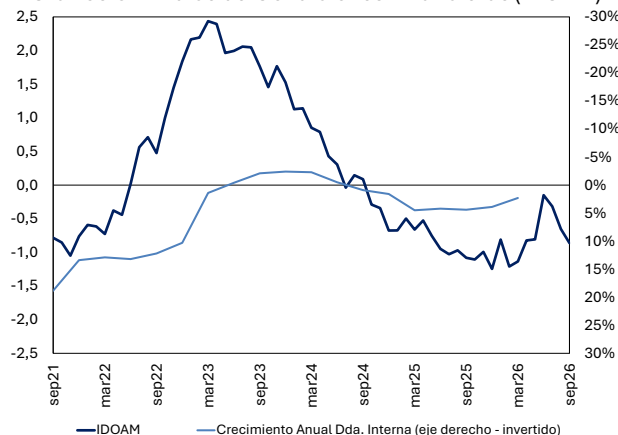


Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Según la EOF, en los últimos meses las condiciones de política fiscal volvieron a ubicarse como el factor principal para la toma de decisiones. Para el mes de septiembre, otros factores que se destacan son la política monetaria y las condiciones sociopolíticas, seguidas por el crecimiento económico y factores externos. Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: *¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* El 64,3% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 56,0%), el 10,7% la política monetaria (ant: 20,0%), el 10,7% las condiciones sociopolíticas (ant: 8,0%), otro 7,1% el crecimiento económico (ant: 4,0%) y el 7,1% restante resaltó los factores externos (ant: 8,0%) (Gráfico 52). Estos resultados sugieren que la política fiscal y monetaria, y las condiciones sociopolíticas, se mantienen como los principales determinantes de las decisiones de inversión.

#### 4. PERCEPCIÓN DE RIESGO DEL MERCADO

**Gráfico 54. Índice de Condiciones Financieras (IDOAM)**

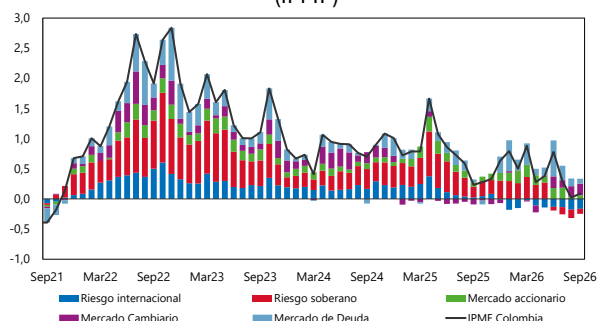


Fuentes: BanRep, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC.

Según la EOF, en los últimos meses las condiciones de política fiscal volvieron a ubicarse como el factor principal para la toma de decisiones. Para el mes de septiembre, otros factores que se destacan son la política monetaria y las condiciones sociopolíticas, seguidas por el crecimiento económico y factores externos. Ante la pregunta dirigida a administradores de portafolio: *¿Cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* El 64,3% de los encuestados señaló la política fiscal (ant: 56,0%), el 10,7% la política monetaria (ant: 20,0%), el 10,7% las condiciones sociopolíticas (ant: 8,0%), otro 7,1% el crecimiento económico (ant: 4,0%) y el 7,1% restante resaltó los factores externos (ant: 8,0%) (Gráfico 52). Estos resultados sugieren que la política fiscal y monetaria, y las condiciones sociopolíticas, se mantienen como los principales determinantes de las decisiones de inversión.

Con información preliminar a septiembre de 2026, el Indicador de Condiciones Financieras (IDOAM) registró un comportamiento a la baja frente al mes previo sugiriendo unas condiciones financieras menos restrictivas, lo cual implicaría un posible aumento futuro en la demanda interna. La reducción del indicador se explica principalmente por un menor spread entre la tasa de los créditos de la cartera comercial y los títulos de deuda, ante las desvalorizaciones observadas para estos últimos (véase Anexo 10; Gráfico 54).

**Gráfico 55. Índice de Presiones de Mercados Financieros (IPMF)**



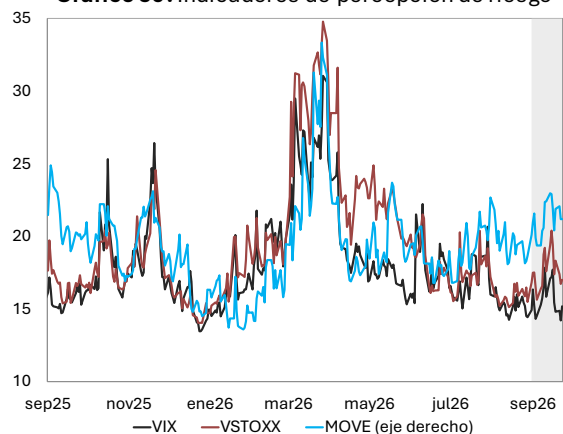
Fuente: BanRep

Indicador, el mercado cambiario fue el mayor generador de presiones sobre los mercados financieros, debido a su comportamiento más volátil a lo largo de septiembre, seguido por el mercado de deuda. Por su parte, el riesgo internacional y el riesgo soberano, a pesar de permanecer en niveles negativos, generaron mayores presiones sobre los mercados financieros con respecto a agosto, aunque aún suponen un alivio sobre las presiones en dichos mercados. El indicador permaneció en terreno positivo, reflejando la persistencia de presiones sobre los mercados financieros colombianos (Gráfico 55).

**El Índice de Presiones de Mercados Financieros (IPMF)<sup>29</sup> sintetiza información de distintos segmentos de los mercados financieros y medidas de riesgo, con el fin de identificar y analizar episodios de presión financiera. Este indicador presenta un aumento de las presiones en dichos mercados a lo largo de septiembre. Esta dinámica se refleja en la permanencia del índice en terreno positivo, así como en el ligero incremento registrado frente al nivel observado en agosto. De acuerdo con este**

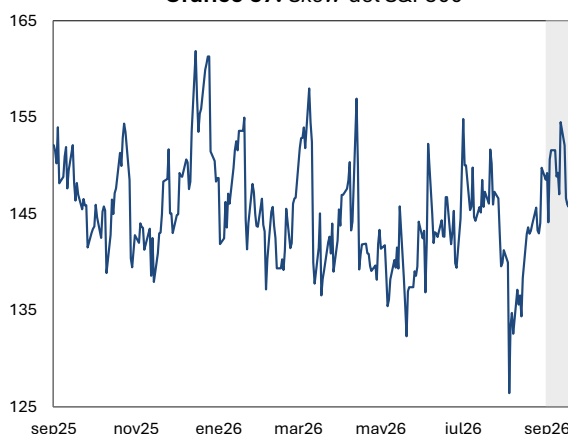
**Los principales indicadores de percepción de riesgo financiero mostraron volatilidad y, en el balance del período, aumentaron. El incremento fue más pronunciado en el MOVE, en línea con el entorno desfavorable para la deuda pública global (Gráficos 54 y 56).**

**Gráfico 56. Indicadores de percepción de riesgo**



Fuente: Bloomberg.

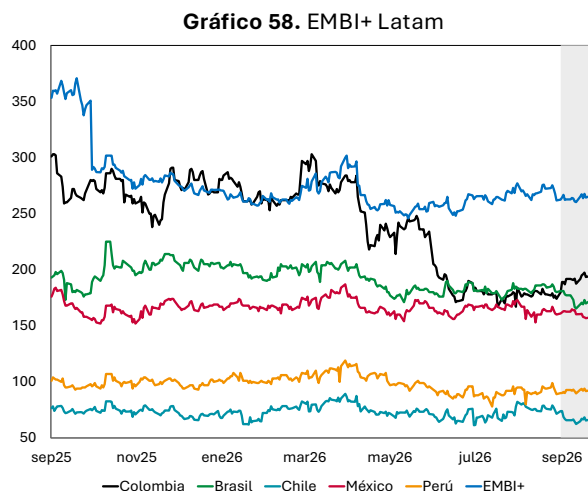
**Gráfico 57. Skew del S&P500**



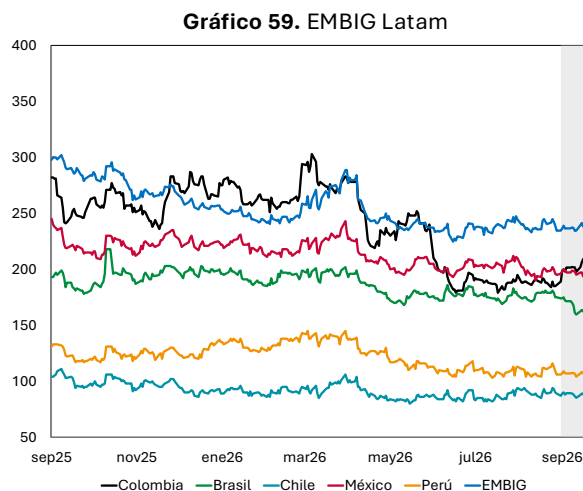
Fuente: Bloomberg.

<sup>29</sup> El Índice de Presiones de Mercados Financieros (IPMF) sintetiza información de distintos segmentos de los mercados financieros y medidas de riesgo, con el fin de identificar y analizar episodios de presión financiera. El índice se interpreta con respecto a cero: valores positivos reflejan condiciones de presión financiera superiores a las observadas en promedio durante los últimos 15 meses, mientras que valores negativos indican menores presiones. Asimismo, en su descomposición, las contribuciones positivas de los distintos componentes indican incrementos en las presiones financieras, mientras que las contribuciones negativas indican alivios y moderan el nivel agregado del indicador.

**Finalmente, los EMBI<sup>30</sup> de los países de la región disminuyeron levemente, con caídas más pronunciadas en Brasil. En contraste, los indicadores de Colombia aumentaron (Gráficos 58 y 59).** Desde la última reunión de la JDBR, los índices EMBI+ y EMBIG globales disminuyeron 1 pb. En América Latina, las reducciones fueron de 6 pb y 5 pb, respectivamente, mientras que en Colombia aumentaron 12 pb y 15 pb. Este comportamiento revirtió parcialmente la mejora de los meses anteriores, en un contexto de preocupaciones fiscales y expectativas de crecientes necesidades de financiamiento del Gobierno, tanto en el mercado local como externo<sup>31</sup>.



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

<sup>30</sup> A diferencia del EMBI+, que incorpora solamente títulos soberanos, el EMBIG también incorpora títulos cuasi soberanos (por ejemplo, los bonos emitidos por Pemex). *Information has been obtained from sources believed to be reliable, but J.P. Morgan does not warrant its completeness or accuracy. The Index is used with permission. The Index may not be copied, used, or distributed without J.P. Morgan's prior written approval. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.*

<sup>31</sup> El CDS, el EMBI+ y el EMBIG miden dimensiones relacionadas, pero no equivalentes, del riesgo de crédito. El CDS soberano refleja el costo de transferir el riesgo de un evento de crédito del Gobierno de referencia, mientras que los EMBI miden el diferencial de rendimiento de canastas de títulos denominados en dólares frente a bonos comparables del Tesoro de EE. UU. Estas canastas difieren entre países en composición, plazo y liquidez. Por ello, en agosto Colombia registró el CDS más alto, pero un EMBI+ inferior al de Brasil, cuya canasta tiene un mayor plazo, y un EMBIG inferior al de México, donde los títulos cuasisoberanos, principalmente de Pemex, representan el 33,6% del índice. En contraste, el EMBIG de Colombia está compuesto exclusivamente por títulos soberanos. En septiembre, esta divergencia se revirtió y Colombia volvió a registrar niveles más altos en los tres indicadores.

