



Como el resto del mundo

Noviembre 29 de 2024

Autores:

Camila Martínez K.
P.S. – Mercados Financieros
camila.martinez@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas
Tesorería

Las tasas de interés de los mercados de deuda pública mundiales se mantuvieron presionadas al alza durante el último mes, afectadas no sólo por el reajuste de expectativas en torno a la velocidad de los recortes de tasas de referencia de la Fed, sino también por la victoria de Donald Trump en los comicios presidenciales de EEUU en el último mes. Los mercados de renta fija han venido descontando los potenciales efectos inflacionarios que tendría la implementación de ciertas medidas de política que Trump prometió en campaña, como el aumento de aranceles a varios productos importados y recortes de impuestos con cargo al déficit fiscal.

Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes, excluyendo a China, siguen siendo positivos y concentrados en instrumentos de deuda. No obstante, con la información disponible de noviembre, la demanda por estos activos se estaría desacelerando en 4T24. En línea con lo anterior, las primas de riesgo-país en LATAM alcanzaron, en promedio, máximos del año durante el último mes.

En línea con el contexto internacional, la curva de rendimientos TES COP presentó un desplazamiento al alza, principalmente en el nodo de vencimientos de más largo plazo y consistente con el deterioro visto en la percepción de riesgo-país. En contraste, los TES UVR presentaron valorizaciones que se concentraron en los títulos de mayor duración, revelando un efecto sustitución interesante en los TES con diferente denominación. La curva de rendimientos de los TES USD se mantuvo relativamente estable con un patrón de empinamiento coherente con los recientes incrementos en la prima de riesgo-país.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron y la liquidez permaneció en condiciones balanceadas. Los fondos de pensiones siguen consolidando su posición como los mayores tenedores de TES, al tiempo que el apetito de inversionistas extranjeros por TES permanece débil.

Diferentes estimaciones de valor justo sugieren márgenes de ganancia muy estrechos en las curvas TES COP y TES UVR. Técnicamente, los TES de menor duración exhiben señales de sobre-compra fuerte. Además, los TES de más largo plazo siguen expuestos al riesgo internacional e idiosincrático local.

Contexto internacional

Los recientes resultados de las elecciones presidenciales en EEUU, que dieron como ganador al candidato republicano y expresidente Donald Trump, mantuvieron fuertes presiones alcistas sobre las tasas de interés de los mercados de deuda en el último mes. Las propuestas con las que llega Trump a su segundo mandato no son muy distintas a sus políticas bandera del primer periodo, todas ellas proclives a generar presiones inflacionarias en el corto plazo (proteccionismo, mayor déficit fiscal y un USD débil). Los mercados han venido descontando estos riesgos, los cuales se han sumado al fuerte reajuste de expectativas en torno a la velocidad de flexibilización monetaria de la Fed en EEUU (ver “Tercera ola de reajustes” en [IMDP – Octubre de 2024](#)).

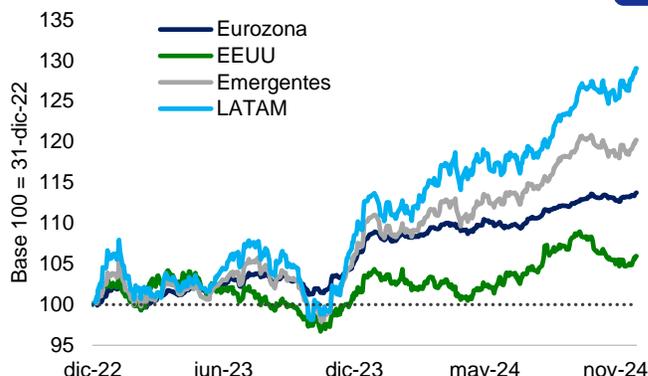
Bajo este contexto, los índices globales de renta fija soberana se valorizaron en promedio 1.2% en comparación a la fecha de corte de nuestro último informe. En los mercados avanzados, el índice de bonos soberanos de la Eurozona y el de EEUU aumentaron 0.5% y 0.1%, respectivamente (Gráfico 1). Por su parte, los índices de deuda pública de LATAM y de mercados emergentes (EM) registraron valorizaciones promedio de 2.1%.

