
REPORTE DE **MERCADOS FINANCIEROS**



I TRIM/
2025



Reporte de Mercados Financieros

Gerencia Técnica

Hernando Vargas Herrera

Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Andrés Murcia Pabón

Subgerente

Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados

Wilmar Alexander Cabrera Rodríguez

Director

Sección Análisis de Mercados Financieros y Regulación Cambiaria

Diego Alejandro Martínez Cruz

Jefe

Profesionales

Sara Ariza Murillo

Ittza Alejandra Barreto Ramírez

Oscar David Botero Ramírez

Nataly Alexandra Díaz Gonzalez

Laura Viviana León Díaz

Julián Camilo Mateus Gamboa

Camilo Andrés Orozco Vanegas

Cristhian Hernando Ruiz Cardozo

Estudiantes en práctica profesional

Daniel Esteban Forero Castro

Jonathan David Lozano Arias

Contenido

1. Introducción	6
2. Resumen ejecutivo	9
2.1. Entorno internacional.....	9
2.2. Percepción de riesgo a nivel local	9
2.3. Mercado de renta fija y monetario	10
2.4. Mercado cambiario	12
2.5. Mercado accionario.....	12
3. Entorno internacional	13
<i>Sombreado 1: Incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante la política comercial de EE. UU.</i>	15
4. Percepción de riesgo a nivel local	22
5. Mercado de renta fija y monetario	24
5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica.....	24
5.2. Mercado monetario colombiano	27
5.3. Mercado de deuda pública interna y externa	29
5.4. Mercado de deuda privada	34
6. Mercado cambiario	35
6.1. Mercado cambiario global.....	35
6.2. Mercado cambiario local	36
7. Mercado accionario.....	39
8. Recuadros.....	42
Recuadro 1: Caracterización del mercado de NDF de TES.....	42
Recuadro 2: Experiencia de los flujos de inversión extranjera en deuda pública de Colombia ante los rebalances del índice GBI-EM.....	42

Índice de Gráficos

Gráfico 1. Indicadores de confianza en economías desarrolladas.....	14
Gráfico 2. Inflación en economías desarrolladas.....	14
Gráfico 3. Expectativas de crecimiento.....	15
Gráfico 4. Expectativas de inflación.....	15
Gráfico 5. Expectativas de política monetaria en economías desarrolladas.....	19
Gráfico 6. Expectativas de política monetaria en Estados Unidos.....	19
Gráfico 7. Indicadores de percepción de riesgo.....	19
Gráfico 8. Incertidumbre en política económica.....	19
Gráfico 9. Indicadores de condiciones financieras.....	20
Gráfico 10. Flujos acumulados de inversión extranjera de portafolio a economías emergentes (USD mm).....	20
Gráfico 11. Cambio en los precios de productos generadores de energía.....	21
Gráfico 12. Cambio en los precios de productos básicos.....	21
Gráfico 13. CDS a cinco años en Latinoamérica.....	22
Gráfico 14. EMBIG en Latinoamérica.....	22
Gráfico 15. Factores más relevantes a la hora de invertir en Colombia.....	23
Gráfico 16. Expectativas de crecimiento para Colombia.....	23
Gráfico 17. Evolución de los componentes del gasto del PIB colombiano desde el 4T19.....	24
Gráfico 18. Evolución de la formación bruta de capital fijo para Latinoamérica desde el 4T19.....	24
Gráfico 19. Inflación en los países de la región.....	25
Gráfico 20. Expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros en Colombia, pares de la región y EE. UU.....	25
Gráfico 21. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos.....	26
Gráfico 22. Expectativas de TPM implícitas en los mercados financieros en Colombia, pares de la región y EE. UU.....	26
Gráfico 23. Tasa de referencia BanRep, IBR overnight y diferencial entre el IBR O/N y la TPM.....	28
Gráfico 24. Evolución del saldo de las operaciones de liquidez transitoria del BanRep (miles de millones).....	28
Gráfico 25. Depósitos remunerados de la DGCPTN.....	29
Gráfico 26. Tasas cero cupón de la región y EE. UU. a 10 años.....	30
Gráfico 27. Pendiente de la curva de rendimientos en países de la región y EE. UU.....	30
Gráfico 28. Curva spot de los TES en pesos.....	30

Reporte de Mercados Financieros

Gráfico 29. Curva spot de los TES en UVR.....	30
Gráfico 30. Indicador de utilización de capacidad de intermediación para el total del mercado de deuda.....	31
Gráfico 31. Flujos acumulados en 2024 por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones de pesos)	32
Gráfico 32. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos).....	32
Gráfico 33. Posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año*	33
Gráfico 34. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la BVC.....	34
Gráfico 35. Spread entre las tasas de colocación de los CDT y los TES.....	35
Gráfico 36. Montos colocados en CDT desmaterializados por tasa	35
Gráfico 37. Variación de las principales monedas de análisis.....	36
Gráfico 38. Tasas de cambio de los países de análisis	36
Gráfico 39. Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica	37
Gráfico 40. Medidas del mercado cambiario	38
Gráfico 41. <i>Carry-to-risk ratio</i> (3 meses).....	38
Gráfico 42. Saldos netos de compra <i>forward</i> y <i>swaps</i> peso-dólar.....	38
Gráfico 43. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial	39
Gráfico 44. Descomposición del S&P500	39
Gráfico 45. Evolución de los índices accionarios de la región.....	40
Gráfico 46. MSCI Colcap y volumen transado diario.....	41
Gráfico 47. Flujos netos en el mercado de renta variable colombiano por tipo de inversionista...	41

Índice de Tablas

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 2025 (hasta el 9 de abril).....	8
Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación	25

1. Introducción

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

En este contexto, el Reporte presenta al público un análisis del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales durante el primer trimestre de 2025 (1T25) y los primeros días de abril (al 9 de abril¹). Además, destaca los principales factores que explican el comportamiento de estos mercados y sus interacciones, al tiempo que ofrece una descripción de los cambios en política monetaria y otras decisiones de los principales bancos centrales, con especial énfasis en las decisiones de los bancos de Latinoamérica.

Durante el periodo analizado, la economía global comenzó a mostrar señales de desaceleración, contrastando con la resiliencia que caracterizó los años previos. Este cambio de tendencia estuvo influenciado por los anuncios y ajustes en la política comercial de la nueva administración estadounidense, los cuales generaron una revisión a la baja de las expectativas de crecimiento global. El deterioro en las perspectivas se concentró particularmente en EE. UU. y sus principales socios comerciales, en un contexto de creciente incertidumbre por la escalada de tensiones comerciales (ver *Sombreado 1: Incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante la política comercial de EE. UU.*).

En paralelo, la inflación continuó superando las metas de los bancos centrales en las principales economías desarrolladas, tras el repunte observado en el cuarto trimestre de 2024 (4T24). Ante este escenario, los bancos centrales mantuvieron una postura monetaria cautelosa, reflejando tanto la persistencia de las presiones inflacionarias como la incertidumbre derivada de la política comercial. No obstante, algunos bancos centrales, en función de condiciones idiosincráticas, continuaron con recortes en sus tasas de interés. En este contexto, las expectativas de política monetaria se ajustaron a la baja, en un entorno de elevada volatilidad e incertidumbre sobre el crecimiento y la sostenibilidad fiscal en estas economías (ver *Mercado de renta fija y monetario*).

El entorno financiero internacional se caracterizó por una marcada volatilidad, impulsada por la creciente incertidumbre en los frentes comercial y fiscal a nivel global. Esta situación se acentuó tras la implementación de aranceles por parte de EE. UU. a comienzos de abril, los cuales generaron movimientos adversos significativos en los distintos mercados. Sin embargo, estos movimientos se corrigieron parcialmente y no se evidencian alteraciones sustanciales en los mecanismos de formación de precios ni en el funcionamiento general de los mercados financieros. Además, en el margen se ha observado un comportamiento atípico: una depreciación sostenida del dólar estadounidense junto con un incremento en los rendimientos de los bonos del Tesoro (*Treasuries*), una dinámica poco usual en contextos marcados por un aumento en la aversión al riesgo.

En América Latina, la inflación y sus expectativas mostraron comportamientos heterogéneos, aunque en general se mantuvieron por encima de las metas de los bancos centrales. En Colombia,

¹ El Reporte de Mercados Financieros usualmente presenta un análisis de los acontecimientos más relevantes durante un trimestre específico. Sin embargo, dada la relevancia de los anuncios de política comercial realizados por el gobierno de EE. UU. en los primeros días de abril, esta edición extiende su cobertura hasta el 9 de abril de 2025.

la inflación continuó su tendencia a la baja, pero mostró sorpresas al alza en enero y febrero que moderaron la velocidad del ajuste y presionaron las expectativas inflacionarias.

En este contexto, las decisiones de política monetaria en la región también fueron mixtas. En el caso de Colombia, el BanRep mantuvo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 9,5%, ante la moderación en la tendencia a la baja de la inflación y sus expectativas a inicios del trimestre, así como por indicadores que sugieren un fortalecimiento de la actividad económica. Además, se mantuvo una postura cautelosa frente a los altos niveles de incertidumbre local e internacional. Aunque los mercados continuaron anticipando recortes en la TPM en Colombia, estas expectativas se ajustaron hacia menores recortes esperados en comparación con lo anticipado a finales de 2024, pero aumentaron nuevamente en los primeros días de abril debido a la mayor percepción de riesgo a nivel global (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*).

En los mercados de deuda, los *Treasuries* se valorizaron durante el 1T25, pero comenzaron a desvalorizarse en abril tras los anuncios sobre política comercial. En América Latina, la mayoría de los títulos soberanos se valorizaron durante el trimestre, alineados con los *Treasuries* y con las expectativas de recortes adicionales en las TPM. Sin embargo, esta tendencia se moderó en abril ante el incremento en la aversión al riesgo. En contraste, durante el periodo de análisis, los títulos colombianos continuaron su tendencia de desvalorización iniciada en 2024, en línea con la mayor incertidumbre fiscal y acentuada en abril por el contexto externo (ver *Mercado de deuda pública interna y externa*).

En este escenario, las economías emergentes continuaron recibiendo flujos positivos de inversión extranjera de portafolio, extendiendo la tendencia observada durante 2024. En Colombia, los inversionistas extranjeros revirtieron parcialmente su tendencia vendedora observada desde 2023, aumentando su participación en el mercado de deuda pública local, lo cual parece estar asociado a los altos rendimientos ofrecidos por los Títulos de Tesorería (TES). No obstante, en abril retomaron las ventas en línea con el deterioro del entorno internacional. Teniendo en consideración que en el 1T25 concluyó el proceso de inclusión de India en el índice GBI-EM y la relevancia de los recursos de agentes extranjeros que siguen este indicador en el mercado local de TES, se presenta un recuadro que expone los aprendizajes alrededor de los principales cambios en ponderaciones de Colombia en el indicador (ver *Recuadro 2: Experiencia de los flujos de inversión extranjera en deuda pública de Colombia ante los rebalances del índice GBI-EM*).

Por su parte, en el mercado de *Non-Delivery Forwards* (NDF) de TES, los inversionistas extranjeros continuaron ampliando su posición compradora, continuando con la tendencia observada desde mediados de 2023 y alcanzando máximos históricos, si bien esta posición se redujo parcialmente en los primeros días de abril (ver *Recuadro 1: Caracterización del mercado de NDF de TES*).

Adicionalmente, en el mercado monetario colombiano, el BanRep continuó adoptando medidas para preservar condiciones adecuadas de liquidez, evitando desalineamientos significativos y persistentes del Indicador Bancario de Referencia (IBR) frente a la TPM. En este periodo los depósitos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el BanRep se mantuvieron por debajo de su promedio histórico, con alta volatilidad, al tiempo que se registró un aumento en la demanda de base monetaria. Asimismo, el BanRep efectuó el traslado de utilidades al Gobierno en pesos (ver *Mercado de renta fija y monetario*).

En el mercado cambiario, el dólar se debilitó frente a monedas de economías desarrolladas y emergentes durante el 1T25, debido a la expectativa de una desaceleración económica en EE. UU.,

preocupaciones fiscales y comerciales, y menores perspectivas de TPM por parte de la Reserva Federal (FED). Las monedas latinoamericanas se apreciaron, en parte por factores idiosincráticos como el ajuste de expectativas sobre la política monetaria y la corrección de sus tipos de cambio, que previamente habían estado afectados negativamente por la incorporación de expectativas de una implementación más acelerada de políticas comerciales por parte de EE. UU. En este contexto, el peso colombiano (COP) se apreció durante el trimestre, favorecido por el debilitamiento generalizado a nivel global del dólar y el atractivo del *carry trade*. No obstante, en los primeros días de abril comenzó a depreciarse, presionado por el aumento en la incertidumbre global y la caída en los precios del petróleo (ver *Mercado cambiario local*).

En el mercado de materias primas, los precios del petróleo mostraron alta volatilidad y cayeron de forma marcada a comienzos de abril, debido tanto a un incremento de la oferta como a la expectativa de una menor demanda global. Por el contrario, los metales preciosos, como el oro y la plata, alcanzaron máximos históricos, impulsados por su rol como activos refugio en un entorno de elevada incertidumbre económica y tensiones geopolíticas (ver *Entorno internacional*).

Por último, en los mercados accionarios, las economías desarrolladas mostraron un desempeño mixto. Mientras los índices de EE. UU. y Asia se ajustaron a la baja en medio de los temores de una guerra comercial y la caída en los precios de las acciones tecnológicas, el mercado europeo se valorizó impulsado por buenos resultados corporativos, un posible fin del conflicto en Ucrania, y un mayor gasto potencial en defensa en la región. En Latinoamérica, los mercados mantuvieron la tendencia alcista observada en otros mercados emergentes, soportados además por el buen desempeño de algunas materias primas. A nivel local, el índice MSCI Colcap se valorizó durante el trimestre, consolidando el buen desempeño observado desde 2024 y alcanzando máximos de los últimos cinco años. No obstante, en lo corrido de abril se observó un deterioro importante de estos mercados en línea con el incremento de las tensiones comerciales (ver *Mercado accionario*).

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 2025 (hasta el 9 de abril)

	Tasa de política ¹	Tasa moneda local		Tasa de cambio ²	Accionario	CDS 5 años ³	EMBIG ³	Commodity ⁴
		2 años	10 años					
Reino Unido	-25	-37	25	2,4%	-6,0%			
Japón	0	1	18	6,0%	-20,5%			
Alemania	-50	-33	23	5,7%	-5,6%	28,9		
EE. UU.	0	-33	-21	-5,1%	-7,2%	16,3	30,0	
Colombia	0	21	47	-0,2%	16,1%	31	39	-12,3%
UVR		115	80					
Brasil	200	-131	14	5,7%	6,2%	-33	-13	1,5%
México	-100	-138	-97	2,8%	6,1%	-3	34	-13,1%
Chile	0	-47	-44	1,5%	11,4%	5	21	4,1%
Perú	-25	-39	14	1,1%	-1,0%	13	23	4,1%
Otros EM ⁵	-25	0	-2	0,5%	-7,6%	23	16	-2,9%

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

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

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

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

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

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

Todo lo anterior se detalla en la *Tabla 1*, que presenta la variación durante el 1T25 y los primeros días de abril de algunos indicadores de los mercados financieros de las principales economías desarrolladas, Colombia y nuestros pares de la región, así como de las materias primas de mayor relevancia para estas economías. Asimismo, se incluyen algunos indicadores que reflejan la percepción de riesgo en la mayoría de estas economías.

2. Resumen ejecutivo

2.1. Entorno internacional

Durante lo corrido del 2025 (al 9 de abril), la actividad económica global evidenció algunas señales de desaceleración, en contraste con la resiliencia observada durante los últimos años. Por su parte, la inflación continuó ubicándose por encima de la meta de los bancos centrales en las principales economías desarrolladas. A lo anterior se sumaron los diversos anuncios y cambios en la política comercial hechos por la nueva administración de los EE. UU, los cuales incidieron de manera significativa sobre las expectativas de actividad económica e inflación. En este contexto, los bancos centrales mantuvieron una postura monetaria cautelosa, al tiempo que algunos continuaron con sus recortes de las tasas de interés. Dado todo lo anterior, las expectativas de política monetaria en las principales economías desarrolladas registraron ajustes a la baja, lo cual contribuyó a que las condiciones financieras globales presentaran un comportamiento favorable durante la primera mitad del trimestre. No obstante, este comportamiento se revirtió durante la segunda mitad en línea con la mayor incertidumbre, especialmente en el frente comercial.

Lo anterior se enmarcó en un contexto de alta volatilidad en los mercados durante el 1T25, asociado principalmente con los cambios en la política comercial estadounidense, pero acentuado además por una mayor incertidumbre en los frentes monetario y fiscal a nivel global. Pese a lo anterior, las economías emergentes continuaron recibiendo flujos positivos de inversión extranjera de portafolio durante el trimestre.

En cuanto a los mercados de *commodities*, los precios del petróleo cerraron el trimestre en niveles cercanos a los observados al cierre del 4T24. Sin embargo, a inicios de abril, los precios se vieron presionados a la baja debido al deterioro en las perspectivas de crecimiento global y al anuncio del aumento en la producción por parte de la OPEP+. Entre otros *commodities*, se destacaron las valorizaciones en metales preciosos, con el oro, que alcanzaron máximos históricos por su demanda como activo refugio. Algunos metales industriales y productos agrícolas también se valorizaron.

2.2. Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 1T25, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local exhibieron un deterioro más pronunciado que el observado en otras economías emergentes y países de la región. Este comportamiento diferencial de los indicadores de Colombia fue atribuido por los analistas del mercado al aumento de la incertidumbre fiscal, por cuenta principalmente de la publicación de los resultados fiscales de 2024 y las proyecciones para 2025, la revisión a la baja de la perspectiva de calificación crediticia de la deuda soberana por parte de Fitch Ratings, y la falta de un mensaje de compromiso de ajuste fiscal acorde al cumplimiento de la regla fiscal. En este contexto, diversos

analistas coinciden en que la evolución de la percepción de riesgo local, y con ello el desempeño de los activos locales, dependerá en gran medida de la dinámica de la inversión y del comportamiento de las métricas fiscales en los próximos meses.

Por otro lado, las expectativas de crecimiento económico se mantuvieron estables durante el trimestre. De esta forma, para 2025 se espera que la economía colombiana se acerque a su nivel potencial. Sin embargo, la baja dinámica de la inversión continúa siendo una preocupación importante para la mayoría de los inversionistas y analistas del mercado dado el papel que ésta juega como determinante para el crecimiento económico de largo plazo.

2.3. Mercado de renta fija y monetario

Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Durante el 1T25, las tasas de inflación en los países de la región mostraron comportamientos mixtos, manteniéndose en su mayoría por encima de las metas establecidas por los bancos centrales. En Colombia, las sorpresas inflacionarias en enero y febrero atenuaron la tendencia decreciente de la inflación, y en marzo la inflación se ubicó en 5,09%.

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros de los países de la región también presentaron comportamientos heterogéneos. En Colombia, estas expectativas repuntaron en enero, pero al cierre del trimestre la mayoría de las medidas continuaron con la tendencia decreciente observada el año pasado, aunque aún se mantienen por encima de la meta del BanRep.

Durante el 1T25, los bancos centrales de la región tomaron decisiones mixtas sobre la TPM. En Brasil, la TPM aumentó; en México y Perú se observaron reducciones; mientras que en Chile y Colombia se mantuvo estable. En particular, el BanRep mantuvo la TPM en 9,50%, tras observarse un repunte de la inflación y sus expectativas a inicio del trimestre, una mejora en indicadores que muestran un fortalecimiento de la actividad económica del país, e incorporando cautela ante la alta incertidumbre a nivel local e internacional.

Los mercados financieros continúan descontando futuros recortes de la TPM en Colombia. Sin embargo, a finales del 1T25 estos mercados proyectaban reducciones más moderadas en comparación con lo esperado durante el último trimestre de 2024. Con información al 9 de abril de 2025, los mercados descontaron más recortes, soportado por la incertidumbre a nivel internacional y expectativas de una recesión económica a nivel mundial.

Mercado monetario colombiano

En cumplimiento del objetivo operativo de la política monetaria, durante el trimestre el BanRep implementó acciones para mantener flujos adecuados de liquidez en el sistema, evitando desviaciones significativas y persistentes del IBR *overnight* respecto a la TPM. En particular, durante el periodo continuó la demanda importante por instrumentos de contracción monetaria del BanRep junto con una alta demanda de operaciones de expansión transitoria. En el trimestre no se realizaron compraventas de TES.

En el 1T25 el mercado monetario local continuó presentando niveles de los depósitos de la DGCPTN en el BanRep inferiores a su promedio histórico y una alta volatilidad de dichos depósitos.

Además, durante el periodo se observó un aumento de la demanda de la base monetaria y el BanRep hizo el traslado de utilidades al gobierno en pesos.

Mercado de deuda pública interna y externa

En el 1T25, los títulos de deuda pública se valorizaron en EE. UU., mientras que en otras economías desarrolladas presentaron principalmente desvalorizaciones. Por el contrario, en lo corrido de abril, los títulos de EE. UU. presentaron desvalorizaciones ante la incertidumbre generada por la aplicación de aranceles globales. En Latinoamérica, la mayoría de los títulos de deuda pública se valorizaron, en línea con el comportamiento de los títulos de EE. UU. y las expectativas de una política monetaria más acomodativa. Esta tendencia se moderó en lo corrido de abril ante la mayor aversión al riesgo global.

A diferencia de lo observado en sus pares, los títulos colombianos continuaron con la tendencia de desvalorizaciones observada en 2024, debido a la persistencia de riesgos fiscales. Esta tendencia se mantuvo en lo corrido de abril debido a la mayor aversión a activos riesgosos. El comportamiento de la deuda pública se dio en un escenario de mayor liquidez y volatilidad estable durante el 1T25. Así, la capacidad de intermediación de los agentes en los mercados de deuda se mantuvo estable.

En el 1T25, los inversionistas extranjeros revirtieron parcialmente la tendencia vendedora de 2023 y 2024. Este comportamiento pudo estar relacionado con los rendimientos de los títulos, que se ubicaron en máximos de más de un año. Así, su participación en el mercado se recuperó parcialmente. En lo corrido de abril, estos agentes han realizado ventas ante el incremento de la aversión al riesgo global.

En el 1T25 terminó el proceso de inclusión de India en un índice de referencia clave para la inversión en deuda pública de economías emergentes, del cual Colombia es parte. Ante este proceso, que inició en junio de 2024, se observaron salidas por parte de los agentes con mayor propensión a seguir este índice (Ver *Recuadro 2: Experiencia de los flujos de inversión extranjera en deuda pública de Colombia ante los rebalances del índice GBI-EM*).

Por otro lado, los FPC continuaron con su postura compradora en títulos de deuda pública, aunque por una magnitud inferior al promedio de los trimestres de los dos años previos. No obstante, durante marzo y abril han revertido parcialmente esta tendencia, reduciendo su posición en TES.

Los inversionistas extranjeros continuaron llevando su posición compradora en NDF de TES a nuevos máximos históricos, siguiendo lo observado desde mediados de 2023. No obstante, han reducido esta posición desde abril. A diferencia del mercado de contado, los extranjeros que adquieren NDF de TES son mayoritariamente agentes con estrategias de corto plazo (Ver *Recuadro 1: Caracterización del mercado de NDF de TES*).

Mercado de deuda privada

En línea con el escenario más adverso, el financiamiento a través de colocaciones de títulos de deuda corporativa se redujo a mínimos no observados en cerca de dos años.

En contraste, las colocaciones de Certificados de Depósitos a Terminio (CDTs) continuaron repuntando y alcanzaron niveles máximos históricos en el 1T25. Adicionalmente, las tasas de colocación de CDTs continuaron disminuyendo, manteniéndose por debajo de los niveles observados en los dos años anteriores.

2.4. Mercado cambiario

El dólar estadounidense se debilitó durante el 1T25, frente a las monedas de países desarrollados y emergentes, impulsado por las expectativas de desaceleración económica, preocupaciones fiscales y comerciales, y menores expectativas de TPM por parte de la FED. En este contexto, las apreciaciones de las demás monedas de países desarrollados también incorporaron algunos factores idiosincráticos. Durante abril, el dólar estadounidense continuó su tendencia de depreciación en un contexto de mayor aversión al riesgo global con una confianza inversionista deteriorada. Por su parte, las monedas desarrolladas continuaron su fortalecimiento en un contexto de mayor atractivo de los activos seguros.

Las monedas de países emergentes también registraron depreciaciones durante el trimestre, reflejando algunos factores idiosincráticos como la senda esperada de política monetaria, y correcciones sobre sus tasas de cambio, que previamente habían incorporado expectativas de una implementación mucho más acelerada de políticas comerciales por parte de EE. UU. No obstante, en abril estas divisas se han debilitado con excepción del peso mexicano, ante un aumento de la incertidumbre percibida por los inversionistas a nivel global.

En el 1T25 el COP se apreció en línea con la tendencia favorable de la mayoría de las monedas de nuestros pares emergentes, en un contexto de debilitamiento del dólar y favorecido por el mayor atractivo del *carry trade*, dado el incremento del diferencial de tasas esperado. No obstante, en lo corrido de abril, el COP se ha depreciado en un contexto de incertidumbre internacional y afectado además por el desplome de los precios del petróleo.

En este contexto, la volatilidad condicional promedio del COP del trimestre fue menor a la observada en el trimestre anterior y las condiciones de liquidez promedio del mercado cambiario en el 1T25 mejoraron frente al 4T24. A su vez, se evidenció un aumento en los montos promedio diarios negociados en el mercado *forward* peso-dólar y en el mercado de contado.

2.5. Mercado accionario

Durante el 1T25, los mercados accionarios de países desarrollados tuvieron comportamientos mixtos. Mientras que los estadounidense y asiático corrigieron a la baja con los temores de una posible guerra comercial y la desvalorización de grandes empresas del sector tecnológico, el mercado europeo se impulsó ante los buenos resultados corporativos, un posible fin de la guerra en Ucrania y un mayor gasto en defensa. Posteriormente, con el anuncio de la implementación de las medidas arancelarias desde EE. UU. en la primera semana de abril de 2025, los mercados bursátiles a nivel mundial se deterioraron con un mayor efecto sobre el estadounidense.