## 5. RECUADROS/ANEXOS

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

**Cuadro A1.1. Encuesta de expectativas de Bloomberg sobre la tasa de política monetaria para la reunión de septiembre de 2026**

#### ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TPM BLOOMBERG

Actualizada el 25 de septiembre

|    | Empresa                                           | Estimación | Fecha      |
|----|---------------------------------------------------|------------|------------|
| 1  | Alianza Valores Comisionista de Bolsa SA/Colombia | 12,00%     | 18/09/2026 |
| 2  | BBVA Colombia SA                                  | 12,00%     | 18/09/2026 |
| 3  | University Jorge Tadeo Lozano                     | 12,00%     | 18/09/2026 |
| 4  | Banco BTG Pactual SA                              | 12,00%     | 20/09/2026 |
| 5  | Aval Casa de Bolsa SA Soc Com de BO               | 12,00%     | 20/09/2026 |
| 6  | Mapfre Seguros Generales de Colombia SA           | 12,00%     | 20/09/2026 |
| 7  | Corp Actinver Sab de CV                           | 12,00%     | 21/09/2026 |
| 8  | Corporacion Financiera Colombiana SA              | 12,50%     | 21/09/2026 |
| 9  | Banco Agrario de Colombia S A                     | 12,00%     | 23/09/2026 |
| 10 | Positiva Compania de Seguros                      | 12,00%     | 23/09/2026 |
| 11 | Santander US Capital Markets LLC                  | 12,00%     | 24/09/2026 |

| Tasa                           | Obs.          | Prob. |
|--------------------------------|---------------|-------|
| 12,00%                         | 10            | 91%   |
| 12,25%                         | 0             | 0%    |
| 12,50%                         | 1             | 9%    |
| 12,75%                         | 0             | 0%    |
| <b>Tasa esperada ponderada</b> | <b>12,05%</b> |       |

**Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de Citi y ANIF sobre la tasa de política monetaria para la reunión de septiembre de 2026**

| Participantes                     | TPM en la próxima reunión | ¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep? |
|-----------------------------------|---------------------------|-----------------------------------------------|
| Acciones y Valores                | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Alianza                           | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Anif                              | 12,25%                    | 12,25%                                        |
| Aval Asset Management             | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Banco Agrario                     | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Banco de Bogotá                   | 12,00%                    | 12,50%                                        |
| Banco de Occidente                | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Banco Popular                     | 12,25%                    | 12,25%                                        |
| Banco Santander                   | 12,00%                    | 12,50%                                        |
| Bancoldex                         | 12,50%                    | 12,50%                                        |
| Bancolombia                       | 12,00%                    | 12,75%                                        |
| BBVA                              | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| BTG Pactual                       | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Citi                              | 12,00%                    | 12,25%                                        |
| Colfondos                         | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Corficolombiana                   | 12,50%                    | 12,50%                                        |
| Credicorp Capital                 | 12,50%                    | 12,50%                                        |
| Davibank                          | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Grupo Bolivar                     | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Itaú                              | 12,00%                    | 12,50%                                        |
| Moody's Analytics                 | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Positiva                          | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Skandia                           | 12,00%                    | 12,25%                                        |
| AllianceBernstein                 | 12,00%                    | 12,50%                                        |
| Asobancaria                       | 12,50%                    | 12,50%                                        |
| Banco Davivienda                  | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Camacol                           | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Financiera de Desarrollo Nacional | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Fedesarrollo                      | 12,00%                    | 12,00%                                        |
| Lulo Bank                         | 12,00%                    | 12,50%                                        |
| Universidad Javeriana             | 12,25%                    | 12,50%                                        |
| Protección                        | 12,50%                    | 12,50%                                        |
| <b>Promedio</b>                   | <b>12,10%</b>             | <b>12,23%</b>                                 |
| Mediana                           | 12,00%                    | 12,13%                                        |
| Desv. Estándar                    | 0,19%                     | 0,25%                                         |
| Máximo                            | 12,50%                    | 12,75%                                        |
| Mínimo                            | 12,00%                    | 12,00%                                        |

| PRONÓSTICO   |             |           |
|--------------|-------------|-----------|
| Ajuste       | Porcentaje  | Número    |
| 12,00%       | 75%         | 24        |
| 12,25%       | 9%          | 3         |
| 12,50%       | 16%         | 5         |
| 12,75%       | 0%          | 0         |
| <b>Total</b> | <b>100%</b> | <b>32</b> |

| RECOMENDACIÓN |             |           |
|---------------|-------------|-----------|
| Ajuste        | Porcentaje  | Número    |
| 12,00%        | 50%         | 16        |
| 12,25%        | 13%         | 4         |
| 12,50%        | 34%         | 11        |
| 12,75%        | 3%          | 1         |
| 13,00%        | 0%          | 0         |
| 13,25%        | 0%          | 0         |
| 13,50%        | 0%          | 0         |
| <b>Total</b>  | <b>100%</b> | <b>32</b> |

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

| <b>Participantes</b>  | <b>sep26</b>  | <b>dic26</b>  |
|-----------------------|---------------|---------------|
| Acciones y Valores    | 12,00%        | 12,50%        |
| Alianza               | 12,00%        | 12,25%        |
| Anif                  | 12,25%        | 12,50%        |
| Aval Asset Management | 12,00%        | 12,00%        |
| Banco Agrario         | 12,00%        | 12,50%        |
| Banco de Bogotá       | 12,00%        | 12,00%        |
| Banco de Occidente    | 12,00%        | 12,00%        |
| Banco Popular         | 12,25%        | 12,50%        |
| Banco Santander       | 12,00%        | 12,25%        |
| Bancoldex             | 12,50%        | 12,75%        |
| Bancolombia           | 12,00%        | 12,00%        |
| BBVA                  | 12,00%        | 12,00%        |
| BTG Pactual           | 12,00%        | 12,50%        |
| Citi                  | 12,00%        | 12,50%        |
| Colfondos             | 12,00%        | 12,25%        |
| Corficolombiana       | 12,50%        | 12,50%        |
| Credicorp Capital     | 12,50%        | 12,50%        |
| Davibank              | 12,00%        | 12,00%        |
| Grupo Bolivar         | 12,00%        | 12,00%        |
| Itaú                  | 12,00%        | 12,50%        |
| Moody's Analytics     | 12,00%        | 12,25%        |
| Positiva              | 12,00%        | 12,50%        |
| Skandia               | 12,00%        | 12,25%        |
| <b>Promedio</b>       | <b>12,09%</b> | <b>12,30%</b> |
| <b>Mediana</b>        | <b>12,00%</b> | <b>12,25%</b> |
| <b>Desv. Estándar</b> | <b>0,18%</b>  | <b>0,24%</b>  |
| <b>Máximo</b>         | <b>12,50%</b> | <b>12,75%</b> |
| <b>Mínimo</b>         | <b>12,00%</b> | <b>12,00%</b> |
| <b>No. Respuestas</b> | <b>23</b>     | <b>23</b>     |

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

| <b>Participantes</b>  | <b>sep26</b> | <b>dic26</b> |
|-----------------------|--------------|--------------|
| Acciones y Valores    | 6,42%        | 7,00%        |
| Alianza               | 6,26%        | 6,67%        |
| Anif                  | 6,26%        | 6,64%        |
| Aval Asset Management | 6,38%        | 6,94%        |
| Banco Agrario         | 6,23%        | 7,00%        |
| Banco de Bogotá       | 6,31%        | 6,76%        |
| Banco de Occidente    | 6,34%        | 6,63%        |
| Banco Popular         | 6,34%        | 6,99%        |
| Banco Santander       | 6,35%        | 6,97%        |
| Bancoldex             | 6,43%        | 7,12%        |
| Bancolombia           | 6,34%        | 6,74%        |
| BBVA                  | 6,30%        | 6,97%        |
| BTG Pactual           | 6,32%        | 6,80%        |
| Citi                  | 6,33%        | 6,50%        |
| Colfondos             | 6,33%        | 6,75%        |
| Corficolombiana       | 6,25%        | 6,84%        |
| Credicorp Capital     | 6,31%        | 7,00%        |
| Davibank              | 6,28%        | 6,91%        |
| Grupo Bolivar         | 6,28%        | 6,91%        |
| Itaú                  | 6,43%        | 7,00%        |
| Moody's Analytics     | 6,30%        | 6,80%        |
| Positiva              | 6,37%        | 6,74%        |
| Skandia               | 6,38%        | 6,97%        |
| <b>Promedio</b>       | <b>6,33%</b> | <b>6,85%</b> |
| <b>Mediana</b>        | <b>6,33%</b> | <b>6,91%</b> |
| <b>Desv. Estándar</b> | <b>0,06%</b> | <b>0,16%</b> |
| <b>Máximo</b>         | <b>6,43%</b> | <b>7,12%</b> |
| <b>Mínimo</b>         | <b>6,23%</b> | <b>6,50%</b> |
| <b>No. Respuestas</b> | <b>23</b>    | <b>23</b>    |

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

*\*Las entidades en rojo presentan expectativas a 2026 que difieren de la encuesta de Citi*

Encuestas recolectadas hasta el 6 de septiembre

|    | Empresa                        | 2026   | 2027   |
|----|--------------------------------|--------|--------|
| 1  | 4intelligence                  | 12,50% | 11,25% |
| 2  | Acciones y Valores             | 12,00% | 10,00% |
| 3  | Actinver                       | 12,00% | 10,25% |
| 4  | Alianza Valores y Fiduciaria   | 12,25% | 10,75% |
| 5  | Allianz                        | 12,25% | 10,50% |
| 6  | ANIF                           | 12,50% | 10,50% |
| 7  | Asobancaria                    | 12,50% | -      |
| 8  | Banco Agrario de Colombia      | 12,50% | 11,50% |
| 9  | Banco Davivienda               | 12,00% | 10,50% |
| 10 | Banco de Occidente             | 12,00% | 10,25% |
| 11 | Bancolombia                    | 12,00% | 11,50% |
| 12 | Barclays Capital               | 12,00% | 10,50% |
| 13 | BBVA Research                  | 12,00% | 11,25% |
| 14 | BICE Inversiones               | 12,25% | 10,75% |
| 15 | BTG Pactual                    | 12,00% | 11,00% |
| 16 | Capital Economics              | 12,00% | 9,75%  |
| 17 | Citigroup Global Mkts          | 12,50% | 10,50% |
| 18 | Corficolombiana                | 12,00% | 10,00% |
| 19 | Credicorp Capital              | 12,50% | 10,00% |
| 20 | DAVIBank                       | 12,75% | 10,00% |
| 21 | Deutsche Bank                  | 13,00% | 11,25% |
| 22 | EIU                            | 12,25% | 9,75%  |
| 23 | EMFI                           | 13,00% | 10,50% |
| 24 | Fitch Solutions                | 12,00% | 8,50%  |
| 25 | Goldman Sachs                  | 12,00% | 11,00% |
| 26 | Itaú Unibanco                  | 13,00% | 11,50% |
| 27 | JPMorgan                       | 12,00% | -      |
| 28 | Oxford Economics               | 12,00% | 10,50% |
| 29 | Pantheon Macroeconomics        | 12,00% | 10,25% |
| 30 | Pezco Economics                | 12,00% | 11,00% |
| 31 | Positiva Compañía de Seguros   | 12,00% | 10,00% |
| 32 | Rabobank                       | 12,00% | 10,50% |
| 33 | S&P Global Market Intelligence | 12,75% | 11,00% |
| 34 | S&P Global Ratings             | 12,25% | 11,00% |
| 35 | Sectorial                      | 12,50% | 11,00% |
| 36 | Société Générale               | 12,00% | -      |
| 37 | Standard Chartered             | 12,50% | 35,00% |
| 38 | UBS                            | 12,50% | 11,75% |

