
REPORTE DE **MERCADOS FINANCIEROS**



II TRIM/
2025



Reporte de Mercados Financieros

Gerencia Técnica

Hernando Vargas Herrera

Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Andrés Murcia Pabón

Subgerente

Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados

Wilmar Alexander Cabrera Rodríguez

Director

Sección Análisis de Mercados Financieros y Regulación Cambiaria

Diego Alejandro Martínez Cruz

Jefe

Profesionales

Sara Ariza Murillo

Ittza Alejandra Barreto Ramírez

Oscar David Botero Ramírez

Nataly Alexandra Díaz Gonzalez

Laura Viviana León Díaz

Julián Camilo Mateus Gamboa

Camilo Andrés Orozco Vanegas

Cristhian Hernando Ruiz Cardozo

Estudiantes en práctica profesional

Daniel Eduardo Ramírez Hoyos

Xiomara Katerin Sánchez Andela

Contenido

1.	Introducción	6
2.	Resumen ejecutivo	10
2.1.	Entorno internacional.....	10
2.2.	Percepción de riesgo a nivel local	10
2.3.	Mercado de renta fija y monetario	11
2.4.	Mercado cambiario	13
2.5.	Mercado accionario.....	13
3.	Entorno internacional	13
4.	Percepción de riesgo a nivel local	20
5.	Mercado de renta fija y monetario	23
5.1.	Política monetaria e inflación en Latinoamérica	23
5.2.	Mercado monetario colombiano	26
5.3.	Mercado de deuda pública interna y externa	27
5.4.	Mercado de deuda privada	33
6.	Mercado cambiario	34
6.1.	Mercado cambiario global.....	34
6.2.	Mercado cambiario local	36
7.	Mercado accionario.....	40
8.	Recuadros.....	43
	Recuadro 1: Lecciones internacionales en el desarrollo de la inteligencia de mercados y su fortalecimiento en el Banco de la República.	43
	Recuadro 2: Avances en la vinculación de Colombia al Comité Global de Divisas.	49

Índice de Gráficos

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

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

Índice de Tablas

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 2T25	9
Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación	23

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 segundo trimestre de 2025 (2T25) y los primeros días de julio¹. 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 sustenta en un ejercicio de análisis, que combina el seguimiento permanente de los mercados financieros con el uso de fuentes especializadas, el monitoreo de indicadores clave y la aplicación de herramientas empíricas. Esta aproximación permite ofrecer una visión clara e integral de la evolución de los mercados durante el periodo de análisis. En complemento, el BanRep ha venido consolidando sus capacidades de inteligencia de mercados, en línea con las mejores prácticas internacionales, a través del fortalecimiento de mecanismos de diálogo con los principales agentes del mercado. Esta edición destaca los avances alcanzados en esta materia, los cuales se detallan en el *Recuadro 1: Lecciones internacionales en el desarrollo de la inteligencia de mercados y su fortalecimiento en el Banco de la República*.

Durante el periodo analizado, y en línea con lo observado en el primer trimestre de 2025 (1T25), los mercados financieros internacionales iniciaron el 2T25 bajo un entorno de elevada incertidumbre, producto de los anuncios y ajustes en política comercial por parte de la nueva administración de Estados Unidos (EE. UU). No obstante, el avance en las negociaciones con distintos socios comerciales contribuyó a una recuperación parcial en las semanas siguientes. Además, el panorama financiero global se vio afectado por el aumento de la incertidumbre fiscal en EE. UU., en medio del debate legislativo sobre un nuevo paquete fiscal que fue finalmente aprobado por el Senado el 4 de julio. Este contexto propició una mayor volatilidad en los mercados, acentuada por el escalamiento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. Si bien los desarrollos en materia comercial deterioraron las perspectivas de crecimiento global, la economía mundial continuó mostrando la resiliencia observada durante los últimos años (ver *Entorno Internacional*).

En paralelo, la inflación se mantuvo por encima de las metas establecidas en la mayoría de las economías desarrolladas, con excepción de la zona del euro, donde volvió a ubicarse en el objetivo del 2%. En este contexto, los bancos centrales continuaron exhibiendo una postura monetaria cautelosa, reflejo tanto de la persistencia de las presiones inflacionarias como de la incertidumbre asociada a la política comercial. No obstante, en algunas economías, factores idiosincráticos dieron lugar a nuevos recortes en las tasas de interés. A su vez, las expectativas sobre la trayectoria de la

¹ Si bien el Reporte de Mercados Financieros se centra usualmente en el análisis de un trimestre específico, esta edición extiende su cobertura hasta el 10 de julio de 2025, debido a la relevancia de los anuncios de política comercial realizados por el gobierno de EE. UU. y a la dinámica observada en los mercados financieros locales hacia comienzos de julio.

política monetaria se ajustaron al alza en algunas economías, tras el marcado descenso observado a inicios de abril como respuesta a los anuncios comerciales de EE. UU. (ver *Mercado de renta fija y monetario*).

En América Latina, la inflación y sus expectativas presentaron un comportamiento heterogéneo, manteniéndose en su mayoría por encima de las metas establecidas por los bancos centrales. En el caso de Colombia, la inflación continuó descendiendo, aunque todavía se ubica por encima del objetivo del BanRep. Las expectativas de inflación derivadas de los mercados financieros se redujeron, mientras que las derivadas de encuestas permanecieron estables; sin embargo, ambas permanecen por encima de la meta del BanRep.

En este contexto, las decisiones de política monetaria en la región fueron igualmente mixtas: Brasil incrementó su tasa de política monetaria (TPM), mientras que México, Perú y Colombia las recortaron, y Chile la mantuvo sin cambios. En particular, el BanRep redujo su TPM en 25 puntos básicos (pb) a 9,25% en abril y la mantuvo sin variación en junio. Esta postura cautelosa ha sido considerada como prudente por el mercado, en un entorno caracterizado por la moderación en la reducción de la inflación, la mayor incertidumbre externa y los desafíos fiscales internos. Aunque los mercados financieros continúan anticipando recortes adicionales de la TPM en Colombia, se espera que estos sean más moderados que lo proyectado en el 1T25 (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*).

En los mercados de deuda, los títulos del Tesoro de EE. UU. (*Treasuries*) registraron una alta volatilidad y desvalorizaciones en el tramo largo de la curva, con tasas que alcanzaron sus niveles más altos desde 2023, en un contexto marcado por la persistente incertidumbre fiscal y comercial. En contraste, otras economías desarrolladas presentaron valorizaciones a lo largo de sus curvas de rendimiento. En América Latina, la mayoría de los títulos soberanos se valorizaron, favorecidos por el buen desempeño global de la renta fija, los flujos de portafolio hacia economías emergentes y factores idiosincráticos. Sin embargo, los títulos de deuda pública de Colombia continuaron con la tendencia de desvalorización observada desde el 1T25, afectados por la persistencia de los riesgos fiscales, que llevaron a la pérdida del grado de inversión de los Títulos de Tesorería (TES). Esta dinámica se dio en un entorno de menor liquidez y mayor volatilidad en el mercado local de deuda pública (ver *Mercado de deuda pública interna y externa*).

En este escenario, las economías emergentes continuaron recibiendo flujos positivos de inversión extranjera de portafolio, prolongando la tendencia observada durante 2024 y el 1T25. En el caso de Colombia, los inversionistas extranjeros iniciaron el 2T25 con una postura compradora en el mercado de contado de TES, dando continuidad al comportamiento del trimestre previo, probablemente impulsados por los altos rendimientos de los títulos y las entradas hacia activos emergentes. No obstante, tras la pérdida del grado de inversión, realizaron ventas significativas en junio y comienzos de julio. En contraste, en el mercado de TES a futuro, los inversionistas extranjeros continuaron ampliando su posición compradora neta durante la primera parte del trimestre, manteniendo la tendencia observada desde 2023. Hacia el cierre del 2T25, estas posiciones también se vieron respaldadas por expectativas de valorización asociadas a las operaciones de manejo de deuda anunciadas por el Gobierno.

Adicionalmente, en el mercado monetario colombiano, el BanRep continuó adoptando medidas para preservar condiciones adecuadas de liquidez, evitando desalineamientos significativos y persistentes del Indicador Bancario de Referencia (IBR) frente a la TPM. Durante el periodo, los

depósitos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) se mantuvieron por debajo de su promedio histórico, con alta volatilidad. Asimismo, aunque la demanda por instrumentos de contracción monetaria del BanRep se moderó, esta permaneció en niveles históricamente altos. En el trimestre no se registraron operaciones de compraventa de TES por parte del BanRep (ver *Mercado de renta fija y monetario*).

En el mercado cambiario, el dólar estadounidense (USD) se debilitó a nivel global, prolongando la tendencia observada desde el 1T25, en un contexto de creciente preocupación por el panorama fiscal y comercial de EE. UU, así como por la moderación en las expectativas de crecimiento económico en este país. Este comportamiento resulta atípico en un entorno de mayor aversión al riesgo global, en el que tradicionalmente el USD tiende a fortalecerse como activo refugio; sin embargo, en esta ocasión se observó una mayor demanda por activos de reserva alternativos. En este escenario, las monedas latinoamericanas registraron apreciaciones, favorecidas por la debilidad del dólar, el repunte de algunos precios de materias primas y factores idiosincráticos, aunque su comportamiento fue volátil ante la sensibilidad a los anuncios comerciales de EE. UU (ver *Mercado cambiario global*). En línea con la mayoría de las monedas de economías emergentes, el peso colombiano (COP) también se apreció frente al dólar. No obstante, la magnitud de esta apreciación pudo verse limitada por el aumento de las preocupaciones fiscales a nivel local (ver *Mercado cambiario local*).

Adicionalmente, en línea con los esfuerzos por promover el desarrollo del mercado cambiario local, el BanRep y el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) han avanzado en la conformación de un Comité Local de Divisas (LFXC). Esta instancia tiene como objetivo mejorar los canales de comunicación e intercambio de información con los participantes del mercado y constituye, además, un paso fundamental en el proceso de vinculación de Colombia al Comité Global de Divisas (GFXC), foro internacional que promueve la integridad y el buen funcionamiento del mercado cambiario mediante la difusión del Código Global de Conducta del Mercado Cambiario (*FX Global Code*), que consiste en un conjunto de principios de buenas prácticas de este mercado. Los principales avances en este proceso se presentan en el *Recuadro 2: Avances en la vinculación de Colombia al Comité Global de Divisas*, los progresos en la conformación del LFXC, la participación de Colombia en el GFXC y los beneficios para el mercado local.

En el mercado de materias primas, los precios de los *commodities* registraron un comportamiento mixto, influenciado por factores geopolíticos y comerciales. El precio del petróleo se redujo, principalmente como resultado del aumento en la producción por parte de la OPEP+ y de la expectativa de una menor demanda global, en un contexto de crecientes tensiones comerciales. En contraste, los metales preciosos, como el oro y la plata, continuaron valorizándose y alcanzaron nuevos máximos históricos, impulsados por una mayor demanda de activos refugio ante el elevado nivel de incertidumbre económica y geopolítica. Por su parte, los metales industriales y algunos productos agrícolas registraron caídas, reflejo de la desaceleración del sector manufacturero y de la persistencia de las tensiones en el comercio internacional (ver *Entorno internacional*).

Por último, en los mercados accionarios, las bolsas de los países desarrollados registraron valorizaciones, revirtiendo parcialmente las fuertes caídas observadas en abril de 2025. Esta recuperación obedeció, en parte, a una moderación en la incertidumbre comercial, así como a la publicación de resultados corporativos sólidos y a la resiliencia de la actividad económica global. En América Latina, los principales índices bursátiles replicaron la tendencia alcista observada en

otros mercados emergentes, extendiendo el impulso registrado durante el 1T25. En el ámbito local, el índice MSCI Colcap mantuvo la trayectoria positiva del 1T25, apoyado en buenos resultados empresariales, aunque con un menor dinamismo en los volúmenes negociados (ver *Mercado accionario*).

Todo lo anterior se detalla en la *Tabla 1*, que presenta la variación durante el 2T25 de algunos indicadores de los mercados financieros de las principales economías desarrolladas, Colombia y nuestros pares de la región, así como de las materias primas de mayor relevancia para estas economías. Asimismo, se incluyen algunos indicadores que reflejan la percepción de riesgo en la mayoría de estas economías.

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 2T25

	Tasa de política ¹	Tasa moneda local		Tasa de cambio ²	Accionario	CDS 5 años ³	EMBIG ³	Commodity ⁴
		2 años	10 años					
Reino Unido	-25	-37	-16	6,1%	1,2%			
Japón	0	-13	-8	3,9%	9,1%			
Alemania	-50	-16	-9	8,9%	-0,5%	-2,9		
EE. UU.	0	-19	0	-6,9%	11,2%	-4,9	-6,6	
Colombia	-25	1	-12	2,9%	4,0%	0	-4	-8,2%
UVR		42	26					
Brasil	75	-115	-128	5,7%	5,3%	-38	-14	0,1%
México	-100	-27	-8	8,0%	8,0%	-28	-37	-6,1%
Chile	0	-19	-14	2,1%	7,2%	-7	-14	-1,9%
Perú	-25	-22	-36	3,2%	8,6%	-8	-14	-1,9%
Otros EM ⁵	-25	-5	-25	5,4%	9,1%	-28	-18	-3,1%

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

En línea con lo observado en el 1T25, los mercados financieros internacionales iniciaron el 2T25 afectados por los anuncios y ajustes en política comercial realizados por la nueva administración de EE. UU. No obstante, el optimismo generado por los avances en negociaciones con distintos socios comerciales favoreció una recuperación posterior. Por otro lado, los mercados financieros también estuvieron afectados por la mayor incertidumbre fiscal, especialmente en EE. UU, ante el trámite legislativo de un paquete fiscal propuesto por el Gobierno. Este entorno generó una alta volatilidad en los mercados, acentuada además por el aumento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente.

Pese a que los desarrollos en el frente comercial impactaron negativamente las expectativas de crecimiento global, la actividad económica mundial mantuvo la resiliencia que ha caracterizado su desempeño en los últimos años. Por otro lado, la inflación permaneció por encima de las metas establecidas en la mayoría de las economías avanzadas, lo cual llevó a que los bancos centrales de estas economías mantuvieran una postura monetaria cautelosa, aunque algunos continuaron recortando tasas de forma gradual.

Por su parte, las expectativas sobre la tasa de política monetaria aumentaron para algunas de estas economías tras el marcado descenso observado a inicios de abril, en respuesta a los anuncios comerciales de EE. UU. Asimismo, las condiciones financieras globales presentaron un comportamiento favorable durante la mayor parte del trimestre, tras el endurecimiento registrado a inicios de abril. En este contexto, se registraron entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia economías emergentes durante el trimestre.

El mercado de *commodities* mostró un desempeño mixto durante el trimestre, influenciado por factores geopolíticos y comerciales. Energéticos como el petróleo y el gas natural licuado registraron retrocesos, mientras que los metales preciosos se valorizaron por su rol como refugio. El cobre repuntó hacia el cierre del periodo ante expectativas de medidas comerciales, y otros metales industriales y productos agrícolas presentaron caídas.

2.2. Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 2T25, los indicadores de percepción de riesgo para Colombia continuaron mostrando un desempeño menos favorable frente a otras economías emergentes y países de la región. Este comportamiento podría estar relacionado con el deterioro de las expectativas fiscales y con factores de incertidumbre que afectan negativamente las proyecciones del país, dentro de los que se destacan la suspensión temporal de la Línea de Crédito Flexible (LCF) por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI), la activación de la cláusula de escape de la Regla Fiscal por tres años, así como la revisión al alza las proyecciones de deuda y de déficit fiscal por parte del Ministerio de Hacienda (MHCP), y la rebaja de la calificación crediticia soberana por parte de Moody's y S&P Global, lo cual implica que los TES hayan perdido su grado de inversión.

En este contexto, varios analistas coinciden en que la evolución de la percepción de riesgo sobre Colombia, y, por ende, el comportamiento de los activos locales dependerá en gran medida del

rumbo de las métricas fiscales y de las señales que emita el Gobierno sobre su compromiso con el ajuste fiscal.

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

2.3. Mercado de renta fija y monetario

Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Durante el 2T25, las tasas de inflación en los países de la región mostraron un comportamiento mixto, manteniéndose en su mayoría por encima de las metas establecidas por los bancos centrales. En Colombia, la inflación continuó descendiendo, aunque aún se ubica por encima de la meta del BanRep.

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros de los países de la región mostraron comportamientos heterogéneos. En Colombia, las expectativas de inflación derivadas de los mercados financieros se redujeron, mientras que las de encuestas permanecieron estables, aunque ambas siguen por encima de la meta del BanRep.

Los bancos centrales de la región adoptaron decisiones mixtas respecto a la TPM. Brasil incrementó su TPM, mientras que México, Perú y Colombia las recortaron, y Chile la mantuvo sin cambios. En particular, el BanRep redujo su TPM en 25 pb a 9,25% en abril y la mantuvo sin variación en junio. La postura cautelosa adoptada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha sido considerada como prudente por el mercado, dada la moderación en la reducción de la inflación, la mayor incertidumbre externa y los desafíos fiscales internos.

Los mercados financieros continúan descontando recortes adicionales de la TPM en Colombia. Sin embargo, se proyectan reducciones más moderadas en comparación con lo proyectado en el 1T25.

Mercado monetario colombiano

En cumplimiento del objetivo operativo de la política monetaria, durante el trimestre el BanRep implementó acciones para mantener flujos adecuados de liquidez en el sistema, evitando desviaciones significativas y persistentes del IBR *overnight* respecto a la TPM. En particular, durante el periodo se moderó la demanda por instrumentos de contracción monetaria del BanRep aunque se mantiene en niveles históricamente altos. En el trimestre no se realizaron compraventas de TES por parte del BanRep. Además, en el 2T25 los niveles de los depósitos de la DGCPN en el BanRep continuaron presentando niveles bajos, por debajo de su promedio histórico.

Mercado de deuda pública interna y externa

En el 2T25, los títulos de deuda pública en Estados Unidos registraron una alta volatilidad y desvalorizaciones en el tramo largo de la curva. Sus tasas alcanzaron máximos desde 2023, en un contexto de elevada incertidumbre fiscal y comercial. En contraste, otras economías desarrolladas registraron valorizaciones a lo largo de sus curvas de rendimiento. En Latinoamérica, la mayoría de

los títulos soberanos se valorizaron, en un entorno de buen desempeño global de la renta fija, flujos de portafolio hacia economías emergentes y factores idiosincráticos.

A diferencia de sus pares regionales, los títulos colombianos continuaron con la tendencia de desvalorizaciones observada desde el 1T25, afectados por la persistencia de riesgos fiscales. Tras la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2025 y la activación de la cláusula de escape de la regla fiscal, las agencias Moody's y S&P rebajaron la calificación soberana de Colombia a finales de junio, lo que llevó a la pérdida del grado de inversión de los TES. El comportamiento de la deuda pública durante el 2T25 se dio en un entorno de menor liquidez y mayor volatilidad, en el que se observaron periodos de reducción en la capacidad de intermediación de los agentes en este mercado, como lo muestra el indicador de utilización de capacidad de intermediación.

En este contexto, con la publicación del MFMP de 2025, la DGCPTN presentó un conjunto de estrategias orientadas a optimizar el perfil de vencimientos de la deuda pública y atender las necesidades de caja del Gobierno durante 2025. Si bien estas medidas ofrecen mayor flexibilidad para atender las necesidades inmediatas de financiamiento, también pueden generar riesgos relevantes de refinanciamiento y liquidez, al incrementar la exposición a vencimientos en el corto plazo, así como la exposición a variaciones de la tasa de cambio y de las tasas de interés en los mercados internacionales.

En el mercado local, los bancos comerciales fueron los principales compradores de TES en el 2T25, mientras que los FPC continuaron moderando sus compras respecto a la tendencia observada desde 2023. Los inversionistas extranjeros iniciaron el 2T25 manteniendo la tendencia compradora del trimestre previo y revirtiendo parcialmente las ventas acumuladas en 2023 y 2024, probablemente impulsada por los altos rendimientos de los TES y las entradas hacia activos emergentes. Sin embargo, tras la pérdida del grado de inversión, realizaron ventas significativas en junio e inicios de julio.

