
REPORTE DE **MERCADOS FINANCIEROS**



I TRIM/
2026



Reporte de Mercados Financieros

Gerencia Técnica

Hernando Vargas Herrera

Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Andrés Murcia Pabón

Subgerente

Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados

Wilmar Alexander Cabrera Rodríguez

Director

Sección Análisis del Mercado Cambiario y su Regulación

Diego Alejandro Martínez Cruz

Jefe

Sección Análisis de Mercados Financieros

Eduardo Yanquen Briñez

Jefe

Profesionales

Alejandra Arteaga Arango

Camilo Andrés Orozco Vanegas

Diego Alejandro Niño Garavito

Gabriel Esteban Calderon Cardozo

Ittza Alejandra Barreto Ramírez

Julian David Tovar Jimenez

Mariana Marroquín Romero

Nataly Alexandra Díaz Gonzalez

Oscar David Botero Ramírez

Laura Daniela Gutiérrez Cáceres

Contenido

1. Introducción	6
2. Entorno internacional	9
3. Percepción de riesgo a nivel local	13
4. Mercado de renta fija y monetario	14
4.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica	15
4.2. Mercado monetario.....	17
4.3. Mercado de deuda pública interna y externa	18
4.4. Mercado de deuda privada	22
5. Mercado cambiario	24
5.1. Mercado cambiario global.....	24
5.2. Mercado cambiario local	25
5.3. Mercado accionario.....	29
6. Recuadros.....	31
Recuadro 1: Caracterización de indicadores de estrategias de <i>carry trade</i> en las principales monedas de inversión en Latinoamérica en el periodo reciente	31
Recuadro 2: Índice de Presiones de Mercados Financieros para Colombia y un grupo de países de la región.....	48

Índice de Gráficos

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

Gráfico 29. Indicador de utilización de capacidad de intermediación para el total del mercado de deuda.....	20
Gráfico 30. Compras netas acumuladas por año de los bancos en el mercado <i>spot</i> de TES (miles de millones de pesos).....	21
Gráfico 31. Compras netas acumuladas por año de los FPC* en el mercado <i>spot</i> de TES (miles de millones de pesos).....	21
Gráfico 32. Flujos acumulados por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones de pesos)	21
Gráfico 33. Índice de concentración IHH de las tenencias en TES de los inversionistas extranjeros	21
Gráfico 34. Posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado de NDF de TES por año*	22
Gráfico 35. Montos colocados en CDT desmaterializados por tasa.....	23
Gráfico 36. Diferencial entre las tasas de colocación de los CDT y los TES.....	23
Gráfico 37. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la Bolsa de Valores de Colombia BVC.....	23
Gráfico 38. Variación de las principales monedas de análisis.....	25
Gráfico 39. Comportamiento de las tasas de cambio	25
Gráfico 40. Saldos netos de compra en el mercado <i>forwards</i> y <i>Swaps</i> USD-COP y TRM	26
Gráfico 41. Medidas del mercado cambiario	27
Gráfico 42. Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica	27
Gráfico 43. <i>Carry-to-risk ratio</i> (3 meses).....	28
Gráfico 44. Devaluaciones implícitas, teóricas y su diferencial	28
Gráfico 45. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial	30
Gráfico 46. Evolución de los índices accionarios de la región.....	30
Gráfico 47. MSCI Colcap y volumen transado diario.....	30
Gráfico 48. Flujos netos en el mercado de renta variable colombiano por tipo de inversionista.....	30

Índice de Tablas

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 1T26.....	8
Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación	15

1. Introducción

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

En este contexto, el presente Reporte analiza el comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales durante el primer trimestre de 2026 (1T26) y los primeros días de abril¹. Asimismo, identifica los principales factores que explican la dinámica de estos mercados y sus interacciones, e incluye una revisión de las decisiones de política monetaria y otros determinantes macrofinancieros relevantes, con especial énfasis en las economías de América Latina.

La elaboración de este Reporte se fundamenta en un ejercicio integral que combina el monitoreo permanente de los mercados financieros, el seguimiento sistemático de indicadores clave, el uso de fuentes especializadas y la aplicación de herramientas empíricas. Este enfoque permite ofrecer una visión coherente, estructurada y robusta sobre la evolución reciente de los mercados financieros.

Durante el 1T26, los mercados financieros internacionales operaron en un entorno de elevada incertidumbre y volatilidad, determinado principalmente por la intensificación del conflicto en Medio Oriente, que afectó el tránsito por el Estrecho de Ormuz y generó choques significativos sobre los precios de la energía y otras materias primas. Este escenario elevó las expectativas de inflación global, propició un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y se reflejó en un incremento significativo de los indicadores de riesgo, así como en revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento económico global. En la medida en que este conflicto se prolongue, sus efectos sobre la inflación y la actividad económica podrían intensificarse, con impactos particularmente relevantes en economías importadoras de energía y aquellas con mayor exposición directa a los desarrollos en Medio Oriente.

En este contexto, la inflación en las principales economías desarrolladas repuntó y se mantuvo, en la mayoría de los casos, por encima de las metas de los bancos centrales, lo que llevó a ajustes al alza en las expectativas de política monetaria y a una postura más cautelosa por parte de las autoridades monetarias. Este entorno estuvo acompañado de aumentos en las tasas de los títulos de deuda soberana, ampliación de los *spreads* de las tasas de los títulos de deuda privada respecto a los soberanos y un cambio en la dinámica de los flujos hacia economías emergentes, que pasaron de registrar entradas históricamente altas a comienzos del trimestre a salidas relevantes hacia su cierre, en línea con el aumento de la incertidumbre global (ver *Entorno Internacional*).

En América Latina, la inflación mostró un comportamiento mixto, aunque en general se mantuvo por encima de las metas de los bancos centrales. En Colombia, la inflación sorprendió al alza y se ubicó en niveles superiores a los observados en el trimestre previo, lo que llevó al BanRep a

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 abril de 2026 para cubrir algunos hechos relevantes para los mercados en ese periodo de tiempo.

incrementar su tasa de política monetaria (TPM) hasta 11,25%, en un contexto caracterizado por presiones inflacionarias persistentes, desafíos fiscales y un entorno externo adverso. Adicionalmente, las expectativas de inflación y de TPM también aumentaron, reflejando un entorno macroeconómico más retador (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*).

En los mercados de deuda de economías desarrolladas, se observó un aumento generalizado de los rendimientos soberanos, en línea con el ajuste en expectativas de inflación y política monetaria, así como con preocupaciones crecientes en torno a la sostenibilidad fiscal en algunas de estas economías. En América Latina, los títulos soberanos también se desvalorizaron en un entorno de mayor aversión al riesgo, mientras que en Colombia este comportamiento fue más pronunciado, reflejando el deterioro de las métricas fiscales, el incremento de las expectativas de inflación y la rebaja de la calificación soberana por parte de la calificadora Standard & Poor's (S&P) en abril de 2026. Este desempeño estuvo acompañado de menor liquidez y mayor volatilidad en el mercado local (ver *Mercado de deuda pública interna y externa*).

En el mercado cambiario, el dólar estadounidense (USD) se fortaleció hacia el cierre del trimestre dado su atractivo como activo refugio, en un contexto de mayor incertidumbre global. Por su parte, el peso colombiano (COP) se apreció durante el trimestre y presentó un desempeño relativo favorable frente a otras monedas de la región, respaldado por factores externos, como el aumento en los precios del petróleo, e idiosincráticos, incluyendo los atractivos diferenciales de tasas de interés, flujos de capital y desarrollos en el frente electoral que fueron interpretados positivamente por el mercado. No obstante, este comportamiento se dio en un entorno de menor liquidez en el mercado cambiario (ver *Mercado cambiario local*).

De manera prospectiva, la evolución de la percepción de riesgo y del desempeño de los activos locales durante 2026 estará determinada, en gran medida, por la trayectoria de las métricas fiscales, las decisiones de política monetaria y los desarrollos del ciclo electoral en el segundo trimestre del año.

Adicionalmente, en esta versión del Reporte se incluyen dos recuadros analíticos. En el primero se examinan las implicaciones del desmonte de estrategias de *carry trade* en las principales monedas de inversión en América Latina desde 2024. En particular, se describe el funcionamiento de estas estrategias, se revisan algunos episodios relevantes (como el “lunes negro” y el “día de la liberación”) y se evalúa su impacto sobre el comportamiento de las monedas de la región (Ver *Recuadro 1: Caracterización de indicadores de estrategias de carry trade en las principales monedas de inversión en Latinoamérica en el periodo reciente*). En segundo lugar, se presenta un recuadro que introduce un Indicador de Presiones de Mercados Financieros para Colombia, Brasil, México y Perú, con el propósito de capturar las características clave de las presiones en los mercados financieros de estas economías, al sintetizar información proveniente de los mercados cambiario, accionario y de renta fija, junto con señales de riesgo internacional y soberano (Ver *Recuadro 2: Índice de Presiones de Mercados Financieros para Colombia y un grupo de países de la región*).

Finalmente, los mercados accionarios globales presentaron comportamientos mixtos en un entorno de elevada volatilidad, con desvalorizaciones en Estados Unidos (EE. UU.) asociadas a la persistencia de la inflación y correcciones en el sector tecnológico, y valorizaciones parciales en otras regiones por recomposición de portafolios. En América Latina y Colombia, los mercados

Reporte de Mercados Financieros

accionarios registraron valorizaciones durante buena parte del trimestre, aunque con correcciones hacia el cierre, en línea con el aumento de la incertidumbre global. En el caso local, el índice MSCI Colcap mantuvo su tendencia alcista, apoyado en mayores flujos de inversionistas y altos volúmenes de negociación (ver *Mercado accionario*).

Todo lo anterior se detalla en la *Tabla 1*, que presenta la variación durante el 1T26 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 1T26

	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	0	19	31	-1,3%	1,4%			
Japón	0	-9	-3	-1,3%	-3,9%	9,0	16,0	
China	0	64	37	-1,8%	2,5%			
Alemania	0	46	10	-1,6%	-3,8%	16,0		
EE.UU.	0	31	13	1,7%	-4,6%	10,3	32,1	
Colombia	200	163	9	2,6%	10,6%	22	7	94,5%
UVR*		96	52					
Brasil	-25	40	22	5,4%	16,3%	1	1	13,6%
México	-25	13	16	0,4%	6,7%	20	11	76,6%
Chile	0	44	21	-2,9%	1,5%	21	13	-1,2%
Perú	0	-3	88	-3,4%	0,0%	16	4	-1,2%
Otros EM ⁵	0	12	52	-1,1%	-0,5%	69	35	24,6%

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.

*Unidad de Valor Real

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.

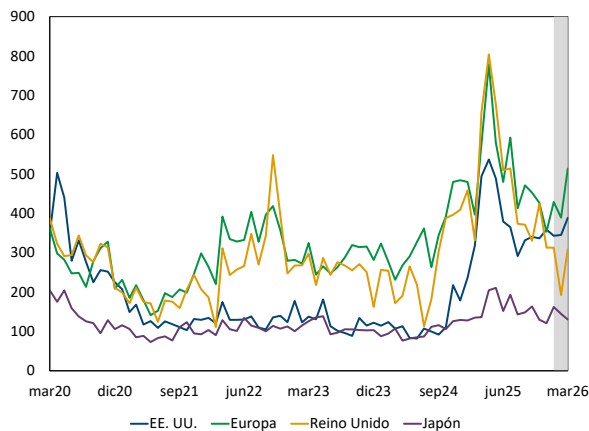
5. Otros EM corresponde a Turquía, Sudáfrica, Rusia, Indonesia, India, Tailandia, China, Malasia, Polonia y República Checa.

2. Entorno internacional

Durante el 1T26, los mercados financieros se vieron afectados por la volatilidad e incertidumbre derivadas del conflicto en Medio Oriente² (Gráfico 1), que interrumpió el tránsito por el Estrecho de Ormuz, elevando significativamente los precios de la energía y los fertilizantes, y aumentando las expectativas de un choque inflacionario global, lo que derivó en un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales³.

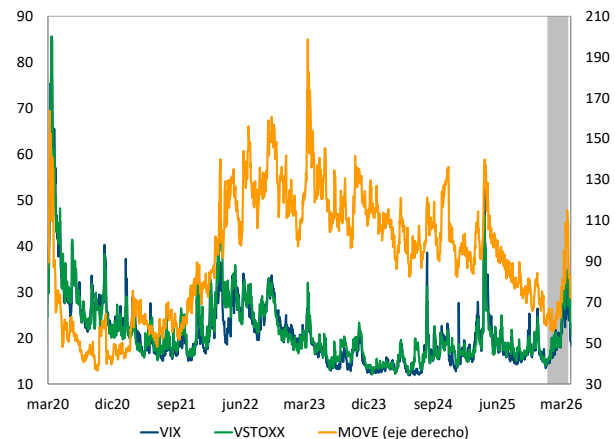
En este contexto, los indicadores de riesgo financiero global aumentaron de manera significativa, alcanzando niveles no observados desde las tensiones comerciales del *Liberation Day*⁴. Los índices *Vix*, *Vstoxx* y *Move*⁵ registraron incrementos de 10,3, 16,0 y 31,1 puntos, respectivamente, alcanzando máximos de 31,1, 34,8 y 115,0 durante el 1T26 (Gráfico 2).

Gráfico 1. Indicador de Incertidumbre en la política económica



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico 2. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg. Nota: Información al 10 de abril.

² Las tensiones entre EE. UU. e Irán se intensificaron desde enero de 2026, tras el endurecimiento de sanciones, el estancamiento de las negociaciones sobre el programa nuclear iraní y un amplio despliegue militar estadounidense en Medio Oriente. Tras el colapso de los canales diplomáticos, el 28 de febrero EE. UU. e Israel lanzaron una ofensiva militar conjunta contra objetivos estratégicos en Irán, marcando una escalada significativa del conflicto.

³ Aunque el conflicto en Medio Oriente fue el principal determinante del desempeño de los mercados durante el trimestre, otros eventos en EE. UU. también fueron factores de incertidumbre. Estos incluyeron los aranceles anunciados y luego retirados hacia Europa en enero por la disputa por Groenlandia, así como un nuevo cierre parcial del Gobierno federal entre finales de enero y comienzos de febrero. Adicionalmente, el 20 de febrero la Corte Suprema de EE. UU. invalidó los aranceles globales impuestos bajo la IEEPA (*International Emergency Economic Powers Act*), al considerar que el Ejecutivo excedió sus facultades, lo que fue seguido por el anuncio de nuevos aranceles temporales del 15% bajo la Sección 122 de la Ley de Comercio de 1974. Finalmente, aumentó la atención de los mercados sobre la autonomía de la Fed, tras la citación judicial al presidente Jerome Powell y el anuncio, a finales de enero, de Kevin Warsh como candidato para reemplazarlo al término de su mandato.

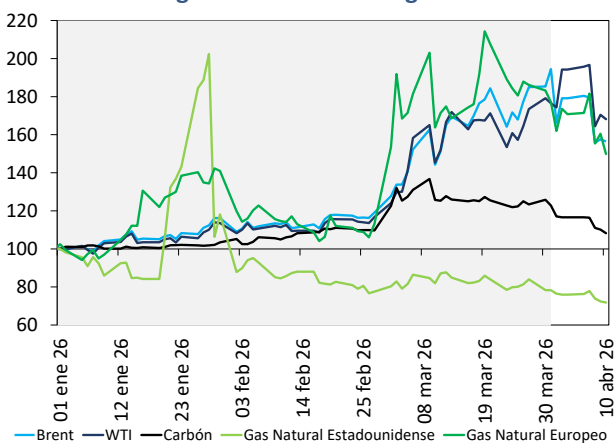
⁴ El *Liberation Day* correspondió a un anuncio realizado el 2 de abril, mediante el cual EE. UU. comunicó un incremento generalizado de aranceles. En particular, se estableció un arancel mínimo del 10% para la mayoría de sus socios comerciales, con excepción de México y Canadá, cuyos bienes ya estaban sujetos a gravámenes superiores en distintos sectores. Adicionalmente, se impusieron tarifas más elevadas a economías con amplios superávits comerciales frente a Estados Unidos, entre ellas China (34%), India (26%), Japón (24%) y la Unión Europea (20%), entre otros socios relevantes.

⁵ El *Vix*, el *Vstoxx* y el *Move* miden la volatilidad implícita esperada a un mes, derivada de los precios de las opciones sobre el S&P 500, el Euro Stoxx 50 y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, respectivamente.

Ante el conflicto en Medio Oriente, los precios de los *commodities* energéticos registraron fuertes valorizaciones, con excepción del gas natural licuado estadounidense, que presentó caídas⁶. Los precios del petróleo Brent y WTI aumentaron 94,5% y 76,6%, respectivamente, en el 1T26, en un entorno de elevada volatilidad asociado a la evolución del conflicto (Gráfico 3).

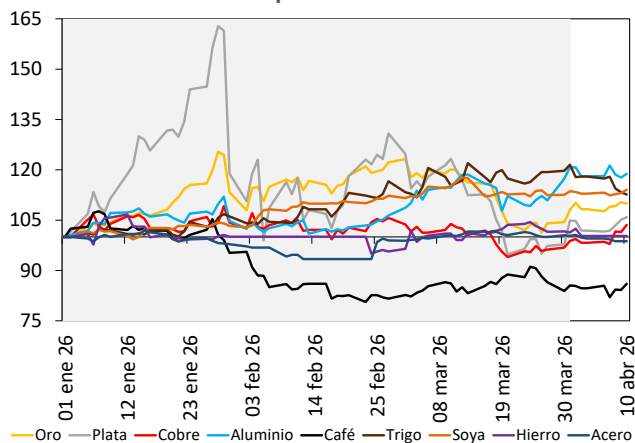
Los precios de los metales preciosos se mantuvieron en niveles históricamente altos; no obstante, el precio del oro registró una corrección durante el período, en contraste con su comportamiento típico como activo refugio⁷. Por su parte, los metales industriales presentaron en su mayoría incrementos moderados, mientras que el café se desvalorizó ante expectativas de mayor oferta (Gráfico 4).

Gráfico 3. Cambio en los precios de algunos productos generadores de energía



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

Gráfico 4. Cambio en los precios de otras materias primas



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

La inflación de marzo en las principales economías desarrolladas repuntó como consecuencia del conflicto en Medio Oriente y las expectativas de TPM se ajustaron significativamente al alza. En general, la inflación mostró una aceleración y se mantiene, salvo en Japón, por encima de las metas de los bancos centrales⁸ (Gráfico 5), en línea con el aumento de las expectativas de inflación (Gráfico 6). En este contexto, las expectativas de TPM se ajustaron significativamente al alza (Gráfico 7) y los bancos centrales mantuvieron la cautela en términos de su política monetaria⁹.

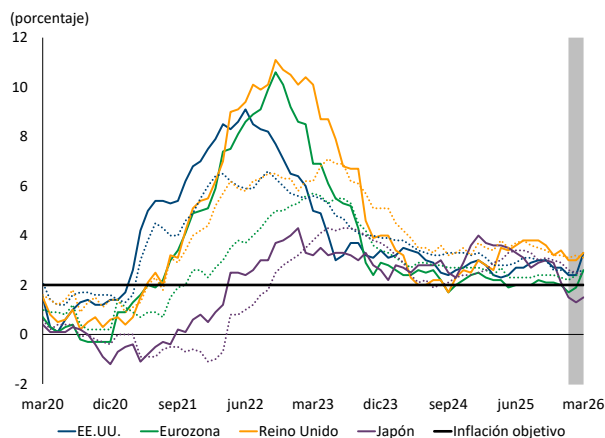
⁶ La referencia estadounidense de gas natural licuado se desvalorizó en el período, tras corregir los niveles récord alcanzados a finales de enero por una tormenta invernal, en un contexto de normalización del clima, la recuperación de la producción y altos inventarios.

⁷ A pesar de su condición de activo refugio, el oro registró una corrección durante el periodo en un contexto de fortalecimiento del dólar, expectativas de tasas de interés elevadas y desarme de posiciones especulativas asociado a llamados al margen, además de ventas de reservas por parte de bancos centrales, particularmente Turquía y la propuesta en Polonia.

⁸ En Estados Unidos, la inflación aumentó de 2,4% en febrero a 3,3%. En la eurozona, se incrementó de 1,9% a 2,6%; en Reino Unido, de 3,0% a 3,3%; y en Japón, de 1,3% a 1,5%.

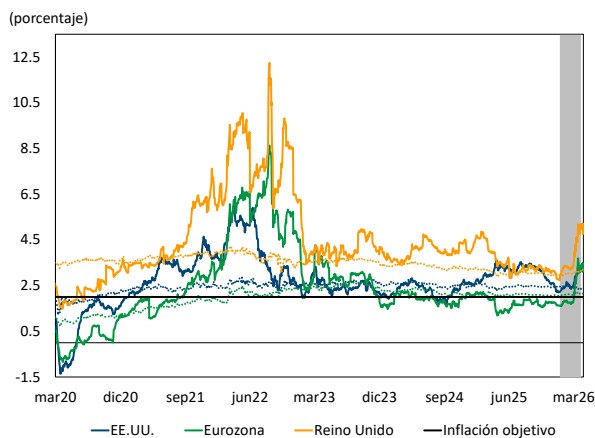
⁹ En EE. UU., las expectativas implícitas en el mercado de futuros sobre la tasa de los fondos federales se ajustaron al alza para el cierre de 2026, reflejando un escenario de estabilidad de tasas (ant: recortes acumulados de 50 pb). Para el cierre de 2027, el mercado continúa descontando una tasa ubicada entre 3,00% y 3,25%, aunque la senda implícita es más elevada. Por su parte, la Fed mantuvo su tasa de política monetaria en el rango de 3,50% y 3,75%, adoptando un tono cauteloso ante la persistencia de la inflación por encima de la meta y los nuevos riesgos inflacionarios asociados al conflicto en Medio Oriente.

Gráfico 5. Inflación en economías desarrolladas



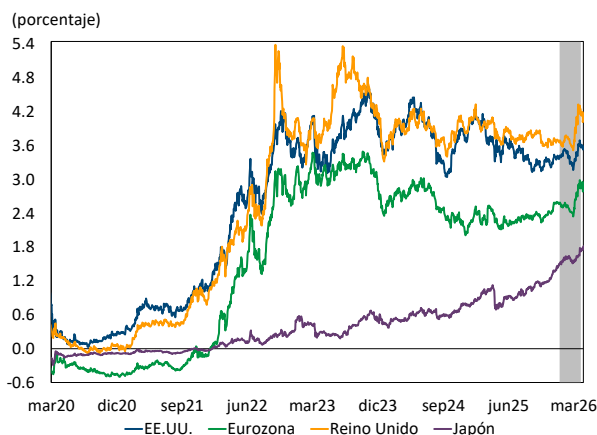
Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las líneas sólidas corresponden a la inflación total y las punteadas a la inflación básica.

Gráfico 6. Expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las series muestran las expectativas de inflación a doce meses derivadas del mercado de swaps. Las líneas sólidas corresponden a la inflación total y las punteadas a la inflación básica. Información al 10 de abril.

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



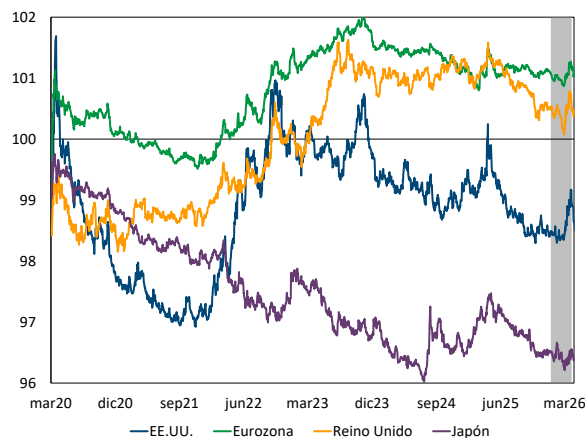
Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las series muestran las tasas de los swaps a cinco años, las cuales reflejan las expectativas de tasa de política monetaria promedio a este plazo. Información al 10 de abril.