| Tasa           | Obs.          | Prob. | Obs.          | Prob. |
|----------------|---------------|-------|---------------|-------|
| 9,75%          | 0             | 0,0%  | 2             | 5,9%  |
| 10,00%         | 0             | 0,0%  | 5             | 14,7% |
| 10,25%         | 0             | 0,0%  | 3             | 8,8%  |
| 10,50%         | 0             | 0,0%  | 8             | 23,5% |
| 10,75%         | 0             | 0,0%  | 2             | 5,9%  |
| 11,00%         | 0             | 0,0%  | 6             | 17,6% |
| 11,25%         | 0             | 0,0%  | 3             | 8,8%  |
| 11,50%         | 0             | 0,0%  | 3             | 8,8%  |
| 11,75%         | 0             | 0,0%  | 1             | 2,9%  |
| 12,00%         | 19            | 50,0% | 0             | 0,0%  |
| 12,25%         | 5             | 13,2% | 0             | 0,0%  |
| 12,50%         | 9             | 23,7% | 0             | 0,0%  |
| 12,75%         | 2             | 5,3%  | 0             | 0,0%  |
| 13,00%         | 3             | 7,9%  | 0             | 0,0%  |
| <b>Media</b>   | <b>12,27%</b> |       | <b>11,29%</b> |       |
| <b>Mediana</b> | <b>12,13%</b> |       | <b>10,50%</b> |       |

## Cuadro A1.2. Encuesta de expectativas de Focus Economics sobre inflación

\*Las entidades en rojo presentan expectativas a 2026 que difieren de las de la encuesta de Citi

Encuestas recolectadas hasta el 6 de septiembre

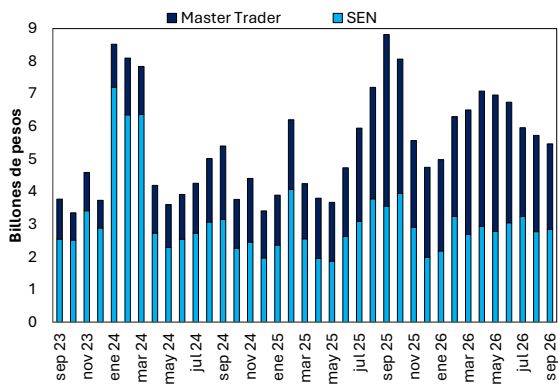
|    | Empresa                        | 2026  | 2027  |
|----|--------------------------------|-------|-------|
| 1  | 4intelligence                  | 6,20% | 5,00% |
| 2  | Acciones y Valores             | 6,90% | 5,10% |
| 3  | Actinver                       | 5,50% | 4,50% |
| 4  | Alianza Valores y Fiduciaria   | 6,40% | 4,40% |
| 5  | Allianz                        | 6,00% | 4,80% |
| 6  | ANIF                           | 6,40% | 4,90% |
| 7  | Asobancaria                    | 6,50% | -     |
| 8  | Banco Agrario de Colombia      | 7,00% | 5,50% |
| 9  | Banco Davivienda               | 6,90% | 4,90% |
| 10 | Banco de Occidente             | 6,50% | 5,10% |
| 11 | Bancolombia                    | 6,40% | 5,20% |
| 12 | Barclays Capital               | 5,90% | 4,00% |
| 13 | BBVA Research                  | 7,00% | 5,60% |
| 14 | BICE Inversiones               | 6,00% | 5,50% |
| 15 | BTG Pactual                    | 6,60% | 5,30% |
| 16 | CABI                           | 4,50% | -     |
| 17 | Capital Economics              | 6,70% | 6,30% |
| 18 | Citigroup Global Mkts          | 6,50% | 4,20% |
| 19 | Corficolombiana                | 6,80% | 5,50% |
| 20 | Credicorp Capital              | 7,00% | 5,00% |
| 21 | DAVIBank                       | 6,90% | 4,90% |
| 22 | Deloitte Econosignal           | 6,70% | 5,20% |
| 23 | Deutsche Bank                  | 7,00% | 4,60% |
| 24 | E2 Economía                    | 6,50% | 3,90% |
| 25 | Ecoanalítica                   | 6,40% | 5,30% |
| 26 | EIU                            | 5,50% | 4,20% |
| 27 | EMFI                           | 7,20% | 5,80% |
| 28 | Fedesarrollo                   | 4,90% | 3,60% |
| 29 | Fitch Solutions                | 7,10% | 4,00% |
| 30 | Goldman Sachs                  | 6,60% | 4,80% |
| 31 | Inveco Consulting              | 6,50% | 4,80% |
| 32 | Itaú Unibanco                  | 7,50% | 5,80% |
| 33 | MAP                            | 6,60% | 5,10% |
| 34 | MAPFRE Economics               | 6,10% | 4,60% |
| 35 | Ministry of Finance Colombia   | 6,80% | 4,40% |
| 36 | Moody's Analytics              | 6,40% | 4,70% |
| 37 | Oxford Economics               | 6,40% | 4,50% |
| 38 | Pantheon Macroeconomics        | 5,20% | 4,20% |
| 39 | Pezco Economics                | 6,90% | 5,50% |
| 40 | Positiva Compañía de Seguros   | 6,50% | 5,40% |
| 41 | Rabobank                       | 6,40% | 4,90% |
| 42 | S&P Global Ratings             | 6,50% | 5,00% |
| 43 | Sectorial                      | 6,70% | 4,80% |
| 44 | UBS                            | 6,60% | 4,80% |
| 45 | Universidad Jorge Tadeo Lozano | 6,50% | 5,00% |

| Tasa           | Obs.         | Prob. | Obs.         | Prob. |
|----------------|--------------|-------|--------------|-------|
| 3,50% - 3,75%  | 0            | 0,0%  | 1            | 2,3%  |
| 3,75% - 4,00%  | 0            | 0,0%  | 1            | 2,3%  |
| 4,00% - 4,25%  | 0            | 0,0%  | 5            | 11,6% |
| 4,25% - 4,50%  | 0            | 0,0%  | 2            | 4,7%  |
| 4,50% - 4,75%  | 1            | 2,2%  | 5            | 11,6% |
| 4,75% - 5,00%  | 1            | 2,2%  | 9            | 20,9% |
| 5,00% - 5,25%  | 1            | 2,2%  | 9            | 20,9% |
| 5,25% - 5,50%  | 0            | 0,0%  | 3            | 7,0%  |
| 5,50% - 5,75%  | 2            | 4,4%  | 5            | 11,6% |
| 5,75% - 6,00%  | 1            | 2,2%  | 2            | 4,7%  |
| 6,00% - 6,25%  | 4            | 8,9%  | 0            | 0,0%  |
| 6,25% - 7,50%  | 34           | 75,6% | 1            | 2,3%  |
| 7,50% - 7,75%  | 1            | 2,2%  | 0            | 0,0%  |
| <b>Media</b>   | <b>6,45%</b> |       | <b>4,90%</b> |       |
| <b>Mediana</b> | <b>6,50%</b> |       | <b>4,90%</b> |       |

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

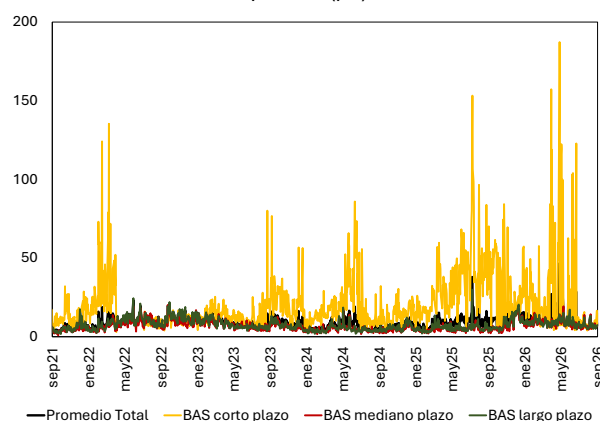
- El 1 de septiembre, se conoció que el Gobierno aprobó un recorte de COP 21,9 billones al PGN de 2026, con el objetivo de aliviar las presiones de caja y reducir el déficit fiscal proyectado para 2026 de 8,2% a 7,2% del PIB. Esta medida sería aprobada mediante decreto. Analistas destacan que, pese a estos anuncios, persiste la incertidumbre fiscal ante los elevados niveles de déficit y deuda pública.
- El 7 de septiembre, el Ministerio de Hacienda anunció la actualización del programa de financiamiento para lo que resta de 2026, aumentando los montos de colocación semanal a COP 1,2 billones para las subastas de TES en pesos de largo plazo, cerca de COP 600 mil millones para TES UVR y COP 900 mil millones para TCO, e incorporando una cláusula de sobre adjudicación de hasta 50% en todas las referencias. Adicionalmente, presentó un calendario de operaciones de canje de TES para el 30 de septiembre, 22 de octubre y 19 de noviembre, orientado a reducir el riesgo de refinanciación y la concentración de vencimientos en 2026 y 2027.
- El 8 de septiembre se conoció el dato de inflación de agosto, que se ubicó en 6,24% a/a, por encima del 6,03% registrado en julio y de las expectativas del mercado (Bloomberg: 6:12%; EME: 6:10%). Analistas resaltaron que el resultado evidencia la persistencia de presiones inflacionarias, reduciendo el espacio para una flexibilización de la política monetaria y reforzando la expectativa de aumentos en la TPM y niveles elevados por un período más prolongado.
- El 14 de septiembre, las Comisiones Económicas Conjuntas del Congreso aprobaron un PGN para 2027 por COP 634,95 billones, 10,29% superior al proyecto inicialmente presentado. El incremento se concentró principalmente en el servicio de la deuda, que ascendió a COP 155,43 billones, mientras que la inversión pública registró una reducción. Posteriormente, el 23 de septiembre fue aprobado en primer debate y ahora continuará su trámite en las plenarias del Senado y Cámara de Representantes que deberá ser discutido y aprobado antes del 20 de octubre.
- El 18 de septiembre, el Gobierno oficializó una adición de COP 624,6 mil millones al PGN de 2026 para financiar la atención de la emergencia ocasionada por el terremoto del 10 de agosto. Los recursos, provenientes de un crédito de emergencia desembolsado por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), serán destinados principalmente a rehabilitación de infraestructura, reconstrucción de viviendas y recuperación económica de las zonas afectadas.
- El 18 de septiembre, se conoció que la actividad económica medida a través del Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE), aumentó 1,1% a/a en julio, mostrando una desaceleración respecto al dato del mes previo (3,4% a/a) y ubicándose por debajo de lo esperado (1,7% a/a).

