

---

# REPORTE DE **MERCADOS FINANCIEROS**



**III TRIM/  
2025**

---



## Reporte de Mercados Financieros

### **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas Herrera

Gerente

### **Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales**

Andrés Murcia Pabón

Subgerente

### **Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados**

Wilmar Alexander Cabrera Rodríguez

Director

### **Sección Análisis del Mercado Cambiario y su Regulación**

Diego Alejandro Martínez Cruz

Jefe

### **Sección Análisis de Mercados Financieros**

Eduardo Yanquen Briñez

Jefe

### **Profesionales**

Alejandra Arteaga Arango

Camilo Andrés Orozco Vanegas

Cristhian Hernando Ruiz Cardozo

Ittza Alejandra Barreto Ramírez

Julian David Tovar Jimenez

Nataly Alexandra Díaz Gonzalez

Oscar David Botero Ramírez

Sara Ariza Murillo

### **Estudiantes en práctica profesional**

Daniel Eduardo Ramírez Hoyos

Xiomara Katerin Sánchez Andela

## 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 .....	11
2.5.	Mercado accionario.....	12
3.	Entorno internacional .....	12
4.	Percepción de riesgo a nivel local .....	17
5.	Mercado de renta fija y monetario .....	20
5.1.	Política monetaria e inflación en Latinoamérica .....	20
5.2.	Mercado monetario colombiano .....	23
5.3.	Mercado de deuda pública interna y externa .....	25
5.4.	Mercado de deuda privada .....	30
6.	Mercado cambiario .....	32
6.1.	Mercado cambiario global.....	32
6.2.	Mercado cambiario local .....	34
7.	Mercado accionario.....	37
8.	Recuadros.....	39
	Recuadro 1: Resultados de la Asistencia Técnica del FMI sobre el mercado cambiario colombiano. .....	39
	Recuadro 2: Simplificación del esquema de sanciones para las operaciones monetarias y cambiarías. ....	44

## Índice de Gráficos

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

## Reporte de Mercados Financieros

Gráfico 30. Curva spot de los TES en UVR.....	26
Gráfico 31. Indicador de utilización de capacidad de intermediación para el total del mercado de deuda.....	27
Gráfico 32. Flujos acumulados por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones de pesos) .....	28
Gráfico 33. Flujos acumulados de inversionistas extranjeros indexados y no-indexados al índice GBI-EM en el mercado de contado de TES .....	28
Gráfico 34. Compras netas acumuladas por año de los bancos en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos).....	29
Gráfico 35. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos).....	29
Gráfico 36. Posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año* .....	30
Gráfico 37. Spread entre las tasas de colocación de los CDT y los TES.....	31
Gráfico 38. Montos colocados en CDT desmaterializados por tasa .....	31
Gráfico 39. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la bvc.....	32
Gráfico 40. Variación de las principales monedas de análisis.....	33
Gráfico 41. Tasas de cambio de los países de análisis .....	33
Gráfico 42. Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica .....	35
Gráfico 43. Medidas del mercado cambiario .....	36
Gráfico 44. <i>Carry-to-risk ratio</i> (3 meses).....	36
Gráfico 45. Saldos netos de compra <i>forward</i> y <i>swaps</i> peso-dólar.....	36
Gráfico 46. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial .....	37
Gráfico 47. Evolución de los índices accionarios de la región.....	38
Gráfico 48. MSCI Colcap y volumen transado diario.....	38
Gráfico 49. Flujos netos en el mercado de renta variable colombiano por tipo de inversionista...38	

## Índice de Tablas

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 3T25 .....	8
Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación .....	20

## 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 tercer trimestre de 2025 (3T25) y los primeros días de octubre<sup>1</sup>. Además, destaca los principales factores que explican el comportamiento de estos mercados y sus interacciones, al tiempo que ofrece una descripción de los cambios en política monetaria y otras decisiones de los principales bancos centrales, con especial énfasis en las decisiones de los bancos de Latinoamérica.

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

Adicionalmente, en esta edición se incluyen dos recuadros. El primero presenta los principales resultados de la asistencia técnica brindada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 2014, orientada a evaluar el mercado cambiario colombiano y su marco regulatorio, así como a identificar estrategias que fortalezcan su desarrollo. Dicho ejercicio dio lugar a una serie de recomendaciones en las cuales el BanRep ha venido trabajando de manera continua (ver *Recuadro 1: Resultados de la Asistencia Técnica del FMI sobre el mercado cambiario colombiano*). El segundo recuadro expone el nuevo esquema de consecuencias por incumplimientos aplicable en el marco de las operaciones de mercado abierto (OMA), las operaciones de liquidez destinadas al normal funcionamiento del sistema de pagos y las operaciones de intervención cambiaria del BanRep (ver *Recuadro 2: Simplificación del esquema de sanciones para las operaciones monetarias y cambiarias*).

Durante el tercer trimestre de 2025 (3T25), los mercados financieros internacionales registraron un desempeño más estable en comparación con el trimestre anterior, en un entorno caracterizado por el recorte en la tasa de interés de la Reserva Federal (Fed) y expectativas de mayores reducciones en esta tasa de interés. Estos factores, junto con la moderación de algunos riesgos globales y el avance en las negociaciones comerciales internacionales, contribuyeron a una reducción generalizada de la volatilidad en los mercados financieros. Sin embargo, a comienzos de octubre se evidenció un repunte en la incertidumbre, asociado al cierre parcial del Gobierno estadounidense y a una nueva escalada en las tensiones comerciales entre EE. UU. y China.

En este contexto, durante el 3T25 las condiciones financieras globales continuaron siendo favorables, impulsadas por un mayor apetito por riesgo y un incremento de los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia economías emergentes. Sin embargo, a pesar de la mejora en las perspectivas de crecimiento global, el FMI advirtió que las proyecciones se mantienen por debajo

---

<sup>1</sup> Si bien el Reporte de Mercados Financieros se centra usualmente en el análisis de un trimestre específico, esta edición extiende su cobertura hasta el 15 de octubre de 2025.

de los niveles previos a la pandemia. La inflación permaneció por encima de las metas de los bancos centrales en la mayoría de las economías desarrolladas, lo que llevó a las autoridades monetarias a mantener una postura cautelosa y dependiente de la nueva información económica (ver *Entorno Internacional*).

En América Latina, la inflación y sus expectativas exhibieron comportamientos mixtos, manteniéndose en la mayoría de los casos por encima de los objetivos de los bancos centrales. En Colombia, la inflación aumentó y se ubicó en niveles similares a los observados al cierre de 2024, todavía por encima de la meta del BanRep. En este escenario, el BanRep mantuvo su tasa de política monetaria (TPM) en 9,25%, decisión que fue considerada prudente por el mercado ante el repunte inflacionario, los desafíos fiscales y la persistencia de presiones inflacionarias hacia adelante. Los inversionistas anticipan estabilidad en la TPM durante el resto del año y recortes graduales a partir de 2026 (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*).

En los mercados de deuda, los títulos del Tesoro de EE. UU. se valorizaron a lo largo de la curva, apoyados en expectativas de menores tasas de interés, mientras que en América Latina se registraron valorizaciones generalizadas en un entorno de mayor apetito por riesgo y menores niveles de volatilidad. En línea con esta tendencia, los títulos de deuda pública colombianos (TES) se valorizaron, favorecidos por expectativas de demanda por parte de entidades públicas, y en un entorno de mayor liquidez y menor volatilidad. No obstante, persisten los retos asociados a la sostenibilidad fiscal (ver *Mercado de deuda pública interna y externa*).

En el mercado cambiario, el dólar estadounidense (USD) presentó un comportamiento volátil y cerró el trimestre con un fortalecimiento marginal (ver *Mercado cambiario global*). Aun así, el peso colombiano (COP) lideró las apreciaciones entre las monedas emergentes, impulsado por su atractivo relativo para estrategias de *carry trade*, las expectativas asociadas a las operaciones de *Total Return Swaps* (TRS) del Gobierno y los flujos de oferta de dólares por parte de inversionistas extranjeros. En este contexto, la volatilidad del COP disminuyó y la liquidez del mercado cambiario mejoró (ver *Mercado cambiario local*).

Por último, los mercados accionarios globales extendieron la tendencia positiva del 2T25, apoyados en los sólidos resultados corporativos y en las expectativas de mayores recortes de la tasa de interés por parte de la Fed. En América Latina, los principales índices bursátiles también registraron valorizaciones, reflejo del mayor apetito por activos de riesgo. En el ámbito local, el índice MSCI Colcap mantuvo la senda de valorización observada durante el año, respaldado por resultados empresariales favorables (ver *Mercado accionario*). Todo lo anterior se detalla en la *Tabla 1*, que presenta la variación durante el 3T25 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.

## Reporte de Mercados Financieros

**Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 3T25**

	Tasa de política <sup>1</sup>	Tasa moneda local		Tasa de cambio <sup>2</sup>	Accionario	CDS 5 años <sup>3</sup>	EMBIG <sup>3</sup>	Commodity <sup>4</sup>
		2 años	10 años					
Reino Unido	-25	17	26	-2.1%	6.7%			
Japón	0	20	20	-2.7%	11.0%			
Alemania	0	16	8	-0.4%	4.3%	-1.0		
EE.UU.	-25	-11	-8	0.9%	7.8%	-0.4	-12.3	
Colombia	0	-23	-87	3.6%	12.2%	-30	-86	-0.9%
UVR		-33	-29					
Brasil	0	-6	14	2.0%	5.3%	-13	-30	-2.2%
México	-50	-49	-44	2.3%	9.5%	-17	-74	-4.2%
Chile	-25	-10	0	-3.3%	8.8%	-3	-20	-3.4%
Perú	-25	12	-29	2.0%	6.8%	-11	-35	-3.4%
Otros EM <sup>5</sup>	-25	0	-1	-0.5%	10.1%	-9	-37	1.1%

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

1. pb indica que la unidad de la variable bajo análisis se encuentra en puntos básicos. Las variaciones de las tasas de política, interés de los bonos soberanos en moneda local, CDS a cinco años y EMBI, se presentan en puntos básicos (pb).
2. Las variaciones positivas de la tasa de cambio reflejan una apreciación de esta.
3. El CDS y EMBIG de EE. UU. corresponden al Vix y al Move, respectivamente, mientras que el CDS de Alemania corresponde al Vstoxx.
4. Los *commodities* corresponden a petróleo Brent en el caso de Colombia, WTI en el caso de México, cobre en Chile y Perú, y soya en Brasil.
5. Otros EM corresponde a Turquía, Sudáfrica, Rusia, Indonesia, India, Tailandia, China, Malasia, Polonia y República Checa.

## 2. Resumen ejecutivo

### 2.1. Entorno internacional

Durante el 3T25, los mercados financieros internacionales estuvieron influenciados por el recorte en la tasa de interés por parte de la Fed, el fortalecimiento de las expectativas de una política monetaria más acomodativa en EE. UU. y la moderación de algunos factores de riesgo globales. Por su parte, se observó una reducción en los niveles de volatilidad observados en los principales indicadores internacionales durante el 3T25.

Los cambios en las expectativas de política monetaria en EE. UU., junto con la moderación de las tensiones comerciales internacionales, contribuyeron a una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento económico global. No obstante, el FMI advierte que dichas proyecciones aún se mantienen por debajo de los niveles observados antes de la pandemia. A su vez, la inflación se mantuvo por encima de las metas de los bancos centrales en la mayoría de las economías desarrolladas. En este contexto, los principales bancos centrales mantuvieron una postura monetaria cautelosa y dependiente de la nueva información.

Las expectativas de mediano plazo sobre la tasa de política monetaria aumentaron en la mayoría de las economías desarrolladas, con excepción de EE. UU. En línea con lo observado en el 2T25, las condiciones financieras globales mantuvieron una tendencia favorable durante el 3T25. En este entorno, se registraron unas mayores entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia las economías emergentes.

Durante el 3T25, el mercado de *commodities* mostró un comportamiento mixto. Mientras que los energéticos se desvalorizaron, los metales preciosos continuaron alcanzando máximos históricos. Otros *commodities* como el cobre y el café, presentaron alta volatilidad y una significativa valorización, respectivamente.

### 2.2. Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 3T25, los indicadores de percepción de riesgo para Colombia registraron un mejor desempeño frente a otras economías emergentes y países de la región, revirtiendo la tendencia observada en el 2T25. No obstante, estos indicadores continúan siendo elevados en términos relativos frente a sus pares. Este comportamiento pudo estar influenciado por factores globales, a pesar de un entorno local caracterizado por elevada incertidumbre. En este contexto, se espera que la evolución de la percepción de riesgo sobre Colombia, y, por ende, el comportamiento de los activos locales dependerá en gran medida de la trayectoria de las métricas fiscales y de las señales del Gobierno sobre su compromiso con un ajuste fiscal.

Por su parte, las expectativas de crecimiento económico se mantuvieron estables para 2025 y se ajustaron levemente a la baja para 2026, en un entorno caracterizado por la resiliencia del consumo privado y la persistente debilidad de la inversión.

## 2.3. Mercado de renta fija y monetario

### Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Durante el 3T25, las tasas de inflación en los países de la región mostraron comportamientos mixtos, manteniéndose en su mayoría por encima de las metas fijadas por sus bancos centrales. En Colombia, la inflación aumentó y en septiembre se ubicó en niveles similares a los de cierre de 2024, aún por encima del objetivo del BanRep.

Las expectativas implícitas de inflación en los mercados locales mostraron señales mixtas, mientras que las derivadas de encuestas aumentaron; ambas se mantienen por encima de la meta del BanRep. Por su parte, las expectativas de inflación de los demás países de la región se redujeron.

Las decisiones de política monetaria también fueron mixtas, los bancos centrales de Colombia y Brasil mantuvieron estables sus TPM, mientras que México, Perú y Chile las recortaron. En particular, el BanRep mantuvo la TPM en 9,25% durante el 3T25. Esta decisión fue considerada prudente por el mercado, en respuesta al repunte inflacionario, los retos fiscales y las mayores presiones inflacionarias a futuro.

Los mercados financieros prevén estabilidad en la tasa de política durante el resto del año y reducciones moderadas a partir de 2026.

### Mercado monetario colombiano

En línea con el objetivo operativo de la política monetaria, durante el 3T25 el BanRep adoptó medidas adicionales para mantener una liquidez adecuada en el sistema, evitando desviaciones significativas y persistentes del IBR *overnight* frente a la TPM. En particular, realizó operaciones de compra de TES por COP 4.9 billones (b - valor a precios de mercado).

Durante el trimestre continuó la moderación de la demanda por instrumentos de contracción monetaria del BanRep y el aumento en el volumen negociado en el mercado de simultaneas. Los depósitos de la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN) en el BanRep continuaron registrando bajos niveles y una alta volatilidad.

### Mercado de deuda pública interna y externa

En el 3T25, los títulos del Tesoro de EE. UU. se valorizaron a lo largo de la curva, ante expectativas de una política monetaria más acomodativa. En otras economías desarrolladas se observaron desvalorizaciones generalizadas. En Latinoamérica, la mayoría de los títulos soberanos se valorizaron favorecidos por un mayor apetito por riesgo, por recortes de tasas en algunos casos, y por factores idiosincráticos.

En línea con sus pares, los títulos colombianos se valorizaron durante el 3T25, apoyados por expectativas de mayor demanda de entidades públicas, y a pesar de la incertidumbre fiscal. Durante el 3T25, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) realizó operaciones de tesorería con bancos extranjeros por USD 9.400 millones (m). En lo corrido del año, el MHCP ha efectuado operaciones de canje de deuda por COP 114 b. Además, el saldo de TCO en circulación aumentó de forma importante.

El comportamiento de la deuda pública durante el 3T25 se dio en un entorno de mayor liquidez y menor volatilidad, a pesar de lo cual se observó una reducción en la capacidad de intermediación de los agentes en este mercado, como lo muestra el indicador de utilización de capacidad de

intermediación. En cuanto a los participantes del mercado local, los inversionistas extranjeros adquirieron TES principalmente por las operaciones de tesorería previamente señaladas. Sin considerar esas operaciones, mantuvieron la tendencia vendedora del 2T25, dirigidos por los inversionistas no-indexados al índice *GBI-EM Global Diversified*.

Excluyendo las operaciones de tesorería, las entidades públicas fueron los principales compradores de TES en el 3T25, mientras que los bancos comerciales realizaron ventas, en contraste con su tendencia a lo largo del año. Por su parte, los FPC retomaron las compras, reanudando la dinámica observada a comienzos de 2025.

En el mercado de TES a futuro, los inversionistas extranjeros redujeron su posición compradora neta durante el 3T25, revirtiendo la tendencia iniciada en 2023. Este comportamiento podría reflejar menores expectativas de valorizaciones de los TES por parte de estos inversionistas

En el mercado de deuda pública externa, el MHCP emitió bonos en euros por EUR 4.100 m (COP 19 b) en el 3T25. Además, recompró bonos en euros por EUR 715 m (COP 3 b) con vencimiento en 2026, y bonos en dólares con vencimiento entre 2027 y 2061 por USD 8.358 m (COP 33 b).

### **Mercado de deuda privada**

Las tasas y montos de colocación de Certificados de Depósito a Término (CDTs) se redujeron frente al trimestre anterior. Sin embargo, el financiamiento mediante emisiones de deuda corporativa aumentó durante el trimestre, superando los niveles registrados en la primera mitad del año.

## **2.4. Mercado cambiario**

En el 3T25, el dólar estadounidense (USD) tuvo un comportamiento volátil, cerrando con un fortalecimiento marginal, en línea con los ajustes en las expectativas sobre la TPM de la Fed, los cuales respondieron a indicadores económicos mixtos. No obstante, este repunte no revierte la debilidad acumulada en lo corrido del año. En este contexto, las monedas de países desarrollados se debilitaron también incorporando algunos factores idiosincráticos.

En la región, a excepción del peso chileno, las monedas se apreciaron favorecidas por mayores diferenciales de tasas, la tendencia débil del dólar, indicadores positivos de actividad económica y el repunte de algunos *commodities*.

Durante el 3T25, el peso colombiano (COP) se apreció frente al dólar, en línea con el comportamiento de la mayoría de las monedas de países pares emergentes analizados. El COP lideró las apreciaciones, respaldado posiblemente por su atractivo relativo a otras monedas para desarrollar estrategias de *carry trade*, así como las expectativas que generaron las operaciones de TRS del Gobierno, en torno a una mayor oferta de dólares por parte de esta entidad. Adicionalmente, la apreciación del COP estuvo soportada por flujos de oferta de dólares en el mercado de contado y *forward* peso-dólar por parte de los inversionistas extranjeros. En este contexto, la volatilidad del COP disminuyó en el trimestre, y la liquidez del mercado local mejoró.

## 2.5. Mercado accionario

El 3T25 fue positivo para los mercados de renta variable a nivel global. Las bolsas de países desarrollados continuaron valorizándose en línea con los sólidos resultados corporativos y las expectativas de mayores recortes de tasas por parte de la Fed. En este contexto y sumado al mayor apetito por activos riesgosos, los índices de la región también presentaron un repunte durante el trimestre. En detalle, a nivel local, el índice MSCI Colcap mantuvo la senda de valorización observada durante el año, respaldo por buenos resultados corporativos.