Durante el 1T26, las condiciones financieras globales se endurecieron en un entorno de mayor volatilidad en los mercados financieros, acompañado de aumentos en los rendimientos soberanos y en los *spreads* crediticios (Gráfico 8). En línea con lo anterior, las proyecciones de crecimiento económico global se revisaron a la baja¹⁰ (Gráfico 9). Por su parte, las tasas de desempleo en las principales economías desarrolladas se mantuvieron rígidas¹¹.

¹⁰ Según el *World Economic Outlook* del FMI de abril, la proyección de crecimiento global para 2026 se revisó a la baja a 3,1%, frente al 3,4% estimado antes del conflicto y el 3,3% de enero, mientras que para 2027 se mantuvo en 3,2%. Este escenario base supone disrupciones transitorias que se normalizarían hacia mediados de 2026. Adicionalmente, el FMI plantea un escenario adverso, con precios del petróleo promedio cercanos a USD 100 por barril en 2026 y USD 75 en 2027, en el que el crecimiento se desaceleraría a 2,5% y 3,0%, respectivamente. En un escenario más severo, con un choque persistente y precios de USD 110 en 2026 y USD 125 en 2027, el crecimiento caería a 2,0% en 2026 y 2,2% en 2027.

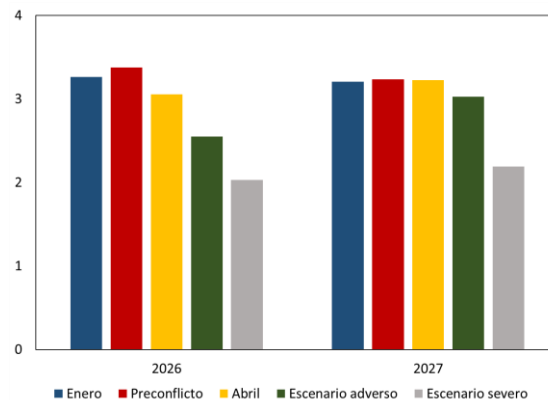
¹¹ En particular, en EE. UU. la tasa de desempleo se ubicó en 4,3% en marzo, levemente por debajo del 4,4% registrado en diciembre de 2025 y por encima del 3,9% observado un año atrás. Cabe destacar que, desde el 2T23, esta presenta una tendencia alcista, tras haber alcanzado un mínimo de 3,4% en abril de 2023. En línea con esta dinámica, la creación de empleo ha sido, en términos generales, moderada.

Gráfico 8. 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. Información al 10 de abril.

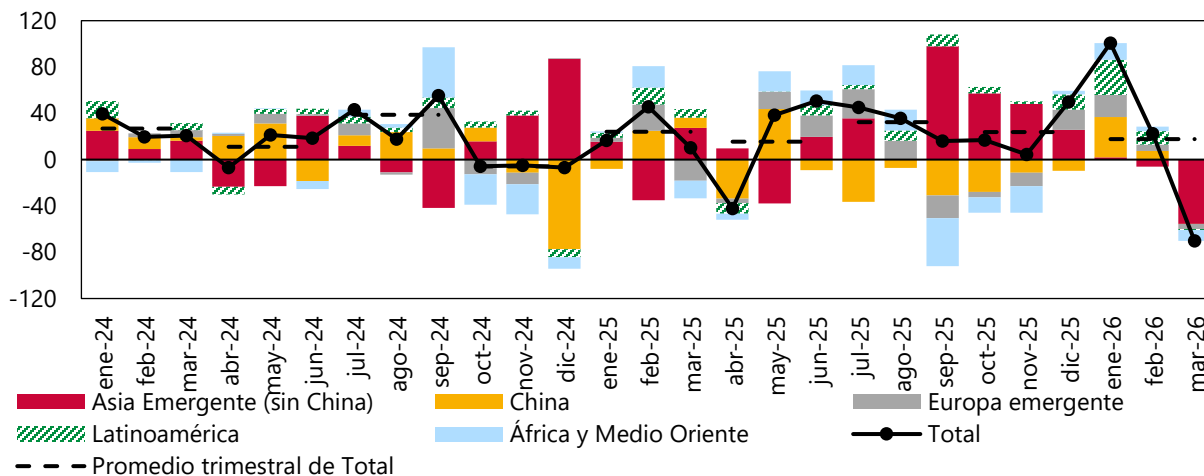
Gráfico 9. Proyecciones de crecimiento global



Fuente: FMI. Nota: El escenario de abril asume interrupciones transitorias del conflicto, con normalización gradual hacia mediados de 2026. El escenario adverso contempla precios promedio del petróleo cercanos a USD 100 por barril en 2026 y USD 75 en 2027. El escenario severo considera un choque más intenso y persistente, que se moderaría hacia 2028, con precios del petróleo de alrededor de USD 110 en 2026 y USD 125 en 2027.

Los flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes¹² mostraron un comportamiento heterogéneo durante el 1T26 con salidas significativas durante marzo (Gráfico 10). En enero se registraron entradas netas significativas (USD 100,6 miles de millones -mm-)¹³, que se moderaron en febrero y se revirtieron en marzo. En este último mes se observaron salidas por USD 70 mm, constituyendo el mayor registro de salidas de inversión en economías emergentes desde marzo de 2020, en línea con el aumento de la incertidumbre global. En el acumulado del trimestre, se registraron entradas netas por USD 52,7 mm.

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



Fuente: IIF

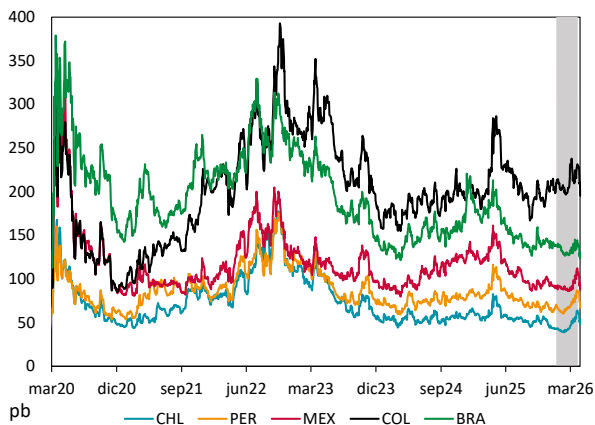
¹² Cifras preliminares del Institute of International Finance (IIF).

¹³ Dato mensual no visto desde noviembre 2020 (USD 101,8 mm).

3. Percepción de riesgo a nivel local

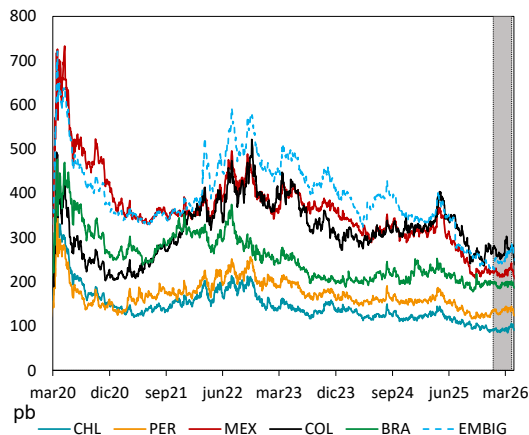
Durante el 1T26, los indicadores de riesgo para Colombia se deterioraron en línea con sus pares regionales, en un entorno de mayor incertidumbre global. No obstante, estos se mantienen en niveles elevados frente a la región, reflejando la persistente vulnerabilidad fiscal¹⁴, la cual se materializó en la rebaja de la calificación soberana por parte de S&P el 8 de abril¹⁵ (Gráfico 11 y Gráfico 12).

Gráfico 11. CDS a cinco años en Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Nota: Información al 10 de abril.

Gráfico 12. EMBIG en Latinoamérica



Fuente: J.P. Morgan, Banco Central de Chile. Nota: Información al 10 de abril.

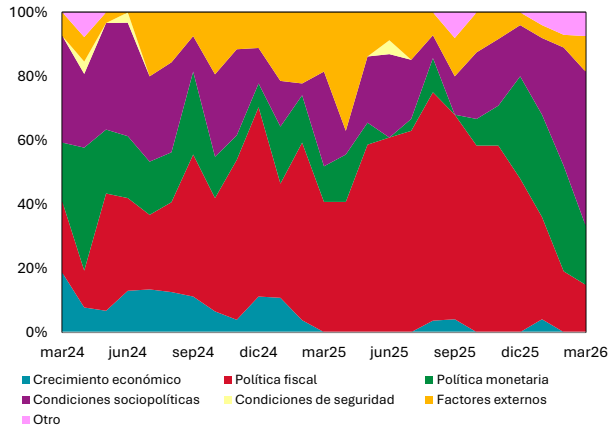
Así, la evolución de la percepción de riesgo y del desempeño de los activos locales durante el 2026 estará determinada, en gran medida, por la trayectoria de las métricas fiscales, las decisiones de política monetaria y los desarrollos del ciclo electoral durante el segundo trimestre del año (Gráfico 13).

¹⁴ El cierre fiscal de 2025 evidenció un panorama desafiante. La deuda bruta se ubicó en 64,4% del PIB, mientras que el déficit fiscal total y el déficit primario alcanzaron 6,4% y 3,5% del PIB, respectivamente, registrando máximos históricos. En particular, el desbalance primario corresponde al mayor nivel observado en la historia reciente, excluyendo el año del COVID-19. Adicionalmente, tras varias semanas de retraso, el Gobierno publicó el Plan Financiero, frente al cual el CARF manifestó serias dudas sobre la credibilidad del escenario planteado. En detalle, el CARF estima que en 2026 el déficit fiscal total y el déficit primario se ubicarían en 6,7% y 3,7% del PIB, respectivamente, cifras significativamente superiores a las proyectadas por el Gobierno (5,1% y 2,1%).

¹⁵ Standard & Poor's Global Ratings rebajó la calificación soberana de largo plazo de Colombia de BB a BB-, argumentando la persistencia de los desequilibrios fiscales y el deterioro en la credibilidad de la política fiscal, acentuado tras la suspensión de la Regla Fiscal. Según analistas, con esta decisión Colombia alcanza su calificación más baja en la historia reciente, acercándose al umbral de alta especulación. Asimismo, la rebaja es consistente con un deterioro fiscal que el mercado ya venía incorporando, reflejado en mayores primas de riesgo y en el aumento de los rendimientos de la deuda pública.

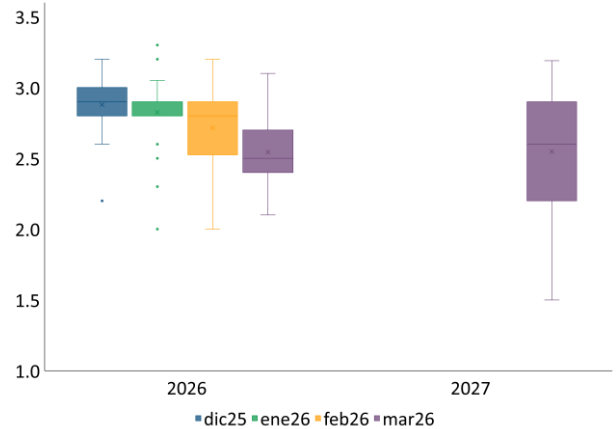
Las expectativas de crecimiento económico para 2026 y 2027 se revisaron a la baja, en línea con el entorno internacional¹⁶ (**Gráfico 14**). Por su parte, se conoció que la economía colombiana creció 2,6% en 2025, en un entorno caracterizado por la fortaleza de la demanda interna y la debilidad de la inversión¹⁷ (**Gráfico 15** y **Gráfico 16**).

Gráfico 13. Factores más relevantes a la hora de invertir en Colombia



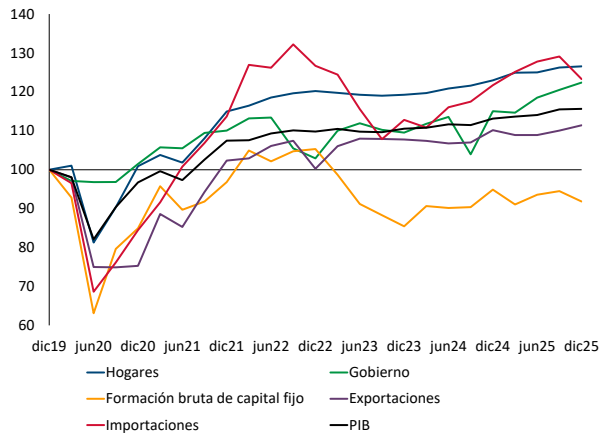
Fuente: EOF.

Gráfico 14. Expectativas de crecimiento para Colombia



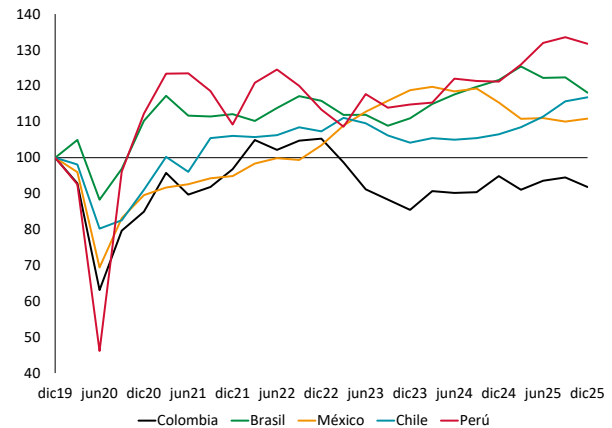
Fuente: EOF. Al interior de cada caja se encuentran aquellas observaciones que hacen parte del rango intercuartílico (entre el percentil 25 y el 75). También se presentan por fuera de cada caja los valores mínimo y máximo (líneas verticales) y los *outliers* (puntos). La línea horizontal al interior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

Gráfico 15. Evolución de los componentes del gasto del PIB colombiano desde el 4T19



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

Gráfico 16. Evolución de la formación bruta de capital fijo para Latinoamérica desde el 4T19



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

¹⁶ Según la EOF las expectativas de crecimiento para 2026 redujeron del 2,9% esperado en diciembre a 2,5% esperado en marzo. Para 2027, los analistas esperan que la economía crezca 2,6%. Según la encuesta de Bloomberg, las expectativas a 2026 y 2027 se redujeron de 2,8% a 2,6% y de 2,9% a 2,5%.

¹⁷ En cuanto a la demanda interna, el gasto del Gobierno creció 7,1% en 2025, mientras que el consumo de los hogares aumentó 3,6%. En contraste, la inversión, medida como formación bruta de capital fijo, registró un crecimiento de apenas 1,3%. De hecho, la inversión continúa siendo el único componente del gasto que no ha recuperado los niveles prepandemia, con un rezago más pronunciado en Colombia frente a otras economías de la región.

4. Mercado de renta fija y monetario

4.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Durante el 1T26, la inflación en los países de la región presentó un comportamiento mixto (*Gráfico 17*), aunque en general se mantuvo por encima de las metas de los bancos centrales, excepto para Chile (*Tabla 2*). En Colombia, la inflación anual para marzo de 2026 se ubicó en 5.56%, por encima del nivel registrado en el trimestre anterior y del observado un año atrás, sorprendiendo al alza frente a las expectativas del mercado. Asimismo, permanece por encima del objetivo del BanRep y de los niveles observados de inflación de los países de la región analizados.

Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación

País	Dic 2025	Mar 2026	Meta
Colombia	5,10%	5,56%	3,00%
Brasil	4,26%	4,14%	3,00%
Chile	3,45%	2,83%	3,00%
México	3,69%	4,59%	3,00%
Perú	1,51%	3,80%	2,00%

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región. De acuerdo con lo informado en la página de los bancos centrales. Los rangos de tolerancia mencionados por los bancos centrales de Colombia, Chile, México y Perú son de +1%, mientras que el de Brasil es de +1,5%.

Las expectativas de inflación implícitas en los mercados financieros locales, así como las derivadas de encuestas, aumentaron de manera significativa desde enero de 2026, y se mantienen por encima de la meta del BanRep (*Gráfico 18*). Asimismo, en México, Brasil y Perú incrementaron las expectativas de inflación con respecto al trimestre anterior, mientras en Chile y Estados Unidos disminuyeron en referencia a diciembre de 2025.

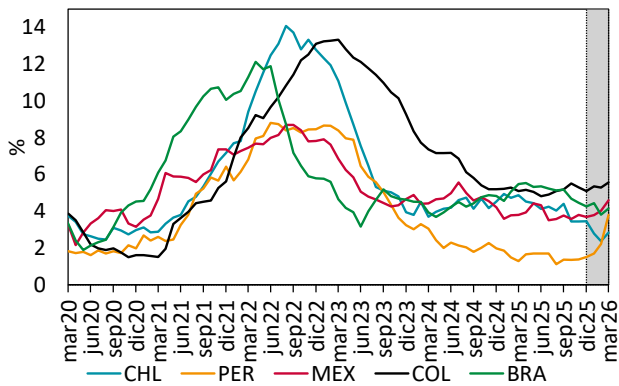
Las decisiones de política monetaria en la región fueron mixtas (*Gráfico 19*): el BanRep incrementó su TPM en 100 pb en enero y 100 pb en marzo; los bancos centrales de Chile y Perú las mantuvieron estables (4,5% y 4,25%, respectivamente), mientras que los de México y Brasil las redujeron 25 pb en ambos casos a lo largo del trimestre.

En Colombia, el BanRep incrementó la TPM hasta 11,25% durante el 1T26, como respuesta al repunte inflacionario, además de los desafíos fiscales, la incertidumbre financiera internacional y las mayores presiones inflacionarias hacia adelante.

Con información a marzo de 2026, las expectativas de TPM implícitas en los mercados financieros, así como las derivadas de las encuestas, anticipan incrementos adicionales de la TPM a lo largo del año, hasta alcanzar niveles de 13,75% según las tasas implícitas del mercado OIS¹⁸, y 12,00% según encuestas, hacia diciembre de 2026 (*Gráfico 20*).

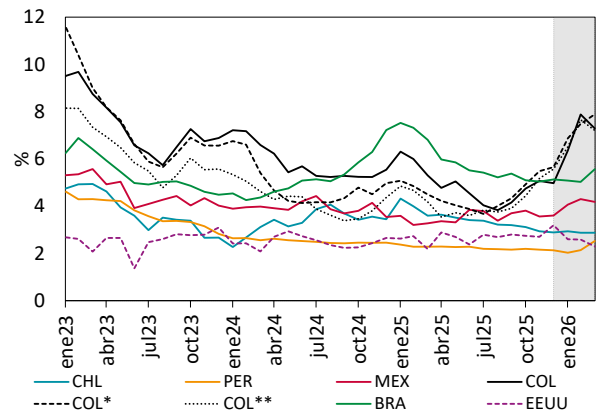
¹⁸ Un contrato OIS, u *Overnight Index Swap*, es un acuerdo financiero entre dos partes para intercambiar flujos de efectivo a tasas de interés predeterminadas. Es un contrato derivado que se utiliza para gestionar el riesgo de tasas de interés a corto plazo.

Gráfico 17. Inflación en los países de la región



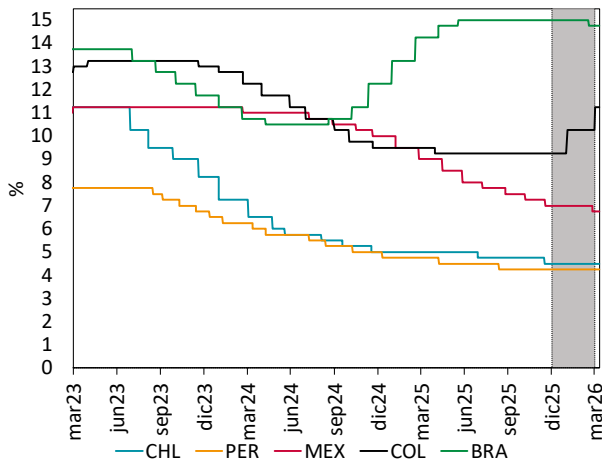
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 18. Expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros en Colombia, pares de la región y EE. UU.



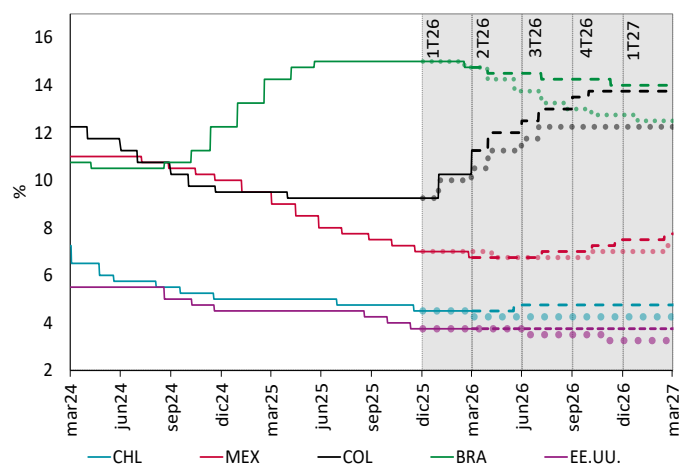
Fuente: Fuente: Bloomberg y Banrep. La información para Chile se obtiene como la compensación inflacionaria de los swaps promedio de cámara para el plazo a un año. Para Brasil, México y EE. UU. se usa información del BEI de Bloomberg y de sus bancos centrales. La información de Perú se toma de las expectativas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

Gráfico 19. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

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

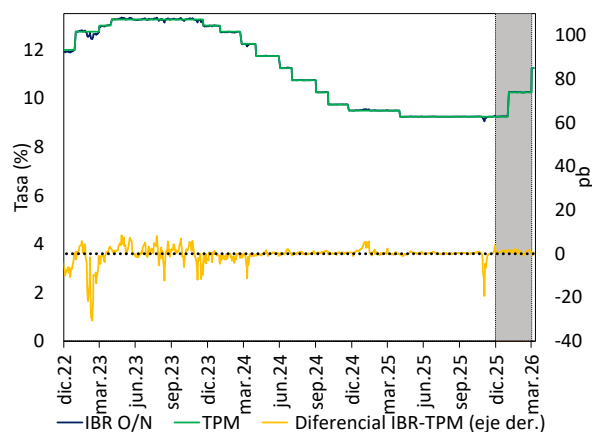


Fuente: Bloomberg y BanRep. Datos del 31 de marzo de 2026 para Perú, y del 10 de abril de 2026 para los demás países. **Nota:** los puntos representan las expectativas descontadas el trimestre anterior, mientras que los guiones son las expectativas del trimestre actual.

4.2. Mercado monetario

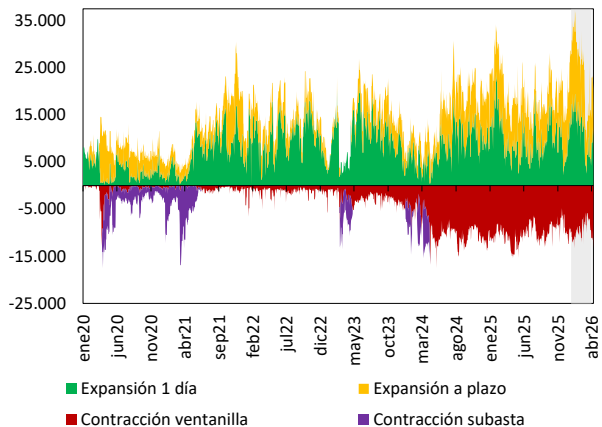
En cumplimiento del objetivo operativo de la política monetaria, durante el 1T26 el BanRep implementó acciones para mantener flujos adecuados de liquidez en el sistema, evitando desviaciones significativas y persistentes del IBR *overnight* respecto a la TPM (**Gráfico 21** y **Gráfico 22**). Durante este periodo, no se realizaron compraventas de TES por parte del BanRep. Además, el 27 de febrero la junta directiva aprobó el traslado de utilidades del BanRep al gobierno, sin efecto significativo en las condiciones monetarias.