Dentro de este tipo de agentes, las mayores ventas durante el trimestre provinieron de inversionistas indexados al índice *GBI-EM Global Diversified*, mientras que los no indexados también adoptaron una postura vendedora tras la pérdida del grado de inversión. Ante el deterioro fiscal observado en junio, los inversionistas extranjeros podrían continuar deshaciendo posiciones en el 3T25, particularmente aquellos no indexados.

En el mercado de TES a futuro, y en contraste con lo observado en el mercado de contado, los inversionistas extranjeros continuaron ampliando su posición compradora manteniendo la tendencia iniciada en 2023, principalmente durante la primera parte del 2T25. Sin embargo, a mediados de junio adoptaron una postura vendedora significativa en respuesta al deterioro del panorama fiscal y a una menor expectativa de recortes en la TPM

Mercado de deuda privada

El financiamiento a través de emisiones de deuda corporativa aumentó en el 2T25, aunque continúa por debajo de su promedio.

Por su parte, las tasas de colocación de CDTs continuaron disminuyendo en el trimestre, ubicándose por debajo de los niveles observados los dos años anteriores y en contraste con lo observado en el mercado de deuda pública local. Por su parte, el monto colocado aumentó de manera importante en el trimestre con respecto al anterior, alcanzando niveles máximos históricos.

2.4. Mercado cambiario

En el 2T25 el USD se debilitó a nivel global, prolongando la tendencia observada desde el 1T25, frente a las monedas de países desarrollados y emergentes, en un contexto de creciente preocupación por el panorama fiscal y comercial de EE. UU, así como por la moderación en las expectativas de crecimiento económico. En este contexto, las monedas de países desarrollados se fortalecieron también incorporando algunos factores idiosincráticos, destacando el euro que alcanzó niveles no vistos desde 2021, consolidándose como la divisa refugio con mejor desempeño.

Las monedas de países emergentes también registraron apreciaciones durante el trimestre, apoyadas por la debilidad del dólar, el repunte de algunos *commodities* y algunos factores idiosincráticos, aunque su desempeño fue volátil ante la sensibilidad a los anuncios comerciales de EE. UU.

Durante el 2T25, el COP se apreció frente al dólar, en línea con la mayoría de las monedas de países emergentes. La magnitud de la apreciación pudo estar contenida por el aumento de las preocupaciones fiscales a nivel local. En este contexto, la volatilidad condicional promedio del COP del trimestre aumentó frente al 1T25, especialmente en abril, en un contexto de menor liquidez y mayor dispersión intradía en la tasa de cambio. A su vez, los montos promedio diarios en el mercado de contado peso-dólar disminuyeron.

2.5. Mercado accionario

Durante el 2T25, los mercados accionarios de países desarrollados registraron valorizaciones, corrigiendo las caídas registradas en los primeros días de abril. La moderación temporal de las medidas arancelarias de Estados Unidos, así como un contexto de resultados corporativos sólidos y la resiliencia de la economía global, llevaron a algunos índices estadounidenses y asiáticos a registrar máximos históricos.

A nivel local, el índice MSCI Colcap mantuvo la tendencia positiva del 1T25 y se valorizó durante el trimestre. El índice se benefició de los buenos resultados corporativos de algunas empresas financieras, al igual que de algunos eventos corporativos relevantes.

3. Entorno internacional

En línea con lo observado en el 1T25, los mercados financieros internacionales iniciaron el 2T25 afectados por los anuncios y ajustes en política comercial realizados por la nueva administración de EE. UU. No obstante, el optimismo generado por los avances en negociaciones con distintos socios comerciales favoreció una recuperación posterior. Durante los primeros días de abril, la imposición de aranceles por parte del nuevo Gobierno de EE. UU. a varios de sus socios comerciales afectó negativamente a los mercados financieros internacionales (ver *Sombreado 1. Incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante la política comercial de EE. UU, edición 1T25 de este Reporte*). No obstante, la reversión temporal de algunas de estas medidas, los avances en las

negociaciones con China² y el acuerdo comercial con Reino Unido³, redujeron la percepción de riesgo al evidenciar una mayor disposición del gobierno estadounidense a alcanzar consensos (*Gráfico 1*). En respuesta, los mercados han logrado recuperar buena parte de las pérdidas registradas en abril, aunque aún persiste un importante grado de incertidumbre frente a la posible reimposición de aranceles una vez culmine la tregua de 90 días⁴ (inicialmente prevista para el 9 de julio y luego postergada al 1 de agosto).

Los mercados financieros también estuvieron afectados por la mayor incertidumbre fiscal, especialmente en EE. UU, ante el trámite legislativo de un paquete fiscal propuesto por el Gobierno. Luego que el mercado volviera a retomar cierto optimismo ante los avances en las negociaciones de EE. UU. con varios de sus socios comerciales, su atención se centró en la discusión y aprobación del paquete fiscal *Big Beautiful Bill*, promovido por el Gobierno Trump. Este busca extender los recortes tributarios vigentes desde 2017 e incorpora nuevas propuestas de campaña⁵, financiadas parcialmente mediante recortes a incentivos para energías renovables, mayores restricciones al acceso a programas de salud y asistencia alimentaria, y un impuesto de 1% a las remesas, entre otros. Aunque a corto plazo este paquete permite ampliar el techo de la deuda y reduce el riesgo de un *default*, a largo plazo implica un aumento de la trayectoria de la deuda⁶, intensificando las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal del país. En respuesta a estos desarrollos, Moody's rebajó en mayo la calificación crediticia soberana de EE. UU. de *Aaa* a *Aa1* ante el deterioro de largo plazo de las métricas fiscales del país y la falta de voluntad por parte del Gobierno para corregir estos desbalances.

Este entorno generó una alta volatilidad en los mercados, acentuada además por el aumento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. A comienzos de abril, los principales indicadores que capturan la percepción de riesgo a nivel internacional, como el *Vix*⁷, el *Vstox*⁸ y el *Move*⁹, alcanzaron niveles históricamente elevados tras la imposición de aranceles por parte de EE. UU, pero corrigieron a la baja, aunque con cierta volatilidad, a lo largo del trimestre (*Gráfico 2*).

² En el marco de las negociaciones, se acordó reducir durante 90 días los aranceles de EE. UU. sobre productos chinos del 145% al 30%, y los aranceles de China sobre productos estadounidenses del 125% al 10%. China también se comprometió a eliminar ciertas restricciones a la exportación de tierras raras y otros elementos, mientras que EE. UU. se comprometió a flexibilizar restricciones a exportaciones y al ingreso de ciudadanos chinos.

³ El acuerdo mantiene un arancel del 10% para la mayoría de productos, contempla algunas exenciones (e.g., vehículos hasta cierto límite) y suspende temporalmente, hasta el 9 de julio, los aranceles sobre acero y aluminio entre ambos países.

⁴ Aunque el gobierno Trump impuso en abril un arancel base de 10% a nivel global, durante el 2T25 anunció aranceles adicionales que afectan algunos sectores particulares de la economía, como la industria del acero y el aluminio, cuyo arancel aumentó de 25% a 50%.

⁵ Entre las principales iniciativas del paquete fiscal se destacan: *i*) hacer permanentes las exenciones de impuestos sobre propinas, horas extra y ciertos intereses de préstamos para vehículos; *ii*) aumentar el límite de deducción del impuesto estatal y local (SALT) para ingresos inferiores a USD 500.000; y *iii*) aumentar el gasto en defensa y seguridad fronteriza.

⁶ Según un análisis del 17 de junio de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés), la ley eleva la proyección de deuda pública como porcentaje del PIB de 117% (estimado en enero) a 124% en 2034, y aumentaría los déficits fiscales entre 2025 y 2034 en USD 3,4 b.

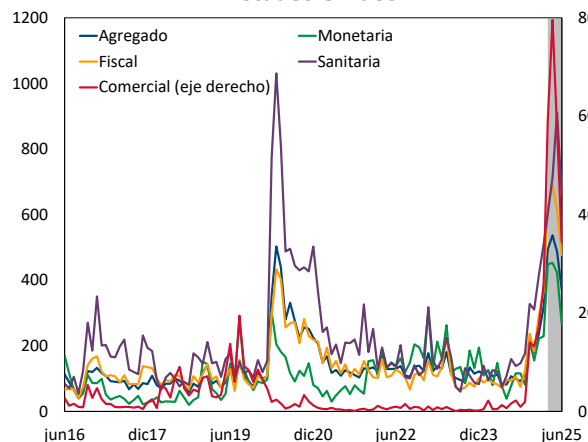
⁷ El *Vix* mide la volatilidad implícita en opciones a 30 días sobre el índice S&P 500.

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

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

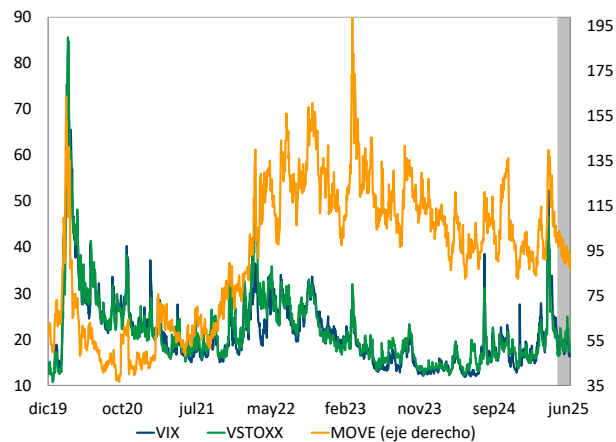
Posteriormente, hacia el cierre del trimestre, los indicadores de riesgo volvieron a repuntar de manera temporal ante la escalada del conflicto geopolítico en Medio Oriente¹⁰.

Gráfico 1. Incertidumbre en política económica en Estados Unidos



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico 2. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

Los desarrollos en el frente comercial impactaron negativamente las expectativas de crecimiento global. Frente a lo anticipado a comienzos de año, las proyecciones de crecimiento mundial para 2025 y 2026 se revisaron a la baja, del 3,0 % al 2,7 % y 2,8 %, respectivamente¹¹. Esta reducción, concentrada en el 2T25, se explica principalmente por la revisión a la baja del crecimiento de EE. UU. de 2,1% a 1,5%. También se destacan las revisiones a la baja en algunos de sus principales socios comerciales: México (-1,2 pp), Japón (-0,3 pp) y Reino Unido (-0,3 pp). Por su parte, las proyecciones para la eurozona se mantuvieron cercanas al 1,0%, respaldadas en parte por la expectativa de un mayor gasto en defensa por parte de varios países europeos, ante una eventual reducción del apoyo militar de EE. UU.¹² (Gráfico 3).

No obstante, la actividad económica mundial mantuvo la resiliencia que ha caracterizado su desempeño en los últimos años. A pesar de las elevadas tasas de interés y la confluencia de diversos choques¹³, siendo el choque comercial el más reciente, la economía mundial ha mantenido un comportamiento resiliente durante los últimos años, lo cual ha sido destacado por el mercado. Si bien en el margen se han observado algunas señales de desaceleración, el escenario

¹⁰ En junio, Israel lanzó varios ataques con misiles en contra de científicos, miembros del Gobierno e instalaciones en Irán, con el objetivo de desmantelar su programa nuclear, acción a la que luego se sumó EE. UU. No obstante, este conflicto permaneció acotado a los territorios de ambos países y tuvo una corta duración, lo que moderó el impacto en los mercados.

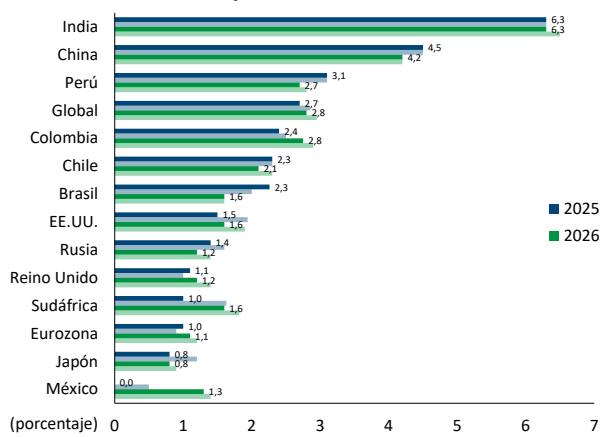
¹¹ A partir de los agentes que responden la encuesta de Bloomberg. Adicionalmente, el Banco Mundial en su informe *Perspectivas económicas mundiales* mencionó que el aumento de las tensiones comerciales y la incertidumbre normativa llevaron a que el crecimiento mundial registre su ritmo más lento desde 2008. Estos factores han provocado una reducción en los pronósticos para casi el 70% de las economías, desacelerando el crecimiento mundial a 2,3% en 2025, 0,4 puntos porcentuales por debajo de la tasa prevista a principios de año. Por su parte, las expectativas de crecimiento para EE. UU. pasaron de 2,3% en enero a 1,4% en junio para el cierre del 2025.

¹² A inicios de marzo, la Comisión Europea propuso, y el Consejo Europeo aprobó, permitir que los Estados miembros activen cláusulas de escape para aumentar su gasto en defensa. Aunque varios gobiernos se han mostrado cautelosos ante esta medida debido a sus frágiles balances fiscales, Alemania, con mayor espacio fiscal, anunció un paquete de inversión en infraestructura por 500 mm de euros.

¹³ Dentro de estos se destaca: *i*) la invasión de Rusia a Ucrania en 2022 y su impacto sobre la oferta global de materias primas; *ii*) el aumento de tensiones en Medio Oriente tras la respuesta de Israel al ataque de Hamás en 2023; *iii*) la quiebra de Credit Suisse y de varios bancos regionales en EE. UU. en 2023; y *iv*) la desaceleración de la economía china, producto de sus crisis inmobiliaria y financiera, que han afectado el empleo y la confianza del consumidor.

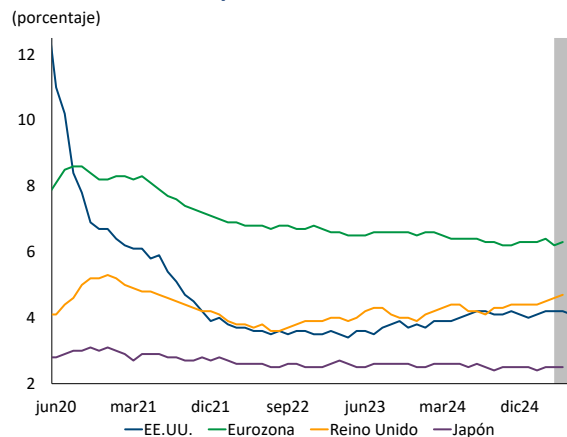
base del mercado continúa siendo que este proceso sea gradual, de manera que el grueso de participantes del mercado no descuenta una recesión en el corto plazo. Adicionalmente, el estímulo fiscal aprobado en EE. UU. y la voluntad de ejecutar mayor gasto en defensa en Europa, deberían soportar la actividad económica en el corto plazo. Lo anterior se refleja, por ejemplo, en el buen desempeño de los mercados laborales en las principales economías desarrolladas, los cuales continúan registrando bajas tasas de desempleo (*Gráfico 4*). Por su parte, China registró un crecimiento de 5,2% durante el 2T25, frente al mismo trimestre del año previo (a/a), superior al 5,1% esperado por el mercado y al 5,0% que tiene como objetivo el Gobierno para 2025, el cual se explica principalmente por las mayores exportaciones llevadas a cabo durante la tregua de 90 días con EE. UU. En este sentido, preocupa el desempeño futuro de esta economía dado que ya se materializaron exportaciones que en otro contexto se habrían dado durante los próximos trimestres, y además se mantiene la debilidad en su demanda interna¹⁴, a pesar de las medidas de estímulo por parte de sus autoridades¹⁵.

Gráfico 3. Expectativas de crecimiento



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

Gráfico 4. Desempleo en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las cifras de desempleo se encuentran a mayo, excepto en EE. UU. donde se encuentran a junio.

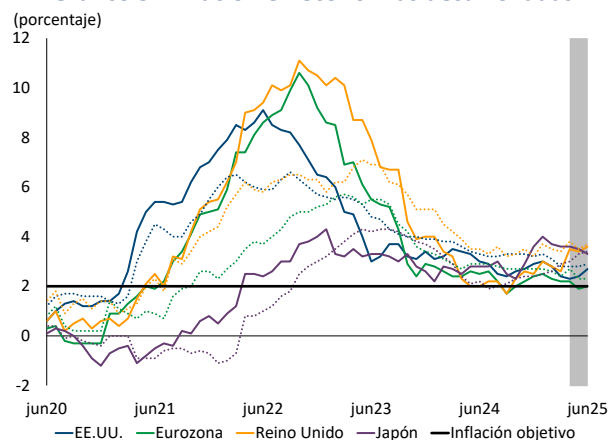
La inflación permaneció por encima de las metas establecidas en la mayoría de los países desarrollados. Con excepción de la eurozona, donde la inflación volvió a ubicarse en el objetivo del 2% (ya lo había hecho en octubre de 2024, aunque se alejó posteriormente), las demás economías avanzadas continuaron registrando niveles por encima de las metas de sus respectivos

¹⁴ En junio, las ventas al por menor crecieron 4,8% a/a, por debajo de la tasa de 5,4% esperada por el mercado y de 6,5% registrada el mes anterior. De acuerdo con algunos analistas, la política de subsidio a los bienes de consumo no es sostenible en el mediano plazo. Por otro lado, el mal desempeño sector inmobiliario continúa pesando sobre la economía. Por ejemplo, los precios de vivienda nueva cayeron 3,7% a/a en junio, mientras que los precios de vivienda usada cayeron cerca de 6%. Lo anterior es consistente con las cifras de inflación anual, las cuales continúan en deflación si se descuentan los precios de artículos como las joyas, los cuales han subido por la valorización de los metales preciosos a nivel global.

¹⁵ Entre estas medidas se destacan los recortes en las tasas de interés, la emisión de bonos especiales por CNY 1,3 b para apoyar a los grandes bancos estatales, y un paquete fiscal que contempla la emisión de CNY 4,4 b en bonos de gobiernos locales para aliviar sus restricciones de financiamiento. En paralelo, el presidente Xi Jinping ha reforzado su estrategia de diversificación comercial, manteniendo encuentros con mandatarios latinoamericanos en el marco de la iniciativa de la Franja y la Nueva Ruta de la Seda, y anunciando nuevas líneas de crédito por hasta USD 9 mm para el desarrollo de países de América Latina y el Caribe. Adicionalmente, en el marco del Foro de Cooperación entre China y África (FOCAC, por sus siglas en inglés), China anunció la suspensión de tarifas a las importaciones de productos provenientes de los 53 países africanos con los que mantiene relaciones diplomáticas.

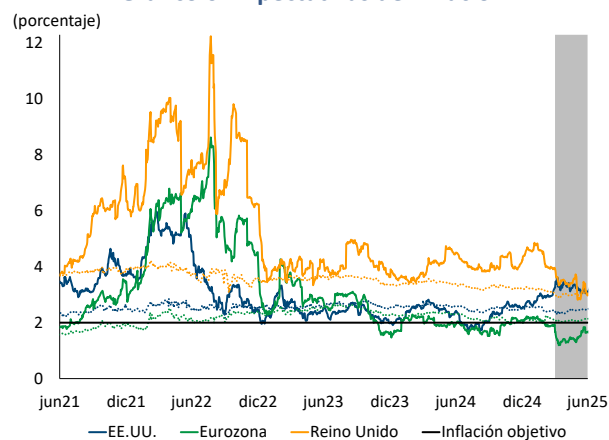
bancos centrales¹⁶. La inflación básica¹⁷ también mantuvo cierta persistencia observada desde el año pasado, impulsada por los precios de los servicios, y recientemente también por los precios de los bienes (*Gráfico 5*). En cuanto a las expectativas de inflación provenientes del mercado de *swaps*, estas descendieron en EE. UU. durante el trimestre, tras un repunte temporal al inicio del periodo motivado por los temores sobre el impacto de los mayores aranceles, y se mantienen sobre la meta establecida en este país. En contraste, en la eurozona y el Reino Unido las expectativas se ajustaron a la baja, reflejando el impacto negativo que la política comercial estadounidense podría tener sobre estas economías¹⁸ (*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.