## 3. Entorno internacional

**Durante el 3T25, los mercados financieros internacionales estuvieron influenciados por el recorte en la tasa de interés por parte de la Fed, el fortalecimiento de las expectativas de una política monetaria más acomodativa en EE. UU. y la moderación de algunos factores de riesgo globales.** En su reunión de septiembre, la Fed redujo la tasa objetivo de los fondos federales en 25 puntos básicos (pb), en línea con las expectativas del mercado, respaldadas por los débiles datos laborales publicados en agosto<sup>2</sup> y septiembre<sup>3</sup>. Respecto al frente comercial, el FMI señaló en la edición de octubre del *World Economic Outlook* (WEO) que, aunque las tarifas arancelarias alcanzaron niveles históricamente altos en abril de 2025, posteriormente se redujeron como resultado de una serie de acuerdos comerciales<sup>4</sup> (*Gráfico 1*). Por su parte, a comienzos de julio, los mercados enfrentaron episodios de volatilidad derivados de la incertidumbre fiscal en Estados Unidos, asociada al proceso de aprobación del paquete fiscal denominado *Big Beautiful Bill*. Tras su aprobación, dicha volatilidad fue corregida.

**No obstante, en lo corrido de octubre (al 15), se intensificó la incertidumbre en los mercados financieros internacionales debido a dos eventos relevantes: el cierre parcial del Gobierno de EE. UU. y una nueva escalada en las tensiones comerciales entre EE. UU. y China.** El 1 de octubre, la falta de consenso presupuestario entre los partidos Demócrata y Republicano provocó el cierre parcial del Gobierno estadounidense, afectando el funcionamiento de agencias federales y comprometiendo la publicación de indicadores económicos clave como el empleo, el PIB y el IPC. En este contexto, el informe laboral correspondiente a septiembre no fue divulgado el 3 de octubre, y los datos de inflación previstos para el 15 tampoco fueron publicados, lo que generó preocupaciones sobre la disponibilidad de información para la toma de decisiones de política monetaria por parte de la Fed. Adicionalmente, el 10 de octubre, China anunció la imposición de aranceles portuarios a embarcaciones estadounidenses y restricciones a las exportaciones de tierras raras, en respuesta a medidas comerciales adoptadas por la administración Trump en abril. Como reacción, el presidente Donald Trump amenazó con incrementar hasta en un 100% los aranceles sobre productos chinos.

**Durante el 3T25 se observó una reducción en los niveles de volatilidad observados en los principales indicadores internacionales.** En particular, los índices de percepción de riesgo global,

---

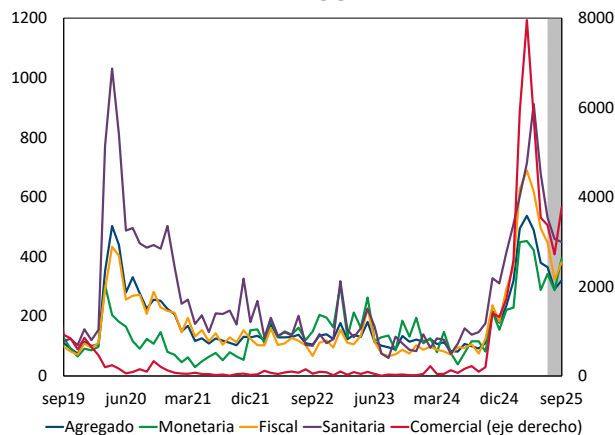
<sup>2</sup> El reporte de nóminas no agrícolas se ubicó en 73 mil en julio, por debajo de lo esperado (105 mil) y del dato previo (147 mil).

<sup>3</sup> El reporte de nóminas no agrícolas se ubicó en 22 mil en agosto, por debajo de lo esperado (75 mil) y del dato previo (73 mil).

<sup>4</sup> En conjunto, dichos anuncios contribuyeron a una disminución de las tasas arancelarias efectivas, que desde los máximos observados en abril se han ajustado hacia un rango estimado entre el 10% y el 20%. No obstante, el FMI advirtió que las tarifas continúan siendo significativamente más elevadas que en 2024 y que la incertidumbre comercial permanece alta.

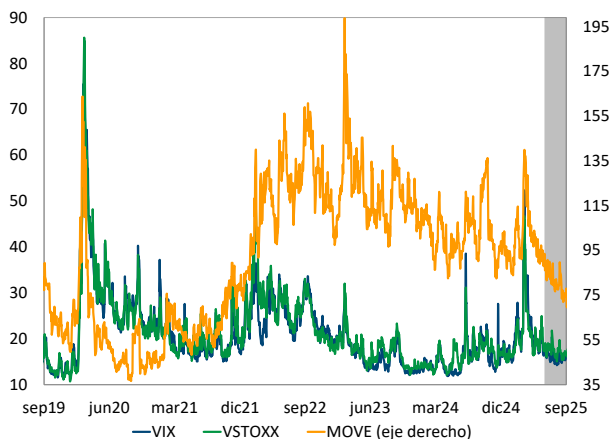
*Vix*<sup>5</sup> y *Vstox*<sup>6</sup>, mostraron relativa estabilidad, con disminuciones de 0,4 y 1,0 puntos, respectivamente. Por su parte, el índice *Move*<sup>7</sup>, presentó una corrección acumulada de 12,3 puntos durante el trimestre. Este indicador registró una corrección significativa a la baja en septiembre, en línea con la consolidación de expectativas de política monetaria menos restrictiva por parte de la Fed (*Gráfico 2*).

**Gráfico 1. Incertidumbre en política económica en EE. UU**



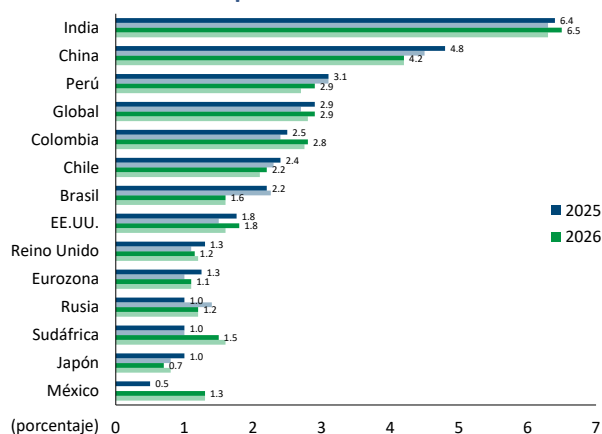
Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

**Gráfico 2. Indicadores de percepción de riesgo**



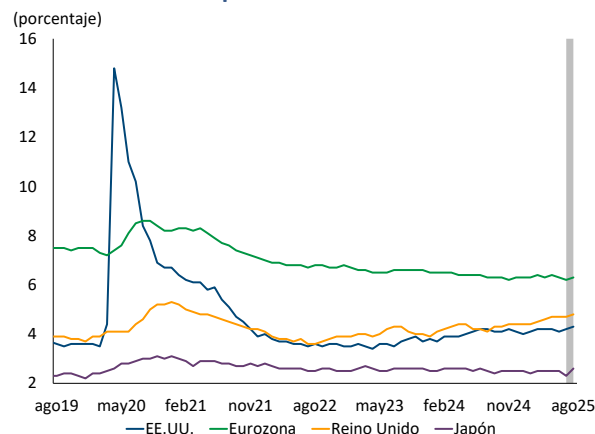
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 3. Expectativas de crecimiento**



Fuente: Bloomberg. Nota: Las barras más oscuras corresponden a las expectativas más recientes (septiembre) y las más claras a las expectativas de junio.

**Gráfico 4. Desempleo en economías desarrolladas**



Fuente: Bloomberg. Nota: Las cifras de desempleo se encuentran a agosto.

**Los cambios en las expectativas de política monetaria en EE. UU., junto con la moderación de las tensiones comerciales internacionales, contribuyeron a una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento económico global. No obstante, el FMI advierte que dichas proyecciones aún se mantienen por debajo de los niveles observados antes de la pandemia. Estos factores hicieron que las expectativas de crecimiento mundial para 2025 y 2026, según los agentes que responden la encuesta de Bloomberg, se ajustaron de 2,7% a 2,9% y de 2,8% a 2,9%, respectivamente. De**

<sup>5</sup> El *Vix* mide la volatilidad implícita en opciones a 30 días sobre el índice S&P 500.

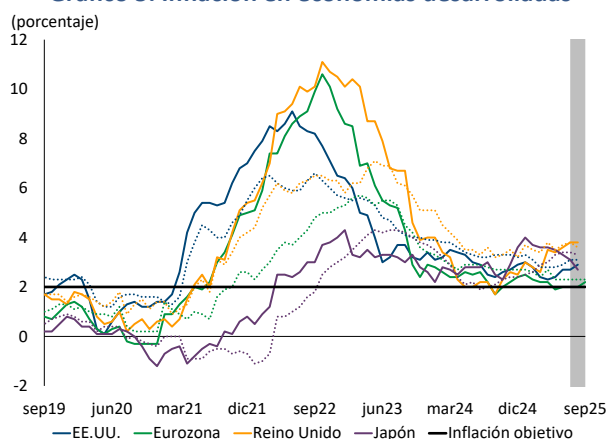
<sup>6</sup> El *Vstox* mide la volatilidad implícita en opciones a 30 días sobre el índice Euro Stoxx 50.

<sup>7</sup> El *Move* mide la volatilidad implícita en opciones a 30 días sobre bonos del Tesoro de EE. UU.

manera similar, el FMI, en la edición de octubre del WEO, elevó sus proyecciones para 2025 de 2,8% a 3,2%, y para 2026 de 3,0% a 3,1%, en comparación con las cifras publicadas en abril. En el caso de EE. UU., las expectativas de crecimiento recogidas por Bloomberg aumentaron de 1,5% a 1,8% para 2025 y de 1,6% a 1,8% para 2026. Asimismo, se observaron revisiones positivas en las proyecciones de algunos socios comerciales relevantes: México (+0,5 puntos porcentuales, pp), la Eurozona (+0,3 pp), Japón y el Reino Unido (+0,2 pp) (*Gráfico 3*). No obstante, el desempeño de los mercados laborales en las principales economías desarrolladas fue menos favorable, con aumentos en las tasas de desempleo respecto al trimestre anterior (*Gráfico 4*).

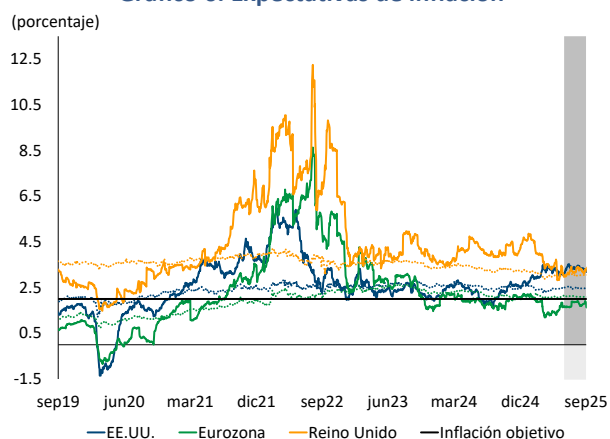
**La inflación se mantuvo por encima de las metas de los bancos centrales en la mayoría de las economías desarrolladas.** La única excepción fue la eurozona, donde la inflación se mantuvo en torno al objetivo del 2%, aunque el dato correspondiente a septiembre mostró una leve desviación al alza, ubicándose en 2,2%. En contraste, el resto de las economías avanzadas continuaron registrando niveles de inflación superiores a los objetivos establecidos por los bancos centrales<sup>8</sup>. La inflación básica<sup>9</sup> también registró una alta persistencia, en línea con el comportamiento observado desde el año anterior (*Gráfico 5*). Respecto a las expectativas de inflación a doce meses derivadas del mercado de *swaps*, estas se mantuvieron relativamente estables durante el trimestre, aunque con sesgos al alza<sup>10</sup> (*Gráfico 6*).

**Gráfico 5. Inflación en economías desarrolladas**



**Fuente:** Bloomberg. **Nota:** Las líneas sólidas corresponden a la inflación total y las punteadas a la inflación básica. Datos a agosto para EE. UU., Reino Unido y Japón.

**Gráfico 6. Expectativas de inflación**



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

**En este contexto, los principales bancos centrales mantuvieron una postura monetaria cautelosa y dependiente de la nueva información.** En línea con las decisiones adoptadas en la primera mitad del año, el Banco de Inglaterra (BoE) redujo su tasa de política monetaria en 25 pb en agosto. Por su parte, la Fed recortó en septiembre la tasa objetivo de los fondos federales en 25 pb y actualizó sus proyecciones económicas: elevó su estimación de crecimiento económico para el cierre de

<sup>8</sup> Al cierre de septiembre, la inflación anual se ubicó en 2,2% en la eurozona (junio: 2,0%). Para agosto, la inflación se ubicó en 2,9% en EE. UU. (junio: 2,7%), 3,6% en el Reino Unido (junio: 3,7%) y 2,7% en Japón (marzo: 3,3%).

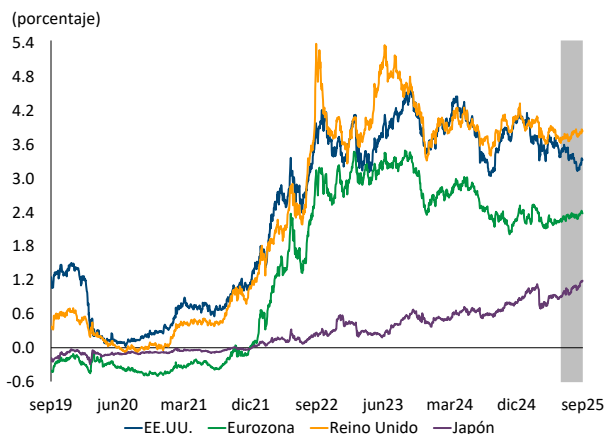
<sup>9</sup> Las medidas de inflación núcleo (o básica) excluyen componentes altamente volátiles o fuera del control de la política monetaria, como alimentos o bienes regulados (combustibles, servicios públicos, transporte), con el fin de capturar mejor la tendencia subyacente de precios. A septiembre, la inflación básica se ubicó en 2,3% en la eurozona (junio: 2,3%). A agosto la inflación básica se ubicó en 3,1% en EE. UU. (junio: 2,9%), 3,6% en el Reino Unido (junio: 3,7%) y 3,3% en Japón (junio: 3,4%).

<sup>10</sup> En EE. UU. y el Reino Unido, las expectativas de inflación aumentaron en 0,14 y 0,25 puntos porcentuales, respectivamente, alcanzando en ambos casos un nivel de 3,23%. En la Eurozona, el incremento fue de 0,18 puntos porcentuales, situándose en 1,83%.

2025 de 1,4% a 1,8%, mantuvo la tasa de desempleo en 4,5%, conservó sus previsiones de inflación PCE en 3,0% y de inflación PCE núcleo en 3,1% y redujo la tasa de los fondos federales de 3,9% a 3,6% para 2025, lo que sugiere recortes adicionales por 50 pb en lo que resta del año<sup>11</sup>. En contraste, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BoJ) optaron por mantener sus tasas de referencia sin cambios<sup>12</sup>.

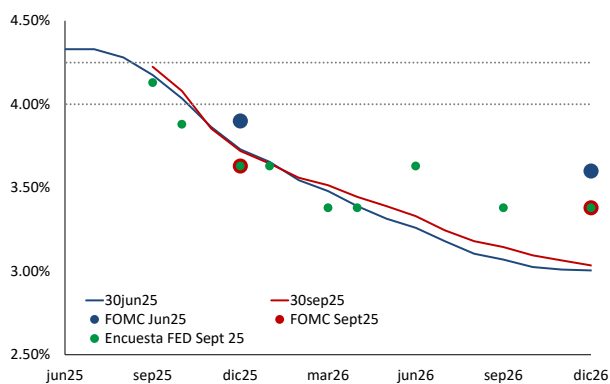
**Las expectativas de mediano plazo sobre la tasa de política monetaria aumentaron en la mayoría de las economías desarrolladas, con excepción de EE. UU.** Los mercados financieros ajustaron al alza sus proyecciones implícitas de tasas de interés<sup>13</sup>, en un contexto de persistencia inflacionaria por encima de las metas de los bancos centrales y de una postura cautelosa en sus decisiones de política monetaria (Gráfico 7). En contraste, en EE. UU., las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) pasaron de anticipar un recorte adicional en junio a prever dos recortes adicionales de 25 pb en septiembre para lo que resta de 2025, además del recorte ya realizado en esa misma reunión, en línea con lo anticipado por el mercado (Gráfico 8).

**Gráfico 7. Expectativas de política monetaria en economías desarrolladas a cinco años**



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

**Gráfico 8. Expectativas de política monetaria en EE. UU.**



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

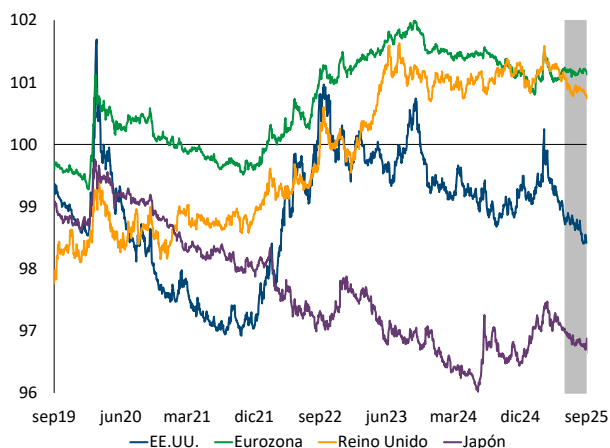
<sup>11</sup> En sus proyecciones para horizontes más amplios, la Fed realizó los siguientes ajustes: elevó sus estimaciones de crecimiento económico para 2026 y 2027, manteniéndolas estables para 2028 y el largo plazo; redujo ligeramente las tasas de desempleo proyectadas; revisó al alza la inflación PCE y núcleo para 2026, manteniéndolas estables en los años siguientes; y ajustó a la baja la tasa esperada de los fondos federales para 2026 y 2027, con estabilidad en 2028 y el largo plazo.

<sup>12</sup> Al cierre de septiembre, el rango objetivo de la tasa de los fondos federales en Estados Unidos se ubicó entre 4,00 % y 4,25 %. En la Eurozona, el BCE mantuvo sin cambios sus tasas de referencia: la facilidad de depósitos en 2,00 %, la tasa de refinanciación en 2,15 % y la facilidad de crédito marginal en 2,40 %. El BoE ubicó su tasa de política monetaria en 4,00 % y anunció una reducción en el ritmo de disminución de sus tenencias de gilts, pasando de £100 mil millones a £70 mil millones durante los próximos 12 meses. Por su parte BoJ mantuvo su tasa de referencia en 0,50 % y comunicó el inicio de un proceso gradual de reducción de sus tenencias de fondos cotizados en bolsa (ETFs) en aproximadamente 330 mil millones de yenes anuales, y de sus posiciones en fideicomisos de inversión inmobiliaria japoneses (J-REITs) en cerca de 5 mil millones de yenes anuales.

<sup>13</sup> Estimaciones basadas en el mercado de *Overnight Index Swap* (OIS), que refleja las expectativas sobre la tasa de política monetaria promedio a distintos plazos. En el caso del BCE, las expectativas a cinco años pasaron de aumentos de 25 pb en junio a 40 pb en septiembre. En el Reino Unido, las expectativas de recortes por parte del BoE se moderaron de 60 pb a 20 pb en el mismo periodo. Por su parte, en Japón, el mercado incrementó sus expectativas de subidas en la tasa de referencia del BoJ, pasando de 40 pb a 70 pb a cinco años.