Gráfico 21. Tasa de referencia BanRep, IBR overnight y diferencial entre el IBR O/N y la TPM



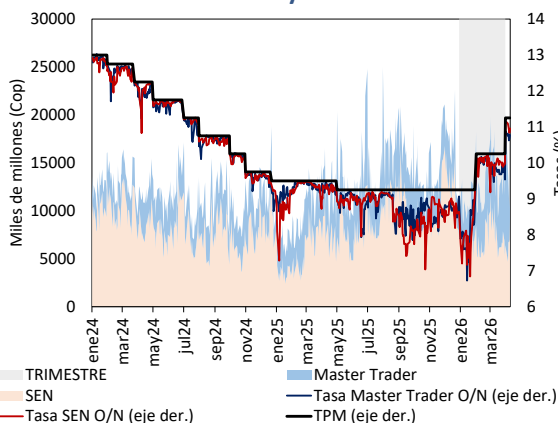
Fuente: Bloomberg y BanRep.

Gráfico 22. Evolución del saldo de las operaciones de liquidez transitoria del BanRep (mm)



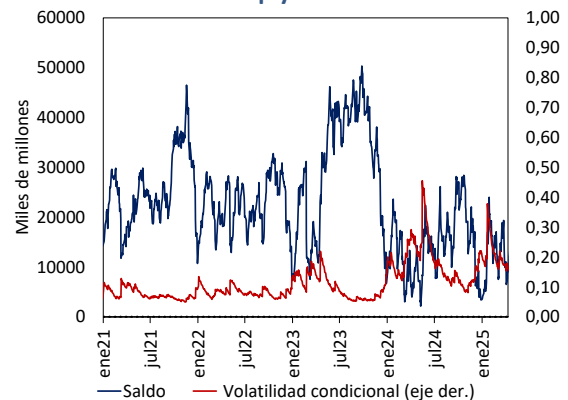
Fuente: BanRep.

Gráfico 23. 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 24. 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.

El mercado de simultáneas mantuvo niveles de actividad similares a los del trimestre anterior, con un promedio diario negociado de COP 12.5 b en el 1T26, frente a COP 12.8 b en el 4T25 (*Gráfico 23*). Las operaciones en este mercado negociaron, en su mayoría, a tasas iguales o levemente superiores a la TPM.

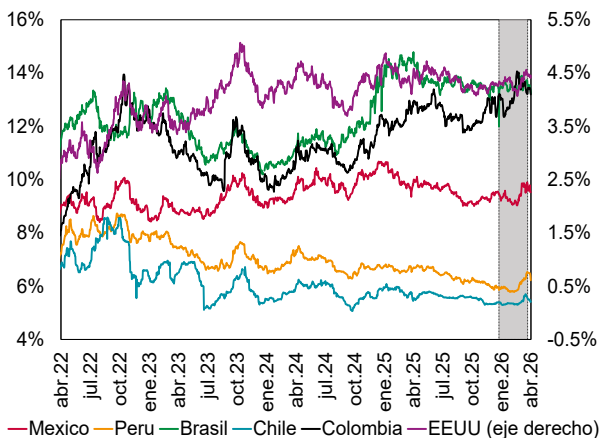
Por su parte, los depósitos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el BanRep continuaron ubicándose en niveles bajos y altamente volátiles, alcanzando 5,2 b al 31 de marzo (*Gráfico 24*), en un contexto de operaciones impredecibles y por montos significativos por parte de la Tesorería en los mercados locales.

4.3. Mercado de deuda pública interna y externa

Durante el 1T26, la curva de rendimientos de los títulos del Tesoro de EE. UU. se aplanó, como resultado de mayores desvalorizaciones en el tramo corto, en un entorno de ajuste al alza en las expectativas de política monetaria asociado al conflicto en Medio Oriente (ver *Entorno Internacional*), en línea con lo observado en la mayoría de las economías desarrolladas (*Gráfico 25 y Gráfico 26*)

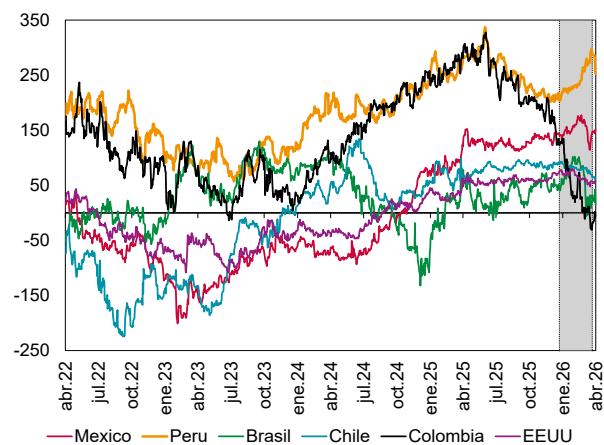
En este contexto, el dólar actuó como activo refugio, mientras que los títulos del Tesoro de EE. UU. no cumplieron ese rol¹⁹. Por el contrario, los rendimientos de estos instrumentos aumentaron, reflejando mayores primas por riesgo inflacionario y fiscal. Este comportamiento se dio en un contexto en el que países desarrollados con escenarios fiscales más retadores registraron mayores incrementos en los rendimientos de su deuda soberana²⁰.

Gráfico 25. Tasas cero cupón de la región y EE. UU. a 10 años



Fuente: Bloomberg y BanRep.

Gráfico 26. 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.

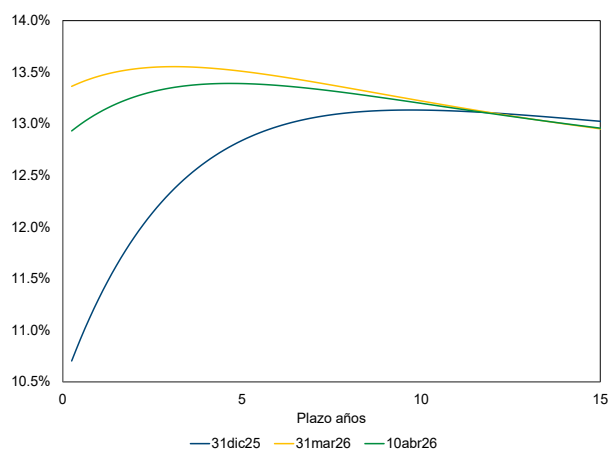
¹⁹ Ver, por ejemplo: [War-driven U.S. dollar rebound to fade as broad safe-haven appeal erodes](#)

²⁰ Las tasas de los títulos de deuda pública en moneda local a 20 años de Japón, Reino Unido y EE.UU. aumentaron 51 pb, 34 pb y 15 pb durante el 1T26, registrando niveles históricamente altos de 3,89%, 5,47% y 4,96% al cierre del periodo.

En Latinoamérica, los títulos soberanos se desvalorizaron durante el trimestre, en un entorno de mayor percepción de riesgo a nivel global ante el conflicto en Medio Oriente y, en consecuencia, de menor apetito por activos riesgosos. Este comportamiento también estuvo influenciado por factores idiosincráticos en algunas economías de la región²¹.

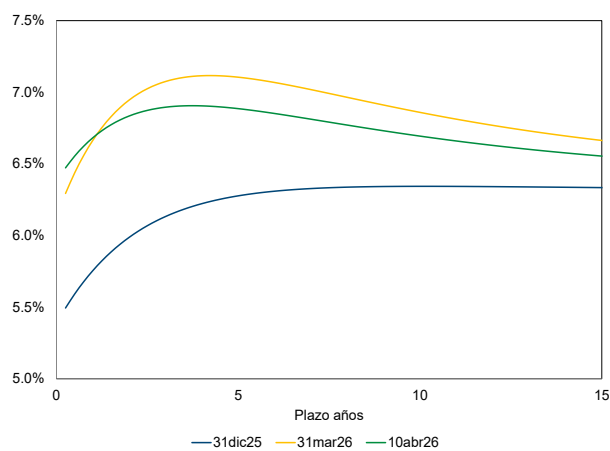
En este contexto, los títulos de deuda pública colombianos presentaron mayores desvalorizaciones que sus pares en el 1T26 (Gráfico 27 y Gráfico 28). Asimismo, las curvas en pesos y Unidad de Valor Real (UVR) se aplanaron de forma significativa, y su pendiente alcanzó niveles negativos (Gráfico 26). Este comportamiento se dio como respuesta al incremento significativo en las expectativas de inflación y la perspectiva de continuidad en el deterioro en las métricas fiscales, que llevó a la reducción de la calificación soberana de Colombia por parte de S&P (ver *Percepción de riesgo a nivel local*). Además, se presentó en un entorno de incrementos en la TPM y de expectativas de nuevos aumentos, en línea con una postura de política monetaria orientada a preservar la estabilidad macroeconómica.

Gráfico 27. Curva spot de los TES en pesos



Fuente: BanRep.

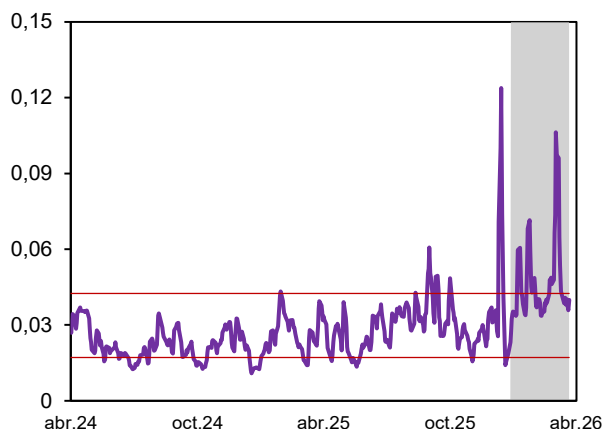
Gráfico 28. Curva spot de los TES en UVR*



Fuente: BanRep. * Unidad de Valor Real.

²¹ Los principales factores idiosincráticos durante el periodo fueron: i) En el caso de Brasil, se destacó la intervención del Tesoro en dos jornadas de marzo, con el objetivo de estabilizar la curva de rendimientos en un contexto de elevada volatilidad, provocada por el aumento del precio del petróleo. Estas fueron las primeras intervenciones desde diciembre de 2024. El Tesoro recompró títulos por un monto cercano a 49 mil millones (mm) de reales (aproximadamente USD 9 mm), concentrados en instrumentos a tasa fija en moneda local. Este monto representó el 2,8 % del saldo en circulación de este tipo de títulos y el 0,6 % del stock total de deuda en moneda local, magnitudes considerables frente al comportamiento habitual del mercado. Si bien durante los días de intervención se observó una corrección parcial, el desempeño de la deuda brasileña continuó en línea con el de sus pares. ii) En Chile y Perú, la publicación del dato de inflación de marzo, que estuvo al alza ante el aumento de los precios de los combustibles, y las decisiones de política monetaria de sus bancos centrales adoptando un tono más cauteloso, respaldaron las desvalorizaciones observadas. iii) En México, la decisión de su Banco Central de recortar 25 pb su TPM en marzo, sorprendió al mercado a la baja y pudo haber contenido la desvalorización de los títulos.

Gráfico 29. Indicador de utilización de capacidad de intermediación para el total del mercado de deuda



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

El desempeño de la deuda pública local durante el 1T26 se dio en un entorno de menor liquidez²² y mayor volatilidad²³, acompañado de una reducción en la capacidad de intermediación de los agentes en el mercado²⁴ (Gráfico 29). De acuerdo con los analistas, esta menor liquidez ha estado asociada a una postura más cautelosa de los intermediarios, en un contexto de participación activa y significativa del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) en el mercado.

Durante el 1T26, el MHCP llevó a cabo dos operaciones de canje por un monto acumulado de COP 21 b. Asimismo, el saldo de TCO se redujo parcialmente, pasando de COP 60 b a COP 51 b, aunque se mantiene en niveles históricamente elevados.

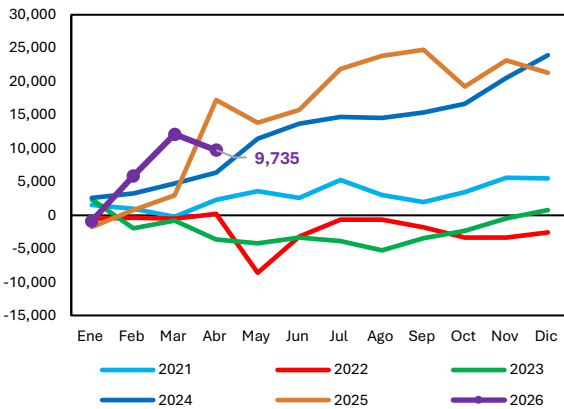
En relación con la operación de Total Return Swap (TRS) suscrita en septiembre de 2025 con la banca internacional (ver Reporte de Mercados Financieros - 4T25), el MHCP realizó un prepago equivalente al 20% de la operación entre el 10 y el 12 de marzo de 2026. En este contexto, un grupo de bancos extranjeros efectuó transferencias netas hacia el MHCP por COP 11,3 b en TCO y TES denominados en pesos. Adicionalmente, la entidad indicó que prevé realizar el prepago de un 30% adicional en abril y completar el prepago total de la operación en mayo.

²² El Bid-Ask Spread (BAS – medido como el diferencial entre los precios de las posturas de compra y venta) promedio aumentó de 7,5 pb en el 4T25 a 9,7 pb en el 1T26. Por su parte, la profundidad promedio disminuyó de COP 148,0 mm a COP 139,3 mm.

²³ La volatilidad promedio, estimada con un modelo GARCH (1,1), aumentó de 0,064% en el 4T25 a 0,102% en el 1T26.

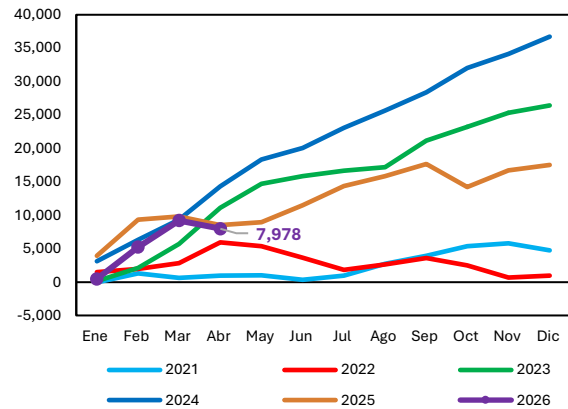
²⁴ Medida a través del indicador de utilización de capacidad de intermediación del mercado secundario. Este indicador se construye a partir de los flujos netos (compras menos ventas) de todos los agentes en los mercados de deuda, ajustados por la duración y la volatilidad de las tasas de los títulos 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.

Gráfico 30. Compras netas acumuladas por año de los bancos en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos)



Fuente: BanRep.

Gráfico 31. Compras netas acumuladas por año de los FPC* en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos)

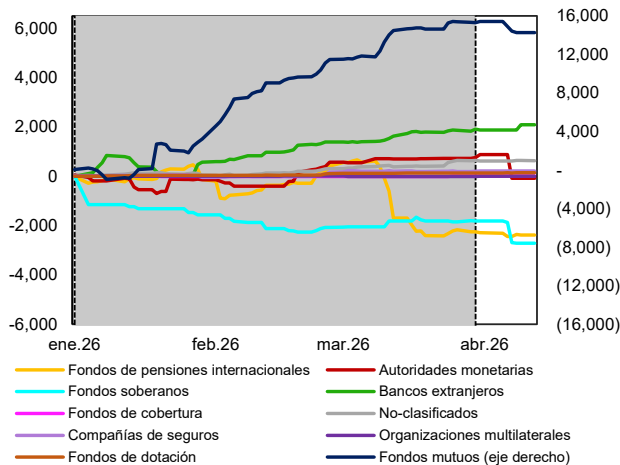


Fuente: BanRep.* Fondos de Pensiones y Cesantías locales

Las entidades públicas continuaron realizando compras netas de TES, aunque a un menor ritmo que en el 4T25, mientras que los bancos comerciales se posicionaron como demandantes netos durante el 1T26 (Gráfico 30).

Por su parte, los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) fueron los principales compradores en el mercado de contado, consolidando la tendencia observada en 2025. Estos inversionistas continúan siendo los mayores tenedores de TES y han liderado la demanda en el mercado secundario desde 2023²⁵ (Gráfico 31).

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

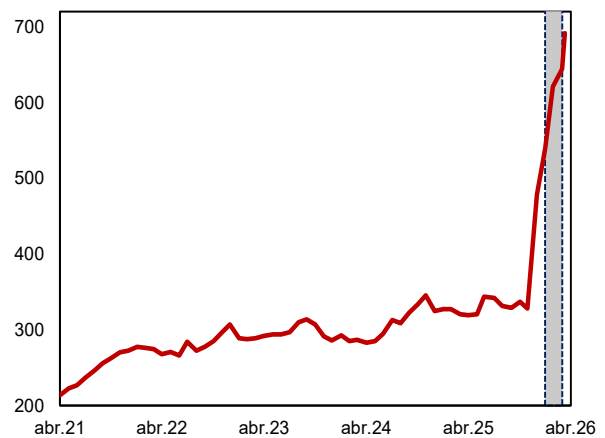


Fuente: BanRep.

Nota: * Excluye las operaciones del MHCP con la banca extranjera

** Los fondos de dotación corresponden a

Gráfico 33. Índice de concentración IHH de las tenencias en TES de los inversionistas extranjeros



Fuente: BanRep.

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

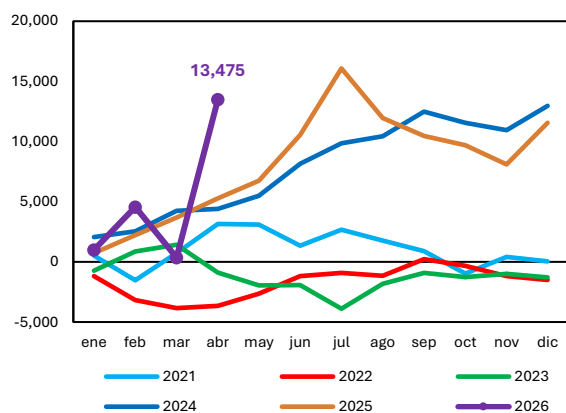
²⁵ Con montos netos de compra por COP 26 b, COP 37 b y COP 18 b, en 2023, 2024 y 2025, respectivamente.

las organizaciones sin ánimo de lucro de otros países, como las fundaciones o universidades, que realizan inversiones en TES.

Al excluir el efecto del prepago del TRS, los inversionistas extranjeros fueron los principales compradores en el mercado de contado, particularmente aquellos pertenecientes a la categoría de fondos mutuos (Gráfico 32 y Gráfico 33). Además, la concentración de tenencias por parte de extranjeros en este mercado siguió aumentando y marca máximos históricos.

En el mercado de derivados, los inversionistas extranjeros aumentaron levemente su posición compradora neta de TES a futuro²⁶ durante el 1T26. En abril, y con datos disponibles hasta el día 10, dicha posición se ha incrementado de forma significativa (Gráfico 34). Sus contrapartes locales, principalmente bancos, suelen adoptar la misma posición en el mercado de contado, lo que refuerza la transmisión de estos flujos hacia el mercado secundario de TES. Además, se destaca que los agentes extranjeros que participan en este mercado son principalmente fondos de cobertura con estrategias de inversión de corto plazo, a diferencia de lo observado en el mercado de contado²⁷.

Gráfico 34. 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).

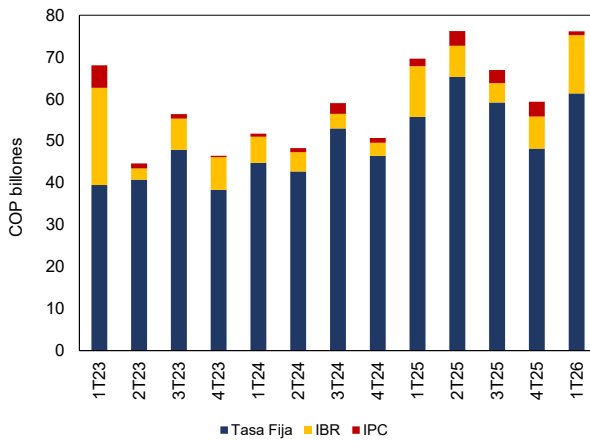
4.4. Mercado de deuda privada

Durante el 1T26, las tasas y los montos de colocación de certificados de depósito a término (CDT) aumentaron frente al trimestre anterior (Gráfico 35). No obstante, las tasas de emisión de estos instrumentos se mantuvieron por debajo de las observadas en los TES (Gráfico 36). No obstante, el financiamiento mediante emisiones de deuda corporativa redujo durante el 1T26, superando los niveles registrados en los dos trimestres previos (Gráfico 37).

²⁶ 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.

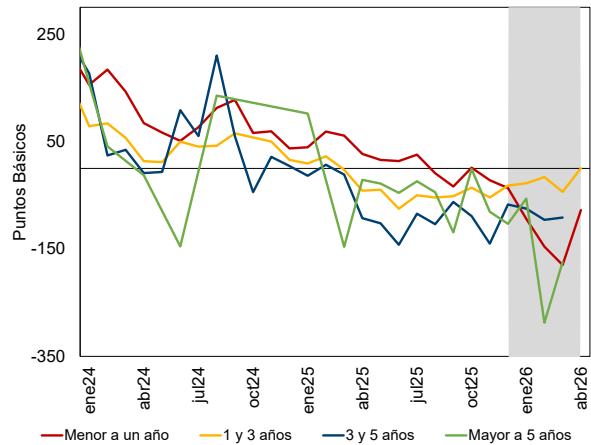
²⁷ Ver Recuadro. Caracterización del mercado de NDF de TES.

Gráfico 35. Montos colocados en CDT desmaterializados por tasa



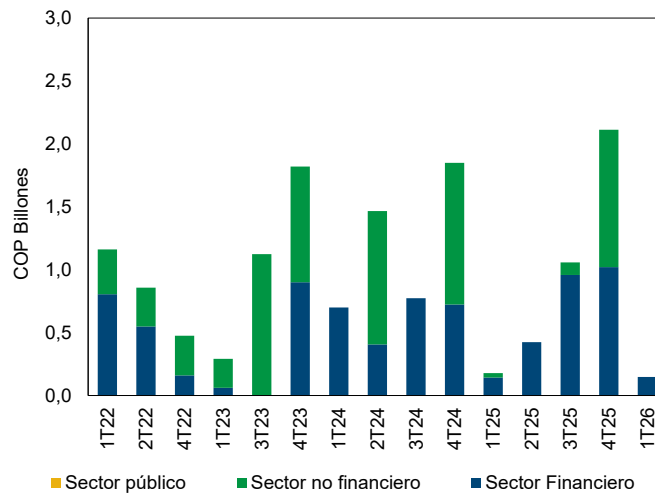
Fuente: Deceval. **Nota:** Se incluyen únicamente títulos denominados en COP con tasas fijas o tasas indexadas a IBR e IPC.

Gráfico 36. Diferencial 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 37. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC)



Fuente: BVC.

5. Mercado cambiario

5.1. Mercado cambiario global

Durante el 1T26, el dólar estadounidense (USD) se fortaleció (Gráfico 38), con un comportamiento heterogéneo a lo largo del período: una depreciación inicial en enero y febrero, seguida de una apreciación marcada en marzo. Este repunte fue impulsado por mayor aversión global al riesgo y el alza en las expectativas de política monetaria de la Fed. No obstante, estos factores tendieron a moderarse hacia el cierre de marzo. A pesar del fortalecimiento del USD durante el 1T26, las expectativas de mercado sugieren una corrección a la baja hacia adelante, retomando la tendencia de debilitamiento observada durante 2025²⁸.

En este contexto, las monedas de economías desarrolladas se debilitaron (Gráfico 38), en un entorno de choques al alza en los precios de la energía derivados del conflicto en Medio Oriente, y de algunas tensiones geopolíticas con EE. UU.²⁹. El impacto sobre estas divisas ha sido diferenciado, en función de la exposición de cada economía a los cambios en los términos de intercambio derivados del aumento en los precios del petróleo.