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 bancos centrales mantuvieron una postura monetaria cautelosa, y algunos continuaron recortando tasas de forma gradual. En línea con las decisiones en el 1T25, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BoE) volvieron a recortar sus tasas de política monetaria en 50 pb y 25 pb, respectivamente. Por su parte, la Reserva Federal (FED) y el Banco de Japón (BoJ) las mantuvieron inalteradas¹⁹. En el caso de la FED, en su reunión de junio mantuvo su proyección de tasas para 2025, pero la revisó al alza para los próximos años, en línea con la revisión al alza de sus pronósticos de inflación. Por el contrario, sus proyecciones de crecimiento se ajustaron a la baja²⁰. En general, la política monetaria se mantuvo prudente, en respuesta a la

¹⁶ Al cierre de junio, la inflación anual se ubicó en 2,7% en EE. UU. (marzo: 2,4%), 2,0% en la eurozona (marzo: 2,2%), 3,6% en el Reino Unido (marzo: 2,6%) y 3,3% en Japón (marzo: 3,6%).

¹⁷ 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 junio, la inflación básica se ubicó en 2,9% en EE. UU. (marzo: 2,8%), 2,3% en la eurozona (marzo: 2,4%), 3,7% en el Reino Unido (marzo: 3,4%) y 3,4% en Japón (marzo: 2,9%).

¹⁸ A doce meses, las expectativas cayeron 16 pb en EE. UU., 29 pb en la eurozona y 100 pb en Reino Unido, hasta 3,08%, 1,65% y 2,97%, respectivamente. A largo plazo (a partir de los próximos cinco años), estas expectativas se mantuvieron relativamente estables en 2,47%, 2,15% y 3,03%, en su orden.

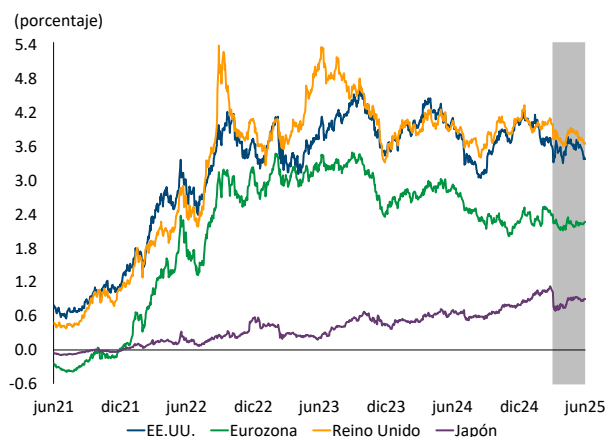
¹⁹ Al cierre de junio, el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales se mantuvo entre 4,25% y 4,50%. En el BCE, las tasas de facilidad de depósitos, refinanciación y crédito marginal fueron de 2,00%, 2,15% y 2,40%, respectivamente. En el BoE y el BoJ, las tasas de referencia se ubicaron en 4,25% y 0,50 %, en su orden.

²⁰ La mediana de la tasa esperada de los Fondos Federales se mantuvo en 3,9% para 2025 (equivalente a recortes de 50 pb), pero aumentó de 3,4% a 3,6% para 2026 (un recorte adicional de 25 pb), y de 3,1% a 3,4% para 2027 (otro recorte adicional de 25 pb). Las proyecciones de crecimiento se ajustaron a la baja: de 1,7% a 1,4% para 2025; de 1,8% a 1,6% para 2026; y se mantuvo en 1,8% en 2027. Por el contrario, la inflación esperada aumentó: de 2,7% a 3,0% para 2025; de 2,2% a 2,4% para 2026; y de 2,0% a 2,1% para 2027.

persistencia de las presiones inflacionarias y a la incertidumbre derivada de la política comercial de EE. UU. y las posibles respuestas de sus socios comerciales.

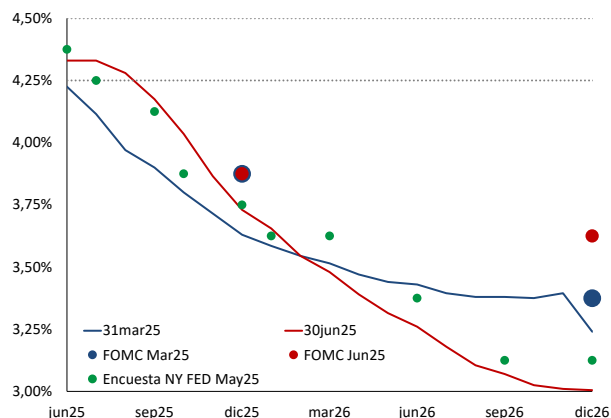
Las expectativas sobre la tasa de política monetaria aumentaron para algunas de estas economías tras el marcado descenso observado a inicios de abril, en respuesta a los anuncios comerciales de EE. UU. Durante los primeros días del trimestre, las crecientes tensiones comerciales llevaron al mercado a descontar una mayor probabilidad de recortes de tasas a nivel global, ante el temor de una desaceleración económica. No obstante, este ajuste fue revertido posteriormente, ante el mayor optimismo en el frente comercial y la cautela mostrada por los principales bancos centrales²¹ (*Gráfico 7*). En el caso de EE. UU., el mercado pasó de anticipar tres recortes de 25 pb, a dos recortes en 2025, volviendo así a estar en línea con las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de marzo y junio (*Gráfico 8*). Por el contrario, en el caso del BCE, el mercado aumentó las expectativas de recortes implícitas de 110 pb en marzo de 2025 a 125 pb en junio, mientras que, en el caso del BoE, aumentaron de 75 pb a 110 pb durante el mismo periodo. En el caso del BoJ, el mercado pasó de anticipar 30 pb a 20 pb de incrementos para 2025.

Gráfico 7. Expectativas de política monetaria en economías desarrolladas



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

Gráfico 8. Expectativas de política monetaria en Estados Unidos



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.

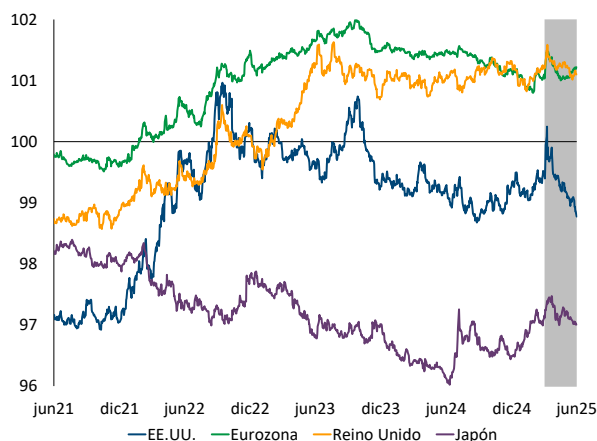
De manera similar, las condiciones financieras²² globales presentaron un comportamiento favorable durante la mayor parte del trimestre, tras el endurecimiento registrado a inicios de abril. Esta mejora respondió al buen desempeño del mercado accionario (ver *Mercado accionario*), la reducción de las tasas de interés (ver *Mercado de renta fija y monetario*), la compresión de los *spreads* de deuda corporativa frente a la deuda soberana, y en el caso de EE. UU., al debilitamiento generalizado del dólar (ver *Mercado cambiario*, *Gráfico 9*).

²¹ Estimaciones basadas en el mercado de *Overnight Index Swap* (OIS), que refleja las expectativas sobre la tasa de política monetaria promedio a distintos plazos.

²² 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.

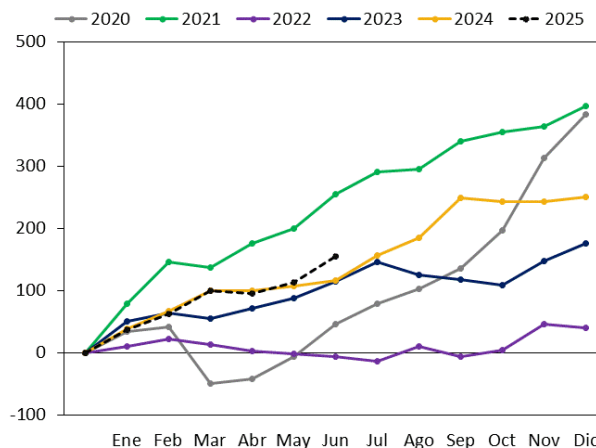
En este contexto, se registraron entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia economías emergentes durante el trimestre. De acuerdo con cifras preliminares del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés)²³, en el 2T25 se acumularon entradas netas por USD 55,9 miles de millones (mm)²⁴ concentradas principalmente en China (USD 46,9 mm). En Latinoamérica, las entradas ascendieron a USD 16,1 mm, distribuidas entre el mercado de deuda (USD 11,0 mm) y el mercado accionario (USD 5,0 mm, *Gráfico 10*).

Gráfico 9. Indicadores de condiciones financieras



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

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



Fuente: IIF.

Durante el trimestre, el mercado de *commodities* tuvo un comportamiento mixto, determinado por factores geopolíticos y comerciales. Los precios del petróleo WTI²⁵ y Brent cayeron 8,9% y 9,5%, respectivamente, debido al aumento de producción de la OPEP+²⁶ y a la expectativa de una menor demanda global ante mayores tensiones comerciales. Aunque la intensificación del conflicto en Medio Oriente impulsó una recuperación parcial hacia el cierre del trimestre, esta no logró revertir la tendencia negativa. A su vez, el precio del gas natural licuado (GNL) también retrocedió, afectado por la suspensión de importaciones de GNL estadounidense por parte de China y una menor demanda global (*Gráfico 11*).

Entre otros *commodities*, los metales preciosos continuaron valorizándose hasta alcanzar máximos históricos²⁷, mientras los metales industriales y algunos productos agrícolas registraron caídas. El oro y la plata se fortalecieron por la demanda de activos refugio ante un entorno de alta incertidumbre económica y tensiones geopolíticas. El cobre repuntó hacia el cierre del trimestre, impulsado por expectativas de aranceles en EE. UU, lo que elevó su precio ante posibles restricciones de oferta. En contraste, los metales industriales se desvalorizaron debido a la

²³ Según el *Capital Flows Tracker* de junio de 2025. Los datos, correspondientes al periodo febrero 2023–febrero 2025, son preliminares y están sujetos a revisión en futuras actualizaciones.

²⁴ Estas cifras se explican por entradas netas de USD 49,9 mm y USD 6,0 mm al mercado de renta fija y mercado de renta variable, respectivamente.

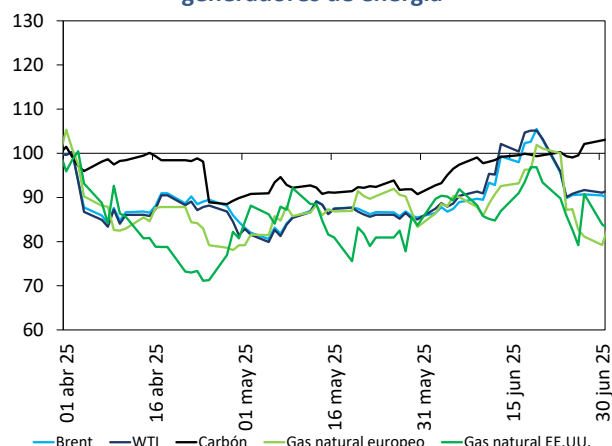
²⁵ *West Texas Intermediate*

²⁶ Alianza formada en 2016 entre los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y otros diez países productores de petróleo, incluyendo Rusia, para coordinar políticas de producción y estabilizar los precios del petróleo.

²⁷ El oro alcanzó su máximo histórico el 13 de junio de 2025, con un precio de 3.432,34 USD por onza troy. Por su parte, la plata registró su nivel más alto en más de diez años el 17 de junio de 2025, al cotizarse en 37,10 USD por onza troy.

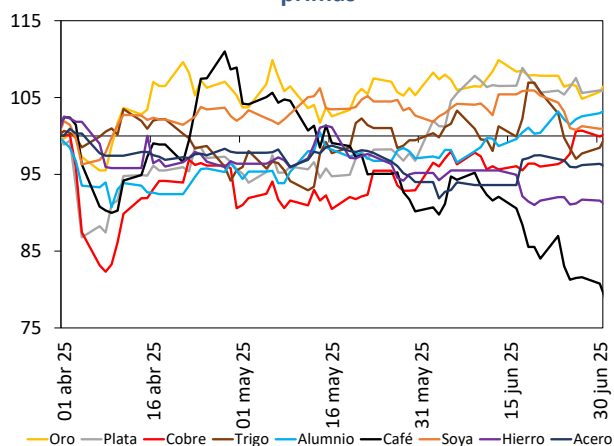
desaceleración del sector manufacturero y a la persistencia de tensiones comerciales. En el caso del café, tras alcanzar máximos históricos en el trimestre anterior, su precio retrocedió²⁸ como resultado de mejores perspectivas de producción y una moderación en la demanda global (Gráfico 12).

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



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 31 mar 2025.

Gráfico 12. Cambio en los precios de otras materias primas



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 31 mar 2025.

4. Percepción de riesgo a nivel local

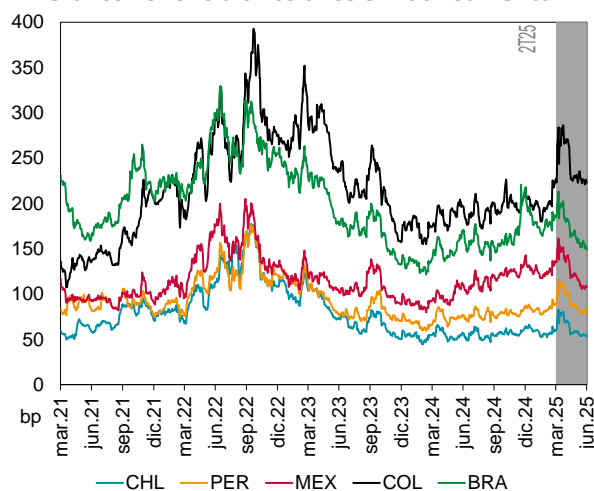
Durante el 2T25, los indicadores de percepción de riesgo para Colombia continuaron mostrando un desempeño menos favorable frente a otras economías emergentes y países de la región. En particular, los *Credit Default Swaps*²⁹ (CDS, Gráfico 13) y los *Emerging Market Bond Indexes*³⁰ (EMBI, Gráfico 14) de Colombia presentaron un desempeño menos favorable frente a la mayoría de sus pares de la región y de otras economías emergentes. Este comportamiento diferencial fue similar al observado durante la mayor parte del 2024.

²⁸ El café se desvalorizó 19,2% respecto al 1T25, alcanzando el 30 de junio mínimos de 6 meses, con un precio de USD 3,07 por libra.

²⁹ El CDS es un derivado financiero diseñado para transferir la exposición al riesgo crediticio de un título de deuda a la contraparte, a cambio del pago de una prima. Una mayor prima refleja un mayor riesgo de crédito del país emisor. Durante este periodo, el CDS a cinco años se mantuvo estable en Colombia, pero se redujo 38 pb en Brasil, 28 pb en México y en una muestra de economías emergentes (de acuerdo con el índice CDX.EM), 8 pb en Perú y 7 pb en Chile.

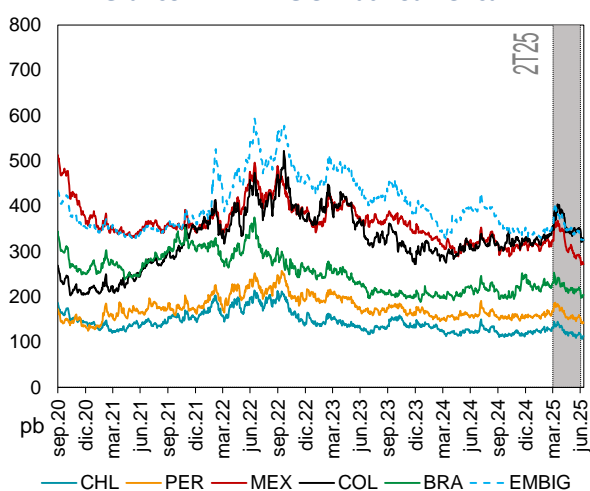
³⁰ Los EMBI son indicadores estimados por JP Morgan, los cuales corresponden a la diferencia (expresada en pb) entre la tasa de interés que pagan los títulos de deuda en dólares, emitidos por países emergentes en los mercados internacionales, y la tasa de interés de los *Treasuries* de EE. UU, considerados estos últimos como activos libres de riesgo. Este indicador se puede entender como el costo de fondeo relativo de la deuda de cada país que, según el FMI, se puede caracterizar en: *i*) moderadamente estresado (mayor o igual a 300 pb); *ii*) estresado (mayor o igual a 700 pb); y *iii*) muy estresado (mayor o igual a 1.000 pb). A diferencia del EMBI+, que incorpora solamente títulos soberanos, el EMBIG también incorpora títulos cuasi soberanos (por ejemplo, los bonos emitidos por Pemex). Durante este periodo, el EMBIG se redujo 4 pb en Colombia, mientras que en México disminuyó 37 pb y en los demás países de la región lo hizo en 14 pb. Para el agregado de economías emergentes, el EMBIG se redujo 18 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 podría estar relacionado con el deterioro de las expectativas fiscales y factores de incertidumbre que afectan negativamente las proyecciones del país. Entre los eventos que reflejan este mayor riesgo fiscal se destacan: *i)* El 18 de abril, el FMI publicó un comunicado en el marco de la revisión del Artículo IV, señalando la necesidad de un ajuste fiscal ante el incremento del déficit y de la deuda pública; *ii)* El 27 de abril, el FMI anunció la suspensión temporal de la LCF hasta tanto no se complete la revisión del Artículo IV y se realice una evaluación adicional para determinar si Colombia continúa cumpliendo los criterios de acceso; *iii)* En junio, el MHCP anunció su intención de activar por tres años la cláusula de escape de la Regla Fiscal, formalizándola en la presentación del MFMP; *iv)* en esta misma presentación, el MHCP revisó al alza la proyección de déficit fiscal para 2025, del 5,1 % al 7,1 % del PIB, lo cual implicaría un nivel de deuda pública superior al 60% del PIB a partir de este año³¹; y *v)* El 26 de junio, Moody's rebajó la calificación crediticia de Colombia de Baa2 a Baa3 (perspectiva *estable*), aún dentro del grado de inversión. Ese mismo día, S&P Global Ratings redujo la calificación en moneda extranjera de BB+ a BB, y en moneda local de BBB- a BB+ (ambas con perspectiva *negativa*). Esta última decisión implica que los TES perdieron su grado de inversión, al contar con dos de tres calificadoras con notas por debajo de ese umbral (Fitch ya había retirado el grado de inversión en moneda local y externa en 2021).

En este contexto, varios analistas coinciden en que la evolución de la percepción de riesgo sobre Colombia, y, por ende el comportamiento de los activos locales, dependerá en gran medida del rumbo de las métricas fiscales y de las señales que emita el Gobierno sobre su compromiso con el ajuste. Esta percepción se refleja en los resultados de la Encuesta de Opinión Financiera³² (EOF), en la cual la situación fiscal se mantuvo como el principal factor en las decisiones de inversión durante el trimestre, seguida por las condiciones sociopolíticas (Gráfico 15).

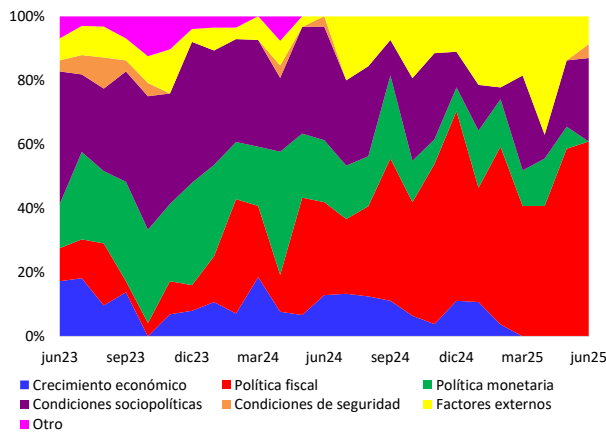
Por su parte, las expectativas de crecimiento económico se mantuvieron estables, aunque persisten riesgos asociados a la debilidad de la inversión. Según la EOF, la mediana de las expectativas de crecimiento de los agentes encuestados se mantuvo en 2,6% para 2025 y 2,9%

³¹ Según el MFMP de 2025, la razón Deuda / PIB ascendería a 61,3% en 2025 y 63,0% en 2026.