A nivel local, el índice MSCI Colcap se valorizó durante el trimestre manteniendo el buen desempeño visto durante el 2024, alcanzando máximos de cinco años. El índice se benefició de los buenos resultados corporativos de algunas empresas financieras, al igual que del buen desempeño de empresas del sector minero. Similar al resto de mercados, el MSCI Colcap presentó desvalorizaciones con el anuncio de la política arancelaria estadounidense, sin embargo, se mantuvo por encima del nivel de los 1.600 puntos.

3. Entorno internacional

Durante lo corrido de 2025 (al 9 de abril), la actividad económica global evidenció algunas señales de desaceleración, en contraste con la resiliencia observada durante los últimos años. Si bien la actividad económica global ha mantenido un comportamiento resiliente durante los últimos años, lo cual ha sido destacado por el mercado, pese a las altas tasas de interés y la confluencia de varios choques², en el margen se han comenzado a observar algunas señales que apuntan hacia una desaceleración de la actividad económica. En primer lugar, los indicadores de confianza de los consumidores en las principales economías desarrolladas extendieron la tendencia decreciente observada desde el segundo semestre de 2024 (*Gráfico 1*), al tiempo que durante el trimestre se publicaron algunas cifras de empleo y actividad económica en estas economías que sorprendieron negativamente al mercado³. Además, la economía china continuó presentando algunas señales de debilidad en la demanda interna⁴, pese a los anuncios reiterados de medidas de estímulo por parte de las autoridades y la ratificación de la meta oficial de crecimiento económico para 2025 del 5%. A lo anterior se sumaron las tensiones comerciales entre EE. UU. y sus principales socios (ver *Sombreado 1: Incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante la política comercial de EE. UU.*). En este contexto, en su edición de abril del *World Economic Outlook* (WEO), el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo sus proyecciones de crecimiento global para 2025, del 3,3% al 2,8%, y para 2026, del 3,3% al 3,0%. Esta corrección refleja revisiones a la baja en las perspectivas de crecimiento para la totalidad de las economías incluidas en su análisis.

Por su parte, la inflación continuó ubicándose por encima de la meta de los bancos centrales en las principales economías desarrolladas. Tras haberse acercado en el 3T24 a la meta de 2% de los principales bancos centrales, e incluso haberla alcanzado en el caso de la eurozona y Reino Unido, la inflación volvió a repuntar durante el 4T24 y se mantuvo por encima de la meta de estos bancos a lo largo del 1T25⁵. Asimismo, la inflación básica⁶ continuó exhibiendo la persistencia observada desde el año pasado, explicada principalmente por el comportamiento de la inflación de servicios (*Gráfico 2*).

² Dentro de estos se destaca: *i*) la invasión de Rusia a Ucrania en 2022 y su impacto sobre la oferta global de materias primas; *ii*) el aumento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente tras la respuesta de Israel al ataque de Hamás en 2023; *iii*) la quiebra de Credit Suisse en Europa, y varios bancos regionales en EE. UU. en 2023; y *iv*) y la desaceleración de la economía china ante las crisis inmobiliaria y financiera, las cuales han repercutido sobre el mercado laboral y la confianza de los consumidores en ese país.

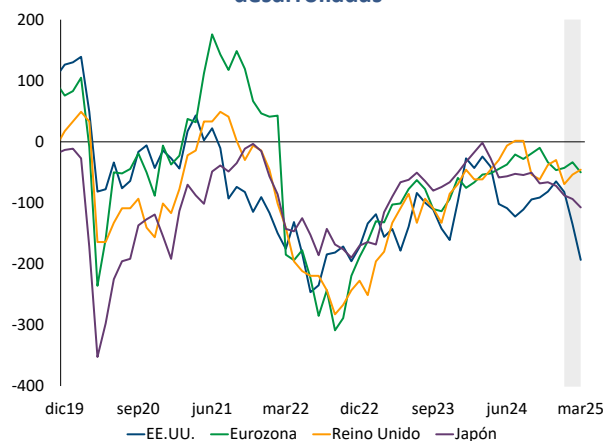
³ En EE. UU, la economía creció en el 4T24 (2,4% t/t anualizado) por debajo de lo registrado el trimestre anterior (3,1%) y de lo esperado por el mercado (2,6%), las ventas minoristas sorprendieron a la baja al mercado en diciembre (obs: 0,4%; esp: 0,6%), enero (obs: -0,9%; esp: 0,2%) y febrero (obs: 0,2%; esp: 0,6%), y los ISM de servicios (de 54,1 a 50,8) y manufacturero (de 49,3 a 49,0) disminuyeron entre diciembre y marzo. Este último continuó en terreno contractivo, así como los PMI manufactureros en la eurozona, Reino Unido y Japón.

⁴ La inflación anual volvió a ubicarse en terreno negativo en febrero (obs: -0,7%; esp: -0,4%) y marzo (-0,1%; esp: 0,0%), en ambos casos por debajo de lo esperado por el mercado.

⁵ Al cierre de marzo, la inflación anual se ubicó en 2,4% en EE. UU, 2,2% en la eurozona, 2,8% en Reino Unido y 3,7% en Japón.

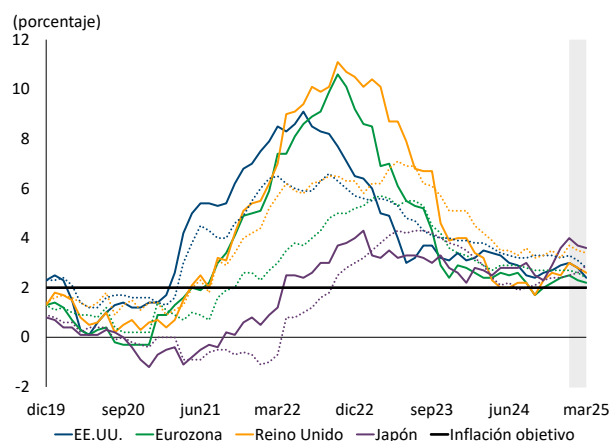
⁶ Las medidas de inflación núcleo (o básica) buscan eliminar los efectos de perturbaciones temporales en los precios. Para esto, se excluyen aquellos ítems con comportamientos de precios muy volátiles o que están fuera del control de la política monetaria, como los alimentos o algunos productos regulados (combustibles, servicios públicos, transporte). Al cierre de marzo, la inflación básica se ubicó en 2,8% en EE. UU, 2,4% en la eurozona, 3,5% en Reino Unido y 2,6% en Japón.

Gráfico 1. Indicadores de confianza en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las series se encuentran estandarizadas frente a su historia con media cero y desviación de 100.

Gráfico 2. Inflación en economías desarrolladas

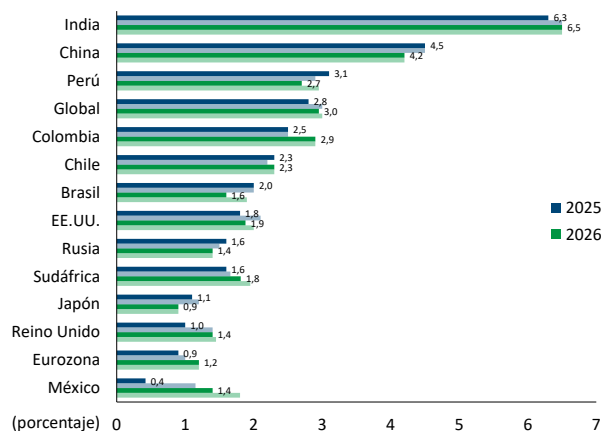


Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las líneas sólidas corresponden a la inflación total y las punteadas a la inflación básica.

La nueva administración de los EE. UU. ha realizado diversos anuncios y cambios en la política comercial del país, lo cual incidieron de manera significativa sobre las expectativas de actividad económica e inflación. El *Sombreado 1*: Incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante la política comercial de EE. UU. detalla los principales desarrollos de la política comercial estadounidense durante lo corrido del año (hasta el 9 de abril) y su impacto sobre los mercados financieros internacionales. En este contexto, las expectativas de crecimiento global han corregido a la baja, reflejando principalmente las menores expectativas de crecimiento en EE. UU. y sus principales socios comerciales. Este ajuste contrarrestó el optimismo inicial generado por los anuncios de incremento en el gasto en defensa por parte de algunos países europeos, en respuesta a una eventual disminución del apoyo militar estadounidense⁷. De acuerdo con la versión más reciente del WEO, el FMI aumentó su estimación de la probabilidad de recesión en EE. UU. durante 2025 a 37%, desde el 25% proyectado en octubre. En el caso de China, los analistas continúan anticipando un crecimiento del 4,5%, por debajo del objetivo oficial del 5% fijado por las autoridades (*Gráfico 3*). En cuanto a las expectativas de inflación, estas han reaccionado al alza en EE. UU, impulsadas por los temores sobre el efecto de mayores aranceles. Por el contrario, en la eurozona y Reino Unido, las expectativas de inflación se han ajustado a la baja, en línea con el impacto negativo que la política comercial tendría para estas economías (*Gráfico 4*).

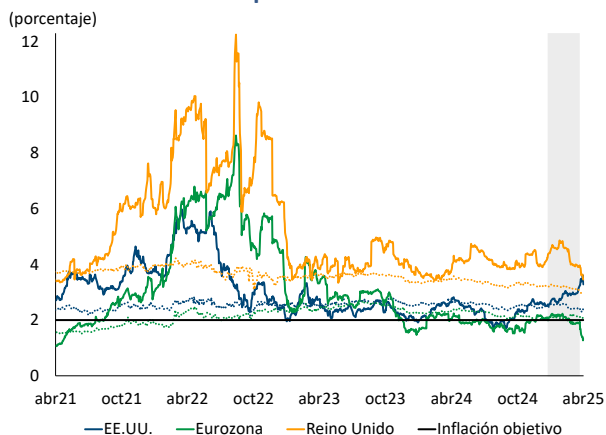
⁷ A comienzos de marzo, la Comisión Europea propuso, y el Consejo Europeo aprobó, la posibilidad de que los países miembros activen cláusulas de escape para incrementar su gasto en defensa. Aunque varios gobiernos se han mostrado cautelosos ante esta medida debido a sus ya frágiles posiciones fiscales, Alemania cuenta con el margen fiscal necesario para anunciar un paquete de inversión en infraestructura por 500 mil millones de euros. Durante las tres primeras semanas de marzo, los mercados financieros reaccionaron a estos anuncios, que implican un posible estímulo a la actividad económica derivado del mayor gasto público, con un aumento superior a 40 puntos básicos en la tasa de los bonos soberanos alemanes a 10 años, así como con una apreciación del euro del 5% y un incremento del 1% en el índice bursátil Eurostoxx 50. En contraste, en el mismo período, los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años se mantuvieron relativamente estables, mientras que el dólar y el índice S&P 500 registraron caídas cercanas al 4% y 5%, respectivamente.

Gráfico 3. Expectativas de crecimiento



Fuente: Bloomberg. Nota: Las barras más oscuras corresponden a las expectativas más recientes (abril) y las más claras a las expectativas de diciembre de 2024.

Gráfico 4. Expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg. Nota: Las expectativas provienen del mercado de swaps. Las líneas sólidas corresponden a las expectativas de inflación total a un año y las punteadas a las expectativas de largo plazo (en 5 años a 5 años).

Sombreado 1: Incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante la política comercial de EE. UU.⁸

Daniel Esteban Forero Castro
Jonathan David Lozano Arias

Durante el 1T25, los mercados financieros internacionales se vieron impactados por la evolución de la política comercial de EE. UU. bajo la nueva administración Trump. En los dos primeros meses, los mercados reaccionaron con cautela: si bien las amenazas arancelarias generaron preocupación, prevalecía la expectativa de que dichas medidas serían utilizadas como herramienta de negociación. Esta percepción limitó las pérdidas iniciales. No obstante, a partir de abril, el panorama cambió de forma significativa tras el anuncio e implementación de aranceles más agresivos de lo previsto, afectando ampliamente a los mercados globales.

Uno de los eventos que marcó el trimestre fue la rápida reversión de las primeras medidas arancelarias anunciadas a México y Canadá. A dos semanas de asumir el cargo, Trump impuso aranceles del 25% sobre las importaciones provenientes de estos países, exceptuando petróleo y energía, que enfrentaron un arancel del 10%. Sin embargo, un día antes de su entrada en vigor, se anunció una suspensión por un mes para dar espacio a negociaciones. Eventualmente, los aranceles se aplicaron, aunque luego se pausaron nuevamente para los productos amparados por el tratado de libre comercio entre las tres naciones (T-MEC).

A pesar de la imposición de aranceles adicionales, la reacción del mercado fue relativamente moderada. De manera análoga a las medidas implementadas durante su primera administración, durante los primeros meses del 2025 Trump anunció aranceles adicionales de 10% a China (posteriormente elevados al 20%) y del 25% a las importaciones de acero, aluminio y automóviles. No obstante, el mercado adoptó una postura de cautela ante la reacción relativamente moderada

⁸ El presente trabajo es de carácter provisional, sus opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. El análisis que se presenta cubre lo corrido del 2025 hasta el 11 de abril.

de China y a la espera por anuncios adicionales programados para el 2 de abril, día que el presidente Trump denominó *Liberation Day*.

Las medidas anunciadas el 2 de abril superaron las expectativas del mercado. Se impusieron aranceles mínimos del 10% a la mayoría de los socios comerciales, excluyendo a México y Canadá, cuyos productos ya enfrentaban tasas mayores. Se establecieron tarifas aún más altas para países con mayores déficits comerciales con EE. UU: China (34 %), India (26 %), Japón (24%) y la Unión Europea (20%), junto con otras economías asiáticas que enfrentaron aranceles incluso superiores. Según Fitch Ratings⁹, de implementarse en su totalidad, estas medidas elevarían el arancel efectivo promedio de EE. UU. del 3% a cerca del 25%, un nivel no observado desde 1910.

El anuncio provocó un fuerte deterioro del dólar estadounidense (USD) y de los mercados bursátiles internacionales, siendo el S&P 500 uno de los más afectados. Durante el primer trimestre de 2025, el S&P 500 registró su peor desempeño relativo frente al resto del mundo (medido por el índice *MSCI All-Country World Index*) desde 1988, tendencia que persistió en abril cuando el choque adverso se extendió a la mayoría de las bolsas a nivel global (*Gráfico S1.1*), en un contexto en el que los inversionistas han percibido que la economía estadounidense sería la más perjudicada por la guerra comercial (ver *Mercado accionario*). En esta misma línea, el USD se debilitó frente a la mayoría de sus pares de economías desarrolladas durante el trimestre y los primeros días de abril. Varios analistas han destacado lo atípico de este comportamiento, dado que el USD históricamente se fortalece en episodios de alta incertidumbre internacional. En el caso de las monedas de economías emergentes, estas revirtieron sus ganancias del 1T25 a comienzos de abril, afectadas por el menor apetito por riesgo y la caída de los precios de los commodities (*Gráfico S1.2*, ver *Mercado cambiario*).

Gráfico S1.1. Índices bursátiles en EE. UU. y resto del mundo (base 100 = 31dic24)

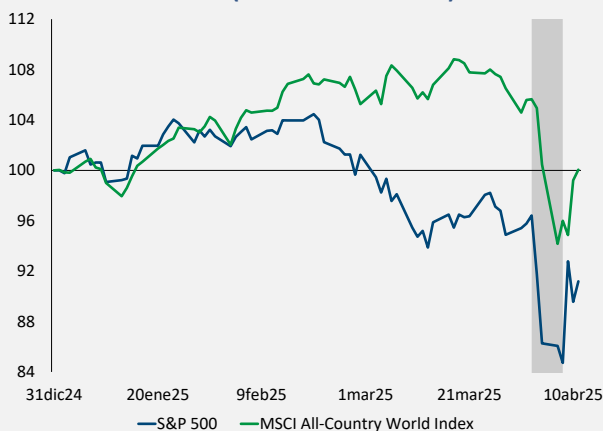
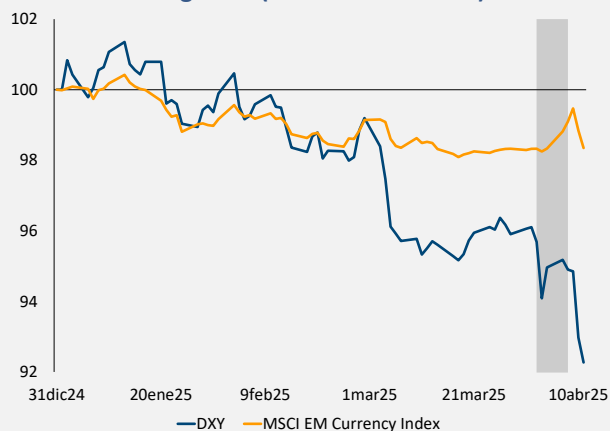


Gráfico S1.2. USD frente a sus pares desarrollados y emergentes (base 100 = 31dic24)



Fuente: Bloomberg. **Nota:** Base 100 = 31 de diciembre de 2024. El área sombreada corresponde al periodo entre el 2 y el 9 de abril, día en que suspendieron algunas de estas medidas.

El mercado de deuda pública de EE. UU. también mostró alta volatilidad. Los *Treasuries* se valorizaron significativamente durante el 1T25, reflejando una menor expectativa de crecimiento económico y mayor demanda por activos seguros. Esta tendencia se acentuó tras el 2 de abril, ante la expectativa de recortes en la tasa de política de la FED. Sin embargo, posteriormente estos títulos registraron fuertes desvalorizaciones, posiblemente por: i) la liquidación de *Treasuries* por

⁹ 'Liberation Day' Takes US Tariff Rate Back to Level Last Seen in 1909, Fitch Ratings, 3 de abril de 2025.

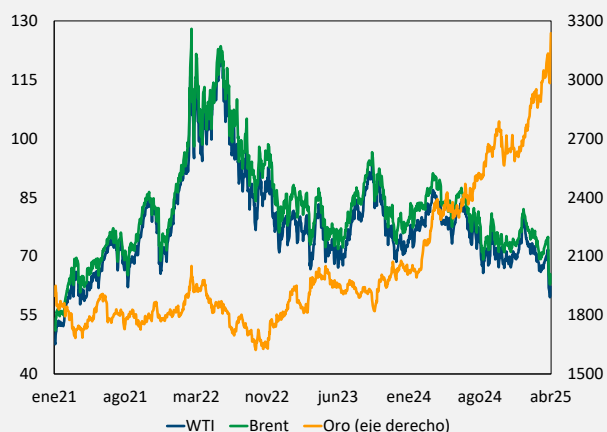
parte de inversionistas apalancados (i.e. fondos de coberturas) con el fin de obtener liquidez para responder a llamados al margen sobre posiciones de *basis trade*¹⁰; ii) la especulación de posibles ventas por parte de inversionistas extranjeros, especialmente China; y iii) un aumento en la prima a término, asociado con mayor incertidumbre fiscal e inflacionaria (Gráfico S1.3, ver Mercado de renta fija y monetario).

Por su parte, varios *commodities* también registraron pérdidas ante el deterioro en las perspectivas de crecimiento global, mientras que el oro alcanzó máximos históricos por su demanda como activo refugio en un escenario de alta incertidumbre. La mayoría de los precios de materias primas se vieron presionados a la baja tras el anuncio de nuevas medidas arancelarias el 2 de abril, por su posible impacto sobre la actividad económica global. En el caso del petróleo, la caída se profundizó con el anuncio de la OPEP+ el 3 de abril de acelerar el ritmo previsto de aumento en la producción, lo que llevó los precios a mínimos no observados desde 2021. En contraste, el oro continuó valorizándose en medio de una mayor demanda por activos refugio, superando máximos históricos durante el 1T25 y la segunda semana de abril. Este comportamiento contrastó con una caída temporal durante los primeros días de abril, como resultado de la liquidación generalizada de inversionistas que buscaron materializar ganancias para acotar sus pérdidas en otros activos (Gráfico S1.4).

Gráfico S1.3. Cambios acumulados de las tasas de los Tesoros de EE. UU. durante 2025 (pb)



Gráfico S1.4. Precio del petróleo y el oro



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 31 de diciembre de 2024. El área sombreada corresponde al periodo entre el 2 y el 9 de abril, día en que suspendieron algunas de estas medidas.

Finalmente, algunos mercados registraron una corrección parcial tras la reversión de ciertas medidas arancelarias. Sin embargo, la incertidumbre en torno a una posible escalada en la guerra comercial entre EE. UU. y China se mantiene elevada. El 9 de abril, pocas horas después de la entrada en vigor de las nuevas tarifas, el presidente Trump anunció una suspensión por 90 días de

¹⁰ Estrategia de inversión que consiste en aprovechar la diferencia entre el precio de los *Treasuries* en los mercados de contado y a futuro. Si un bono está más barato en el mercado de contado, un inversionista puede aprovechar la oportunidad de arbitraje comprando el papel en este mercado y simultáneamente vendiéndolo en el mercado a futuro a un precio más alto. No obstante, cuando las condiciones de mercado cambian desfavorable, especialmente por aumentos en las tasas de interés o por mayor volatilidad, pueden generarse: i) llamados al margen ya que la posición vendedora en futuros requiere mantener colateral, y si el precio del futuro sube, el inversionista pierde dinero en esa parte de la operación y debe aportar más colateral, por lo que para cubrir ese margen adicional, el inversionista puede verse obligado a liquidar *Treasuries* de su cartera; ii) desapalancamiento ya que muchas operaciones se hacen con apalancamiento elevado, usando financiamiento de corto plazo. Así, si el financiamiento se vuelve más caro o difícil de obtener, los inversionistas deshacen la estrategia (venden *Treasuries* y cierran su posición en futuros) para reducir riesgo; y iii) los fondos que emplean estas estrategias pueden enfrentar pérdidas que los fuerzan a reducir exposición y vender activos líquidos como *Treasuries*. Es decir, cambian las condiciones de mercado de tal manera que deben cerrar la estrategia antes de tiempo.

todos los aranceles superiores al 10%. No obstante, China fue excluida de esta medida, dado que previamente había respondido con aranceles retaliatorios del 34% sobre la totalidad de las importaciones provenientes de EE. UU. En reacción, Trump impuso tarifas adicionales que alcanzaron un acumulado del 145%, mientras que China respondió elevando sus aranceles hasta un máximo del 125%¹¹. Dado el peso de China como socio comercial estratégico de EE. UU, diversos analistas estiman que, pese a la suspensión parcial de aranceles, la tasa efectiva aplicada por EE. UU. a sus socios comerciales se mantiene por encima del 20%. En este contexto, si bien las bolsas y los *commodities* han evidenciado una corrección parcial, el USD y los *Treasuries* han seguido la tendencia iniciada el 2 de abril (al 9).

En este contexto, los bancos centrales mantuvieron una postura monetaria cautelosa, al tiempo que algunos continuaron con sus recortes de las tasas de interés. En línea con los recortes implementados en 2024 por la mayoría de las autoridades monetarias en economías avanzadas, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BoE) redujeron sus tasas durante el trimestre en 50 pb y 25 pb, respectivamente. Por su parte, la FED y el Banco de Japón (BoJ) mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria¹². En su reunión de marzo, la FED mantuvo sus proyecciones de tasa, pero revisó al alza sus pronósticos de inflación y a la baja los de crecimiento¹³. Asimismo, anunció una desaceleración en el ritmo de reducción de su hoja de balance¹⁴. En general, la postura de las autoridades monetarias se mantuvo cautelosa durante el trimestre, reflejando la persistencia de las presiones inflacionarias y la incertidumbre asociada a la política comercial de EE. UU. y las posibles respuestas de sus socios comerciales.

Las expectativas de política monetaria en las principales economías desarrolladas registraron ajustes a la baja, en medio de una alta volatilidad¹⁵. En línea con la desaceleración económica global y el temor de un deterioro adicional derivado de las tensiones comerciales, el mercado ajustó sus expectativas de política monetaria a la baja en EE. UU, Reino Unido y Japón. Lo anterior se dio en medio de una alta volatilidad, particularmente durante los primeros días de abril, tras el anuncio del aumento de los aranceles globales por parte de la administración Trump (*Gráfico 5*). En el caso de EE. UU., el mercado llegó a descontar más de 100 pb de recortes acumulados en 2025 a inicios de abril, aunque posteriormente ajustó esta expectativa a 75 pb. Esta cifra aún supera los 50 pb que descontaba a inicios del año el mercado y que aún proyecta la mayoría de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de la FED (*Gráfico 6*). De manera similar, en el caso del BoE, las expectativas de recortes implícitas del mercado de *swaps* aumentaron de 60 pb en diciembre del 2024 a 80 pb el 9 de abril, mientras que, en el caso del BoJ,

¹¹ El gobierno chino señaló que no continuaría subiendo los aranceles porque ya no tendría sentido económico hacerlo ya que con ese nivel las importaciones desde EE. UU. no tienen mercado en China. Además, el gobierno chino anunció restricciones adicionales al comercio con EE. UU, dentro de las que se destaca la suspensión de exportaciones de una amplia gama de minerales críticos para la industria automovilística, de defensa, aeroespacial y de semiconductores, al tiempo que trabaja en un marco regulatorio con el fin de evitar que las empresas estadounidenses tengan acceso a estos recursos.

¹² Al cierre de marzo, el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales se mantuvo entre 4,25% y 4,50%. En el caso del BCE, las tasas de la facilidad de depósitos, refinanciación y marginal de crédito se ubicaron en 2,50%, 2,65% y 2,90%. Por su parte, las tasas del BoE y del BoJ se ubicaron en 4,50% y 0,50%, respectivamente.