Gráfico A2.1. Monto promedio diario negociado de TES

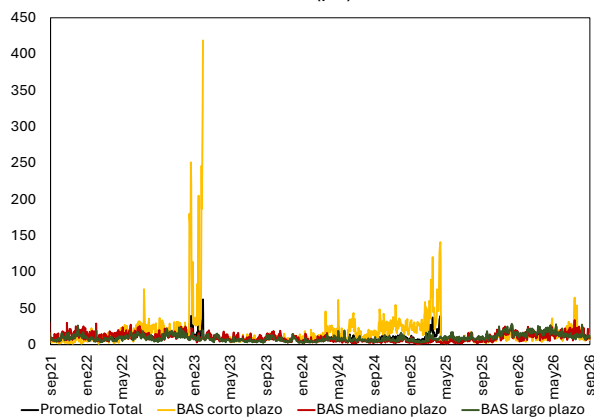


Fuente y Cálculos: DCV - Banrep.  
Datos al 23 de septiembre de 2026.

**Gráfico A2.2.** *Bid-Ask spread* por plazo de los TES en pesos\* (pb)



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



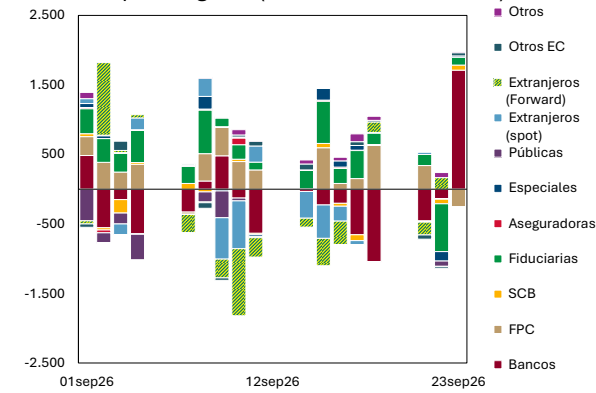
**Fuente y Cálculos:** BanRep. \* El *bid-ask spread* se calcula como el promedio (diario) de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos los títulos del gobierno en pesos que se encuentran en el mercado. A los títulos sin posturas se le asigna el máximo *bid-ask* del día para los títulos que presentaron posturas. El corto plazo hace referencia a títulos con vencimientos menores a dos años, mediano plazo con títulos con vencimiento entre 3 y 5 años y largo plazo títulos con vencimiento superior a 5 años.

Con información al 23 de septiembre de 2026, los BAS promedio mensual de TES en pesos se ubicaron en 14,8 pb (mes anterior: 6,2 pb), 7,2 pb (mes anterior: 6,8 pb) y 7,4 pb (mes anterior: 5,0 pb) para el corto, mediano y largo plazo, respectivamente. Por otra parte, los BAS de UVR a diferentes plazos se ubicaron en 11,6 pb (mes anterior: 7,9 pb), 9,0 pb (mes anterior: 19,6 pb) y 12,0 pb (mes anterior: 11,2 pb), para el corto, mediano y largo plazo, en su orden.

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

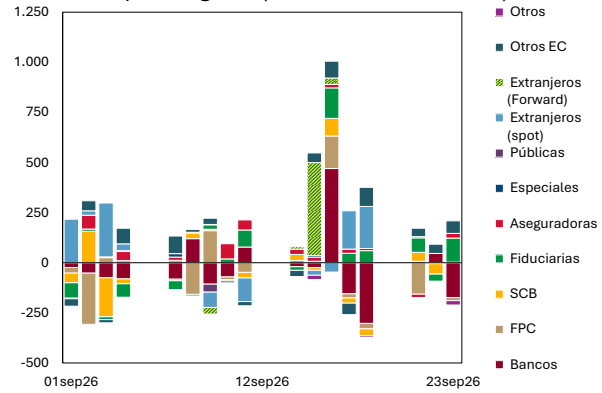
En los Gráficos A3.1 y A3.2, así como en el Cuadro A3.1, se muestran los flujos por tipo de entidad en el mercado de contado de TES en pesos y UVR desde la última reunión de la JDBR.

**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.

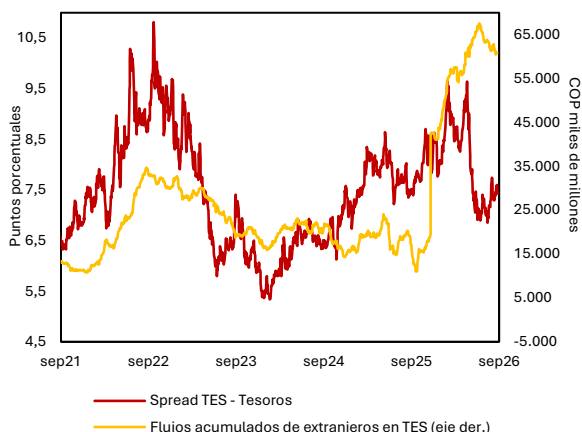
**Cuadro A3.1.** Compras netas de TES denominados en pesos (azul) y TES denominados en UVR (gris) en valor nominal (COP miles de millones)

|                                                 | Corrido del 2026 | Corrido del 2026 | 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                              | 18.911           | (5.268)          | (870)           | (547)                  | 659                          | (709)                   | (450)                          | (483)                  | (2.400)                            | -               | (280)                  | (370)                        | 340                     | (167)                          | 29                     | (448)                              |
| Compañía de Financiamiento Comercial            | (1.883)          | 127              | 36              | -                      | 125                          | 50                      | -                              | -                      | 211                                | -               | 84                     | -                            | -                       | -                              | -                      | 84                                 |
| Cooperativas                                    | -                | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| Corporaciones Financieras                       | 505              | 120              | 97              | (101)                  | 30                           | (5)                     | (27)                           | (7)                    | (13)                               | -               | 306                    | 39                           | 6                       | (7)                            | 41                     | 385                                |
| <b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO</b>        | <b>17.533</b>    | <b>(5.021)</b>   | <b>(737)</b>    | <b>(648)</b>           | <b>814</b>                   | <b>(664)</b>            | <b>(477)</b>                   | <b>(490)</b>           | <b>(2.202)</b>                     | <b>-</b>        | <b>110</b>             | <b>(331)</b>                 | <b>346</b>              | <b>(174)</b>                   | <b>70</b>              | <b>21</b>                          |
| Fondos de Pensiones y Cesantías                 | 12               | -                | (79)            | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | (79)                               | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| Propia                                          | 22.825           | 14.591           | 191             | 168                    | 802                          | 2.308                   | 496                            | 368                    | 4.333                              | -               | 12                     | (387)                        | (174)                   | 335                            | (150)                  | (364)                              |
| Terceros                                        | -                | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| Fondos de Pensiones - Prima Media               | 22.837           | 14.591           | 112             | 168                    | 802                          | 2.308                   | 496                            | 368                    | 4.254                              | -               | 12                     | (387)                        | (174)                   | 335                            | (150)                  | (364)                              |
| Total Fondos de Pensiones y Cesantías           | 22.837           | 14.591           | 112             | 168                    | 802                          | 2.308                   | 496                            | 368                    | 4.254                              | -               | 12                     | (387)                        | (174)                   | 335                            | (150)                  | (364)                              |
| Sociedades Comisionistas de Bolsa               | 319              | 241              | 6               | (119)                  | (84)                         | (26)                    | 18                             | (74)                   | (279)                              | -               | 81                     | (175)                        | -                       | (36)                           | 63                     | (67)                               |
| Propia                                          | 483              | (328)            | 145             | (26)                   | 17                           | (18)                    | 9                              | 15                     | 142                                | -               | (49)                   | 66                           | (6)                     | (2)                            | -                      | 9                                  |
| Terceros                                        | 2.304            | 659              | 335             | 166                    | 13                           | -                       | -                              | 40                     | 554                                | -               | 920                    | (4)                          | -                       | -                              | -                      | 916                                |
| Extranjeros                                     | -                | (76)             | 426             | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | 426                                | -               | (5)                    | -                            | -                       | -                              | -                      | (5)                                |
| FIC                                             | 802              | (87)             | 151             | (145)                  | (67)                         | (44)                    | 27                             | (59)                   | (137)                              | -               | 32                     | (109)                        | (6)                     | (38)                           | 63                     | (58)                               |
| Total Sociedades Comisionistas de Bolsa         | 802              | (87)             | 151             | (145)                  | (67)                         | (44)                    | 27                             | (59)                   | (137)                              | -               | 32                     | (109)                        | (6)                     | (38)                           | 63                     | (58)                               |
| Sociedades Fiduciarias                          | (57)             | 4                | (4)             | 7                      | 2                            | -                       | -                              | -                      | 5                                  | -               | 4                      | -                            | -                       | -                              | -                      | 4                                  |
| Propia                                          | (1.734)          | 3.393            | 2.254           | 201                    | 330                          | (1.408)                 | 210                            | 568                    | 2.155                              | -               | (176)                  | 974                          | (128)                   | 110                            | 228                    | 1.008                              |
| Terceros                                        | (12.706)         | (996)            | (4)             | (337)                  | (563)                        | (1.369)                 | (13)                           | 453                    | (1.833)                            | -               | -                      | 905                          | (200)                   | 28                             | (50)                   | 683                                |
| Extranjeros***                                  | (485)            | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| Extranjeros (TES verdes)****                    | 7.174            | 87               | 1.068           | 227                    | 288                          | 1                       | -                              | (5)                    | 1.579                              | -               | (166)                  | 77                           | -                       | -                              | -                      | (89)                               |
| FIC                                             | 659              | 62               | (4)             | 14                     | 15                           | 28                      | -                              | 14                     | 67                                 | -               | 1                      | 1                            | -                       | -                              | 1                      | 3                                  |
| Pasivos Pensionales                             | (1.791)          | 3.397            | 2.250           | 208                    | 332                          | (1.408)                 | 210                            | 568                    | 2.160                              | -               | (172)                  | 974                          | (128)                   | 110                            | 228                    | 1.012                              |
| Total Sociedades Fiduciarias                    | 1.828            | 861              | 20              | (58)                   | 47                           | 89                      | 9                              | 41                     | 148                                | -               | 40                     | 116                          | (21)                    | 38                             | 194                    | 367                                |
| Compañías de Seguros y Capitalización           | -                | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| Propia                                          | -                | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| Terceros                                        | -                | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| Pasivos Pensionales                             | -                | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| Total Compañías de Seguros y Capitalización     | 1.828            | 861              | 20              | (58)                   | 47                           | 89                      | 9                              | 41                     | 148                                | -               | 40                     | 116                          | (21)                    | 38                             | 194                    | 367                                |
| Sociedades Administradoras de Inversión         | -                | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| Propia                                          | -                | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| Terceros                                        | -                | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| FIC                                             | -                | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| Total Sociedades Administradoras de Inversión   | -                | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| <b>TOTAL ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS</b> | <b>23.676</b>    | <b>18.762</b>    | <b>2.533</b>    | <b>173</b>             | <b>1.114</b>                 | <b>945</b>              | <b>742</b>                     | <b>918</b>             | <b>6.425</b>                       | <b>-</b>        | <b>(88)</b>            | <b>594</b>                   | <b>(329)</b>            | <b>445</b>                     | <b>335</b>             | <b>957</b>                         |
| Total Entidades Financieras Especiales*         | (772)            | (6)              | 415             | (79)                   | 73                           | (52)                    | 93                             | 22                     | 472                                | -               | -                      | 29                           | -                       | -                              | -                      | 29                                 |
| Total Entidades Públicas****                    | 3.259            | 3.292            | -               | -                      | (1.791)                      | -                       | -                              | -                      | (1.791)                            | -               | 6                      | (40)                         | -                       | -                              | -                      | (34)                               |
| Otros*****                                      | 857              | 433              | 76              | 38                     | 211                          | 261                     | -                              | (33)                   | 553                                | -               | (30)                   | (2)                          | (17)                    | -                              | -                      | (49)                               |
| Extranjeros                                     | -                | -                | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  | -               | -                      | -                            | -                       | -                              | -                      | -                                  |
| <b>TOTAL MOVIMIENTO NETO</b>                    | <b>44.553</b>    | <b>17.460</b>    | <b>2.287</b>    | <b>(516)</b>           | <b>421</b>                   | <b>490</b>              | <b>358</b>                     | <b>417</b>             | <b>3.457</b>                       | <b>-</b>        | <b>(2)</b>             | <b>250</b>                   | <b>-</b>                | <b>271</b>                     | <b>405</b>             | <b>924</b>                         |