³² Encuesta hecha mensualmente por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

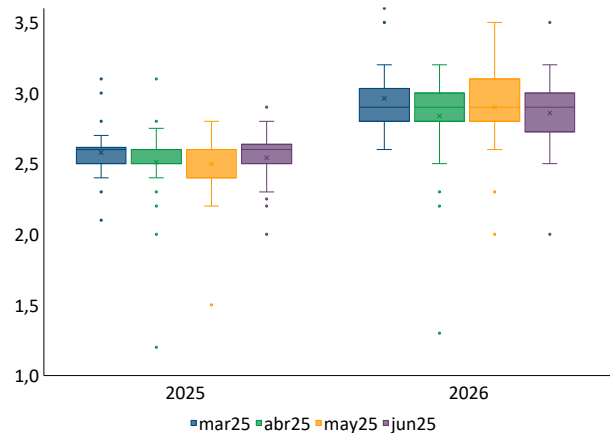
para 2026 (*Gráfico 16*). Esta última cifra se ubica cerca del 3%, reflejando una mejora progresiva del crecimiento económico proyectado acercándose a su nivel potencial. A su vez, el DANE informó que la economía creció 2,7% interanual en el primer trimestre, superando el 2,4% estimado por los agentes que respondieron la EOF en mayo. No obstante, la inversión, medida como formación bruta de capital fijo, continúa rezagada frente a sus niveles prepandemia, a diferencia del resto de los componentes del gasto (*Gráfico 17*). Comparado con otras economías de la región, este rezago en la inversión resulta más pronunciado y persistente en el caso colombiano (*Gráfico 18*). Lo anterior es un factor de riesgo para la mayoría de los analistas e inversionistas, dado el papel central de la inversión en el crecimiento económico de largo plazo.

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



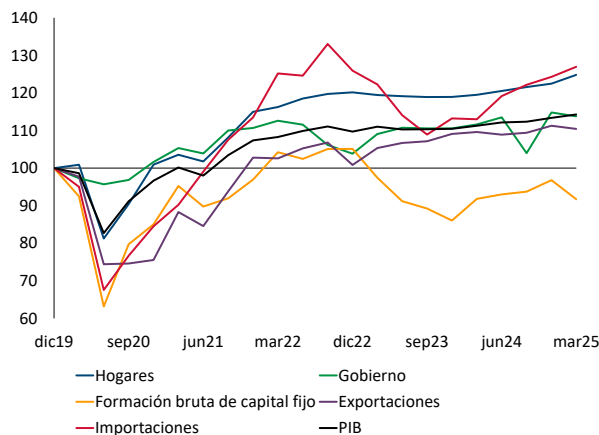
Fuente: EOF.

Gráfico 16. Expectativas de crecimiento para Colombia



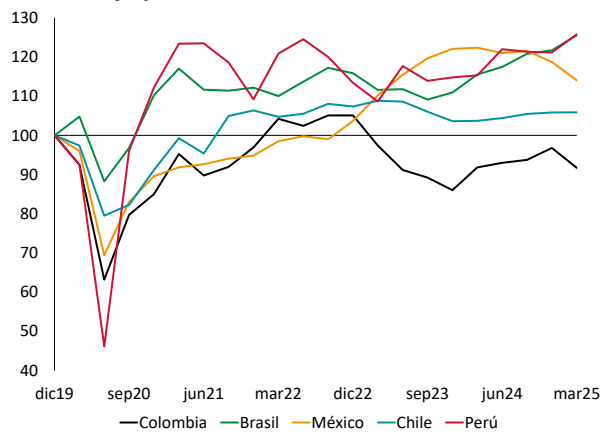
Fuente: EOF. Al interior de cada caja se encuentran aquellas observaciones que hacen parte del rango intercuartílico (entre el percentil 25 y el 75). También se presentan por fuera de cada caja los valores mínimo y máximo (líneas verticales) y los outliers (puntos). La línea horizontal al interior de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

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



Fuente: DANE. Base 100 4T19. Datos al 1T25.

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



Fuente: DANE, Haver. Base 100 4T19. Datos al 1T25.

5. Mercado de renta fija y monetario

5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Durante el 2T25, las tasas de inflación en los países de la región mostraron un comportamiento mixto, manteniéndose en su mayoría por encima de las metas establecidas por los bancos centrales. En Colombia, la inflación continuó descendiendo, aunque aún se ubica por encima de la meta del BanRep (*Tabla 2 y Gráfico 19*). En el caso colombiano, la reducción obedeció principalmente a menores presiones en los componentes de alimentos y regulados (mar25: 5,49%; jun25: 4,90%). No obstante, la inflación total aún se mantiene por encima del objetivo del BanRep del 3%. De manera similar, en Chile³³ y Brasil³⁴ la inflación se redujo durante el trimestre, aunque sigue por encima de la meta de sus bancos centrales. En contraste, en México la inflación aumentó frente al trimestre previo y permanece por encima del objetivo del Banco de México (Banxico)³⁵. Finalmente, en Perú, aunque la inflación aumentó durante el 2T25, esta se mantiene por debajo de la meta del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP)³⁶.

Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación

País	Mar 2025	Jun 2025	Meta
COL	5,09%	4,82%	3,00%
BRA	5,48%	5,35%	3,00%
CHL	4,87%	4,12%	3,00%
MEX	3,8%	4,32%	3,00%
PER	1,28%	1,69%	2,00%

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

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros de los países de la región mostraron comportamientos heterogéneos. En el caso de Brasil, Chile y Perú, estas expectativas cayeron (en junio estas expectativas se ubicaron en Brasil: 5,46%; Chile: 3,2%; Perú 2,27%), aunque se mantienen por encima de la meta de sus bancos centrales (*Gráfico 20*). En los casos de Brasil y Chile, la caída está en línea con la desaceleración de la inflación observada en el periodo. Por el contrario, en México las expectativas aumentaron, reflejando el reciente repunte inflacionario (en junio, esta expectativa se ubicó en 3,84%).

En Colombia, las expectativas de inflación derivadas de los mercados financieros se redujeron, mientras que las de encuestas permanecieron estables, aunque ambas siguen por encima de la meta del BanRep. Durante el 2T25, el *Break-Even Inflation* (BEI)³⁷ promedio, BEI ajustado por

³³ La caída de la inflación a junio se explica por un menor crecimiento de los precios en alimentos y bebidas no alcohólicas (2,3%), y ropa y calzado (0,9%). El alto nivel de la inflación se explica por la inflación de vivienda y servicios públicos (10,5%).

³⁴ Este comportamiento se asocia a un aumento significativo de los precios de los alimentos explicado, entre otros factores, a la sequía observada a lo largo del año anterior. También la persistencia de la inflación se atribuye al comportamiento de la canasta de servicios, que se mantiene en niveles altos.

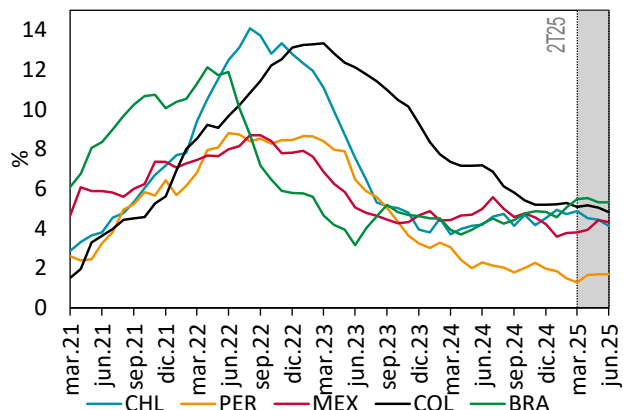
³⁵ La tasa de inflación se mantiene por encima del 3%, explicado en parte por la mayor persistencia de la inflación de servicios (4,62%) y el alto nivel de la inflación de alimentos (5,04%).

³⁶ La mayor inflación se explica por la inflación de alimentos (1,49%).

³⁷ 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.

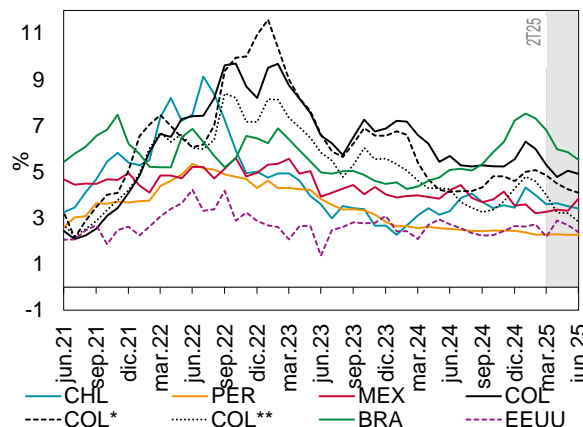
primas por riesgo inflacionario³⁸ y el *swap* BEI³⁹ disminuyeron en 38 pb, 116 pb y 75 pb, y se ubicaron en 4,91%, 2,84% y 4,10%, respectivamente; mientras que las expectativas de inflación de la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) del BanRep para los plazos de 12 y 24 meses variaron 0 pb y -2 pb, situándose en 3,90% y 3,48% respectivamente. La caída en las expectativas del mercado de deuda podría estar asociada con la desvalorización de los TES UVR de corto plazo, en un contexto de mayores emisiones por parte del MHCP y factores estacionales propios de estos títulos⁴⁰.

Gráfico 19. Inflación en los países de la región



Fuente: Bloomberg.

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



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

Los bancos centrales de la región adoptaron decisiones mixtas respecto a la TPM. Brasil incrementó su TPM, mientras que México, Perú y Colombia las recortaron, y Chile la mantuvo sin cambios (Gráfico 21). Durante el trimestre, el Banxico y el BCRP redujeron sus tasas en 100 y 25 pb, hasta 8% y 4,50%, respectivamente. El Banxico señaló que la postura monetaria actual es adecuada para converger hacia la meta de inflación y es consistente con el comportamiento del tipo de cambio, la debilidad de la actividad económica y el posible impacto de los cambios de las políticas comerciales a nivel global. El BCRP indicó que la reducción de la TPM está en línea con el objetivo de llevar la inflación a su meta. En contraste, el BCB elevó su tasa en 75 pb hasta 15%, ante la persistencia de presiones inflacionarias y preocupaciones fiscales.

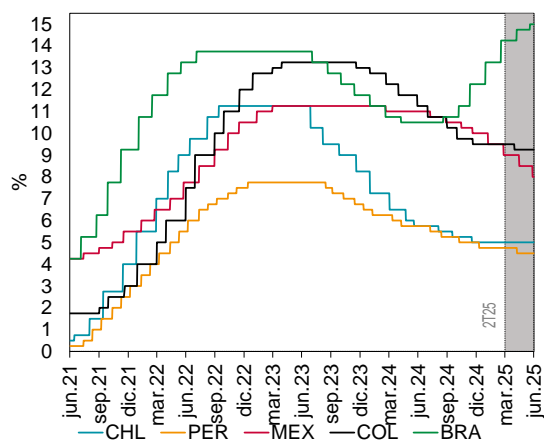
³⁸ La descomposición se estima con la información promedio de cada mes siguiendo a Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del BEI para los bonos del gobierno colombiano".

³⁹ 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.

⁴⁰ Los TES denominados en UVR se caracterizan por presentar mayores valorizaciones a inicio y fin de cada año producto de las inflaciones mensuales altas en estas fechas.

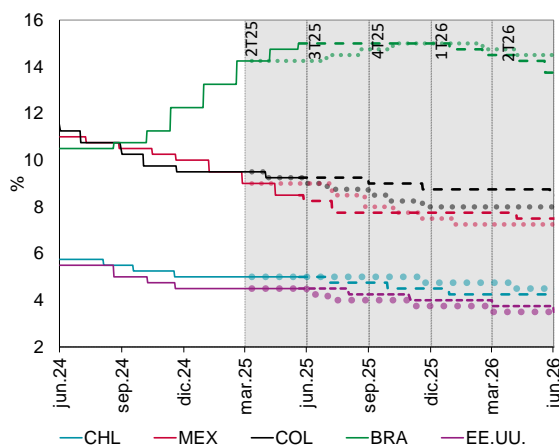
En particular, el BanRep redujo su TPM en 25 pb a 9,25% en abril y la mantuvo sin variación en junio. La postura cautelosa adoptada por la JDBR ha sido considerada como prudente por el mercado, dada la moderación en la reducción de la inflación, la mayor incertidumbre externa y los desafíos fiscales internos. Además del comportamiento de la inflación y sus expectativas, los elementos que la JDBR consideró durante la toma de decisiones fueron⁴¹: i) el incremento en el pronóstico del déficit fiscal que produce un efecto expansivo sobre la economía, lo que se ha reflejado en un incremento de la prima de riesgo país y reduce relativamente el margen de maniobra para la política monetaria; ii) el crecimiento de la economía colombiana ha venido aumentando, jalonada principalmente por el consumo⁴²; iii) las condiciones financieras externas se mantienen restrictivas en un entorno de elevadas tensiones geopolíticas mundiales y de una lenta normalización esperada de la política monetaria en los Estados Unidos.

Gráfico 21. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

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



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

Los mercados financieros continúan descontando recortes adicionales de la TPM en Colombia. Sin embargo, se proyectan reducciones más moderadas en comparación con lo proyectado en el 1T25 (Gráfico 22). Al finalizar el 2T25, las tasas implícitas del mercado OIS⁴³ sugerían una TPM de 8,75% para diciembre de 2025 (trimestre anterior: 8,50%) y de 8,5% para junio de 2026 (trimestre anterior: 8,00%). Este ajuste se explica principalmente por la persistente incertidumbre en el ámbito fiscal.

⁴¹ Según las minutas de las reuniones de la junta directiva de enero y marzo. Ver *Minutas BanRep: La Junta Directiva del Banco de la República decidió por unanimidad reducir en 25 puntos básicos (pbs.) la tasa de interés de política monetaria a 9,25%* y *La Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría mantener inalterada la tasa de interés de política monetaria en 9,25%*.

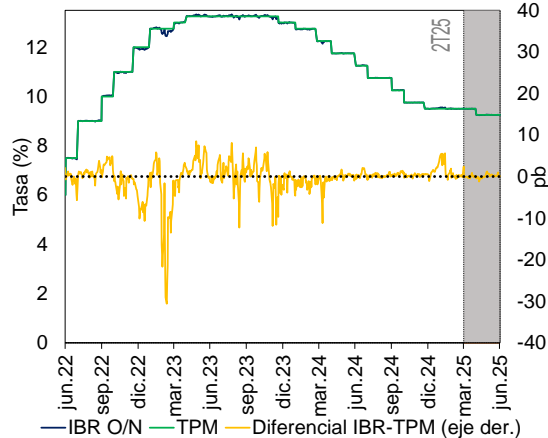
⁴² La economía se expandió 2,7% en el primer trimestre, superando el pronóstico del equipo técnico del BanRep (2,5%) y el crecimiento registrado en el último trimestre de 2024 (2,6%)

⁴³ 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.

5.2. Mercado monetario colombiano

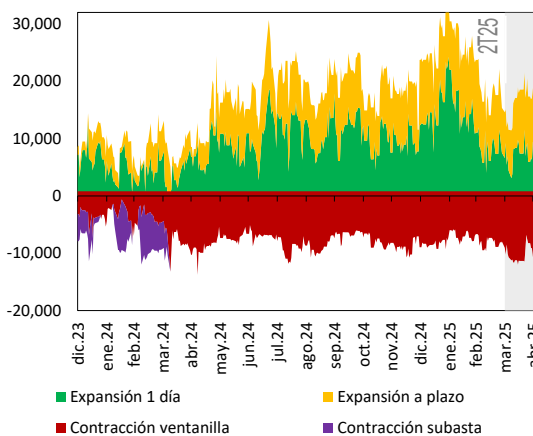
En cumplimiento del objetivo operativo de la política monetaria, durante el trimestre el BanRep implementó acciones para mantener flujos adecuados de liquidez en el sistema, evitando desviaciones significativas y persistentes del IBR⁴⁴ *overnight* respecto a la TPM (Gráfico 23). En particular, durante el periodo se moderó la demanda por instrumentos de contracción monetaria del BanRep aunque se mantiene en niveles históricamente altos (Gráfico 24)⁴⁵. En el trimestre no se realizaron compraventas de TES por parte del BanRep. 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 durante el trimestre, pasando de un promedio diario negociado de COP 8,964 mm a COP 12,504 mm entre el primer y segundo trimestre del año (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)



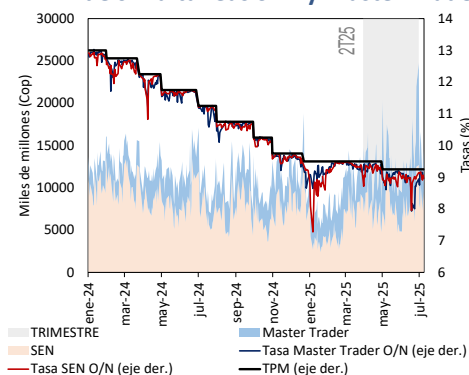
Fuente: BanRep.

En el 2T25 los niveles de los depósitos de la DGCPN en el BanRep continuaron presentando niveles bajos, por debajo de su promedio histórico (Gráfico 26). El saldo promedio de los depósitos durante el trimestre se ubicó en COP 12,3 b, por debajo del promedio del trimestre anterior (COP 13,2 b), además la variación de estos depósitos ha presentado una alta volatilidad. No obstante, algunos analistas prevén una recuperación de estos saldos, en línea con la estrategia de manejo de deuda anunciada por la DGCPN (ver *Mercado de deuda pública interna y externa*).

⁴⁴ 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.

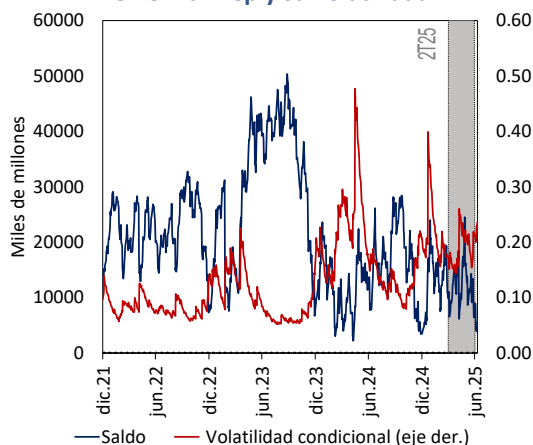
⁴⁵ Los operadores del mercado monetario señalaron que este hecho puede estar relacionado con la presencia de excedentes de liquidez en entidades que no tienen acceso directo al Sistema Electrónico de Negociación (SEN) y al mercado de simultaneas, además de que manifiestan que colocar sus excedentes de liquidez en la ventanilla de contracción del BanRep les resulta atractivo en términos de su rendimiento y operatividad.

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 DGCPN 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 DGCPN en el BanRep.

5.3. Mercado de deuda pública interna y externa

En el 2T25, los títulos de deuda pública en Estados Unidos registraron una alta volatilidad y desvalorizaciones en el tramo largo de la curva. Sus tasas alcanzaron máximos desde 2023, en un contexto de elevada incertidumbre fiscal y comercial. En contraste, otras economías desarrolladas registraron valorizaciones a lo largo de sus curvas de rendimiento. La dinámica de los bonos del Tesoro de EE. UU. se alineó con el incremento de la prima a término⁴⁶, en medio de la incertidumbre generada por la aprobación del paquete fiscal en el Congreso, el recorte de la calificación soberana y los anuncios y medidas adoptadas en materia comercial (ver *Entorno Internacional*). En contraste, en otras economías desarrolladas se observaron valorizaciones generalizadas, particularmente en el tramo corto, impulsadas por expectativas de una política monetaria más acomodativa en el mediano plazo.

En Latinoamérica, la mayoría de los títulos soberanos se valorizaron, en un entorno de buen desempeño global de la renta fija, flujos de portafolio hacia economías emergentes y factores idiosincráticos. El comportamiento de las curvas de la región estuvo en línea con el mayor apetito por activos emergentes, favorecido por la incertidumbre fiscal y comercial en EE. UU. (Ver *Entorno Internacional*). Estas valorizaciones también estuvieron respaldadas por expectativas de mayores recortes de tasas en algunas de estas economías⁴⁷ (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica, Gráfico 27 y Gráfico 28*).

⁴⁶ Se refiere se refiere al componente adicional en la tasa de interés de un bono de largo plazo que compensa a los inversionistas por el riesgo asociado a mantener ese bono durante más tiempo, en lugar de invertir en una secuencia de bonos de corto plazo.