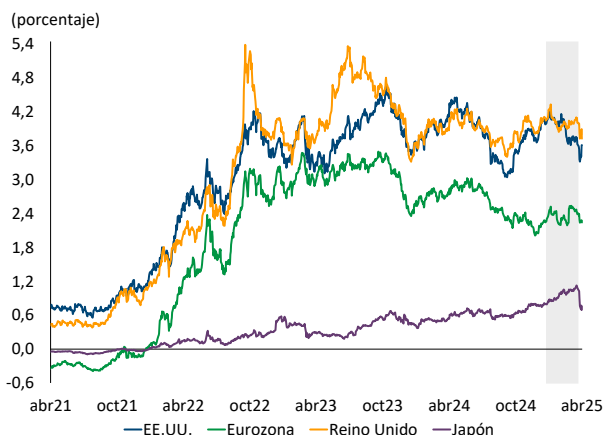
¹³ La mediana de la tasa esperada de los Fondos Federales se mantuvo en 3,9% para 2025 (equivalente a recortes por 50 pb durante 2025), 3,4% para 2026 (equivalente a recortes por otros 50 pb durante 2026), y 3,1% para 2027 (equivalente a un recorte de 25 pb en 2027). Por su parte, la proyección de crecimiento se redujo para 2025 de 2,1% a 1,7%, 2026 de 2,0% a 1,8%, y 2027 de 1,9% a 1,8%. Por el contrario, las expectativas de inflación aumentaron para 2025 de 2,5% a 2,7%, y 2026 de 2,1% a 2,2%, mientras que para 2027 se mantuvo en 2,0%.

¹⁴ Tras la reunión de marzo, la FED optó por recortar el ritmo al que estaba dejando vencer los *Treasuries* en su hoja de balance de USD 25 mm por mes, a USD 5 mm.

¹⁵ De acuerdo con el mercado de *Overnight Index Swap* (OIS), el cual refleja expectativas de la TPM promedio a distintos plazos.

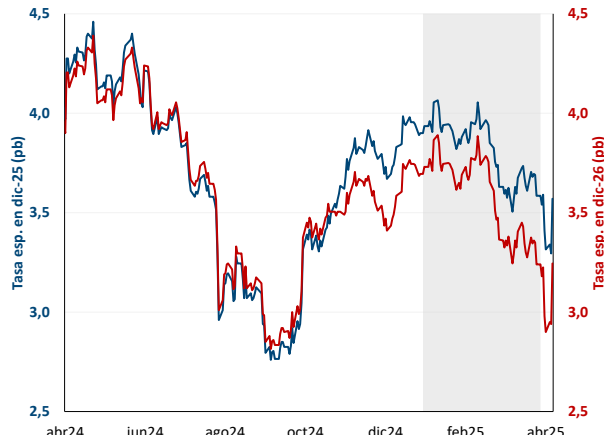
el mercado dejó de anticipar los 50 pb de incrementos proyectados a inicios de año. Por el contrario, respecto al BCE, el mercado redujo su expectativa de recortes en 2025 de 120 pb a 90 pb durante el mismo periodo.

Gráfico 5. Expectativas de política monetaria en economías desarrolladas



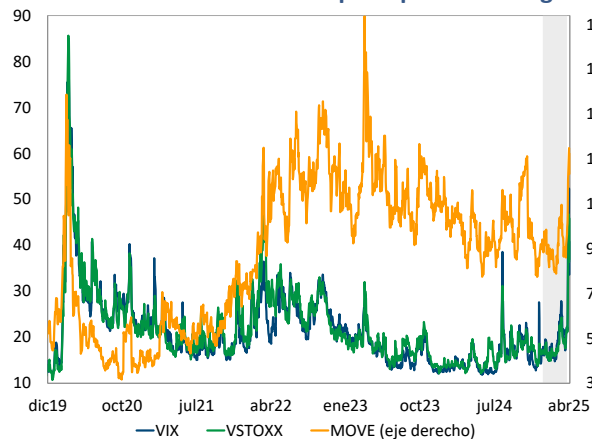
Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las series muestran las tasas de los swaps a cinco años, las cuales reflejan las expectativas de tasa de política monetaria promedio a este plazo.

Gráfico 6. Expectativas de política monetaria en Estados Unidos



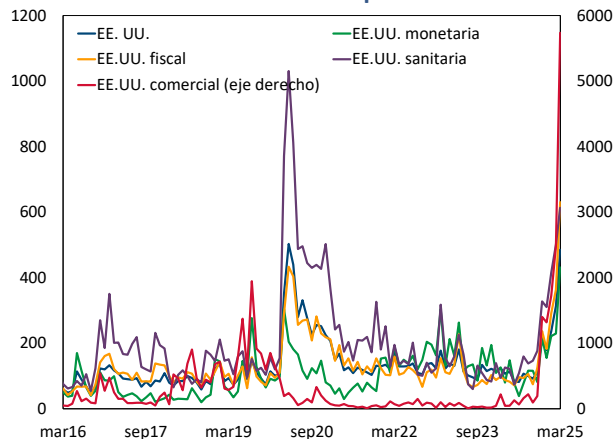
Fuente: Bloomberg. Las expectativas provienen del mercado de futuros.

Gráfico 7. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8. Incertidumbre en política económica



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Lo anterior se enmarcó en un contexto de alta volatilidad en los mercados durante el trimestre, acentuada además por una mayor incertidumbre en los frentes monetario y fiscal a nivel global. Durante el 1T25, los principales indicadores que capturan la percepción de riesgo a nivel internacional, como el *Vix*¹⁶, el *Vstox*¹⁷ y el *Move*¹⁸, presentaron una tendencia alcista (*Gráfico 7*), en un contexto de alta volatilidad y reflejando la mayor incertidumbre asociada a la política comercial¹⁹. En los primeros días de abril, dichos indicadores alcanzaron niveles históricamente elevados, tras los anuncios arancelarios realizados por la administración Trump. Asimismo, los

¹⁶ El *Vix* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil S&P 500.

¹⁷ El *Vstox* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil Euro Stoxx 50.

¹⁸ El *Move* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre los *Treasuries* de EE. UU.

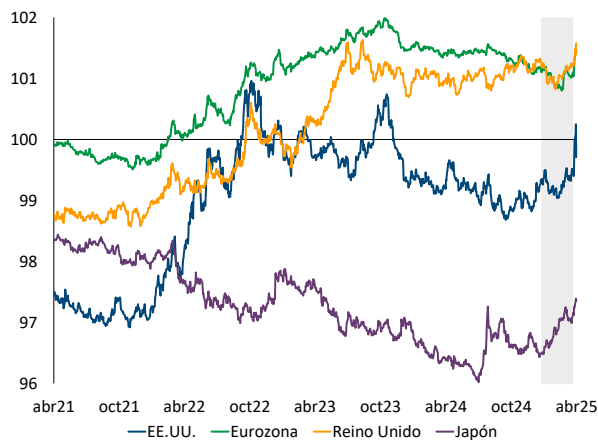
¹⁹ En menor medida, el aumento de los indicadores de incertidumbre también pudo estar asociado con la trayectoria de las métricas inflacionarias y fiscales, así como con los flujos migratorios observados recientemente en EE. UU.

indicadores de incertidumbre en política económica (propuestos por Baker, Bloom & Davis) también aumentaron en todos los frentes, con un repunte particularmente marcado en el indicador de incertidumbre comercial, el cual alcanzó niveles históricos no observados ni siquiera en 2019, periodo en el que la primera administración de Trump anunció varias medidas arancelarias (Gráfico 8).

Las condiciones financieras²⁰ globales presentaron un comportamiento favorable durante la primera mitad del trimestre, el cual se revirtió durante la segunda mitad en línea con la mayor incertidumbre, especialmente en el frente comercial. Durante la primera mitad del trimestre, las condiciones se tornaron más laxas, apoyadas por el desempeño positivo del mercado accionario (ver *Mercado accionario*) y por el apretamiento de los *spreads* crediticios. No obstante, en la segunda mitad del trimestre y en los primeros días de abril, se revirtió esta tendencia ante el aumento importante de las tasas de interés, especialmente las de los bonos del Tesoro de EE. UU. (ver *Mercado de renta fija y monetario*, Gráfico 9).

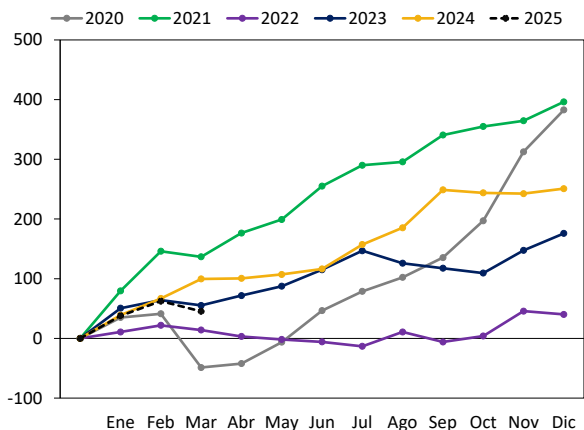
Pese a lo anterior, las economías emergentes continuaron recibiendo flujos positivos de inversión extranjera de portafolio durante el trimestre. De acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés)²¹, en el 1T25 se observaron entradas netas por USD 45,3 miles de millones (mm)²², inferiores a las entradas observadas en este mismo trimestre en 2024 (USD 100 mm). Estos flujos estuvieron liderados por Latinoamérica (USD 23,6 mm) y Europa emergente (USD 13 mm) (Gráfico 10).

Gráfico 9. Indicadores de condiciones financieras



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

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



Fuente: IIF.

Por otra parte, en el mercado de *commodities*, durante el 1T25 los precios del petróleo cerraron en niveles cercanos al cierre del 4T24. Sin embargo, a inicios de abril, los precios se vieron presionados a la baja debido al deterioro en las perspectivas de crecimiento global y al anuncio

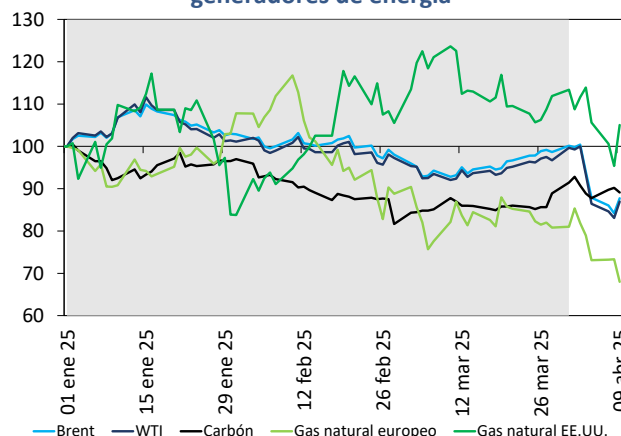
²⁰ Las condiciones financieras pueden interpretarse como el mecanismo de transmisión por medio del cual la postura de política monetaria impacta la actividad económica. Usualmente un índice de condiciones financieras se compone del comportamiento de la moneda, los *spreads* de deuda corporativa, el desempeño del mercado accionario y las tasas de interés a distintos plazos. Un aumento (reducción) del índice de condiciones financieras se interpreta como un apretamiento (relajamiento) de las mismas, lo que implica un freno (impulso) para la actividad económica.

²¹ En su *Capital Flows Tracker* de abril de 2025.

²² Las cuales se explicaron por entradas de USD 69,2 mm al mercado de renta fija y salidas por USD 23,9 mm del mercado de renta variable.

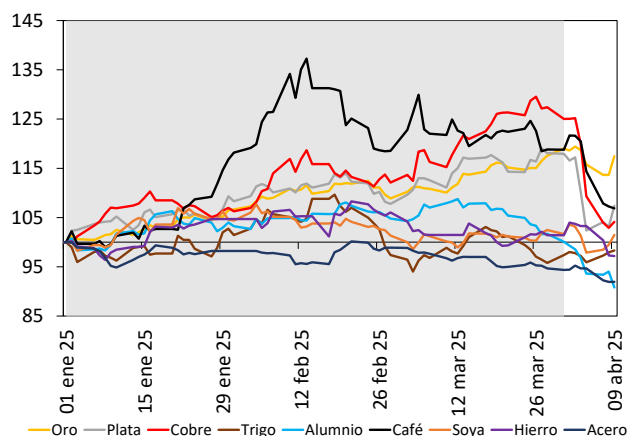
del aumento en la producción por parte de la OPEP+²³. Durante el trimestre, la referencia *West Texas Intermediate* (WTI) presentó una leve desvalorización de 0,3%, mientras que la referencia Brent mostró un leve incremento de 0,1% (*Gráfico 11*). En términos generales, las dinámicas del crudo estuvieron influenciados por la perspectiva de una menor demanda mundial derivada del impacto potencial de los aranceles estadounidenses sobre la actividad económica global y, por ende, sobre la demanda energética. Además, el aumento gradual de la producción programado por la OPEP+ y el incremento en los inventarios de EE. UU. también contribuyeron a esta inestabilidad. En cuanto al gas natural licuado, la referencia europea registró una desvalorización debido al exceso de inventarios y a la expectativa de una eventual resolución del conflicto en Ucrania. Por el contrario, la referencia estadounidense se valorizó, impulsada por un aumento en las exportaciones y una mayor demanda interna ante condiciones climáticas más frías.

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



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 31 dic 2024.

Gráfico 12. Cambio en los precios de productos básicos



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 31 dic 2024.

Entre otros *commodities*, destacaron las valorizaciones en metales preciosos, con el oro alcanzando máximos históricos²⁴ por su demanda como activo refugio. Algunos metales industriales y productos agrícolas también se valorizaron (*Gráfico 12*). Los metales preciosos, como el oro y la plata, se valorizaron significativamente debido a la alta demanda de activos refugio en un contexto de alta incertidumbre económica y tensiones geopolíticas. En cuanto a los metales industriales, el cobre alcanzó máximos históricos²⁵, impulsado por una mayor demanda en sectores estratégicos como el de la construcción, aquellos asociados con la transición energética y el de tecnología, así como en restricciones de oferta y expectativas de imposición de aranceles. En contraste, los precios del aluminio, el hierro y el acero se mantuvieron relativamente estables, sin mayores alteraciones frente al deterioro del entorno comercial. En cuanto a los *commodities* agrícolas, el café presentó una valorización destacada, alcanzando máximos históricos²⁶ debido a

²³ Alianza formada en 2016 entre los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y otros diez países productores de petróleo, incluyendo Rusia, para coordinar políticas de producción y estabilizar los precios del petróleo.

²⁴ Los precios del oro alcanzaron máximos históricos durante 1T25, con una valorización del 19,0% respecto al 4T24. En abril, esta tendencia continuó, llegando a un récord de 3.343,12 USD por onza troy el 16 de abril de 2025.

²⁵ El 26 de marzo de 2025 los precios del cobre alcanzaron máximos históricos de 5,21 USD por libra, con una valorización del 25,0% respecto al 4T24.

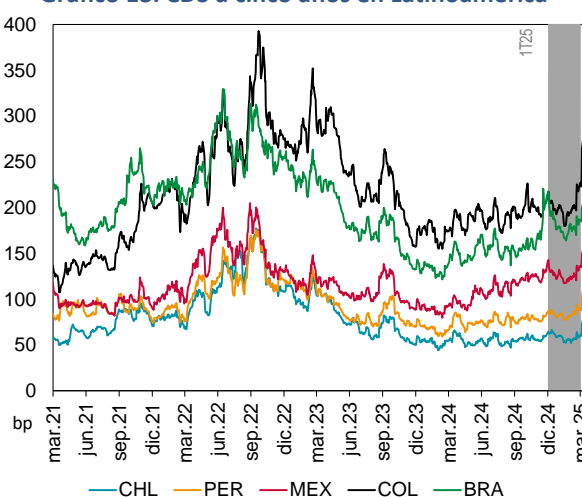
²⁶ El 13 de febrero de 2025, los precios del café alcanzaron un máximo histórico de 4,38 USD por libra, con una valorización del 18,8% respecto al 4T24.

condiciones climáticas adversas en Brasil (principal productor mundial) que afectaron la producción, en un contexto de aumento en la demanda global.

4. Percepción de riesgo a nivel local

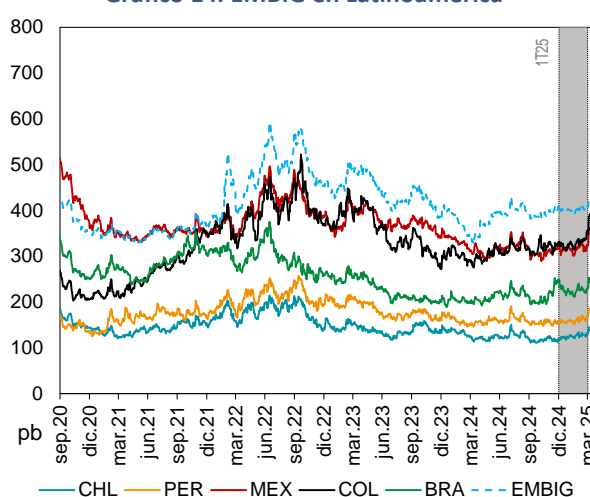
Durante el 1T25, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local exhibieron un deterioro más pronunciado que el observado en otras economías emergentes y países de la región. En particular, los *Credit Default Swaps*²⁷ (CDS, Gráfico 13) y los *Emerging Market Bond Indexes*²⁸ (EMBI, Gráfico 14) aumentaron en Colombia en mayor medida que en la mayoría de sus pares de la región y otras economías emergentes durante el trimestre y los primeros días de abril. Este comportamiento diferencial fue similar al observado durante la mayor parte del 2024.

Gráfico 13. CDS a cinco años en Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14. EMBIG en Latinoamérica



Fuente: J.P. Morgan, Banco Central de Chile.

Este comportamiento diferencial de los indicadores de Colombia fue atribuido por los analistas del mercado principalmente al aumento de la incertidumbre fiscal. Algunos de los factores mencionados sobre el mayor riesgo fiscal corresponden a: *i*) la publicación de los resultados fiscales de 2024, los cuales evidencian una ampliación del déficit fiscal de 4,3% del PIB en 2023 a 6,8% en 2024, por encima del 5,6% proyectado por el Gobierno en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2024; *ii*) la proyección del gobierno colombiano de un déficit fiscal de 5,1% del PIB en 2025, lo cual llevaría a la deuda del Gobierno Nacional Central (GNC) a alrededor de 60% del PIB, por encima del 54% registrado en 2023; *iii*) de acuerdo con el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (Carf), Colombia superó en COP 21 b la proyección de déficit fiscal del MFMP, y los recortes de

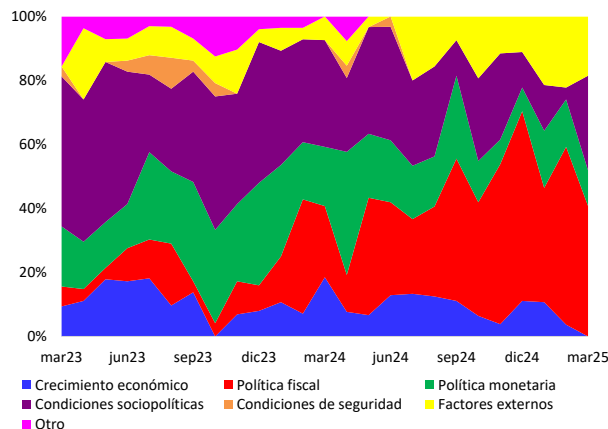
²⁷ El CDS es un derivado financiero diseñado para transferir la exposición al riesgo crediticio de un título de deuda a la contraparte, a cambio del pago de una prima. Una mayor prima refleja un mayor riesgo de crédito del país emisor. Durante este periodo, el CDS a cinco años aumentó 31 pb en Colombia, 23 pb para una muestra de economías emergentes, 13 pb en Perú y 5 pb en Chile, mientras que en Brasil y México se redujo 33 pb y 3 pb, respectivamente.

²⁸ Los EMBI son indicadores estimados por JP Morgan, los cuales corresponden a la diferencia (expresada en pb) entre la tasa de interés que pagan los títulos de deuda en dólares, emitidos por países emergentes en los mercados internacionales, y la tasa de interés de los *Treasuries* de EE. UU, considerados estos últimos como activos libres de riesgo. Este indicador se puede entender como el costo de fondeo relativo de la deuda de cada país que, según el FMI, se puede caracterizar en: *i*) moderadamente estresado (mayor o igual a 300 pb); *ii*) estresado (mayor o igual a 700 pb); y *iii*) muy estresado (mayor o igual a 1.000 pb). A diferencia del EMBI+, que incorpora solamente títulos soberanos, el EMBIG también incorpora títulos cuasi soberanos (por ejemplo, los bonos emitidos por Pemex). Durante este periodo, el EMBIG aumentó 62 pb en Colombia, 43 pb en México, 29 pb en Perú y 22 pb en Chile, mientras que en Brasil se redujo 2 pb.

gasto previstos para 2025 son insuficientes; iv) Fitch Ratings revisó la perspectiva de calificación crediticia de la deuda soberana de Colombia de ‘estable’ a ‘negativa’ (aunque mantuvo su calificación en BB+), debido al deterioro de la situación fiscal local y a la incertidumbre sobre medidas correctivas en el corto plazo; y v) falta de un mensaje de compromiso de ajuste fiscal acorde al cumplimiento de la regla fiscal.

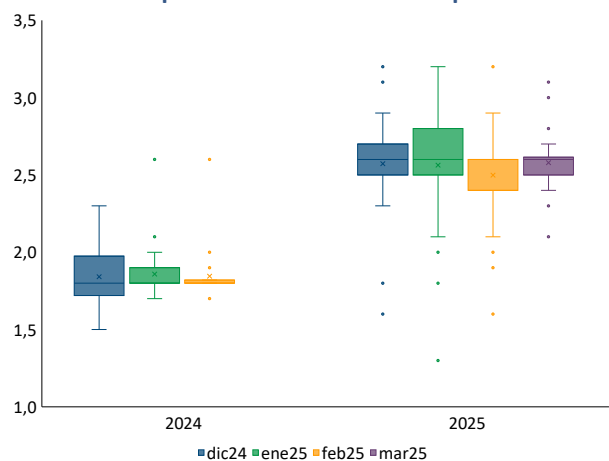
En este contexto, varios analistas coinciden en que el comportamiento de la percepción de riesgo hacia Colombia en los próximos meses, y, por ende, de los activos locales, dependerá en gran medida de la evolución de las métricas fiscales del país y de las señales que emita el Gobierno sobre su compromiso con el ajuste fiscal. Esta percepción se ve reflejada en los resultados de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)²⁹, en la cual la situación fiscal se mantuvo como el principal determinante en las decisiones de inversión durante el trimestre, seguida por las condiciones sociopolíticas (*Gráfico 15*).

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



Fuente: EOF.

Gráfico 16. Expectativas de crecimiento para Colombia



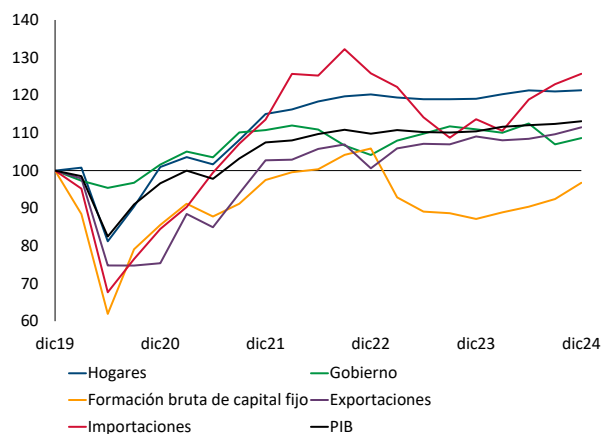
Fuente: EOF. Al interior de cada caja se encuentran aquellas observaciones que hacen parte del rango intercuartílico (entre el percentil 25 y el 75). También se presentan por fuera de cada caja los valores mínimo y máximo (líneas verticales) y los outliers (puntos). La línea horizontal al interior de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

Por otro lado, las expectativas de crecimiento económico se mantuvieron estables durante el trimestre. De esta forma, para 2025 se continúa esperando que la economía colombiana se acerque a su nivel potencial. Sin embargo, la baja dinámica de la inversión podría incidir sobre el crecimiento económico en el mediano plazo. Según la EOF, las expectativas de crecimiento se mantuvieron en 1,8 % para 2024 y 2,6 % para 2025 (*Gráfico 16*). No obstante, el DANE informó el 17 de febrero que la economía colombiana creció 1,7 % en 2024, por debajo del 1,8% anticipado por la mediana de los analistas del mercado. Para 2026, la expectativa se ubica cerca del 3%, lo cual continúa reflejando una aceleración del crecimiento económico proyectado por el mercado, acercándose al nivel potencial de la economía colombiana. No obstante, la inversión (denominada como formación bruta de capital fijo) continúa ubicándose por debajo de sus niveles prepandemia, a diferencia de los demás componentes del gasto (*Gráfico 17*). Adicionalmente, al comparar este comportamiento con el de economías pares en la región, se evidencia que la debilidad de la

²⁹ Encuesta hecha mensualmente por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

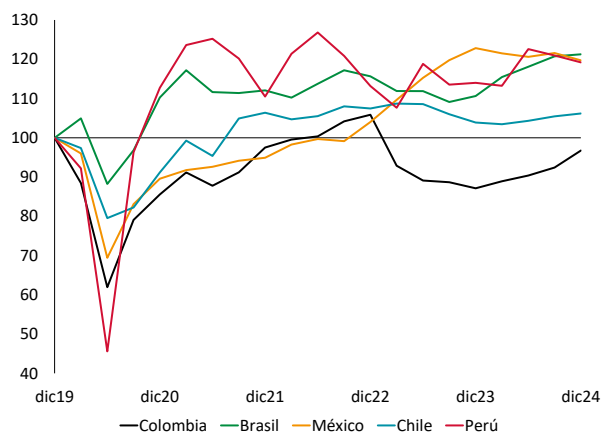
inversión ha sido más pronunciada y persistente en el caso colombiano (*Gráfico 18*). Lo anterior continúa siendo una preocupación importante para la mayoría de los inversionistas y analistas dado el papel que juega la inversión como determinante para el crecimiento económico de largo plazo.

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



Fuente: DANE. Base 100 4T19. Datos al 4T24.

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



Fuente: DANE, Haver. Base 100 4T19. Datos al 4T24.