**Fuente:** BanRep. Los valores que se muestran en la tabla corresponden a los montos negociados en cada fecha y liquidados hasta el 23 de septiembre de 2026. Dado lo anterior esta información puede estar sujeta a cambios.\*Corresponde a los flujos nominales por operaciones compraventa contra pago (420 y 422), transferencias (423), vencimientos, emisiones, y redenciones anticipadas. \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, la FDN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Person as Jurídicas.

En los gráficos A3.3 - A3.7 se presentan algunos factores de mercado que pueden estar relacionados con los flujos de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública local.

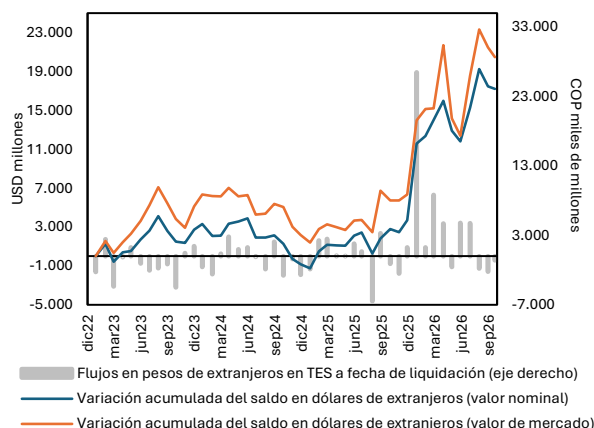
**Gráfico A3.3.** Margen entre la deuda local a 10 años y los Tesoros vs flujos netos acumulados de extranjeros en TES



Fuente: BanRep.

\*\* Excluye los títulos entregados como garantía a la banca extranjera en operaciones de tesorería, así como la devolución de esos mismos títulos al finalizar dichas operaciones.

**Gráfico A3.4.** Variación acumulada del saldo de extranjeros en el mercado spot de TES expresado en dólares\* vs flujos en pesos de extranjeros en TES



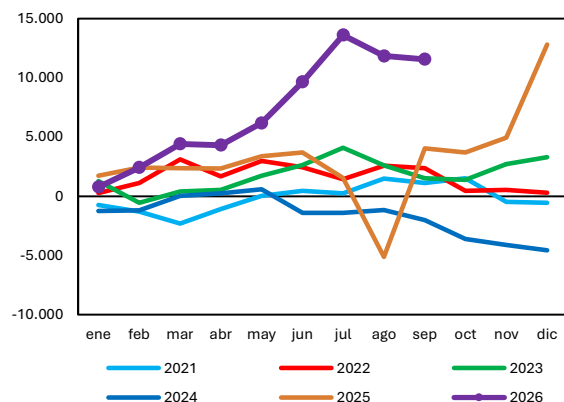
Fuente: BanRep.

**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 en operaciones de tesorería, así como la devolución de esos mismos títulos al finalizar dichas operaciones.

**Gráfico A3.5.** Flujos netos de extranjeros en el mercado de contado de TES expresado en dólares\* por año  
**Panel A.** A valor nominal (USD millones)  
**Panel B.** A valor de mercado (USD millones)

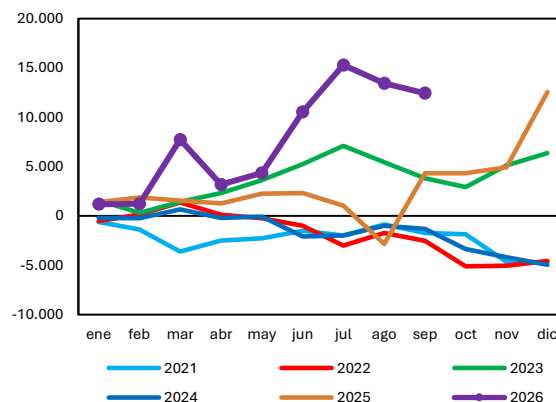


Fuente: BanRep.

**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 en operaciones de tesorería, así como la devolución de esos mismos títulos al finalizar dichas operaciones.



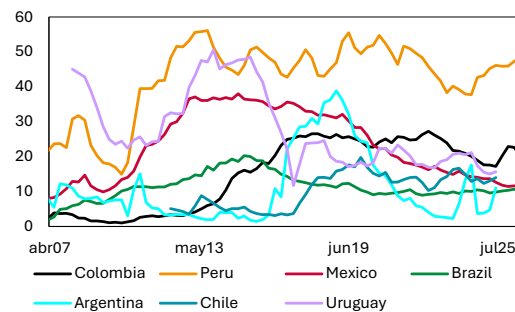
Fuente: BanRep.

**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 en operaciones de tesorería, así como la devolución de esos mismos títulos al finalizar dichas operaciones.

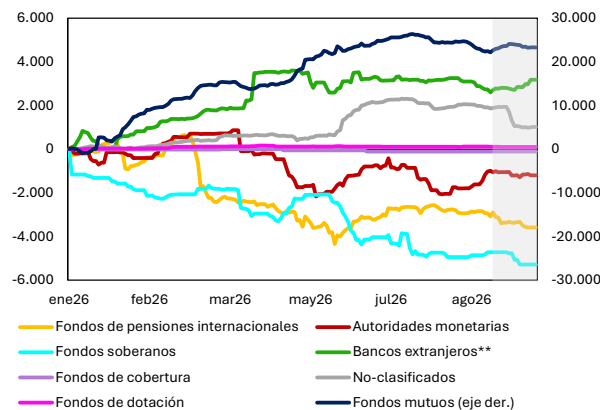
**Gráfico A3.7.** Participación de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública en moneda local para una muestra de países de la región (porcentaje)



**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.

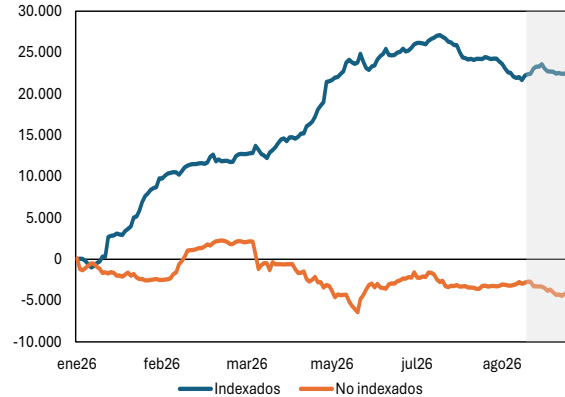
Los fondos de pensiones internacionales y los fondos soberanos lideraron las ventas netas de los inversionistas extranjeros desde la última reunión de la JDBR, por COP 696 mm y COP 555 mm, respectivamente, mientras que los fondos mutuos moderaron parcialmente esta tendencia, con compras netas por COP 670 mm (Gráfico A3. 8). Además, los inversionistas clasificados como indexados<sup>32</sup> al índice *GBI-EM Global Diversified*<sup>33</sup> realizaron compras netas por COP 257 mm desde la última reunión de la JDBR<sup>34</sup>, a la vez que los no-indexados realizaron ventas netas por COP 1,4 b (Gráfico A3.9).

**Gráfico A3.8.** 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 A3.9.** 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.

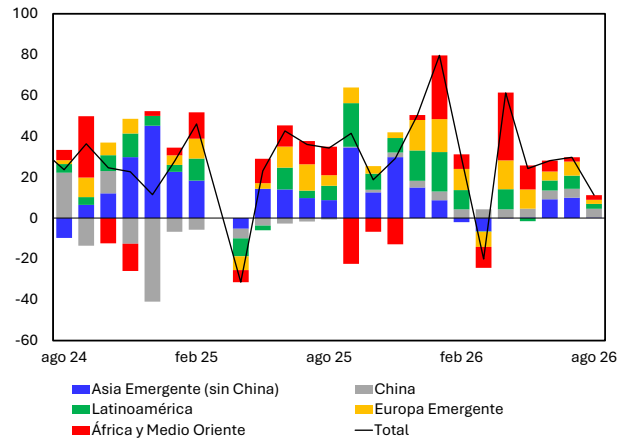
<sup>32</sup> La clasificación se basa en la metodología propuesta por [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#), en la cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

<sup>33</sup> Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes. Este índice basa sus cotizaciones en el valor de mercado de los títulos incluidos en la canasta, por lo tanto, las ponderaciones de los emisores incluidos no son constantes a través del tiempo

<sup>34</sup> Esta metodología permite clasificar a los administradores de fondos que invierten en TES; sin embargo, no controla por movimientos específicos o discrecionales que puedan presentarse en determinados fondos gestionados por un administrador.

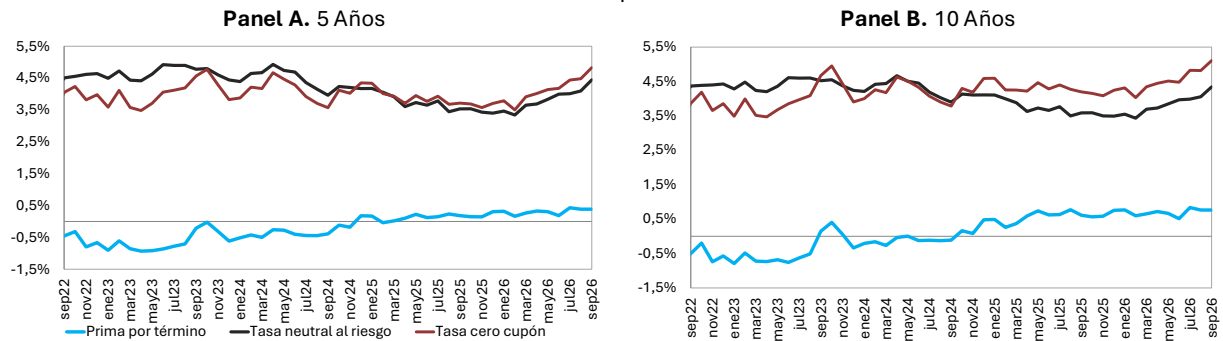
## Anexo 4. Comportamiento de los bonos soberanos en moneda local de países de la región

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



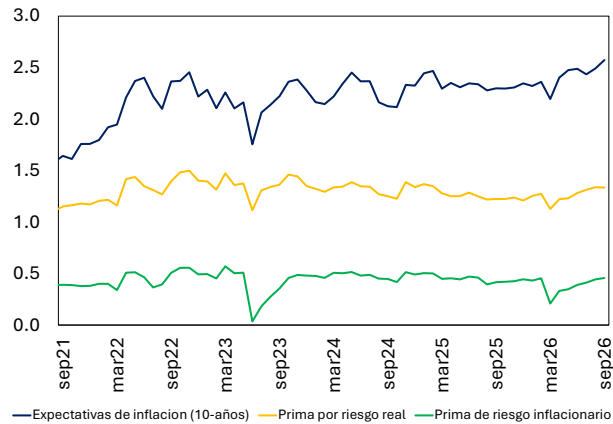
Fuente: IIF.