En particular, el euro y la libra esterlina registraron depreciaciones, en línea con su condición de economías importadoras netas de energía. En el caso del euro, se observó una mayor sensibilidad a episodios de incremento en la percepción de riesgo global, reflejando su dependencia estructural de las importaciones de energía. No obstante, la magnitud de estas depreciaciones habría estado parcialmente contenida por expectativas de una postura más cautelosa de sus bancos centrales.

Por su parte, el yen japonés continuó mostrando una marcada debilidad, incluso en un contexto de ajuste al alza en las expectativas de política monetaria desde 2024 y al impulso que tomaron las divisas de países desarrollados frente a la debilidad relativa del USD durante 2025 (Gráfico 39). Este comportamiento sugiere que factores idiosincráticos han limitado su apreciación³⁰.

En América Latina, el comportamiento de las monedas fue mixto, reflejando la interacción entre la dinámica del USD, los efectos diferenciados de los precios de los *commodities* sobre los términos de intercambio y factores idiosincráticos. En particular, el real brasileño³¹ (BRL) y el

²⁸ Información obtenida de la encuesta de pronóstico del DXY de Bloomberg al 10 de abril. El pronóstico promedio es de 98,6 para 2T26, 97,7 3T26, 97,0 4T26, 96,8 1T27 y 94,0 para 2027. Nivel DXY 31-dic-25: 98,32; 31-mar-26: 99,96.

²⁹ Se resaltan las discusiones sobre la posible intervención militar de EE. UU. en Groenlandia y las tensiones entre miembros de la OTAN por la respuesta negativa de países europeos a la participación en los conflictos de Medio Oriente.

³⁰ El yen japonés ha mostrado una depreciación persistente, explicada principalmente por los diferenciales de tasas de interés frente a otras economías desarrolladas, que mantienen su uso como moneda de financiamiento en estrategias de *carry trade*. A esto se suman factores como el deterioro de los términos de intercambio ante mayores precios de la energía, dada su alta dependencia de importaciones, y un proceso de normalización monetaria gradual por parte del Banco de Japón, insuficiente para revertir dichas presiones.

³¹ El real se apreció tras precios favorables del petróleo, el carbón y la soya, y comentarios del presidente del Banco Central de Brasil que afirmó que la política monetaria restrictiva está dando resultados, lo que daría señales de que la tasa de política monetaria podría mantenerse en terreno contractivo por más tiempo.

peso mexicano³² (MXN) se apreciaron, mientras que el peso chileno (CLP)³³ y el sol peruano³⁴ (PEN) se debilitaron (Gráfico 39).

Gráfico 38. Variación de las principales monedas de análisis

Variación 31/12/25 a 31/03/26

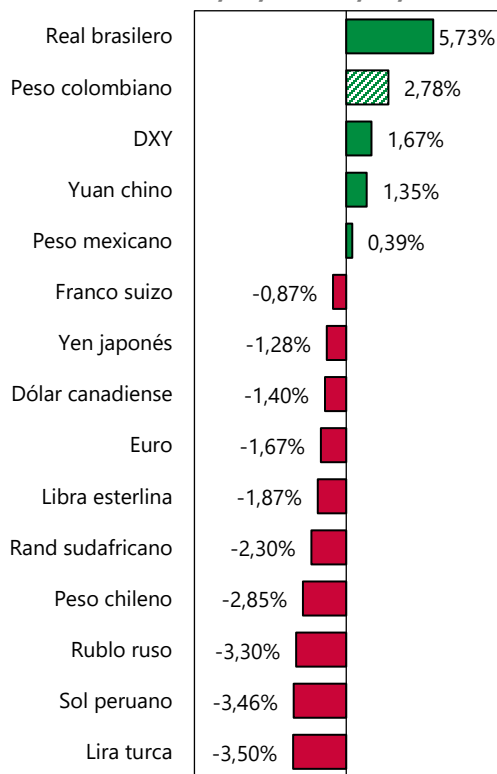
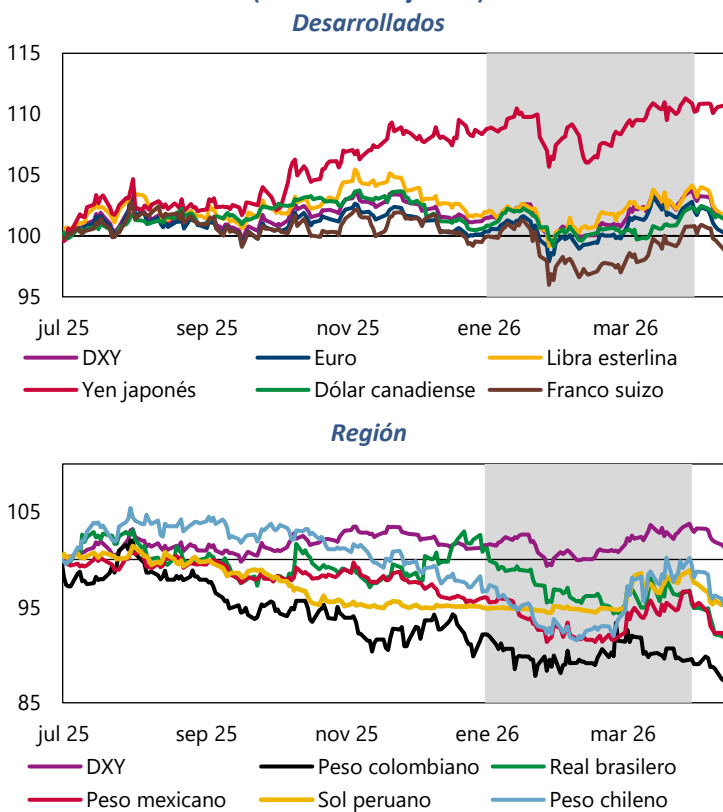


Gráfico 39. Comportamiento de las tasas de cambio (base 100: 30-jun-25)



Fuente: Bloomberg. Información actualizada al 15-abr-26.

Nota: El DXY es un índice que compara la divisa estadounidense con una canasta de otras monedas: el euro, el yen japonés, la libra esterlina, el dólar canadiense, la corona sueca y el franco suizo. Incrementos del DXY indican fortalecimiento de la divisa, mientras para las monedas de la región, incrementos indican depreciación.

5.2. Mercado cambiario local

Durante el 1T26, el peso colombiano (COP) se apreció frente al dólar estadounidense (USD) y registró un desempeño más favorable que el de otras monedas pares, respaldado por una combinación de factores externos e idiosincráticos. En el frente externo, si bien el entorno global estuvo caracterizado por episodios de mayor volatilidad asociados a la intensificación del conflicto en Medio Oriente, el aumento en los precios del petróleo (particularmente durante marzo) favoreció los términos de intercambio del país y apoyó la dinámica de la moneda. En el ámbito local, el COP se vio respaldado por su mayor atractivo relativo para estrategias de *carry trade*,

³² El peso mexicano se debilitó y la tasa superó niveles no observados desde diciembre del 25 tras la decisión del Banco de México de recortar 25pb su tasa de política monetaria y dejar abierta la posibilidad de nuevos recortes, reduciendo el atractivo de inversión en el país. No obstante, esta debilidad estuvo contenida por el ingreso de divisas asociado a los precios del petróleo.

³³ La debilidad de la actividad económica llevó a una revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento para 2026 (de 2,5% a 2%), con una caída en la inversión de 4,9% a 4%, en un contexto de deterioro fiscal reflejado en mayores niveles de déficit y el incumplimiento de la meta fiscal.

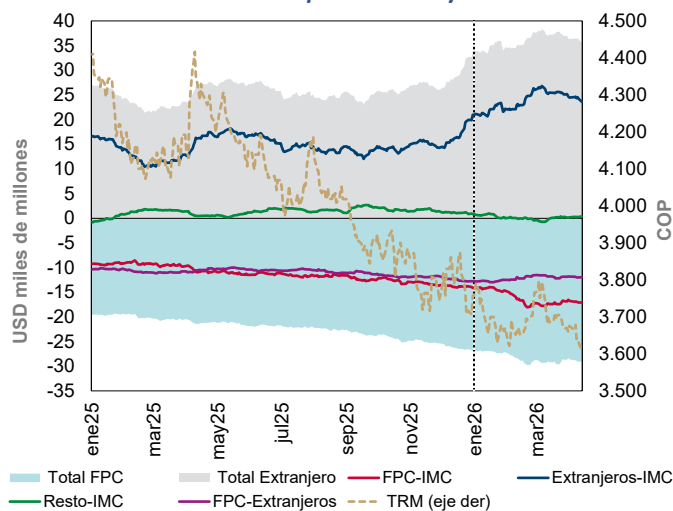
³⁴ La fortaleza inicial del sol estuvo respaldada por precios favorables del cobre y flujos de divisas del sector minero, adicionalmente, los retiros extraordinarios de fondos de pensiones por cerca de USD 7.000 millones aportaron liquidez al mercado cambiario. No obstante, esta se revirtió tras la crisis de suministro de gas que afectó el sector transporte y amplió las preocupaciones de crecimiento en el corto plazo.

sustentado en una senda esperada más alta de la TPM, en un contexto de presiones inflacionarias persistentes y condiciones fiscales que han contribuido a niveles elevados de tasas locales. Adicionalmente, los resultados de las elecciones legislativas (Cámara y Senado), interpretados como una señal de continuidad de los contrapesos institucionales, contribuyeron a mejorar la percepción de riesgo. No obstante, este comportamiento se dio en un entorno de episodios de elevada volatilidad, asociados a la incertidumbre del ciclo electoral.

Al evaluar los índices de Tasa de Cambio Real (ITCR), se observa que durante el trimestre estos se ubicaron por debajo de su tendencia de largo plazo y en niveles inferiores tanto a su promedio histórico como al promedio de la última década.

La apreciación del COP estuvo respaldada por flujos de oferta de dólares en el mercado de contado, principalmente por parte de inversionistas extranjeros asociados a inversión extranjera directa. Este comportamiento estuvo acompañado de una mayor demanda de USD a futuro en el mercado de coberturas por parte de estos agentes. Por su parte, los FPC mantuvieron una alta participación en la demanda de USD en el mercado de contado y en la oferta de coberturas cambiarias (*Gráfico 40*).

Gráfico 40. Saldos netos de compra en el mercado forwards y Swaps USD-COP y TRM



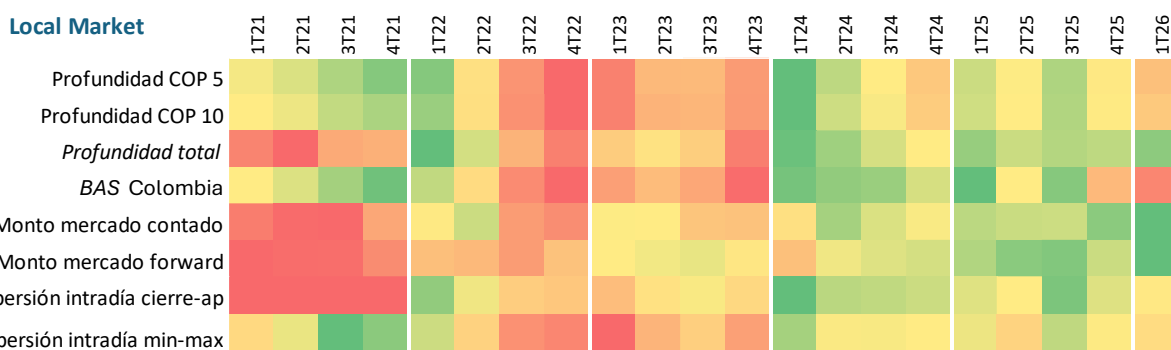
Fuente: Sistemas de negociación y registro de operaciones sobre divisas.
Cálculos: BanRep.

En este contexto, la expedición reciente del Decreto 0369 de 2026, que reduce el límite máximo de inversión en activos del exterior de los fondos de pensiones obligatorias, podría tener implicaciones relevantes sobre la dinámica de flujos cambiarios. En particular, se podría anticipar una mayor oferta de USD en el mercado de contado, asociada a procesos de repatriación de capitales, así como una menor oferta de coberturas cambiarias en el futuro por parte de estos agentes.

Por otro lado, durante el trimestre, distintos agentes del mercado destacaron la conveniencia de mantener una postura prudente frente a la actividad del MHCP, dada la magnitud de sus operaciones y las señales derivadas de sus anuncios. Adicionalmente, los reintegros netos por concepto de remesas continuaron en niveles elevados y superaron los valores observados en el 1T25, marcando nuevos máximos históricos.

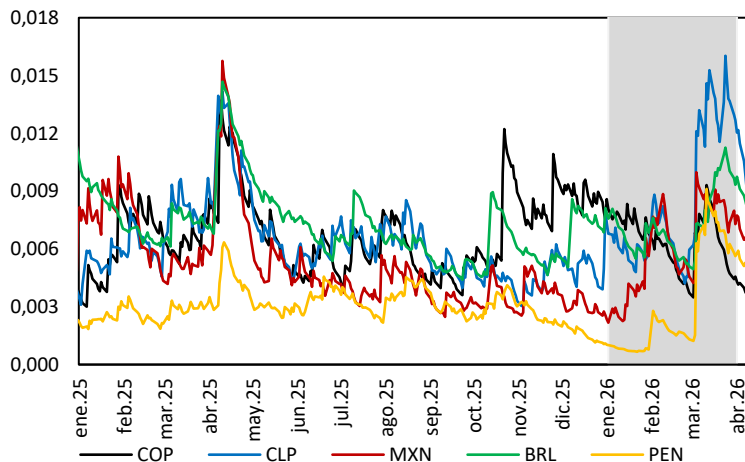
En este entorno, las condiciones de liquidez del mercado cambiario se deterioraron frente al trimestre anterior (**Gráfico 41**). En particular, se observó un aumento en los diferenciales entre precios de compra y venta³⁵, así como una mayor variabilidad intradía de los precios, comportamientos característicos de entornos de menor liquidez. No obstante, la volatilidad condicional del COP se redujo (**Gráfico 42**), mientras que los montos negociados aumentaron³⁶, estos últimos impulsados principalmente por el mayor dinamismo del sector público en el mercado de contado y por una mayor demanda de coberturas por parte de inversionistas extranjeros en el mercado a futuro. (**Gráfico 41**)

Gráfico 41. 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 31 de marzo de 2026. Una celda roja (verde) indica un menor (mayor) nivel de liquidez.

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



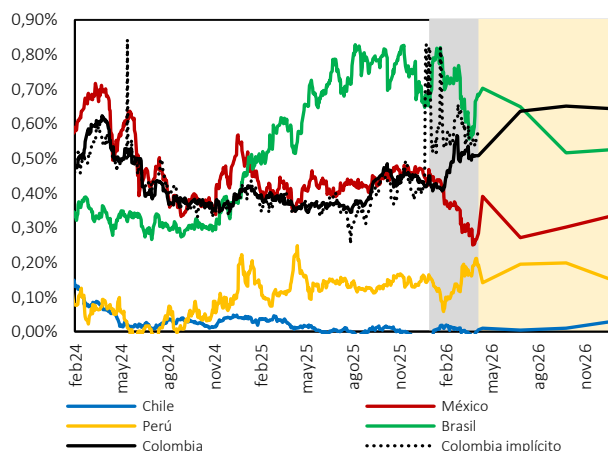
Fuente: BanRep.

³⁵ El BAS promedio en enero fue de 0,082%, en febrero de 0,064% y en marzo de 0,055%. Para el 1T26 se ubicó en 0,066% mientras en el 4T25 registró 0,060%. El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión *spot* de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 am y la 1:00 pm, de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día. Por su parte, las medidas de profundidad promedio a COP 5, COP 10 y total se ubicaron en el 1T26 en USD 6,9 m, USD 13,7 m y USD 52,0 m, respectivamente, mientras en el 4T25 fueron USD 7,8 m, USD 15,2 m y USD 49,2 m. 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.

³⁶ En el 1T26 el monto promedio diario negociado en el mercado *spot* peso-dólar fue de USD 4.962 m. Desde octubre, el monto promedio diario negociado en el mercado *forward* fue de USD 2.072 m.

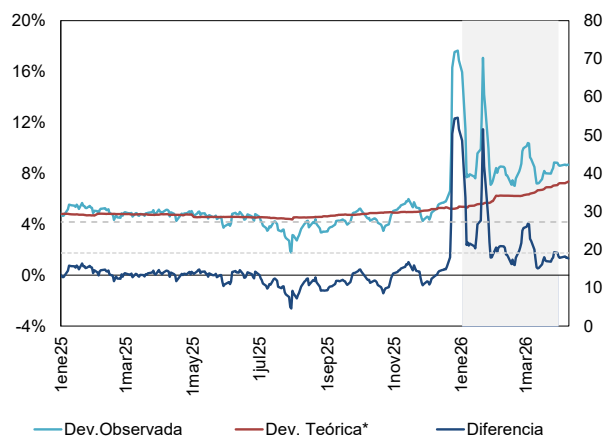
La apreciación del COP se dio en un entorno de mayores incentivos para estrategias de *carry trade*³⁷ y expectativas de monetizaciones de la DTN ante el aumento de su caja en USD a inicios del trimestre³⁸. El incremento de los incentivos estuvo impulsado por un mayor diferencial esperado de las tasas de interés, en un contexto de mayores presiones inflacionarias y una situación fiscal desafiante que ha elevado las tasas locales (Gráfico 43).

Gráfico 43. Carry-to-risk ratio (3 meses)



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

Gráfico 44. Devaluaciones implícitas, teóricas y su diferencial



Fuente: Sistemas de negociación y registro de operaciones sobre divisas. **Nota:** Las líneas punteadas de Percentil 95 y Percentil 99 corresponden a los percentiles históricos del diferencial entre las devaluaciones implícitas y teóricas. Las devaluaciones teóricas corresponden al ratio entre la tasa IBR y la SOFR a un mes.

A nivel prospectivo, el indicador de *carry-to-risk*³⁹ ubica al COP en el nivel más alto entre las divisas analizadas, seguido del BRL, MXN y el PEN, mientras el del CLP se mantiene en niveles cercanos a cero. En el Recuadro 1 se presenta un análisis sobre las implicaciones del desmonte de estrategias de *carry trade* en las principales monedas de inversión en Latinoamérica. En particular, se describe el funcionamiento de estas estrategias, se revisan algunos episodios relevantes (como el “lunes negro” y el “día de la liberación”) y se evalúa su impacto sobre el comportamiento de las monedas de la región (Ver *Recuadro 1: Caracterización de indicadores de estrategias de carry trade en las principales monedas de inversión en Latinoamérica en el periodo reciente*).

³⁷ El *carry trade* de monedas es una estrategia de inversión mediante la cual el inversionista se endeuda en una divisa con una tasa de interés relativamente baja (moneda de fondeo) y destina esos recursos a invertir en una divisa con una tasa de interés más alta (moneda destino), con el objetivo de capturar el diferencial de tasas, sujeto al riesgo de movimientos adversos en la tasa de cambio.

³⁸ Las devaluaciones implícitas —medidas a través de la diferencia entre la tasa pactada en *forward* y la tasa *spot*— responden a las condiciones de mercado y reflejan la expectativa de depreciación del tipo de cambio que asignan los agentes a distintos horizontes temporales. En este marco, el indicador de *carry-to-risk* utiliza la devaluación implícita en su numerador, ya que esta variable incorpora los costos y beneficios efectivos asociados a mantener una posición en la divisa. En este sentido, cualquier distorsión en el mercado de coberturas, ya sea transitoria o persistente, termina impactando directamente dichos incentivos.

³⁹ 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 las devaluaciones implícitas de los contratos *forward* a 3 meses de acuerdo con el siguiente cálculo: $\text{tasa forward}/\text{tasa spot} \wedge (365/90)$. Por su parte la volatilidad corresponde a la implícita en las opciones *at-the-money* a 3 meses. Un aumento en el indicador CTR implica un mayor incentivo a tomar posiciones *carry trade* que podría ser causado por altos diferenciales de tasas de interés o bajos niveles de volatilidad cambiaria.

Finalmente, durante el trimestre los precios de las coberturas cambiarias⁴⁰ se mantuvieron en niveles elevados y presentaron alta volatilidad durante el trimestre, reflejando distorsiones en la formación de precios, evidenciadas en desviaciones persistentes frente a la paridad cubierta de tasas de interés. Esta alta volatilidad respondió a eventos puntuales como la mayor actividad del MHCP en el mercado cambiario ante las operaciones de manejo de deuda, el incremento de la caja en USD de los intermediarios del mercado cambiario y las dinámicas de oferta y demanda propias de este mercado (*Gráfico 44*).

5.3. Mercado accionario

Durante el 1T26, los mercados accionarios de economías desarrolladas presentaron comportamientos mixtos en un entorno volátil. Los mercados estadounidenses se desvalorizaron ante la persistencia de la inflación y la caída del sector tecnológico, ante preocupaciones por una excesiva valorización.

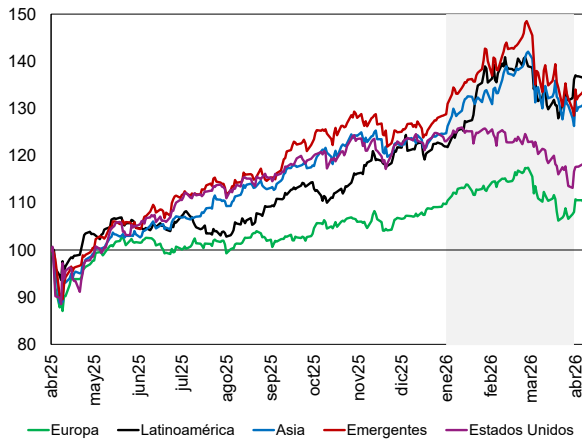
En este contexto, el menor apetito por activos tecnológicos propició una rotación de portafolios hacia otros mercados, lo que benefició principalmente a los índices de economías europeas y asiáticas. Estos mercados, apoyados además por resultados corporativos favorables, registraron valorizaciones durante la primera mitad del trimestre. No obstante, hacia el cierre del período, los mercados globales corrigieron a la baja ante la escalada del conflicto entre EE. UU. e Irán (*Gráfico 45*).

En contraste, los principales índices accionarios de América Latina mantuvieron una tendencia alcista durante los primeros meses del trimestre, favorecidos por un mayor apetito por activos riesgosos y la recomposición de portafolios a nivel global. Además, el incremento de los precios de algunos *commodities* durante ciertos periodos a lo largo del trimestre también beneficiaron a estos mercados⁴¹. Sin embargo, este comportamiento se moderó hacia el final del período, en línea con el aumento de la incertidumbre global y la apreciación del dólar, que generaron correcciones parciales en estos mercados (*Gráfico 46*).

⁴⁰ Medidos a través de las devaluaciones pactadas en los contratos *forward* USD-COP.

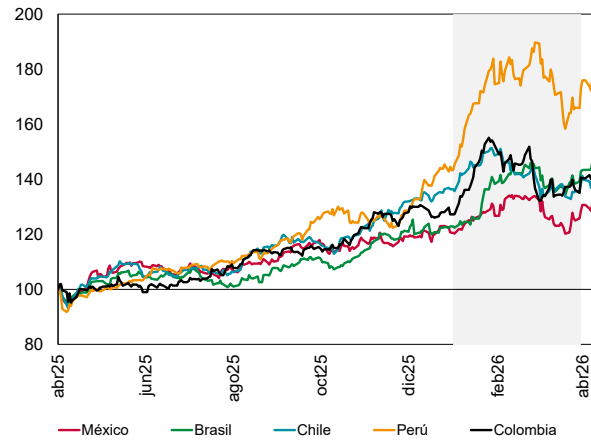
⁴¹ Durante la mayor parte del trimestre, *commodities* como la plata, el oro y el cobre tuvieron valorizaciones, frente a los precios registrados al finalizar el 4T25. Estos productos corrigieron durante la última parte del trimestre con el mayor conflicto geopolítico a nivel global. Otros productos como el petróleo y la soya favorecieron a los índices mexicano, brasilero y colombiano.

Gráfico 45. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 01 abril 2025.