5. Mercado de renta fija y monetario

5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Durante el 1T25, la inflación en los países de la región presentó comportamientos heterogéneos, manteniéndose en su mayoría por encima de las metas fijadas por los respectivos bancos centrales. En Colombia, la inflación continuó su tendencia descendente, a pesar de sorpresas alcistas registradas en enero y febrero que moderaron su velocidad del ajuste. En marzo, la inflación anual se ubicó en 5,09% (*Gráfico 19 y Tabla 2*). Esta reducción estuvo impulsada por la desaceleración de la inflación básica, que excluye alimentos y regulados, la cual mantuvo la trayectoria descendente observada desde 2024, al pasar de 5,15% en diciembre de 2024 a 4,84% en marzo de 2025. A pesar de esta corrección, la inflación total aún se sitúa por encima del objetivo del BanRep de 3%³⁰. En Brasil, la inflación aumentó durante el trimestre y alcanzó 5,48% en marzo, impulsada principalmente por el alza en los precios de los alimentos (7,68%), ubicándose también por encima del objetivo del Banco Central de Brasil (BCB)³¹. De forma similar, en Chile la inflación repuntó durante el trimestre y se situó por encima de la meta del Banco Central de Chile (BCCh)³². En contraste, en México se observó una reducción de la inflación anual, que si bien continúa por

³⁰ La inflación de enero (obs: 5,22%, esp: 5,10%) y febrero (obs: 5,28%, esp: 5,16%) se ubicaron por encima de las expectativas del mercado. En estos meses la inflación tuvo presiones al alza debido a los aumentos en los precios de los alimentos procesados y de algunos regulados como gas y transporte.

³¹ Esta tendencia se asocia a un aumento significativo de los precios de los alimentos explicado, entre otros factores, a la sequía observada a lo largo del año anterior. También la depreciación del real a finales de año ejerció presión sobre los precios. Finalmente, la inflación de servicios, de mayor inercia, se mantiene en niveles altos.

³² Entre las principales razones del alto nivel de la inflación se destaca la inflación de vivienda y servicios públicos (11%).

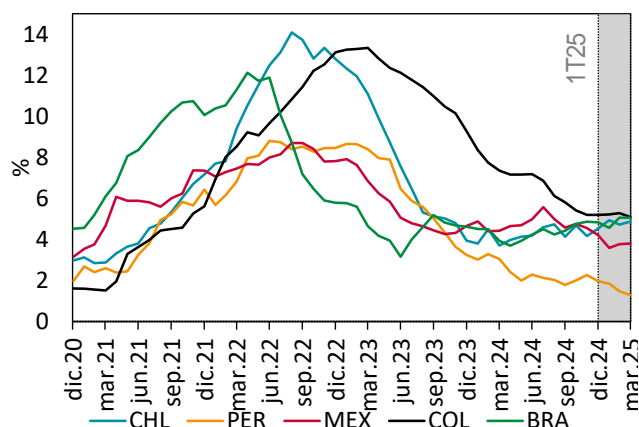
encima del objetivo del Banco de México (Banxico)³³, ya se encuentra dentro del rango de entre 2% y 4%. Finalmente, en Perú, la inflación descendió durante el 1T25 y se ubicó por debajo de la meta del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP)³⁴.

Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación

País	Dic 2024	Mar 2025	Meta
COL	5,20%	5,09%	3,00%
BRA	4,83%	5,48%	3,00%
CHL	4,53%	4,87%	3,00%
MEX	4,21%	3,80%	3,00%
PER	1,97%	1,28%	2,00%

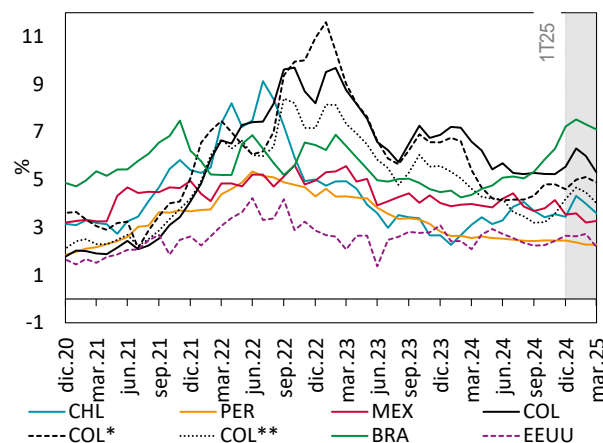
Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región. De acuerdo con lo informado en la página de los bancos centrales.

Gráfico 19. Inflación en los países de la región



Fuente: Bloomberg.

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



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

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros de los países de la región también presentaron comportamientos heterogéneos. En Colombia, estas expectativas repuntaron en enero, pero al cierre del trimestre la mayoría de las medidas retomaron la tendencia decreciente observada en 2024, aunque permanecen por encima de la meta del BanRep (*Gráfico 20*). Por su parte, las expectativas de inflación local a 12 y 24 meses reportadas en diferentes encuestas subieron y también se ubican por encima de la meta del 3%. En

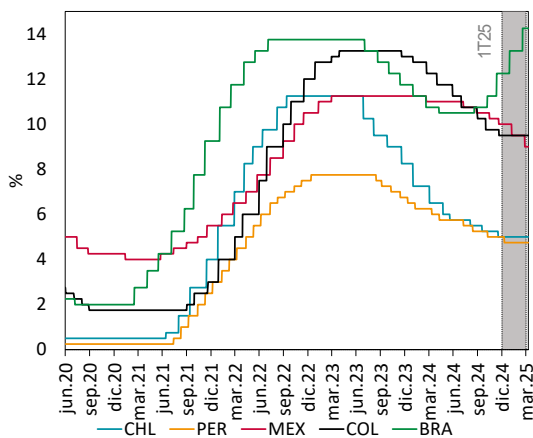
³³ La tasa de inflación se mantiene por encima del 3%, explicado en parte por la mayor persistencia de la inflación de servicios (4,15%) y el alto nivel de la inflación de alimentos.

³⁴ La menor inflación se explica por la inflación de alimentos (-0,82%).

particular, durante el 1T25 en Colombia, el BEI³⁵ promedio, BEI ajustado por primas por riesgo inflacionario³⁶ y el *swap* BEI³⁷ variaron -23 pb, +29 pb y -17 pb, y se ubicaron en 5,31%, 4,88% y 4,02%, respectivamente. Mientras que las expectativas de las encuestas para los plazos de 12 y 24 aumentaron en promedio 5pb y 2 pb, y se ubicaron en 3,95% y 3,51% respectivamente³⁸. El repunte que tuvieron las expectativas fue atribuido por los analistas del mercado a factores como el aumento del salario mínimo, los datos de inflación de diciembre, enero y febrero que se ubicaron por encima de lo esperado, y la mayor incertidumbre fiscal.

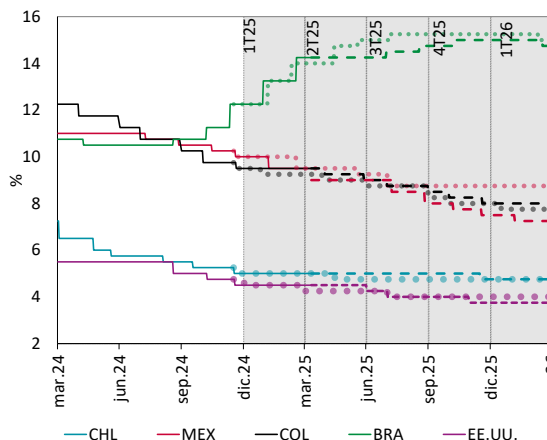
Durante el 1T25, los bancos centrales de la región tomaron decisiones mixtas sobre la TPM (Gráfico 21). En Brasil, la TPM aumentó; en México y Perú se observaron reducciones; mientras que en Chile y Colombia se mantuvo estable. Durante el 1T25, el Banxico y el BCRP optaron por recortes de 100 pb y 25 pb, ubicando sus tasas en 9% y 4,75%, respectivamente. En ambos casos, las decisiones se sustentaron en la moderación de la inflación y la incertidumbre global. Por su parte, el BCCh mantuvo la TPM en 5%, una decisión basada en la cautela ante el aumento de la incertidumbre global. Por su parte, el BCB aumentó su tasa de intervención en 200 pb hasta 14,25% ante la persistencia de presiones inflacionarias y preocupaciones fiscales.

Gráfico 21. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg y BanRep Información actualizada con datos de 30 de diciembre de 2024 y 9 de abril de 2025. **Nota:** los puntos representan las expectativas del descontadas el trimestre anterior, mientras que los guiones son las expectativas del trimestre actual.

En particular, el BanRep mantuvo la TPM en 9,5%, tras observarse un repunte de la inflación y sus expectativas a inicio del trimestre y la publicación de indicadores que sugieren un

³⁵ El *Break Even Inflation* (BEI) es una medida que se calcula como la diferencia entre las tasas de los bonos nominales y los bonos indexados a la inflación. De esta manera, este indicador se puede utilizar para aproximar las expectativas de inflación de los mercados financieros a diferentes plazos.

³⁶ La descomposición se estima con la información promedio de cada mes siguiendo a Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano".

³⁷ El *swap* BEI se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los *swap* IBR UVR, para más detalle consultar el Recuadro 1. Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros, publicado en el Informe de Política Monetaria de diciembre de 2020.

³⁸ Según la encuesta mensual de expectativas del BanRep, las expectativas de inflación entre diciembre de 2024 y marzo de 2025 pasaron de 3,95% a 3,90% para el plazo de un año, y para el plazo de dos años pasaron de 3,49% a 3,51%. La encuesta de opinión financiera de Fedesarrollo indicó que las expectativas de inflación entre diciembre de 2024 y marzo de 2025 pasaron de 3,90% a 4,00% para el plazo de un año.

fortalecimiento de la actividad económica del país, incorporando además cautela ante la elevada incertidumbre local e internacional. Además del comportamiento de la inflación y sus expectativas, los elementos que la JDBR consideró relevantes para mantener la tasa sin cambios incluyen³⁹: *i*) la recuperación de la actividad económica reflejada en indicadores como el crecimiento anual del PIB de 2,4% en el 4T24 y del Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) para enero, que arrojó una variación anual de 2,5%; *ii*) la reducción de la tasa de desempleo⁴⁰; *iii*) la incertidumbre sobre los efectos de las políticas migratoria y comercial de ese país y sus consecuencias sobre la economía global; y *iv*) la incertidumbre que rodea las finanzas públicas del país luego del importante aumento del déficit del Gobierno Central en 2024 y de las dificultades de financiamiento del presupuesto de 2025.

Los mercados financieros continúan descontando futuros recortes de la TPM en Colombia, aunque en magnitud menor a la proyectada al cierre de 2024. No obstante, en lo corrido de abril (al 9), el mercado ha aumentado el número de recortes esperados ante la incertidumbre a nivel internacional y expectativas de una recesión económica a nivel mundial (Gráfico 22). Al finalizar el 1T25, las tasas implícitas del mercado OIS⁴¹ sugerían una TPM de 8,50% para diciembre de 2025 (sin cambio respecto al trimestre anterior) y de 8% para junio de 2026 (anteriormente 7,75%). Este ajuste reflejó las sorpresas inflacionarias de los primeros meses del año y la persistente incertidumbre en el ámbito fiscal. Sin embargo, como se indicó, en los primeros días de abril este comportamiento se ha revertido y el mercado descuenta mayores recortes ante la incertidumbre en la economía a nivel mundial (ver *Entorno internacional*), con expectativas de una TPM de 8% para diciembre de 2025 y de 7,75% para junio de 2026.

5.2. Mercado monetario colombiano

En cumplimiento del objetivo operativo de la política monetaria, durante el 1T25 el BanRep implementó acciones para mantener flujos adecuados de liquidez en el sistema, evitando desviaciones significativas y persistentes del IBR⁴² overnight respecto a la TPM (Gráfico 23). En particular, durante el periodo continuó la demanda importante por instrumentos de contracción monetaria del BanRep junto con una alta demanda de operaciones de expansión transitoria. En el trimestre no se realizaron compraventas de TES. Al inicio del periodo se presentó una desviación del IBR frente a la TPM⁴³ superior a la que se venía observando en el periodo reciente⁴⁴. En respuesta, el BanRep amplió el plazo de las operaciones repo a 14 días⁴⁵, lo cual contribuyó a asegurar condiciones adecuadas de liquidez de la economía, en un entorno caracterizado por una

³⁹ Según las minutas de las reuniones de la junta directiva de enero y marzo. Ver Minutas BanRep: [La Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría mantener inalterada la tasa de interés de política monetaria en 9,5%](#) y [La Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría mantener inalterada la tasa de interés de política monetaria en 9,5%](#).

⁴⁰ La tasa de desempleo en febrero con cifras desestacionalizadas se ubicó en 9,3%, el registro más bajo observado desde abril de 2017.

⁴¹ Un contrato OIS, u *Overnight Index Swap*, es un acuerdo financiero entre dos partes para intercambiar flujos de efectivo a tasas de interés predeterminadas. Es un contrato derivado que se utiliza para gestionar el riesgo de tasas de interés a corto plazo.

⁴² El IBR es una tasa de interés de referencia de corto plazo para el peso colombiano, que refleja el precio al que los agentes participantes en su esquema de formación (entidades bancarias) están dispuestos a ofrecer o a captar recursos en el mercado monetario (interbancario). En otras palabras, su objetivo es mostrar la liquidez del mercado monetario colombiano o, lo que es lo mismo, indicar el costo del dinero en pesos.

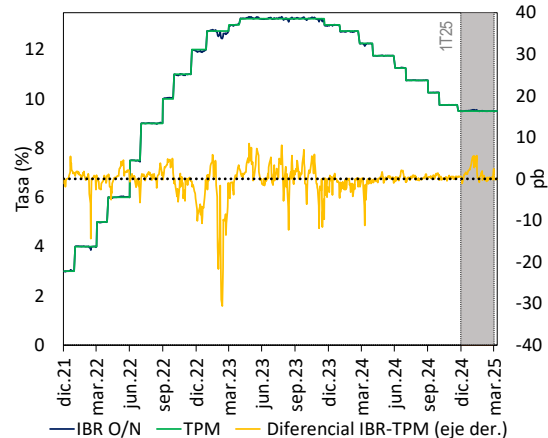
⁴³ Estas condiciones respondieron a un mayor nivel de efectivo y reserva bancaria y una menor oferta de base monetaria por cuenta de mayores depósitos del Gobierno en el BanRep.

⁴⁴ La máxima diferencia durante el periodo llegó a ser de 5,6 pb el 12 de febrero de 2025. Superior a la diferencia promedio de 0,3 pb observada en el 4T24.

⁴⁵ EL BanRep ofreció operaciones REPO a plazo de 14 días entre el 30 de enero de 2025 al 19 de febrero de 2025.

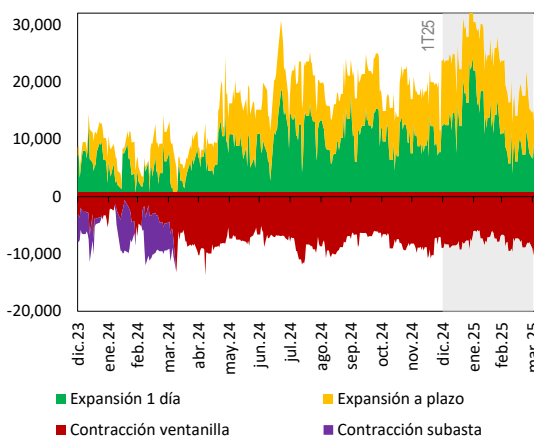
demanda importante por instrumentos de contracción monetaria, junto con una demanda significativa de operaciones de expansión transitoria⁴⁶ (Gráfico 24).

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



Fuente: Bloomberg y BanRep.

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



Fuente: BanRep.

En el 1T25, el mercado monetario local continuó presentando niveles de los depósitos de la DGCPTN en el BanRep inferiores a su promedio histórico⁴⁷, con una alta volatilidad de estos (Gráfico 25). Además, durante el periodo se observó un aumento de la demanda de la base monetaria y el BanRep realizó el traslado de utilidades al Gobierno en pesos. Durante el periodo, los depósitos de la DGCPTN en el BanRep exhibieron alta volatilidad: al inicio del trimestre, estos depósitos aumentaron debido a los ingresos por impuestos, pero posteriormente disminuyeron como resultado de los desembolsos asociados a gastos de funcionamiento e inversión. Por otra parte, la base monetaria continuó aumentando durante el periodo debido a que el efectivo en poder del público continuó creciendo⁴⁸. Finalmente, el BanRep ejecutó el traslado de utilidades al Gobierno Nacional por un valor de COP 10.031 mm.

Finalmente, en el periodo se realizó un nuevo aumento de montos operados en el esquema de formación del IBR O/N, el cual fue aprobado por el Comité Rector (CR) del IBR en 2024. A partir del 1 de enero de 2025, el CR del IBR consideró pertinente aumentar el monto operable de las operaciones del IBR O/N de COP 120 mil millones (mm) a COP 200 mm⁴⁹ para aumentar su representatividad. Esta modificación propende por un esquema más robusto y representativo, en línea con las características deseables para indicadores de referencia que han identificado instituciones como el BIS, IOSCO y el FSB (ver Recuadro 2: Cambios recientes al esquema de formación del Indicador Bancario de Referencia).

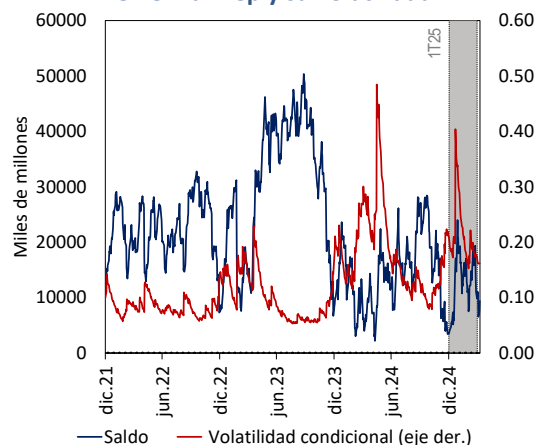
⁴⁶ Los operadores del mercado monetario señalaron que este hecho puede estar relacionado con la presencia de excedentes de liquidez en entidades que no tienen acceso directo al Sistema Electrónico de Negociación (SEN) y al mercado de simultáneas, además de que manifiestan que colocar sus excedentes de liquidez en la ventanilla de contracción del BanRep les resulta atractivo en términos de su rendimiento y operatividad.

⁴⁷ En el mes de marzo los saldos de la DGCPTN en el BanRep se ubicaron alrededor de COP 9,8 billones, inferior al promedio histórico reportado para el mismo mes en años anteriores (COP 20 billones).

⁴⁸ Para mayor detalle consultar el Sombreado 1: Base monetaria y M3, publicado en el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de febrero de 2025.

⁴⁹ Así, el monto operable pasó de COP 30 mm a COP 50 mm por participante frente a sus 4 contrapartes. De esta manera, cada participante que presta plata hace 4 operaciones interbancarias por COP 50 mm cada una, es decir COP 200 mm.

Gráfico 25. Depósitos remunerados de la DGCPN en el BanRep y su volatilidad



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

5.3. Mercado de deuda pública interna y externa

En el 1T25, los títulos de deuda pública en EE. UU. se valorizaron, mientras que en otras economías desarrolladas presentaron principalmente desvalorizaciones. Por el contrario, en lo corrido de abril (al 9), los títulos de EE. UU. se han desvalorizado ante la incertidumbre generada por los anuncios y modificaciones sobre la política comercial a nivel global. En particular, la dinámica de los bonos del Tesoro de los EE. UU. durante el 1T25 se alineó con las expectativas de una política monetaria más acomodativa en EE. UU. dados los temores por un menor crecimiento económico (ver *Entorno Internacional*). En contraste, en otras economías desarrolladas se registraron desvalorizaciones, particularmente en el tramo largo de las curvas, en un contexto de expectativas de una política monetaria menos acomodativa en el mediano plazo en línea con un mayor gasto en defensa esperado en esta región. Sin embargo, en lo corrido de abril esta tendencia se revirtió⁵⁰, con desvalorizaciones de los títulos de EE. UU. y valorizaciones de los de las demás economías desarrolladas, reflejando la mayor incertidumbre global y los incentivos a una mayor diversificación de activos (ver Sombreado 1).

En Latinoamérica, la mayoría de los títulos de deuda pública se valorizaron durante el 1T25, en línea con el comportamiento de los títulos de EE. UU. y las expectativas de mayores recortes de su TPM. Esta tendencia se moderó en lo corrido de abril ante la mayor aversión al riesgo global. Las curvas de rendimientos de la región se empinaron⁵¹ como resultado de valorizaciones más marcadas en el tramo corto, ante las expectativas de reducciones de TPM en estos países. Estas valorizaciones también estuvieron soportadas por flujos de portafolio (Ver *Entorno Internacional*) y factores idiosincráticos⁵² (Gráfico 26 y Gráfico 27). En el caso de Brasil, aunque se observó una corrección parcial de las desvalorizaciones acumuladas durante el 4T24, el tramo largo de la curva presentó nuevamente desvalorizaciones. Este comportamiento pudo estar asociado a la

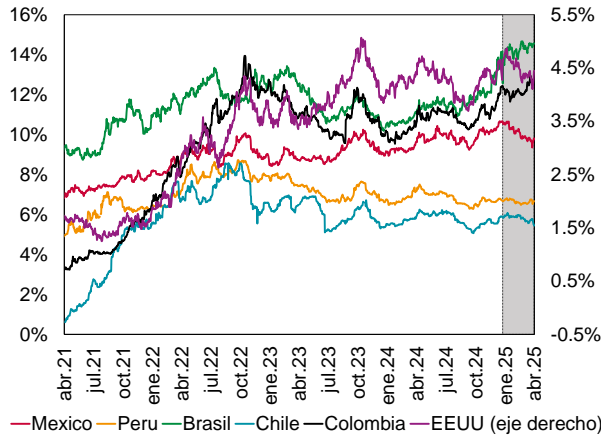
⁵⁰ Con datos al 9 de abril de 2025.

⁵¹ Que una curva de rendimientos se “empine” hace referencia a que la diferencia entre las tasas de largo y corto plazo aumentó.

⁵² En México, la ausencia de represalias arancelarias hacia EE. UU. en medio de las tensiones comerciales, junto con una postura negociadora por parte del gobierno mexicano, favoreció la valorización de los títulos de deuda. Por su parte, en Chile y Perú, los títulos de deuda pública registraron valorizaciones, impulsadas por la publicación de cifras positivas tanto de inflación como de actividad económica durante el trimestre.

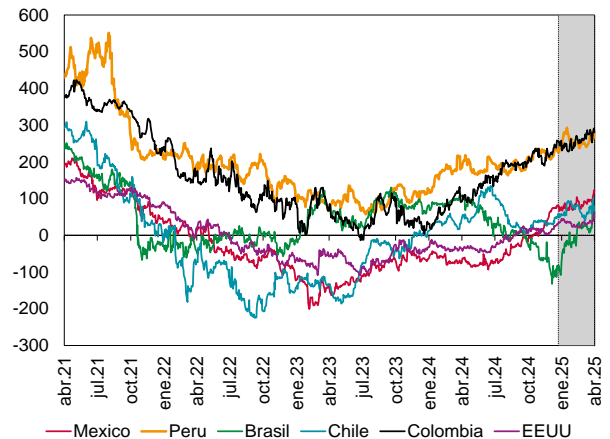
persistencia de preocupaciones fiscales y políticas en este país. En lo corrido de abril (al 9), los títulos de la región moderaron las valorizaciones, en medio de un repunte de la aversión global al riesgo.

Gráfico 26. Tasas cero cupón de la región y EE. UU. a 10 años



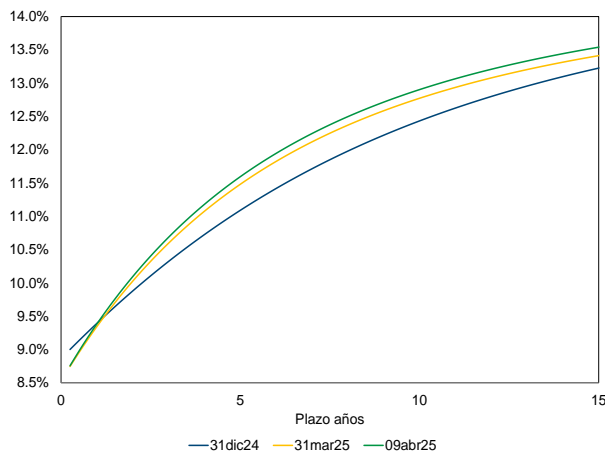
Fuente: Bloomberg y BanRep.

Gráfico 27. Pendiente de la curva de rendimientos en países de la región y EE. UU.



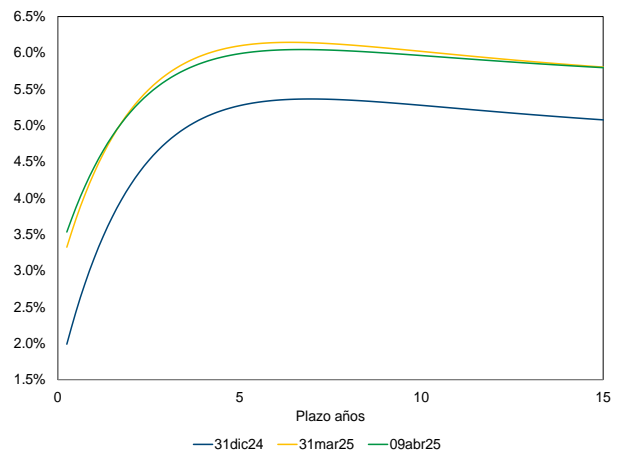
Fuente: Bloomberg, BanRep. Nota: Se calcula como la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años.

Gráfico 28. Curva spot de los TES en pesos



Fuente: BanRep.

Gráfico 29. Curva spot de los TES en UVR



Fuente: BanRep.