**Gráfico A4.2.** Prima por vencimiento Tesoro



Fuente: Fed

**Gráfico A4.3.** Expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionaria y real a 10 años en EE. UU. (porcentaje)



Fuente: Fed.

## Anexo 5. Decisiones de bancos centrales y gobiernos

Cuadro A5.1. Decisiones de TPM

| Fecha                             | Banco Central                                   | Decisión (pb) | Expectativa (pb) | TPM                    |
|-----------------------------------|-------------------------------------------------|---------------|------------------|------------------------|
| <b>Países desarrollados</b>       |                                                 |               |                  |                        |
| 1sep26                            | Banco de la Reserva de Nueva Zelanda            | 25            | 25               | 2,75%                  |
| 2sep26                            | Banco de Canadá                                 | 0             | 0                | 2,25%                  |
| 10sep26                           | Banco Central Europeo                           | 25            | 25               | 2,50% / 2,65% / 2,90%* |
| 16sep26                           | Reserva Federal                                 | 25            | 25               | 3,75%-4,00%**          |
| 17sep26                           | Banco de Inglaterra                             | 0             | 0                | 3,75%                  |
| 17sep26                           | Banco de Japón                                  | 25            | 25               | 1,25%                  |
| <b>Países emergentes/frontera</b> |                                                 |               |                  |                        |
| 31ago26                           | Banco Central de la República Dominicana        | 0             | -                | 5,25%                  |
| 1sep26                            | Banco de Israel                                 | -25           | -12              | 3,25%                  |
| 3sep26                            | Banco Central de Malasia                        | 0             | 0                | 2,75%                  |
| 4sep26                            | Banco Nacional de Kazajistán                    | -50           | -25              | 16,25%                 |
| 8sep26                            | Banco Central de Chile                          | 0             | 0                | 4,50%                  |
| 9sep26                            | Banco Nacional de Georgia                       | 0             | -                | 8,25%                  |
| 9sep26                            | Banco Nacional de Polonia                       | 0             | 0                | 3,75%                  |
| 10sep26                           | Banco Nacional de Serbia                        | 0             | 0                | 5,75%                  |
| 10sep26                           | Banco Central de la República de Turquía        | 0             | 0                | 37,00%                 |
| 10sep26                           | Banco Central de Reserva del Perú               | 0             | 0                | 4,25%                  |
| 11sep26                           | Banco de Rusia                                  | 0             | 0                | 14,00%                 |
| 14sep26                           | Banco Estatal de Pakistán                       | 0             | 0                | 11,50%                 |
| 15sep26                           | Banco Central de Armenia                        | 25            | -                | 6,75%                  |
| 15sep26                           | Banco Nacional de Angola                        | -100          | -                | 14,75%                 |
| 16sep26                           | Banco Central de la Rep. de Uzbekistán          | 0             | -                | 14,00%                 |
| 16sep26                           | Banco Central de Brasil                         | -25           | -25              | 13,75%                 |
| 17sep26                           | Banco Central de la República de China (Taiwan) | 0             | 0                | 3,00% / 3,50%***       |
| 17sep26                           | Banco Nacional de Ucrania                       | 50            | 50               | 16,00%                 |
| 17sep26                           | Banco Nacional Checo                            | 0             | 0                | 3,75%                  |
| 21sep26                           | Banco Popular de China                          | 0             | 0                | 3,50%                  |
| 21sep26                           | Banco Central del Paraguay                      | 0             | -                | 5,50%                  |
| 22sep26                           | Banco Nacional de Hungría                       | 0             | 0                | 5,50%                  |
| 22sep26                           | Banco Central de Nigeria                        | -350          | 0                | 23,00%                 |
| 22sep26                           | Bank Al-Maghrib                                 | 0             | -                | 2,25%                  |
| 23sep26                           | Banco de Indonesia                              | 0             | 0                | 5,75%                  |
| 23sep26                           | Banco de la Reserva de Sudáfrica                | 25            | 25               | 7,25%                  |
| 23sep26                           | Banco de Guatemala                              | 0             | -                | 3,50%                  |

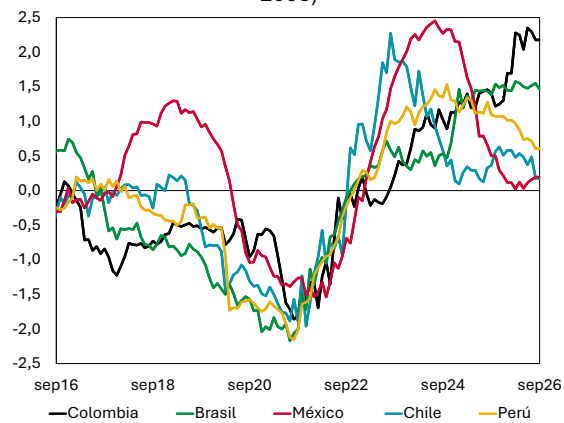
\*Corresponde a los tipos de interés de la facilidad de depósitos, las operaciones principales de financiación y la facilidad marginal de crédito. (ECB)

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

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

Fuente: Bloomberg

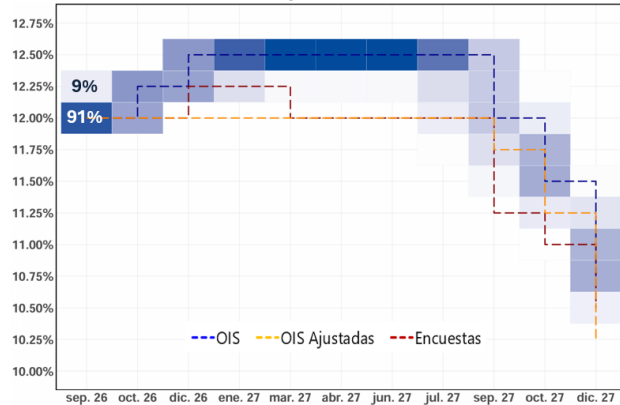
**Gráfico A5.1.** Tasas reales de los países de la región  
(desviaciones estándar respecto a la media desde  
2005)



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

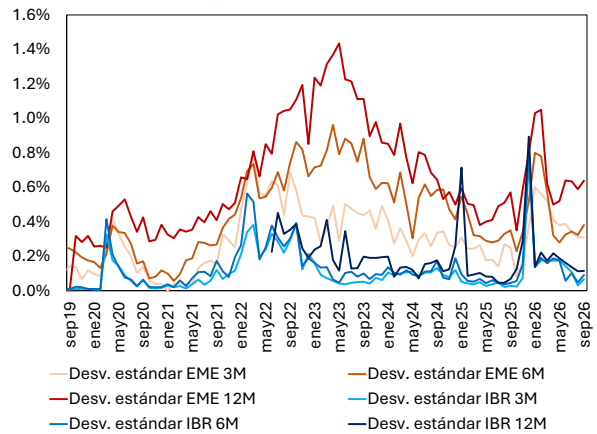
## Anexo 6. Probabilidades de los escenarios de tasa de referencia para las próximas reuniones de la JDBR y otras medidas de expectativas de inflación

**Cuadro A6.1.** Tasa de política monetaria implícita – OIS  
21 de agosto de 2026



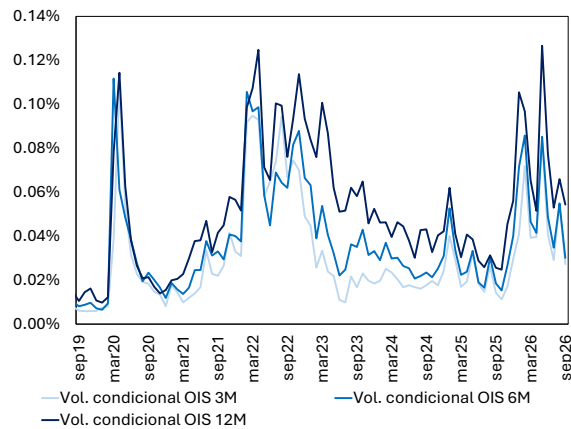
**Fuente:** Bloomberg, **Cálculos:** BanRep. La línea azul y amarilla corresponde a la senda más probable de las tasas OIS y OIS ajustadas por primas respectivamente. La línea roja corresponde a la mediana de la EME.

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



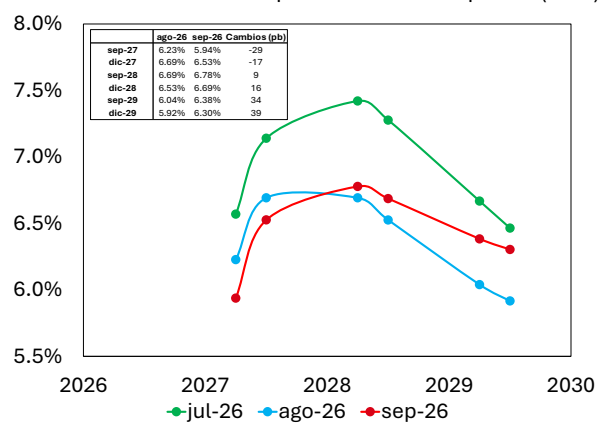
**Fuente y Cálculos:** BanRep.

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



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

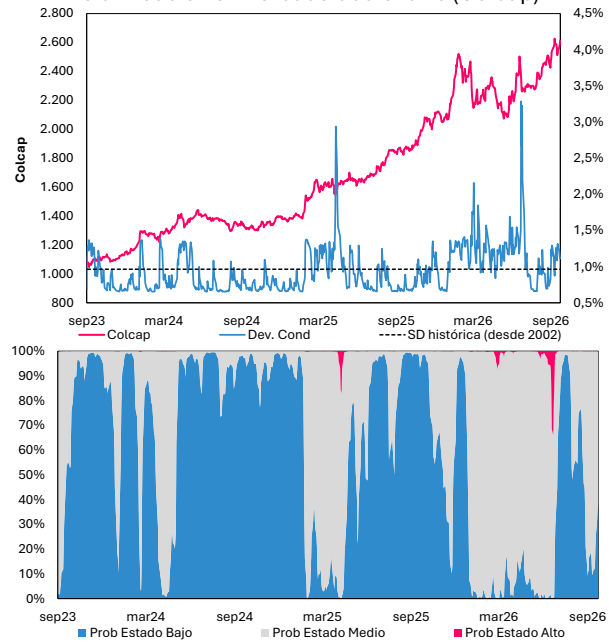
**A6.4.** Inflación anual esperada a distintos plazos (FBEI)



**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 |       |
|-------------|-------|-------|-------------------------|-------|
|             | ago26 | sep26 | ago26                   | sep26 |
| Aumentará   | 18.5% | 41.4% | 30.8%                   | 14.3% |
| Sin cambios | 51.9% | 44.8% | 34.6%                   | 25.0% |
| Disminuirá  | 29.6% | 13.8% | 7.7%                    | 21.4% |
| No aplica   |       |       | 26.9%                   | 39.3% |

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

Las columnas "Duración del portafolio" contienen el porcentaje de encuestados que eligió cada opción respecto a la dinámica esperada del portafolio que administra en los próximos tres meses.