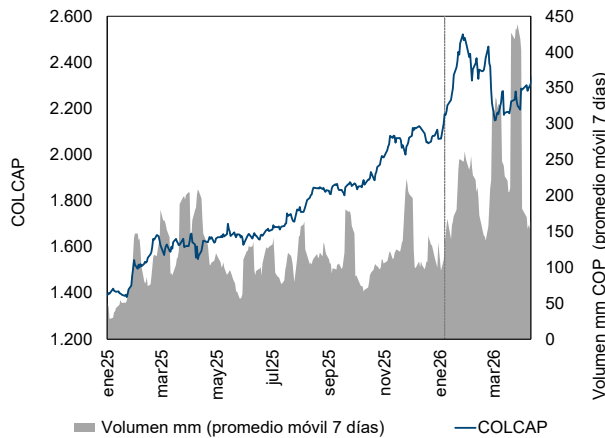
Gráfico 46. Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 01 de abril de 2025.

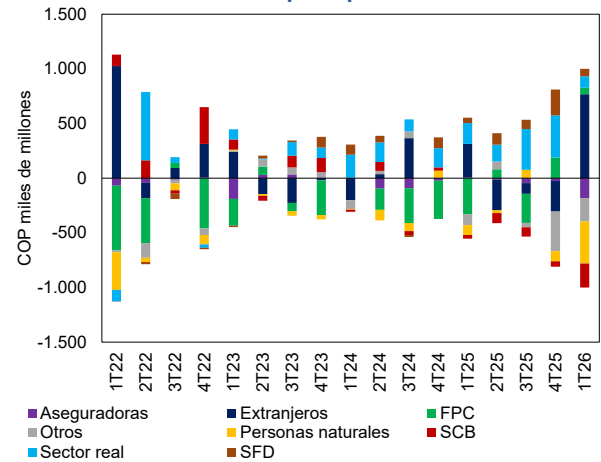
En Colombia, en un entorno de mayor volatilidad, el índice MSCI Colcap mantuvo la senda de valorización observada en el 4T25 en línea con el comportamiento regional, en un entorno de mayor liquidez (Gráfico 47). Estas valorizaciones se concentraron principalmente en las acciones de mayor ponderación en el índice⁴², y estuvieron respaldadas por mayores flujos de compra por parte de inversionistas institucionales y extranjeros, lo que llevó a que los volúmenes negociados alcanzaran niveles máximos históricos (Gráfico 48). Particularmente, con información de la BVC, durante marzo los mayores ingresos de inversionistas extranjeros se dieron en las acciones de Cibest y Ecopetrol.

Gráfico 47. MSCI Colcap y volumen transado diario



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 48. Flujos netos en el mercado de renta variable colombiano por tipo de inversionista



Fuente: BVC.

⁴² Estas acciones se vieron beneficiadas de mayores precios del petróleo y de flujos de compra ante el rebalce en índices internacionales. Las acciones de Cibest (Bancolombia), ascendieron al MSCI Global Standard, índice que incorpora empresas de alta capitalización. Otras acciones como Cementos Argos y Grupo Argos, al igual que la Minereros se beneficiaron de las salidas de las acciones de Grupo Sura del índice MSCI Global Small Cap Index.

6. Recuadros

Recuadro 1: Caracterización de indicadores de estrategias de *carry trade* en las principales monedas de inversión en Latinoamérica en el periodo reciente

1. Introducción

El *carry trade* es una estrategia de inversión cuya rentabilidad depende del diferencial de tasas de interés entre dos jurisdicciones y de la evolución de sus tasas de cambio. Consiste en financiarse en una moneda con bajas tasas de interés (moneda de fondeo) para invertir en activos denominados en otra moneda con mayores rendimientos (moneda de inversión). Su retorno está determinado principalmente por: *i*) el diferencial de tasas, en la medida en que los ingresos generados por los activos superen el costo del financiamiento, y *ii*) la dinámica de la tasa de cambio, dado que una depreciación de la moneda de inversión frente a la de fondeo puede reducir o incluso revertir las ganancias.

Estas estrategias son altamente sensibles a episodios de mayor aversión al riesgo global, en los cuales sus retornos pueden deteriorarse de forma abrupta. En estos escenarios, los inversionistas tienden a deshacer posiciones en activos de mayor riesgo, incluidas las asociadas a *carry trade*, lo que se traduce en salidas de capital desde las monedas de inversión y presiones de depreciación sobre estas. Este comportamiento suele coincidir con incrementos en indicadores de volatilidad financiera, como el VIX⁴³.

Los retornos de estas estrategias presentan una marcada asimetría: las ganancias tienden a acumularse de forma gradual, mientras que las pérdidas, cuando se materializan, son abruptas y de mayor magnitud, fenómeno sintetizado en la expresión “*exchange rates go up by the stairs and down by the elevator*” (Brunnermeier et al., 2008). En este contexto, el *carry trade* está expuesto a riesgo de caída o de colapso (*crash risk*), en la medida en que mayores diferenciales de tasas suelen atraer posiciones especulativas, pero también implican una mayor probabilidad de depreciaciones abruptas de las monedas de inversión. Cuando aumenta la aversión al riesgo, el desmonte simultáneo de estas posiciones amplifica los movimientos cambiarios.

El desmonte de posiciones de *carry trade* puede generar presiones simultáneas de depreciación sobre las monedas de inversión y de apreciación sobre las monedas de fondeo. En estos episodios, los inversionistas venden activos denominados en la moneda de inversión para cerrar posiciones, aumentando la oferta de estas divisas y presionando su depreciación; en paralelo, demandan la moneda de fondeo para repagar sus obligaciones, lo que induce su apreciación. Adicionalmente, las monedas con niveles de tasas de interés similares tienden a moverse de

⁴³ El *VIX Volatility Index* es una medida de la volatilidad esperada por el mercado para el S&P 500 en los siguientes 30 días, derivado de los precios de las opciones. Cuando los inversores compran agresivamente opciones para protegerse, el VIX tiende a crecer, reflejando incertidumbre en los mercados.

forma conjunta, lo que sugiere que el *carry trade* está expuesto a un factor de riesgo global asociado a la liquidez y al apetito por riesgo (K. Brunnermeier, Stefan, & H. Pedersen, 2008).

A pesar de la amplia utilización del *carry trade* a nivel global, no existe información que permita cuantificar de manera directa el tamaño de estas posiciones ni identificar con precisión las monedas involucradas, lo que dificulta dimensionar su magnitud y sus canales de transmisión. Esta limitación se acentúa por el hecho de que la estrategia se implementa predominantemente a través de derivados al mostrador (OTC), lo que impide observar de forma directa la exposición de los agentes y su grado de interconexión.

Ante estas restricciones, la literatura ha desarrollado diversas aproximaciones empíricas, ninguna de las cuales captura el fenómeno de manera integral. Por un lado, estudios como los de Gagnon y Chaboud (2007) y Galati et al. (2007) utilizan información de posiciones en futuros del CME, estadísticas bancarias del BIS, volúmenes en mercados OTC y desagregaciones sectoriales por moneda, aunque reconocen el carácter parcial de estas métricas. Por otro lado, enfoques más recientes emplean indicadores de mercado para aproximar tanto la actividad como el riesgo asociado a estas estrategias: Hutchison y Sushko (2013) utilizan posiciones netas no comerciales en futuros del CME como *proxy* de actividad y analizan su relación con sorpresas macroeconómicas mediante medidas como el *risk reversal*⁴⁴; en tanto que Brunnermeier et al. (2008) caracterizan el riesgo del *carry trade* a partir de la asimetría en la distribución de retornos y su vínculo con indicadores de riesgo cambiario como el *risk reversal*.

Dadas estas limitaciones, este recuadro analiza la evolución de los incentivos a implementar estrategias de *carry trade* y la reacción de las monedas de América Latina ante episodios recientes de cambios en el apetito global por riesgo. En particular, se examinan los acontecimientos de agosto de 2024, durante el episodio de volatilidad conocido como el “lunes negro”, en el que se observó un desmonte significativo de posiciones financiadas en yen japonés, así como el episodio de incertidumbre posterior al “*liberalization day*”. Estos eventos permiten ilustrar la alta sensibilidad de estas estrategias a variaciones en el apetito por riesgo a nivel internacional, en contextos en los que los inversionistas tienden a reconfigurar rápidamente sus portafolios.

2. Cambios en los incentivos a implementar estas estrategias

El indicador utilizado mide los incentivos a implementar estas estrategias como el cociente entre el diferencial de tasas de interés y la volatilidad implícita de la tasa de cambio a tres meses. Este indicador aproxima el retorno esperado ajustado por riesgo cambiario: mayores diferenciales de tasas incrementan el atractivo de la estrategia, mientras que una mayor volatilidad implícita lo reduce. En este contexto, el indicador aproxima una estrategia representativa en la que los inversionistas se financian en divisas de baja tasa de interés, como el dólar estadounidense (USD), el euro (EUR) o el yen japonés (JPY), para invertir en monedas de mayor rendimiento, como el real brasileño (BRL), el peso mexicano (MXN) o el peso colombiano

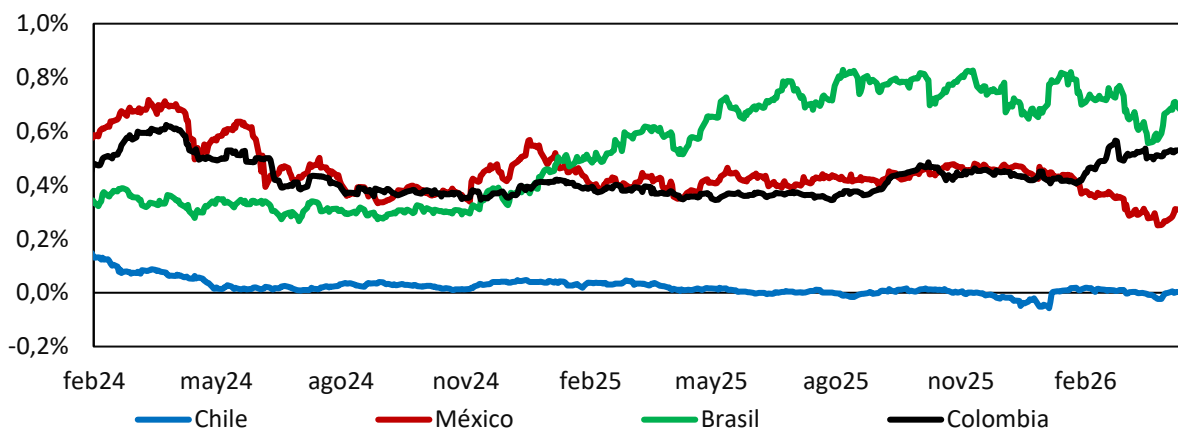
⁴⁴ Este indicador permite predecir qué tan optimistas o pesimistas son los *traders* respecto al comportamiento de la tasa de cambio, y se calcula como la diferencia entre la volatilidad implícita de una opción *call* y una opción *put out-of-the-money* con el mismo delta.

(COP), entre otras, incorporando explícitamente el riesgo cambiario al que están expuestos, en la medida en que fluctuaciones adversas de la tasa de cambio pueden afectar significativamente la rentabilidad de la posición.

En este sentido, cambios en las trayectorias esperadas de política monetaria, tanto en las monedas de fondeo como en las de inversión, afectan directamente el retorno esperado ajustado por riesgo. Aumentos en las tasas de interés de las monedas de inversión incrementan los incentivos a posicionarse en activos denominados en estas divisas, al elevar el diferencial de tasas. En contraste, incrementos en las tasas de las monedas de fondeo reducen dicho retorno esperado, al encarecer el costo de financiamiento de las posiciones.

En América Latina, los incentivos a implementar estas estrategias financiadas en USD han mostrado un comportamiento heterogéneo desde 2024 (Gráfico R1. 1). En Brasil, el atractivo relativo ha aumentado, en línea con el ciclo de incrementos de la tasa de política monetaria (TPM) en respuesta a presiones inflacionarias, asociadas, entre otros factores, a un entorno de mayor expansión fiscal. En México, por el contrario, estos incentivos se han reducido en un contexto de recortes en la TPM por parte de Banxico, consistentes con la moderación de la inflación y la actividad económica. En el caso de Colombia, los incentivos han aumentado, particularmente tras los incrementos recientes en la TPM ante presiones inflacionarias. Por su parte, en Chile, los menores niveles de tasas de interés han llevado, en algunos periodos, a diferenciales negativos frente a Estados Unidos, reduciendo el atractivo relativo del peso chileno para este tipo de estrategias.

Gráfico R1. 1. Carry-to-risk ratio para la región



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: $(\text{tasa forward} / \text{tasa spot}) ^ (365/90)$. Por su parte la volatilidad corresponde a la implícita en las opciones *at the money* a 3 meses. En el caso de Colombia se ajusta el numerador del indicador como la diferencia geométrica entre la tasa externa y local, en tanto el mercado de coberturas ha presentado distorsiones en el periodo reciente.

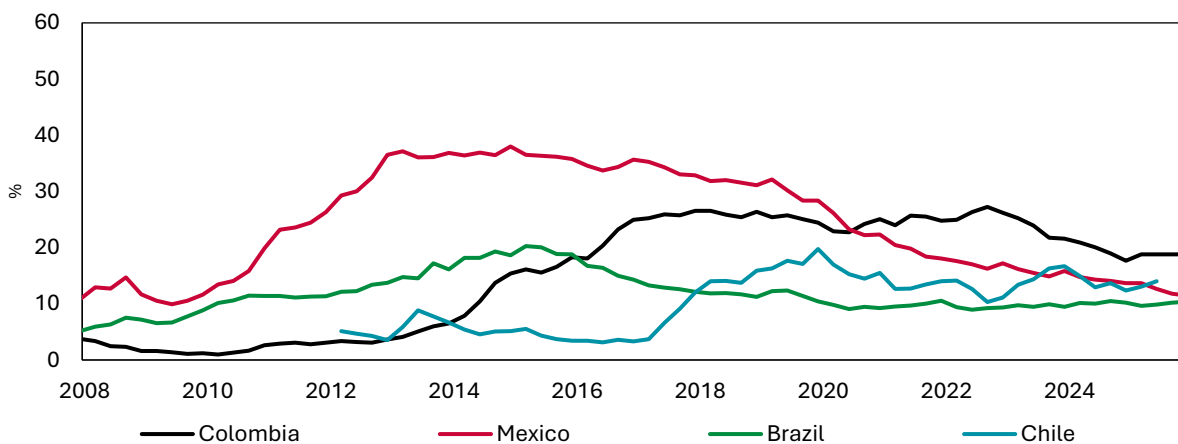
En este contexto, el COP ha ganado atractivo relativo frente al MXN en estrategias de carry trade, en línea con la ampliación de sus diferenciales de tasas. No obstante, este resultado debe interpretarse con cautela, dadas las limitaciones en la medición de estas posiciones y la menor profundidad de los mercados de derivados que facilitan su implementación. De mantenerse un diferencial alto entre la tasa de política de Colombia y Estados Unidos, el COP podría continuar siendo atractivo para estas estrategias, acercándose al posicionamiento observado en economías

como Brasil. Cabe señalar que, para el caso del COP, el análisis se limita al cruce frente al USD como moneda de fondeo, debido a la escasa disponibilidad de información y a la limitada profundidad de los mercados de derivados con otros pares de divisas.

Las divisas más atractivas para estrategias de *carry trade* en América Latina son el MXN y el BRL, dada la mayor profundidad y liquidez de sus mercados financieros. Según la encuesta trienal del BIS 2025, en el mercado de derivados OTC de Brasil, Chile, Colombia y México se negocian diariamente en promedio USD 29.655 m, USD 11.409 m, USD 7.293 m y USD 27.953 m respectivamente.

Este tipo de estrategias de inversión evidencian la interrelación que se puede presentar entre los activos locales de las economías y el cambio en las condiciones financieras globales. Este tipo de relaciones también se han identificado en los títulos de deuda local ante la presencia relevante de inversionistas extranjeros (Botero-Ramírez & Ruiz-Cardozo, 2023). La participación de inversionistas extranjeros en los mercados de deuda pública de la región, que en promedio es 14% (*Gráfico R1. 2*), podría reflejar, en parte, la búsqueda de mayores rendimientos a través de este tipo de estrategias.

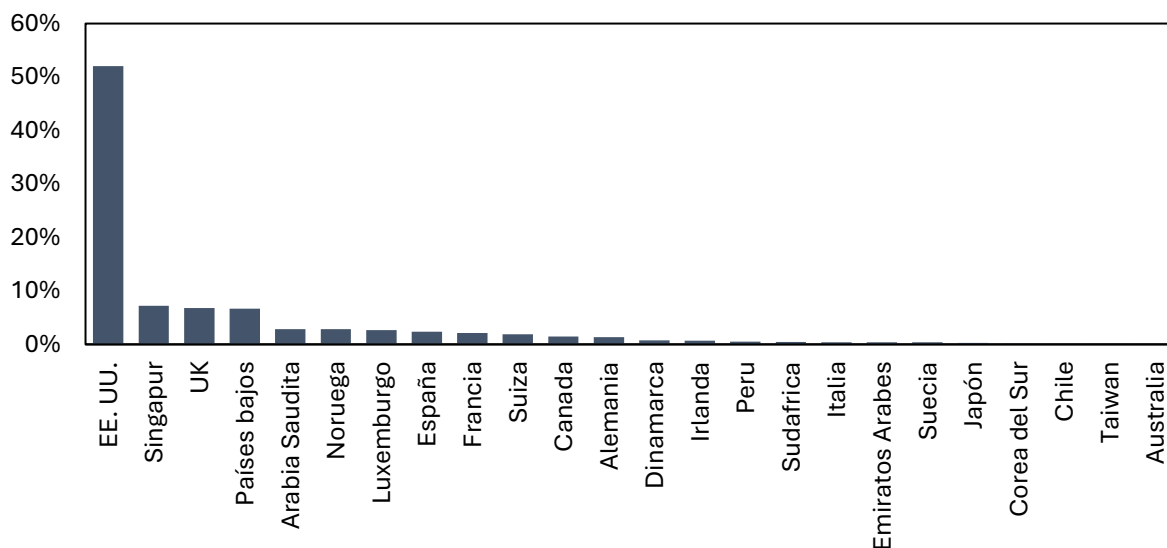
Gráfico R1. 2. Participación inversionistas extranjeros en deuda pública de la región



Fuente: IIF.

El acceso a información más detallada para Colombia permite evidenciar que la base de inversionistas extranjeros puede ser bastante diversa respecto a su procedencia geográfica y, por tanto, puede estar sujeta a cambios en las condiciones financieras internacional. En particular, la mitad de los inversionistas proviene de Estados Unidos, seguida por participaciones de Singapur, el Reino Unido y otros países europeos (*Gráfico R1. 3*). Si bien esta diversidad en el origen de los inversionistas no se traduce necesariamente en una diversidad en la moneda de financiación, cabe destacar que más del 99% de las operaciones en el mercado cambiario local se realizan en USD, incluyendo el mercado de coberturas cambiarias, donde la disponibilidad de instrumentos en otros cruces es significativamente menor.

Gráfico R1. 3. Origen de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública colombiano

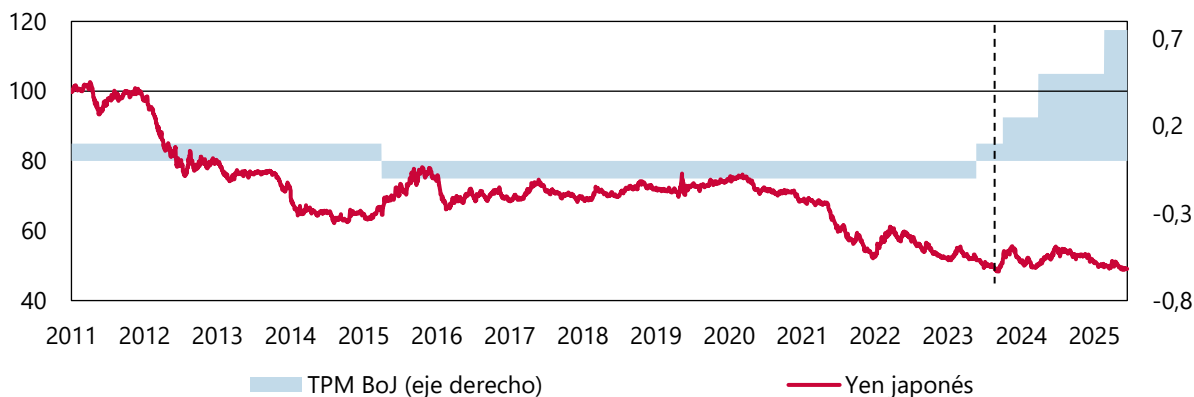


Fuente: Banrep.

3. Escenarios de cambios en la percepción de riesgo global e incidencia en estrategias de carry trade

El yen japonés (JPY) se consolidó como una de las principales monedas de fondeo a nivel global en un entorno prolongado de tasas de interés bajas, resultado de una política monetaria altamente expansiva en Japón. Esta orientación, adoptada para contrarrestar el bajo crecimiento económico y las presiones deflacionarias, dio lugar a condiciones de financiamiento particularmente favorables y a una tendencia de depreciación del yen desde 2020 (Gráfico R1. 4), lo que incentivó su uso extensivo como moneda de fondeo tanto frente a divisas de economías avanzadas como emergentes. En este contexto, economías emergentes con tasas de interés relativamente más altas, como Brasil y México, se consolidaron como destinos recurrentes de flujos asociados a estas estrategias.

Gráfico R1. 4. Comportamiento del yen japonés (base 100: 31-oct-11) y Tasa de Política Monetaria (TPM) del Banco de Japón (BoJ)



Fuente: Bloomberg. Nota: la línea punteada corresponde al “lunes negro” (5 de agosto de 2024).

El episodio del “lunes negro” de agosto de 2024 ilustra cómo cambios en las condiciones financieras globales pueden provocar el desmonte abrupto de estrategias de *carry trade*. Este evento estuvo precedido por la decisión del Banco de Japón (BoJ) de elevar su tasa de política monetaria a 0,25%, lo que reconfiguró las expectativas sobre su trayectoria futura y encareció el JPY como moneda de fondeo. A ello se sumó la publicación, el 5 de agosto, de datos débiles del mercado laboral en Estados Unidos, lo que intensificó la incertidumbre sobre una posible desaceleración económica en ese país (Duarte & Tovar, 2024). Ante esta debilidad en el informe sobre empleo en Estados Unidos, Goldman Sachs elevó su previsión de probabilidad de recesión al 25 por ciento, frente al 15 por ciento anterior. Asimismo, señaló en una nota que se esperaban recortes por parte de la FED en sus próximas tres reuniones de 2024 (septiembre, octubre, noviembre). Este incremento en las expectativas de recortes hizo relativamente más atractivas otras monedas desarrolladas como alternativas de financiamiento.

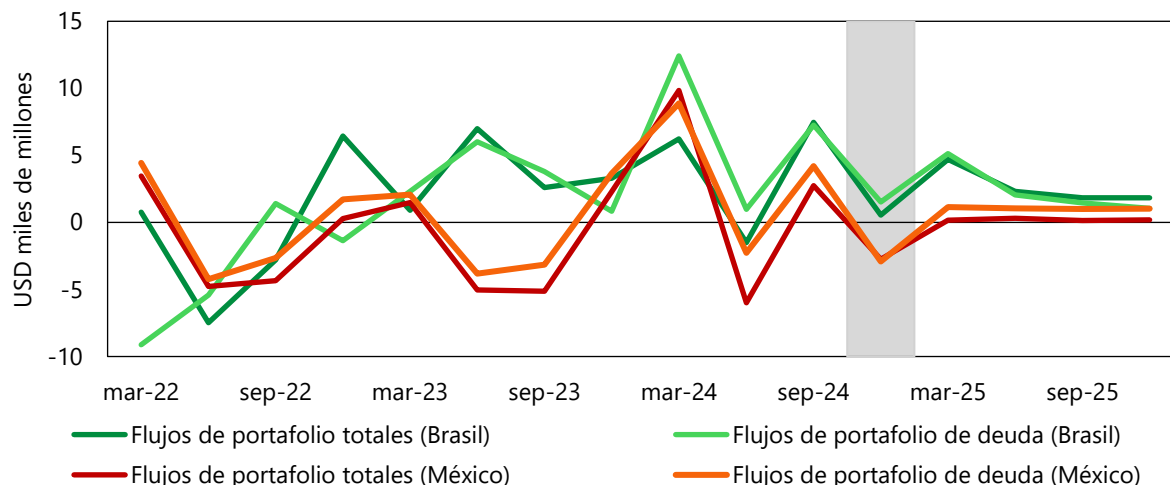
En este contexto, la apreciación del JPY y la compresión de los diferenciales de tasas deterioraron significativamente la rentabilidad de estas estrategias. El fortalecimiento del yen elevó el valor de la deuda denominada en esta moneda, mientras que la reducción de los diferenciales disminuyó el retorno esperado de las posiciones. Como resultado, los inversionistas enfrentaron pérdidas cambiarias que, en algunos casos, superaron los beneficios esperados, lo que incentivó el cierre de posiciones para limitar dichas pérdidas.