En línea con lo anterior, en lo que va corrido de 2024 todos los índices de renta fija soberana registran valorizaciones del orden de 7.1%. El índice de EEUU registra un incremento de 1.8%, el más rezagado frente a sus pares. En efecto, los índices de deuda pública en la Eurozona y EM muestran valorizaciones acumuladas de 6.4%, en promedio. El índice de bonos soberanos de LATAM se ha valorizado 13.8%, soportado por las reducciones de tasas de interés e inflación que han sido relativamente más pronunciadas en estas economías y un mayor apetito por riesgo global.

En EEUU, la Fed recortó en 25 pbs su tasa de referencia hasta el rango 4.5% - 4.75% y mantuvo la puerta abierta para más reducciones en los tipos de interés, resaltando el mejor balance del mercado laboral y la inflación frente a sus objetivos. No obstante, el lenguaje de la Fed sigue siendo el de prudencia, teniendo en cuenta unos datos de actividad y del mercado laboral que han resultado mejores a lo previsto.

Evolución de los índices de renta fija soberana

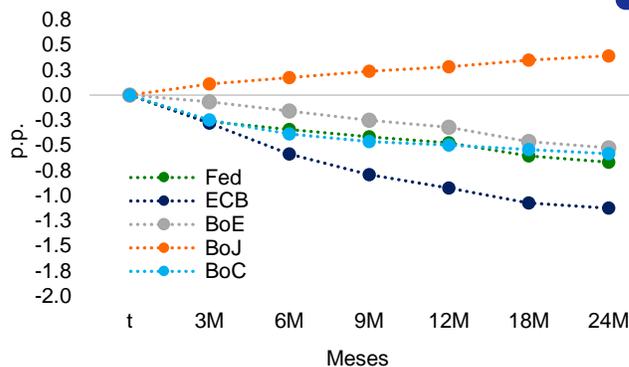
1



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Trayectorias de tasas de política en avanzados*

2



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, sugieren una reducción adicional de 25 pbs para la reunión de diciembre, llevándola a cierre de año hasta el rango 4.25% - 4.5%, en línea con nuestras expectativas. Para el cierre de 2025, la tasa terminal implícita en el mercado monetario se sitúa en el rango 3.75% - 4%, lo que equivale a un ciclo de 50 pbs de recortes en las tasas Fed el próximo año. Con esto, la magnitud del ciclo de recortes de tasas de interés en EEUU, anticipado implícitamente en los mercados monetarios, se estima ahora más lento frente al de otras economías avanzadas.

El Banco Central Europeo (BCE) no tomó decisión de tasas durante el mes de noviembre, pero se espera que en la próxima reunión de diciembre nuevamente recorte sus tasas de referencia en 25 pbs hasta 3.15%. Para 2025, los mercados anticipan un ciclo completo de recortes de 100 pbs en la tasa de referencia del BCE. El Banco de Canadá (BoC) tampoco tomó decisión de tasas de interés durante el mes de noviembre.

Por otro lado, el Banco Central de Inglaterra (BoE) redujo en 25 pbs su tasa de interés hasta 4.75% y el mercado sigue anticipando más reducciones durante los próximos 12 meses. En Asia, el Banco de Japón (BoJ) mantuvo inalterada su tasa de intervención en 0.25%, pero las expectativas implícitas en los mercados continúan estimando leves incrementos en la tasa de referencia del BoJ para los próximos 12 – 24 meses (Gráfico 2).