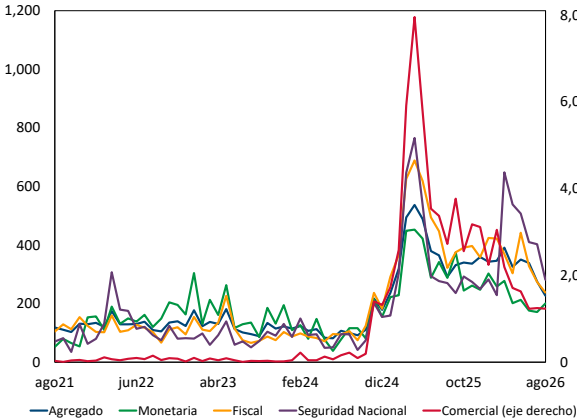
Anexo 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional

Tabla A8.1. Indicadores de incertidumbre en política económica

|       | EE. UU.  |                |             |                |                | Europa |          |        |             |         |        |
|-------|----------|----------------|-------------|----------------|----------------|--------|----------|--------|-------------|---------|--------|
|       | Agregado | Pol. monetaria | Pol. fiscal | Pol. sanitaria | Pol. comercial | Europa | Alemania | Italia | Reino Unido | Francia | España |
| jul26 | 275      | 171            | 274         | 287            | 1248           | 359    | 790      | 107    | 305         | 329     | 138    |
| ago26 | 227      | 201            | 238         | 250            | 1234           | 326    | 668      | 90     | 292         | 343     | 150    |
| Var.  | -48      | 29             | -36         | -37            | -14            | -33    | -122     | -17    | -13         | 14      | 12     |

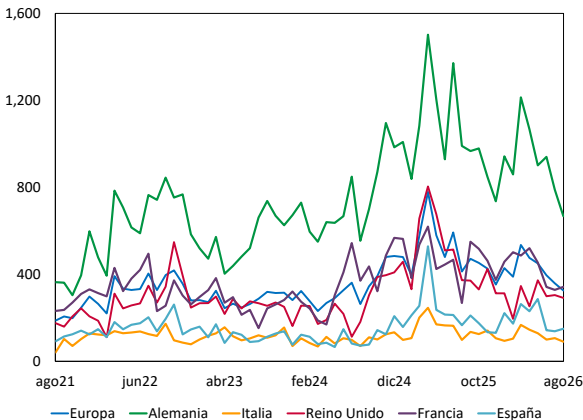
Fuente: Baker, Bloom & David (2016). Los valores más altos de los indicadores mensuales se encuentran en color rojo y los más bajos en color azul. Las variaciones positivas se encuentran en rojo y las negativas en azul.

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



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico A8.3. Incertidumbre en política económica en Europa



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

## Anexo 9. Expectativas macroeconómicas de otros países

**Cuadro A9.1. Expectativas macroeconómicas**

|             | Inflación           |        |        |                           |         | Tasa de política monetaria |                           |         | Tasa de crecimiento del PIB |        |                           |         |
|-------------|---------------------|--------|--------|---------------------------|---------|----------------------------|---------------------------|---------|-----------------------------|--------|---------------------------|---------|
|             | Datos Septiembre 26 |        |        | Esperada a Diciembre 2026 |         | Vigente                    | Esperada a Diciembre 2026 |         | Ultimos datos publicados    |        | Esperada a Diciembre 2026 |         |
|             | Esp.                | Obs.   | Spread | Ago. 26                   | Sep. 26 |                            | Ago. 26                   | Sep. 26 | Esp.                        | Obs.   | Ago. 26                   | Sep. 26 |
| Colombia    | 6,12%               | 6,24%  | 3,24%  | 6,70%                     | 6,91%   | 12,00%                     | 12,00%                    | 12,25%  | 3,30%                       | 3,50%  | 2,50%                     | 2,45%   |
| Chile       | 3,80%               | 4,10%  | 1,10%  | 4,00%                     | 3,60%   | 4,50%                      | 4,50%                     | 4,50%   | 0,10%                       | -0,20% | 1,30%                     | 0,70%   |
| México      | 3,30%               | 3,26%  | 0,26%  | 4,10%                     | 4,00%   | 6,50%                      | 6,51%                     | 6,50%   | 2,20%                       | 2,05%  | 1,10%                     | 1,20%   |
| Perú        | 4,41%               | 4,44%  | 2,44%  | 3,70%                     | 3,90%   | 4,25%                      | 4,27%                     | 4,31%   | 2,50%                       | 2,60%  | 3,00%                     | 3,00%   |
| Brasil      | 4,27%               | 4,22%  | 1,22%  | 5,02%                     | 4,92%   | 13,75%                     | 13,75%                    | 13,50%  | 1,90%                       | 1,84%  | 1,95%                     | 1,88%   |
| Ecuador     | n.d.                | 1,12%  | -0,88% | 2,50%                     | 2,50%   | n.d.                       | n.d                       | n.d     | n.d.                        | 2,06%  | 2,50%                     | 2,50%   |
| Argentina   | 33,60%              | 33,50% | n.d.   | 29,30%                    | 29,80%  | 29,00%                     | 21,19%                    | 22,09%  | 1,60%                       | 2,30%  | 2,90%                     | 2,70%   |
| EE. UU.     | 3,40%               | 3,40%  | 1,40%  | 4,00%                     | 2,70%   | 3,75% - 4,00%              | 3,80%                     | 3,80%   | 1,50%                       | 1,50%  | 2,23%                     | 2,23%   |
| India       | 4,86%               | 4,82%  | 0,82%  | 4,80%                     | 4,80%   |                            | 5,25%                     | 5,45%   | 5,49%                       | 7,30%  | 7,80%                     | 6,60%   |
| Sudáfrica   | 4,50%               | 4,40%  | -0,10% | 3,20%                     | 3,20%   | 7,25%                      | 6,83%                     | 6,83%   | 1,20%                       | 1,90%  | 1,80%                     | 1,30%   |
| China       | 0,80%               | 0,80%  | -2,20% | 1,10%                     | 0,90%   | 1,40%                      | 1,31%                     | 1,37%   | 4,50%                       | 4,30%  | 4,60%                     | 4,60%   |
| Rusia       | 6,32%               | 6,33%  | 2,33%  | 8,70%                     | 8,70%   | 14,00%                     | 15,92%                    | 15,92%  | 1,00%                       | 1,30%  | 0,90%                     | 0,90%   |
| Turquía     | 31,60%              | 31,51% | 26,51% | 34,90%                    | 34,90%  | 37,00%                     | 37,63%                    | 37,63%  | 2,50%                       | 2,48%  | 3,50%                     | 3,60%   |
| Noruega     | 3,20%               | 3,30%  | 1,30%  | 3,00%                     | 3,00%   | 4,50%                      | 4,00%                     | 4,00%   | 0,40%                       | 0,20%  | 1,50%                     | 1,65%   |
| Costa Rica  | n.d.                | -0,17% | -3,17% | 1,30%                     | 1,10%   | 3,00%                      | 3,00%                     | 2,96%   | n.d.                        | 3,71%  | 3,60%                     | 3,60%   |
| El Salvador | n.d.                | 3,19%  | -0,11% | 2,70%                     | 2,70%   | n.d.                       | n.d                       | n.d     | n.d.                        | 4,60%  | 3,10%                     | 3,20%   |
| Guatemala   | n.d.                | 3,37%  | -0,63% | 3,80%                     | 4,00%   | 3,50%                      | 3,42%                     | 3,42%   | n.d.                        | 4,50%  | 3,70%                     | 3,80%   |
| Honduras    | n.d.                | 6,20%  | 1,20%  | 5,00%                     | 4,90%   | 6,00%                      | 5,55%                     | 5,60%   | n.d.                        | 3,80%  | 3,30%                     | 3,30%   |
| Panamá      | n.d.                | -0,40% | -2,40% | 1,90%                     | 0,40%   | n.d.                       | 7,94%                     | 7,47%   | n.d.                        | 4,60%  | 4,10%                     | 4,20%   |
| Paraguay    | n.d.                | 1,50%  | -2,50% | 3,90%                     | 3,70%   | 5,50%                      | 5,56%                     | 5,56%   | n.d.                        | 4,40%  | 4,10%                     | 4,30%   |

**Colombia:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por Citibank el 25 de septiembre de 2026.

**Brasil:** Expectativas extraídas de la encuesta publicada por el Banco Central de Brasil el 18 de septiembre.

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

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

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

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

**México, Perú, Ecuador, Argentina, Paraguay, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras & Panamá:**

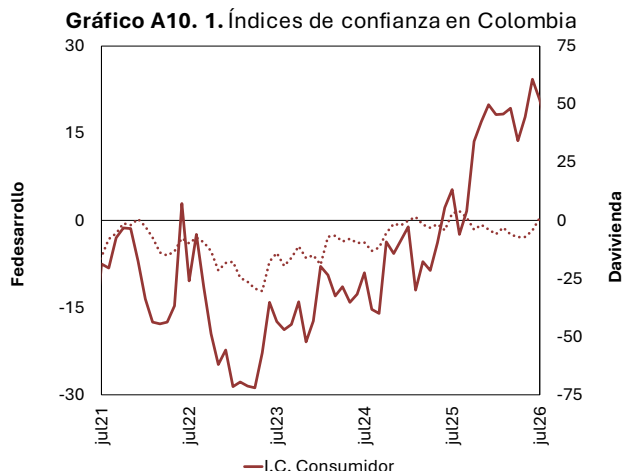
Expectativas extraídas de la encuesta de Focus Economics de septiembre.

\* Los datos de crecimiento del PIB corresponden a la información observada del 2T26.

\*\* 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.