Este ajuste implicó la venta de activos de mayor riesgo y la recompra de JPY, lo que amplificó los movimientos cambiarios y la volatilidad en los mercados. La liquidación simultánea de posiciones en monedas de inversión, junto con la mayor demanda de yenes para repagar obligaciones, generó presiones de depreciación sobre las primeras y de apreciación sobre la moneda de fondeo, intensificando los ajustes en los mercados internacionales.

En particular, la apreciación del JPY y el encarecimiento de su fondeo habrían propiciado el desmonte de posiciones de *carry trade* en monedas como el BRL y el MXN, caracterizadas por amplios diferenciales de tasas. La reversión de estas estrategias coincidió con salidas de inversión de portafolio, especialmente en instrumentos de deuda, en la medida en que los inversionistas internacionales redujeron su exposición a activos denominados en estas monedas.

Por su parte, los flujos de inversión de portafolio hacia Brasil y México evidencian la persistencia del impacto asociado al choque de agosto de 2024. En el área sombreada del *Gráfico R1. 5* se identifica este episodio, durante el cual se observa una reducción significativa de los flujos, explicada principalmente por salidas en instrumentos de deuda. Previamente, estos flujos mantenían una tendencia positiva en ambos países, alcanzando máximos en el primer trimestre de 2024. Sin embargo, tras el inicio del ciclo de aumentos de tasas por parte del BoJ, no han retornado a los niveles observados antes del choque.

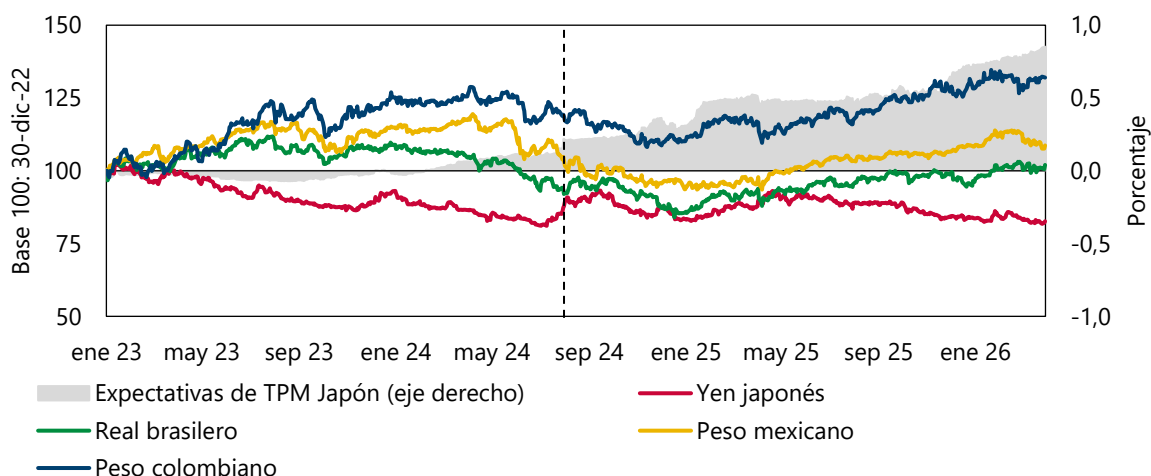
Gráfico R1. 5. Flujos trimestrales de inversión extranjera en México y Brasil



Fuente: International Institute of Finance (IIF).

La evidencia disponible sugiere que este ajuste incidió de manera relevante en la dinámica del mercado cambiario de estas economías (Gráfico R1. 6). En particular, el Comité del Mercado Cambiario Mexicano del Banco de México (Banxico) señaló que el cierre de posiciones de *carry trade*, asociado a cambios en la política monetaria japonesa, tuvo un impacto significativo sobre el MXN (Banxico, 2024). En línea con lo anterior, en los días posteriores a la decisión del BoJ, el BRL se depreció 3,16% y el MXN 1,94%, reflejando presiones derivadas de la reversión de flujos y el fortalecimiento del JPY.

Gráfico R1. 6. Comportamiento del yen japonés, real brasilero, peso mexicano y peso colombiano, y expectativas de TPM en Japón



Fuente: Bloomberg. Nota: la línea punteada corresponde al 31 de julio de 2024, día de decisión de aumento de TPM por parte del BoJ. Las expectativas de política monetaria de Japón son a 3 meses. Incrementos en las divisas indican apreciación.

Durante el cuarto trimestre de 2024, se observó una relación negativa entre las expectativas de política monetaria en Japón y el comportamiento de divisas como el BRL y el MXN, consistente con el desmonte de posiciones de *carry trade*. En particular, el aumento en las expectativas sobre la tasa de política monetaria del BoJ, posterior al 31 de julio, redujo los diferenciales de tasas

esperados y, con ello, los incentivos a mantener estas estrategias, lo que se tradujo en presiones de depreciación sobre las monedas de inversión.

Evaluación del evento denominado “lunes negro”

Con el fin de evaluar el impacto del episodio del “lunes negro” sobre las estrategias de *carry trade*, se desarrolla un estudio de eventos que permite identificar si, durante este periodo, las monedas analizadas presentaron desviaciones significativas frente a su comportamiento habitual.

Siguiendo la metodología de MacKinlay (1997), el análisis se realiza en dos etapas:

1. En primer lugar, se estiman los retornos “normales” de las estrategias de *carry trade* para el BRL, el MXN y el COP, frente al USD, utilizando una ventana de estimación de 130 días previa al evento. Esto permite caracterizar la dinámica de estas estrategias en ausencia de choques.
2. En segundo lugar, se comparan estos retornos esperados con los observados durante una ventana corta alrededor del evento, definida desde el ajuste de política monetaria del BoJ hasta tres días después del “lunes negro”, con el fin de identificar retornos anormales atribuibles al choque.

Formalmente, los retornos se modelan mediante un modelo de media constante (*constant mean model*), definido como:

$$R_{\{i,t\}} = \mu_i + \epsilon_{i,t}$$

Donde $R_{\{i,t\}} \in \{R_{BRL}, R_{MXN}, R_{COP}\}$ corresponde a los retornos de los indicadores de *carry trade* para las divisas analizadas, μ_i es el retorno promedio calculado en la ventana de estimación y $\epsilon_{i,t}$ es un término de error con media cero.

A partir de esta estimación, los retornos anormales ($AR_{\{i,t\}}$) se definen como:

$$AR_{\{i,t\}} = R_{\{i,t\}} - (\hat{R}_{\{i,t\}})$$

para t dentro de la ventana del evento $[t_0 - 4, t_0 + 3]$. Estos retornos se agregan en la ventana del evento y su significancia estadística se evalúa mediante el estadístico:

$$t = \frac{\sum_{\tau=t_0-4}^{t_0+3} AR_{i,\tau}}{\sigma_{AR} \times \sqrt{N}}$$

donde σ_{AR} corresponde a la desviación estándar de los retornos anormales y N es el número de observaciones en la ventana del evento. La significancia estadística se evalúa frente a una distribución *t-student* con $N-1$ grados de libertad. Se obtienen los siguientes resultados para cada una de las divisas analizadas:

$$t_{BRL} = -2.22^*, t_{MXN} = -1.92^*, t_{COP} = -1.48$$

Estos resultados evidencian la presencia de retornos anormales estadísticamente significativos para las estrategias de *carry trade* en BRL y MXN tras el choque del “lunes negro”, consistentes

con un ajuste abrupto en estas posiciones. En contraste, para el COP no se encuentra evidencia de retornos anormales, lo que sugiere una menor afectación relativa durante este episodio.

En conjunto, estos resultados son consistentes con una reversión de estrategias de *carry trade* concentrada en monedas con mayor participación en este tipo de operaciones, como el BRL y el MXN.

Evolución posterior y nuevos episodios de riesgo

En línea con este episodio, la relación entre las variaciones del JPY y el comportamiento de divisas como el BRL y el MXN se debilitó a partir de 2025, lo que sugiere una menor relevancia del canal de *carry trade* empleando esta moneda de fondeo sobre sus tasas de cambio (Tabla R1. 1). Desde entonces, la dinámica de estas monedas ha estado explicada en mayor medida por factores globales distintos, como las condiciones financieras internacionales y por elementos idiosincráticos de cada economía, sin evidenciar una sensibilidad comparable a movimientos en el yen japonés. Este patrón es consistente con una recomposición en las monedas de fondeo, en la que el JPY ha perdido protagonismo relativo frente a otras alternativas, reduciendo su influencia sobre la dinámica cambiaria de economías emergentes.

Tabla R1. 1. Correlaciones trimestrales entre expectativas de TPM de Japón y divisas

Moneda	corr(Expectativas de política monetaria, moneda)									
	2024-I	2024-II	2024-III	2024-IV	2025-I	2025-II	2025-III	2025-IV	2026-I	
Real brasilero	-0,7	-0,5	-0,1 [^]	-0,7	0,9	0,1 [^]	0,6	-0,6	0,6	
Peso mexicano	0,7	-0,4	-0,9	-0,7	0,5	-0,1 [^]	0,6	0,9	-0,2 [^]	
Peso colombiano	0,4	-0,3	-0,6	-0,6	0,9	0,1 [^]	0,5	0,4	-0,0 [^]	

Nota: Cálculos propios a partir de datos de Bloomberg. Los cálculos se realizaron usando correlación de Pearson con datos diarios. Las correlaciones con [^] no fueron significativas a un nivel de significancia de 0,05.

Más recientemente, durante abril de 2025, los mercados financieros internacionales se vieron afectados por la evolución de la política comercial de Estados Unidos. El denominado “*liberalization day*”⁴⁵ marcó la materialización de un cambio significativo en el nivel de aranceles impuestos por este país, con el anuncio e implementación de medidas comerciales más agresivas de lo anticipado, lo que generó disrupciones significativas en los mercados financieros globales⁴⁶.

Este anuncio provocó un marcado deterioro del valor del USD y de los mercados bursátiles internacionales, con el S&P 500 registrando uno de sus peores desempeños relativos desde 1988. Durante este periodo, se observó un aumento significativo de la volatilidad en los mercados financieros, con indicadores como el VIX, el VSTOXX⁴⁷ y el MOVE⁴⁸ en niveles históricamente

⁴⁵ Reflejado en un aumento del VIX cercano al 74% entre el 3 y el 8 de abril.

⁴⁶ Se impusieron aranceles mínimos del 10% a la mayoría de socios comerciales. En otros casos las tarifas fueron mayores destacando el caso de China (34%), India (26%), Japón (24%) y la Unión Europea (20%).

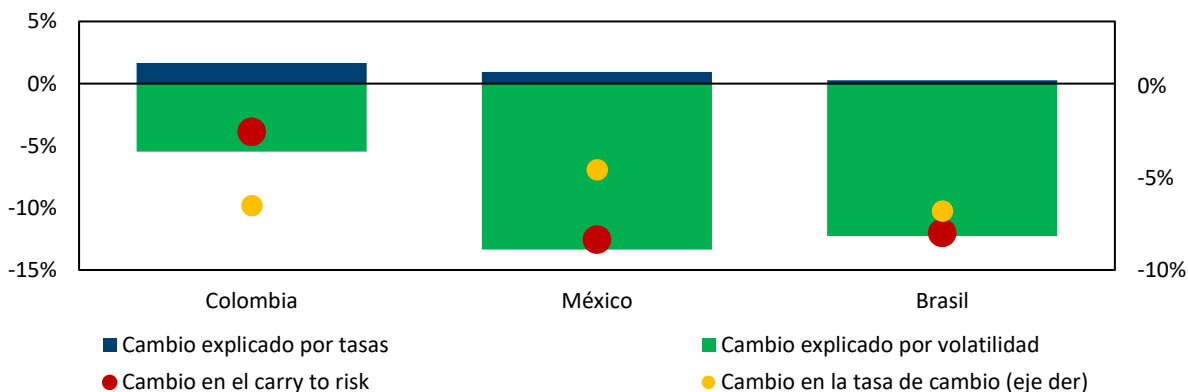
⁴⁷ Índice que refleja la volatilidad implícita a 30 días del mercado accionario europeo, calculada a partir de opciones sobre el Euro Stoxx 50. Se interpreta como una medida de la incertidumbre en los mercados de renta variable de la zona euro.

⁴⁸ Índice que captura la volatilidad implícita en el mercado de bonos del Tesoro de Estados Unidos, basada en opciones sobre tasas de interés. Es un indicador clave de la incertidumbre en los mercados de renta fija y de expectativas sobre la trayectoria de la política monetaria.

elevados, reflejando también en un deterioro en las expectativas de crecimiento global y una mayor demanda por activos seguros. En este contexto, activos de riesgo como las materias primas y las acciones registraron caídas significativas, en parte como resultado de una liquidación generalizada de posiciones, en la que los inversionistas buscaron realizar ganancias para compensar pérdidas en otros segmentos de sus portafolios.

En este contexto de elevada incertidumbre, los incentivos a implementar estrategias de *carry trade* en las divisas de la región se redujeron, al tiempo que estas registraron depreciaciones. Entre el 3 y el 8 de abril, los indicadores de rentabilidad ajustada por riesgo para estas estrategias cayeron hasta en 12,57%, mientras que las monedas se depreciaron entre 4% y 7%. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por un aumento en la volatilidad esperada, que deterioró el perfil riesgo-retorno de estas posiciones. Si bien los mercados mostraron cierta resiliencia y revirtieron parcialmente este comportamiento a medida que avanzaron las negociaciones comerciales, el episodio evidenció la alta sensibilidad de las estrategias de *carry trade* a cambios en el apetito global por riesgo (*Gráfico R1. 7*).

Gráfico R1. 7. Cambio en el *carry-to-risk* explicado por sus componentes



Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** Banrep. **Nota:** El gráfico muestra la descomposición desde el 3 al 8 de abril de 2025.

Al analizar los efectos directos de este evento sobre la liquidez del mercado cambiario colombiano (reconociendo las limitaciones para identificar flujos asociados a *carry trade*) se observa un deterioro relevante en los periodos de mayor aversión al riesgo global. En particular, no solo aumentó la volatilidad del COP, en línea con lo observado en monedas pares, sino que también la dispersión intradía de la tasa de cambio alcanzó niveles no observados desde 2015. Adicionalmente, se evidenció un aumento en la diferencia entre los precios de compra y venta de dólares (*Bid-Ask Spread*) y una reducción en la profundidad del mercado, tanto a niveles de COP 5 y COP 10 como total. En conjunto, estos indicadores sugieren que, durante estos episodios, el mercado se volvió más volátil y menos líquido.

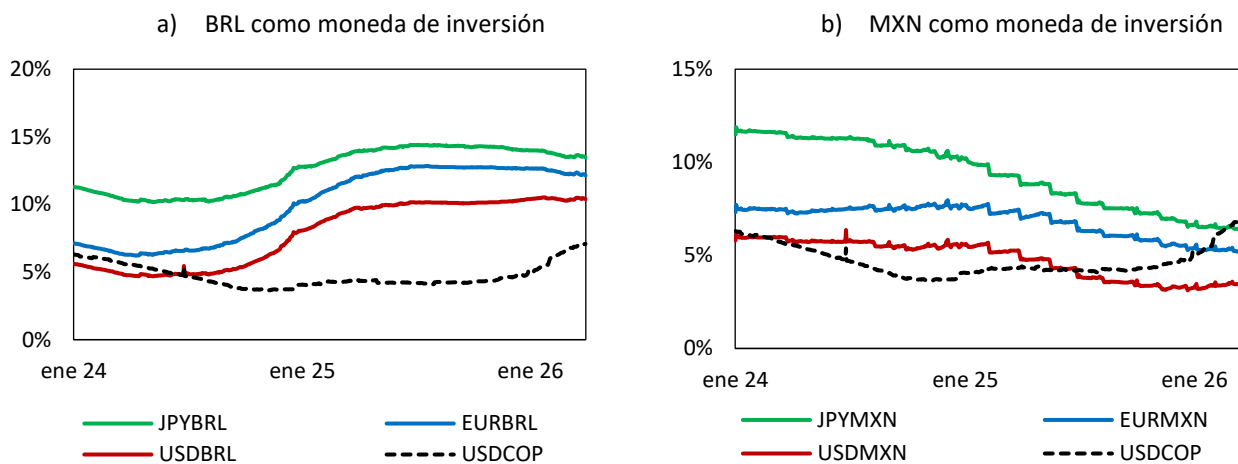
Estos resultados resaltan la importancia de analizar cómo episodios de volatilidad global pueden afectar los flujos de inversionistas extranjeros hacia el país y la región. En particular, resulta clave identificar en qué monedas se financian estas estrategias y qué tipo de inversionistas las implementan, dado que los incentivos asociados al *carry trade* pueden incidir tanto en la dinámica de la tasa de cambio como en el posicionamiento relativo del país frente a otras economías de la región en términos de atracción de la inversión.

4. Posible recomposición de las monedas de fondeo empleadas para estrategias de *carry trade* desde 2024 en América Latina

Las condiciones relativas entre las principales monedas de fondeo han cambiado desde 2024, favoreciendo alternativas al JPY. A diferencia del endurecimiento de la política monetaria en Japón, tanto el Banco Central Europeo como la Reserva Federal han iniciado ciclos de reducción de tasas de interés, lo que ha ampliado los diferenciales en estrategias financiadas en euros (EUR) y, en menor medida, en USD. En este contexto, este recuadro se limita únicamente a analizar estas tres divisas de fondeo (USD, EUR y JPY), dado que concentran la mayor liquidez en los mercados de la región⁴⁹ y cuentan con información suficiente para la aproximación metodológica empleada.

En el *Gráfico R1. 8*, tomando el cruce USD-COP como referencia local para comparar los diferenciales de tasas de interés del MXN y el BRL frente a distintas monedas de fondeo, se observa que la estrategia de *carry trade* fondeada en USD para invertir en COP ha superado en atractivo a las estrategias que invierten en MXN (independientemente de la moneda de fondeo), mientras que ha perdido su atractivo frente a aquellas que invierten en BRL. Estas diferencias han sido dinámicas y responden a cambios en las posturas de política monetaria y en las condiciones macroeconómicas de cada país.

Gráfico R1. 8. Diferencial esperado de tasas de interés monedas de fondeo y monedas de inversión



Fuente: LSEG Workspace. Nota: Los diferenciales se calculan a partir de una resta geométrica entre las expectativas de tasa de moneda de inversión a tres meses y expectativas de tasa de moneda de fondeo a tres meses. Esto con el fin de extraer las expectativas del diferencial a tres meses. La volatilidad implícita, por su parte, se extrae de las opciones a tres meses.

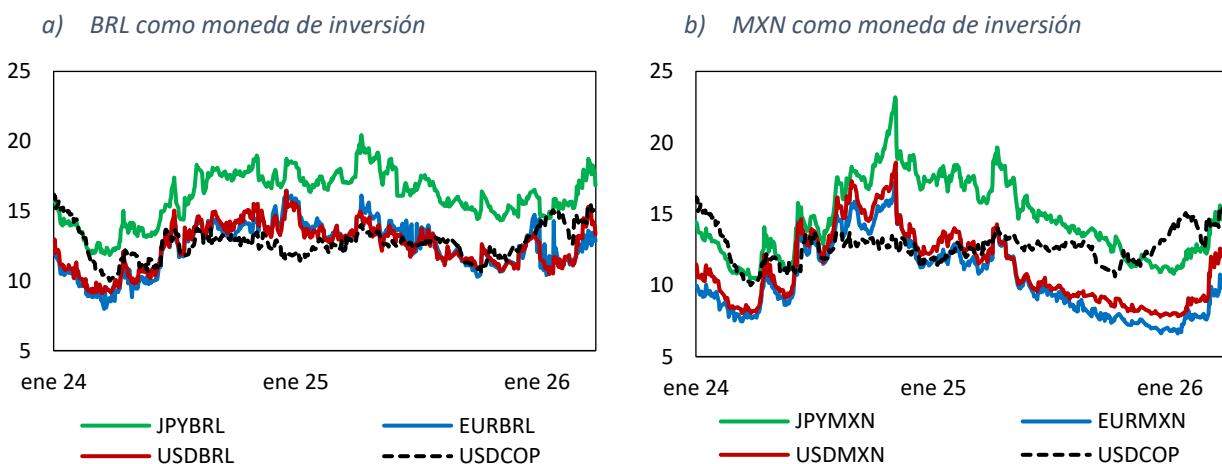
La mayor volatilidad cambiaria ha reducido el atractivo de estas estrategias, particularmente de aquellas financiadas en JPY. Como se observa en el *Gráfico R1. 9*, estas posiciones han presentado episodios de alta volatilidad, especialmente en contextos de incertidumbre global, lo que incrementa la probabilidad de que los beneficios derivados del diferencial de tasas se vean reducidos, o incluso revertidos, por movimientos adversos en la tasa de cambio. Durante el

⁴⁹ De acuerdo con la encuesta trienal del BIS del 2025, el USD, EUR y JPY concentran la mayor participación en el mercado cambiario, representando el 89,21%, 28,9% y 16,77% respectivamente de las transacciones.

segundo semestre de 2024, el aumento de la incertidumbre global deterioró el perfil riesgo-retorno de estas estrategias. Factores como las preocupaciones fiscales en economías avanzadas contribuyeron a este entorno, afectando en mayor medida a las posiciones financiadas en JPY. De forma consistente, episodios posteriores, como el “*liberalization day*”, también redujeron el apetito por riesgo, disminuyendo los incentivos a implementar estas estrategias en economías emergentes.

Más recientemente, durante el primer trimestre del 2026 (1T26) el aumento de tensiones geopolíticas ha generado un aumento generalizado de la volatilidad, afectando los incentivos a implementar estrategias de *carry trade* en distintos pares de divisas (Gráfico R1. 9). En particular, la intensificación de los conflictos en Medio Oriente y las tensiones entre Estados Unidos y Europa han contribuido a un entorno de mayor incertidumbre, elevando la volatilidad tanto en las monedas de fondeo como en las de inversión y deteriorando el perfil riesgo-retorno de estas estrategias. En este contexto, el COP ha mantenido elevados niveles de volatilidad, asociados tanto a la incertidumbre global como a otros factores idiosincráticos, lo que ha reducido su atractivo para las estrategias de *carry trade*.