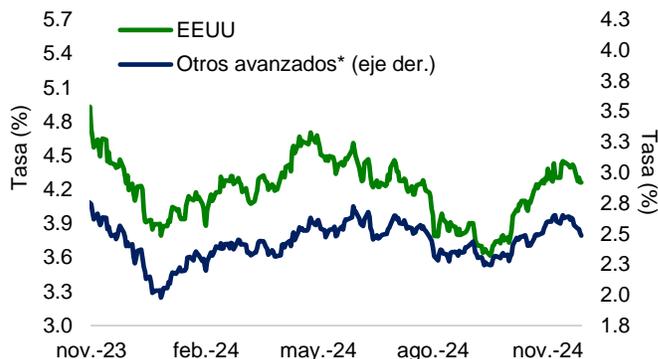
La mayoría de los BC en LATAM siguen expresando cautela en su proceso de flexibilización monetaria. En noviembre, el BC de México y el de Perú recortaron en sendos 25 pbs sus tasas de referencia hasta 10.25% y 5%, respectivamente. La excepción de los últimos meses fue el BC de Brasil, el cual decidió elevar su tasa de referencia en 50 pbs hasta 11.25%.

De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, los recortes de tasas de interés continuarían para la mayoría de estos BC durante los próximos 12 meses. El ciclo de flexibilización monetaria en Colombia sigue siendo el de más espacio en la región, según lo anticipan los inversionistas.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU aumentaron apenas 5 pbs en el último mes hasta niveles de 4.26%. Controlando por la postura

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados

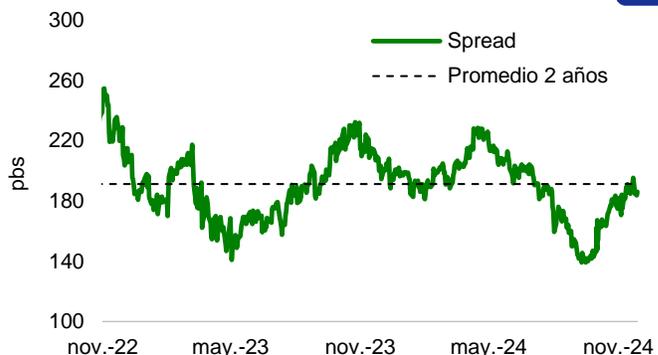
3



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio tasas de interés en Reino Unido, Alemania y Japón.

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

4



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Otros Avanzados (OAV) compuesto por Alemania, Reino Unido y Japón.

monetaria de la Fed, estos niveles se ubican muy cerca de nuestras estimaciones de precio justo (valor de corto plazo) que apuntan a niveles de 4.3%¹. El movimiento de estos rendimientos en el año corrido acumula un aumento de 38 pbs.

La mayoría de las tasas de interés a 10 años de los bonos de otros mercados desarrollados también registraron movimientos alcistas en el balance (Gráfico 3). En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* aumentaron 4 pbs hasta 4.28%, mientras que los bonos a 10 años de Alemania, la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, sus tasas de interés disminuyeron 14 pbs hasta 2.13%. Los rendimientos de los bonos a 10 años en Japón aumentaron 9 pbs hacia niveles de 1.06%.

El *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas aumentó 6 pbs en noviembre, alcanzando nuevamente su promedio de 2 años (Gráfico 4). El mayor *spread* continúa siendo contra los bonos de Japón, el cual se sitúa en 365 pbs.

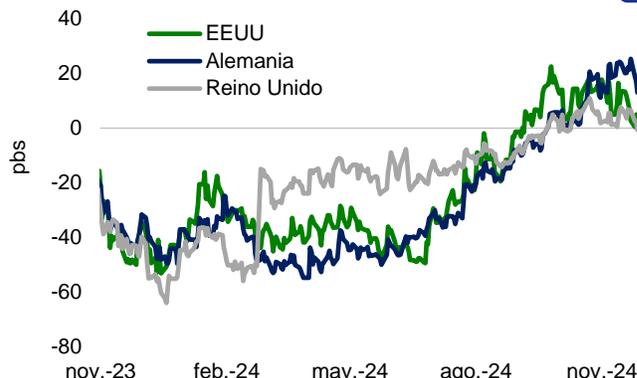
El empinamiento de las curvas de bonos soberanos en mercados avanzados se redujo 7 pbs en promedio (Gráfico 5). Las curvas de EEUU y de Reino Unido son las de menor *spread* inter-temporal con niveles de 4 pbs y 1 pb, respectivamente. Las curvas de deuda pública en Alemania y Japón muestran una pendiente positiva de 13 y 47 pbs, en ese mismo orden.