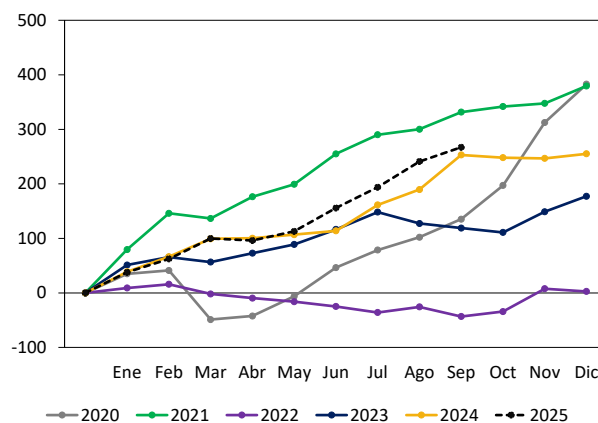
En línea con lo observado en el 2T25, las condiciones financieras globales<sup>14</sup> mantuvieron una tendencia favorable durante el 3T25. Esta mejora respondió, en términos generales, al buen desempeño del mercado accionario (ver *Mercado accionario*) y al debilitamiento de las monedas de las principales economías desarrolladas, con excepción de Estados Unidos, donde la fortaleza marginal del dólar limitó este efecto (ver *Mercado cambiario*). En el caso de EE. UU., la mejora también estuvo asociada a la reducción de tasas de interés (ver *Mercado de renta fija y monetario*). Sin embargo, en algunas economías desarrolladas este entorno positivo fue parcialmente contrarrestado por aumentos en las tasas de interés de largo plazo. En Reino Unido, el alza respondió a la incertidumbre fiscal; en Japón, a tensiones políticas internas<sup>15</sup>; y en la Eurozona, al impacto de la crisis política y fiscal en Francia<sup>16</sup>, lo que mantuvo las condiciones financieras relativamente estables en esa región (*Gráfico 9*).

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.

En este entorno, se registraron unas mayores entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia las economías emergentes. De acuerdo con cifras preliminares del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés)<sup>17</sup>, en el 3T25 se acumularon entradas netas por USD 111,4 miles de millones (mm)<sup>18</sup> hacia las regiones de países emergentes, concentradas principalmente en China (USD 59,4 mm). Estas entradas para la muestra total fueron superiores a las observadas durante el trimestre anterior (USD 55,9 mm). En Latinoamérica, las entradas

<sup>14</sup> Las condiciones financieras reflejan el canal a través del cual la política monetaria afecta la actividad económica. Un índice de condiciones financieras suele incluir variables como el tipo de cambio, los *spreads* de deuda corporativa, el comportamiento del mercado accionario y las tasas de interés a diferentes plazos. Un aumento (reducción) del índice de condiciones financieras se interpreta como un apretamiento (relajamiento) de las mismas, lo que implica una menor (mayor) actividad económica.

<sup>15</sup> El 7 de septiembre el primer ministro Shigeru Ishiba anunció su renuncia, lo que, según Bloomberg, podría aumentar la incertidumbre entre inversionistas hasta la elección de un nuevo líder, prevista para inicios de octubre.

<sup>16</sup> El 8 de septiembre el parlamento francés destituyó al primer ministro François Bayrou tras rechazar su plan de austeridad para reducir la deuda pública, siendo la segunda destitución de un primer ministro en nueve meses. El 12 de septiembre Fitch redujo la calificación crediticia de Francia de AA- a A+, con perspectiva estable, debido a la inestabilidad política y al deterioro de sus finanzas públicas.

<sup>17</sup> Según el *Capital Flows Tracker* de septiembre de 2025. Los datos, correspondientes al periodo febrero 2023–febrero 2025, son preliminares y están sujetos a revisión en futuras actualizaciones.

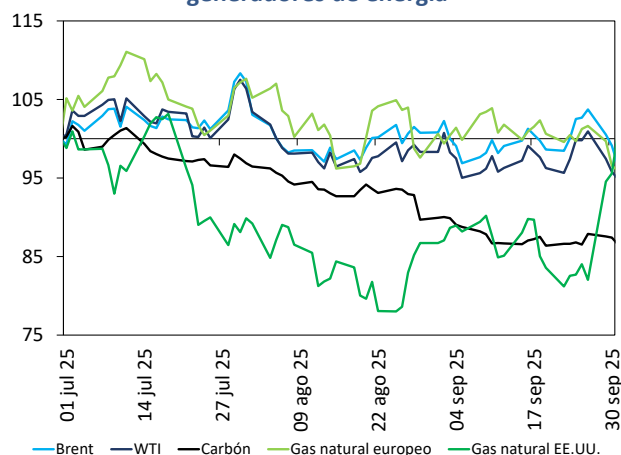
<sup>18</sup> Estas cifras se explican por entradas netas de USD 94,9 mm y USD 16,6 mm al mercado de renta fija y mercado de renta variable, respectivamente.

ascendieron a USD 29,5 mm, distribuidas entre el mercado de deuda (USD 23,2 mm) y el mercado accionario (USD 6,3 mm, *Gráfico 10*).

**Durante el trimestre, el mercado de *commodities* mostró un comportamiento mixto. Mientras que los energéticos se desvalorizaron, los metales preciosos continuaron alcanzando máximos históricos<sup>19</sup>. Los precios del petróleo WTI<sup>20</sup> y Brent cayeron 4,2% y 0,9%, respectivamente, a su vez, el gas natural licuado (GNL) y el carbón registraron caídas, afectados por el aumento de inventarios y una mayor oferta, en un contexto de menor demanda global (*Gráfico 11*). En contraste, el oro y la plata se fortalecieron como activos refugio ante la persistencia de ciertos focos de incertidumbre y la debilidad acumulada del dólar en el año, lo que consolidó la valorización vista desde el trimestre anterior.**

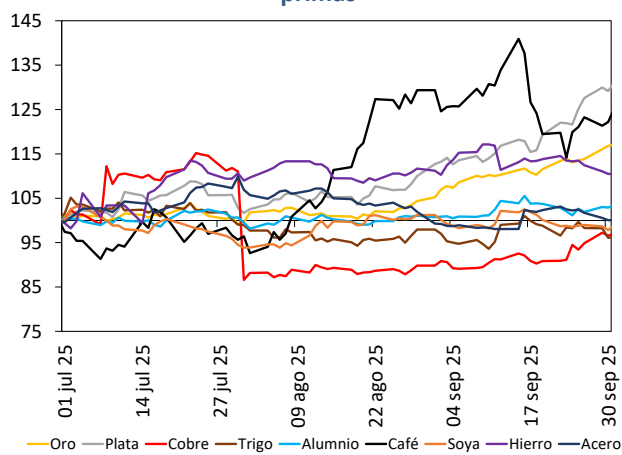
**Otros *commodities* como el cobre y el café, presentaron alta volatilidad y una significativa valorización, respectivamente (*Gráfico 12*). Aunque el cobre alcanzó máximos históricos a finales de julio<sup>21</sup>, impulsado por expectativas de nuevos aranceles en EE. UU., corrigió tras conocerse que el cobre refinado utilizado en la industria quedaría excluido de las medidas. Con esto, cerró el trimestre con una caída del 3,4%. Por su parte, el café se valorizó un 22,2%, impulsado por tensiones comerciales entre EE. UU y Brasil<sup>22</sup> pese al aumento de oferta desde países productores.**

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



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

**Gráfico 12. Cambio en los precios de otras materias primas**



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

## 4. Percepción de riesgo a nivel local

**Durante el 3T25, los indicadores de percepción de riesgo para Colombia registraron un mejor desempeño frente a otras economías emergentes y países de la región, revirtiendo la tendencia observada en el 2T25. No obstante, estos indicadores continúan siendo elevados en términos relativos frente a sus pares. En particular, el *Credit Default Swap*<sup>23</sup> (CDS, *Gráfico 13*) se redujo en**

<sup>19</sup> El oro alcanzó su máximo histórico el 30 de septiembre de 2025, con un precio de 3.858,96 USD por onza troy. Por su parte, la plata registró su nivel más alto en catorce años el 29 de septiembre de 2025, al cotizarse en 46,93 USD por onza troy.

<sup>20</sup> *West Texas Intermediate*.

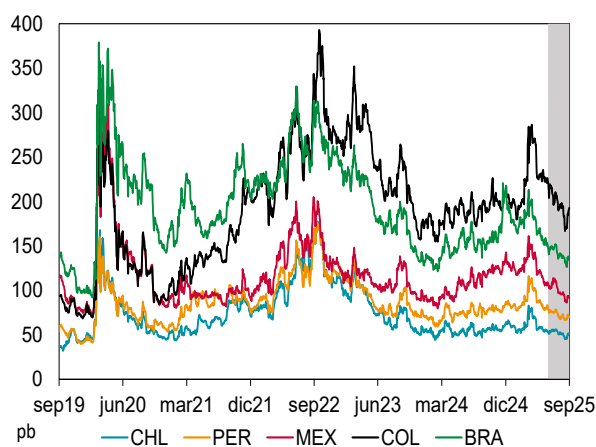
<sup>21</sup> El 23 de julio de 2025 el cobre alcanzó su máximo histórico de 579,5 USD por libra.

<sup>22</sup> El 6 de agosto de 2025 entraron en vigor aranceles del 50% impuestos por EE. UU. a productos brasileños, incluido el café.

<sup>23</sup> 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.

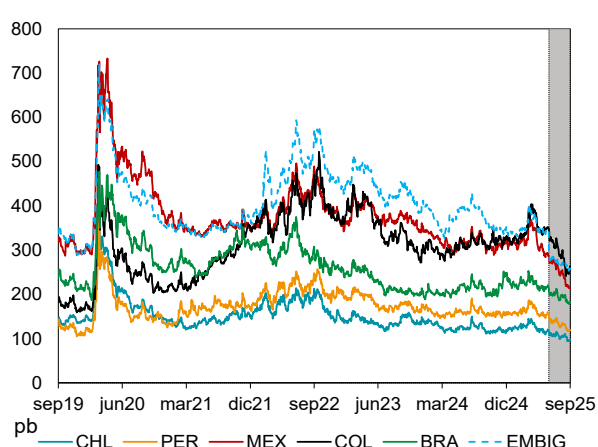
30 puntos básicos (pb) en Colombia, mientras que las disminuciones en México, Brasil, Perú y Chile fueron de 17 pb, 13 pb, 11 pb y 3 pb, respectivamente. Por su parte, el índice CDX.EM, que refleja el riesgo crediticio de un conjunto de países emergentes, registró una caída de 9 pb. En la misma línea, el *Emerging Market Bond Indexes*<sup>24</sup> (EMBI, *Gráfico 14*) de Colombia presentó una disminución de 86 pb, superior al promedio de reducción observado en la región (40 pb) y en una muestra de países emergentes (37 pb).

**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 pudo estar influenciado por factores globales, a pesar de un entorno local caracterizado por elevada incertidumbre.** Algunos factores locales corresponden a: *i*) la discusión del Presupuesto General de la Nación (PGN) para 2026, por COP 556,9 b, con un faltante de COP 26,3 b que se espera cubrir mediante una reforma tributaria aún no presentada. En caso de no ser aprobado por el Congreso, el Gobierno podría expedir el presupuesto por decreto, como ocurrió el año anterior; *ii*) la decisión de EE.UU. de descertificar a Colombia en la lucha contra el narcotráfico<sup>25</sup>; *iii*) la incertidumbre alrededor de la ejecución de operaciones de manejo de deuda por parte del MHCP, en un contexto en donde la caja del Gobierno Nacional alcanzó mínimos históricos<sup>26</sup>; y *iv*) la cancelación de la Línea de Crédito Flexible (LCF)<sup>27</sup> tras la revisión del Artículo IV, en el que se señalaron los retos fiscales del país<sup>28</sup>, luego de la suspensión del acceso a estos recursos desde abril.

<sup>24</sup> 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).

<sup>25</sup> Medida que, aunque no implica una suspensión inmediata de la asistencia económica, podría afectar la confianza inversionista y el acceso a financiamiento multilateral.

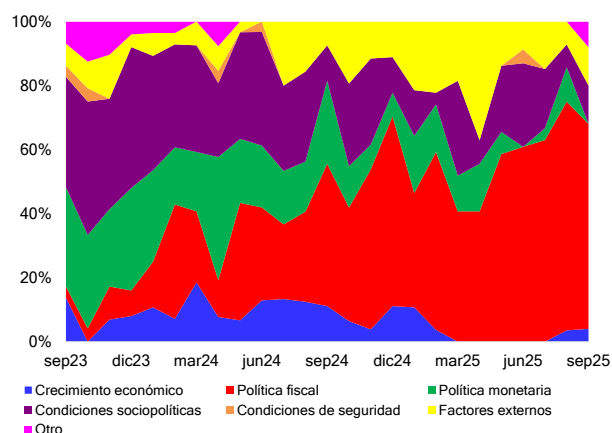
<sup>26</sup> El 8 de agosto, la posición de caja del Gobierno Nacional alcanzó un mínimo de COP 1,7 b, reflejando presiones transitorias sobre la liquidez fiscal.

<sup>27</sup> Ver comunicado de prensa del BanRep: [Cancelación del acuerdo de la Línea de Crédito Flexible del Fondo Monetario Internacional | Banco de la República](#).

<sup>28</sup> Ver comunicado de prensa del FMI: [IMF Executive Board Concludes 2025 Article IV Consultation with Colombia](#).

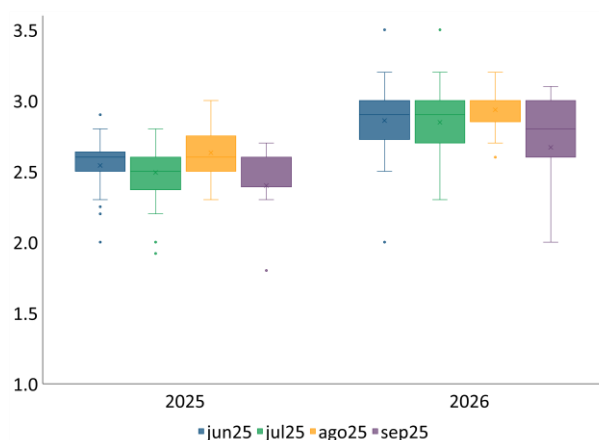
Se espera que la evolución de la percepción de riesgo sobre Colombia, y, por ende, el comportamiento de los activos locales dependerá en gran medida de la trayectoria de las métricas fiscales y de las señales del Gobierno sobre su compromiso con un ajuste fiscal. Esta percepción se refleja en los resultados de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF)<sup>29</sup>, en la cual la situación fiscal se consolidó como el principal determinante en las decisiones de inversión durante el trimestre, alcanzando un máximo histórico del 71% en agosto, 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**

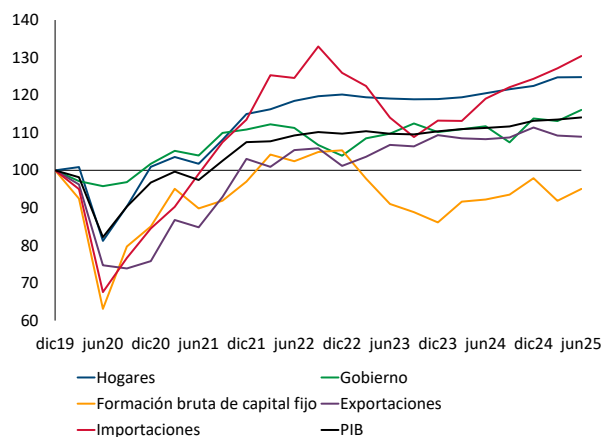


Fuente: EOF. Al interior de cada caja se encuentran aquellas observaciones que hacen parte del rango intercuartílico (entre el percentil 25 y el 75). También se presentan por fuera de cada caja los valores mínimo y máximo (líneas verticales) y los outliers (puntos). La línea horizontal al interior de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

Por su parte, las expectativas de crecimiento económico se mantuvieron estables para 2025 y se ajustaron levemente a la baja para 2026, en un entorno caracterizado por la resiliencia del consumo privado y la persistente debilidad de la inversión. De acuerdo con los resultados de la EOF, la mediana de las proyecciones de crecimiento de los analistas se ubicó en 2,6% para 2025, mientras que para 2026 se redujo de 2,9% a 2,8% (Gráfico 16). En cuanto al desempeño reciente, el DANE reportó un crecimiento interanual del PIB de 2,1% en el 2T25, por debajo del 2,7% previsto por el mercado. Sin embargo, en julio la actividad económica registró una aceleración significativa, con una variación anual de 4,3%, superando tanto la expectativa del mercado (2,6%) como el dato de junio (3,0%). Este repunte sugiere una mejora puntual en el ritmo de expansión, aunque persiste la heterogeneidad entre los componentes del gasto. El consumo de los hogares se mantiene por encima de niveles prepandemia, mientras que la inversión, medida como formación bruta de capital fijo, continúa rezagada, en contraste con el resto de los componentes (Gráfico 17). Este rezago es más pronunciado en Colombia frente a otras economías de la región (Gráfico 18), lo que representa un riesgo estructural para el crecimiento de largo plazo.

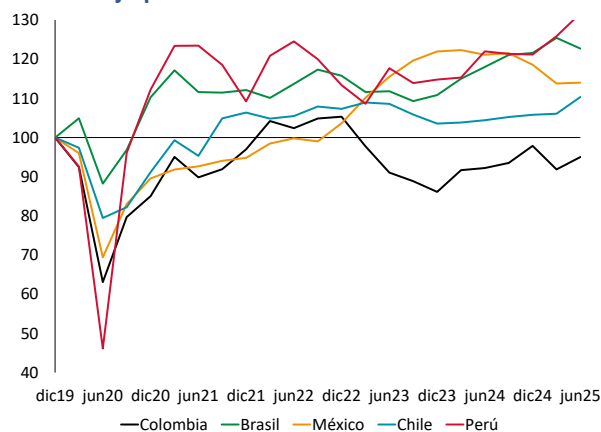
<sup>29</sup> Encuesta hecha mensualmente por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

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



Fuente: DANE. Base 100 4T19. Datos al 2T25.

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



Fuente: DANE, Haver. Base 100 4T19. Datos al 2T25.

## 5. Mercado de renta fija y monetario

### 5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Durante el 3T25, las tasas de inflación en los países de la región mostraron comportamientos mixtos (Gráfico 19), manteniéndose en su mayoría por encima de las metas fijadas por sus bancos centrales (Tabla 2). En México<sup>30</sup> y Brasil<sup>31</sup> la inflación se redujo frente a lo observado el trimestre anterior, y continúan por encima de la meta de sus bancos centrales. En contraste, en Chile la inflación aumentó frente al trimestre previo y permanece por encima del objetivo del Banco Central de Chile (BCh)<sup>32</sup>. Por su parte, en Perú<sup>33</sup> la inflación cayó y continúa por debajo de la meta del banco central.

**Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación**

País	Jun 2025	Sep 2025	Meta
COL	4,82%	5,18%	3,00%
BRA	5,35%	5,17%	3,00%
CHL	4,12%	4,40%	3,00%
MEX	4,32%	3,76%	3,00%
PER	1,69%	1,36%	2,00%

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

<sup>30</sup> Si bien la inflación anual se ubicó por debajo de lo observado en el trimestre anterior, en los últimos dos meses ha mostrado incrementos. La presión inflacionaria reciente se explica, en parte, por aumentos en la inflación básica, la cual se ubicó en septiembre en 4,28%, frente al 4,24% registrado en junio.