⁴⁷ En Brasil, los bonos soberanos se valorizaron impulsados por datos de inflación inferiores a lo esperado, que llevaron a los inversionistas a considerar que el Banco Central podría adoptar un tono menos restrictivo en su política monetaria. En México, las valorizaciones de los títulos de deuda se dieron principalmente en el tramo corto de la curva y estuvieron asociadas a los recortes de tasas realizados por el Banco de México durante el trimestre.

A diferencia de sus pares regionales, los títulos colombianos continuaron con la tendencia de desvalorizaciones observada desde el 1T25, afectados por la persistencia de riesgos fiscales. Tras la publicación del MFMP de 2025 y la activación de la cláusula de escape de la regla fiscal, las agencias Moody's y S&P rebajaron la calificación soberana de Colombia a finales de junio, lo que llevó a la pérdida del grado de inversión de los TES⁴⁸. Los TES denominados en pesos se desvalorizaron principalmente en el tramo medio, mientras que los denominados en Unidad de Valor Real (UVR) se desvalorizaron a lo largo de la curva (*Gráfico 29 y Gráfico 30*). Las tasas del tramo medio de la curva en pesos se vieron presionadas al alza debido a las mayores emisiones a este plazo que ha venido realizando el Gobierno, mientras que las tasas del tramo largo se mantuvieron elevadas ante la elevada incertidumbre fiscal (ver *Percepción de riesgo a nivel local*). Las tasas del tramo corto permanecieron altas en medio de expectativas de recortes más moderados de la TPM de Colombia (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*). Por su parte, las tasas de los TES en UVR registraron mayores aumentos que las de los TES en pesos, debido en parte a un incremento en su oferta tras la ampliación del cupo de emisión durante el trimestre⁴⁹, así como a factores estacionales propios de estos instrumentos (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*).

En este contexto, con la publicación del MFMP de 2025, la DGCPN presentó un conjunto de estrategias orientadas a optimizar el perfil de vencimientos de la deuda pública y atender las necesidades de caja del Gobierno durante 2025. Entre estas medidas se incluyen: *i)* operaciones de canje de deuda con entidades del programa de creadores de mercado; *ii)* una mayor emisión de títulos con vencimiento en el corto y mediano plazo (al tiempo que se reducen las colocaciones de más largo plazo); y *iii)* la realización de operaciones TRS⁵⁰ con bancos extranjeros, con el objetivo de conformar una reserva de liquidez. En particular, las operaciones de canje buscan reducir el monto de los vencimientos próximos mediante la recompra de títulos cercanos a su madurez, sustituyéndolos por referencias del tramo medio y largo de la curva. Asimismo, se han incrementado significativamente las emisiones de títulos de corto plazo (TCO)⁵¹. En cuanto a las colocaciones de TES, estas se concentran en referencias con vencimiento en 2029, en un esfuerzo por asegurar condiciones de financiamiento más favorables en términos de tasas de interés. Adicionalmente, la DGCPN planea ejecutar operaciones TRS con bancos extranjeros a plazos inferiores a un año, entregando títulos de deuda pública local como colateral y recibiendo recursos en moneda extranjera, con el fin de constituir una reserva de liquidez que aumente la disponibilidad de caja del Gobierno.

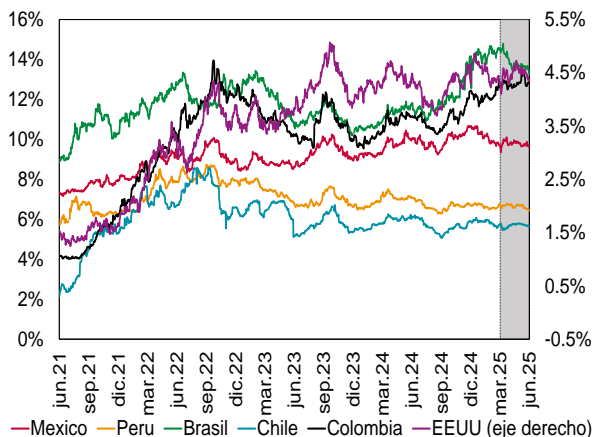
⁴⁸ Los TES perdieron el grado de inversión el 26 de junio de 2025, mientras que los títulos en moneda extranjera ya habían perdido el grado de inversión en 2021.

⁴⁹ En 2024, el cupo de las subastas de TES en UVR era de COP 300 mil millones. Entre enero y principios de mayo de 2025, aumentó a COP 400 mil millones, y desde mediados de mayo de 2025 subió a COP 500 mil millones.

⁵⁰ Un TRS (*Total Return Swap*) es una transacción mediante la cual una entidad obtiene liquidez a corto plazo entregando títulos como colateral, con el compromiso de devolver los recursos en una fecha futura y recibir el colateral de vuelta. En la práctica, funciona como un préstamo garantizado, donde el título sirve como respaldo para reducir el riesgo de la operación. En este caso la DGCPN entregaría títulos de deuda pública a forma de colateral.

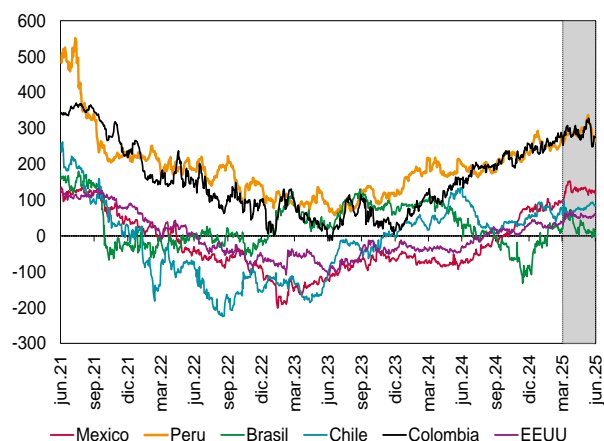
⁵¹ El saldo en circulación de estos títulos pasó de COP 17 billones en diciembre de 2024 a COP 30 billones en junio de 2025.

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



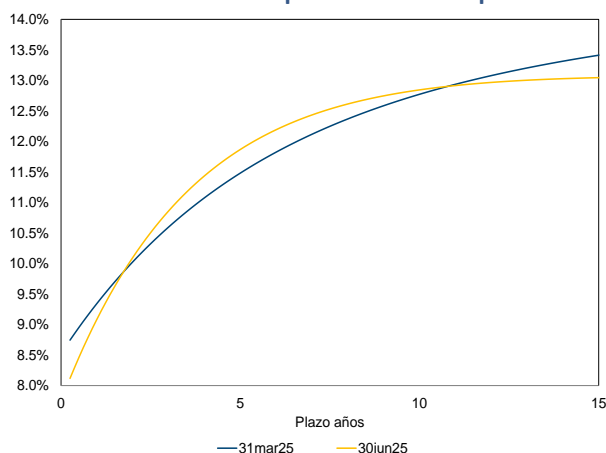
Fuente: Bloomberg y BanRep.

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



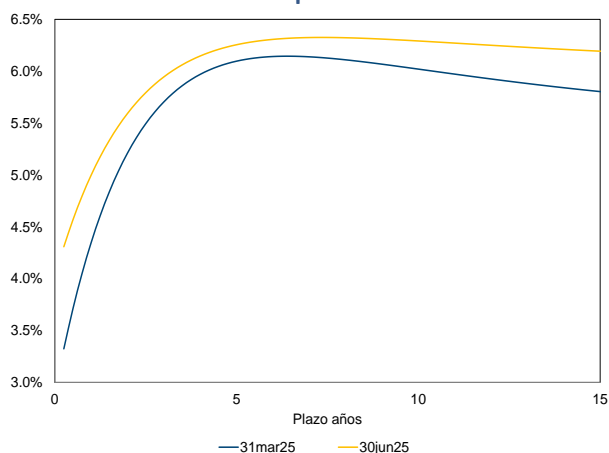
Fuente: Bloomberg, BanRep. Nota: Se calcula como la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años.

Gráfico 29. Curva spot de los TES en pesos



Fuente: BanRep.

Gráfico 30. Curva spot de los TES en UVR

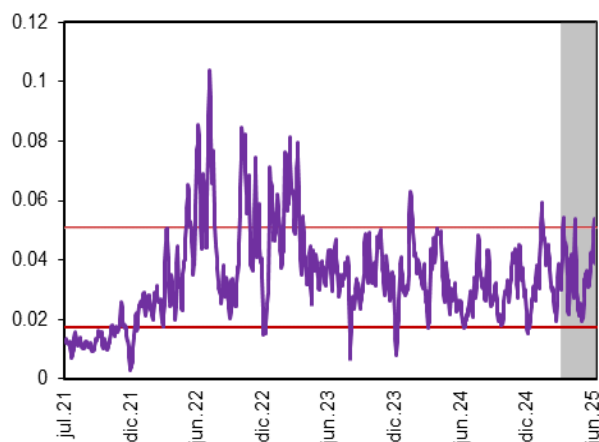


Fuente: BanRep.

Si bien estas medidas ofrecen mayor flexibilidad para atender las necesidades inmediatas de financiamiento, también pueden generar riesgos relevantes de refinanciamiento y liquidez, al incrementar la exposición a vencimientos en el corto plazo, así como la exposición a variaciones de la tasa de cambio y de las tasas de interés en los mercados internacionales. Por un lado, las operaciones TRS con entidades del exterior proporcionan recursos en divisas que deben ser convertidos a COP en el mercado local para cubrir las necesidades internas del Gobierno. Sin embargo, al vencimiento de estas operaciones, los recursos deben devolverse en divisas, lo que constituye un riesgo derivado de eventuales depreciaciones del tipo de cambio. A esta exposición se suma el riesgo de tasa de interés, dado que el costo de estas operaciones podría aumentar en caso de un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. Adicionalmente, la mayor concentración de emisiones de deuda en moneda local en títulos con vencimientos en el corto y mediano plazo incrementa el volumen de obligaciones por atender en el horizonte cercano, lo que podría generar mayores presiones de liquidez para el Gobierno y limitar su capacidad de reacción ante eventuales choques financieros o fiscales.

El comportamiento de la deuda pública durante el 2T25 se dio en un entorno de menor liquidez⁵² y mayor volatilidad⁵³, en el que se observaron periodos de reducción en la capacidad de intermediación de los agentes en este mercado, como lo muestra el indicador de utilización de capacidad de intermediación⁵⁴ (**Gráfico 31**). En particular, este último indicador superó en algunos momentos el umbral de una desviación estándar⁵⁵ 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.

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)*

En el mercado local, los bancos comerciales fueron los principales compradores de TES en el 2T25, mientras que los FPC continuaron moderando sus compras respecto a la tendencia observada desde 2023. Durante el trimestre, los bancos comerciales adquirieron COP 8,7 b en TES denominados en pesos y UVR, principalmente en el tramo medio de la curva (**Gráfico 32**). Por su parte, los FPC realizaron compras por 864 mm durante el mismo periodo, concentradas en el tramo largo de la curva (**Gráfico 33**). Así, con corte a junio, los bancos y FPC ocupan el primer y segundo

⁵² El *Bid-Ask Spread* (BAS – medido como el diferencial entre los precios de las posturas de compra y venta) promedio aumentó de 4,8 pb en el 1T25 a 5,6 pb en el 2T25. Por su parte, la profundidad promedio disminuyó de COP 146,3 mm a COP 141,8 mm.

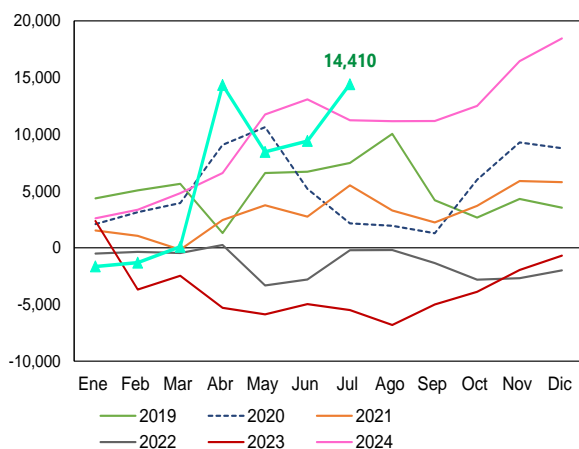
⁵³ La volatilidad promedio del mercado de TES, estimada con un modelo GARCH (1,1), aumentó de 0,063% en el 1T25 a 0,066% en el 2T25.

⁵⁴ 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)*

⁵⁵ 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.

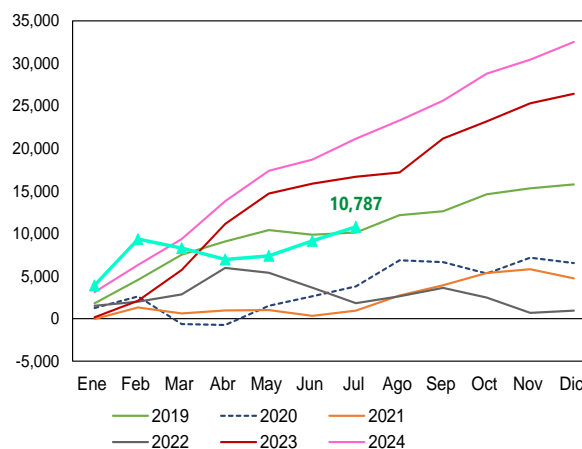
lugar entre los mayores tenedores de TES, con participaciones del 32% y 17%, respectivamente, sobre la deuda pública en moneda local.

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



Fuente: BanRep.

Gráfico 33. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos)



Fuente: BanRep.

Los inversionistas extranjeros iniciaron el 2T25 manteniendo la tendencia compradora del trimestre previo y revirtiendo parcialmente las ventas acumuladas en 2023 y 2024, probablemente impulsada por los altos rendimientos de los TES y las entradas hacia activos emergentes. Sin embargo, tras la pérdida del grado de inversión, realizaron ventas significativas en junio e inicios de julio. En total, los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas por COP 469 mm en TES en pesos y UVR durante el trimestre, concentradas hacia el final del periodo tras la pérdida del grado de inversión. Como resultado, a junio, pasaron a ser el tercer mayor tenedor de TES, por detrás de los bancos y los FPC. Específicamente, tras la pérdida del grado de inversión de los TES, entre el 27 de junio y el 9 de julio, estos agentes vendieron COP 5,7 billones (b). Además, durante todo el periodo se observó una recomposición en la base de inversionistas extranjeros, con mayor participación de autoridades monetarias, mientras que las ventas recientes fueron lideradas por fondos mutuos (Gráfico 34).

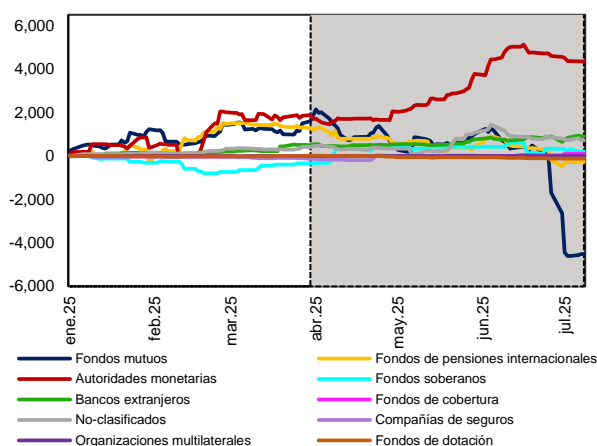
Dentro de este tipo de agentes, las mayores ventas durante el trimestre provinieron de inversionistas indexados⁵⁶ al índice *GBI-EM Global Diversified*⁵⁷, mientras que los no indexados también adoptaron una postura vendedora tras la pérdida del grado de inversión. Ante el deterioro fiscal observado en junio, los inversionistas extranjeros podrían continuar deshaciendo posiciones en el 3T25, particularmente aquellos no indexados (Gráfico 35). En el

⁵⁶ 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.

⁵⁷ 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

caso de los indexados, parte de las ventas estaría explicada por la restricción de inversión exclusiva en activos con grado de inversión que aplica a entre el 10% y el 15% de los participantes del índice GBI-EM, según sondeos de JP Morgan. Por su parte, los no indexados habrían reaccionado a la exclusión de los TES del índice *Global Aggregate* de Bloomberg Barclays, así como al deterioro de las métricas fiscales en junio. Tras la suspensión de la regla fiscal y la rebaja en la calificación soberana, se anticipan ventas adicionales por parte de este grupo, dado que suelen basar sus decisiones en los fundamentales macroeconómicos⁵⁸. Algunos agentes del mercado han estimado que la pérdida del grado de inversión podría generar ventas de agentes extranjeros en TES de entre COP 10 b y COP 20 b⁵⁹.

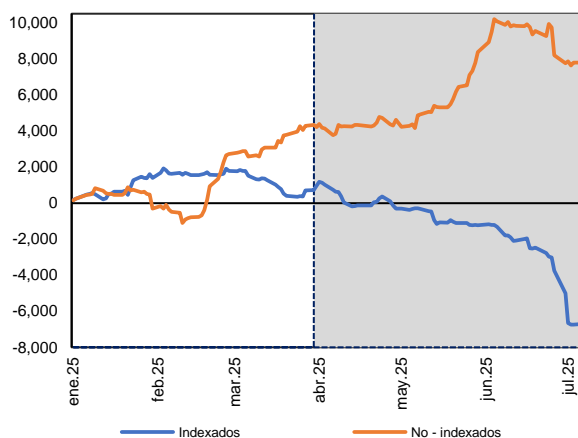
Gráfico 34. Flujos acumulados por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones de pesos)



Fuente: BanRep.

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

Gráfico 35. 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: Clasificación basada en Botero, Murcia y Villamizar (2025).

En el mercado de TES a futuro⁶⁰, y en contraste con lo observado en el mercado de contado, los inversionistas extranjeros continuaron ampliando su posición compradora manteniendo la tendencia iniciada en 2023, principalmente durante la primera parte del 2T25. Sin embargo, a mediados de junio adoptaron una postura vendedora significativa en respuesta al deterioro del panorama fiscal y a una menor expectativa de recortes en la TPM (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*). Según los reportes de las contrapartes locales al BanRep, la posición neta compradora en NDF de TES por parte de extranjeros se redujo en COP 338 mm durante el 2T25 (Gráfico 36). En la primera mitad de junio, disminuyeron su posición en COP 4,5 billones, tras conocerse el aumento en la proyección de déficit fiscal y el ajuste en las expectativas de tasa de

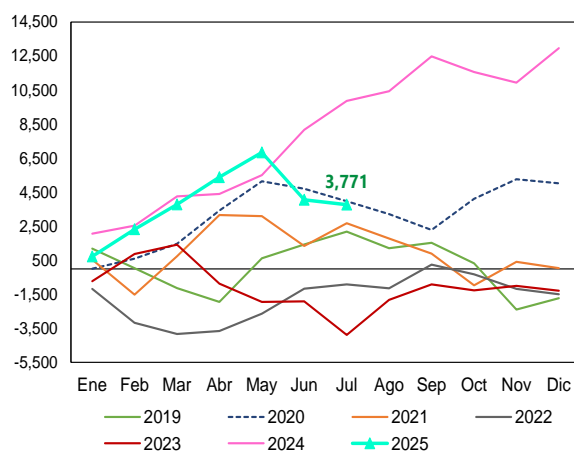
⁵⁸ Ver Botero, Murcia y Villamizar (2025).

⁵⁹ Informe "Colombia: Understanding TES market dynamics" de JP Morgan.

⁶⁰ 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. Al tratarse de un instrumento Non-Delivery, la liquidación de estos contratos no implica la entrega del activo subyacente, sino que, al vencimiento del contrato, se compara el precio pactado con el precio de mercado del TES subyacente y se transfiere la diferencia a la parte que corresponda (no hay entrega del TES).

política monetaria. No obstante, en la segunda mitad de junio y lo corrido de julio (hasta el día 9), retomaron parcialmente su postura compradora, con compras netas por COP 1,5 b en NDF. A diferencia del mercado de contado, este segmento está conformado principalmente por fondos de cobertura, que tienden a implementar estrategias de inversión de corto plazo⁶¹.

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



Fuente: BanRep.