Las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo en LATAM también registraron aumentos en el último mes (Gráfico 6). En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) ascendieron 24 pbs, principalmente en Brasil por las crecientes presiones en las cuentas fiscales y un paquete de recortes de gasto que parece ser insuficiente.

La percepción riesgo-país en los mercados de LA5, medidos a través de los CDS a 5 años, se incrementaron en el último mes y en promedio alcanzaron máximos del año. Las primas de riesgo en México y Colombia han sido las que más han aumentado en los últimos meses (Gráfico 7).

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

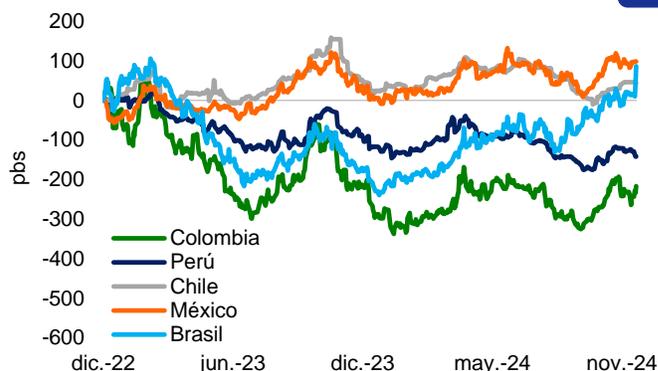
5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5*

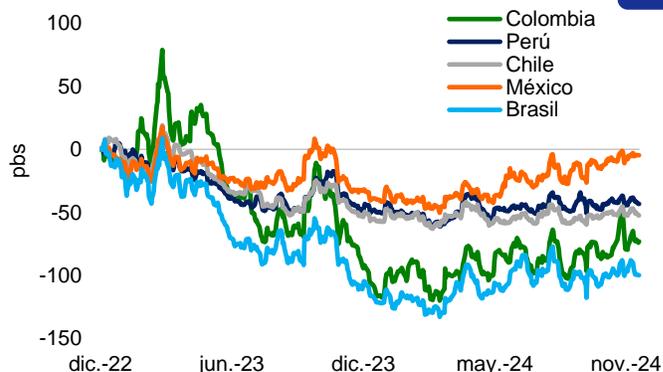
6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC. *Series son el cambio en tasas desde diciembre de 2022.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

7



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC. *Series son el cambio en puntos básicos desde diciembre de 2022.

¹ Para el cálculo utilizamos modelos de regresión simple entre los Tesoros a 10 años y tres regresores: tasa Fed, tenencias de activos Fed y condiciones de liquidez en mercado de Tesoros. Los datos son series mensuales desde enero de 2008.

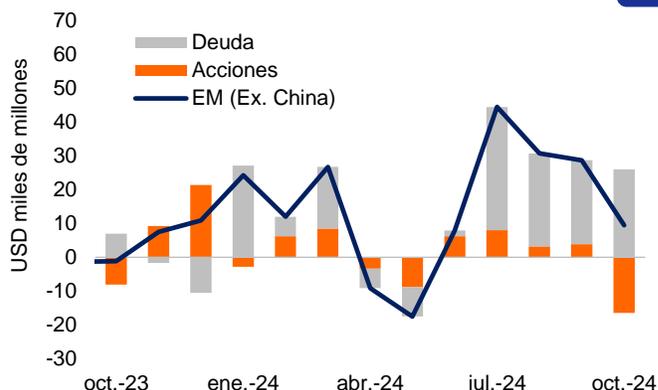
Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados EM, excluyendo a China, completaron cinco meses consecutivos en terreno positivo, aunque la información preliminar de 4T24 dan cuenta de una desaceleración en dicho ritmo de entradas. En efecto, según las cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la entrada de flujos en octubre fue por USD 9,500 millones, muy por debajo del promedio mensual de USD 34,600 millones de 3T24.