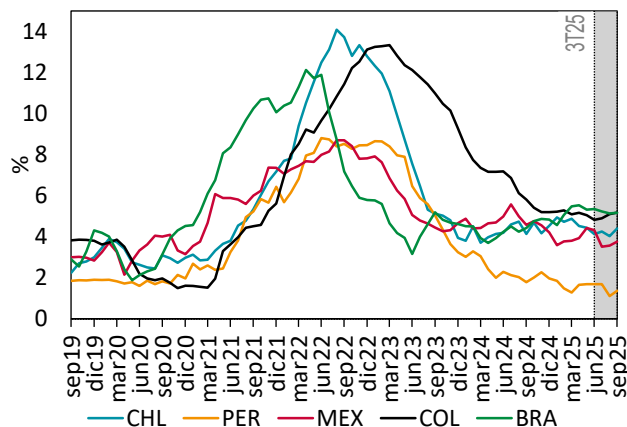
<sup>31</sup> El nivel de inflación por encima de la meta se relaciona con un aumento significativo en los precios de los alimentos, explicado, entre otros factores, por la sequía registrada a lo largo del año anterior. En septiembre, la inflación de alimentos se ubicó en 6,61%, ligeramente por debajo del 6,66% observado en junio.

<sup>32</sup> El nivel de inflación por encima de la meta del banco central se explica principalmente por el aumento en los precios de los servicios básicos (9,8%), los alimentos y bebidas no alcohólicas (4,9%), y los restaurantes y servicios de alojamiento (6,6%).

<sup>33</sup> La inflación se mantiene por debajo de la meta establecida por el banco central, principalmente debido a la baja inflación de los alimentos, que en septiembre se ubicó en 0,6%. Por su parte, la inflación excluyendo alimentos y energía se situó en 1,8%, muy cerca del objetivo del banco central.

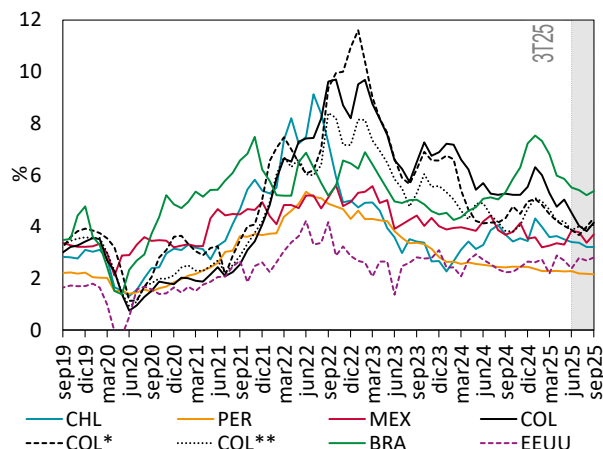
**En Colombia, la inflación aumentó y en septiembre se ubicó en niveles similares a los de cierre de 2024, aún por encima del objetivo del BanRep.** Este aumento se explica principalmente por el incremento en la inflación de alimentos, que pasó de 4,31% en junio a 6,21% en septiembre, y por el leve repunte de la inflación sin alimentos ni regulados, que subió de 4,77% a 4,83% en el mismo periodo. Ambas medidas se mantienen por encima del objetivo del BanRep, fijado en 3%.

**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, países de la región y EE. UU.**



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. **Notas:** \* Corresponde al BEI extraído del mercado de derivados. \*\* Corresponde a las expectativas ajustadas por primas por liquidez y riesgo inflacionario.

**Las expectativas implícitas de inflación en los mercados locales mostraron señales mixtas (Gráfico 20), mientras que las derivadas de encuestas aumentaron; ambas se mantienen por encima de la meta del BanRep. Por su parte, las expectativas de inflación de los demás países de la región se redujeron.** Durante el 3T25, el *Break-Even Inflation* (BEI)<sup>34</sup> promedio en Colombia, BEI ajustado por primas por riesgo inflacionario<sup>35</sup> y el *swap* BEI<sup>36</sup> a un año variaron -39 pb, +22 pb y +45 pb, ubicándose en 4,15%, 4,08% y 4,33%, respectivamente. Por su parte, las expectativas de inflación de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep para los horizontes de 12 y 24 meses aumentaron en 24 pb y 10 pb, situándose en 4,14% y 3,58%, respectivamente. Este incremento en las expectativas está en línea con el repunte de la inflación, el buen desempeño de la actividad económica<sup>37</sup> y las preocupaciones sobre posibles riesgos inflacionarios futuros, como

<sup>34</sup> El BEI es una medida que se calcula como la diferencia entre las tasas de los bonos nominales y los bonos indexados a la inflación. De esta manera, este indicador se puede utilizar para aproximar las expectativas de inflación de los mercados financieros a diferentes plazos.

<sup>35</sup> La descomposición se estima con la información promedio de cada mes siguiendo a Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del BEI para los bonos del gobierno colombiano".

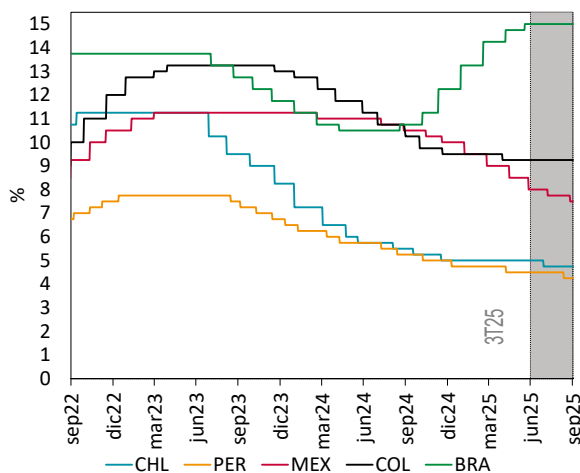
<sup>36</sup> El swap BEI se calcula como la diferencia entre las tasas OIS cero cupón y las tasas de los swap IBR UVR, para más detalle consultar el Recuadro 1. Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros, publicado en el Informe de Política Monetaria de diciembre de 2020.

<sup>37</sup> El Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) para julio de 2025 se ubicó en 129,66 puntos, con un crecimiento anual de 4,33%, por encima de las expectativas del mercado (2,60%) y del dato de junio (2,94%).

un eventual aumento del salario mínimo por encima de la inflación y la productividad. Por otra parte, las expectativas de inflación a dos años en Brasil, México, Chile y Perú disminuyeron en 14 pb, 14 pb, 19 pb y 12 pb, respectivamente, y al cierre del trimestre se ubicaron en 5,38%, 3,70%, 3,22% y 2,16%. A pesar de estas reducciones, todas se mantienen por encima de las metas de inflación establecidas por sus respectivos bancos centrales.

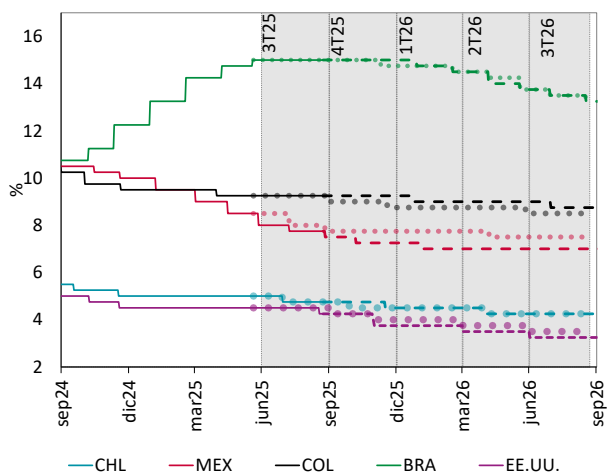
**Las decisiones de política monetaria también fueron mixtas (Gráfico 21), los bancos centrales de Colombia y Brasil mantuvieron estables sus TPM, mientras que México, Perú y Chile las recortaron.** Durante el trimestre, el BCCh y el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) redujeron sus tasas en 25 pb, hasta 4,75%<sup>38</sup> y 4,25%<sup>39</sup>, respectivamente. Mientras que el Banco de México (Banxico) redujo la tasa de interés en 25 pb en sus reuniones de agosto y septiembre, ubicándola en 7,50% al cierre del trimestre<sup>40</sup>. Por su parte, el Banco Central de Brasil (BCB) la mantuvo estable en 15,00%<sup>41</sup>.

**Gráfico 21. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos**



Fuente: Bloomberg.

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



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

<sup>38</sup> La decisión del BCCh, tomada el 29 de julio de 2025, fue unánime entre sus miembros. Esta se respaldó en la reducción de la inflación observada durante el segundo trimestre de 2025 y en un escenario en el que la actividad económica se mantendría cercana a su tendencia, con una brecha del producto prácticamente cerrada. En este contexto, el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio proyecta que la inflación convergerá hacia la meta del 3% en la primera mitad de 2026.

<sup>39</sup> La decisión del BCRP, tomada el 11 de septiembre de 2025, se sustentó en la caída de la inflación total, en que las expectativas de inflación permanecen dentro del rango objetivo, y en la proyección de una convergencia hacia el 2% en el horizonte de política. Además, la actividad económica se encuentra cerca de su nivel potencial, en un contexto externo marcado por riesgos a la baja.

<sup>40</sup> Durante el trimestre, Banxico redujo la tasa de interés en 50 pb, en respuesta a la moderación de la inflación general, la apreciación del peso y la debilidad de la actividad económica. Esta decisión se tomó en un contexto global marcado por tensiones comerciales y riesgos a la baja. Aunque persisten presiones inflacionarias, se espera que la inflación converja gradualmente hacia la meta del 3% en 2026.

<sup>41</sup> El BCB decidió mantener la tasa ante un entorno global incierto, marcado por tensiones geopolíticas y comerciales, y una economía estadounidense en desaceleración. A nivel interno destacaron que, aunque la actividad económica muestra moderación, el mercado laboral sigue fuerte y la inflación, junto con sus expectativas, permanece por encima de la meta. En este contexto, el Comité del BCB consideró necesario mantener una postura monetaria contractiva por un periodo prolongado para asegurar la convergencia de la inflación hacia el objetivo.

**El BanRep mantuvo la TPM en 9,25% durante el 3T25. Esta decisión fue considerada prudente por el mercado, en respuesta al repunte inflacionario, los retos fiscales y las mayores presiones inflacionarias a futuro.** Además del comportamiento de la inflación y sus expectativas, los elementos que la JDBR consideró durante la toma de decisiones fueron<sup>42</sup>: *i)* el incremento del déficit fiscal que genera un impulso de la demanda interna que, en ausencia de un ajuste, incrementa la deuda y la prima de riesgo, y reduce relativamente el margen de maniobra para la política monetaria; *ii)* la actividad económica mantiene un buen dinamismo, con un crecimiento anual del PIB de 2,5% en el segundo trimestre, impulsado por una demanda interna robusta y una recuperación gradual de la inversión; *iii)* las condiciones financieras externas se han vuelto más holgadas tras la reducción de tasas por parte de la Fed y expectativas de nuevos recortes, aunque persiste la incertidumbre por tensiones comerciales y geopolíticas, manteniendo restrictivo el entorno de financiamiento externo para el país.

**Los mercados financieros prevén estabilidad en la tasa de política local durante el resto del año y reducciones moderadas a partir de 2026 (Gráfico 22).** Al finalizar el 3T25, las tasas implícitas del mercado OIS<sup>43</sup> sugerían una TPM de 9,25% para diciembre de 2025 (2T25: 8,75%) y de 8,75% para diciembre de 2026 (2T25: 8,50%). La trayectoria de TPM es coherente con una postura cautelosa por parte del BanRep, en un contexto marcado por mayores datos de inflación, el buen desempeño de la actividad económica y las persistentes preocupaciones fiscales. En este escenario, diversos analistas continúan destacando la importancia de mantener una postura prudente frente a futuras decisiones sobre la tasa, subrayando los riesgos inflacionarios como un posible incremento del salario mínimo por encima de la inflación y la productividad.

## 5.2. Mercado monetario colombiano

**En línea con el objetivo operativo de la política monetaria, durante el 3T25 el BanRep adoptó medidas adicionales para mantener una liquidez adecuada en el sistema, evitando desviaciones significativas y persistentes del IBR<sup>44</sup> overnight frente a la TPM (Gráfico 23 y Gráfico 24).** En particular, realizó operaciones de compra de TES por COP 4,9 b (valor a precios de mercado). El BanRep realizó compras de TES durante los meses de julio y septiembre por valores de COP 1,9 b y COP 2,9 b, respectivamente.

**Durante el trimestre continuó la moderación de la demanda por instrumentos de contracción monetaria del BanRep<sup>45</sup> y aumentó el volumen negociado en el mercado de simultaneas.** La moderación de los saldos de contracción podría explicarse por la ausencia de algunos participantes en este mercado que han podido encontrar mejores alternativas de inversión a rentabilidades más altas, este podría ser el caso del mercado de simultaneas, el cual ha tenido un mejor dinamismo

---

<sup>42</sup> Según las minutas de las reuniones de la junta directiva de julio y septiembre.

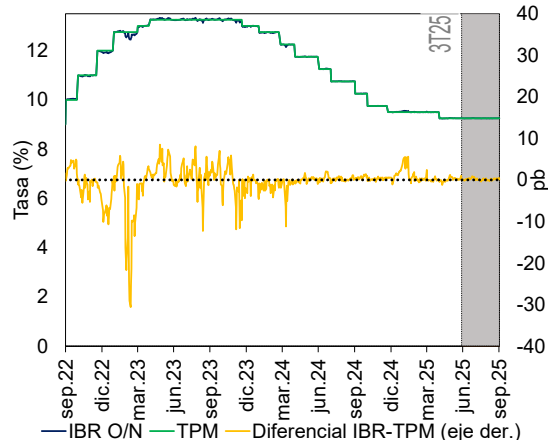
<sup>43</sup> Un contrato OIS, u *Overnight Index Swap*, es un acuerdo financiero entre dos partes para intercambiar flujos de efectivo a tasas de interés predeterminadas. Es un contrato derivado que se utiliza para gestionar el riesgo de tasas de interés a corto plazo.

<sup>44</sup> 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.

<sup>45</sup> 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 simultaneas, 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.

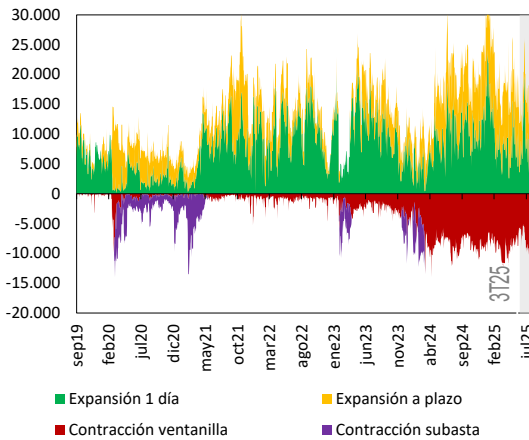
durante el trimestre, pasando de un promedio diario negociado de COP 12,5 b a COP 15,1 b entre el 2T25 y 3T25 (*Gráfico 25*).

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



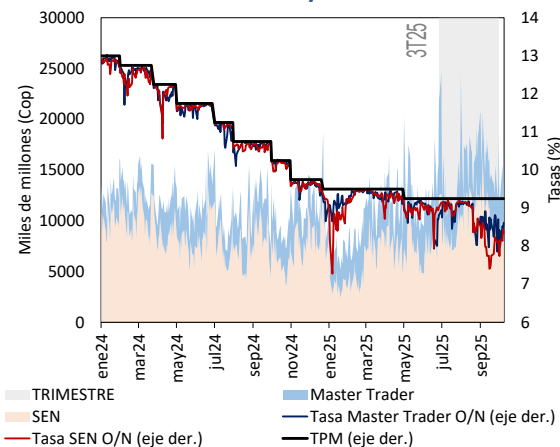
Fuente: Bloomberg y BanRep.

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



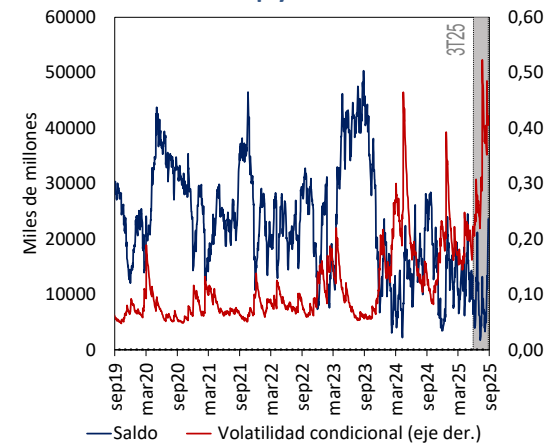
Fuente: BanRep.

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



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

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



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

**En el 3T25 los depósitos de la DGCPTN en el BanRep continuaron registrando bajos niveles y una alta volatilidad (*Gráfico 26*).** El saldo promedio de los depósitos durante el trimestre se ubicó en COP 9,1 b, por debajo del promedio del trimestre anterior (COP 12,3 b). Además, la variación de estos depósitos ha presentado una alta volatilidad, alcanzando un máximo histórico en el trimestre y ubicándose por encima del promedio histórico. No obstante, algunos analistas prevén una recuperación de estos saldos, en línea con la estrategia de manejo de deuda anunciada por la DGCPTN (ver *Mercado de deuda pública interna y externa*). En este contexto, persiste una elevada

incertidumbre respecto al ritmo y al momento en que el Gobierno comenzaría a monetizar dichas operaciones<sup>46</sup>.

### 5.3. Mercado de deuda pública interna y externa

**En el 3T25, los títulos del Tesoro de EE. UU. se valorizaron a lo largo de la curva, ante expectativas de una política monetaria más acomodativa. En otras economías desarrolladas se observaron desvalorizaciones generalizadas.** En particular, las valorizaciones de los Tesoros se dieron principalmente en el tramo corto, en línea con el recorte de tasas realizado por la Fed y la publicación de cifras económicas más débiles de lo esperado (ver *Entorno Internacional*). En contraste, en otras economías desarrolladas se observaron desvalorizaciones generalizadas, particularmente en el tramo largo, impulsadas por la incertidumbre fiscal y política en estos países.

**En Latinoamérica, la mayoría de los títulos soberanos se valorizaron favorecidos por un mayor apetito por riesgo, por recortes de tasas en algunos casos, y por factores idiosincráticos.** El comportamiento de las curvas de la región estuvo en línea con el de los Tesoros, y se vio impulsado por los flujos de entrada de portafolio a países emergentes durante el período (ver *Entorno Internacional*), así como por recortes de las tasas de política en Chile, México y Perú (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*). El comportamiento de las curvas de estos países también estuvo influenciado por algunos factores idiosincráticos en estas economías<sup>47</sup> (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica, Gráfico 27 y Gráfico 28*).

**En línea con sus pares, los títulos colombianos se valorizaron durante el 3T25, apoyados por expectativas de mayor demanda de entidades públicas, y a pesar de la incertidumbre fiscal.** Los TES denominados en pesos y en Unidad de Valor Real (UVR) se valorizaron principalmente en el tramo largo de la curva, en un contexto de diversas operaciones de manejo de deuda<sup>48</sup>, principalmente sobre títulos de ese segmento, y ante expectativas del mercado sobre la continuación de las mismas (*Gráfico 29 y Gráfico 30*). Este comportamiento se dio a pesar de algunos factores de incertidumbre en el frente local, como la discusión del PGN de 2026 y la descertificación de Colombia en la lucha antidrogas, entre otros, durante el 3T25 (ver *Percepción de riesgo a nivel local*). Las tasas del tramo corto se vieron presionadas al alza debido a las mayores emisiones a este plazo que ha realizado el Gobierno, como se detalla más adelante, y ante expectativas de recortes moderados de la TPM de Colombia (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*).