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

5.4. Mercado de deuda privada

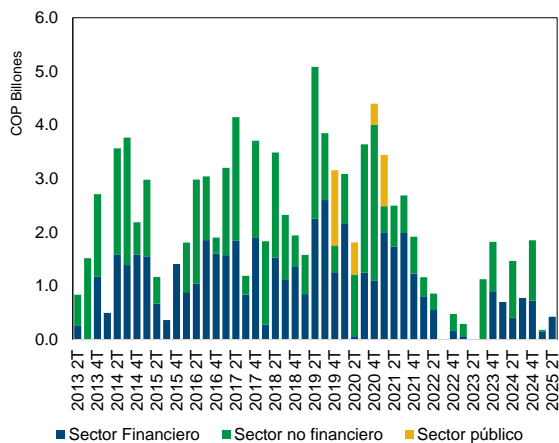
El financiamiento a través de emisiones de deuda corporativa aumentó en el 2T25, aunque continúa por debajo de su promedio histórico (Gráfico 37). En el 2T25 se realizaron emisiones a través de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) por un monto de COP 0,4 b, levemente superior a lo observado en el 1T25 (0.2b). Las emisiones fueron realizadas a un plazo promedio ponderado de 4 años y en su mayoría correspondieron a financiamiento de entidades del sector financiero (80%) a tasa fija.

Las tasas de colocación de CDTs continuaron disminuyendo en el trimestre, ubicándose por debajo de los niveles observados los dos años anteriores (Gráfico 38) y en contraste con lo observado en el mercado de deuda pública local. Por su parte, el monto colocado aumentó de manera importante en el trimestre con respecto al anterior, alcanzando niveles máximos históricos⁶² (Gráfico 39). La mayoría de las colocaciones se concentró en plazos inferiores a un año (81%) y entre uno y tres años (19%). En cuanto al tipo de tasa, predominaron las colocaciones a tasa fija (85%) y aquellas indexadas al IBR (10%). Finalmente, para el tercer trimestre de año se prevén vencimientos de estos títulos por cerca de COP 58 b.

⁶¹ Ver Recuadro. Caracterización del mercado de NDF de TES.

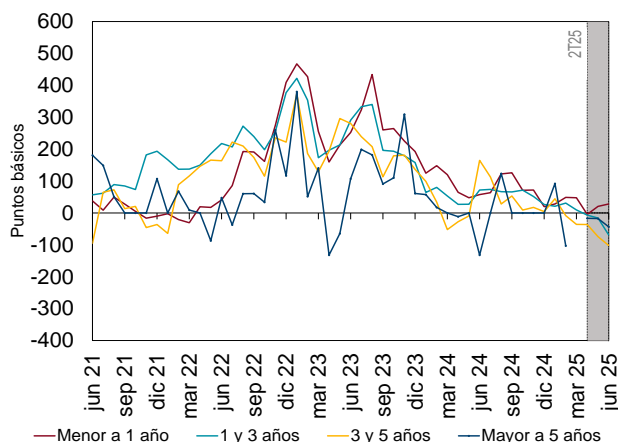
⁶² Se toma como referencia la información de los CDTs desmaterializados depositados en Deceval que fueron denominados en COP a tasa fija o a tasas indexadas la inflación o IBR.

Gráfico 37. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la BVC



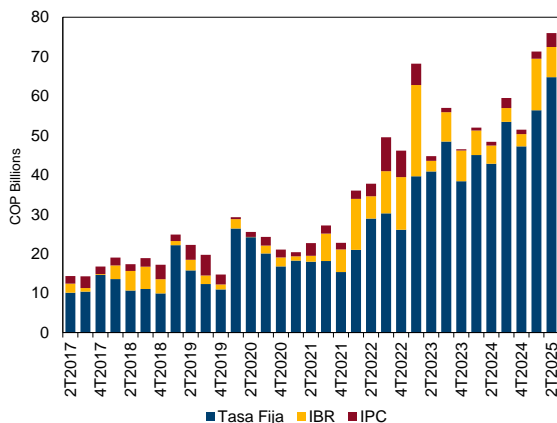
Fuente: BVC.

Gráfico 38. 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 39. Montos colocados en CDT desmaterializados por tasa



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

6. Mercado cambiario

6.1. Mercado cambiario global

En el 2T25 el USD se debilitó a nivel global, prolongando la tendencia observada desde el 1T25, en un contexto de creciente preocupación por el panorama fiscal y comercial de EE. UU, así como

por la moderación en las expectativas de crecimiento económico. Este comportamiento resulta atípico en un entorno global de mayor aversión al riesgo, donde el USD suele fortalecerse al actuar como activo refugio, al tiempo que se ha observado en este caso una mayor demanda por activos de reserva alternativos (ver *Entorno internacional*). Al 30 de junio, el índice DXY⁶³ disminuyó 7,04%, principalmente durante abril (4,55%), en un contexto de pronunciada incertidumbre fiscal en Estados Unidos tras elevados niveles de déficit, los avances legislativos del paquete fiscal, la rebaja en la calificación de la deuda soberana, y mayor volatilidad percibida en los mercados tras los anuncios arancelarios y expectativas de menor crecimiento. Estos niveles de incertidumbre percibidos en EE. UU. generaron dudas sobre el papel del USD como moneda de reserva y activo de refugio por excelencia, observándose una mayor búsqueda de refugio en activos como el oro y monedas de otras economías desarrolladas, los cuales alcanzaron máximos históricos durante el periodo⁶⁴.

Las monedas de países desarrollados se fortalecieron, impulsadas por la debilidad del dólar, mayor aversión al riesgo global y factores idiosincráticos. Destacó el euro, que alcanzó niveles no vistos desde 2021, consolidándose como la divisa refugio con mejor desempeño. Esta apreciación fue respaldada por: i) señales del BCE sobre el fin del ciclo de política acomodaticia; ii) una inflación bajo control; iii) la expectativa de un mayor gasto fiscal principalmente en defensa y iv) la fortaleza estructural del euro en escenarios de riesgo. La libra esterlina también se apreció, favorecida por un nuevo acuerdo comercial con EE. UU. y la postura del BoE de mantener un enfoque gradual en la flexibilización de política monetaria frente a una inflación persistente y datos económicos favorables. Por su parte, el yen japonés se fortaleció en medio de expectativas de aumentos adicionales de la TPM este el año en respuesta a presiones inflacionarias, la percepción de esta divisa como activo refugio y los avances en las negociaciones con EE. UU. (*Gráfico 40 y Gráfico 41*).

Las monedas de referencia de la región también se apreciaron, apoyadas por la debilidad del dólar, el repunte de algunos *commodities* y algunos factores idiosincráticos, aunque su desempeño fue volátil ante la sensibilidad a los anuncios comerciales de EE. UU. El peso mexicano lideró las apreciaciones en la región, respaldado por la postura conciliadora de la presidenta Claudia Sheinbaum, la ratificación de la calificación crediticia por parte de Fitch Ratings⁶⁵ y cifras positivas de actividad económica. El real brasileño también se fortaleció, respaldado por un atractivo diferencial de tasas de interés frente a EE. UU., que ha incentivado operaciones de *carry trade*⁶⁶; no obstante, esta apreciación estuvo contenida por preocupaciones fiscales. El sol peruano y el peso chileno respondieron a la volatilidad de los precios del cobre, cuyo comportamiento en el periodo respondió a una recuperación tras la caída presentada a inicios de abril ante preocupaciones comerciales. Esta recuperación de los precios del cobre se dio ante expectativas favorables en torno a las negociaciones arancelarias hacia el final del periodo, y a

⁶³ Índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales. El euro (EUR) pondera 57,6%; el yen japonés (JPY) 13,6%; la libra esterlina (GBP) 11,9%; el dólar canadiense (CAD) 9,1%; la corona sueca (SEK) 4,2% y el franco suizo (CHF) 3,6%.

⁶⁴ El par CHFUSD alcanzó máximos en 10 años, el par EURUSD se encuentra en máximos desde noviembre de 2021, el GBPUSD está en niveles no observados desde febrero de 2022, Adicionalmente, el precio del oro se encuentra en niveles máximos históricos.

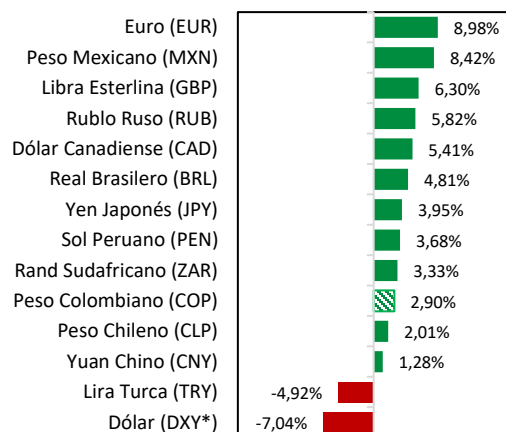
⁶⁵ Fitch Ratings ratificó su calificación crediticia de México en BBB- manteniendo la perspectiva estable, explicando que este país tiene un marco de política macroeconómica prudente, finanzas externas robustas y una economía grande y diversificada.

⁶⁶ El *carry trade* de monedas es una estrategia de inversión en la cual el inversionista se endeuda en una divisa con baja tasa de interés (moneda de fondeo) e invierte ese dinero en una divisa con alta tasa de interés (moneda destino).

cifras económicas positivas del mercado chino que soportaron expectativas de mayor demanda global, al ser China el mayor importador de este metal.

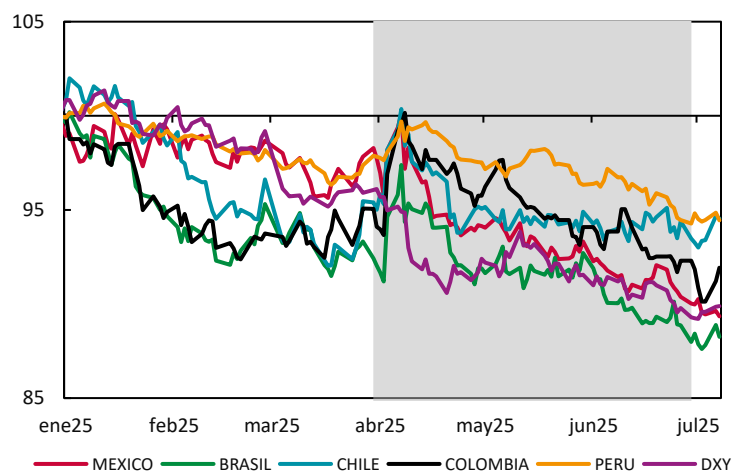
Gráfico 40. Variación de las principales monedas de análisis

Variación 31/03/2025 a 30/06/2025



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 41. Tasas de cambio de los países de análisis



Fuente: Bloomberg. Información actualizada al 08-jul-25.

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

6.2. Mercado cambiario local

Durante el 2T25, el COP se apreció frente al dólar, en línea con la mayoría de las monedas de países emergentes. La magnitud de la apreciación pudo estar contenida por el aumento de las preocupaciones fiscales a nivel local. En los primeros días de abril, el COP registró una depreciación significativa como respuesta a un aumento en la percepción de riesgo internacional, tras los anuncios de política comercial a nivel global. Sin embargo, esta tendencia se revirtió posteriormente, con una apreciación apoyada en la mejora del apetito por riesgo a nivel global y la recuperación de los precios del petróleo durante mayo y junio. Durante junio, sin embargo, el COP mostró una apreciación más moderada frente a otras monedas emergentes, en línea con un deterioro en la percepción fiscal local.

A comienzos de julio (hasta el 9), las monedas de la región se apreciaron significativamente en respuesta a un fuerte debilitamiento del dólar, impulsado por la incertidumbre en torno a la aprobación del paquete fiscal en EE. UU.; en este contexto, el COP mostró una apreciación superior a la de varios de sus pares. Este comportamiento podría estar explicado por expectativas de mayores flujos de divisas hacia el mercado local, asociados con operaciones de financiamiento externo por parte del Gobierno, a través de préstamos con bancos del exterior garantizados con TES locales⁶⁷ (operaciones TRS, ver *Mercado de deuda pública interna y externa*), ventas puntuales

⁶⁷ Inicialmente, estas operaciones se estimaban en alrededor de COP 20 b; sin embargo, en los primeros días de julio se dio a conocer que el monto podría ascender incluso a COP 30 o 40 b, lo cual ha incrementado las expectativas de entradas futuras de divisas al país.

de divisas por parte de algunos agentes y el repunte en los precios del petróleo observado durante algunas jornadas de los primeros días del mes.

El impacto de estos anuncios podría asemejarse al de una intervención en el mercado cambiario.

Este tipo de anuncios oficiales podría haber generado un efecto similar sobre la tasa de cambio al de un anuncio de una intervención cambiaria y, en consecuencia, alinearse con los hallazgos del estudio “*Do Actions Speak Louder than Words? A Foreign Exchange Intervention Analysis*” (Pinzón-Puerto & Villamizar-Villegas, 2023) quienes encuentran que, en contextos de alta credibilidad institucional, baja frecuencia de intervención o elevada volatilidad cambiaria, los anuncios oficiales pueden tener un impacto significativo y persistente sobre la tasa de cambio, incluso en ausencia de operaciones efectivas⁶⁸, lo cual refuerza el papel de los anuncios como herramienta de política cambiaria a través del canal de expectativas.

En cuanto a las expectativas de tasa de cambio, algunos analistas prevén una tasa representativa del mercado (TRM) ligeramente menor para fin de año frente a lo anticipado en marzo y superior a la observada al cierre del 2T25. Según la EME de junio, la mediana de la TRM esperada para diciembre se ubicó en COP 4.250,30, por debajo de los COP 4.267,35 proyectados en marzo. Por otra parte, modelos internos sugieren que actualmente tasa de cambio nominal peso-dólar se encuentra por debajo del nivel que indicaría su tendencia de largo plazo.

La apreciación del COP durante el 2T25 se dio en un contexto de flujos de demanda de dólares en los mercados de contado y *forward* peso-dólar por parte de distintos participantes, particularmente los FPC (Gráfico 45). En total, los FPC demandaron USD 1.007 millones netos, principalmente en el mercado de contado. También se observaron compras netas por parte del sector real (USD 547 millones) y de inversionistas extranjeros (USD 150 millones), estos últimos principalmente en el mercado *forward* durante abril. No obstante, durante lo corrido de julio (al 10) el saldo comprador neto de los extranjeros en el mercado *forward* disminuyó, posiblemente por expectativas de apreciación del COP y menores necesidades de cobertura sobre sus activos locales (Gráfico 45).

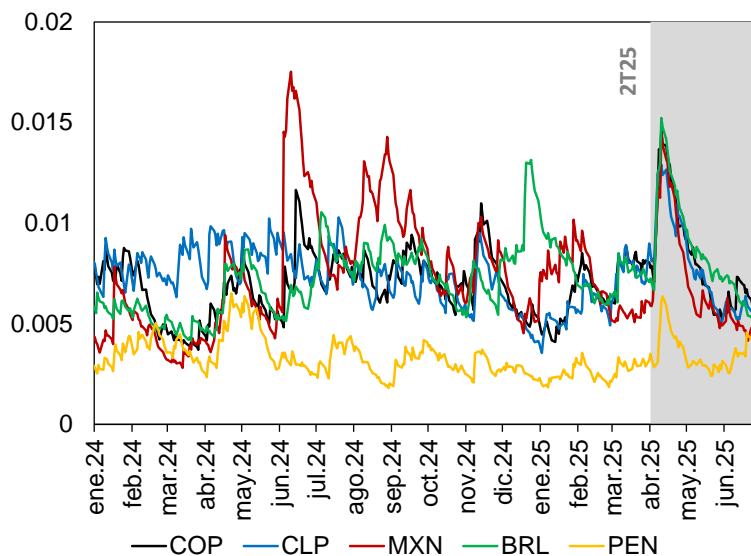
La volatilidad condicional promedio del COP aumentó frente al 1T25, especialmente en abril, en un contexto de menor liquidez y mayor dispersión intradía en la tasa de cambio (Gráfico 42). Esta fue superior a la del peso chileno, mexicano y el sol peruano, pero inferior a la del real brasileño. El BAS aumentó y la profundidad a COP 5, COP 10 y total disminuyó⁶⁹. Sin embargo, se destaca que

⁶⁸ Con base en la literatura sobre Colombia, los autores encuentran que intervenciones cambiarias por USD 1.000 millones generan, en promedio, movimientos del tipo de cambio de entre 3 y 5 puntos porcentuales (pp) (depreciaciones si son compras y apreciaciones si son ventas). Específicamente, sus resultados sugieren que tanto los anuncios como las operaciones no anunciadas (“*secret trades*”) generan efectos similares en promedio, moviendo el tipo de cambio en la dirección esperada hasta en un 2%. Además, el impacto de los anuncios se amplifica (entre 1 y 2 pp adicionales) cuando se presentan condiciones como mayor credibilidad del banco central, episodios de alta volatilidad cambiaria o factores de riesgo más elevados.

⁶⁹ El BAS promedio en junio fue de 0,046%, mientras en abril se ubicó en 0,062%, para el 2T25 se ubicó en 0,052% mientras en el 1T25 registró 0,043%. El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta

en junio se evidenció una mejora de las condiciones de liquidez: cayó la volatilidad y el BAS, mientras que la profundidad aumentó en un contexto de menor aversión al riesgo y condiciones externas más propicias para la realización de operaciones en el mercado cambiario.

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



Fuente: BanRep.

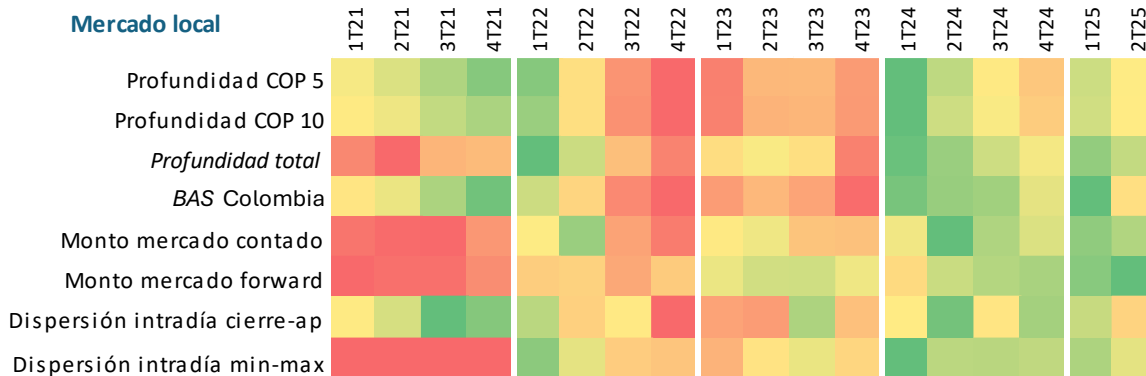
En este escenario, se observó un aumento en los montos promedio diarios negociados en el mercado *forward* peso-dólar y una disminución en el mercado de contado frente al 1T25. Así, desde abril, el monto promedio diario negociado en el mercado de contado peso-dólar fue de USD 1.730 m⁷⁰, y en el mercado *forward*, de USD 4.504 m⁷¹. En junio, ambos mercados registraron incrementos en los volúmenes negociados, lo que sugiere una mayor demanda de coberturas cambiarias, especialmente por parte de inversionistas extranjeros en el mercado a futuro.

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 2T25 en USD 7,9 m, USD 15,2 m y USD 47,7 m, respectivamente, mientras en el 1T25 fueron USD 9 m, USD 17,3 m y USD 51,7 m. Estas, en junio registraron USD 9 m, USD 18,1 m y USD 54,7 m, durante mayo se ubicaron en USD 7,9 m, USD 15,3 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.

⁷⁰ En el 1T25 el monto promedio diario negociado en el mercado de contado peso-dólar fue de USD 1.797 m.

⁷¹ En el 1T25 el monto promedio diario negociado en el mercado *forward* peso-dólar fue de USD 4.224 m.

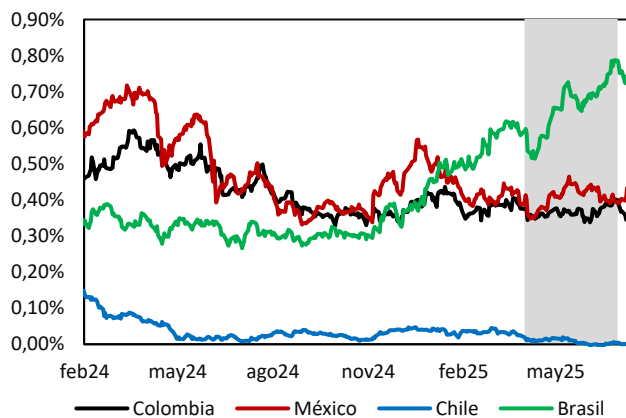
Gráfico 43. Medidas del mercado cambiario



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 junio de 2025. Una celda roja (verde) indica un menor (mayor) nivel de liquidez.