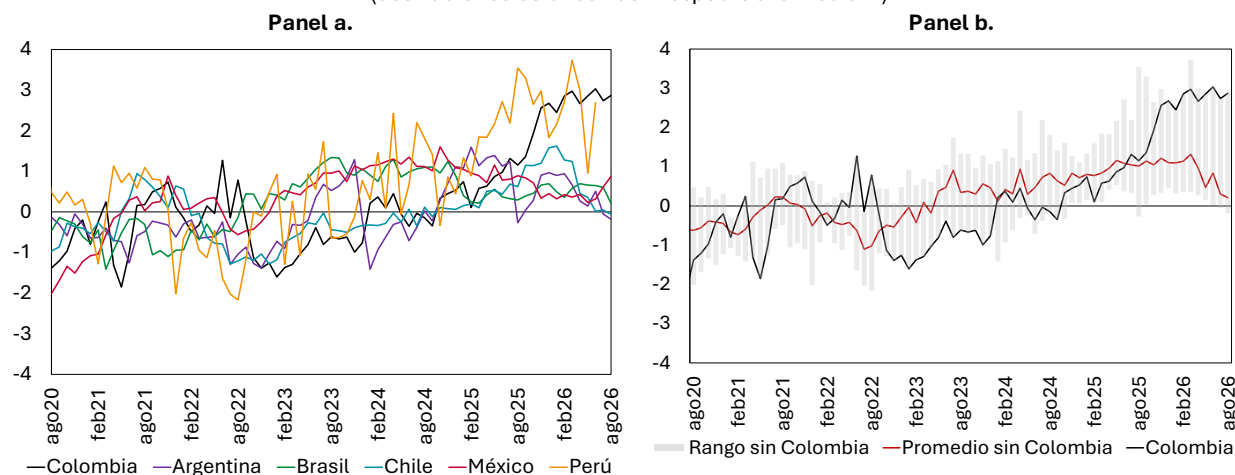
## Anexo 10. Índices de confianza



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

El indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo disminuyó respecto al mes anterior, ubicándose en 15,5% en agosto frente al 20,7% registrado en julio. El índice de condiciones económicas y el índice de expectativas del consumidor disminuyeron de 6,4% a 4,8% y de 30,3% a 22,6%, respectivamente. Por otro lado, el indicador de confianza del consumidor de Davivienda se recuperó frente al mes anterior pasando de 1,1% a 1,9%.

**Gráfico A10.2. Índices de confianza de Latinoamérica\***  
(desviaciones estándar con respecto a la media\*\*)



**Fuentes:** INEGI<sup>35</sup>, FGV<sup>36</sup>, UDD, BanRep, Fedesarrollo, APOYO.

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

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

\*\*\* El dato de Perú se encuentra a junio 2026, por falta de disponibilidad de datos.

El Gráfico A10.2. ilustra los indicadores de confianza del consumidor medidos como desviaciones estándar frente a su media en Colombia y en otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Durante agosto, este indicador presentó disminuciones para todos los países excepción de México el cual aumentó.

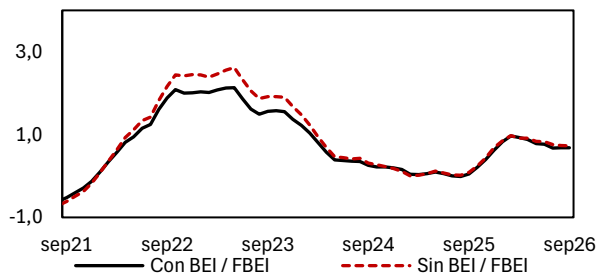
<sup>35</sup> Instituto Nacional de Estadísticas y Geográficas

<sup>36</sup> Instituto Brasileiro de Economía.

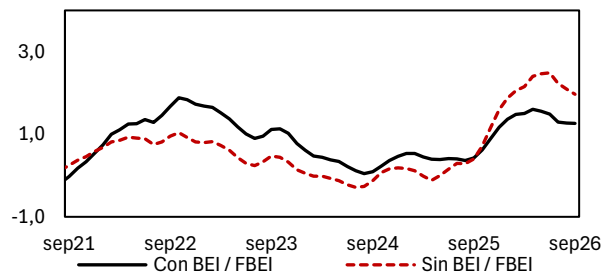
## Anexo 11. Indicador Común de Expectativas de Inflación

El Indicador Común de Expectativas de Inflación (ICEI)<sup>37</sup>, que refleja la dinámica común de las expectativas de inflación provenientes del mercado y de encuestas, presentó comportamientos mixtos con respecto al último mes para todos los plazos, con incrementos en el corto y largo plazo, y reducciones en el mediano plazo y el indicador total (Gráficos A.11.1 al A.11.4). Por otra parte, la dinámica común de las expectativas excluyendo los BEI y FBEI<sup>38</sup> se redujo marginalmente en todos los plazos, y para el mediano y largo plazo supera la del indicador que incluye todas las medidas.

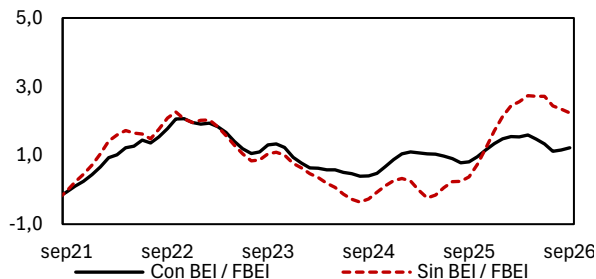
**Gráfico A.11.1** ICEI de corto plazo



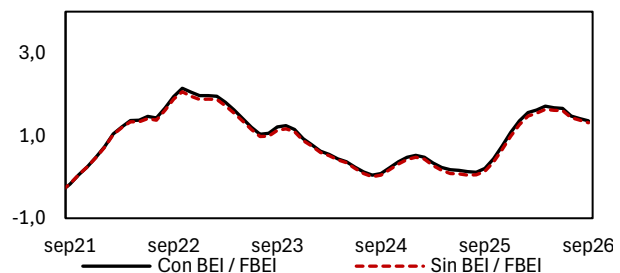
**Gráfico A.11.2** ICEI de mediano plazo



**Gráfico A.11.3** ICEI de largo plazo



**Gráfico A.11.4** ICEI a todos los plazos



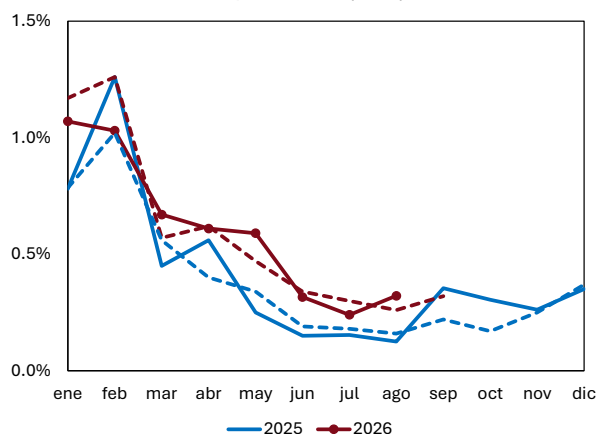
**Fuentes:** BanRep, Fedesarrollo, Focus Economics, SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. La serie negra se estima con base en una muestra de expectativas de inflación que provienen de encuestas, de mercado (BEI/FBEI) y del BEI/FBEI sin primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa. La serie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

<sup>37</sup> Para la descripción del cálculo de este indicador véase el *Recuadro 1. Indicador común de expectativas de inflación para Colombia*, publicado en el *Informe de Política Monetaria* de enero de 2022.

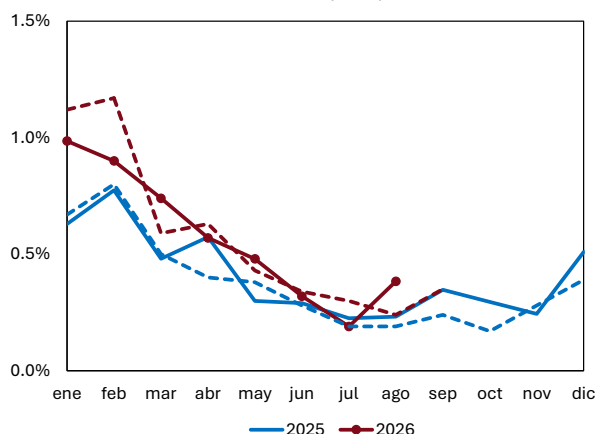
<sup>38</sup> Se excluyen las medidas BEI y FBEI que no son netas de primas de riesgo inflacionario y de liquidez relativa, con el objetivo de limpiar por factores que podrían contaminar las expectativas de inflación.

## Anexo 12. Inflación mensual sin alimentos, SAR y expectativas

**Gráfico A. 12.1.** Inflación mensual sin alimentos y expectativas (EME)



**Gráfico A. 12.2.** Inflación mensual SAR y expectativas (EME)



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

En agosto, la inflación sin alimentos se ubicó en 0,32% m/m, por encima del pronóstico de los analistas encuestados por la EME (0,26% m/m) y ubicándose por encima del dato de agosto de 2025 (0,15%)<sup>39</sup>. De la misma manera, la inflación SAR se situó en 0,38%, por encima de lo esperado (0,24%) y del dato de 2025 (0,23%)<sup>40</sup>. Para septiembre, los analistas proyectan que la inflación sin alimentos se ubique en 0,32% m/m, lo que representaría un nivel inferior al de septiembre de 2025 (0,35%), y proyectan que la medida SAR se ubicaría en 0,35% lo que la posicionaría sin cambios a lo registrado en 2025 (0,35%; Gráfico A 12.1 y A 12.2).

<sup>39</sup> Y se mantuvo por debajo del registro de 2023 (0,60%) y por encima de 2024 (0,16%).

<sup>40</sup> Y se mantuvo por debajo del registro de 2023 (0,49%) y por encima de 2024 (0,21%).

### Anexo 13. Especificación del índice IDOAM

El IDOAM captura el comportamiento de las condiciones financieras internas así valores más altos reflejan condiciones financieras más apretadas mientras valores más bajos señalan condiciones financieras más laxas.

El índice IDOAM se calcula de acuerdo con la siguiente formula:

$$IDOAM_t = \frac{1}{I} \sum_{i=1}^I \frac{x_{it} - \mu_i}{\sigma_i},$$

En términos simples esta fórmula representa el promedio de 17 variables a las que se aplica un procedimiento que se conoce como normalización en el cual a los datos de las series originales se les resta su media y se dividen sobre su desviación estándar. Además, algunas de ellas como los indicadores de confianza y las expectativas de crecimiento del PIB se multiplican por  $-1$ , de modo que un movimiento positivo refleje un deterioro en las condiciones financieras.

Las variables consideradas para el índice son las siguientes:

- **Spreads Preferencial (4):** Diferencias de las tasas de crédito preferencial y las tasas de los TES, para los plazos:
  - Menores a un año.
  - Entre uno y tres años.
  - Entre tres y cinco años.
  - Mayores a cinco años.
- **Spreads consumo (4):** Diferencias de las tasas de crédito de consumo y las tasas de los TES, para los plazos:
  - Menores a un año.
  - Entre uno y tres años.
  - Entre tres y cinco años.
  - Mayores a cinco años.
- **Índice de confianza comercial, de consumidores e industrial (3):** Indicadores de confianza comercial e industrial e índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo.
- **EOF Crecimiento (1):** Balance de si la mayoría de los encuestados espera aceleración o desaceleración económica tomando la encuesta EOF
- **EOF Spread (1):** Mide la magnitud y dirección del cambio esperado del EMBI respecto a su valor actual.
- **EOF inflación (1):** Balance sobre expectativas de inflación de la EOF (Diferencia entre los encuestados esperando alzas o bajas en la inflación).
- **Volatilidad acciones y TES (2):** Indicadores de volatilidad sobre cada uno de estos mercados.
- **Expectativas inflación BR (1):** Desviación estándar de las expectativas de inflación a doce meses de la EME.