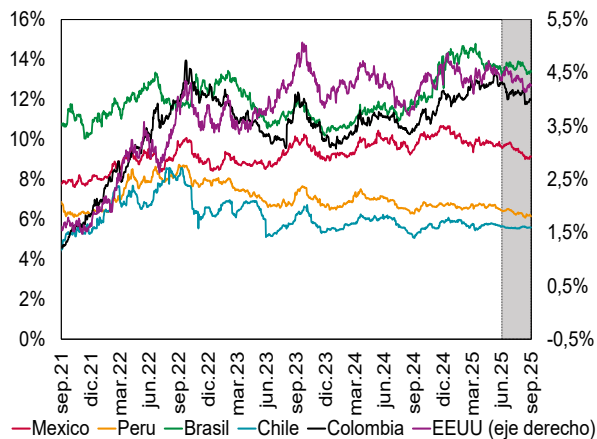
---

<sup>46</sup> Algunos pronunciamientos del MHCP sugieren que no se espera que la totalidad de los recursos monetizados se destinen exclusivamente a depósitos en el BanRep; parte de estos podrían utilizarse también para operaciones en el mercado de TES.

<sup>47</sup> En Brasil, los bonos soberanos se desvalorizaron ante el aumento de tensiones políticas y comerciales con EE. UU, así como a presiones fiscales. En Chile, los títulos se valorizaron apoyados por el ajuste fiscal anunciado por Ministerio de Hacienda de este país para 2025. En Perú, los anuncios sobre el retiro de fondos de pensiones y la posible salida del presidente del Banco Central presionaron al alza las tasas de la deuda local. En México, las tasas de los bonos se mantuvieron estables tras la ratificación de la calificación soberana por S&P en “BBB”, pese a algunos anuncios en materia comercial con EE. UU.

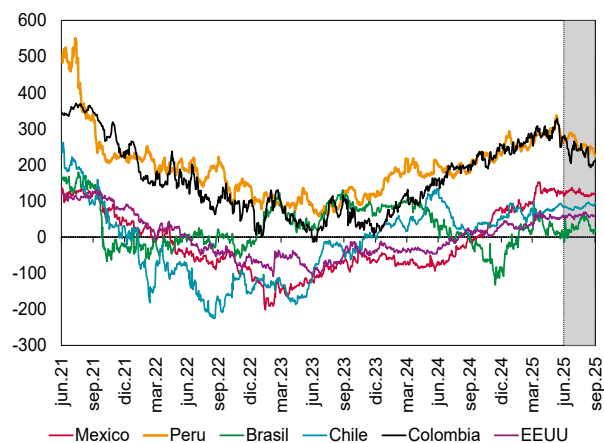
<sup>48</sup> Incluyen la realización de canjes de deuda, compras de títulos en el mercado secundario por parte de la Tesorería y las operaciones con la banca extranjera en francos suizos.

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



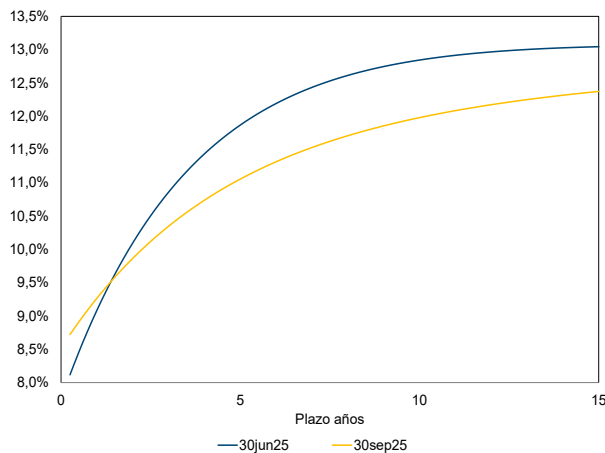
Fuente: Bloomberg y BanRep.

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



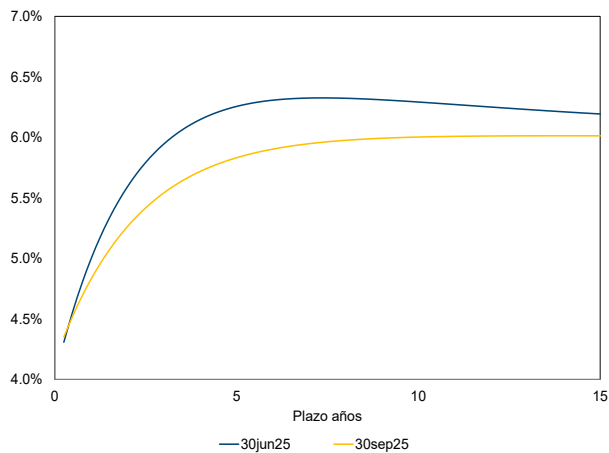
Fuente: Bloomberg y BanRep. **Nota:** Se calcula como la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años.

**Gráfico 29. Curva spot de los TES en pesos**



Fuente: BanRep.

**Gráfico 30. Curva spot de los TES en UVR**



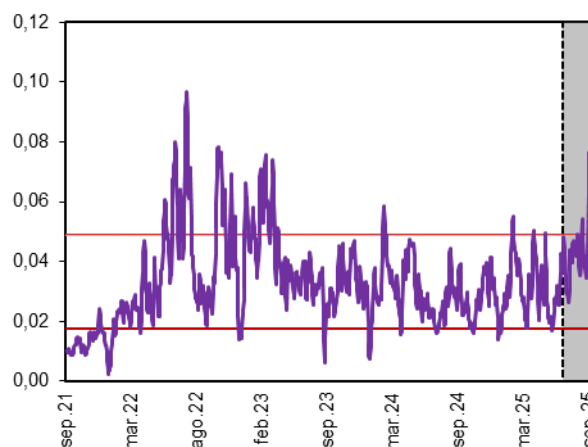
Fuente: BanRep.

**Durante el 3T25, el MHCP realizó operaciones de tesorería con bancos extranjeros por USD 9.400 millones (m). En lo corrido del año, el MHCP ha efectuado operaciones de canje de deuda por COP 114 b. Además, el saldo de TCO en circulación aumentó de forma importante.** En septiembre, el MHCP recibió recursos en francos suizos de un grupo de bancos extranjeros, a cambio de Tesoros y deuda pública colombiana en pesos y en dólares. En títulos de deuda pública local, entregó TCO y TES de largo plazo por un monto de COP 32 b a estos bancos. Esta operación se dio en un contexto en el que el MHCP ha realizado 8 canjes de deuda durante 2025<sup>49</sup>. Además, durante el 3T25 el saldo de TCO en circulación continuó con la tendencia creciente que ha presentado durante 2025, pasando de COP 31 b a COP 63 b entre junio y septiembre, con lo cual consumió el 94% del cupo de emisión de estos títulos.

<sup>49</sup> En el 3T25, se realizaron 5 de estas operaciones, por un monto total de COP 50 b.

Al respecto, el Banco Mundial resalta los beneficios de una comunicación transparente con el mercado sobre las condiciones de las operaciones de deuda ejecutadas por los Gobiernos. El reporte *Radical Debt Transparency* señala que algunos países recurren a mecanismos complejos y “fuera de balance”<sup>50</sup>, que podrían dificultar la evaluación de riesgos y la confianza inversionista. En consecuencia, sugiere fortalecer los marcos legislativos y de supervisión nacionales, y publicar información completa y estandarizada sobre la deuda pública para cerrar brechas de transparencia. En esa misma línea, el *Global Financial Stability Report* (GFSR) de octubre de 2025 recomienda mantener la transparencia en las condiciones de los instrumentos y las reglas de funcionamiento para consolidar los mercados de deuda en moneda local.

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



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

El comportamiento de la deuda pública durante el 3T25 se dio en un entorno de mayor liquidez<sup>51</sup> y menor volatilidad<sup>52</sup>, a pesar de lo cual se observó una reducción en la capacidad de intermediación de los agentes en este mercado, como lo muestra el indicador de utilización de capacidad de intermediación<sup>53</sup> (*Gráfico 31*). En particular, el indicador presentó una tendencia

<sup>50</sup> Como préstamos sobrecolateralizados, swaps u otros instrumentos no tradicionales.

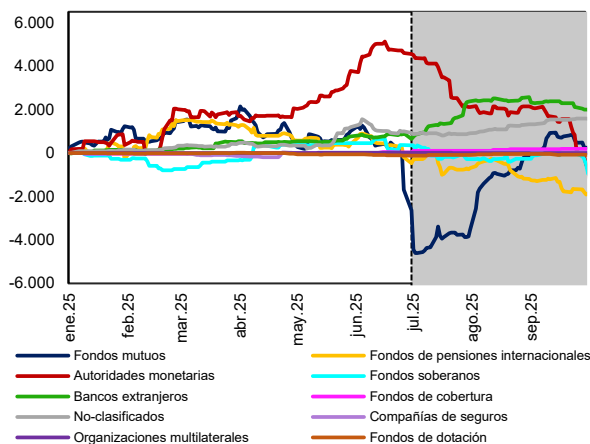
<sup>51</sup> El *Bid-Ask Spread* (BAS – medido como el diferencial entre los precios de las posturas de compra y venta) promedio disminuyó de 5,6 pb en el 2T25 a 3,6 pb en el 3T25. Por su parte, la profundidad promedio aumentó de COP 149,5 mm a COP 159,1 mm.

<sup>52</sup> La volatilidad promedio del mercado de TES, estimada con un modelo GARCH (1,1), disminuyó de 0,066% en el 2T25 a 0,058% en el 3T25.

<sup>53</sup> 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 \(banrep.gov.co\)](#)

creciente durante el periodo y superó el umbral de una desviación estándar<sup>54</sup> respecto a su media histórica, lo que sugiere que los agentes pudieron haber presentado presiones para procesar órdenes de compra o venta adicionales a las observadas. Esta dinámica podría estar asociada a las transacciones por montos elevados realizadas por entidades públicas durante el 3T25<sup>55</sup>.

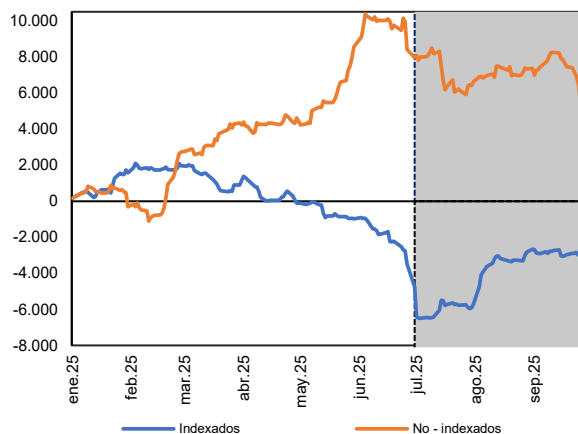
**Gráfico 32. Flujos acumulados por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones de pesos)**



Fuente: BanRep.

**Nota:** \* Excluye las operaciones de Tesorería con la banca extranjera  
\*\* Los fondos de dotación corresponden a las organizaciones sin ánimo de lucro de otros países, como las fundaciones o universidades, que realizan inversiones en TES.

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



Fuente: BanRep.

**Nota:** \* Excluye las operaciones de Tesorería con la banca extranjera  
\*\* Clasificación basada en [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#).

En cuanto a los participantes del mercado local, los inversionistas extranjeros adquirieron TES principalmente por las operaciones de tesorería previamente señaladas. Sin considerar esas operaciones, mantuvieron la tendencia vendedora del 2T25, dirigidos por los inversionistas no-indexados<sup>56</sup> al índice *GBI-EM Global Diversified*<sup>57</sup> (Gráfico 33). En total, los inversionistas extranjeros adquirieron TES por COP 29,3 b durante el 3T25. Sin embargo, al excluir los títulos TES y TCO entregados como garantía a la banca extranjera por la operación de tesorería del MHCP, la posición de los extranjeros durante el trimestre se torna vendedora por COP 3,2 b. Como resultado, a septiembre, se ubican como el cuarto mayor tenedor de TES (16% del total), por detrás de los FPC y con una participación similar a la de los bancos y sociedades fiduciarias (17%). Además, las

<sup>54</sup> Este indicador se construye a partir de los flujos netos (compras menos ventas) de todos los agentes en los mercados de deuda, ajustados por la duración y la volatilidad de las tasas de los títulos negociados. El ajuste parte del principio de que operar un título con mayor sensibilidad a los cambios en las tasas de interés, o con mayor volatilidad en sus tasas, representa una mayor dificultad para su negociación.

<sup>55</sup> En septiembre, la demanda en el mercado secundario de TES en pesos fue liderada por las entidades públicas, mientras que los demás agentes predominaron en el lado vendedor

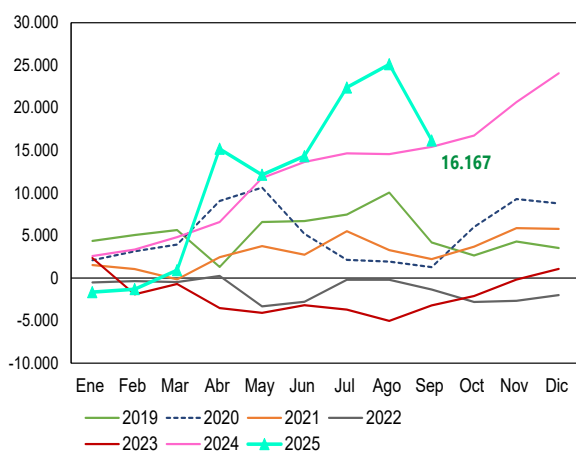
<sup>56</sup> La clasificación se basa en la metodología propuesta por [Botero, Murcia y Villamizar \(2025\)](#), en la cual se calcula el beta entre los flujos por inversionista extranjero en TES y un componente exógeno de la variación en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM, controlando por otros factores de mercado. Valores más altos de este beta, indican que el agente presenta una mayor propensión a seguir el índice, y por lo tanto se incluye en el grupo de indexados.

<sup>57</sup> Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes. Este índice basa sus cotizaciones en el valor de mercado de los títulos incluidos en la canasta, por lo tanto, las ponderaciones de los emisores incluidos no son constantes a través del tiempo

ventas durante el 3T25 fueron lideradas por las autoridades monetarias, seguidas por los fondos soberanos (Gráfico 32).

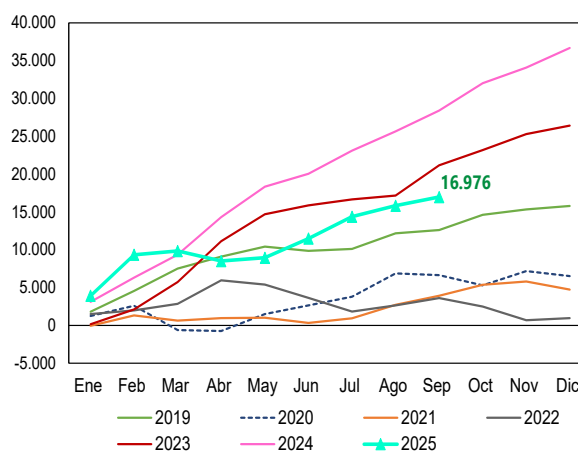
**Excluyendo las operaciones de tesorería, las entidades públicas fueron los principales compradores de TES en el 3T25, mientras que los bancos comerciales realizaron ventas, en contraste con su tendencia a lo largo del año. Por su parte, los FPC retomaron las compras, reanudando la dinámica observada a comienzos de 2025.** Durante el 3T25, las entidades públicas realizaron compras netas de TES por COP 8,8 b, principalmente en el tramo largo de la curva (COP 7,7 b), mientras que los bancos comerciales vendieron en neto COP 473 mm, mayoritariamente en el tramo corto (COP 6,5 b<sup>58</sup>, Gráfico 34). Por su parte, los FPC compraron en neto 5,0 b durante el mismo periodo, concentradas en el tramo largo (Gráfico 35). Así, los FPC, bancos y entidades públicas ocupan el primer, segundo y quinto lugar entre los mayores tenedores de TES a septiembre, con participaciones del 32%, 17% y 7 %, respectivamente.<sup>59</sup>

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



Fuente: BanRep.

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



Fuente: BanRep.

**En el mercado de TES a futuro<sup>60</sup>, los inversionistas extranjeros redujeron su posición compradora neta durante el 3T25, revirtiendo la tendencia iniciada en 2023. Este comportamiento podría reflejar menores expectativas de valorizaciones de los TES por parte de estos inversionistas.** Según los reportes de las contrapartes locales al BanRep, la posición neta compradora en NDF de TES por parte de extranjeros alcanzó un pico de COP 17 b en julio, después de lo cual se redujo en COP 5,6 b entre agosto y septiembre (Gráfico 36). Las principales contrapartes locales con las que redujeron su posición compradora en ese último periodo fueron los bancos comerciales (COP 2,7

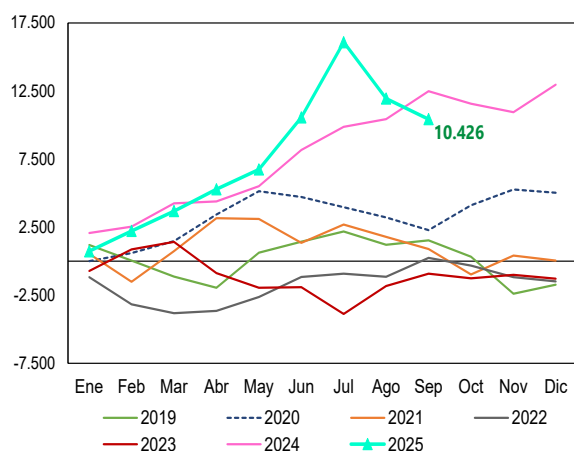
<sup>58</sup> En referencias de los tramos medio y largo de la curva, realizaron compras netas por COP 4,7 b y COP 1,3 b, respectivamente, durante el 3T25.

<sup>59</sup> Excluye las operaciones de Tesorería con la banca extranjera.

<sup>60</sup> Los instrumentos negociados son NDF de TES que comprometen a las partes a comprar o vender TES en una fecha futura a un precio acordado al momento de la negociación. Usualmente se celebran entre una contraparte local y una extranjera.

b)<sup>61</sup>, seguidos de las corporaciones financieras (COP 895 mm). A diferencia del mercado de contado, este segmento está conformado principalmente por fondos de cobertura, que tienden a implementar estrategias de inversión de corto plazo<sup>62</sup>.

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



Fuente: BanRep.

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

En el mercado de deuda pública externa, el MHCP emitió bonos en euros por EUR 4.100 m (COP 19 b) en el 3T25. Además, recompró bonos en euros por EUR 715 m (COP 3 b) con vencimiento en 2026, y bonos en dólares con vencimiento entre 2027 y 2061 por USD 8.358 m (COP 33 b). Los bonos en euros fueron emitidos con vencimientos en 2028, 2032 y 2036 con cupones de 3,8%, 5,0% y 5,6%, respectivamente. La demanda por los bonos emitidos en euros fue de EUR 25,4 mm<sup>63</sup>. Por su parte, realizó dos operaciones de recompra de títulos en dólares durante el trimestre, la última de las cuales se dio a través de un grupo de bancos extranjeros, en el marco de sus operaciones de tesorería.