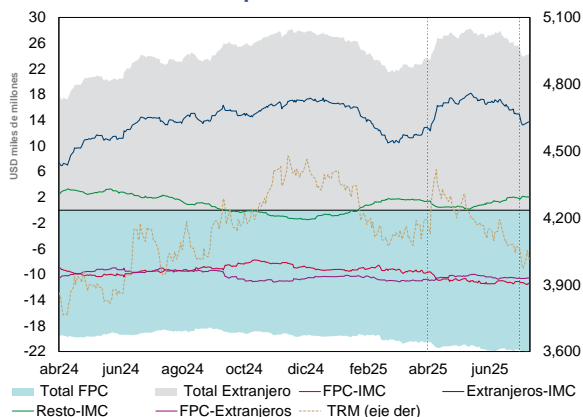
La apreciación del COP durante el 2T25 ocurrió en un entorno de mayores incentivos para estrategias de *carry trade*⁷², debido al aumento en el diferencial de tasas de interés esperado frente al 1T25. Esta mejora también se evidenció en Brasil y, en menor medida, en México. En contraste, en Chile los incentivos disminuyeron ante una reducción en los diferenciales de tasas proyectados (Gráfico 44). Paralelamente, la volatilidad implícita en los contratos de derivados cayó en todos los países analizados durante el trimestre.

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 calculo: $tasa\ forward / tasa\ spot)^{(365/90)}$. 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



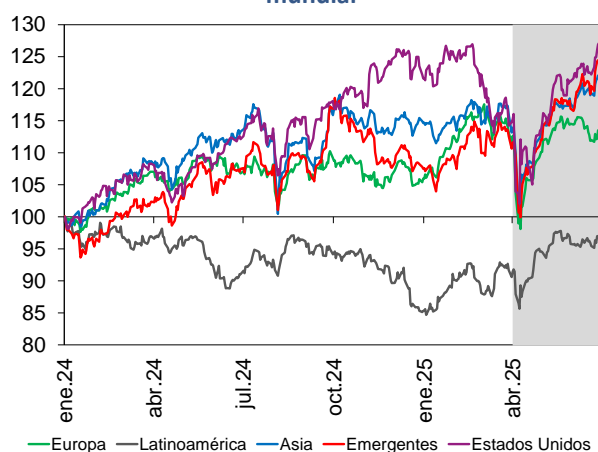
Fuente: Sistemas de Negociación y Registro de operaciones sobre divisas. Información actualizada al 10 de julio.

⁷² El *carry-to-risk-ratio* (CTR) es una medida de incentivos de *carry trade* calculada como el diferencial de tasas de interés ajustado por la volatilidad. El diferencial de tasas se extrae de los contratos forward a 3 meses de acuerdo con el siguiente calculo: $tasa\ forward / tasa\ spot)^{(365/90)}$. Por su parte la volatilidad corresponde a la implícita en las opciones *at the money* a 3 meses. Un aumento en el indicador CTR implica un mayor incentivo a tomar posiciones *carry trade* que podría ser causado por altos diferenciales de tasas de interés o bajos niveles de volatilidad cambiaria.

7. Mercado accionario

Durante el 2T25, los mercados accionarios de países desarrollados registraron valorizaciones, corrigiendo las fuertes caídas registradas durante abril de 2025 por cuenta de una moderación temporal en las medidas arancelarias de Estados Unidos, así como por resultados corporativos sólidos y la resiliencia de la economía global. A comienzos de abril, los mercados bursátiles sufrieron una fuerte desvalorización tras el anuncio de la implementación de un nuevo paquete de aranceles por parte de EE. UU. Sin embargo, a lo largo del trimestre, los inversionistas a nivel global incrementaron su apetito por activos riesgosos, respaldados por la solidez del mercado laboral estadounidense, la reducción en las tensiones comerciales y las expectativas de recortes de tasas de interés. Este entorno permitió que algunos índices asiáticos, así como los estadounidenses Nasdaq y S&P500, alcanzaran máximos históricos, impulsados por el sector tecnológico y, en particular, por la valorización de Nvidia tras reportar resultados corporativos sobresalientes⁷³. Otros mercados, como el europeo, también presentaron valorizaciones, aunque en un contexto de mayor volatilidad debido a factores geopolíticos y comerciales (Gráfico 46)⁷⁴.

Gráfico 46. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



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

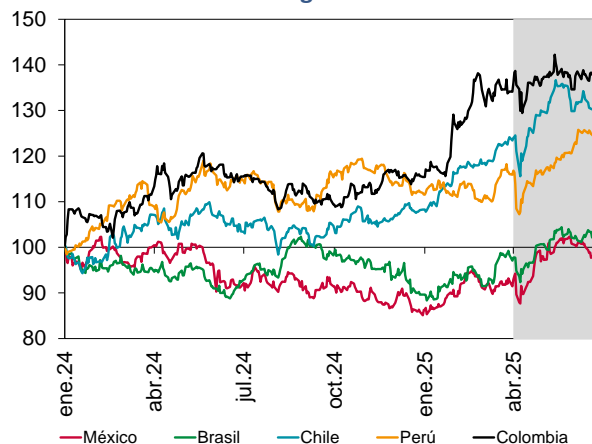
En Latinoamérica, los principales índices replicaron la tendencia alcista de otros mercados emergentes, extendiendo el impulso observado en el 1T25. La región se benefició del mayor apetito por activos riesgosos, por cuenta de la moderación en los anuncios de política arancelaria de Estados Unidos, y la recuperación de los precios de algunos *commodities* clave como la plata y el oro. México y Perú lideraron las valorizaciones, con avances de 9,5% y 8,8%, respectivamente,

⁷³ Durante el trimestre, el precio de Nvidia se incrementó en más de un 40%, aun con el anuncio de restricciones de exportaciones de chips a China.

⁷⁴ Al 30 de junio de 2025, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Local Index* con una valorización de 7,6% (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los EE. UU. se utilizó la variación promedio de los índices S&P 500, Dow Jones y Nasdaq Composite que registraron variaciones positivas de 10,6%, 17,7% y 5,0%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* que se valorizó 1,4% y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* el cual creció 8,0%. En este índice se ponderan los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

favorecidos por su cercanía comercial con Estados Unidos y su exposición a materias primas estratégicas (Gráfico 47).

Gráfico 47. Evolución de los índices accionarios de la región



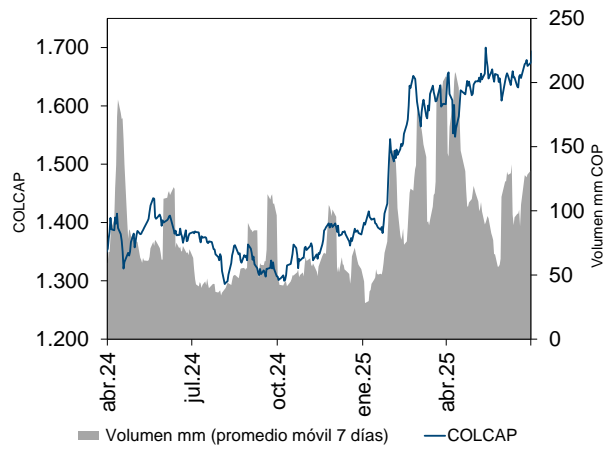
Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 30 dic 2023.

A nivel local, el índice MSCI Colcap mantuvo la trayectoria alcista observada en el 1T25, impulsado por buenos resultados corporativos, aunque con un menor dinamismo en términos de volumen negociado. Las valorizaciones del índice local estuvieron soportadas por el desempeño favorable de la mayoría de las empresas que conforman el índice, así como por una mayor demanda de activos de renta variable ante las menores tasas en el mercado de renta fija privada (ver *Mercado de deuda privada*). Durante este periodo, entre las acciones con mejor desempeño se destacó la acción de Mineros, beneficiada por los altos precios del oro y las OPAS que *Sun Valley Investments* ha realizado por la compañía. También sobresalieron empresas del Grupo Empresarial Antioqueño y CIBEST (antes Bancolombia), gracias a la consolidación del holding regional CIBEST y los buenos resultados corporativos. Aunque el volumen negociado fue relativamente menor al registrado durante el 1T25, su promedio diario se mantiene por encima de lo observado durante el 2024. (Gráfico 48).

Adicionalmente, según información de la Bolsa de Valores de Colombia, el comportamiento del mercado accionario local estuvo acompañado por compras netas por parte de inversionistas locales. El sector real se destacó como el mayor comprador neto durante el trimestre con COP 155 mm al igual que los Fondos de Inversión Colectiva (Otros). Con esto, entre las entidades que fueron vendedoras netas se encuentran los inversionistas extranjeros (COP 281 mm) y las Sociedades Comisionistas de Bolsa (COP 91 mm, Gráfico 49).

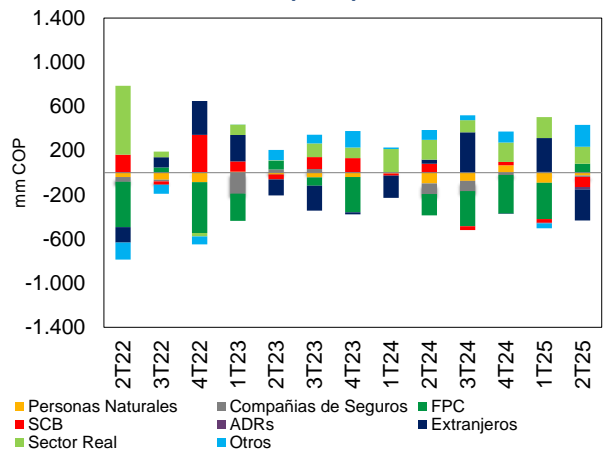
Reporte de Mercados Financieros

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: Lecciones internacionales en el desarrollo de la inteligencia de mercados y su fortalecimiento en el Banco de la República⁷⁵.

Introducción

La inteligencia de mercados (IM) tradicional se basa en interacciones directas con participantes del mercado, encuestas y el juicio experto, con el fin de recopilar, contrastar y sintetizar información relevante (BIS, 2023). La IM enriquece el análisis al complementar los datos cuantitativos con perspectivas cualitativas no evidentes en la información. Como lo recalcó el BIS⁷⁶ (2023), la IM es un elemento clave en las operaciones y el análisis de políticas de los bancos centrales.

La IM ha adquirido una relevancia creciente dentro de las funciones de los bancos centrales. Desde 2015, el BIS ha organizado foros sobre IM en colaboración con bancos centrales de distintas regiones, con el objetivo de fomentar el intercambio de experiencias y mejores prácticas (BIS, 2016). A través de encuestas sistemáticas y el análisis de sus resultados, esta institución ha buscado profundizar en la comprensión de las actividades de IM que realizan los bancos centrales y promover su desarrollo como una herramienta complementaria para el análisis y la formulación de políticas.

A nivel local, desde el 2024, el BanRep ha explorado nuevas estrategias para estructurar el diálogo con agentes de mercado. En línea con la experiencia internacional, el BanRep ha reconocido la relevancia de la IM para entender las dinámicas de los mercados financieros, identificar potenciales riesgos y complementar el análisis derivado de datos estructurados.

Experiencia internacional

Con base en la encuesta de 2015 a los bancos centrales del *Comité de Mercados del BIS*⁷⁷, la IM se basa principalmente en conversaciones bilaterales con agentes del mercado, ya sea de forma presencial o telefónica, lo que permite un intercambio detallado y de confianza. También se recurre a medios electrónicos como chats financieros o correos, así como a espacios más estructurados, incluyendo grupos de contacto, encuestas, conferencias y foros sectoriales (BIS, 2016).

Según el análisis de la última encuesta de IM publicada por el BIS en 2023, la IM estaba originalmente enfocada en monitorear activos clave del mercado y operaciones de la banca central, pero con el transcurso del tiempo ha ampliado su alcance para cubrir nuevos participantes y segmentos, reflejando la creciente complejidad financiera. Hoy, los bancos

⁷⁵ Autores: Wilmar Alexander Cabrera Rodríguez y Valeria Roberto Vargas. 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.

⁷⁶ Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés).

⁷⁷ El Comité de Mercados es un foro en el que los funcionarios de los bancos centrales debaten las condiciones actuales del mercado, su funcionamiento y las operaciones del banco central. Está integrado por altos funcionarios de 27 bancos centrales. El BanRep no es miembro de ese Comité.

centrales combinan información cualitativa y cuantitativa para enriquecer el análisis, reducir sesgos y mejorar el monitoreo en tiempo real (BIS, 2023).

En particular, el Banco de Inglaterra ha destacado sus esfuerzos en materia de IM. La información obtenida con la IM ha nutrido el análisis del banco sobre temas relevantes para la política y ha contribuido en la toma de decisiones, implementación de políticas y comunicaciones de los tres principales comités del Banco: el Comité de Política Monetaria, el Comité de Política Financiera y el Comité de Regulación Prudencial. Para maximizar el valor de la inteligencia, el Banco mantiene una amplia y actualizada red de contactos, incluyendo actores en importantes centros financieros internacionales (Banco de Inglaterra, 2017). En el documento *“The Bank’s Market Intelligence function”* del 2017, la entidad destaca dos estudios de caso que evidencian la utilidad de la IM como herramienta para apoyar la formulación de políticas del Banco.

Otra institución que ha sido vocal con su experiencia en IM ha sido la FED de EE. UU. Dicha institución cuenta con una amplia variedad de contactos en los mercados financieros, especialmente en aquellos en los que opera la FED de Nueva York. Busca comprender temas como las expectativas sobre política monetaria, condiciones financieras nacionales e internacionales, estructura del mercado, liquidez y estabilidad financiera, entre otros. La información recopilada se resume y se incorpora en múltiples informes y análisis. El objetivo principal de su IM es apoyar decisiones informadas de política monetaria, a través de memorandos, presentaciones en reuniones del FOMC y otras comunicaciones a los responsables de la política (Reserva Federal de Nueva York, 2024).

A nivel de Latinoamérica, el Banco Central de México ha utilizado la comunicación constante con participantes del mercado, en el marco de sus actividades cualitativas de IM. Esto ha permitido identificar deficiencias estructurales en los mercados financieros y posibles ajustes regulatorios. Esta información cualitativa se complementa con inteligencia cuantitativa basada en datos clave e indicadores de mercado (BIS, 2023).

Por otro lado, el Banco Central de Chile (BCCh) cuenta con el Comité de Mercados Nacionales, instancia que facilita el diálogo entre la institución y los principales actores, tanto locales como internacionales, que participan en los mercados financieros nacionales. Su objetivo es recoger el análisis de coyuntura y las percepciones del mercado, así como identificar posibles mejoras que favorezcan su buen funcionamiento. Para ello, se promueve una representación diversa de sectores e industrias dentro del Comité (Banco Central de Chile, 2025). Además, desde 2021, el BCCh ha incorporado preguntas cualitativas en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) para profundizar su comprensión del mercado. Estas preguntas abordan la relevancia atribuida por los encuestados a distintos factores que podrían influir en variables clave como la inflación y la tasa de cambio, así como eventuales sesgos percibidos en los comunicados del BCCh tras sus reuniones de política monetaria. Los resultados de la EOF se publican junto con visualizaciones que permiten seguir su evolución en el tiempo (Banco Central de Chile, 2025).

Fortalecimiento del BanRep de su estrategia en IM

Uno de los componentes clave de la IM tradicional es el contacto directo con los actores del mercado para interpretar la evolución y estructura de los mercados. Esta interacción ha permitido a algunos bancos centrales detectar riesgos emergentes e identificar posibles escenarios futuros (BIS, 2023). En este sentido, el BanRep ha sostenido, por varias décadas, un canal de comunicación con las entidades, con el fin de captar su visión sobre los factores que

inciden en las dinámicas del mercado, sus proyecciones a futuro y los riesgos más relevantes a tener en cuenta. Uno de los ejemplos más representativos de este canal es la invitación que el BanRep extiende trimestralmente a distintos agentes para presentar el “Reporte de Mercados Financieros”. En estas sesiones, se comparten los principales mensajes del informe, se recoge la retroalimentación de los participantes y se resuelven inquietudes. Con el tiempo, este espacio ha evolucionado, dando lugar a discusiones cada vez más profundas y enriquecedoras.

A partir del 2024, el BanRep ha reforzado sus estrategias de IM a través de la estructuración de diálogos bilaterales y periódicos con entidades financieras. El objetivo de esta estrategia es profundizar el análisis de los mercados financieros, detectar potenciales riesgos y consolidar la interacción con los agentes del mercado.

Los diálogos bilaterales se han desarrollado con los equipos de investigaciones económicas de los establecimientos de crédito, los fondos de pensiones y los gestores financieros (como gerentes de inversión y personal de las mesas de dinero) de establecimientos bancarios y corporaciones financieras, principalmente (Cuadro R1. 1). Este esfuerzo ha incluido tanto a los principales actores del sistema financiero, como a entidades de distintos tamaños y perfiles, con el fin de captar una visión más amplia y representativa del mercado. Pese a que las conversaciones se realizan principalmente con entidades locales, también se tiene contacto con agentes con presencia internacional. Estas interacciones difieren de las solicitudes de reuniones que el BanRep recibe por parte de inversionistas, las cuales son atendidas por otros miembros del equipo técnico o por la Junta Directiva.

Cuadro R1. 1. Estructura del diálogo bilateral del BanRep con agentes del mercado financiero

	Investigaciones económicas	Fondos de pensiones	Gestores financieros
Temas	Política monetaria en EE.UU., petróleo y CDS Colombia	Factores determinantes mercados financieros locales e internacionales	Factores determinantes mercados financieros locales e internacionales
Agentes	Equipos de investigaciones económicas	Analistas de mercado de fondos de pensiones	Analistas de mercado de bancos comerciales y corporaciones financieras
Periodicidad	Bimensual	Trimestral	Mensual
Entregable	Presentación. Reporte cuando hay una coyuntura puntual	Reporte / Presentación	Presentación. Reporte cuando hay una coyuntura puntual
	Otros	Dependiendo de la coyuntura. Ejemplo: Diálogo con fiduciarias.	

Fuente: Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados - BanRep

Los temas de los diálogos bilaterales abarcan desde dinámicas del mercado monetario, proyecciones del precio del petróleo y expectativas sobre el CDS Colombia, hasta riesgos de mercado y factores globales. Los entregables, en formato de reporte o presentación, se producen con periodicidad mensual, bimensual o trimestral y son de uso exclusivo del BanRep. Adicionalmente, se desarrollan productos especiales en función de la coyuntura. Por ejemplo, ante

cambios relevantes en la participación de las sociedades fiduciarias en las operaciones transitorias del BanRep, se estableció contacto con varias de estas entidades y se elaboró un reporte específico con los principales hallazgos y análisis.

El diálogo se lleva a cabo de manera estructurada, orientando la discusión en torno a los mercados de deuda, cambiario y monetario, así como a temas de relevancia según la coyuntura. Este enfoque permite contrastar las percepciones y respuestas de distintos agentes frente a los mismos temas, lo que contribuye a construir una comprensión más integral de determinadas dinámicas. Asimismo, al abordar asuntos similares en distintos momentos del tiempo, es posible identificar cambios en las percepciones y dar seguimiento a su evolución.

Además, la IM se fortalece mediante el diálogo con otros bancos centrales, lo que permite enriquecer el análisis y comprender mejor ciertas dinámicas económicas y financieras. Estos intercambios facilitan la comparación de experiencias, el aprendizaje mutuo y la identificación de buenas prácticas que pueden incorporarse al propio proceso de análisis de mercados.

Si bien cada entidad puede tener una visión parcial de lo que ocurre en los mercados financieros, el diálogo con múltiples contrapartes permite construir una visión más completa, identificar patrones comunes y contrastar diferentes enfoques. Las perspectivas particulares de los agentes también revelan matices y dinámicas que, desde la posición institucional del BanRep, pueden no ser evidentes. Esta interacción constituye una de las principales fortalezas del ejercicio de la IM. Adicionalmente, las conversaciones bilaterales facilitan el acceso a información cualitativa o percepciones que no suelen estar disponibles por canales públicos.