Gráfico R1. 9. Volatilidad implícita de las opciones entre las divisas



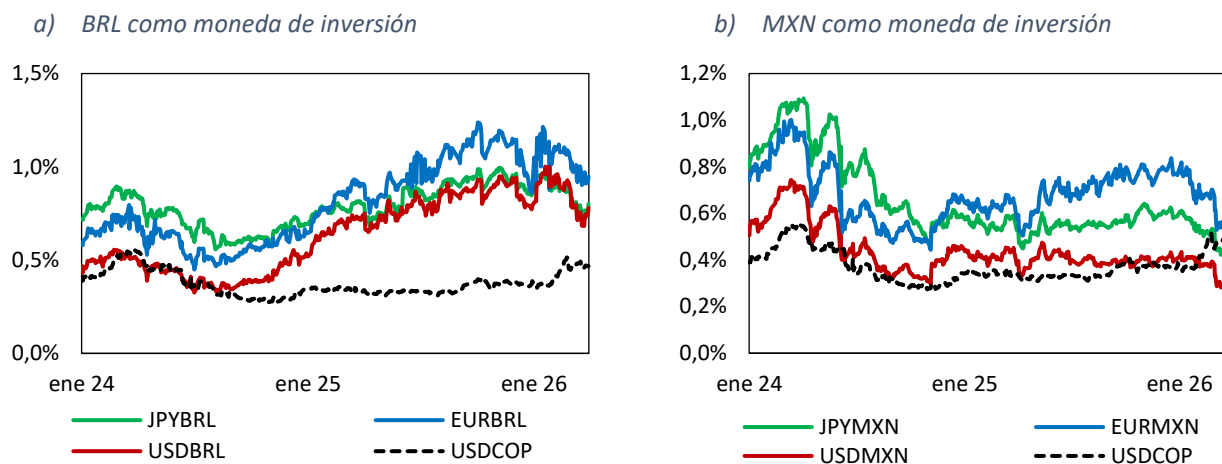
Fuente: LSEG Workspace. **Nota:** Los diferenciales se calculan a partir de una resta geométrica entre las expectativas de tasa de moneda de inversión a tres meses y expectativas de tasa de moneda de fondeo a tres meses. Esto con el fin de extraer las expectativas del diferencial a tres meses. La volatilidad implícita, por su parte, se extrae de las opciones a tres meses.

Al considerar conjuntamente los diferenciales de tasas y la volatilidad esperada de las tasas de cambio, se observa un cambio en el atractivo relativo de las estrategias de *carry trade* desde 2024. En particular, al utilizar métricas ajustadas por volatilidad implícita, se evidencia que estrategias como JPY–MXN han perdido atractivo, mientras que el EUR ha ganado relevancia como moneda de fondeo, especialmente en posiciones frente a BRL y MXN.

En contraste, el USD ha mostrado un desempeño más limitado como moneda de fondeo a nivel global, dado que su diferencial ajustado por riesgo no necesariamente compensa los niveles de volatilidad observados. Esto ha restringido su atractivo relativo frente a alternativas como el EUR en estrategias de *carry trade* hacia economías emergentes. En el caso del COP, las estrategias financiadas en USD han ganado atractivo relativo, en línea con la ampliación de los diferenciales

de tasas. En particular, estas estrategias han mostrado un mejor desempeño ajustado por riesgo frente a aquellas en MXN (Gráfico R1. 10).

Gráfico R1. 10. Evolución incentivos a tomar posiciones de *carry trade*



Fuente: LSEG Workspace. Cálculos: Banrep.

Desde una perspectiva prospectiva, diversos factores sugieren que el JPY podría mantener un rol menos relevante como moneda de fondeo en el mediano plazo. Entre estos se destacan las mayores necesidades de financiamiento fiscal en Japón, la incertidumbre sobre la sostenibilidad de su deuda y la continuidad del proceso de normalización monetaria, elementos que han reducido su atractivo relativo como fuente de financiamiento en estrategias de *carry trade*.

En este contexto, se observa una recomposición en las monedas de fondeo, en la que el EUR y, en menor medida, el USD, han ganado relevancia relativa. En particular, los ciclos de reducción de tasas en economías avanzadas distintas a Japón han contribuido a ampliar los diferenciales de estas estrategias frente a monedas emergentes, favoreciendo su utilización como alternativas de financiamiento.

Como resultado, la sensibilidad de las divisas de la región a movimientos del JPY podría ser menor que en episodios previos, en línea con la reducción en la relevancia de los flujos asociados a estrategias financiadas en yenes, los cuales no han retornado a los niveles observados antes del choque de agosto de 2024. Este cambio sugiere una menor transmisión directa de las condiciones financieras japonesas hacia las monedas emergentes, aunque dicha relación continúa dependiendo del entorno global de liquidez y apetito por riesgo.

En el caso del USD, su atractivo como moneda de fondeo podría verse respaldado por expectativas de debilitamiento relativo de la divisa. No obstante, este efecto está condicionado por la evolución de la volatilidad global y la trayectoria de la política monetaria en Estados Unidos, factores que inciden directamente en el diferencial de tasas ajustado por riesgo y, por ende, en la conveniencia de implementar este tipo de estrategias.

5. Conclusiones

Las estrategias de *carry trade* se fundamentan en el diferencial de tasas de interés, pero están sujetas a riesgos significativos asociados a la volatilidad cambiaria y a episodios de incertidumbre global. En particular, su rentabilidad depende positivamente de los diferenciales de tasas y negativamente de movimientos adversos en la tasa de cambio, lo que las hace altamente sensibles a cambios en las condiciones financieras internacionales.

Episodios de mayor aversión al riesgo pueden generar desmontes abruptos de estas estrategias, con efectos relevantes sobre las divisas de economías emergentes. El “lunes negro” de agosto de 2024 constituye un ejemplo ilustrativo: divisas como el BRL y el MXN se vieron afectadas en un contexto de reversión de flujos, cambios en las expectativas de política monetaria en Japón y salidas de inversión de portafolio que no han retornado a los niveles previos al choque.

Posteriormente, se ha observado una menor sensibilidad de las divisas emergentes a movimientos del JPY, en línea con una recomposición en las monedas de fondeo. Los cambios en las trayectorias esperadas de política monetaria global han reducido el atractivo relativo del yen japonés, favoreciendo el uso de otras monedas como el EUR y, en menor medida, el USD en estas estrategias.

En este contexto, la evidencia sugiere cambios en el atractivo relativo de distintas combinaciones de monedas de fondeo e inversión, en función de la interacción entre diferenciales de tasas, volatilidad cambiaria y condiciones de liquidez. Sin embargo, estos patrones no son estáticos y responden de manera dinámica a la evolución del entorno macroeconómico y financiero global.

A nivel prospectivo, es probable que el JPY mantenga un rol menos relevante como moneda de fondeo, mientras que otras monedas, como el EUR, podrían estar ganando participación como alternativas de financiamiento. No obstante, la consolidación de estas tendencias dependerá de la evolución de la política monetaria global, la volatilidad en los mercados financieros y las condiciones de liquidez internacional,

Este análisis presenta limitaciones asociadas a la disponibilidad de información, por lo que sus resultados deben interpretarse con cautela. Dada la naturaleza de estas estrategias y su implementación predominante en mercados OTC, no es posible observar directamente la magnitud de las posiciones ni su distribución entre agentes. En este contexto, el análisis se basa en aproximaciones a los incentivos, complementadas con evidencia cualitativa proveniente de espacios de diálogo con participantes del mercado, y no en mediciones directas.

Bibliografía

- Alfonso Corredor, V. A. (2018). *El uso de forwards peso dólar en las empresas colombianas del sector real*. Bogotá: Banco de la República- Borradores de Economía Núm 1058.
- Ariza Murillo, S., Barreto Ramírez, I. A., Martínez Cruz, D. A., & Ruiz Cardozo, C. H. (2022). *Caracterización del mercado de contado y forward peso-dólar en Colombia: un análisis de la microestructura del mercado durante el periodo 2013 a 2020*. Bogotá: Banco de la República- Borradores de Economía Núm 1203.

Reporte de Mercados Financieros

- Ariza Murillo, S., León Díaz, L. V., & Orozco Vanegas, C. A. (2022). Mercado de derivados peso-dólar en Colombia. En *Reporte de Mercados Financieros III trimestre de 2022* (págs. 68-75). Banco de la República.
- Asobancaria. (Agosto de 2022). *Presentación ABC sobre el IBR*. Obtenido de <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2023/06/ABC-del-IBR-v01062023.pdf>
- Asobancaria. (2024). *Indicador Bancario de Referencia*. Obtenido de <https://www.asobancaria.com/ibr/>
- Asobancaria. (Septiembre de 2024). *Reglamento del IBR*. Obtenido de <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2024/09/Reglamento-IBR.pdf>
- Banco Central de Chile. (2025). *Ejemplares anteriores EOF*. Obtenido de <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/encuestas-economicas/resultados-antiguos-ef>
- 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>
- Banco de la República. (15 de Enero de 2021). *Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales*. Obtenido de Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros: https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/amjdttes_diciembre_2020.pdf
- Banco de la República. (Septiembre de 2024). *Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales*. Obtenido de <https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/sites/default/files/paginas/determinante-dinamicas-mercados-capitales-septiembre-2024.pdf>
- Banco de la República. (Julio de 2024). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*. Obtenido de Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2023-2024 : <https://repositorio.banrep.gov.co/server/api/core/bitstreams/dca284b1-ab9e-4338-ab63-9fa9c5604f2d/content>
- Banco de México. (2024). *Vigésima primera Sesión del Comité del Mercado Cambiario Mexicano*. Ciudad de México: Banco de México.
- Bank for International Settlements (BIS). (December 2025). *BIS Quarterly Review- International banking and financial market developments*.
- Bank for International Settlements (BIS). (December 2025). *OTC derivatives statistics at end-June 2025*.

Reporte de Mercados Financieros

- BIS. (Marzo de 2013). *Towards better reference rate practices: a central bank perspective*. Obtenido de <https://www.bis.org/publ/othp19.pdf>
- BIS. (Diciembre de 2016). *Market Intelligence Gathering at Central Banks*. Obtenido de Markets Committee - Bank for International Settlements: <https://www.bis.org/publ/mktc08.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
- Botero Ramírez, Ó. D., Pérez Villalobos, J., & Barreto Ramírez, I. (2025). *Recuadro 1: Caracterización del mercado de NDF de TES - Reporte de Mercados Financieros, primer trimestre de 2025*. Obtenido de <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reportes-mercados-financieros/recuadro-1-primer-trimestre-2025>
- 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>
- Botero-Ramírez, O. D., & Ruiz-Cardozo, C. H. (2023). Caracterización de inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES. En *Reporte de Mercados Financieros, Tercer trimestre de 2023* (págs. 16-23). Bogotá: Banco de la República.
- Cardozo Ortiz, P. A., Gamboa Estrada, F., & Higuera Barajas, J. (2019). *El rol del sector real en el mercado de derivados y su impacto sobre la tasa de cambio*. Bogotá: Banco de la República- Borradores de Economía Núm 1079.
- Cardozo, P., & Murcia, A. (Diciembre de 2014). *Reportes del Emisor*. Obtenido de El IBR y la DTF como indicadores de referencia: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones/reportes-emisor/ibr-dtf-indicadores-referencia#:~:text=Pamela%20Cardozo.%20Andr%C3%A9s%20Murcia.%20Los%20indicadores%20de%20referencia>
- Chatham House. (2025). *Chatham House Rule*. Obtenido de <https://www.chathamhouse.org/about-us/chatham-house-rule>
- Duarte, Andres ; Tovar, Julián. (2024). Episodio de volatilidad en los mercados financieros durante agosto de 2024. En *Reporte de Mercados Financieros - III trimestre de 2024* (págs. 23-25). Bogotá: Banco de la República.
- Ehlers, T., & Todorov, K. (December 2025). The concentration of clearing as a challenge for emerging market economy OTC Interest rate derivatives markets. En B. f. (BIS), *BIS Quarterly Review- International banking and financial* (pág. 60).
- FSB. (30 de Septiembre de 2014). *Foreign Exchange Benchmarks*. Obtenido de https://www.fsb.org/uploads/r_140930.pdf
- FSB. (1 de Octubre de 2015). *Foreign Exchange Benchmarks*. Obtenido de Report on progress in implementing the September 2014 recommendation: <https://www.fsb.org/uploads/FX-Benchmarks-progress-report.pdf>

- Gagnon, J., & Chaboud, A. (2007). What Can the Data Tell Us about Carry Trades in Japanese Yen? *International Finance Discussion Papers*.
- Galati, G., Heath, A., & McGuire, P. (2007). Evidence of carry trade activity. *BIS Quarterly Review*.
<https://www.fao.org/worldfoodsituation/foodpricesindex/en/>. (s.f.).
- Hutchinson, M., & Sushko, V. (2013). Impact of macro-economic surprises on carry trade activity. *Journal of Banking & Finance*, 1133-1147.
- IOSCO. (Julio de 2013). *Principles for Financial Benchmarks*. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>
- IOSCO. (5 de Enero de 2018). *Statement on Matters to Consider in the Use of Financial Benchmarks*. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD589.pdf>
- K. Brunnermeier, M., Stefan, N., & H. Pedersen, L. (2008). Carry trades and currency crashes. *NBER working paper series*, working paper 14473.
- MacKinlay, C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 13-39.
- Ministerio de Hacienda, Banco Muncial, SECO. (2019). *Misión del Mercado de Capitales*. Obtenido de https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- 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>
- Romero, J. V., Vargas, H., Cardozo, P., & Murcia, A. (2021). How foreign participation in the Colombian local public debt market has influenced domestic financial conditions. *Latin American Journal of Central Banking*, 2. Obtenido de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2666143821000235?via%3Dihub>

Recuadro 2: Índice de Presiones de Mercados Financieros para Colombia y un grupo de países de la región

1. Introducción

Para las autoridades monetarias y financieras, la identificación oportuna de eventuales señales de estrés o presiones financieras es un insumo clave en la supervisión y preservación de la estabilidad financiera y económica; así, los indicadores de estrés y presiones financieras desempeñan un rol importante en las herramientas de monitoreo de las condiciones del sistema y/o mercados financieros (Mota et al., 2021). En esta línea, el presente recuadro propone un indicador que permite sintetizar y analizar las presiones financieras en Colombia y un grupo de economías de la región. En particular, de Brasil, México y Perú.

En un entorno financiero cada vez más interconectado, resulta fundamental contar con indicadores agregados que sinteticen de forma coherente y oportuna la información proveniente de los distintos segmentos de los mercados financieros. La literatura ha destacado que este tipo de herramientas permite capturar episodios de tensión caracterizados por aumentos en la incertidumbre, cambios en la preferencia por liquidez y en la percepción de riesgo de los agentes, los cuales suelen manifestarse de manera simultánea en diversos mercados (Carlson et al., 2013). Al integrar señales del mercado cambiario, accionario y de renta fija, junto con medidas de riesgo internacional y soberano, los indicadores agregados ofrecen una visión más completa del estado general de los mercados y facilitan el monitoreo continuo de sus condiciones.

Los indicadores de estas economías capturan tanto los principales episodios de presión financiera ocasionados por eventos internacionales, como aquellos eventos de tensión propios de las economías bajo análisis.

Esta aproximación permite evaluar el comportamiento de las presiones financieras con respecto a la historia de cada país en los últimos 15 años, así como tener una valoración relativa al comportamiento de los países de la región. Una característica de este indicador es la oportunidad de la información que brinda, en la medida en que para su construcción se utiliza información diaria y con un bajo rezago; no obstante, el indicador se puede agregar para ser expresado con frecuencia semanal o mensual. Este recuadro se enfoca en su comportamiento mensual por simplicidad y sin pérdida de generalidad sobre su interpretación.

El contenido del presente documento consta de cinco secciones, incluida esta introducción. La segunda sección presenta la revisión de literatura, la tercera aborda la metodología y los datos utilizados para la elaboración del IPMF, la cuarta expone los resultados, y la última desarrolla las conclusiones.

2. Revisión de literatura

El Indicador de Presiones de Mercados Financieros (IPMF) cuenta con una formulación de objetivos propia; sin embargo, comparte en gran medida la naturaleza conceptual de los Índices

de Estrés de Mercados Financieros (IEMF). El objetivo de los IEMF reside en supervisar el estado actual de los mercados financieros⁵⁰, en la medida en que captura ciertas características claves de estrés financiero como: i) mayor incertidumbre sobre el valor fundamental de los activos y el comportamiento de los inversionistas, ii) aumento de la disposición de poseer activos líquidos, iii) menor disposición a mantener activos riesgosos (*flight to quality*), y iv) incremento de la asimetría de la información (Carlson et al., 2013).

Este recuadro expone la construcción del IPMF para Colombia, Brasil, México y Perú. El indicador busca capturar las características claves de las presiones o tensiones en los mercados financieros de estas economías. Lo anterior mediante la síntesis de información proveniente de variables locales de los mercados cambiario, accionario y de renta fija, en conjunto con señales asociadas al riesgo internacional y soberano. Por consiguiente, el IPMF permite: i) identificar episodios de mayor volatilidad y menor preferencia por activos locales; y ii) realizar comparaciones regionales de la evolución de las presiones financieras.

De esta manera, tanto los IEMF como los IPMF se enfocan en detectar algunas situaciones de interrupción o alteración del normal funcionamiento de los mercados financieros. Estos indicadores analizan la información sobre el estado o funcionamiento general de los mercados y escenarios de tensión que se pueden presentar en estos.

El IPMF también se diferencia de los indicadores de condiciones financieras, dado que estos últimos analizan la relación entre la actividad económica y los mercados financieros, en tanto que los IEMF capturan determinados escenarios de mayor incertidumbre y aumento de la percepción de riesgo de los agentes de los mercados. Además, la construcción de estos indicadores presenta divergencias en la selección de las variables, en los métodos empleados para captar su contenido informativo y en la definición de sus propósitos. De acuerdo con Lombardi et al. (2025), las condiciones financieras, en términos generales, ofrecen una visión sobre el costo y la disponibilidad de financiamiento que afrontan agentes económicos (intermediarios financieros, empresas, hogares y gobiernos⁵¹).

3. Metodología y datos

Los IPMF buscan identificar la dinámica común de las presiones financieras que sigue un conjunto de series de interés. Por consiguiente, valores altos del IPMF reflejan mayores presiones frente a los últimos 15 años analizados, mientras que valores más bajos indican lo contrario. Así, la contribución de cada serie en la construcción del indicador final se obtiene mediante el Análisis de Componentes Principales (ACP), lo cual permite encontrar un indicador que sigue la dinámica común de los mercados analizados. En particular, el IPMF se construye como el primer componente principal del conjunto de variables seleccionadas, por ello, es una

⁵⁰ En contraste, existen otros indicadores enfocados al monitoreo del estrés financiero a nivel sistémico; es decir, en el conjunto del sistema financiero.

⁵¹ Bajo esta línea, se resalta que las variables que abarcan los agregados crediticios, los resultados de encuestas sobre la disponibilidad de préstamos y sus condiciones, las fluctuaciones de los mercados financieros, los *spreads* entre activos con distintos niveles de riesgos, etc., pueden aportar información adicional sobre las condiciones de financieras e incidir en la dinámica del crecimiento económico, a través de su impacto en el consumo, el ahorro, la inversión y, finalmente, la actividad económica real (Angelopoulou et al., 2013).

Reporte de Mercados Financieros

combinación lineal⁵² de las series estandarizadas⁵³, utilizando ponderaciones fijas⁵⁴. Si bien el índice se calcula con periodicidad diaria y mensual, en este recuadro se abordará la segunda, debido a que facilita la identificación de las tendencias de los mercados financieros. Cabe señalar que se utilizan variables de alta frecuencia (series diarias), con información de abril de 2011 a marzo de 2026.

Tabla R2. 1. Variables utilizadas en la construcción del IPMF

Categorías	Variables	Signo esperado
Métricas mercado accionario	Volatilidad realizada 1 mes índice accionario ⁵⁵	+
	<i>Price / Earnings ratio</i> ⁵⁶	-
Métricas mercado cambiario	Volatilidad realizada 1 mes tasa de cambio nominal ⁵⁷	+
	Volatilidad implícita 1 mes en las opciones cambiarias ⁵⁸	+
	BAS del mercado cambiario	+
Métricas mercado de deuda pública	Pendiente curvas de rendimientos (valor absoluto del <i>spread</i> entre las tasas de los bonos a 10 y 2 años)	+
	Volatilidad realizada 1 mes tasas cero cupón a 2 y 5 años ⁵⁹	+
Percepción de riesgo internacional	VIX, VSTOXX y DXY	+
Percepción de riesgo soberano	EMBIG, CDS 5 y 10 años	+

Fuente: Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados (DOAM) – BanRep. Nota: un signo esperado positivo (negativo) implica que aumentos (disminuciones) de la variable tienden a reflejarse en incrementos (descensos) del IPMF. Todas las series se obtienen de Bloomberg, a de las tasas cero cupón de Colombia (fuente: DOAM) y el EMBIG (fuente: J.P. Morgan).

La selección de las variables se sustenta en criterios teóricos y empíricos derivados de la literatura, priorizando aquellas que reflejan episodios de tensión en los mercados, relevantes para su monitoreo continuo y no presentan limitaciones de disponibilidad para los países analizados. En el indicador de frecuencia mensual se promedian las series diarias, las cuales,

⁵² A continuación, se presenta la fórmula del indicador, para cada variable i (14 series en total) y cada día t (desde el 1 de abril de 2011 hasta el 31 de marzo de 2026), siendo w_i la ponderación de cada variable y $Z_{i,t}$ la respectiva serie estandarizada en cada día t :

$$IPMF_t = \sum_{i=1}^{14} w_i \times Z_{i,t}$$

⁵³ Cada serie se estandariza al restarle su media y dividir por su desviación estándar.

⁵⁴ Las ponderaciones se obtienen a través del ACP e indican la importancia estadística de cada serie o variable en la explicación de la varianza (medida de dispersión) conjunta del sistema. Así, un alto (bajo) valor de la ponderación refleja que captura en mayor (menor) medida el factor latente (no observable) o común de las presiones financieras. Un valor positivo indica que la variable contribuye al aumento del indicador o de las presiones financieras y viceversa.

⁵⁵ Bloomberg calcula la volatilidad realizada como la desviación estándar anualizada de los retornos logarítmicos de los índices accionarios durante una ventana móvil de 1 mes.

⁵⁶ Esta relación se calcula como la razón entre el último precio del índice accionario y las ganancias por acción agregadas proyectadas a 12 meses. Fuente: Bloomberg.

⁵⁷ La volatilidad realizada se refiere a la dispersión efectiva o histórica de los retornos logarítmicos de la tasa de cambio nominal durante 1 mes. Fuente: Bloomberg.

⁵⁸ La volatilidad implícita representa la volatilidad que el mercado anticipa desde cada día hasta el vencimiento de la opción *at the money* a 1 mes. Fuente: Bloomberg.

⁵⁹ La volatilidad realizada de las tasas cero cupón se construye como la desviación estándar móvil a 1 mes de las variaciones (primeras diferencias) diarias de las tasas.

posteriormente, se estandarizan excluyendo el período 2020–2021 (pandemia), con el propósito de evitar distorsiones en la dinámica subyacente de largo plazo.

Adicionalmente, el indicador puede desagregarse en cinco categorías de mercado, lo que permite analizar su contribución relativa; el detalle de esta clasificación y las variables asociadas se expone en la *Tabla R2. 1*.

4. Resultados

Teniendo presente que los indicadores de los países recogen los episodios de presión financiera ocasionados por eventos internacionales, al tiempo que responden a factores idiosincráticos de relevancia, se realiza en primer lugar una descripción de los catalizadores comunes globales:

- Entre 2011 y 2012, las condiciones financieras internacionales se mantuvieron relativamente holgadas⁶⁰, por lo que todas las categorías del índice por país contribuyeron a que este se ubicara mayormente en terreno negativo (indicando menores presiones financieras frente a los últimos 15 años). Se destacaron las bajas tasas de interés a nivel global y políticas monetarias expansivas en economías avanzadas, lo cual impulsó la entrada de flujos de capital hacia mercados emergentes, valorizaciones de las materias primas y una menor percepción de riesgo internacional y local, reflejados en menores presiones financieras, por ejemplo, en ciertas reducciones en los CDS de la región y apreciaciones de las monedas de la región (COP, BRL, MXN y PEN) frente al USD.
- En 2013, con el *Taper Tantrum*⁶¹, los indicadores regionales aumentaron de forma gradual y sincronizada, impulsados por depreciaciones de sus respectivas monedas frente al USD, un aumento de los CDS y cierta reversión de flujos de capital.
- Entre 2014 y 2016, la normalización de la política monetaria estadounidense⁶² y la fuerte caída de los precios de las materias primas, en particular del petróleo, mantuvieron las presiones financieras elevadas.
- En marzo de 2020, la pandemia representó el choque más abrupto y sincronizado del período (excepto en Perú), con aumentos pronunciados del IPMF asociados a disrupciones de liquidez y menor apetito por activos riesgosos por parte de los inversionistas.
- El repunte de la inflación global y el ciclo alcista de tasas de referencia iniciado en 2022 mantuvieron los IPMF en terreno positivo (reflejando mayores presiones).
- Desde finales de 2023 y durante 2024 se observó una moderación gradual de las presiones. Sin embargo, desde inicios de 2025 las tensiones comerciales globales y la mayor incertidumbre internacional generaron un nuevo aumento de las presiones financieras en la región, similar al primer trimestre de 2026, ante factores geopolíticos.