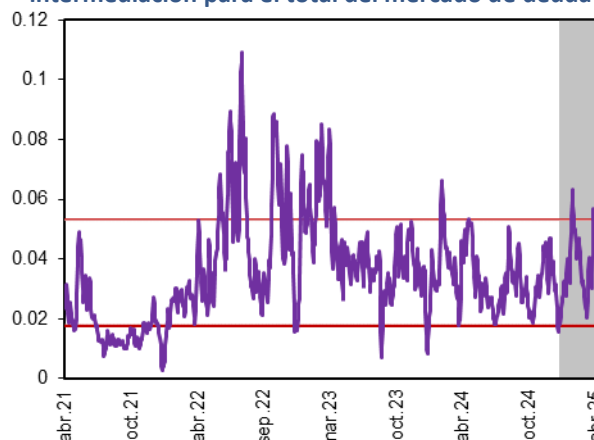
En contraste con la región, los títulos colombianos mantuvieron la tendencia de desvalorizaciones observada en 2024, debido a la persistencia de los riesgos fiscales. Esta tendencia se acentuó en lo corrido de abril ante la mayor aversión a activos riesgosos. La curva de rendimientos de TES denominados en pesos se empinó durante el período, mientras que la de los TES denominados en Unidad de Valor Real (UVR) se aplanó⁵³ (Gráfico 28 y Gráfico 29). El empinamiento de la curva en pesos, dadas las mayores desvalorizaciones de los títulos de largo plazo, se explicó por la persistencia de la incertidumbre fiscal (ver *Percepción de riesgo a nivel local*) y las ventas continuas de entidades públicas en referencias de largo plazo. En el tramo corto, las

⁵³ Que una curva de rendimientos se “aplane” hace referencia a que la diferencia entre las tasas de largo y corto plazo disminuyó.

desvalorizaciones pudieron estar asociadas con expectativas de una reducción más moderada en las tasas de interés. Por su parte, las tasas de los TES en UVR de corto plazo aumentaron durante el 1T25, en parte por el comportamiento estacional que presentan estos títulos a principio de año. Además, las desvalorizaciones de los demás tramos de estos títulos fueron coherentes con el comportamiento de los TES en pesos para estos mismos plazos

El comportamiento de la deuda pública se dio en un escenario de mayor liquidez⁵⁴ y volatilidad contenida⁵⁵ durante el 1T25, lo cual permitió que la capacidad de intermediación en el mercado de deuda se mantuviera estable⁵⁶. Sin embargo, en lo corrido de abril, se ha presentado algo de estrés en la capacidad de intermediación de los agentes, en un entorno de menor liquidez⁵⁷ y mayor volatilidad⁵⁸ en el mercado de deuda pública (*Gráfico 30*). En este sentido, aunque la capacidad de intermediación se mantuvo estable durante el 1T25, a partir del cierre de dicho trimestre y hasta el 9 de abril, este indicador ha incrementado, superando el umbral de una desviación estándar respecto a su media histórica. Este aumento sugiere que se ha presentado algo de estrés en la capacidad de los participantes del mercado de deuda pública para recibir y ejecutar nuevas órdenes. Esta dinámica se ha presentado en medio de un escenario de alta volatilidad en este mercado durante abril.

Gráfico 30. Indicador de utilización de capacidad de intermediación para el total del mercado de deuda



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

⁵⁴ El *Bid-Ask Spread* (BAS – medido como el diferencial entre los precios de las posturas de compra y venta) promedio disminuyó de 5,4 pb en el 4T24 a 4,8 pb en el 1T25. Por su parte, la profundidad promedio aumentó de COP 128,1 mm a COP 146,3 mm.

⁵⁵ La volatilidad promedio del mercado de TES, estimada con un modelo GARCH (1,1), pasó de 0,077% en el 4T24 a 0,075% en el 1T25.

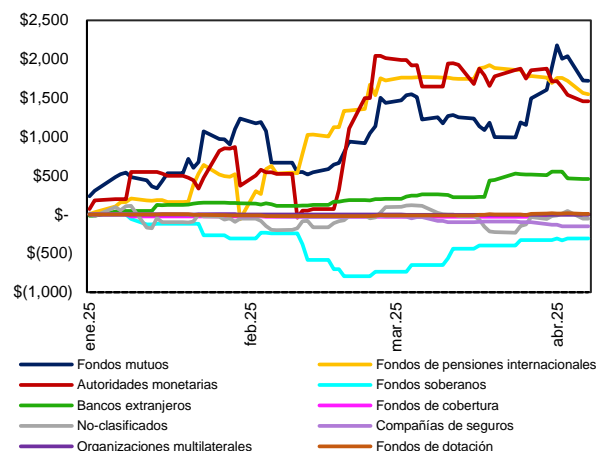
⁵⁶ El indicador de utilización de capacidad de intermediación se construye a partir de los flujos diarios de compraventa de cada agente en los mercados secundarios de deuda pública y privada de Colombia, discriminados por referencia tranzada. Para mayor detalle sobre su construcción Ver [Recuadro 2: La capacidad de los agentes de intermediar en el mercado de contado de deuda pública y del mercado secundario de deuda privada locales: Un análisis y propuesta de indicador - Reporte de Mercados Financieros, primer trimestre de 2024 | Banco de la República \(banrep.gov.co\)](#)

⁵⁷ El BAS promedio aumentó de 4,8 pb a 7,3 pb entre el cierre del 1T25 y el 9 de abril de 2025. Por su parte, la profundidad promedio disminuyó de COP 146,3 mm a COP 126,9 mm en ese mismo periodo.

⁵⁸ La volatilidad promedio del mercado de TES aumentó de 0,075% a 0,101% entre el cierre del 1T25 y el 9 de abril de 2025.

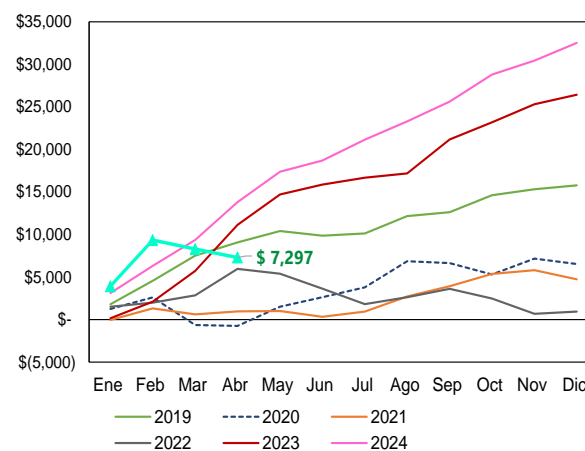
En el 1T25⁵⁹, los inversionistas extranjeros revirtieron parcialmente la tendencia vendedora observada en 2023 y 2024, de manera que su participación en el mercado se recuperó parcialmente, motivados en parte por los altos rendimientos ofrecidos por los TES, los cuales alcanzaron niveles máximos en más de un año⁶⁰. En lo corrido de abril (al 9), estos agentes han realizado ventas ante el incremento de la aversión al riesgo global. En el trimestre, los inversionistas extranjeros realizaron compras netas por COP 5,2 billones (b) en TES en pesos y UVR durante el 1T25, concentradas en referencias del tramo largo de la curva. Las entradas de estos agentes fueron lideradas por fondos de pensiones internacionales, autoridades monetarias y fondos mutuos (Gráfico 31). Así, estos agentes se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES⁶¹, después de los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC). No obstante, entre el cierre del trimestre y el 9 de abril, realizaron ventas netas por COP 914 mm en línea con el incremento de la aversión al riesgo a nivel global (ver *Sombreado 1*).

Gráfico 31. Flujos acumulados en 2024 por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones de pesos)



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

Gráfico 32. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos)



Fuente: BanRep.

Adicionalmente, en el 1T25 culminó el proceso de inclusión de India en un índice de referencia clave para la inversión en deuda pública de economías emergentes, del cual Colombia forma parte⁶² y que implicó una reducción de su participación. Durante este proceso se registraron salidas por parte de agentes extranjeros con mayor propensión a replicar dicho índice (Ver *Recuadro 2. Experiencia de los flujos de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública de Colombia ante los procesos de rebalanceo del índice GBI-EM*). Este recuadro destaca la importancia de hacer seguimiento a la participación de los inversionistas indexados, puesto que

⁵⁹ Para mayor detalle consultar el [anexo estadístico del Reporte de Mercado Financieros](#).

⁶⁰ Entre el 1 de octubre de 2024 y el 9 de abril de 2025, las tasas cero cupón de los TES a 10 años aumentaron 130 puntos básico, pasando de 8,08% a 9,38%. Con este incremento, se ubicaron en niveles superiores al máximo alcanzado el 1 de octubre de 2023, cuando se ubicaron en 10,63%.

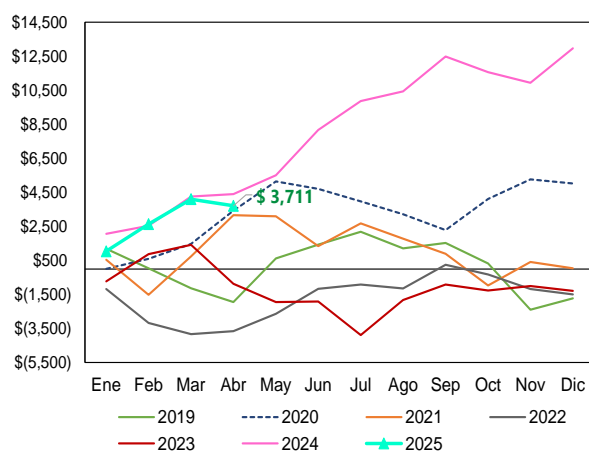
⁶¹ La participación de los inversionistas extranjeros dentro del saldo total de TES se aumentó de 17,5% a 17,7% entre el 4T24 y el 1T25.

⁶² Esta dinámica se presenta porque los inversionistas extranjeros indexados deben rebalancear su portafolio para ajustarse a la nueva ponderación de Colombia en el índice. La inclusión de India en el índice *GBI-EM Global Diversified* se ha realizado gradualmente, con incrementos mensuales en su participación de 1% hasta alcanzar un techo del 10% en marzo de 2025. Esta modificación en el índice disminuiría gradualmente la ponderación de varios países que lo componen, incluido Colombia. Según estimaciones reportadas por JP Morgan, la disminución en las ponderaciones de los emisores actuales será del orden del 17% para la mayoría de los emisores.

algunos estudios sugieren que una mayor proporción de estos puede aumentar la sensibilidad del mercado local de deuda pública a factores externos. Además, tanto la ponderación de Colombia en el índice como los activos que lo siguen a nivel global, son factores relevantes para analizar el efecto de los rebalances de este índice sobre los flujos de inversión extranjera en deuda pública. Entre junio de 2024 y marzo de 2025, la ponderación de Colombia dentro del índice *GBI-EM Global Diversified*, disminuyó del 4,63% al 3,83%, al tiempo que se presentaron ventas netas por COP 1 b por parte de inversionistas con mayor propensión a replicar dicho índice⁶³.

Por su parte, los FPC continuaron con una postura compradora, aunque en una magnitud inferior al promedio trimestral de los dos años previos. No obstante, durante marzo y lo corrido de abril han revertido parcialmente esta tendencia. Durante el 1T25 adquirieron COP 8,2 b en TES, principalmente en el tramo largo de la curva (COP 11,5 b). No obstante, en marzo y lo corrido de abril (al 9) han revertido parcialmente esta tendencia, con ventas netas por COP 2,0 b (*Gráfico 32*). A pesar de lo anterior, mantienen una participación del 33% del total de la deuda pública en moneda local, con lo que continúan siendo los principales tenedores de TES.

Gráfico 33. Posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año*



Fuente: BanRep.

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

En el mercado de NDF de TES⁶⁴, los inversionistas extranjeros continuaron ampliando su posición compradora, alcanzando máximos históricos, en línea con la tendencia observada desde mediados de 2023. No obstante, han reducido parcialmente esta posición desde abril. (Ver Recuadro 1. Caracterización del mercado de NDF de TES). Este recuadro destaca que, según conversaciones con agentes del mercado, los inversionistas extranjeros participantes en el mercado de NDF de TES serían principalmente fondos de cobertura (“hedge funds”), caracterizados por estrategias de inversión de corto plazo. Con base en la información reportada

⁶³ Botero, Murcia y Villamizar (2025). Los inversionistas indexados son aquellos que basan sus decisiones de inversión en el mercado de TES en seguir el comportamiento de los rendimientos del índice *GBI-EM Global Diversified* (Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes), con cierto grado de libertad dependiendo de cada agente.

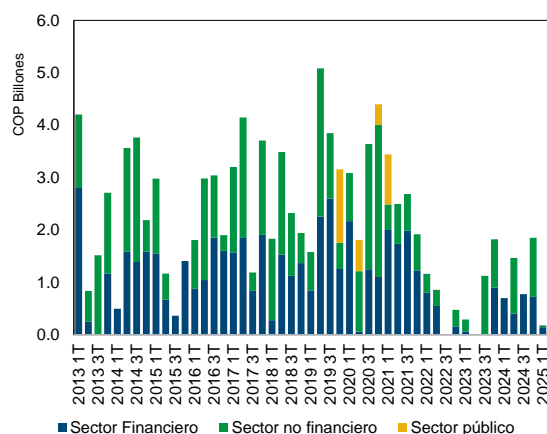
⁶⁴ Los NDF de TES son instrumentos derivados mediante los cuales las partes se comprometen a comprar o vender, en una fecha futura, títulos de deuda pública colombianos denominados en moneda local (TES), a un precio pactado en la fecha de negociación del contrato. Generalmente, estos contratos se celebran entre una contraparte local y una extranjera.

al BanRep por parte de las contrapartes locales, la posición compradora de los inversionistas extranjeros en contratos NDF de TES aumentó COP 4,5 b durante el 1T25 (*Gráfico 33*), cerrando el 1T25 en COP 21 b. Sin embargo, en lo corrido de abril (al 9) se observa una reducción parcial de esta posición por COP 386 mm. A diferencia del mercado de contado, la demanda en este segmento se concentró en títulos de corto plazo, en el marco de estrategias de inversión en ese horizonte temporal.

5.4. Mercado de deuda privada

En línea con el escenario más adverso, el financiamiento a través de colocaciones de títulos de deuda corporativa se redujo a mínimos no observados desde cerca de dos años (*Gráfico 34*). En el 1T25 se realizaron emisiones a través de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) por un monto de COP 0,2 b, inferior a lo observado en 2024 y ubicándose como el más bajo desde el 2T23⁶⁵. Las emisiones fueron realizadas a un plazo promedio ponderado de 7 años y en su mayoría correspondieron a financiamiento entidades del sector financiero (80%) a tasa fija.

Gráfico 34. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la BVC



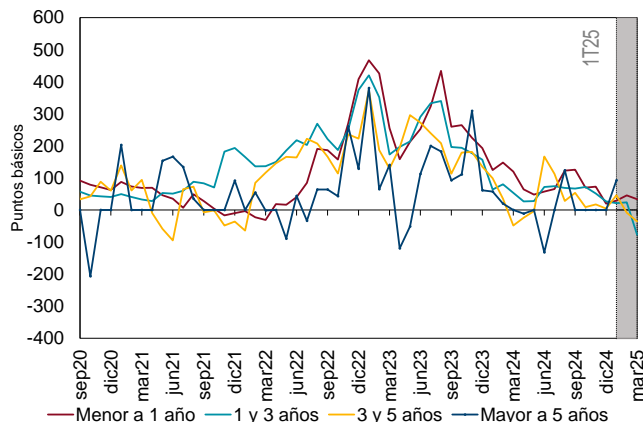
Fuente: BVC.

En contraste, las colocaciones de CDTs continuaron repuntando y alcanzaron niveles máximos históricos en el 1T25⁶⁶ (*Gráfico 35*). Adicionalmente, las tasas de colocación de CDTs continuaron disminuyendo, manteniéndose por debajo de los niveles observados en los dos años anteriores (*Gráfico 36*). La mayor parte de las colocaciones se concentró en títulos con vencimientos a menos de un año (81%), aunque se observó un aumento en la participación de plazos entre 1 y 3 años, que pasaron del 11% al 18% del total. En cuanto al tipo de tasa, predominaron las colocaciones a tasa fija (79%), seguidas por aquellas indexadas al IBR (18%).

⁶⁵ En 2024 en promedio se presentaron colocaciones trimestrales por COP 1,2 b. En el segundo trimestre de 2023 no se presentaron colocaciones.

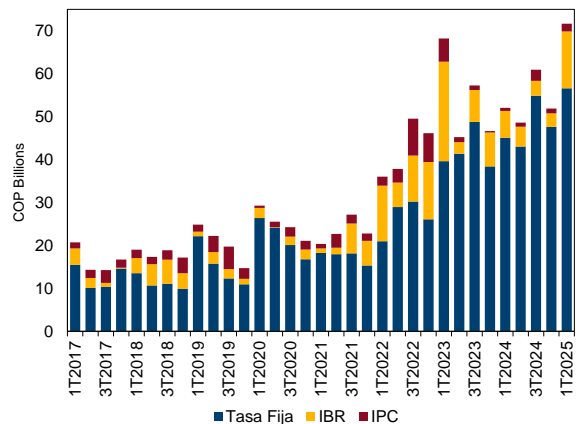
⁶⁶ Se toma como referencia la información de los CDTs desmaterializados depositados en Deceval que fueron denominados en COP a tasa fija o a tasas indexadas la inflación o IBR.

Gráfico 35. Spread entre las tasas de colocación de los CDT y los TES



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

Gráfico 36. Montos colocados en CDT desmaterializados por tasa



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

6. Mercado cambiario

6.1. Mercado cambiario global

En el 1T25 el dólar se debilitó frente a las monedas de países desarrollados y emergentes (el DXY⁶⁷ disminuyó 3,9%), impulsado por expectativas de desaceleración económica, preocupaciones fiscales y comerciales, y menores expectativas de TPM por parte de la FED (ver *Entorno internacional*). En lo corrido de abril, la divisa estadounidense ha continuado su tendencia de depreciación, en un contexto de mayor aversión al riesgo global, alcanzando niveles mínimos desde julio de 2023, con una confianza inversionista deteriorada ante la implementación de las medidas comerciales, una reducción inesperada de la inflación de marzo y movimientos de capitales hacia activos seguros como el oro y algunas monedas de economías desarrolladas, los cuales tocaron máximos históricos⁶⁸ durante abril.

Las monedas de países desarrollados se apreciaron, impulsadas principalmente por el debilitamiento del dólar y algunos factores idiosincráticos. Durante abril, destaca el nivel alcanzado por estas divisas, en un contexto de movimientos de capital hacia activos seguros. El yen japonés fue la moneda con mayor fortalecimiento, en medio de expectativas de aumentos de la TPM en el año como respuesta a las presiones inflacionarias. El euro se apreció, apoyado también por datos de actividad económica por encima de lo esperado, la aprobación de un paquete

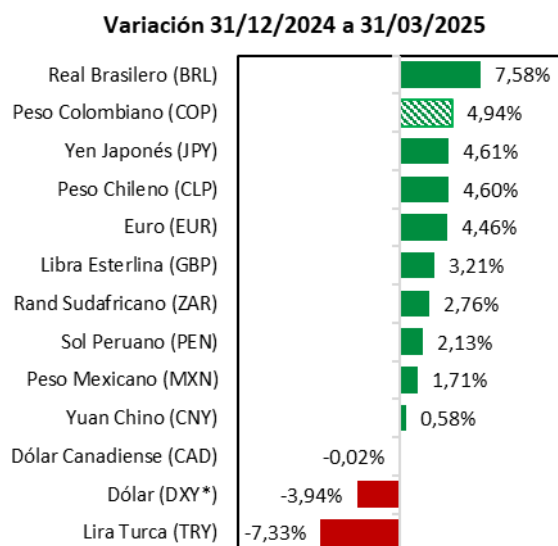
⁶⁷ El DXY es un Índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales. El euro (EUR) pondera 57,6%; el yen japonés (JPY) 13,6%; la libra esterlina (GBP) 11,9%; el dólar canadiense (CAD) 9,1%; la corona sueca (SEK) 4,2% y el franco suizo (CHF) 3,6%.

⁶⁸ El par CHFUSD alcanzó máximos en 10 años el 10 de abril, después de la publicación de la pausa en la implementación de las medidas arancelarias. Adicionalmente, el precio del oro se encuentra en niveles nunca vistos.

de gasto fiscal en Alemania destinado a los sectores de defensa e infraestructura, y las expectativas de un posible acuerdo de paz entre Rusia y Ucrania, durante abril, la divisa alcanzó máximos en tres años. Por su parte, la libra esterlina también se fortaleció en línea con el contexto externo (*Gráfico 37 y Gráfico 38*).

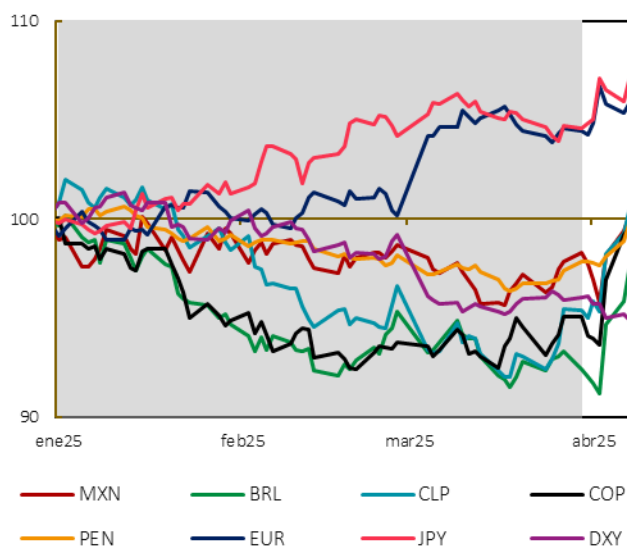
Las monedas de referencia de la región se apreciaron, reflejando el debilitamiento del dólar y algunos factores idiosincráticos, como la senda esperada de política monetaria, y correcciones sobre sus tasas de cambio, que previamente habían incorporado expectativas de una implementación mucho más acelerada de políticas comerciales por parte de EE. UU. Durante abril, se ha observado una reversión de estas apreciaciones, presentando un comportamiento dispar con el de monedas desarrolladas en un contexto de debilitamiento del dólar. El real brasileño lideró las valorizaciones, impulsado por el diferencial de tasas de interés proyectado entre el BCB y la FED. El sol peruano y el peso chileno se beneficiaron del repunte en los precios del cobre. En cuanto al peso mexicano, también se apreció, aunque en menor magnitud, debido a los riesgos derivados de la imposición de aranceles por parte de EE. UU, que podrían afectar el crecimiento económico y la inflación del país. No obstante, en lo corrido de abril se ha observado una reversión parcial de estas apreciaciones, como resultado de los temores asociados al impacto de las nuevas medidas arancelarias sobre el crecimiento y la inflación en estas economías.

Gráfico 37. Variación de las principales monedas de análisis



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 38. Tasas de cambio de los países de análisis



Fuente: Bloomberg. Información actualizada al 09-abr-25.

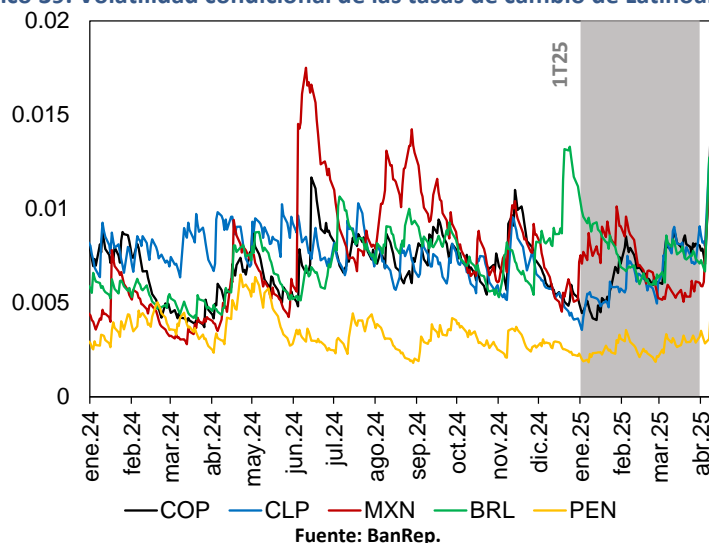
Nota: Incrementos del DXY, EUR y JPY indican fortalecimiento de las divisas, mientras para las monedas de la región, incrementos indican depreciación.

6.2. Mercado cambiario local

Durante el 1T25, el COP se apreció un 4,9%, en línea con el comportamiento favorable de las monedas emergentes, en un contexto de debilitamiento del dólar y de mayor atractivo del *carry trade*, favorecido por el incremento en el diferencial de tasas de interés esperado. Sin embargo, en lo corrido de abril, el COP ha registrado una depreciación, en medio de un entorno internacional más incierto y presionado por la caída en los precios del petróleo. El fortalecimiento del COP en enero y febrero estuvo respaldado por flujos de oferta de divisas provenientes de inversionistas extranjeros, especialmente a través del mercado *forward*, explicados en gran

medida por el vencimiento de contratos⁶⁹ (Gráfico 42). Además, el incremento en el diferencial de tasas reforzó los incentivos para estrategias de *carry trade*⁷⁰. Sin embargo, en marzo, la apreciación del COP fue moderada por el cambio en la perspectiva de la calificación crediticia soberana de Colombia de *estable* a *negativa* por parte de Fitch Ratings, así como por las preocupaciones del mercado en torno a la sostenibilidad fiscal.

Gráfico 39. Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



La volatilidad condicional promedio del COP disminuyó frente al 4T24, ubicándose por debajo de la observada para el real brasileño y el peso mexicano. Sin embargo, este indicador aumentó de forma generalizada en abril, en línea con una mayor incertidumbre global (Gráfico 39). Adicionalmente, se ha observado un deterioro en los indicadores de liquidez durante abril, con niveles de dispersión intradía de la tasa de cambio no observados desde 2021. Por su parte, las medidas de liquidez del mercado cambiario colombiano⁷¹ en su mayoría mejoraron, aunque la dispersión intradía de la tasa de cambio aumentó. Así, el BAS⁷² disminuyó y la profundidad a COP 5, COP 10 y total aumentaron⁷³.

En este contexto, los volúmenes promedio diarios negociados aumentaron tanto en el mercado *forward* como en el mercado de contado. En el primero, se registraron operaciones por USD 4.225 m diarios en promedio (frente a USD 3.978 m en el 4T24), mientras que en el segundo se alcanzaron USD 1.796 m (desde USD 1.644 m). En abril, estos montos han continuado en aumento, lo que

⁶⁹ En enero y febrero, los extranjeros realizaron ventas de dólares por USD 7.984 millones en los mercados de contado y *forward* peso dólar. Por parte del mercado de contado vendieron USD 2.091 m y en el mercado *forward* vendieron USD 5.793 m. En detalle, en el mercado de *forward* pactaron compras netas por un monto de USD 1.237 m y presentaron una posición vendedora en vencimientos de USD 7.030 m.