Un componente fundamental en el desarrollo de la IM del BanRep es la comparación cuidadosa entre la información cualitativa recogida en los diálogos con agentes y lo que muestran los datos cuantitativos. Dado que las entidades suelen formarse una visión basada en su interacción con clientes o en sus propias operaciones, sus percepciones no siempre coinciden con lo que reflejan los datos. Por ello, siempre es importante verificar y complementar estas opiniones con la información disponible. En este sentido, el BanRep ha desarrollado herramientas que permiten visualizar los datos de manera más clara y accesible, con el fin de apoyar una interpretación más eficiente y oportuna de la información.

En los diálogos bilaterales se mantiene un alto grado de profesionalismo, asegurando que no se revele información confidencial ni datos proporcionados por otras entidades al BanRep. Esta práctica es fundamental para preservar la confianza de los agentes, quienes deben tener la certeza de que cualquier información compartida será manejada adecuadamente. En concordancia con el espíritu de las reglas de Chatham, las opiniones obtenidas en las reuniones con los participantes son consideradas en el análisis, sin atribuirse a individuos ni entidades específicas (Chatham House, 2025). El compromiso del BanRep con la confidencialidad fomenta un entorno de cooperación transparente y constructivo.

Aunque los reportes y presentaciones que sintetizan los principales mensajes obtenidos del diálogo bilateral con los agentes son de uso exclusivo del BanRep, las perspectivas recopiladas se utilizan, siempre de manera agregada y sin revelar información individual, en informes dirigidos al público general. Estas perspectivas contribuyen a explicar los movimientos de los activos financieros y las dinámicas del mercado. Entre ellos se destacan documentos como el “Reporte de Mercados Financieros” y “Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales”.

Un ejemplo reciente del valor agregado que aporta el diálogo con los agentes del mercado fue el entendimiento de las características de los beneficiarios finales de las compras de TES en el mercado NDF, elemento que no se encuentra a nivel granular en las bases de datos del BanRep.

En un contexto marcado por el aumento significativo de la posición compradora en NDF de TES de los inversionistas extranjeros desde COP 4 billones en julio de 2023 a COP 21 billones al cierre del primer trimestre de 2025, se pudo identificar, gracias a los diálogos con agentes, que la mayoría de los beneficiarios finales de los NDF de TES en el exterior son agentes caracterizados por estrategias de inversión de corto plazo, como los fondos de cobertura (Botero, Villalobos, & Barreto, 2025).

Conclusiones

Los beneficios identificados de la IM en el análisis de los mercados financieros, así como su contribución a una toma de decisiones más informada por parte de los bancos centrales, han impulsado su desarrollo a nivel global. El valor agregado que aporta la perspectiva de los actores del mercado a la información obtenida a través de datos constituye un elemento clave para fortalecer la comprensión del entorno económico y financiero.

Para el BanRep, el diálogo con los agentes del mercado ha permitido profundizar en las dinámicas de los mercados financieros, accediendo a elementos que no pueden ser captados únicamente a través de datos o fuentes públicas. Estas conversaciones enriquecen la comprensión de la estructura del mercado, facilitan la identificación de riesgos y tendencias, y aportan insumos valiosos para una toma de decisiones más informada.

Lo anterior resalta la importancia de mantener un canal de comunicación abierto y constructivo entre el BanRep y los agentes del mercado. Esta interacción no solo fortalece la capacidad del Banco para anticipar y entender mejor las condiciones del entorno financiero, sino que también ofrece a los participantes del mercado un espacio valioso para expresar sus visiones, plantear inquietudes y aclarar el alcance de las decisiones de política del BanRep. Se trata, en efecto, de una relación de beneficio mutuo que contribuye a una mayor transparencia y eficacia en la formulación de políticas.

Referencias

- Banco Central de Chile. (2025). *Ejemplares anteriores EOF*. Obtenido de <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/encuestas-economicas/resultados-antiguos-EOF>
- Banco Central de Chile. (03 de Junio de 2025). *Reglamento de funcionamiento del Comité de Mercados Nacionales*. Obtenido de <https://www.bcentral.cl/documents/d/banco-central/reglamento-de-funcionamiento-del-comite-de-mercados-nacionales-pdf>
- Banco de Inglaterra. (2017). *Quarterly Bulletin 2017 Q1*. Obtenido de The Bank's Market Intelligence function: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2017/the-banks-market-intelligence-function.pdf>
- BIS. (Diciembre de 2016). *Market Intelligence Gathering at Central Banks*. Obtenido de Markets Committee - Bank for International Settlements: <https://www.bis.org/publ/mkctc08.pdf>
- BIS. (12 de Mayo de 2023). *Market intelligence at central banks*. Obtenido de Bank for International Settlements: https://www.bis.org/publ/mc_maket_intelligence.pdf

Reporte de Mercados Financieros

Botero, O., Villalobos, J., & Barreto, A. (Primer trimestre de 2025). *Recuadro 1: Caracterización del mercado de NDF de TES*. Obtenido de Reporte de Mercados Financieros: <https://repositorio.banrep.gov.co/server/api/core/bitstreams/03f0b36a-14e7-417c-9fa6-ea6ed121799c/content>

Chatham House. (2025). *Chatham House Rule*. Obtenido de <https://www.chathamhouse.org/about-us/chatham-house-rule>

Reserva Federal de Nueva York. (24 de Septiembre de 2024). *Market Intelligence and the Monetary Policy Process*. Obtenido de <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2024/per240924>

Recuadro 2: Avances en la vinculación de Colombia al Comité Global de Divisas⁷⁸.

Introducción

El Banco de la República (BanRep) y el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) han avanzado en el establecimiento de un comité local de divisas (LFXC)⁷⁹, con el objetivo de fortalecer los canales de comunicación y el intercambio de información con los participantes del mercado cambiario. Esta iniciativa busca promover un mayor dinamismo y desarrollo del mercado local, a través de un espacio que reúne a los actores más relevantes, incluidas autoridades y representantes del sector privado, para propiciar discusiones abiertas y proactivas sobre los aspectos que favorecen un funcionamiento justo, eficiente y resiliente del mercado de divisas. Esto en línea con recomendaciones generadas en una visita técnica del FMI en 2024, en la cual se evaluó el marco regulatorio del mercado cambiario colombiano en busca de identificar estrategias para su desarrollo, sin comprometer la estabilidad financiera⁸⁰.

La consolidación del LFXC constituye además un paso fundamental para la participación de Colombia en el Comité Global de Divisas (GFXC)⁸¹, foro internacional que promueve la integridad y eficiencia del mercado cambiario mediante la difusión del Código Global de Conducta del Mercado Cambiario (*FX Global Code*), un conjunto de principios de buenas prácticas que orientan la actuación de los participantes. En marzo de 2024, el BanRep, como autoridad cambiaria, ha venido adelantando el proceso de vinculación de Colombia para integrarse al GFXC como miembro asociado, en un proceso simultáneo de estructuración del LFXC. Esta adhesión representa una oportunidad estratégica para fortalecer el marco institucional local, mediante la difusión y adopción de estándares internacionales y el aprovechamiento de experiencias compartidas por otras jurisdicciones.

El presente recuadro expone los principales mensajes relacionados con este proceso, destacando la relevancia del *FX Global Code*, los avances en la conformación del LFXC, la participación de Colombia en el GFXC, y los beneficios derivados de estas acciones.

Comité Global de Divisas y Código Global de Conducta del Mercado Cambiario

El GFXC es un foro internacional establecido en mayo de 2017 con el propósito de promover un mercado cambiario global que sea sólido, líquido, abierto y transparente. Este comité está conformado por bancos centrales y representantes del sector privado, y tiene como objetivo fortalecer el funcionamiento del mercado de divisas a través de la formulación, difusión y promoción de principios de buenas prácticas que aseguren una operación segura, eficiente y

⁷⁸ Autores: Nataly Alexandra Díaz Gonzalez y Alejandra Barreto Ramírez. Las opiniones de este documento no comprometen ni representan la visión del Banco de la República ni a su Junta Directiva. Cualquier error u omisión es y será responsabilidad exclusiva de los autores.

⁷⁹ Por sus siglas en inglés, *Local Foreign Exchange Committee*.

⁸⁰ El documento de la asistencia técnica del FMI se encuentra en *Colombia: Technical Assistance Report-Foreign Exchange Market Development and Regulatory Framework Review*.

⁸¹ Por sus siglas en inglés, *Global Foreign Exchange Committee*.

ordenada, en un entorno respaldado por marcos normativos claros y una infraestructura operativa robusta.

El GFXC parte del reconocimiento de que el mercado cambiario representa un bien común global, cuya estabilidad y buen funcionamiento son esenciales para el sistema financiero internacional. En ese sentido, el comité busca generar un espacio de diálogo y cooperación entre autoridades y participantes del mercado, propiciando la convergencia en torno a estándares compartidos que refuercen la integridad, transparencia y resiliencia del mercado cambiario a nivel global.

De esta manera, el GFXC se consolida como una instancia fundamental para la coordinación, el análisis y la estandarización de buenas prácticas en el ámbito del mercado cambiario internacional. En este marco, una de sus funciones centrales es la elaboración, promoción y actualización periódica del *FX Global Code*⁸², así como la identificación de mecanismos efectivos que respalden su adopción por parte de los distintos actores del mercado. Adicionalmente, el comité funciona como una plataforma técnica para el seguimiento y la discusión de tendencias, desarrollos estructurales y buenas prácticas en el mercado global de divisas, a partir de los insumos y la experiencia compartida por sus miembros.

El *FX Global Code* compila 55 principios de buenas prácticas orientados a promover una conducta ética, profesional y responsable por parte de todos los participantes del mercado cambiario. Si bien el Código no tiene carácter legal ni sustituye la regulación vigente en cada jurisdicción, se concibe como un instrumento de autorregulación que complementa los marcos normativos locales y promueve estándares internacionales de integridad y transparencia. Su adopción se formaliza mediante una *Declaración de Compromiso* estandarizada, a través de la cual las entidades manifiestan su adhesión a los principios del Código y su disposición a actuar conforme a ellos. Esta posibilidad está abierta a todos los participantes del mercado cambiario, incluidos bancos, intermediarios, gestores de inversión, fondos de cobertura, plataformas electrónicas de negociación y proveedores de liquidez no bancarios.

Entre sus principios más relevantes se encuentran aquellos que orientan la conducta operativa, la gestión de riesgos y la protección del cliente. Algunos ejemplos incluyen la obligación de actuar con integridad, la gestión efectiva de conflictos de interés, la ejecución justa de órdenes, y la protección de información confidencial. Además, se destacan lineamientos sobre controles internos y gestión de riesgos, así como prácticas sólidas de supervisión y cumplimiento. En conjunto, estos lineamientos refuerzan la confianza, transparencia y resiliencia del mercado cambiario a nivel global.

La adhesión del BanRep al *FX Global Code* en agosto de 2022 constituye un avance significativo hacia el desarrollo del mercado cambiario colombiano, al promover su alineación con estándares internacionales de conducta y gobernanza. Esta decisión reafirma el compromiso de las instituciones colombianas con los principios de integridad, transparencia y eficiencia en sus operaciones, y contribuye a consolidar un entorno regulatorio más robusto y confiable para los participantes del mercado. A nivel global, 1.182 entidades han formalizado su adhesión al Código, con mayor presencia en Asia (524), la Unión Europea (292) y América del Norte (170). En América del Sur, únicamente diez entidades de seis países, incluido Colombia, han suscrito la *Declaración*

⁸² La última revisión se completó en diciembre de 2024, con la publicación de la versión actualizada en enero de 2025.

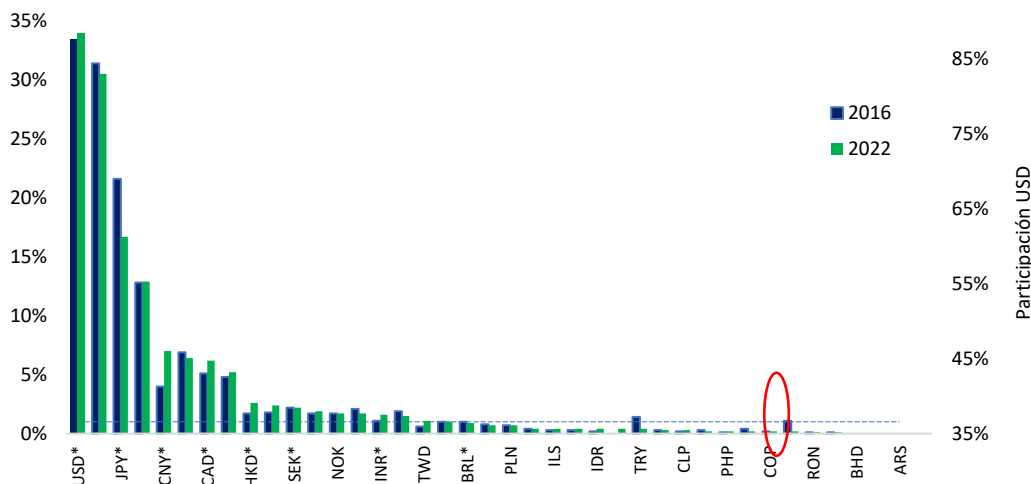
de Compromiso, lo que evidencia los desafíos que enfrenta la región en esta materia, así como una oportunidad para avanzar hacia una mayor convergencia con las mejores prácticas internacionales.

Adhesión de Colombia al GFXC

La estructura del GFXC contempla dos categorías de membresía: plena y asociada, determinadas por el grado de cumplimiento de ciertos criterios institucionales y por la relevancia de la moneda local en el mercado cambiario internacional. Para acceder a la membresía plena, es necesario que el LFXC esté formalmente constituido y patrocinado por el banco central, o que cuente con una estructura equivalente que incluya representantes tanto del banco central como del sector privado. Adicionalmente, el comité debe comprometerse activamente con la promoción y respaldo del *FX Global Code*, y el mercado de divisas del país debe representar al menos el 1% del volumen total negociado a nivel global, de acuerdo con la encuesta trienal del Banco de Pagos Internacionales⁸³ (BIS, por sus siglas en inglés). En los casos en que no se cumplan todos estos requisitos, los comités locales pueden postularse como miembros asociados, condición que les permite participar en las actividades del GFXC cuando sean invitados por la presidencia de este comité al considerar que el LFXC puede tener una contribución relevante en los temas de agenda.

En el caso de Colombia, nuestra divisa local (el peso colombiano, COP) representa aproximadamente el 0,2 % del volumen total negociado en el mercado cambiario global, de acuerdo con la última encuesta trienal del BIS (*Gráfico R2. 1*). Este nivel de representatividad se encuentra por debajo del umbral del 1 % requerido para acceder a la categoría de miembro pleno del GFXC. No obstante, la existencia de un LFXC debidamente estructurado, con participación del BanRep y representantes del sector privado, así como el compromiso formal con la promoción y adopción del *FX Global Code*, permiten que Colombia pueda incorporarse al GFXC en calidad de miembro asociado, con acceso a sus discusiones y espacios técnicos de cooperación.

Gráfico R2. 1. Participación del total negociado a nivel mundial por divisa



Fuente: Encuesta trienal del BIS. Los resultados presentados incluyen la pata de las dos divisas negociadas, por lo que en total suma 200%. Adicionalmente los valores de USD se encuentran en el eje derecho. Los países con asterisco son los miembros plenos del GFXC.

La integración de LFXC de Colombia al GFXC en marzo de 2025, en calidad de miembro asociado, ha brindado respaldo institucional a las gestiones orientadas tanto al establecimiento formal del

⁸³ Los resultados de las Encuestas Trienales del BIS con sus respectivos análisis se encuentran en [Triennial Surveys](#).

LFXC como a la articulación de este con el comité global. Tras la recepción de la carta de invitación en marzo de 2024, el LFXC por medio del BanRep -el cual es miembro activo del LFXC- envió una respuesta afirmativa al GFXC y notificó oficialmente la designación de los representantes del BanRep ante dicho foro internacional⁸⁴, empezando el plazo de 18 meses para el cumplimiento de los criterios necesarios para la membresía. Durante este periodo, el LFXC de Colombia ya se constituye como un miembro del GFXC por lo que ha participado en los encuentros de la organización. Paralelamente, en el ámbito local, el BanRep ha trabajado de manera coordinada con AMV para consolidar la estructura y funcionamiento del comité local de divisas, en línea con los criterios y buenas prácticas promovidas por el GFXC.

Específicamente, esta coordinación se ha sustentado en la identificación del Comité de Divisas del AMV, previamente constituido y con participación del BanRep, como un espacio con pleno potencial para consolidarse formalmente como el LFXC de Colombia. En consecuencia, se han venido adelantando las modificaciones reglamentarias necesarias para adecuar dicho comité a los lineamientos definidos por el *Global Foreign Exchange Committee* (GFXC), incluyendo, entre otros aspectos, la formalización del rol del Banco de la República en la definición de la agenda de trabajo y la incorporación explícita de la función de promover el *FX Global Code* entre los participantes del mercado local. Cabe destacar que esta última función ya venía siendo ejercida de facto por el comité de AMV en el marco de sus responsabilidades como entidad autorreguladora. Estas adecuaciones han avanzado de manera satisfactoria, permitiendo que el comité opere actualmente como el espacio oficial de coordinación, diálogo técnico y promoción de buenas prácticas en el mercado cambiario colombiano, y que Colombia participe activamente en las instancias de discusión del GFXC como miembro asociado.

Los principales beneficios derivados de la adhesión al GFXC se estructuran en torno a dos ejes fundamentales: el establecimiento de un LFXC y la participación en las discusiones internacionales promovidas por el GFXC. Ambas dimensiones contribuyen de manera complementaria al fortalecimiento institucional del mercado cambiario colombiano, al facilitar la adopción de buenas prácticas, mejorar la coordinación entre autoridades y participantes, y promover la alineación con estándares internacionales. En particular, la creación del LFXC permite institucionalizar un espacio de diálogo técnico y coordinación normativa a nivel local, mientras que la participación en el GFXC abre oportunidades para acceder a información estratégica, compartir experiencias y fortalecer la inteligencia de mercado. Actualmente, se avanza en el desarrollo de la página web oficial del LFXC, la cual funcionará como canal institucional para la divulgación de información, documentos y lineamientos de interés para los participantes del mercado cambiario, así como la promoción de la adopción del *FX Global Code*.

Dentro de este pilar de promoción, desde el comité de divisas y ahora LFXC se han formulado una serie de recomendaciones orientadas a facilitar el cumplimiento del código. Esto con el propósito de que los participantes del mercado cambiario puedan alinear sus operaciones con estos principios de buenas prácticas, más allá de lo establecido en la normativa colombiana vigente. Estas recomendaciones han sido consignadas y divulgadas al mercado en un capítulo

⁸⁴ Los designados como representantes en el GFXC son el Subgerente Monetario y de Inversiones Internacionales y el director del Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados del Banco de la República.

específico del Manual Guía Unificado de AMV, lo que refuerza su carácter orientador y su utilidad como referencia para los actores.

Conclusiones

La invitación del GFXC a las autoridades locales para integrarse como miembro asociado constituye un reconocimiento a los avances institucionales de Colombia en el fortalecimiento de su mercado cambiario. Esta participación representa, además, una oportunidad estratégica para consolidar la alineación del país con estándares internacionales de integridad, eficiencia y transparencia, al facilitar el intercambio técnico con otras jurisdicciones y promover la adopción de buenas prácticas, en particular aquellas vinculadas a la implementación del *FX Global Code*.

La estructuración de un LFXC constituye un instrumento fundamental para articular de manera efectiva a las autoridades y a los participantes del mercado en torno a iniciativas regulatorias, operativas y de desarrollo, en línea con las recomendaciones formuladas por el Fondo Monetario Internacional. Este espacio no solo habilita la participación en el GFXC, sino que también se proyecta como un mecanismo estratégico para fortalecer el mercado cambiario colombiano, al promover mayores niveles de transparencia, eficiencia y capacidad de supervisión. Adicionalmente, facilita una mejor coordinación interinstitucional y un flujo más ágil de información entre las autoridades y los distintos agentes del mercado, contribuyendo a una toma de decisiones más informada y coherente con las mejores prácticas internacionales.