Por clase de activos, las compras de octubre volvieron a estar concentradas en títulos deuda con un flujo mensual de USD 26,000 millones, mientras que USD 16,500 millones fueron ventas de participaciones de capital² (Gráfico 8). En lo corrido de 2024, las compras netas de títulos de deuda ascienden a USD 153,100 millones, muy por encima de las compras netas por USD 4,600 millones en acciones.

La información preliminar de noviembre, según cifras de EPFR, da cuenta de ventas netas que rondarían los USD 4,800 millones. En acciones y bonos se evidencian salidas por USD 1,800 millones y USD 3,000 millones, respectivamente.

Otros índices adelantados de estos flujos sugieren una demanda de activos hacia EM que se mantendría relativamente estable. Por ejemplo, el índice de Bloomberg EMFP, que funciona como variable *proxy* de estos flujos de inversión de portafolio hacia EM, anticipa entradas netas por cerca de USD 9,400 millones.

Flujos de inversión de portafolio hacia EM



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

² IIF Capital Flows Tracker – November 2024.

Mercado local

La curva de rendimientos de los TES volvió a desplazarse al alza en noviembre, principalmente los títulos de larga duración. Las operaciones no explícitas de manejo de deuda de la Nación, retirando de circulación TES COP y TES UVR de menor duración, ascendieron hasta COP 24.4 billones con corte a octubre. Según nuestros cálculos, estas recompras habrían continuado en noviembre, concentradas en un 84% en TES UVR, lo que en parte explicaría el fuerte aumento en las tasas de los TES2025.

Los volúmenes de negociación ascendieron en noviembre y las condiciones de liquidez en el mercado permanecen en niveles balanceados. La demanda de inversionistas locales en el mercado secundario se mantuvo relativamente fuerte, a pesar de la elevada volatilidad observada en el mercado.

Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP aumentó 14 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 9). La pendiente de la curva disminuyó 86 pbs hasta niveles de 298 pbs, alcanzando mínimos de un mes (Gráfico 10). La recompra acumulada de TES COP al corte de octubre asciende a COP 15.4 billones.

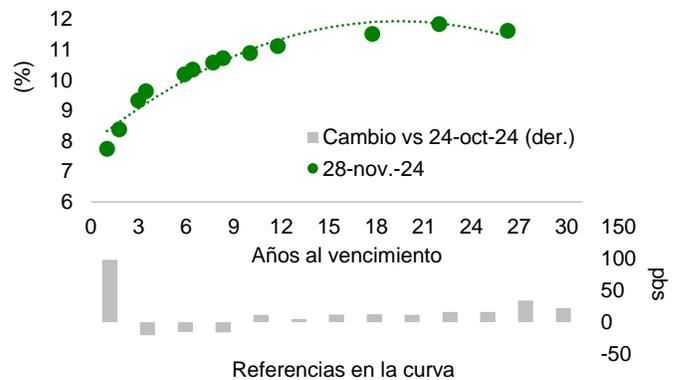
En el tramo corto de la curva, los rendimientos de los TES2025, los más susceptibles a los canjes de deuda en meses previos, aumentaron 98 pbs hasta niveles promedio de 7.75%. En contraste, las tasas de los TES2026 disminuyeron 21 pbs hasta 8.38%.

Las tasas de interés de más corto plazo en el mercado de TES registraron leves incrementos, afectados por una menor demanda de inversionistas locales. Las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) aumentaron hasta un promedio de 9.1% en noviembre, algo que las tasas de los TES a 1 año en la curva cero-cupón también hicieron hasta niveles de 8.76% (Gráfico 11). Las tasas de interés de los títulos de deuda privada a 360 días hicieron lo propio hasta niveles promedio de 9.88%.