⁷⁰ Este último responde a la expectativa de una postura cautelosa por parte del BanRep, en contraste con una postura más acomodativa esperada por parte de la FED.

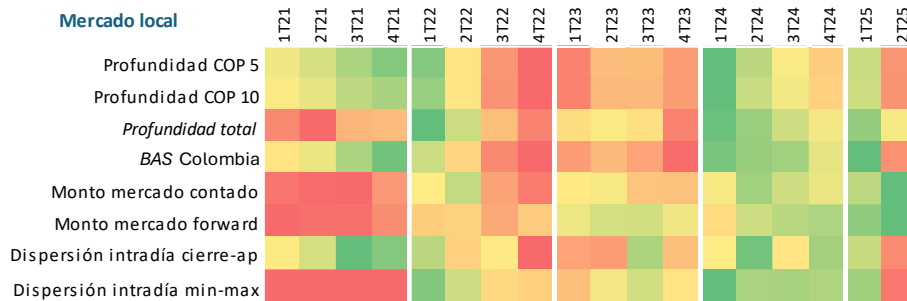
⁷¹ Medidas a través del BAS y las medidas de profundidad a COP 5, COP 10 y total.

⁷² El BAS promedio en el 1T25 fue de 0,043%, mientras que en el 4T24 fue de 0,050%. El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión *spot* de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 am y la 1:00 pm, de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día.

⁷³ Las medidas de profundidad corresponden al promedio de la sumatoria de los montos de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta del peso-dólar, que se ubican en un rango de +/- COP 5, +/- COP 10 y el total de la mejor punta de compra/mejor punta de venta, según corresponda. La información se extrae de la sesión *spot* de Set-FX cada 5 minutos entre las 8:30 a. m. y la 1:00 p.m. Las medidas de profundidad promedio a COP 5, COP 10 y total en el 1T25 fueron de USD 8,9 m y USD 17,2 m y USD 51,3 m, respectivamente, mientras que en el 4T24 fueron de USD 6,4 m y USD 13,9 m y USD 45 m, respectivamente.

sugiere una mayor demanda de cobertura cambiaria, especialmente por parte de inversionistas del exterior en el mercado a futuro, en un contexto de alta volatilidad de la tasa de cambio.

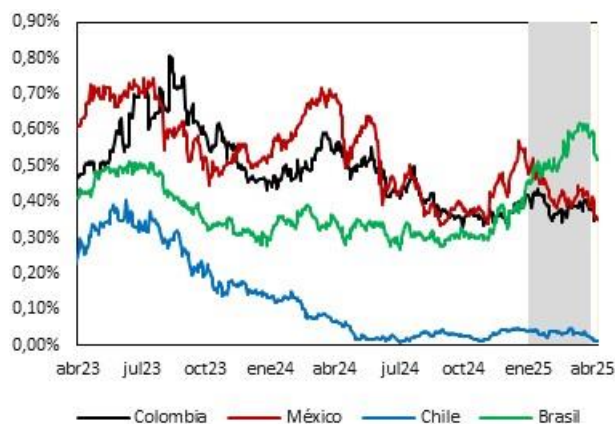
Gráfico 40. Medidas del mercado cambiario



Fuente: Bloomberg y BanRep. **Nota:** Cada cuadro corresponde al percentil del promedio mensual de la medida de liquidez, teniendo en cuenta la ventana de tiempo desde enero de 2021 hasta el 9 de abril de 2025. Una celda roja (verde) indica un menor (mayor) nivel de liquidez. El 2T25 incluye únicamente el periodo del 1 de abril al 9 de abril.

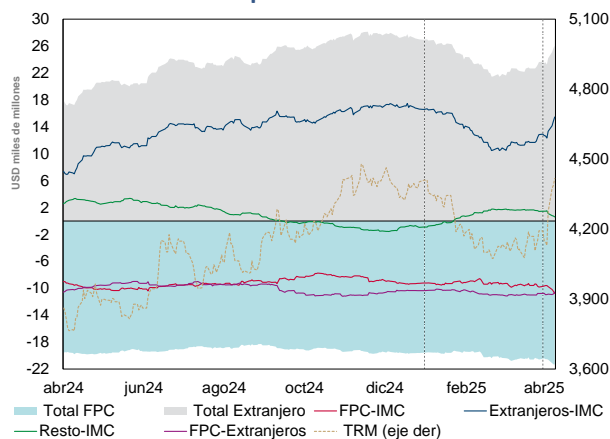
La apreciación del COP durante el 1T25 ocurrió en un entorno en el que los incentivos para tomar posiciones de *carry trade*⁷⁴ sobre la moneda aumentaron respecto al 4T24, debido al mayor diferencial de tasas de interés esperado. No obstante, en abril, los incentivos de *carry trade* se redujeron en la mayoría de los países de la región. La mejora en los incentivos de *carry trade* también se observó en Brasil y Chile. En paralelo, la volatilidad implícita en los contratos de derivados disminuyó en todos los países analizados durante el trimestre (Gráfico 41). En abril, se presentó un repunte en la volatilidad cambiaria en la región con excepción de Brasil, la cual disminuyó estos incentivos. En el caso de Chile y México, esta caída en los incentivos se explicó adicionalmente por una disminución en los diferenciales de tasas esperados.

Gráfico 41. Carry-to-risk ratio (3 meses)



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

Gráfico 42. Saldos netos de compra forward y swaps peso-dólar



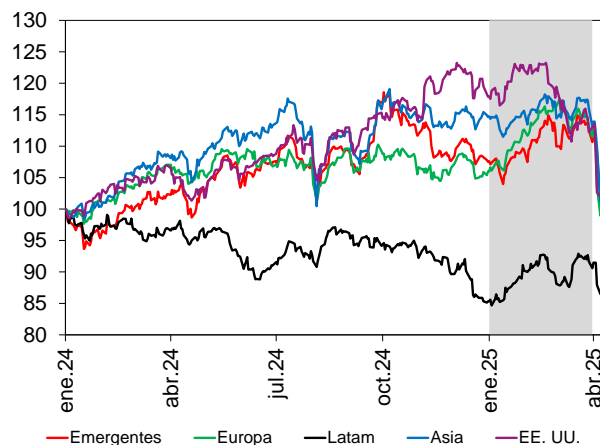
Fuente: Sistemas de Negociación y Registro de operaciones sobre divisas. Información de abril al 9.

⁷⁴ El *carry-to-risk-ratio* (CTR) es una medida de incentivos de *carry trade* calculada como el diferencial de tasas de interés ajustado por la volatilidad. El diferencial de tasas se extrae de los contratos forward a 3 meses de acuerdo con el siguiente calculo: $tasa\ forward / tasa\ spot \wedge (365/90)$. Por su parte la volatilidad corresponde a la implícita en las opciones *at the money* a 3 meses. Un aumento en el indicador CTR implica un mayor incentivo a tomar posiciones *carry trade* que podría ser causado por altos diferenciales de tasas de interés o bajos niveles de volatilidad cambiaria.

7. Mercado accionario

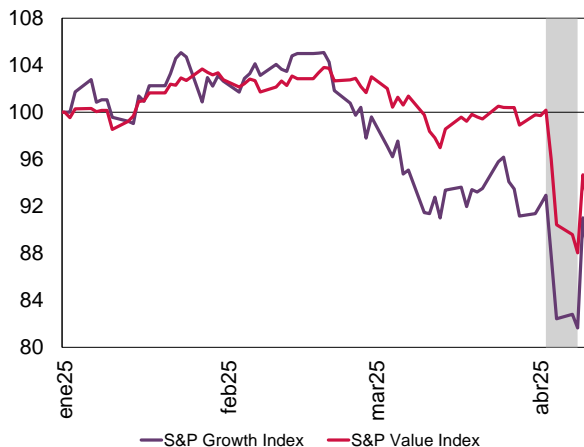
Durante el 1T25, los mercados accionarios de países desarrollados registraron comportamientos mixtos. Mientras que los índices de EE. UU. y Asia presentaron correcciones a la baja en medio de los temores de una guerra comercial y la desvalorización de empresas del sector tecnológico, el mercado europeo se valorizó, impulsado por buenos resultados corporativos, un posible fin del conflicto en Ucrania, y un mayor gasto en defensa. A lo largo del trimestre, las acciones estadounidenses fueron las más afectadas por la imposición de medidas arancelarias, dada la incertidumbre por sus implicaciones sobre el desempeño de la economía. A esto se sumó la caída en el sector tecnológico, tras el anuncio de *DeepSeek*⁷⁵, lo que generó dudas sobre los ingresos futuros de compañías como Nvidia. Otros mercados, como el europeo, presentaron valorizaciones soportados por el mayor gasto en defensa⁷⁶, lo cual contribuyó a que alcanzara máximos históricos (Ver *Entorno Internacional; Gráfico 43*)⁷⁷. Sin embargo, el inicio de la implementación de la política arancelaria desde EE. UU. a principios de abril generó fuertes caídas globales.

Gráfico 43. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 30 dic 2023.

Gráfico 44. Descomposición del S&P500



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 31 dic 2024. El área sombreada corresponde al periodo entre el 2 y el 9 de abril, día en que suspendieron algunas de estas medidas.

El anuncio de la implementación de las medidas arancelarias a principios de abril derivó en un fuerte deterioro de los mercados bursátiles, siendo el estadounidense el más afectado. Durante el 1T25, el S&P 500 registró su peor desempeño relativo frente al resto del mundo, tendencia que persistió en abril cuando el choque adverso se extendió a la mayoría de las bolsas a nivel global

⁷⁵ *DeepSeek* es una empresa china de inteligencia artificial enfocada en el desarrollo de modelos de lenguaje de código abierto. Durante enero, la presentación del modelo de inteligencia artificial *DeepSeek-R1* causó una fuerte desvalorización de las acciones de Nvidia, al resultar ser una alternativa con un mayor nivel de eficiencia y menores costos al modelo de inteligencia artificial *ChatGPT-4*.

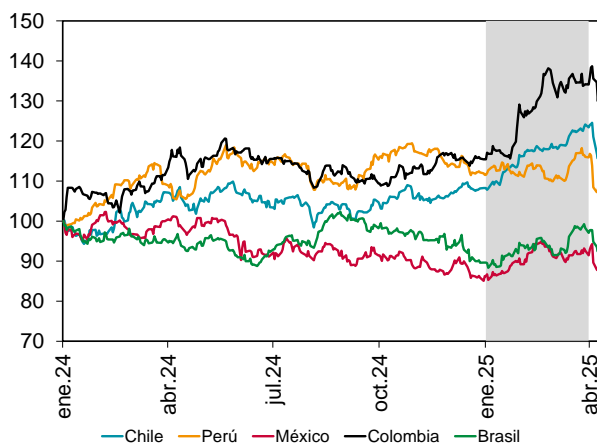
⁷⁶ El plan de un mayor gasto fiscal en defensa (ver *ReArm Europe*) se anunció en marzo de 2025. Con este se creó un fondo común con el fin de dar préstamos a los países miembros de la Unión Europea para financiar su industria militar.

⁷⁷ Al 31 de marzo de 2025, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Local Index* con una variación negativa de 1,3% (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los EE. UU. se utilizó la variación promedio de los índices S&P 500, Dow Jones y Nasdaq Composite que registraron variaciones negativas de 4,6%, 1,3% y 10,4%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* que se valorizó 5,2% y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* el cual creció 6,2%. En este índice se ponderan los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

(Ver *Sombreado 1 - Incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante la política comercial de EE. UU.*), en un contexto en el que los inversionistas han percibido que la economía estadounidense sería la más perjudicada por la guerra comercial. Lo anterior también se reflejó en la descomposición a lo largo del trimestre del *S&P 500* entre acciones de valor (*S&P Value Index*) y acciones de crecimiento (*S&P Growth Index*). Las acciones de valor, generalmente menos volátiles y más atractivas en contextos de incertidumbre cerraron el 1T25 en niveles similares a los observados a comienzos de año, mientras que las acciones de crecimiento, principalmente del sector tecnológico, acumularon una caída cercana al 9%. Además, si bien ambos componentes cayeron de manera importante a principios de abril, la divergencia entre ambos indicadores se ha mantenido (*Gráfico 44*).

En Latinoamérica, los índices siguieron la tendencia alcista observada en otros mercados emergentes, soportados además por el buen desempeño de algunos *commodities* y el apetito por activos de países como Brasil. Aun así, en lo corrido de abril presentaron caídas importantes, en línea con un mayor nivel de aversión al riesgo a nivel global luego de las medidas arancelarias tomadas por EE. UU. Durante el trimestre, las valorizaciones fueron generalizadas, destacándose los mercados de Colombia y Chile, impulsados por resultados corporativos favorables y la valorización de algunos *commodities* como el cobre (ver *Entorno internacional*). Otros mercados recuperaron las pérdidas registradas durante el 4T24, especialmente el mercado brasileño que respondió a la mayor demanda de acciones de inversionistas extranjeros y la solidez del sector bancario (*Gráfico 45*).

Gráfico 45. Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 30 dic 2023.

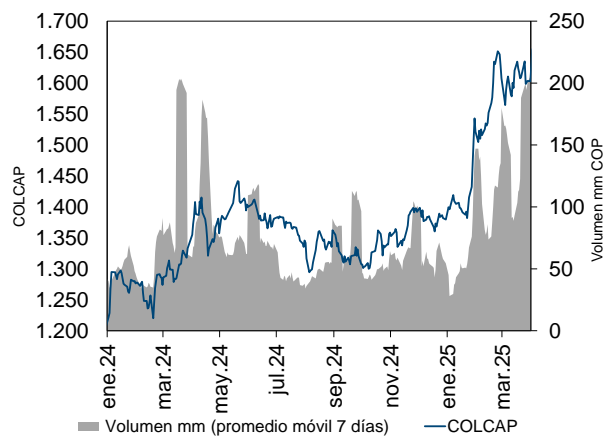
A nivel local, el índice MSCI Colcap se valorizó durante el trimestre, consolidando el buen desempeño observado desde 2024 y alcanzando máximos de los últimos cinco años. Esta dinámica estuvo impulsada por buenos resultados corporativos de empresas de los sectores financiero y minero. Entre las acciones con mejor desempeño se destacaron la preferencial de Grupo Sura, beneficiada por su ingreso a los índices globales del FTSE,⁷⁸ y Mineros, favorecida por

⁷⁸ De Financial Times Stock Exchange. Es un grupo de índices bursátiles administrado por FTSE Russell. La acción preferencial de Grupo Sura ingresó a los índices globales *FTSE Global Equity Index: large, medium and small caps*.

los altos precios del oro⁷⁹. Durante el trimestre se evidenció una mejora en los volúmenes negociados, los cuales alcanzaron niveles comparables a los observados antes de la pandemia del Covid-19. Sin embargo, similar a lo ocurrido con el resto de los mercados, el MSCI Colcap se desvalorizó con el anuncio de medidas arancelarias desde EE. UU, aunque se mantuvo en el nivel de los 1.600 puntos (Gráfico 46).

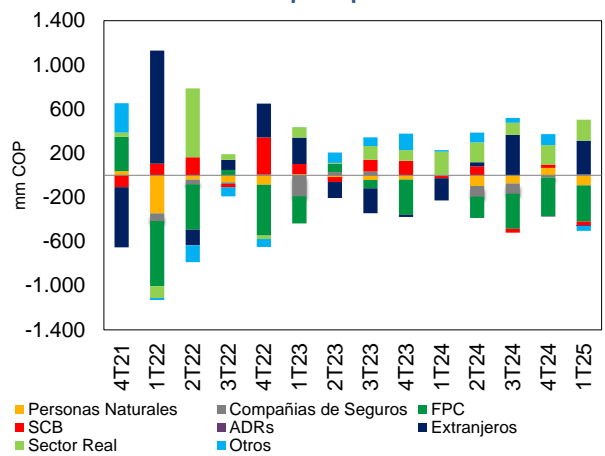
Asimismo, según información de la Bolsa de Valores de Colombia, el comportamiento del mercado accionario local estuvo acompañado por compras netas por parte de inversionistas extranjeros (COP 307 mm) y del sector real (COP 190 m). Con esto, durante el trimestre, entre las entidades que fueron vendedoras netas se encuentran los fondos de pensiones (COP 329 mm) y las personas naturales (COP 91 mm, Gráfico 47).

Gráfico 46. MSCI Colcap y volumen transado diario



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 47. Flujos netos en el mercado de renta variable colombiano por tipo de inversionista



Fuente: bvc.

⁷⁹ También se registraron valorizaciones relevantes en las acciones de Bancolombia, en línea con resultados financieros positivos; Ecopetrol, respaldada por una mejor perspectiva desde entidades internacionales; y Grupo Bolívar, tras el anuncio de la integración entre Scotiabank y Davivienda

8. Recuadros

Recuadro 1: Caracterización del mercado de NDF de TES⁸⁰.

Introducción

Los *Non-Delivery Forward*⁸¹ (NDF) de TES son instrumentos derivados mediante los cuales las partes se comprometen a comprar o vender, en una fecha futura, títulos de deuda pública colombianos denominados en moneda local (TES), a un precio pactado en la fecha de negociación del contrato. Generalmente, estos contratos se celebran entre una contraparte local y una extranjera. La mayor parte de las contrapartes locales en estas operaciones hacen parte del grupo de bancos comerciales.

En la práctica, las contrapartes locales suelen comprar TES en el mercado de contado al mismo tiempo que venden NDF de TES a los inversionistas extranjeros. Esta estrategia busca mitigar el riesgo asociado a variaciones en el precio del título empleado en el contrato derivado, ya que, al asumir una posición compradora en el mercado de contado, adquieren una cobertura natural para sus posiciones de venta en NDF de TES.

Desde julio de 2023, los inversionistas extranjeros han incrementado significativamente su posición compradora en NDF de TES, pasando de COP 4 billones (b) a COP 21 b al cierre del 1T25. Esta dinámica parece estar motivada por expectativas de valorización de los TES y por una tendencia descendente en las tasas de interés en Colombia.

Dado el alto crecimiento de este mercado y su interacción con el mercado de contado a través de las contrapartes locales, este recuadro presenta sus principales características. El análisis se organiza en tres secciones: la primera ofrece una descripción de los volúmenes, características y tipos de agentes que participan en los contratos de NDF de TES. En la segunda se desarrolla un análisis basado en topología de redes que examina las relaciones entre las partes involucradas en estas operaciones. Finalmente, se presenta un análisis de las dinámicas recientes en este mercado.

Caracterización del mercado de NDF de TES

En un contrato de NDF de TES, las partes pactan un precio futuro de un TES subyacente a un plazo determinado. Al tratarse de un instrumento *Non-Delivery*, la liquidación de estos contratos no implica la entrega del activo subyacente, sino que, al vencimiento del contrato, se compara el precio pactado con el precio de mercado⁸² del TES subyacente y se transfiere la diferencia a la parte que corresponda (no hay entrega del TES)⁸³. Además, estos contratos son instrumentos derivados negociados *Over-the-Counter* (OTC), es decir, las negociaciones se llevan a cabo

⁸⁰ Autores: Oscar Botero, Jhonatan Villalobos Pérez y Alejandra Barreto Ramírez. Las opiniones de este documento no comprometen ni representan la visión del Banco de la República ni a su Junta Directiva. Cualquier error u omisión es y será responsabilidad exclusiva de los autores.

⁸¹ Al tratarse de un instrumento *Non-Delivery*, la liquidación de estos contratos no implica la entrega del activo subyacente, sino que, al vencimiento del contrato, se compara el precio pactado con el precio de mercado.

⁸² Corresponde al precio en las pantallas de los sistemas de negociación.

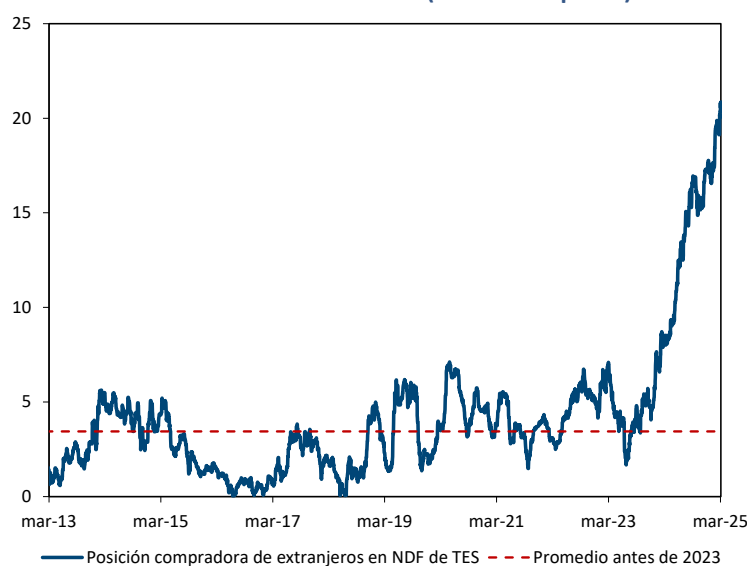
⁸³ A modo de ejemplo si un agente adquiere un NDF de TES sobre cierta referencia a un precio pactado de 100, y al vencimiento del contrato el precio de mercado de esa referencia de TES es de 102, este agente recibe de su contraparte la diferencia entre ambos precios (2) multiplicada por el monto del contrato.

Si el precio de mercado de la referencia de TES al vencimiento del contrato hubiera sido menor al precio pactado en la fecha de negociación (por ejemplo, 97), el agente hubiera tenido que pagarle la diferencia entre ambos precios (3), multiplicada por el monto del contrato, a su contraparte.

mediante acuerdos bilaterales entre las partes interesadas y no, por ejemplo, a través de una plataforma de negociación.

Con base en la información reportada por las contrapartes locales al Banco de la República (BanRep)⁸⁴, desde julio de 2023 los inversionistas extranjeros han aumentado de forma significativa su posición compradora en NDF de TES, principalmente sobre títulos subyacentes de los tramos medio y corto de la curva. En promedio, han llevado su posición de COP 4 b antes de 2023 a COP 21 b al cierre del 1T25 (Gráfico R1. 1). Los bancos comerciales son las principales contrapartes locales de los inversionistas extranjeros en estas operaciones, representando el 90% de su posición compradora, seguidos por las corporaciones financieras (6%) y las sociedades comisionistas de bolsa (4%).

Gráfico R1. 1. Posición compradora de los inversionistas extranjeros en contratos de NDF de TES (billones de pesos)



Fuente: BanRep.

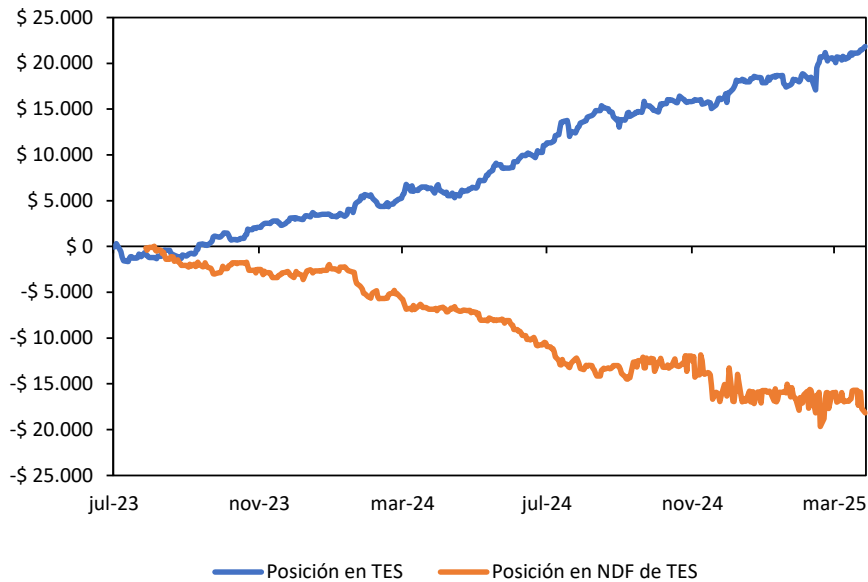
Las contrapartes locales, que venden los NDF de TES a los inversionistas extranjeros, adoptan a su vez estrategias de cobertura comprando TES en el mercado de contado⁸⁵ (Gráfico R1. 2). Al asumir la posición vendedora en el NDF, estas entidades buscan mitigar el riesgo de pérdidas derivadas de posibles variaciones en el precio del título subyacente. Así, desde julio de 2023 y en línea con el aumento importante de la posición compradora de inversionistas extranjeros en NDF de TES, los bancos locales han adquirido TES por una magnitud similar (COP 20 b) en el mercado de contado.

⁸⁴ Según lo dispuesto por la circular reglamentaria externa DOAM-144, las entidades que actúen como contrapartes locales en negociaciones de NDF de TES con una contraparte extranjera deben reportar diariamente la información sobre estas operaciones al Banco de la República.

⁸⁵ Si una contraparte local vende un NDF de TES a un precio pactado de 100 en la fecha de negociación, y al vencimiento del contrato el precio de mercado de la referencia de TES utilizada en el derivado es de 103 (es decir, la referencia se valorizó), entonces la contraparte local incurriría en una pérdida, ya que debe pagar a la contraparte extranjera la diferencia entre ambos precios (3).

Para cubrirse frente a posibles pérdidas derivadas de movimientos desfavorables en el precio del TES subyacente, la contraparte local compra esa misma referencia de TES en el mercado spot al mismo tiempo que vende el NDF. De esta manera, al haber comprado la referencia en contado, obtiene una ganancia si esta se valoriza. Por ejemplo, si el precio spot pasó de 100,5 a 103 entre la fecha de compra y el vencimiento del NDF, esta ganancia compensa la pérdida sufrida por el derivado.