## 5.4. Mercado de deuda privada

Las tasas y montos de colocación de CDTs se redujeron frente al trimestre anterior. Los *spreads* de las tasas de colocación de los CDT frente a las tasas de los TES continuaron disminuyendo, ubicándose por debajo de los niveles observados durante los dos años previos (Gráfico 37). Por su parte, el monto colocado se redujo COP 10 b frente al registrado en el 2T25 (COP 77 b, Gráfico

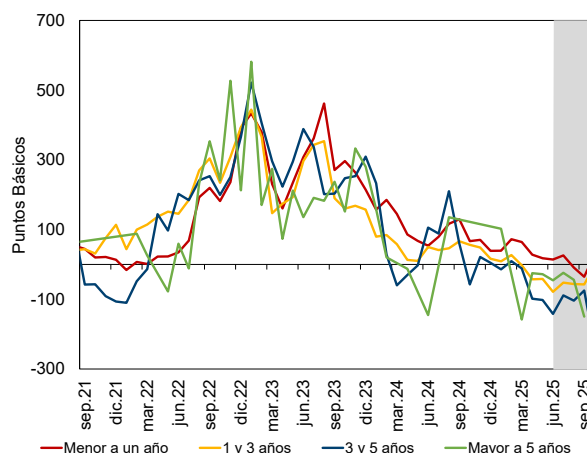
<sup>61</sup> Los bancos que actuaron como contrapartes de los inversionistas extranjeros en los contratos de NDF de TES, realizaron ventas netas de TES por COP 888 mm durante el 3T25. Entre agosto y septiembre, las ventas netas en TES de este grupo de bancos ascendieron a COP 3,3 b.

<sup>62</sup> Ver Recuadro. Caracterización del mercado de NDF de TES.

<sup>63</sup> El *bid to cover* de la emisión del MHCP fue de 6,2. En la región, se observan casos comparables respecto al nivel de demanda alcanzado por Colombia. Por ejemplo, el 14 de septiembre de 2020 México realizó una emisión de bonos denominados en euros por aproximadamente EUR 740 m, que recibió una demanda por cerca de EUR 4,8 mm, lo que representó un *bid to cover* de 6,4. Asimismo, Chile realizó una emisión de bonos en euros el 5 de mayo de 2020 por un monto de EUR 500 m y recibió ofertas por EUR 3,5 mm, alcanzando un *bid to cover* 7,0.

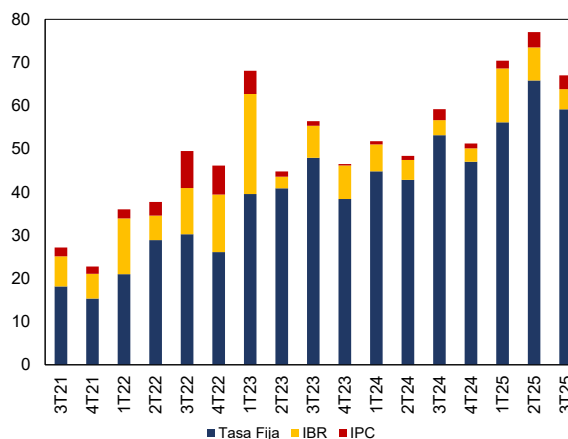
38).<sup>64</sup> La mayoría de las colocaciones se concentraron en plazos inferiores a un año (74%), y entre uno y tres años (24%). En cuanto al tipo de tasa, predominaron las colocaciones a tasa fija (88%) y aquellas indexadas al IBR (7%).

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



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

**Gráfico 38. Montos colocados en CDT desmaterializados por tasa**

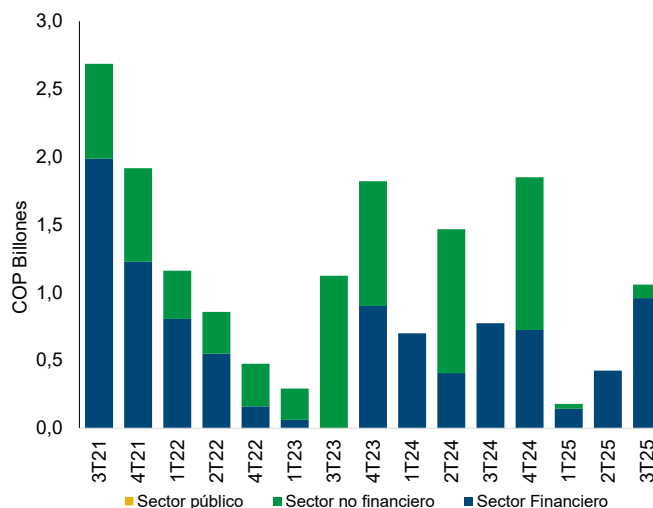


**Fuente:** Deceval. **Nota:** Se incluyen únicamente títulos denominados en COP con tasas fijas o tasas indexadas a IBR e IPC.

**No obstante, el financiamiento mediante emisiones de deuda corporativa aumentó durante el 3T25, superando los niveles registrados en los dos trimestres previos (Gráfico 39).** En el trimestre se realizaron emisiones a través de la Bolsa de Valores de Colombia (bvc) por un monto de COP 1,1 b, superior a las emisiones realizadas durante los dos trimestres anteriores (COP 0,6 b). Las emisiones, en su mayoría, correspondieron a financiamiento de entidades del sector financiero (91%) y se hicieron en tasa fija (90%).

<sup>64</sup> 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 39. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la bvc**



Fuente: bvc.

## 6. Mercado cambiario

### 6.1. Mercado cambiario global

En el 3T25, el dólar estadounidense (USD) tuvo un comportamiento volátil, cerrando con un fortalecimiento marginal, en línea con los ajustes en las expectativas sobre la TPM de la Fed, los cuales respondieron a indicadores económicos mixtos. No obstante, este repunte no revierte la debilidad acumulada en lo corrido del año (9,87%). El índice dólar (DXY<sup>65</sup>) se apreció 0,93% impulsado por factores idiosincráticos, dentro de los que destacan, al inicio del periodo, la disminución de las expectativas de recortes de tasas tras señales de presiones inflacionarias<sup>66</sup>, la ratificación de calificación soberana por S&P y la reducción de la incertidumbre percibida por los inversionistas alrededor de la política fiscal de EE. UU<sup>67</sup>. Sin embargo, a partir de agosto, el escalamiento de las tensiones comerciales con China, las presiones del Gobierno hacia la Fed, junto con indicadores débiles del mercado laboral e indicios de desaceleración económica<sup>68</sup>, llevaron nuevamente a la divisa a retomar su tendencia de depreciación (Gráfico 40).

<sup>65</sup> El DXY es un índice que compara la divisa estadounidense con una canasta de otras monedas: el euro, el yen japonés, la libra esterlina, el dólar canadiense, la corona sueca y el franco suizo.

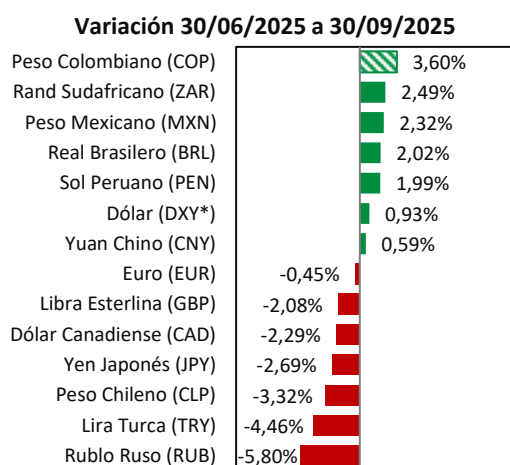
<sup>66</sup> Al 30 de junio, las expectativas se inclinaban a que la Fed dejara su TPM en el rango 3,5%-3,75% para el cierre de año, con una probabilidad de 50,54%, estas expectativas cambiaron, y para el 2 de septiembre se esperaba con un 48,59% de probabilidad que la TPM quedara en el rango 3,75%-4%. Sin embargo, para el cierre del periodo la expectativa de TPM de la Fed se ubicó en el rango 3,5%-3,75% con 77,31%.

<sup>67</sup> La calificación de S&P para EE. UU. se mantuvo en AA+. El paquete fiscal permite ampliar el techo de la deuda, mientras que continúa el recorte de algunos impuestos y estipula medidas de seguridad fronteriza y restricciones al acceso a programas de salud y asistencia alimentaria.

<sup>68</sup> El PMI compuesto alcanzó su máximo en el año en julio (55,1), pero cayó rápidamente 1,5 puntos porcentuales en septiembre. La confianza del consumidor (indicador de la Universidad de Michigan) fue de 55,1 para final del trimestre, con una reducción de 16,6 puntos porcentuales en lo corrido del año.

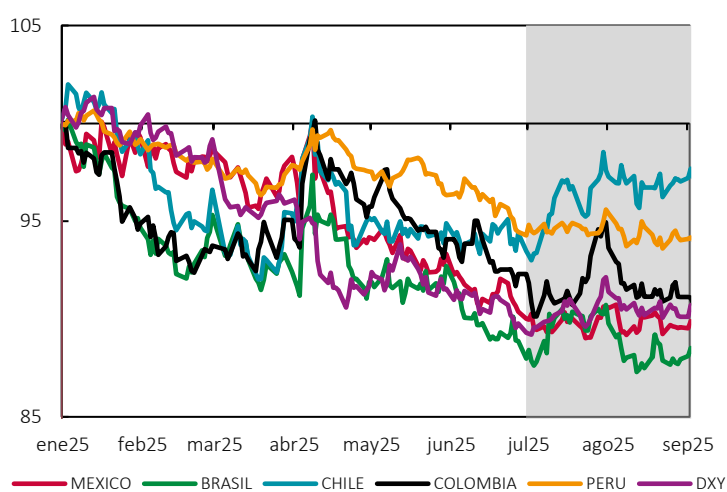
**Las monedas de países desarrollados se debilitaron ante el fortalecimiento del USD, datos económicos débiles y factores idiosincráticos (ver *Entorno internacional*).** El yen japonés fue la divisa más depreciada, en medio de expectativas de menores aumentos de la TPM tras la publicación de datos débiles de actividad económica y la incertidumbre en el frente fiscal derivada de las elecciones de la cámara alta japonesa y la renuncia de Shigeru Ishiba como primer ministro de Japón. La libra esterlina se debilitó ante datos económicos débiles que generaron expectativas de una senda de política monetaria expansiva durante julio y agosto, la cual finalmente no se materializó. Por último, el euro, se debilitó tras comunicados de miembros del BCE hacia una senda de política monetaria expansiva en línea con indicadores débiles de actividad económica, y factores políticos, como la destitución del primer ministro francés François Bayrou y la rebaja de calificación de Francia por Fitch Ratings<sup>69</sup>.

**Gráfico 40. Variación de las principales monedas de análisis**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 41. Tasas de cambio de los países de análisis**



Fuente: Bloomberg. Información actualizada al 30-sep-25.

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

**En la región, a excepción del peso chileno, las monedas se apreciaron favorecidas por mayores diferenciales de tasas con respecto a Estados Unidos, la tendencia débil del dólar, indicadores positivos de actividad económica y el repunte de algunos *commodities* (Gráfico 41).** Luego del peso colombiano, el peso mexicano lideró las apreciaciones, dada la ratificación crediticia soberana por parte de S&P<sup>70</sup>, y respaldado por datos positivos de actividad económica y de presiones inflacionarias que reforzaron la expectativa de menor ritmo de recortes de tasas por parte de Banxico. El real brasileño se fortaleció tras sorpresas inflacionarias al alza, que mantuvieron atractivo el diferencial de tasas de interés y favorecieron las operaciones de *carry trade*. El sol peruano, por su parte, se vio impulsado a la apreciación ante datos económicos positivos. El alza del precio de algunos *commodities*, como el café y el oro, también favoreció el fortalecimiento de estas monedas. En contraste, el peso chileno se depreció ante la incertidumbre arancelaria y la tendencia a la baja del precio del cobre, junto con un menor diferencial de tasas respecto a sus pares.

<sup>69</sup> Fitch Ratings decidió disminuir la calificación de la deuda soberana de Francia de AA- a A+ con perspectiva estable.

<sup>70</sup> BBB para deuda de largo plazo en moneda extranjera y en BBB+ para moneda local.

**Tanto el BIS como el IMF publicaron análisis de las dinámicas recientes del mercado cambiario global, destacando su relevancia y posible incidencia en la dinámica de otros mercados.** Según la encuesta trienal del BIS, el volumen de negociación en los mercados de divisas a nivel mundial aumentó 28% frente a 2022 (en particular, las negociaciones en los mercados *spot* y *forward* crecieron 42% y 60%, respectivamente). La mayor parte de las transacciones se concentró en dólares estadounidenses, euros y yenes japoneses, aunque se observó un incremento significativo en la participación del renminbi chino y del franco suizo. Por su parte, el FMI subraya el aumento en la presencia de actores no tradicionales, en particular, las instituciones financieras no bancarias, cuya creciente participación debe ser monitoreada, especialmente en economías emergentes con mercados cambiarios menos líquidos y marcos regulatorios que aún no contemplan adecuadamente a este tipo de intermediarios.

## 6.2. Mercado cambiario local

**El peso colombiano (COP) se apreció frente al USD, en línea con el comportamiento de la mayoría de las monedas de países pares emergentes analizados.** El COP lideró las valorizaciones, impulsado por su atractivo relativo frente a otras divisas para estrategias de *carry trade*, así como por las expectativas generadas en torno a las operaciones de TRS<sup>71</sup> del Gobierno, que habrían contribuido a anticipar una mayor oferta de dólares por parte de esta entidad. El atractivo de la moneda para dichas estrategias se dio en un contexto de reducción de tasas en EE. UU. y de estabilidad en la TPM local, tras el repunte de la inflación anual durante el trimestre (*Gráfico 44*).

**La apreciación del COP estuvo respaldada por una mayor oferta de divisas por parte de inversionistas extranjeros y FPC locales.** Durante el 2T25, los inversionistas extranjeros ofrecieron en neto USD 9.523 m en los mercados *spot* y *forward*, aunque sus ventas se concentraron en el mercado de contado<sup>72</sup>. De igual forma, los FPC registraron ventas netas por USD 1.272 m, alcanzando un máximo histórico en su saldo vendedor neto en el mercado *forward* peso-dólar, por un monto de USD 23,6 mm (*Gráfico 45*).

**Durante el trimestre, las operaciones de tesorería del MHCP con bancos internacionales generaron expectativas de monetizaciones de divisas<sup>73</sup>, lo que también respaldó la apreciación del COP.** De acuerdo con un informe de Barclays<sup>74</sup> y declaraciones del director de Crédito Público, en septiembre el Gobierno Nacional estructuró una operación de TRS con un grupo de bancos internacionales, mediante la cual obtuvo financiamiento por un monto total de USD 9.300 m. En esta transacción, la Nación entregó como colateral una combinación de activos compuesta por bonos del Tesoro de Estados Unidos (USD 2.300 m), bonos globales en dólares (USD 4.600 m), TES equivalentes a USD 3.100 m y TCOs por aproximadamente USD 5.000 m.

---

<sup>71</sup> En general, un TRS, o *Swap* de Rentabilidad Total, es un contrato derivado mediante el cual dos partes acuerdan intercambiar los rendimientos totales de un activo o portafolio subyacente frente a una tasa fija o variable.

<sup>72</sup> Con base en el informe "*Assembling the puzzle*" publicado por Barclays el 17 de septiembre de 2025, descontando los flujos de compra por parte del MHCP de USD 9.300 m a agentes extranjeros, estos inversionistas serían oferentes netos por un monto de USD 223,4 m.

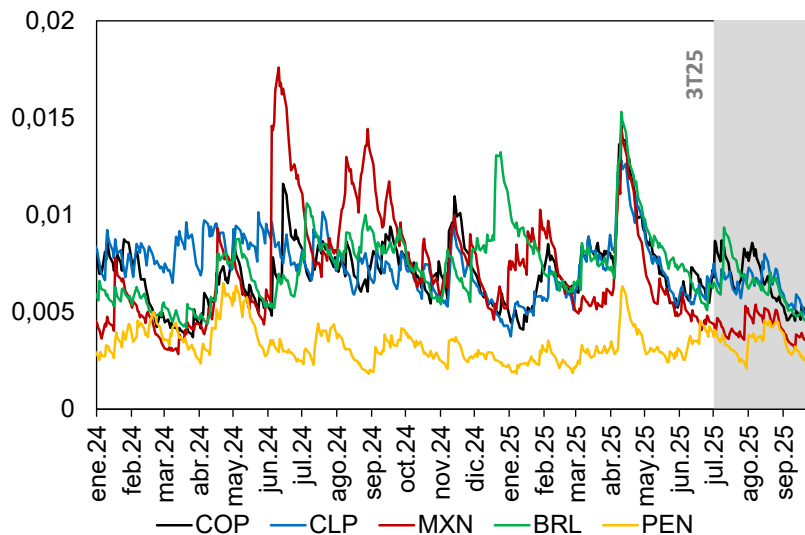
<sup>73</sup> Según los informes del MHCP *Comunicado - Colombia gestiona exitosamente su exposición de riesgo cambiario al franco suizo y Artículo - La estrategia de endeudamiento ha reducido significativamente la exposición al riesgo cambiario.*

<sup>74</sup> El informe "*Assembling the puzzle*" publicado por Barclays el 17 de septiembre de 2025.

**En cuanto a las expectativas de tasa de cambio, algunos analistas prevén una tasa representativa del mercado (TRM) menor para fin de año frente a lo anticipado en junio e inferior a la observada al cierre del 2T25.** Según la EME de octubre, la mediana de la TRM esperada para diciembre se ubicó en COP 4.000, por debajo de los COP 4.290 proyectados en junio. No obstante, algunos modelos internos sugieren que actualmente la tasa de cambio nominal peso-dólar se encuentra por debajo del nivel que indicaría su tendencia de largo plazo.

**La volatilidad del COP disminuyó en el 3T25, en línea con la de sus pares, y la liquidez del mercado local mejoró (Gráfico 42).** El BAS disminuyó, mientras que la profundidad a COP 5, COP 10, total<sup>75</sup> y los montos promedio diarios negociados en el mercado *forward* peso-dólar aumentaron (Gráfico 43)<sup>76</sup>. No obstante, si bien la volatilidad condicional promedio del COP disminuyó, esta fue superior a la de sus pares y se registró una disminución en los montos promedio diarios del mercado de contado frente al 2T25<sup>77</sup>.