El IPMF de Colombia sigue los episodios de presión destacados previamente y refleja, a su vez, la incidencia de factores domésticos (*Gráfico R2. 1*):

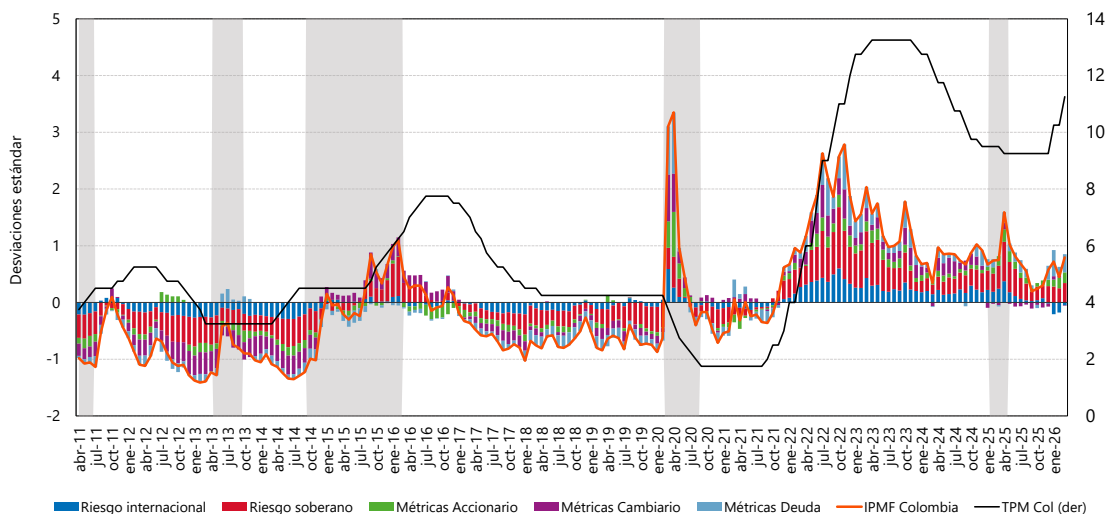
⁶⁰ Excepto a finales de 2011 con la crisis de deuda soberana de algunas naciones europeas, elevando la percepción de riesgo a nivel internacional y los IPMF.

⁶¹ Anuncio de la Fed de reducir las compras de bonos que hacían parte de su política de flexibilización cuantitativa.

⁶² La Fed aumentó sus tasas de referencia el 16 de diciembre de 2015 pasando de un rango de 0%-0,25% a 0,25%-0,5%.

- En la primera mitad de 2011, el índice se ubicó en terreno negativo, reflejando menores presiones financieras, ante la apreciación del COP y la reducción de las primas de riesgo. Apoyadas en la entrada de capitales y la decisión de S&P (16 de marzo) de aumentar la calificación crediticia de la deuda soberana en moneda extranjera a grado de inversión de largo plazo ('BB+' a 'BBB-').
- Entre finales de 2011 y 2014, en promedio, se destacaron menores presiones financieras, aunque en algunos períodos hubo ciertas correcciones, en línea con la mejora gradual del entorno financiero, el aumento de los precios de diversos *commodities* y el alza de los índices accionarios de países emergentes; por lo que principalmente el menor riesgo soberano y la fortaleza del COP frente al USD aportaron a la disminución del indicador.
- Se destaca un episodio de mayores presiones financieras entre finales de 2014 y 2016, ante la caída del precio del crudo, el fenómeno de El Niño y una postura contractiva de la política monetaria local, entre otros catalizadores. Además, se evidenció un aumento significativo del EMBI y los CDS.
- Tras una normalización gradual de estas presiones entre 2016 y 2019, la pandemia de 2020 marcó el punto de mayor tensión.
- Desde finales de 2021, el IPMF se ha mantenido persistentemente en terreno positivo, indicando mayores presiones frente a sus últimos 15 años (por ejemplo, en 2022 se destacó que la tasa de cambio COP/USD alcanzó su nivel más alto históricamente).
- Desde finales de 2023 se observó una moderación en el indicador, aunque en el primer trimestre de 2025 volvió a aumentar de forma importante⁶³.
- Hacia finales de 2025 se registró una corrección, soportada en parte en la reducción de los CDS, la apreciación del COP, entre otros factores.

Gráfico R2. 1. IPMF Colombia – 15 años

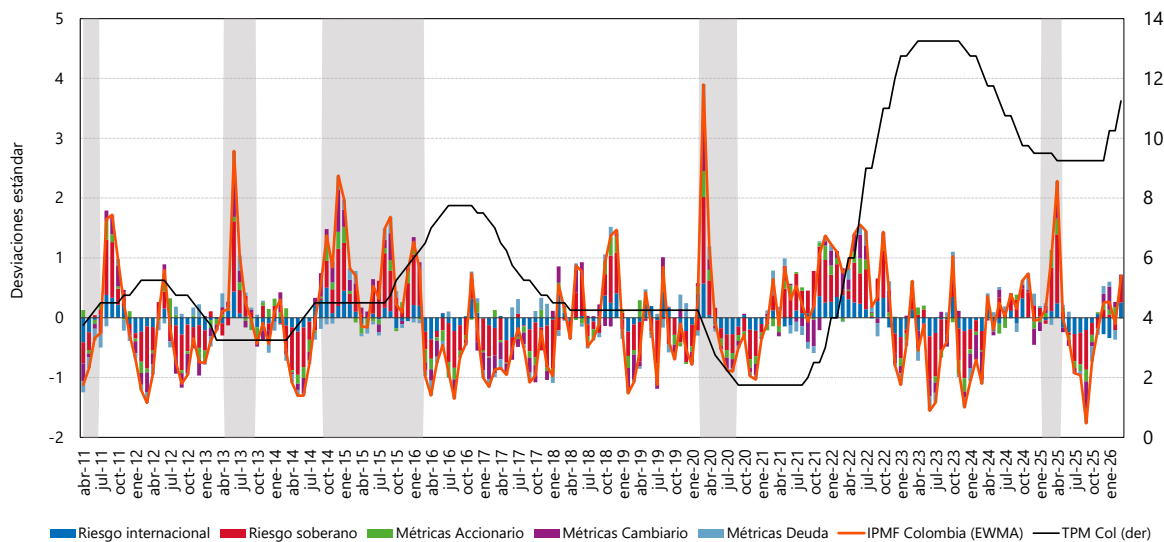


Fuente: DOAM – BanRep. Notas: Frecuencia: mensual. La TPM de Colombia se presenta en el eje derecho.

⁶³ Se destaca, por ejemplo, que las categorías de riesgo soberano y de métricas de deuda (principalmente la primera) estuvieron influenciadas por factores como la activación de la cláusula de escape de la Regla Fiscal y las rebajas en la calificación crediticia por parte de Moody's y S&P en junio.

Por otro lado, se implementó un ejercicio de robustez para Colombia (**Gráfico R2. 2**), en el que se construye un indicador que asigna una mayor ponderación a las observaciones más recientes⁶⁴. No obstante, esta modificación hace que el indicador sea más volátil. Por consiguiente, las principales diferencias entre las dos aproximaciones se observaron a partir de inicios de 2022, lo cual sugiere una potencial presencia de ciertos cambios estructurales relevantes en la economía local en los últimos años, que pudieron ocasionar, entre otros, el cambio de media y varianza en las series.

Gráfico R2. 2. Ejercicio de robustez: IPMF Colombia (EWMA) – 15 años

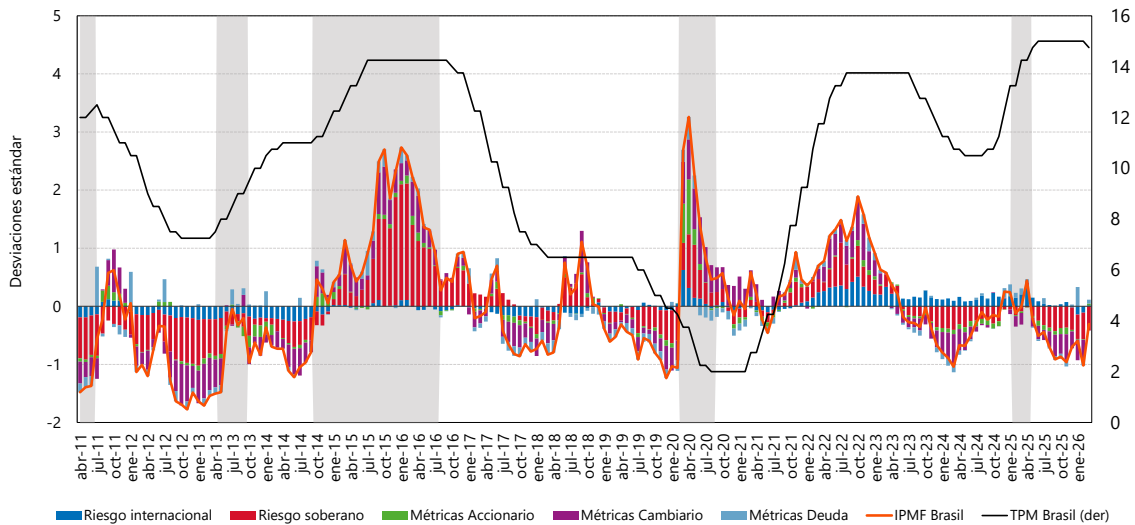


Fuente: DOAM – BanRep. Notas: Frecuencia: mensual. La TPM de Colombia se presenta en el eje derecho.

En Brasil, los episodios de mayores presiones financieras se concentran principalmente en el período de 2015-2016 derivadas de presiones fiscales observadas en dicho país, aunque el IPMF alcanzó su nivel más alto en la pandemia de 2020, lo cual se fue diluyendo de forma paulatina; a su vez, se destacó el aumento del indicador en 2025 con las renovadas tensiones locales (Gráfico R2. 3). Frente a estos últimos, puntualmente se destaca el período de 2015-2016, asociado al deterioro fiscal que aumentó la percepción de riesgo y culminó en la pérdida del grado de inversión de los bonos brasileños; por lo que se observó un incremento en los CDS y una postura contractiva por parte del Banco Central del país. A su vez, la pandemia generó un aumento pronunciado en el indicador, seguido de nuevas presiones en 2021 y en 2025 vinculadas a tensiones fiscales, políticas internas, repunte inflacionario, entre otros.

⁶⁴ En términos metodológicos, en particular, se modificó el cálculo del promedio y volatilidad de la muestra (utilizadas, como un primer paso, en la estandarización de las variables) a través de la metodología de *Exponentially Weighted Moving Average* (EWMA). Así, se utiliza un factor de ponderación de 0,98 para las series con frecuencia diaria (cabe señalar que el modelo empezó a correrse desde enero de 2010). Posteriormente, las ponderaciones fijas se determinan con el PCA de las variables diarias y, a diferencia de la primera aproximación del IPMF, este nuevo indicador mensual se calcula como el promedio de su periodicidad diaria, ante la importancia del número de observaciones para el cálculo del EWMA.

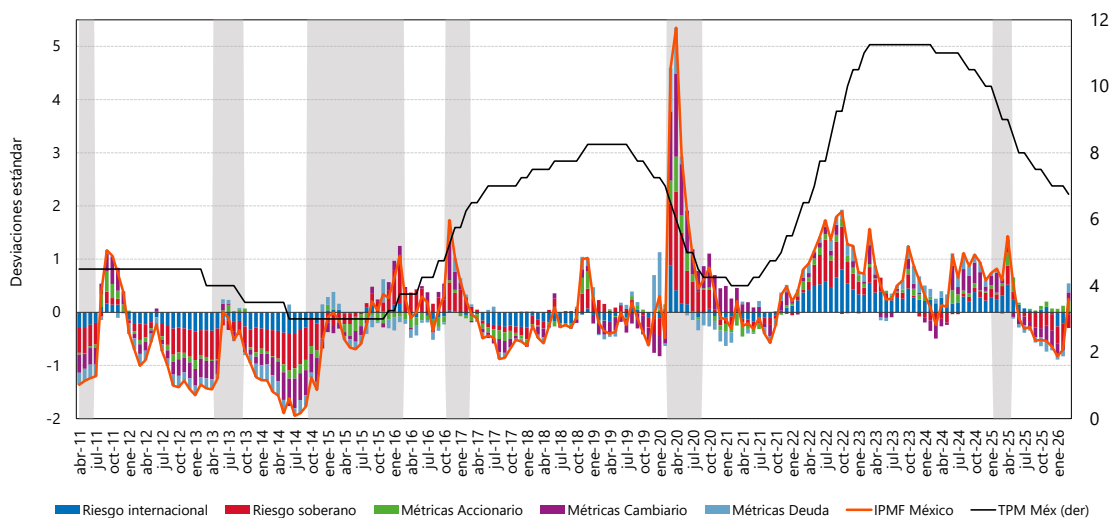
Gráfico R2. 3. IPMF Brasil – 15 años



Fuente: DOAM – BanRep. Notas: Frecuencia: mensual. La TPM de Brasil se presenta en el eje derecho.

El IPMF de México presenta un comportamiento más estable con respecto al de sus pares, con aumentos concentrados en episodios específicos como el relacionado con las tensiones bilaterales con EE. UU. en 2017 y 2025 (Gráfico R2. 4). Además de la pandemia, se resaltan los incrementos del IPMF asociados a ciertas tensiones bilaterales con EE. UU.; en particular, los activos mexicanos estuvieron presionados momentáneamente con el primer mandato del presidente Donald Trump en 2017; mientras que el impacto fue de mayor alcance con el tema arancelario y las políticas comerciales a inicios de 2025. En este último episodio, por ejemplo, entre el segundo y tercer trimestre, las decisiones de mantener el grado de inversión en la calificación de deuda soberana por parte de Fitch y S&P contribuyeron a contener las presiones, reflejadas en disminuciones en la categoría de riesgo soberano.

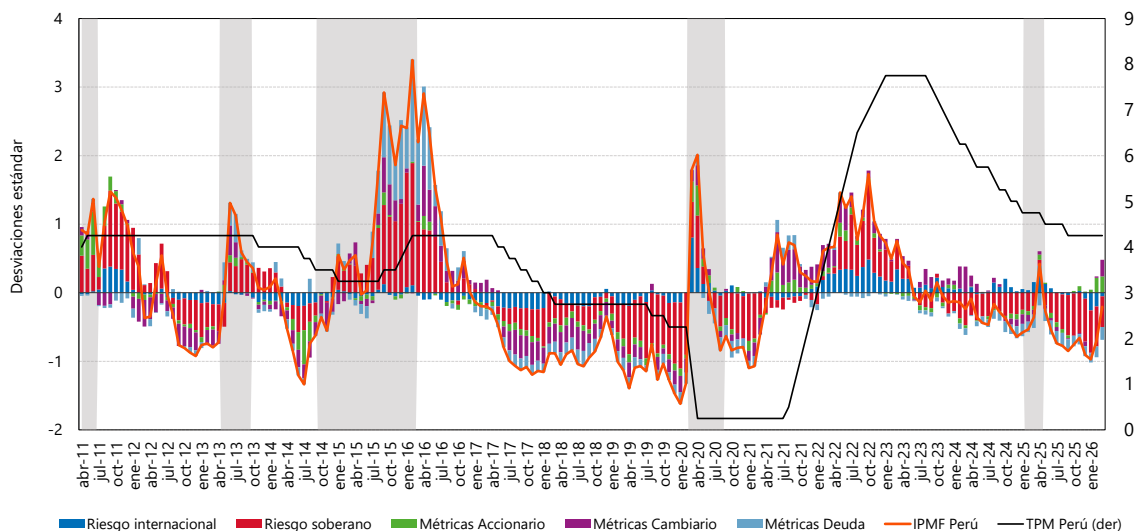
Gráfico R2. 4. IPMF México – 15 años



Fuente: DOAM – BanRep. Notas: Frecuencia: mensual. La TPM de México se presenta en el eje derecho.

El IPMF de Perú, al igual que el de México, expone un perfil relativamente más estable del grupo analizado en ciertos períodos (*Gráfico R2. 5*), excepto en su período de incertidumbre política de inicios de 2011, contrario a sus pares, las desvalorizaciones de los *commodities* de 2014-2016, siendo este el de mayor presión financiera del país, y el repunte de la inflación en 2021. Así, a inicios de 2011, el IPMF peruano presentó un comportamiento contrario al de sus pares, teniendo presente la incertidumbre política por las elecciones presidenciales de su momento, lo cual se captura principalmente en la categoría del riesgo soberano. Por otro lado, el mayor incremento del IPMF se concentra en el período de 2014-2016, ante la caída del precio de los *commodities*. A su vez, se destaca cierta presión en 2021 por el incremento de la inflación.

Gráfico R2. 5. IPMF Perú – 15 años



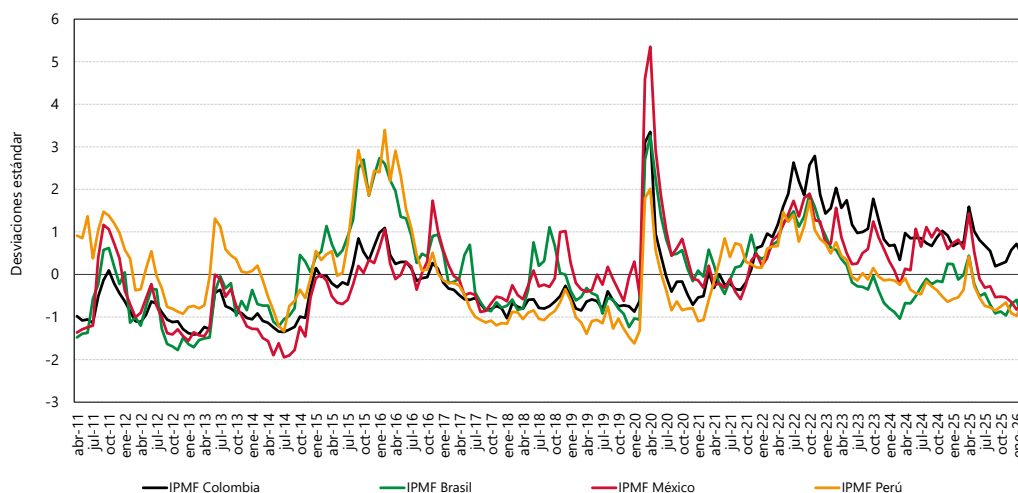
Fuente: DOAM – BanRep. Notas: Frecuencia: mensual. La TPM de Perú se presenta en el eje derecho.

En los principales episodios globales, los IPMF de los cuatro países exhibieron un desempeño relativamente sincronizado, aunque con algunas diferencias en su escala, ante factores idiosincráticos (*Gráfico R2. 6*). Cabe señalar que, desde finales de 2021, Colombia se distingue por mantener un nivel del IPMF elevado de forma persistente, reflejando ciertas presiones superiores a las de sus pares y/o un cambio en la economía.

En conjunto, los resultados muestran que el IPMF logra sintetizar de manera clara tanto episodios de estrés abrupto como fases de presiones más persistentes en los mercados financieros. Cabe señalar que en todos los países analizados se destacó que la categoría del riesgo soberano se configuró como un componente importante relativamente en la construcción de los indicadores. En particular, la pandemia de 2020 emerge como el evento más severo y sincronizado del período analizado, reflejando disrupciones significativas en la liquidez, un mercado deterioro en la percepción de riesgo y una menor disposición a mantener activos riesgosos. Más recientemente, el comportamiento del indicador sugiere que, si bien se ha observado una moderación gradual de las presiones tras los máximos alcanzados, estas se han mantenido en niveles históricamente elevados en algunos casos, asociadas a un entorno internacional más incierto y a factores domésticos relevantes. Estos hallazgos ponen de

manifiesto la utilidad del IPMF para el seguimiento continuo de las condiciones de los mercados financieros y para una lectura integrada de episodios de tensión de distinta naturaleza y duración.

Gráfico R2. 6. Comparación regional IPMF – 15 años



Fuente: DOAM – BanRep. Notas: Frecuencia: mensual.

5. Conclusiones

En conclusión, el Índice de Presiones de Mercados Financieros (IPMF) se configura como una herramienta pertinente para el seguimiento integrado del comportamiento de los mercados financieros en Colombia y un grupo de economías de la región, al sintetizar información proveniente de distintos segmentos y dimensiones de riesgo. Los resultados evidencian que el indicador es capaz de capturar tanto episodios de estrés abrupto y altamente sincronizados —por ejemplo, el observado durante la pandemia de 2020— como fases de presiones más persistentes asociadas a cambios en el entorno internacional y a factores domésticos relevantes. En este contexto, el IPMF complementa a otros indicadores utilizados en el análisis de mercados, como aquellos enfocados en condiciones financieras, métricas específicas por mercado o medidas de riesgo sistémico, al ofrecer una lectura agregada de las presiones que enfrentan simultáneamente distintos activos y mercados. Esta característica amplía el conjunto de herramientas disponibles para el monitoreo continuo de los mercados financieros, facilita la identificación temprana de acumulaciones de riesgo y contribuye a una comprensión más integral de la evolución y transmisión de los choques financieros en el tiempo y entre países.

Bibliografía

- Ajello, A., Cavallo, M., Favara, G, Peterman, W., Schindler, J. y Sinha N. (junio 2023). A New Index to Measure U.S. Financial Conditions. FEDS Notes, Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/a-new-index-to-measure-us-financial-conditions-20230630.html>
- Angelopoulou, E., Balfoussia, H. y Gibson, H. (2013). Building a financial conditions index for the euro area and selected euro area countries: what does it tell us about the crisis? European

- Central Bank, Working Paper Series 1541.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1541.pdf>
- Banco de México. (diciembre 2024). Reporte sobre el Sistema Financiero.
- Carlson, M., Lewis, K. y Nelson, W. (2013). Using Policy Intervention to Identify Financial Stress. *International Journal of Finance and Economics* 19: 59–72. Federal Reserve.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/ijfe.1482f>
- Gómez, E., Murcia, A. y Zamudio, N. (diciembre 2011). Financial Conditions Index: Early and Leading Indicator for Colombia. *Ensayos sobre Política Económica*, 29 (66). Banco de la República de Colombia.
https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/espe_art5_66.pdf
- Hatzius, J., Hooper, P., Mishkin, F., Schoenholtz, K. y Watson, M. (2010). Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis. National Bureau of Economic Research, Working Paper 16150.
https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16150/w16150.pdf
- Kliesen, K., Owyang, M. y Vermann, E. K. (2012). Disentangling Diverse Measures: A Survey of Financial Stress Indexes. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October 2012, 94(5).
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/frbsreview/rev_stls_2012_v94_no5.pdf?utm_source=direct_download
- Mota, M. B., Álvarez del Castillo, R. y Núñez, J. (2021). Índice de estrés financiero en los mercados emergentes. *Análisis Económico*, vol. XXXVI, núm. 92, mayo-agosto de 2021.
<https://analiseconomico.azc.uam.mx/index.php/rae/article/view/589/460>
- Lombardi, M., Manea, C. y Schrimpf, A. (2025). Financial Conditions and the Macroeconomy: A Two-Factor View. *Financial conditions and the macroeconomy: a two-factor view*
- Oficina de Investigación Financiera. (2025). OFR Financial Stress Index.
<https://www.financialresearch.gov/financial-stress-index>