En este entorno, el diferencial entre las tasas de los títulos de deuda privada a 1 año y los TCO se redujo a niveles de 78 pbs, por debajo de su promedio histórico de 113 pbs. Esta nueva situación podría alimentar el atractivo

Evolución mensual de la curva TES COP

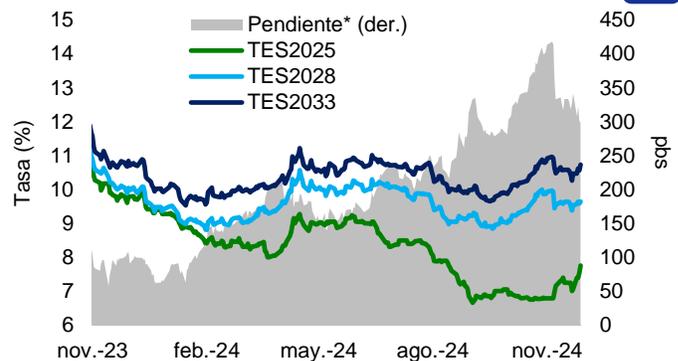
9



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y diferencial intertemporal

10



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial entre los rendimientos de los TES2033 y TES2025.

relativo hacia la deuda pública de corto plazo, especialmente en momentos de turbulencia y mayor aversión al riesgo en el mercado local.

En contraste, las tasas de interés de corto plazo en el mercado monetario registraron descensos. Las tasas de los swaps IBR a 12 meses disminuyeron hasta niveles promedio de 8.31%, favorecidas por unas expectativas del mercado que siguen apostando a recortes en la tasa de BanRep durante los próximos meses.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron valorizaciones en tasa de 16 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2028, una de las referencias más líquidas de este tramo, presentó un movimiento a la baja de 16 pbs hasta 9.64%. Adicionalmente, los rendimientos de los TES2027 también se redujeron en 16 pbs hasta 9.34%.

Por otra parte, los rendimientos de los TES COP de más largo plazo registraron incrementos en promedio de 16 pbs. Los TES2046 y TES2050 fueron los que más se desvalorizaron en este tramo con aumentos promedio en tasa de 28 pbs hasta 11.85% y 11.63%, respectivamente. En promedio, las tasas de interés de los TES de más larga duración se sitúan en 10.99%.

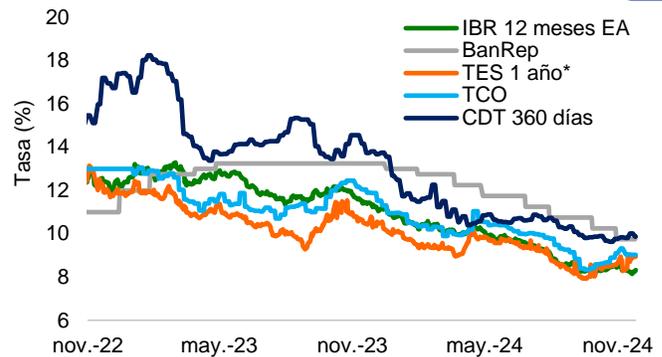
En contraste, la curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento bajista de 6 pbs. En el tramo corto de la curva, las tasas de los TESUVR2025 aumentaron 10 pbs hasta 2.1% (Gráfico 12). La recompra acumulada de estos títulos por operaciones de canjes de la Nación este año asciende a COP 8.9 billones al corte de octubre.

En el tramo medio de la curva TES UVR se registraron desvalorizaciones de 7 pbs, en promedio. Allí sobresalen los rendimientos de los TESUVR2027, los cuales se incrementaron 14 pbs hasta 5.18%. En el tramo largo de la curva, el movimiento promedio de los rendimientos de los títulos fue de 16 pbs a la baja, donde sobresale la reducción de 37 pbs en las tasas de los TESUVR2049 hasta niveles de 4.76%.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES ascendió hasta niveles del orden de 5.38% (Gráfico 13). El promedio de las inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES, que resulta una medida más precisa, aumentó en noviembre hasta 5.25%.