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



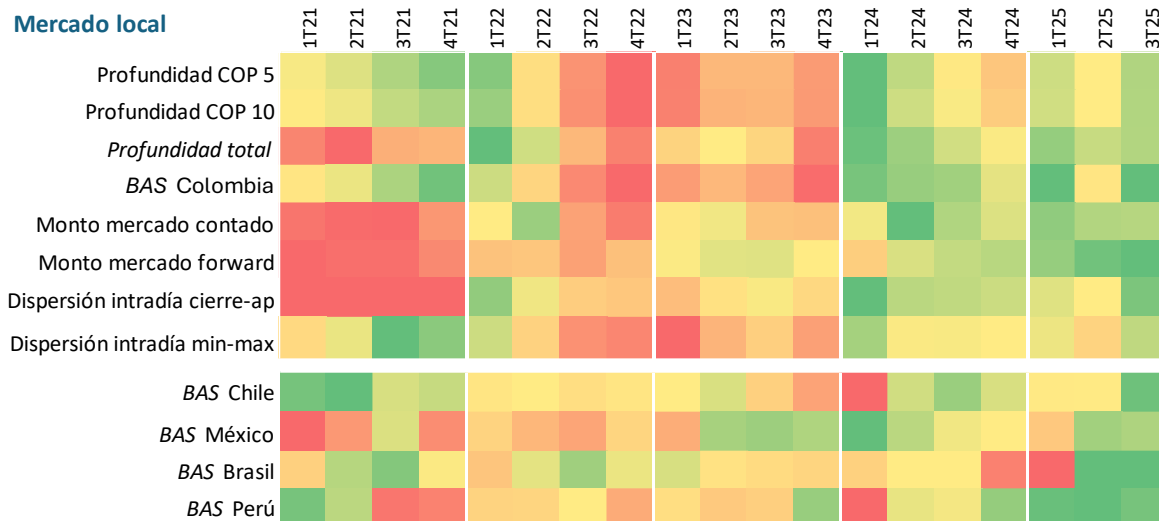
Fuente: BanRep.

<sup>75</sup> El BAS promedio en septiembre fue de 0,040%, mientras en julio se ubicó en 0,051%. Para el 3T25 se ubicó en 0,045% mientras en el 2T25 registró 0,052%. El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión spot de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 am y la 1:00 pm, de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día. Por su parte, las medidas de profundidad promedio a COP 5, COP 10 y total se ubicaron en el 3T25 en USD 9,6 m, USD 18,5 m y USD 49,7 m, respectivamente, mientras en el 2T25 fueron USD 7,9 m, USD 15,1 m y USD 47,7 m. Estas, en septiembre registraron USD 11 m, USD 21,1 m y USD 52,2 m, durante agosto se ubicaron en USD 9,4 m, USD 17,9 m y 44,6 m, respectivamente. Las medidas de profundidad corresponden al promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta del peso/dólar, que se extraen de Set-FX cada 5 minutos entre las 8:30 am y la 1:00 pm para las mejores posturas dentro de un rango de +/- COP 5 y de +/- COP 10, y el total del mercado.

<sup>76</sup> En el 2T25 el monto promedio diario negociado en el mercado *forward* peso-dólar fue de USD 4.498 m. Desde julio, el monto promedio diario negociado en el mercado *forward* fue de USD 4.699 m.

<sup>77</sup> En el 2T25 el monto promedio diario negociado en el mercado de contado peso-dólar fue de USD 1.726 m. Desde julio, el monto promedio diario negociado en el mercado de contado peso-dólar fue de USD 1.688 m.

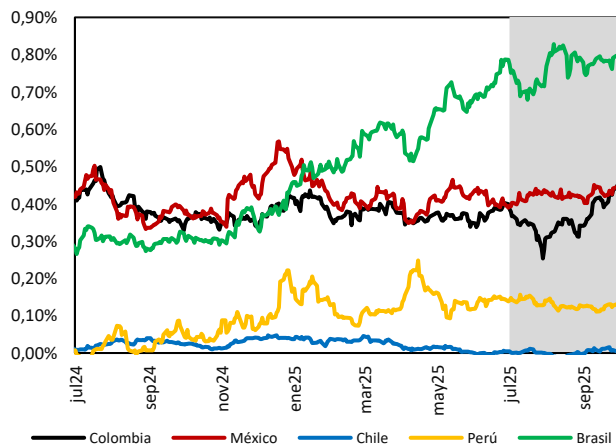
Gráfico 43. Medidas del mercado cambiario



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

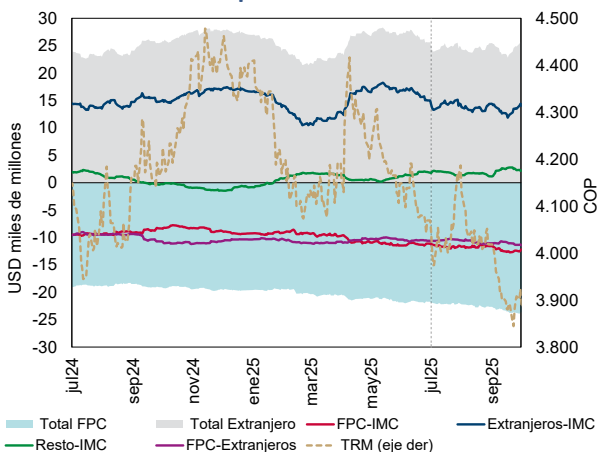
La apreciación del COP durante el 3T25 ocurrió en un entorno de mayores incentivos para estrategias de *carry trade*<sup>78</sup> por parte de inversionistas extranjeros, mientras que en la región el comportamiento de estos incentivos fue mixto. Durante el periodo, las estrategias de *carry trade* se vieron favorecidas en Colombia, México y Brasil por una disminución en la volatilidad implícita en los contratos de derivados, mientras en el caso de Perú y Chile se vieron afectadas por la reducción en el diferencial de tasas de interés esperado (Gráfico 44).

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



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

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



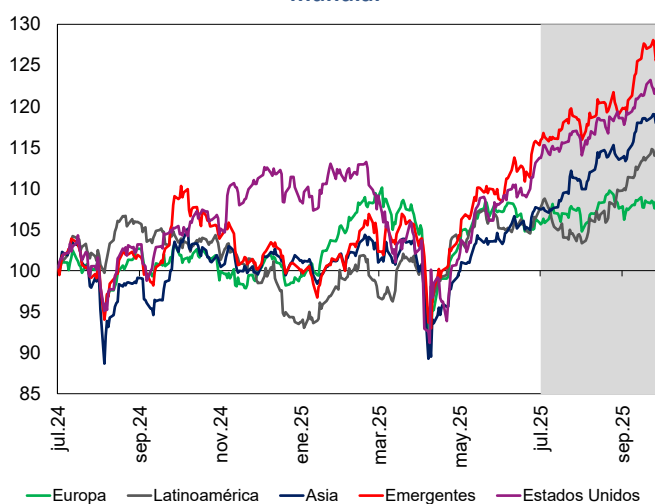
Fuente: Sistemas de Negociación y Registro de operaciones sobre divisas.

<sup>78</sup> 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 cálculo: tasa forward/tasa spot)^(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

El 3T25 fue positivo para los mercados accionarios a nivel global, especialmente en las economías desarrolladas, que continuaron valorizándose gracias a sólidos resultados corporativos y expectativas de mayores recortes de tasas por parte de la Fed. Los principales índices de Estados Unidos y Asia alcanzaron máximos históricos, impulsados por el dinamismo del sector tecnológico y el optimismo en torno al desarrollo de la inteligencia artificial. Por su parte, los mercados europeos también registraron ganancias, aunque más moderadas, ante resultados corporativos por debajo de lo esperado y las tensiones comerciales derivadas de los anuncios arancelarios del gobierno de EE. UU. a lo largo del trimestre. Adicionalmente, durante el trimestre se destacó el desempeño de los mercados emergentes, con una valorización promedio de 10,6%, reflejando un mayor apetito de los inversionistas hacia estas economías (Gráfico 46).<sup>79</sup>

Gráfico 46. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial

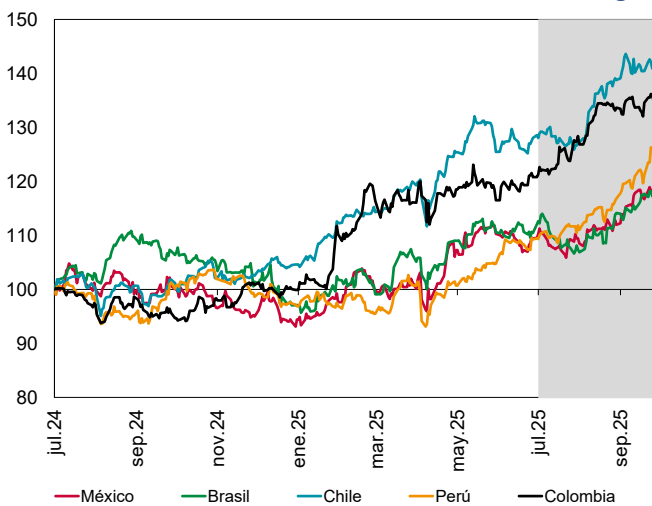


Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 28 jun 2024.

En Latinoamérica, los principales índices siguieron la tendencia alcista observada en otros mercados emergentes, continuando con la tendencia observada en el año. El mayor apetito por activos riesgosos, junto con las expectativas de recortes de tasas por parte de la Fed y el buen desempeño de algunos commodities, continuó beneficiando a la región. Esto llevó a mercados como el chileno y el peruano a registrar valorizaciones de 8,8% y 16,3%, respectivamente, durante el trimestre. Otros mercados, como los de México y Brasil, también mostraron crecimiento; sin embargo, la incertidumbre en temas fiscales y comerciales limitó su desempeño en comparación con sus pares (Gráfico 47).

<sup>79</sup> Al 30 de septiembre de 2025, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Local Index* con una valorización de 10,3% (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 Emergentes, se utilizó el *MSCI Emerging Net Total Return USD Index*. En el caso de los EE. UU., se utilizó la variación promedio de los índices S&P 500, Dow Jones y Nasdaq Composite que registraron variaciones positivas de 7,8%, 5,2% y 11,2%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* que se valorizó 3,1% y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* el cual creció 7,0%. En este índice se ponderan los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

**Gráfico 47. Evolución de los índices accionarios de la región**

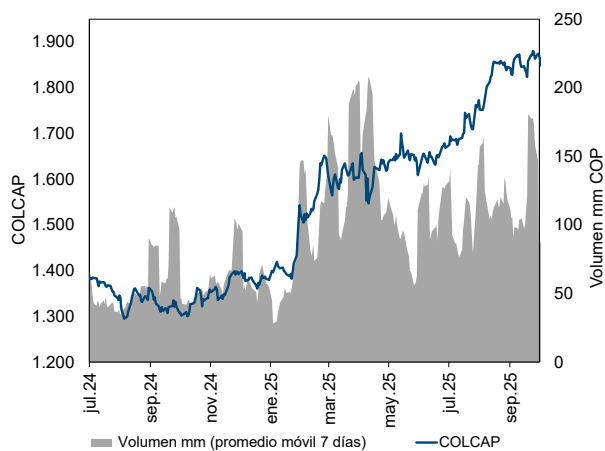


Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 30 jun 2024.

**A nivel local, el índice MSCI Colcap mantuvo la senda de valorización observada durante el año, respaldado por buenos resultados empresariales.** El desempeño favorable de la mayoría de las compañías que lo conforman contribuyó a las valorizaciones del índice. Durante el trimestre, las acciones con mejor comportamiento fueron las de Mineros, impulsadas por el buen desempeño del oro, así como las de Terpel y Cibest, respaldadas por mayores utilidades. El volumen negociado se mantuvo relativamente estable frente al visto durante el 2T25 y se mantiene por encima de lo observado en 2024 (*Gráfico 48*).

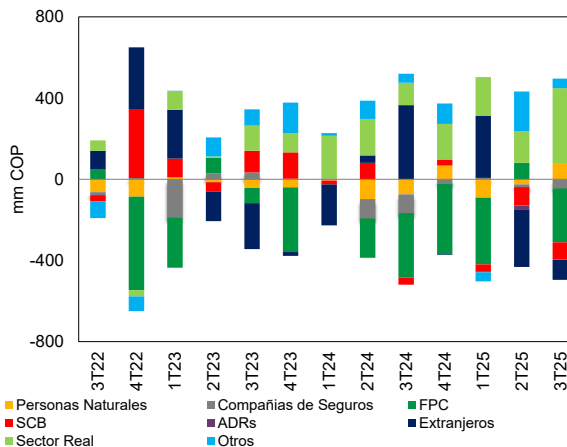
**Adicionalmente, según información de la bvc, el comportamiento del mercado accionario local estuvo acompañado por compras netas por parte de inversionistas locales.** Similar al 2T25, el sector real se mantuvo como el mayor comprador neto durante el trimestre con un monto de COP 373 mm, al igual que las personas naturales que compraron COP 76 mm. Con esto, entre las entidades que fueron vendedoras netas se encuentran los FPC (COP 265 mm) y los inversionistas extranjeros (COP 98 mm, *Gráfico 49*).

**Gráfico 48. MSCI Colcap y volumen transado diario**



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: bvc.

## 8. Recuadros

### Recuadro 1: Resultados de la Asistencia Técnica del FMI sobre el mercado cambiario colombiano<sup>80</sup>.

#### Introducción

Entre el 22 de abril y el 3 de mayo de 2024, el Fondo Monetario Internacional (FMI) realizó una asistencia técnica orientada a evaluar el mercado cambiario colombiano y su marco regulatorio e identificar estrategias que fortalezcan su desarrollo, garantizando al mismo tiempo la preservación de la estabilidad financiera<sup>81</sup>.

El análisis concluyó que el mercado cambiario colombiano ha mostrado un avance significativo en los últimos años, reflejado en una tasa de cambio que ha respondido de manera adecuada a las condiciones de la economía. Se mencionó que el mercado de contado es líquido, competitivo y eficiente según los estándares internacionales, con un mercado interbancario robusto. Además, cuenta con una participación significativa de los inversionistas extranjeros y mitigadores de riesgo efectivos. Por su parte, el mercado a futuro cuenta con participantes con perfiles de riesgo heterogéneos y este se utiliza principalmente para realizar coberturas vinculadas con variaciones en el tipo de cambio, siendo un mercado dominado por los *Non-Delivery Forwards* (NDF)<sup>82</sup>.

El diagnóstico se organizó en torno a la convertibilidad del COP y su internacionalización<sup>83</sup>. A partir de este ejercicio, el FMI formuló 19 recomendaciones, agrupadas en dos ejes principales: la reducción de cargas administrativas y el desarrollo del mercado cambiario. En el proceso de creación de agenda para la evaluación de cada una de estas recomendaciones, se discutieron los plazos con otras entidades externas al Banco de la República (BanRep) como la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) y la Unidad de Regulación Financiera (URF), y se construyó un plan de trabajo para el cumplimiento oportuno de la evaluación de las distintas propuestas del FMI en torno a la internacionalización y convertibilidad del peso. Cabe aclarar, que la evaluación no implica necesariamente la implementación de las recomendaciones sino únicamente la revisión de su conveniencia para el desarrollo del mercado cambiario colombiano.

El BanRep como autoridad cambiaria, ha venido adelantando el proceso de evaluación de las recomendaciones en un proceso simultáneo de coordinación en mesas internas y externas. Dentro de los avances en el plan de trabajo, se destaca la conformación de un comité local de divisas en conjunto con el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), la adhesión de este comité al Comité Global de Divisas (GFXC, por sus siglas en inglés) y la racionalización de la

---

<sup>80</sup> Autores: Nataly Alexandra Díaz Gonzalez y Alejandra Arteaga Arango. 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.

<sup>81</sup> El documento de la asistencia técnica del FMI se encuentra en *Colombia: Technical Assistance Report-Foreign Exchange Market Development and Regulatory Framework Review*.

<sup>82</sup> Un *Non-Delivery Forward* es un contrato financiero que permite a las partes acordar un tipo de cambio para una transacción futura sin la entrega física de las divisas.

<sup>83</sup> La convertibilidad se refiere a la capacidad de una moneda para ser cambiada por otra moneda extranjera sin restricciones. La internacionalización se refiere al proceso mediante el cual las empresas buscan expandir sus operaciones a otros países, con la adaptación a entornos económico y legales que ello conlleva.

estructura sancionatoria (los regímenes de sanciones tanto de operaciones cambiarias como de operaciones monetarias) por parte del BanRep.

**El presente recuadro expone los principales mensajes relacionados con la asistencia técnica, el diagnóstico y las recomendaciones del FMI en busca del desarrollo del mercado cambiario.**

### Diagnóstico del mercado cambiario colombiano

**De acuerdo con el informe del FMI, las economías emergentes (EME) han tenido una aceleración notable en su tendencia hacia la internacionalización desde la década de los 2000.** El COP ha aumentado su participación en el volumen de operaciones de divisas en 0,13 puntos porcentuales (pp), pasando de 0,05% en 2007 a 0,18% en 2022. Aunque esta cifra es pequeña al compararla con el promedio de otras EME (6,26% en 2022), la relación volumen de transacciones en el mercado de divisas frente al tamaño de la actividad económica es similar al de pares como Perú y Brasil.

**La flexibilidad del COP es fundamental para la transmisión de la política monetaria, y ha permitido responder a los choques externos de la economía. En este sentido, su desarrollo es clave para el crecimiento del país.** La economía colombiana está constantemente expuesta a choques relacionados con los términos de intercambio y las necesidades de financiamiento externos. El régimen de tasa de cambio flexible permite a la economía responder a estos choques, manteniendo la competitividad de la economía, reflejando los fundamentales económicos y dando mayor autonomía en la política monetaria.

**El BanRep como autoridad cambiaria, permite a distintos intermediarios del mercado cambiario (IMC) realizar operaciones dependiendo de su tipo y tamaño de patrimonio técnico, y estas entidades son supervisadas por la SFC.** La regulación cambiaria controla las operaciones permitidas para los diferentes agentes del mercado cambiario, incluyendo las limitaciones en las cuentas de residentes y no residentes en divisas para determinadas operaciones y el establecimiento de reglas para la tenencia de cuentas en el exterior dependiendo del uso que estas tengan.

**El mercado de contado es líquido, competitivo y eficiente, y en el mercado a futuro se utilizan principalmente los NDF.** Se identificaron condiciones óptimas en la liquidación de operaciones en t+0 y en la compensación de operaciones de contado y NDF. Sin embargo, el mercado a futuro cuenta con una participación limitada de otros instrumentos como los FX *Swaps*, *cross-currency swaps*, *deliverable forwards* y opciones. Las dinámicas del mercado separan el sector de extranjeros y residentes por medio de mecanismos de mitigación de riesgo y divisas con las que pueden realizar las operaciones.

**El FMI mencionó oportunidades de mejora para impactar de forma positiva la convertibilidad del peso, la eficiencia, estructura de incentivos y manejo de riesgos en el mercado.** Estas oportunidades de mejora buscan mayor claridad en la regulación vigente, la optimización en los requerimientos de información y la armonización entre el contrato marco local (ISDA) con los estándares globales. Además, se sugirió la evaluación de límites en las operaciones permitidas para agentes nacionales y extranjeros, la revisión de los límites en la exposición cambiaria de las entidades y plazos de repatriación, y la promoción en el mercado de divisas en el acceso y uso de instrumentos financieros para la gestión del riesgo asociado al tipo de cambio.

Por otra parte, el FMI insta a que Colombia esté preparada para la entrada de agentes internacionales y se promueva mayor competencia y acceso a variedad de instrumentos financieros. Se promueve la participación de inversionistas extranjeros con trato igualitario en el marco regulatorio y la cobertura de activos extranjeros de los fondos de pensiones en el desarrollo del mercado. Para ello, es necesario evaluar la robustez de los sistemas de negociación y registro (SNR) ante una posible entrada de agentes internacionales y continuar en la construcción de capacidad tecnológica para la mejora de los procesos de recolección y procesamiento de información.