Gráfico R1. 2. Posición en TES y NDF de TES de las contrapartes locales* (billones de pesos)

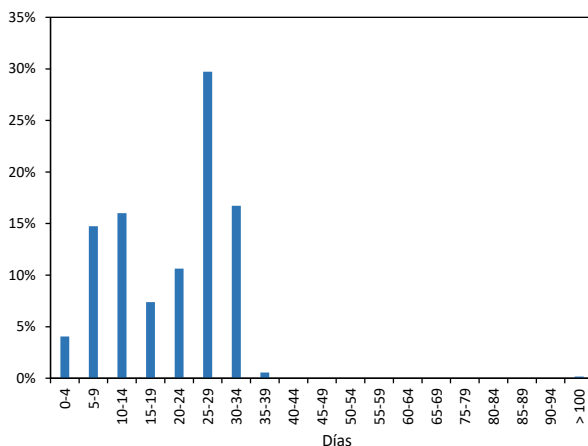


*Se muestran las posiciones de las contrapartes locales que han concentrado las operaciones en NDF de TES durante el período.

Fuente: BanRep.

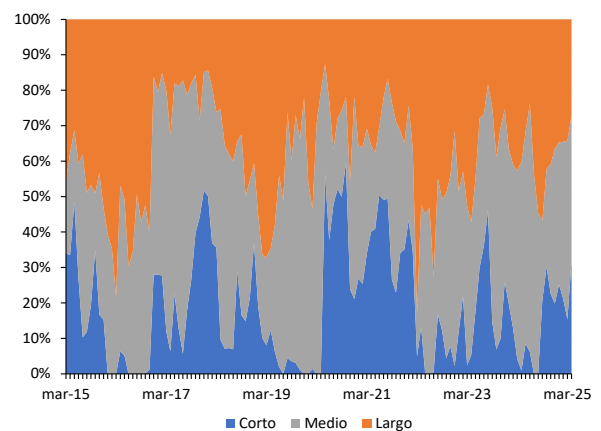
Las características de los contratos de NDF de TES sugieren que este mercado está orientado a inversiones de corto plazo. La mayoría de los contratos NDF de TES presentan plazos al vencimiento iguales o inferiores a 15 días (65% del monto total), y rara vez superan los 30 días (*Gráfico R1. 3*). Además, los títulos TES subyacentes en estos contratos pertenecen principalmente a los tramos medio y corto de la curva (60% del monto total, en promedio) (*Gráfico R1. 4*).

Gráfico R1. 3. Participación por plazo dentro del monto total de las operaciones de NDF de TES (marzo 2025 - % del total)



Fuente: BanRep.

Gráfico R1. 4. Participación por tramo del título subyacente en el volumen transado de NDF de TES (% del total)

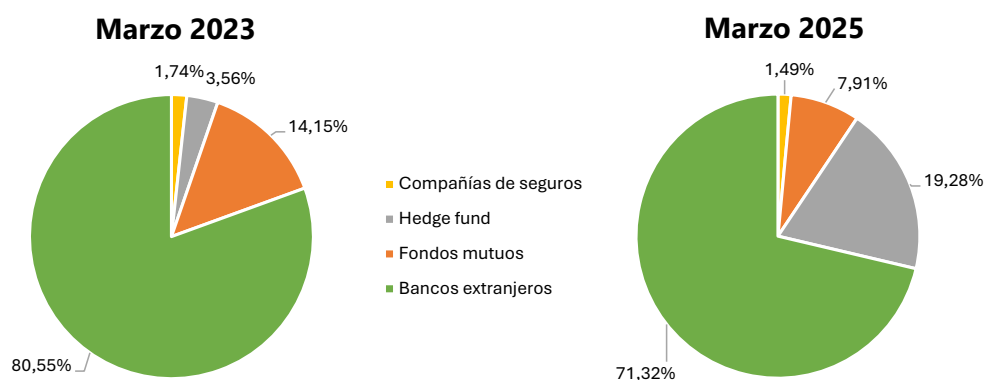


Fuente: BanRep.

Por el lado de las contrapartes del exterior, el diálogo con agentes del mercado sugiere que la mayoría de los beneficiarios finales de los NDF de TES son agentes caracterizados por estrategias

de inversión de corto plazo, como los fondos de cobertura (“*hedge funds*”⁸⁶). Por el contrario, en el mercado de contado predominan inversionistas extranjeros con un horizonte de inversión de más largo plazo, como las autoridades monetarias y los fondos soberanos (25% del total – Ver *Caracterización de inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES*). De acuerdo con el diálogo sostenido con agentes locales y extranjeros que participan en este mercado, aproximadamente el 50% de la posición compradora en NDF de TES corresponde a *hedge funds*, principalmente provenientes de Brasil. Si bien, según la información reportada al BanRep, los bancos extranjeros aparecen como las principales contrapartes en estas operaciones (*Gráfico R1. 5*), estos agentes suelen actuar en representación de clientes finales extranjeros, quienes no figuran en la información reportada.

Gráfico R1. 5. Participación por tipo de contraparte extranjera en el volumen transado de NDF de TES, identificados con el reporte de información al Banco de la República



Fuente: BanRep.

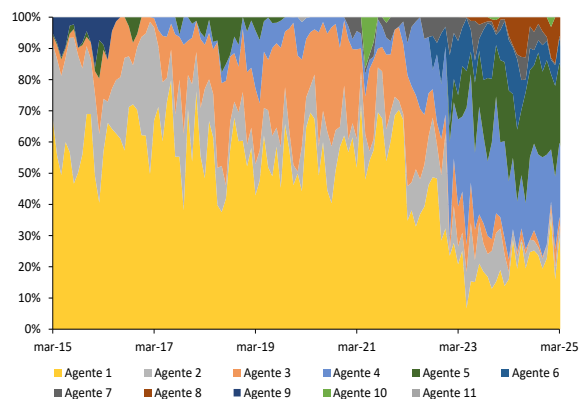
En cuanto a las contrapartes locales, las operaciones en NDF de TES se canalizan principalmente a través de 6 entidades locales que concentran el 90% de las transacciones (*Gráfico R1. 6*). Desde 2021, se ha observado la entrada de nuevas contrapartes locales, principalmente bancos comerciales, lo cual ha contribuido a disminuir la concentración de este mercado, medida a través del Índice de *Herfindahl-Hirschman* (IHH⁸⁷)⁸⁸, la cual, en todo caso, se ubica por encima de la del mercado de contado de TES (*Gráfico R1. 7*).

⁸⁶ Los hedge funds, o fondos de cobertura, son fondos de inversión que mantienen activos líquidos y utilizan técnicas complejas de negociación para maximizar sus rendimientos. Son característicos por emplear una estrategia de inversión activa, es decir, mantienen negociaciones frecuentes e inversiones de corto plazo en busca de rendimientos.

⁸⁷ El índice IHH es calculado elevando al cuadrado la participación de cada inversionista extranjero dentro del total de cada grupo y después sumando los valores resultantes. Se considera que un IHH es moderadamente concentrado si se ubica entre 1500 y 2500 puntos. Por encima de los 2500 puntos se considera altamente concentrado.

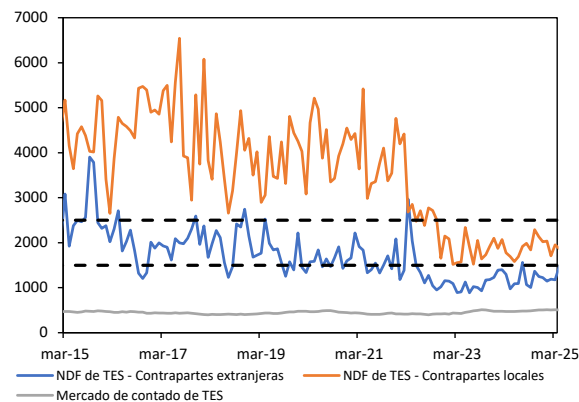
⁸⁸ El índice IHH pasó de ubicarse, en promedio, en 4000 puntos antes de 2021, a alrededor de los 1500 puntos desde ese año.

Gráfico R1. 6. Participación por contraparte local en el volumen transado de NDF-TES



Fuente: BanRep, DCV.

Gráfico R1. 7. IHH* participantes mercado de NDF-TES y de contado de TES



*El índice IHH es calculado elevando al cuadrado la participación de cada inversionista extranjero dentro del total de cada grupo y después sumando los valores resultantes. Se considera que un IHH es moderadamente concentrado si se ubica entre 1500 y 2500 puntos. Por encima de los 2500 puntos se considera altamente concentrado.

Fuente: BanRep, DCV.

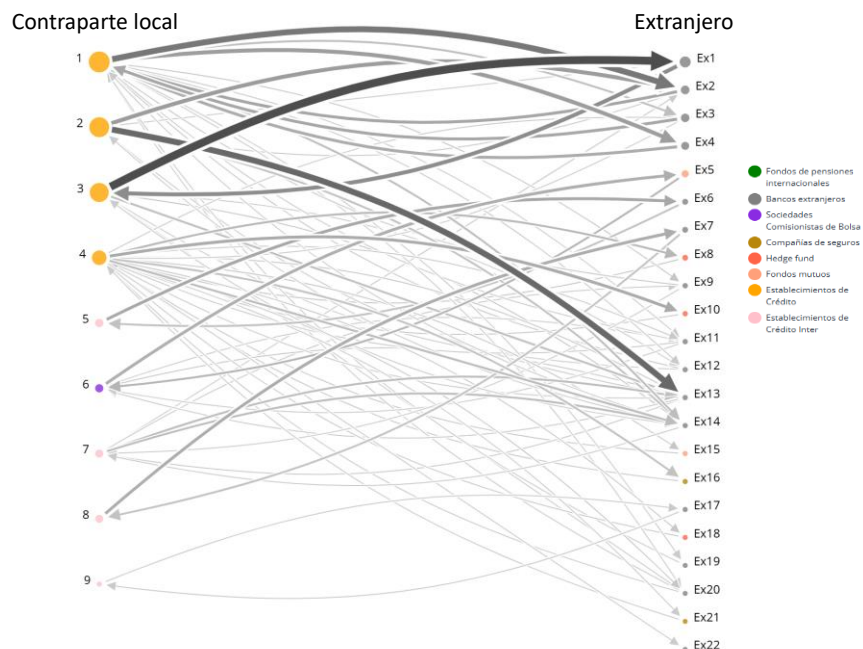
Caracterización de las relaciones entre participantes

Al ser un mercado de naturaleza OTC, la forma en que se relacionan las entidades es relevante porque permite tener un panorama más completo sobre los roles que las entidades tienen en el mercado. Para ello, resulta clave utilizar la topología de redes, ya que es una técnica idónea para capturar posibles implicaciones que, a nivel agregado, resultan de las interacciones bilaterales entre los participantes del mercado.

Del Gráfico R1. 8 se observa que los bancos extranjeros no mantienen relaciones de exclusividad con un solo agente local. Es decir, cada agente mantiene vínculos con más de una contraparte local. Esto es consistente con un proceso de profundización del mercado que permite, entre otros, que el extranjero cuente con mayor capacidad para gestionar sus posiciones de manera eficiente y diversificada.

No obstante, cuando el banco extranjero opera también en el país (i.e. tiene una entidad local vigilada la cual controla directa o indirectamente), la relación tiende a ser exclusiva entre ambas entidades. Esto sugiere que la exposición al NDF de TES de este tipo de contrapartes locales está asociada a la estrategia que tiene el banco matriz del exterior con sus propios clientes. En el Gráfico R1. 8, estas relaciones quedan capturadas con el nodo “establecimiento de crédito inter”.

Gráfico R1. 8. Grafo de análisis de relaciones entre agentes locales y extranjeros (2023)



Los nodos representan las entidades participantes del mercado. En la parte izquierda se encuentran las entidades locales mientras la derecha contiene a las entidades extranjeras. Las aristas ilustran la dirección de la operación (origen: vendedor del NDF; destino: comprador del NDF). El grosor y tonalidad de estas líneas representa el monto transado en el periodo. Por su parte, el tamaño de los nodos refleja el grado de conectividad que presentan los intermediarios, ponderado por el monto vendedor, mientras que el color distingue el tipo de entidad.

Fuente: BanRep

Dinámicas recientes en el mercado de NDF de TES

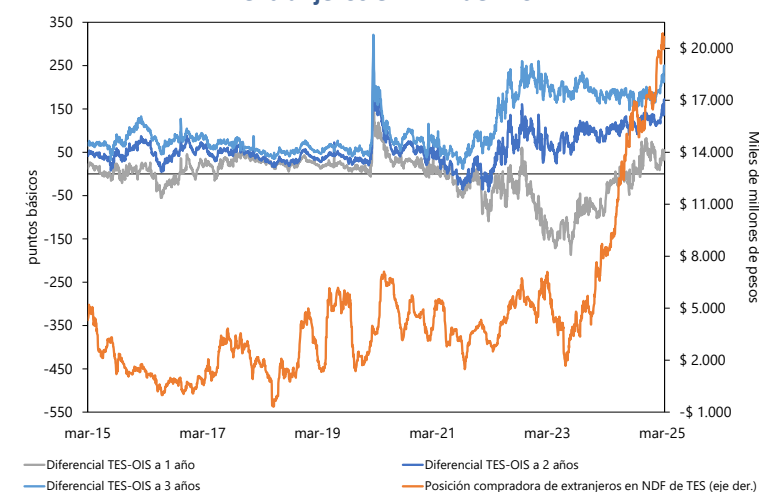
Desde 2023, las posiciones de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES parecen ajustarse una estrategia orientada a aprovechar valorizaciones esperadas de los TES al tiempo que encuentran un fondeo barato para hacerlo. Esta estrategia se ve reflejada en la diferencia entre las tasas de los TES y el Indicador Bancario de Referencia (IBR)⁸⁹. Como se observa en el *Gráfico R1. 9*, desde 2023 el diferencial entre las tasas de los títulos TES y los contratos *Overnight Interest Swap* (OIS⁹⁰)⁹¹ se encuentra en niveles históricamente altos. Esto indica que los TES presentan una subvaloración importante, en línea con las primas a término elevadas que se han observado desde entonces.

⁸⁹ “El IBR es una tasa de interés de corto plazo para el peso colombiano, la cual refleja el precio al que los agentes participantes en su esquema de formación están dispuestos a ofrecer o a captar recursos en el mercado monetario.” (Asobancaria, 2024).

⁹⁰ Un OIS es un swap de tasas de interés, a un plazo determinado, en el cual la parte compradora paga los flujos de la operación a una tasa de interés fija, y recibe una serie de flujos a una tasa de interés variable. Esta última es el resultado de la composición de la tasa IBR *overnight* durante el plazo de la operación. Así, la tasa fija de los contratos OIS corresponde a la tasa IBR esperada promedio durante el plazo del instrumento.

⁹¹ Para comparar las tasas de los TES con vencimiento superior a 1 año con la tasa IBR, se debe emplear la tasa de los contratos OIS, puesto que el plazo máximo de las tasas IBR es de 1 año.

Gráfico R1. 9. Diferencial entre las tasas de los TES y de los contratos Overnight Interest Swap (OIS) vs posición compradora de extranjeros en NDF de TES



Fuente: BanRep.

El precio del NDF depende del precio del TES subyacente, del IBR al plazo respectivo y un margen cobrado por las contrapartes locales. En este sentido, los incentivos de los agentes extranjeros responden a las expectativas de valorización de los TES y el costo de fondeo de las contrapartes locales (medido por el IBR al plazo respectivo) más un margen. De esta manera, para los inversionistas resulta rentable aumentar su exposición en el mercado de NDF de TES, dadas sus expectativas sobre la trayectoria futura de la TPM y las valorizaciones esperadas de los TES. Así, esta dinámica también coincide con el inicio del ciclo de recortes de tasas en Colombia. Esto se debe a que los precios pactados en estos contratos se calculan llevando a valor futuro el precio de contado del TES subyacente utilizando la tasa IBR (que captura las expectativas sobre la TPM). Así, cuando existe un diferencial elevado entre ambas tasas, los precios pactados en el NDF de TES resultan atractivos al ser más bajos que los precios de contado, lo que representa una oportunidad de ganancia en caso de valorización del TES.

Así, el negocio de los intermediarios locales radica en trasladar a los inversionistas extranjeros el costo de fondeo (medido por el IBR al plazo respectivo), más un margen de intermediación, de la posición que abren en el mercado de contado de TES para cubrir la venta del NDF. En ese sentido, los bancos presentan incentivos a ofrecer contratos de NDF de TES en la medida que ese margen de intermediación sea positivo y por una magnitud atractiva para ellos⁹².

A modo de ejemplo, se supone que un inversionista extranjero adquiere un contrato de compra de NDF, con plazo a 30 días, sobre un TES en pesos con vencimiento en 2026 (Tabla R1. 1). Suponiendo que esta negociación se realiza el 1 de julio de 2024, el extranjero recibiría una cotización del precio spot del TES subyacente a esa fecha igual a 102,7, y una tasa IBR al plazo del contrato (30 días) igual a 10,7%. Además, el banco comercial con el que negocia le cobra un margen de intermediación de 30 pb.

⁹² Los agentes consultados indicaron que la magnitud de ese margen depende de las condiciones de liquidez en el momento de apertura del contrato.

Según la Bolsa de Valores de Colombia, el precio pactado en los NDF de TES se calcula bajo la fórmula:

$$P_{pactado} = P_{de\ contado} * (1 + IBR_{plazo} + margen)^{plazo/365}$$

donde:

- $P_{pactado}$: corresponde al precio pactado en la fecha de negociación del NDF de TES
- $P_{de\ contado}$: corresponde al precio en el mercado de contado del título empleado en el NDF de TES en la fecha de vencimiento del contrato.
- $plazo$: corresponde al plazo del contrato de NDF de TES
- IBR_{plazo} : corresponde al IBR al plazo del contrato de NDF de TES
- $margen$: corresponde al margen que la contraparte local cobra sobre el IBR_{plazo} por abrir el contrato de NDF de TES.

Así, en este caso el contrato resulta beneficioso para el extranjero, puesto que la valorización del TES durante el periodo del contrato fue superior a la del IBR en ese mismo periodo. Aplicando esta expresión, el precio pactado en el contrato a 30 días sería de 103,6. Así, al vencimiento del contrato en 30 días, se compara el precio pactado (103,6) con el precio spot del TES a esa fecha (1 de agosto de 2024), que fue de 104,9.

Tabla R1. 1. Ejemplo de valoración de un NDF de TES

Negociación contrato		Vencimiento contrato	
TES subyacente:	TESCOP26	TES subyacente:	TESCOP26
Precio (1-Jul-24) (A):	102,7	Precio (1-Ago-24):	104,9
Rendimiento (1-Jul-24):	9,4%	Rendimiento (1-Ago-24):	8,6%
Fondeo (IBR1M - 1-Jul-24) (B):	10,7%	Valorización TES	27,9%
Margen (pb) (C):	30		
Plazo NDF (días) (D) :	30		
Precio pactado (Ago-24) (A*(1+B+C)^(D/365))	103,6		

Fuente: BanRep.

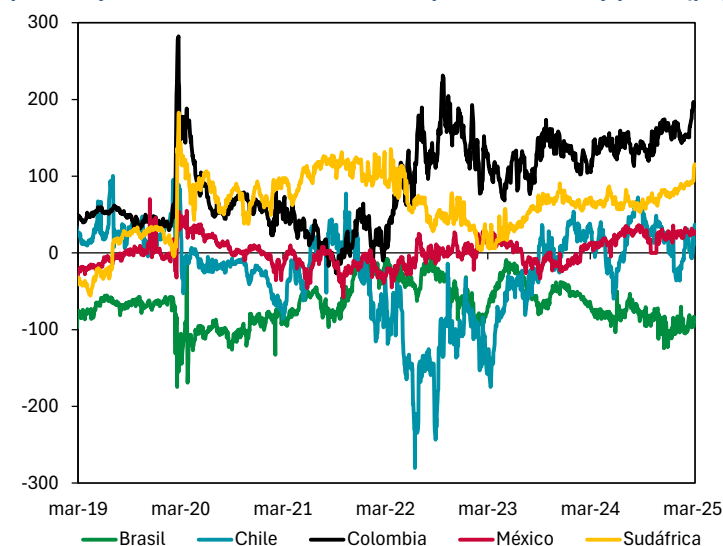
Nota: En la tabla se muestra el ejemplo de valoración de un NDF de TES con plazo al vencimiento de 30 días, el 1 de julio de 2024 sobre una referencia de TES denominado en pesos con vencimiento en 2026.

El precio en el mercado de contado de esta referencia al 1 de julio de 2024 fue de 102,7, y su tasa de rendimiento de 9,4%; la tasa de fondeo empleada para la valoración de este NDF es el IBR a 1 mes, que al 1 de julio de 2024 era de 10,7%; se supone que el intermediario cobra un margen de 30 puntos básicos sobre la tasa de fondeo; así, el precio pactado en este contrato de NDF es de 103,6; al 1 de agosto de 2024 la referencia de TES subyacente tiene un precio en el mercado de contado de 104,9 y una tasa de rendimiento de 8,6%, con lo cual su valorización durante los 3 días que estuvo vigente el contrato fue de 27,9%.

En este contexto, el diferencial elevado entre las tasas de los TES y los contratos OIS, como el observado desde 2023, podría explicarse en parte por el componente de la prima a término en las tasas de los TES. Esta prima podría estar relacionada con factores como la prima por riesgo inflacionario, el déficit fiscal, el apetito por riesgo en países emergentes, entre otros (*Ver Factores que pueden incidir en la resistencia de la curva de rendimientos en Colombia a invertirse*).

Además, este diferencial no solo se encuentra en niveles elevados en comparación con sus niveles históricos, sino también frente al de nuestros pares. En el Gráfico R1. 10 se observa el diferencial entre la tasa de los bonos de deuda pública los contratos OIS a dos años para Colombia y un grupo de países pares. Se observa que el diferencial de Colombia se encuentra por encima del de todos desde 2023, lo cual coincide con el incremento significativo de la posición compradora de extranjeros en NDF de TES. Lo anterior sugiere que la entrada importante de extranjeros en este mercado podría estar motivada por el atractivo relativo que presenta el mercado colombiano frente a otros con condiciones similares.

Gráfico R1. 10. Diferencial entre la tasa de los bonos de deuda pública y los contratos OIS a dos años para Colombia y pares (pb)



Fuente: Bloomberg.

Conclusiones

Desde julio del 2023, los inversionistas extranjeros han aumentado de forma importante su posición compradora en NDF de TES, pasando de COP 4 b antes de ese año, a COP 21 b al cierre del 1T25. Esta dinámica coincide con el inicio del ciclo de recortes de tasas en Colombia, las expectativas de mayores recortes en el mediano plazo, así como con un diferencial históricamente elevado entre las tasas de los TES y el IBR/OIS de Colombia frente a países comparables.

Las contrapartes locales, en su mayoría bancos comerciales, suelen asumir la posición vendedora en estos contratos frente a los extranjeros, cubriéndose luego mediante la compra de TES en el mercado de contado. Dado ese canal, la profundización del mercado de NDF de TES podría tener incidencia sobre la liquidez el mercado de contado de TES. Sin embargo, un desmonte desordenado de la posición compradora de extranjeros en NDF de TES, motivado por ejemplo por un cambio en sus expectativas sobre la valorización de los TES o sobre el ritmo de reducción de la TPM, podría generar una presión vendedora significativa por parte de las contrapartes locales en el mercado de contado de TES.

La caracterización de las relaciones transaccionales entre agentes locales y extranjeros sugiere un proceso de profundización del mercado. A pesar de tratarse de un mercado OTC, donde las transacciones se realizan de manera bilateral, se observa que los bancos extranjeros operan con múltiples contrapartes locales en un mismo periodo. Asimismo, se destaca de manera particular

que cuando los bancos locales tienen una matriz en el exterior, tienden a operar el producto preferentemente con este último. Estas características son relevantes porque brindan elementos para tener un mayor entendimiento de la microestructura de mercado.

Según conversaciones con agentes del mercado, los inversionistas extranjeros participantes en el mercado de NDF de TES serían principalmente fondos de cobertura (“*hedge funds*”), caracterizados por estrategias de inversión de corto plazo. Se estima que este tipo de agentes representan aproximadamente el 50% de la posición compradora de extranjeros en este mercado, mientras que en el mercado de contado predominan agentes con un horizonte de inversión de más largo plazo, como las autoridades monetarias y los fondos soberanos (25% del total).

Recuadro 2: Experiencia de los flujos de inversión extranjera en deuda pública de Colombia ante los rebalances del índice GBI-EM⁹³.

Introducción

El *Government Bond Index - Emerging Markets (GBI-EM)*⁹⁴, elaborado por JP Morgan, es el principal índice de referencia para los mercados globales de renta fija en moneda local de economías emergentes. Actualmente, Colombia hace parte del grupo de 19 países emisores cuyos bonos están incluidos en la canasta del índice. De acuerdo con sondeos realizados periódicamente por la misma entidad, este índice cuenta con más de USD 200 mil millones en activos que buscan replicarlo anualmente.

La ponderación de cada emisor dentro del índice se ajusta mensualmente. Tales ajustes reflejan tanto cambios en el valor de mercado de los bonos como en las reglas de construcción del índice, como por ejemplo ajustes en los criterios de elegibilidad o la inclusión de nuevas referencias u emisores⁹⁵.

Dada la variabilidad de las ponderaciones dentro del índice, y los ajustes que implementan los inversionistas que lo siguen, se han identificado algunos periodos en los que Colombia ha experimentado movimientos significativos en sus flujos de capital que coinciden con cambios en la participación del país dentro del GBI-EM (ver Romero, Vargas, Cardozo y Murcia, 2021). En particular, se han identificado 3 episodios en los que la ponderación de Colombia en el GBI-EM ha presentado un ajuste significativo por la inclusión de nuevos emisores en el índice: el incremento de su ponderación en marzo de 2014, cuando la ponderación de Colombia aumentó significativamente dentro del índice, así como la inclusión de China en febrero de 2020 y el ingreso de India en junio de 2024, episodios en los cuales la participación de Colombia y otros países emergentes se redujo gradualmente para dar lugar a los nuevos países dentro del índice.

Este recuadro analiza la dinámica de los flujos de inversión extranjera de portafolio en el mercado de deuda pública colombiana durante los episodios de ajustes significativos en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM. En general, estos rebalances generan flujos relevantes, con ventas de títulos locales cuando la ponderación del país disminuye, como ocurrió con la inclusión de China e India. La magnitud de estos movimientos depende en parte de la evolución de los activos bajo administración (AUM) de los fondos que replican el índice, que pueden amortiguar o acentuar las salidas. Además, los inversionistas indexados tienden a anticiparse a los cambios, concentrando sus ajustes al inicio de cada periodo de rebalanceo.