## Recomendaciones

Considerando el diagnóstico del mercado cambiario colombiano, el FMI formuló 19 recomendaciones agrupadas en dos grandes ejes: la reducción de cargas administrativas y el desarrollo del mercado cambiario. En total, estas recomendaciones, según lo establecido en el informe del FMI, deben ser evaluadas en dos etapas: corto plazo (menos de 12 meses) y mediano plazo (entre 12 y 36 meses).

Las recomendaciones del FMI buscan asistir a las autoridades en la construcción de un plan de trabajo que propenda por el desarrollo del mercado cambiario de Colombia. En este sentido, se construyeron mesas de trabajo con tres etapas para las recomendaciones: evaluación, implementación y seguimiento. La coordinación para la evaluación de las distintas recomendaciones se ha hecho a partir de un trabajo de priorización siguiendo las recomendaciones del FMI y considerando la capacidad local para su cumplimiento oportuno. Dentro del eje de recomendaciones encaminadas a reducir la carga administrativa en transacciones del mercado cambiario, hay 9 recomendaciones, de las cuales 3 son del corto plazo y 6 del mediano plazo (Tabla R1. 1). Estas recomendaciones responden a la perspectiva del FMI sobre la documentación solicitada por las entidades, la cual podría estar desincentivando la utilización de instrumentos o limita la participación de los agentes del mercado. En este eje, destacan los avances en la racionalización de la estructura sancionatoria del BanRep como está detallado en el Recuadro 2: Simplificación del esquema de sanciones para las operaciones monetarias y cambiarias.

**Tabla R1. 1. Recomendaciones encaminadas a reducir la carga administrativa**

<b>Corto plazo</b>	Las autoridades deberían continuar con la política de no recolección de documentación de operaciones cambiarias por fines de cumplimiento a nivel transaccional.
	Las autoridades deberían revisar el marco regulatorio cambiario y moverse al respectivo marco antilavado de activos y financiación del terrorismo y marco de regulación sobre los impuestos.
	Las autoridades deberían racionalizar la estructura sancionatoria y hacerla más transparente.
<b>Mediano plazo</b>	Las autoridades deberían determinar o revisar un umbral del tamaño de las transacciones para provisión de data ex-post, balanceando el número y cantidad total de transacciones de bajo valor.
	Las autoridades deberían revisar el propósito, alcance, uso y eventuales duplicidades con otras entidades de la información recolectada del público y el sector financiero en las transacciones con divisas, crédito externo e inversiones.

---

El BanRep debería continuar reforzando la construcción de capacidad para implementar mejoras de tecnología y soluciones tecnológicas para optimizar la recolección de datos y mejorar la comunicación y claridad de la regulación.

---

Las autoridades deberían evaluar si la posibilidad regulatoria del enfoque basado en riesgo para las operaciones requiere de mejoras o claridad para entidades reguladas o clientes.

---

El BanRep debería extender el plazo de repatriación, que actualmente es seis meses, para canalizar los ingresos de bienes exportados.

---

El BanRep debería considerar expandir la “lista positiva” (lo permitido) de operaciones de cuenta corriente y financiera permitidas y, posteriormente, considerar un enfoque de “lista negativa” (donde se indique lo prohibido).

---

**Por su parte, se formularon 10 recomendaciones encaminadas al desarrollo del mercado cambiario, las cuales están orientadas al corto, mediano y largo plazo, en tanto todas requieren una evaluación exhaustiva a nivel interno y en las mesas de trabajo entre entidades (Tabla R1. 2).** Estas recomendaciones propenden por un mercado cambiario que tenga una infraestructura robusta, un rango diverso de instrumentos financieros y una base de usuarios con perfiles de riesgo heterogéneos. También, promueven un proceso de formación adecuado de precios y permite a la tasa de cambio reflejar sus fundamentales económicos apropiadamente, facilitando oportunidades de cobertura e incentivando la inversión extranjera. En este eje, destaca la consolidación del comité local de divisas en coordinación con el AMV (*Recuadro adhesión al GFXC<sup>84</sup>*).

### Tabla R1. 2. Recomendaciones encaminadas al desarrollo del mercado cambiario

---

<b>Corto plazo</b>	El BanRep debería establecer un comité involucrando posiblemente a todos los participantes relevantes del mercado guiando a una discusión proactiva y abierta en los asuntos clave para el funcionamiento justo y efectivo del mercado de divisas.
	Las autoridades deberían evaluar la robustez de los Sistemas de Negociación y Registro frente a operaciones de alta frecuencia, y mejorarlo con la utilización de seguros en estas.
	Las autoridades deberían explorar la posibilidad de armonizar los contratos ISDA locales con los estándares globales
	Evaluar la conveniencia de que los residentes y/o no residentes puedan hacer uso de cuentas en USD en Colombia.
<b>Mediano plazo</b>	El BanRep debería mejorar la transparencia del mercado aumentando la publicación de reportes regulares abiertos a la ciudadanía.
	Permitir la negociación de derivados no estandarizados en COP en un sistema donde puedan interactuar residentes y extranjeros

---

<sup>84</sup> Ver Recuadro 2: Avances en la vinculación de Colombia al Comité Global de Divisas - Reporte de Mercados Financieros, segundo trimestre de 2025 | Banco de la República

---

Las autoridades deberían permitir que la relación bancaria corresponsal internacional sea plenamente operativa utilizando cuentas COP de no residentes que se mantendrán en un IMC del Grupo 1 con apropiada supervisión e integración con la regulación cambiaria

---

El BanRep debería revisar frecuentemente los límites de exposición cambiaria de los bancos domésticos.

---

### **Largo plazo**

Las autoridades deberían permitir uso completo de cuentas en COP de no residentes en Colombia en transacciones por cuenta propia.

---

Las autoridades deberían evaluar la posibilidad de licenciar bancos no residentes para realizar ciertas operaciones de divisas a nivel local sin tener que establecer una entidad legal.

---

## **Conclusiones**

**La asistencia técnica del FMI permitió identificar posibles obstáculos para el desarrollo del mercado cambiario colombiano.** Esta asistencia constituye una invitación a evaluar distintos frentes del mercado cambiario, propendiendo por su desarrollo y representando, además, una oportunidad estratégica para coordinar esfuerzos con otras entidades que mejoren la internacionalización y convertibilidad del peso, aumentando la integración con el sistema financiero global.

**El plan de trabajo para estas 19 recomendaciones, que giran en torno a iniciativas regulatorias, operativas y de desarrollo, representa un esfuerzo de las entidades para desarrollar el mercado cambiario en línea con los estándares internacionales y los diálogos con los agentes del mercado.** Las mesas de trabajo construidas han promovido discusiones de infraestructura tecnológica, limitaciones para la participación de los agentes, cambios regulatorios, transparencia y alineación con prácticas internacionales alrededor de uso de instrumentos. Así, destacan los avances en la racionalización de la estructura sancionatoria y la consolidación del comité local de divisas en coordinación con el AMV. El cumplimiento de este plan de trabajo está siendo discutido en el marco del plan estratégico del BanRep para el periodo 2026-2029.

## Recuadro 2: Simplificación del esquema de sanciones para las operaciones monetarias y cambiarias<sup>85</sup>.

### Introducción

El Banco de la República (BanRep), tras realizar una revisión integral de los regímenes sancionatorios aplicables a las operaciones cambiarias y monetarias, presentó un nuevo esquema de consecuencias por incumplimientos en el marco de las operaciones de mercado abierto (OMA), las operaciones de liquidez para el normal funcionamiento del sistema de pagos y las operaciones de intervención cambiaria. En este contexto, en agosto de 2025 se publicó el Reglamento del Sistema de Subastas (el Sistema), administrado por el BanRep a través de la Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales (SGMII), el cual rige tanto para el Banco como administrador como para las Entidades Participantes.

El nuevo régimen tiene como propósito simplificar el esquema de consecuencias pecuniarias y preservar los incentivos al cumplimiento de las operaciones con el BanRep. A su vez, busca fomentar la disciplina en los mercados, promoviendo comportamientos ordenados y transparentes que eviten sanciones y mitiguen riesgos reputacionales o financieros para las entidades participantes.

Las consecuencias pecuniarias se mantienen proporcionales a los riesgos y basadas en el principio de indiferencia, según el cual las sanciones deben garantizar que los beneficios de cumplir con las obligaciones superen los posibles beneficios del incumplimiento. Este enfoque se adapta a la severidad de la falta y a los riesgos asociados de eficiencia de mercado, operativos y legales.

Por otra parte, este esquema se circunscribe dentro del marco legal aplicable. Este sigue siendo robusto y continúa otorgando certidumbre normativa previa a las entidades participantes, al describir con precisión las conductas sancionables y las consecuencias aplicables.

Además, en el nuevo esquema se incorporaron las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) formuladas en su más reciente visita de asistencia técnica<sup>86</sup>. El FMI después de varias reuniones con diversas entidades financieras y la evaluación de la regulación del BanRep sobre las operaciones de intervención cambiaria, el FMI recomendó racionalizar (multas progresivas) y simplificar la estructura sancionatoria, al considerar que sanciones excesivas pueden generar distorsiones en los incentivos, inhibiendo tanto el desarrollo del mercado como la implementación de políticas adecuadas de gestión de riesgos por parte de las entidades.

La implementación del nuevo esquema y la entrada en vigor del Reglamento del Sistema de Subastas implicaron ajustes en varias resoluciones y circulares externas expedidas por el BanRep, entre ellas: la Resolución Externa (RE) 1 de 2018, RE 2 de 2019, RE 5 de 2022, así como las

---

<sup>85</sup> Autoras: Sara Ariza Murillo y Daniela Ximena Gualtero Briceño. 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.

<sup>86</sup> Technical Assistance Report- Colombia – FX Market Development and Regulatory Framework Review. December 2024. De: Istvan Mak, Meryem Rhoulzlane, and Paulo Muniz (experto externo).

Circulares Reglamentarias Externas (CRE) DEFI-354, DOAM-143, DOAM-141, DOAM-148 Y DGOF-481.

**Adicionalmente, el nuevo marco sancionatorio contempló la elaboración de contratos marco de adhesión,** con el fin de formalizar las relaciones contractuales entre el BanRep y los agentes colocadores de OMA (ACO) o los intermediarios del mercado cambiario (IMC).

**Este recuadro presenta las principales modificaciones introducidas al esquema sancionatorio de las operaciones monetarias y cambiarias del BanRep.** Su contenido es de carácter informativo y no sustituye ni forma parte de la normatividad vigente.

### Operaciones Monetarias

**Las consecuencias pecuniarias sobre las operaciones monetarias aplican a los incumplimientos en las OMA y a las operaciones para facilitar el normal funcionamiento del sistema de pagos, realizadas por los ACO.** Las OMA comprenden operaciones de expansión y contracción, tanto definitivas como transitorias, así como las operaciones de contratos *Non-Delivery Forward* (NDF) de TES<sup>87</sup>. Por su parte, las operaciones para el normal funcionamiento del sistema de pagos incluyen los repos *overnight* resultantes de la conversión de repos intradía y los repos *overnight* por compensación. Todas estas operaciones se incorporan en la RE 5 de 2022 de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). El esquema únicamente aplica a las operaciones efectuadas por los ACO.

**El nuevo esquema de consecuencias pecuniarias para las operaciones monetarias contempla cuatro tipos de incumplimientos o retrasos<sup>88</sup>:** *i)* incumplimiento de oferta y operación inicial, *ii)* incumplimiento de llamados al margen y/o sustitución de títulos, *iii)* retraso al vencimiento y *iv)* incumplimiento al vencimiento. Estos aplican a las operaciones monetarias exceptuando las operaciones de contratos NDF de TES a las cuales únicamente les aplican los intereses de mora descritos más adelante.

**El nuevo esquema unificó la hora límite para el pago de las consecuencias pecuniarias y homologó el tratamiento aplicable a los repos con pagarés.** Previamente, existían distintas reglas según el tipo de operación, y algunas consecuencias pecuniarias no eran aplicables a los repos con pagarés. Bajo el nuevo régimen, se establece que las consecuencias pecuniarias deberán pagarse antes del cierre del servicio de transferencia de fondos del CUD correspondiente al día hábil siguiente a aquel en que se declare el retraso o incumplimiento. Asimismo, el esquema presentado aplica de manera uniforme a todas las operaciones monetarias, incluyendo los repos con pagarés.

**El nuevo esquema introdujo el concepto de consecuencia económica mínima y el pago de intereses de mora por retrasos en el pago de las consecuencias pecuniarias o de los saldos adeudados.** Para todos los tipos de incumplimiento se estableció una consecuencia pecuniaria mínima equivalente a 28 UVT. Adicionalmente, a partir del día hábil siguiente al incumplimiento

---

<sup>87</sup>Los *Non-Delivery Forward* (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. Para más información, revisar el Recuadro 1 del Reporte de Mercados Financieros del primer trimestre de 2025.

<sup>88</sup>Las condiciones para que se configuren los incumplimientos o retraso y las instrucciones del cálculo de la consecuencia pecuniaria para cada caso se encuentran en la Tabla 2 del numeral 16.1 del Reglamento del Sistema de Subastas.

de la operación o del pago de la consecuencia pecuniaria, se causarán intereses de mora calculados a la tasa máxima legal permitida, equivalente a  $IBC^{89} \times 1,5$  por cada día de retraso en el pago del valor adeudado al BanRep, tanto por concepto de consecuencias pecuniarias como por el saldo de la obligación (capital e intereses) no cubierto, conforme a lo establecido en las Circulares Reglamentarias Externas del BanRep. Estos intereses de mora también aplican a los incumplimientos en operaciones de contratos NDF de TES.

**Asimismo, se definieron procedimientos operativos para otorgar mayor claridad al proceso de cobro y a la devolución de excedentes.** En particular, se detalló la operatividad para: *i)* el cobro de las operaciones al vencimiento y de las consecuencias pecuniarias, el cual reúne las reglas y horarios para aplicar una serie de intentos de débito por parte del BanRep para efectuar dichos cobros, y *ii)* la devolución de excedentes en casos de incumplimiento, precisando el plazo y las condiciones bajo las cuales dichos excedentes deben ser restituidos a quien corresponda.

**El esquema también incorpora consecuencias no pecuniarias aplicables a determinados tipos de incumplimientos.** Entre ellas se incluye el reporte a la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) en los casos de retrasos o incumplimientos al vencimiento de las operaciones monetarias, así como por incumplimientos en el pago de las consecuencias pecuniarias. Adicionalmente, el Sistema podrá informar estos incumplimientos al Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). Finalmente, se estableció que, si una entidad incumple una operación al vencimiento, perderá su calidad de ACO y será suspendida para realizar operaciones de intervención cambiaria, señaladas en la RE 1 de 2018<sup>90</sup>.

### Operaciones Cambiarias

**Las consecuencias pecuniarias sobre las operaciones cambiarias aplican a los incumplimientos en las operaciones de intervención cambiaria que realiza el BanRep, conforme a lo establecido en la RE No. 1 de 2018 de la JDBR y la CRE DOAM-143.** El Banrep puede intervenir en el mercado cambiario mediante: *i)* la compra o venta de divisas a tasas de mercado; *ii)* la venta de opciones *put* o *call* a tasas de mercado, mediante el mecanismo de subasta; *iii)* la venta de divisas de contado mediante contratos *FX Swap*, a las tasas que fije el BanRep, mediante los mecanismos de subasta o ventanilla; y *v)* la venta de divisas mediante contratos *forward* de cumplimiento financiero (NDF) a tasas de mercado, mediante el mecanismo de subasta.

**El esquema de consecuencias pecuniarias para las operaciones cambiarias contempla tres tipos de incumplimientos o retrasos**<sup>91</sup>: *i)* retraso en el cumplimiento de la operación; *ii)* incumplimiento en los pagos que deben llevarse a cabo al inicio de la operación (el día de la subasta o ventanilla); y *iii)* incumplimiento en los pagos que deben llevarse a cabo al vencimiento de la operación.

**Se modificaron las consecuencias pecuniarias por retrasos en el cumplimiento para incorporar el costo equivalente al rendimiento dejado de percibir por los fondos del BanRep en cuentas del exterior, más una prima adicional que busca incentivar el cumplimiento oportuno de las**

---

<sup>89</sup> Interés Bancario Corriente en la modalidad de consumo y ordinario vigente el día del incumplimiento y publicado por la Superintendencia Financiera de Colombia

<sup>90</sup> El nuevo esquema mantiene la regla anterior de que la calidad de ACO también se pierde si se incumple el pago de las consecuencias pecuniarias, o si se incumplen las operaciones definitivas mediante contratos a futuro financiero.

<sup>91</sup> Las condiciones para que se configuren los incumplimientos o retraso y las instrucciones del cálculo de la consecuencia pecuniaria para cada caso se encuentran en la Tabla 3 del numeral 16.2 del Reglamento del Sistema de Subastas.

**obligaciones.** En consecuencia, se ajustó el horario de la ventana de cumplimiento con retraso, considerando los tiempos requeridos para la transferencia de recursos hacia las cuentas del exterior<sup>92</sup>. Específicamente, el horario de retraso se fijó entre 2:30 pm y 3:30 pm para todos los instrumentos, excepto para las operaciones de NDF, cuyo horario se estableció entre 11:00 a.m. y 11:30 a.m., con el fin de alinear el horario al cumplimiento de las operaciones monetarias.

**Por otra parte, se redujo el valor de las consecuencias pecuniarias aplicables a los incumplimientos en las ofertas.** En las operaciones de NDF, el cobro se redujo del 2% al 1,5%, y para las demás operaciones de intervención cambiaria, del 5% al 3%. Este nuevo esquema incorpora las posibles variaciones diarias en la tasa de cambio y preserva un balance adecuado entre la efectividad de los incentivos para el cumplimiento de las operaciones y la proporcionalidad de las consecuencias pecuniarias, garantizando al BanRep un nivel suficiente de certeza sobre la ejecución de las operaciones.

**Finalmente, el nuevo esquema amplía la aplicación de las consecuencias conductuales a los errores que se presenten en las subastas de todos los instrumentos de intervención cambiaria.** Estas consecuencias se determinan con base en el número de errores acumulados durante un periodo de doce (12) meses en las subastas. Con esta medida, se busca fomentar una mayor disciplina operativa y promover la adopción de controles internos y mecanismos de verificación que reduzcan la probabilidad de errores, por ejemplo, en la colocación de ofertas, los cuales pueden generar distorsiones en la determinación de la tasa de corte y afectar la eficiencia de las operaciones con el BanRep.

### Conclusión

**En síntesis, el BanRep implementó un nuevo esquema de sanciones para las operaciones monetarias y cambiarias, con el propósito de simplificar las reglas aplicables a los incumplimientos y mantener incentivos claros para el cumplimiento por parte de las entidades financieras.** Este régimen promueve la disciplina y la transparencia en los mercados, estableciendo consecuencias económicas y no económicas ante los incumplimientos, como multas mínimas, intereses de mora y restricciones operativas.

**El nuevo marco también se alinea con recomendaciones del FMI, actualiza procedimientos operativos y normativos, y refuerza la coherencia entre los distintos tipos de operaciones que administra el BanRep.** Con ello, se busca garantizar que las entidades actúen de manera responsable y eficiente, contribuyendo a la estabilidad y buen funcionamiento del sistema financiero colombiano.

---

<sup>92</sup> Los horarios para las operaciones cambiarias se detallan en el numeral 15.1.2.2. del Reglamento del Sistema de Subastas.