⁹³ Autores: Oscar Botero y Alejandra Barreto Ramírez. Las opiniones de este documento no comprometen ni representan la visión del Banco de la República ni a su Junta Directiva. Cualquier error u omisión es y será responsabilidad exclusiva de los autores.

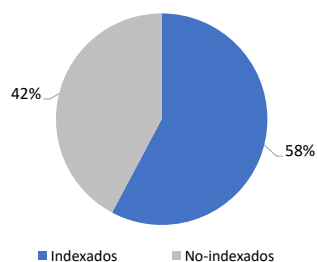
⁹⁴ Este índice mide el rendimiento de los bonos soberanos denominados en moneda local emitidos por un grupo de economías emergentes. Su versión "Global Diversified" limita la exposición a países con mayor ponderación mediante un esquema de asignación que reduce el peso de los emisores más grandes. Así, la participación de cada emisor dentro del índice tiene un techo del 10%, buscando una mayor diversificación geográfica.

⁹⁵ Los cambios en la ponderación de un país dentro del índice GBI-EM pueden obedecer tanto a factores de mercado (la valorización de los títulos o la apreciación de la moneda), como a factores de construcción del índice (efectos exógenos). Entre estos últimos se incluyen la metodología de ponderación (reduce la participación de grandes emisores y redistribuye la participación en países más pequeños), los criterios de elegibilidad de los títulos (al basarse en criterios de liquidez para la elegibilidad de los títulos, el rebalanceo de cada mes puede provocar salidas de ciertas referencias lo que lleva a cambios en las ponderaciones de los emisores) y la incorporación de nuevos emisores tras revisiones periódicas del cumplimiento de las condiciones de inclusión.

Identificación de los flujos de inversión extranjera indexada

Para los siguientes análisis, se toma como base la clasificación propuesta por Botero, Murcia y Villamizar (2025), quienes desarrollan una metodología para identificar a los inversionistas extranjeros con mayor propensión a replicar el comportamiento del índice GBI-EM en el mercado de deuda pública colombiano. Con base en esta clasificación, aproximadamente el 58% de las tenencias en deuda pública por parte de inversionistas extranjeros al cierre del 1T25 se encuentran en manos de agentes con alta propensión a estar indexados (*Gráfico R2. 1*). Al desagregar por tipo de inversionista extranjero, se destaca que los fondos de pensiones internacionales concentran la mayor proporción de inversionistas indexados dentro de su grupo (77% de sus tenencias de deuda pública), seguidos de las autoridades monetarias (62%) y los fondos mutuos (51%) (*Tabla R2. 1*).

Gráfico R2. 1. Distribución de las tenencias en deuda pública entre extranjeros indexados y no-indexados (% total – marzo 2025)



Fuente: BanRep y Botero, Murcia y Villamizar (2025).

Tabla R2. 1. Distribución de las tenencias en deuda pública entre extranjeros indexados y no-indexados (% de las tenencias por grupo – marzo 2025)

Tipo de agente extranjero	%Tenencias totales de extranjeros	%Tenencias en manos de indexados
Fondos mutuos	41%	51%
Fondos de pensiones internacionales	24%	77%
Autoridades monetarias	16%	62%
Otros	19%	32%

Fuente: BanRep y Botero, Murcia y Villamizar (2025).

Nota: Los porcentajes de la primera columna corresponden a la participación de las tenencias de deuda pública de cada grupo sobre las tenencias totales de extranjeros. Por su parte, los ponderadores de la segunda columna corresponden al porcentaje de tenencias en manos de inversionistas clasificados como que siguen el índice *GBI-EM Global Diversified* dentro de cada categoría de inversionistas extranjeros.

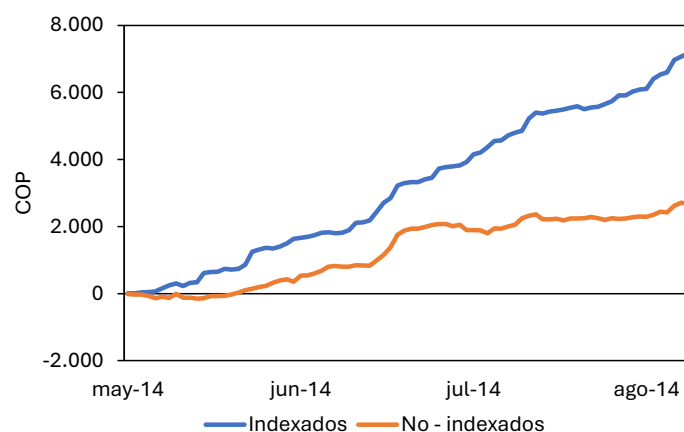
Para mayor detalle de la participación de estos agentes en el mercado de deuda pública, ver: *Caracterización de inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES*

Como se muestra en el *Gráfico R2. 1*, una proporción importante de la base de inversión extranjera en deuda pública corresponde a agentes con una alta propensión a seguir el índice GBI-EM, lo cual puede aumentar la sensibilidad del mercado local de deuda pública a factores externos. La literatura sobre flujos de capital sugiere que los inversionistas que siguen índices de referencia amplifican el impacto de los factores externos en los mercados locales (Ver Balston, Marc y Melin, 2013; Raddatz et al., 2017 y Arslanalp et al., 2015), aumentando el riesgo de salidas de capital desconectadas de las condiciones económicas locales. Asimismo, Sushko y Turner (2018), encuentran que el incremento en la participación de inversionistas con estrategias pasivas en los mercados de deuda pública, como los agentes indexados, aumenta la correlación de los rendimientos entre los títulos de deuda de países emergentes, disminuyendo la incidencia de los factores locales en la formación de precios de estos títulos.

Experiencia con los procesos de rebalanceo del índice GBI-EM

El primer cambio significativo que experimentó la participación de Colombia en el índice GBI-EM fue el aumento que JP Morgan realizó en su ponderación entre mayo y agosto de 2014⁹⁶, incrementándola de 3,31% a 7,61%. Tras este cambio, se observaron compras de inversión extranjera clasificada como indexada en deuda pública (*Gráfico R2. 2*). Durante esta ventana de 4 meses, los agentes indexados compraron en neto COP 7,0 b en títulos de deuda pública. Este comportamiento se debió a que estos inversionistas ajustaron sus portafolios comprando títulos soberanos de Colombia, debido al aumento de su ponderación en el índice. Además, en ese entonces se observó que los inversionistas extranjeros se anticiparon a la fecha de inicio del evento, y realizaron compras importantes de títulos de deuda desde principios de 2014.

Gráfico R2. 2. Flujos netos diarios acumulados de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexada y no indexada al índice GBI-EM Global Diversified– durante el aumento en la ponderación de Colombia (COP miles de millones)



Fuente: BanRep.

Algunos estudios sugieren que esta entrada importante de inversionistas clasificados como indexados al mercado de deuda pública local pudo haber relajado las condiciones financieras locales y aumentado la sensibilidad de las tasas de los títulos de deuda a factores externos. Autores como Romero, Vargas, Cardozo y Murcia (2021) encuentran que, tras el aumento de la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública en 2014, disminuyeron las tasas tanto de estos títulos como de los préstamos a nivel local. Además, encuentran evidencia de que posterior a este evento aumentó la sensibilidad de las tasas de los títulos de deuda pública a factores externos. Por su parte, Botero, Murcia y Villamizar (2025), encuentran que una mayor participación de inversionistas extranjeros indexados en el mercado de

⁹⁶ Los principales cambios regulatorios que influenciaron en esta decisión ocurrieron entre 2010 y 2013. Específicamente, se presentaron los siguientes cambios: i) en diciembre de 2010 se modificó el Régimen General de Inversiones de Capital del Exterior en Colombia y de Capital Colombiano en el Exterior con la cual se eliminó el requerimiento para los inversionistas extranjeros de constituir un Fondo de Inversión de Capital Extranjero para realizar sus inversiones en el mercado financiero local, permitiendo, a partir de ese momento, hacerlas a través de administradores locales; ii) la reforma tributaria de finales de 2012 redujo de 33% a 14% el impuesto de renta que tenían que pagar los inversionistas extranjeros por sus inversiones en TES; y iii) en octubre del 2013 se simplificó el cálculo de retención en la fuente aplicable a los títulos de renta fija. Estos cambios, más el fortalecimiento del grado de inversión en Colombia en 2011 y un escenario externo caracterizado por amplias condiciones de liquidez en los mercados internacionales, permitió que en 2014 JP Morgan anunciara el aumento de la participación de Colombia en tres de sus principales índices de deuda emergente. Para mayor detalle Ver (Romero, Vargas, Cardozo, & Murcia, 2021).

deuda pública puede aumentar la sensibilidad de las condiciones financieras locales al ciclo económico global.

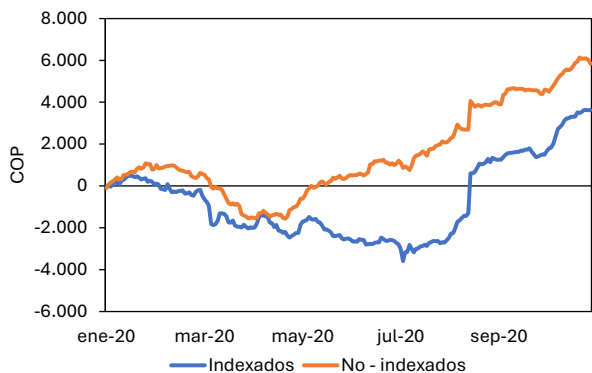
Puesto que las ventas de los inversionistas indexados pueden exacerbar las desvalorizaciones de los títulos de deuda, especialmente durante episodios de mayor aversión al riesgo global, analizamos también los episodios de rebalanceo que disminuyen la ponderación de Colombia, impulsando salidas por parte de estos agentes. JP Morgan evalúa periódicamente la elegibilidad de nuevos emisores para su incorporación dentro del índice GBI-EM. Después de cumplir con una serie de requisitos⁹⁷, se puede incluir un nuevo país. Este proceso usualmente se da en una ventana de 10 meses, durante los cuales la ponderación del nuevo emisor se incrementa gradualmente mediante aumentos uniformes hasta llegar al valor objetivo, al tiempo que disminuye proporcionalmente la ponderación del resto de los países incluidos en el índice. Típicamente estos ajustes se hacen al cierre de cada mes, lo cual permite caracterizar cómo los inversionistas extranjeros van ajustando sus portafolios más adelante.

Bajo esta metodología se han incluido dos nuevos emisores en el índice desde 2014, como resultado de lo cual la ponderación de Colombia ha disminuido. Entre febrero y noviembre de 2020 se realizó la inclusión de China, mientras que entre junio de 2024 y marzo de 2025 se hizo lo mismo con India. Ambos procesos se realizaron mediante incrementos mensuales de 1 punto porcentual hasta llegar a un peso objetivo de 10%. Como consecuencia del proceso de inclusión de China en 2020, la ponderación de Colombia en el índice disminuyó de 6,11% a 5,49% entre febrero y noviembre de ese año. Asimismo, entre junio de 2024 y marzo de 2025 el peso de Colombia en el índice pasó de 4,63% a 3,83%, por la inclusión de India.

Tras la disminución en la ponderación de Colombia por la inclusión de China e India en el índice GBI-EM, se observaron presiones iniciales a la baja en los flujos de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexada (Gráfico R2. 3 y Gráfico R2. 4). Así, en promedio, los agentes indexados realizaron ventas durante los 20 días posteriores a la fecha de cada rebalanceo mensual del índice (Gráfico R2. 5). En este contexto, se registraron flujos netos de los agentes extranjeros indexados por COP 3,6 billones (b) y COP -1.0 b en títulos de deuda pública durante los mismos periodos en los que se adelantaron los procesos de inclusión de China e India, respectivamente. Además, en el Gráfico R2. 5 se observa que, en promedio, la respuesta de estos agentes al rebalanceo mensual del índice parece presentarse de forma gradual en los días posteriores a la fecha de cambio en las ponderaciones. Esta dinámica se debió a que dichos inversionistas ajustaron sus portafolios comprando títulos soberanos de China e India, y vendiendo títulos emitidos por otras economías emergentes, entre ellas Colombia, que forman parte del GBI-EM, con el fin de ajustarse a las nuevas ponderaciones del índice.

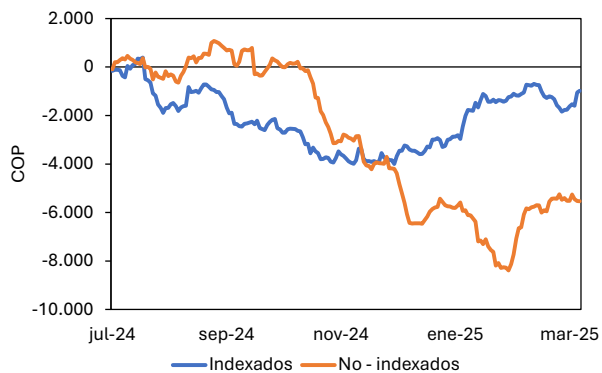
⁹⁷ Para ser incluido en el índice GBI-EM Global Diversified, un país debe cumplir con al menos uno de los siguientes criterios durante tres años consecutivos: (1) su Ingreso Nacional Bruto (INB) per cápita debe estar por debajo del Índice de Ingreso Máximo (*Index Income Ceiling*, IIC), definido por J.P. Morgan y ajustado anualmente según el crecimiento del INB mundial per cápita; o (2) su Índice de Paridad del Poder Adquisitivo (*Index Purchasing-Power-Parity Ratio*, IPR) debe estar por debajo del umbral establecido para mercados emergentes.

Gráfico R2. 3. Flujos netos diarios acumulados de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexada y no indexada al índice *GBI-EM Global Diversified* – durante el proceso de inclusión de China (COP miles de millones)



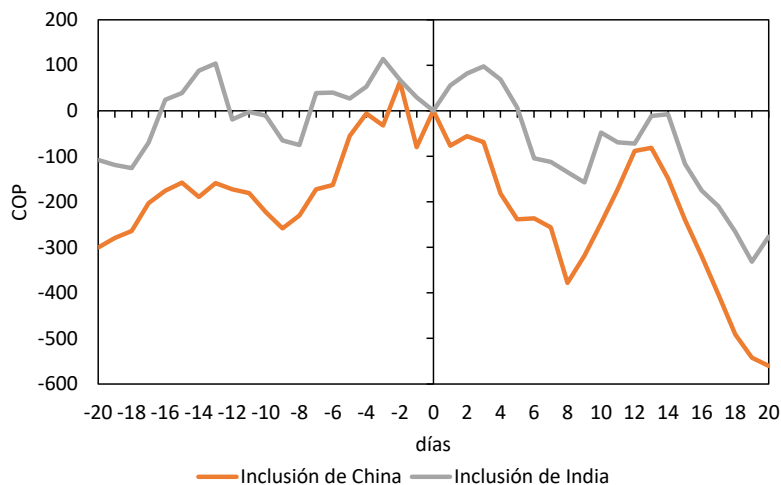
Fuente: BanRep.

Gráfico R2. 4. Flujos netos diarios acumulados de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexados y no indexados al índice *GBI-EM Global Diversified* – durante el proceso de inclusión de India (COP miles de millones)



Fuente: BanRep.

Gráfico R2. 5. Flujos promedio diarios acumulados de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexada al índice *GBI-EM Global Diversified*, 20 días alrededor de la fecha de rebalanceo mensual del índice – durante el proceso de Inclusión de China (2020) e India (2024) (COP miles de millones)



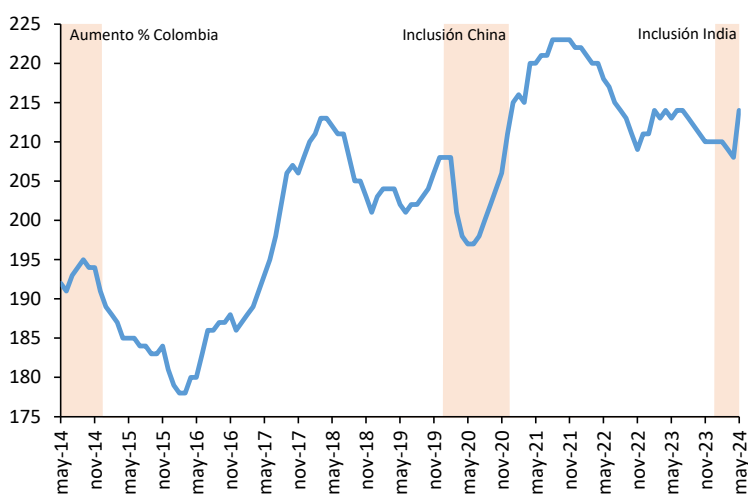
Fuente: BanRep.

Nota: La gráfica muestra los flujos promedio acumulados de inversión extranjera en deuda pública 20 días antes y 20 días después de los días de rebalanceo mensual (último día hábil de cada mes) del índice GBI-EM durante los periodos de 10 meses en los que se incluyeron a China e India como nuevos emisores en el índice.

Como se observa en el *Gráfico R2. 3* y en el *Gráfico R2. 4*, hacia las etapas finales de los procesos de inclusión de China e India en el índice GBI-EM se observó una corrección al alza en los flujos de inversión extranjera indexada. Este comportamiento pudo estar asociado a su vez con el incremento de los activos bajo administración (AUM, por sus siglas en inglés) de los fondos que replican este índice durante dichos periodos, dado que los AUM determinan la base de recursos disponibles para la inversión por parte de estos agentes (*Gráfico R2. 6*). Los AUM reflejan el valor total de los activos administrados por los portafolios que siguen el índice de referencia y son

estimados mensualmente por JP Morgan con base en encuestas a inversionistas. En la medida en que los AUM aumentan, es razonable esperar mayores entradas de inversión extranjera en los mercados de deuda pública de los países que forman parte del índice, dado el mayor volumen de recursos disponibles. Por el contrario, una reducción en los AUM podría traducirse en menores flujos de entrada o incluso en salidas de capital.

Gráfico R2. 6. Evolución de los activos bajo administración del índice GBI-EM Global Diversified (miles de millones de dólares)



Fuente: JP Morgan.

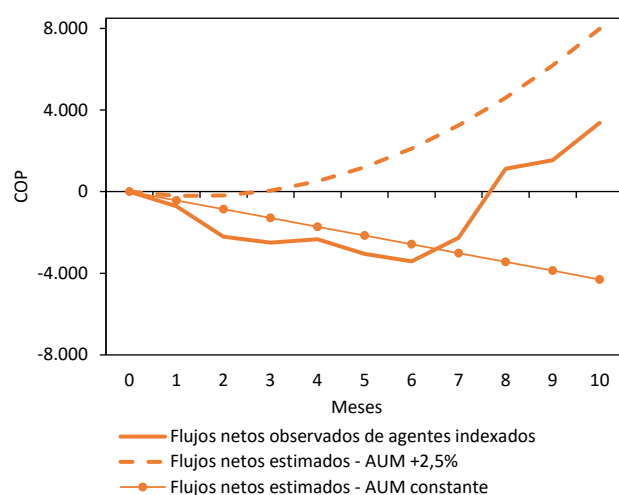
Para evidenciar la relevancia de los AUM en los flujos de los inversionistas indexados, se compararon los flujos observados con dos escenarios: uno en el que los AUM se mantienen constantes durante el periodo de rebalanceo y otro en el que aumentan un 2,5% de forma gradual (*Gráfico R2. 7 y Gráfico R2. 8*). El primer ejercicio, que aísla el efecto de la reducción en la ponderación de Colombia sin considerar cambios en los AUM, sugiere que las salidas habrían alcanzado COP 5 b y COP 8 b durante los procesos de inclusión de China e India, respectivamente (líneas con marcadores en forma de círculo en los gráficos). Estos flujos se estiman partiendo de la caída porcentual en el peso de Colombia en el índice durante los procesos de rebalanceo, para después calcular la reducción que deberían tener los portafolios de deuda pública colombiana de los inversionistas clasificados como indexados debido a este ajuste, teniendo en cuenta también una serie de supuestos adicionales⁹⁸. En contraste, el segundo ejercicio incorpora un aumento acumulado de 2,5% en los AUM del índice, distribuido en incrementos mensuales de 0,25%⁹⁹ (líneas punteadas en los gráficos). Así, se supone que estos aumentos se reflejan como entradas adicionales al portafolio de deuda pública de los inversionistas clasificados como indexados y, por lo tanto, se traducen en flujos netos de compra de estos agentes.

⁹⁸ El ejercicio se basa en los siguientes supuestos: *i*) los inversionistas clasificados como indexados, que representan el 53% de las tenencias de extranjeros en deuda pública, replican estrictamente la composición del índice, sin margen de desviación; *ii*) no se presentan variaciones en los factores de mercado durante los próximos diez meses, es decir, se asume estabilidad tanto en los precios de los títulos de deuda pública como en la tasa de cambio representativa del mercado (TRM); y *iii*) los inversionistas clasificados como no indexados no realizan ajustes en sus posiciones de deuda pública a lo largo del periodo de análisis.

⁹⁹ Este supuesto se fundamenta en el crecimiento promedio observado en los AUM durante los tres eventos de rebalanceo analizados en este recuadro

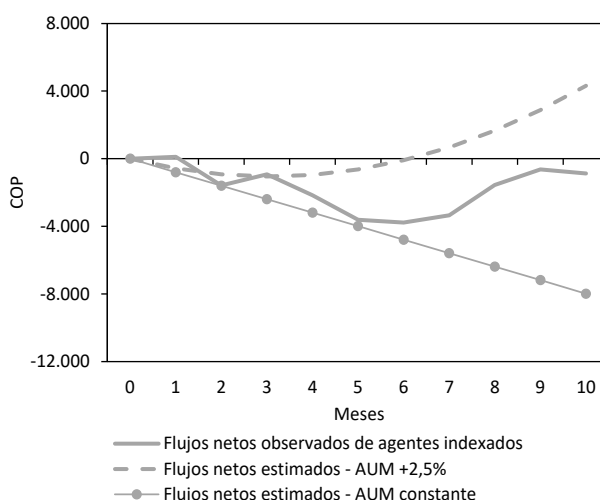
De esta manera, al tener en consideración los cambios en la ponderación de Colombia y los AUM del índice, se considera que este segundo factor pudo incidir en la recuperación de los flujos de inversión extranjera indexada hacia el cierre de los periodos de ajuste por la inclusión de India y China. Si bien el primer ejercicio sugiere una presión vendedora importante por parte de los inversionistas extranjeros indexados, por el efecto de la disminución en la ponderación de Colombia, el segundo ejercicio muestra que, si se consideran aumentos en los AUM, estos efectos se pueden aminorar, como se observó también con los datos observados para ambos eventos de rebalanceo.

Gráfico R2. 7. Flujos netos mensuales acumulados de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexada al índice GBI-EM Global Diversified – durante el proceso de inclusión de China (miles de millones)



Fuente: BanRep.

Gráfico R2. 8. Flujos netos mensuales acumulados de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexada al índice GBI-EM Global Diversified – durante el proceso de inclusión de India (miles de millones)



Fuente: BanRep.

Conclusiones

Los procesos de rebalanceo del índice GBI-EM pueden generar impactos significativos sobre los flujos de inversión extranjera en el mercado de deuda pública, dado que una proporción relevante de los inversionistas que participan en este segmento replica la composición del índice, lo cual también puede afectar la sensibilidad del mercado a factores externos. En este contexto, cambios en la ponderación de un país dentro de la canasta implican ajustes en los portafolios de estos agentes, los cuales se traducen en presiones de compra o venta sobre los títulos de deuda soberana de dicho país. En particular, cuando nuevos emisores son incorporados al índice, como ocurrió con China en 2020 e India en 2024, la participación relativa de otros países, entre ellos Colombia, tiende a disminuir, generando salidas de capital por parte de inversionistas indexados.

Un factor clave que incide en la magnitud y dirección de estos flujos es la evolución de los AUM del índice GBI-EM. Durante los procesos de rebalanceo analizados, se han observado aumentos en los AUM que podrían estar asociados con las recuperaciones en los flujos de inversión extranjera hacia el final de dichos periodos. Estos incrementos en los AUM tienden a suavizar las presiones de venta derivadas de una menor ponderación relativa, e incluso pueden generar compras netas, como se evidenció durante la inclusión de China e India. Por el contrario, caídas en los AUM amplifican las presiones de venta, como ocurrió al inicio del proceso de inclusión de India.

Por lo tanto, el monitoreo oportuno de la evolución de los AUM resulta fundamental para anticipar el impacto potencial de estos rebalances sobre el mercado local de deuda pública.

Adicionalmente, se ha identificado que los inversionistas extranjeros clasificados como indexados tienden a anticiparse a los cambios en la composición del índice, concentrando las ventas más significativas al inicio del periodo de rebalanceo. Este comportamiento fue evidente en los procesos de inclusión de China e India, donde se observaron flujos de salida relevantes al comienzo, seguidos por una recuperación parcial, posiblemente influida por variaciones en los AUM.

Referencias

Arslanalp, Serkan and Takahiro Tsuda. (2015) *“Emerging Market Portfolio Flows: The Role of benchmark” Driven Investors,* IMF Working Paper, 263.

Balston, Marc and Lionel Melin. (2013) *“Foreign Demand for EM Local Currency Debt,” Deutsche Bank EM Monthly: Diverging Markets.*

Botero, O., Murcia, A. y Villamizar, M. (2025) *“Foreign investment dynamics: The impact of benchmark-driven versus unconstrained investors on local credit conditions”.* Borradores de Economía 1309, Banco de la Republica de Colombia.

Raddatz, Claudio, Sergio Schmukler, and Tomas Williams. (2017) *“International asset allocations and capital flows: The benchmark effect”.* *Journal of International Economics*, 108.

Romero, J. V., Vargas, H., Cardozo, P., y Murcia, A. (2021) *“How foreign participation in the Colombian local public debt market has influenced domestic financial conditions”.* *Latin American Journal of Central Banking.*

Sushko, V., y Turner, G. (2018) *“The implications of passive investing for securities markets”.* *BIS Quarterly Review.*