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

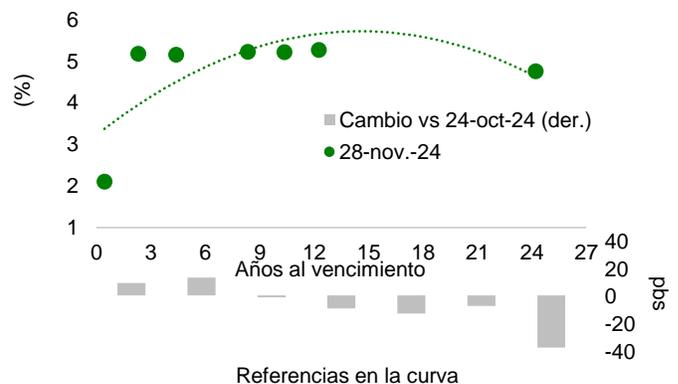
11



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

Evolución mensual de la curva TES UVR

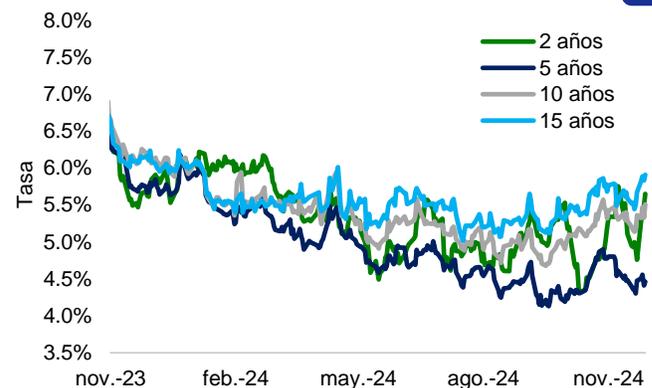
12



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

13



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

El volumen promedio-día transado en SEN en noviembre fue de COP 2.7 billones, superior a los volúmenes registrados en octubre. En comparación con el mismo mes del año anterior, estos volúmenes fueron inferiores en COP 600 mil millones (Gráfico 14).

Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2028, TES2036 y TES2046, todas referencias del tramo medio-largo de la curva. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, TESUVR2029 y TESUVR2037.

La curva TES USD se mantuvo relativamente estable frente en comparación a la fecha de corte de nuestro último informe. En la parte media-larga de la curva se observaron las mayores desvalorizaciones, generando un empinamiento consistente con el deterioro en la percepción de riesgo-país.

Los rendimientos del tramo corto de la curva TES USD registraron disminuciones de 7 pbs, alcanzando niveles de 5.56%. En la parte media y larga de la curva, las tasas de interés se incrementaron en promedio 2 pbs hasta 7.46%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés registraron movimientos bajistas de 18 pbs hasta 6.79%.

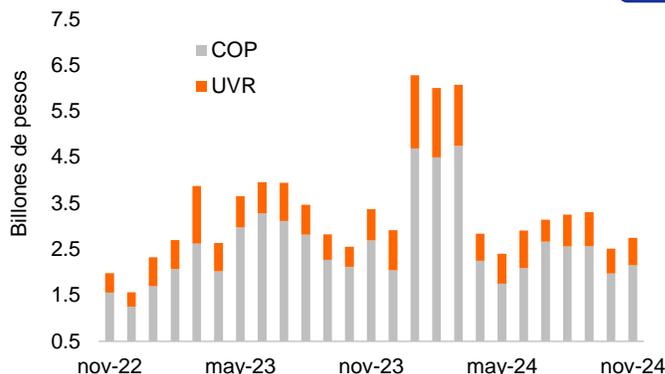
Con relación a las subastas de TCO, el monto colocado en el acumulado de 2024 asciende a COP 16.4 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de noviembre registraron un promedio de 9.14% y su demanda en el mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 1.7 veces (Gráfico 15).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de octubre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 992 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 58.9%, superior al 54.3% del mismo mes de 2023 y alcanzó máximos desde diciembre de 2022.

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se situó en 38% del PIB, superior al 35.1% del mismo mes del año anterior. La proporción de la deuda externa fue de 20.8% del PIB, por encima del 19.3% de octubre de 2023 (Gráfico 16). Así, la distribución de la deuda total

Volumen de negociación promedio-día en SEN

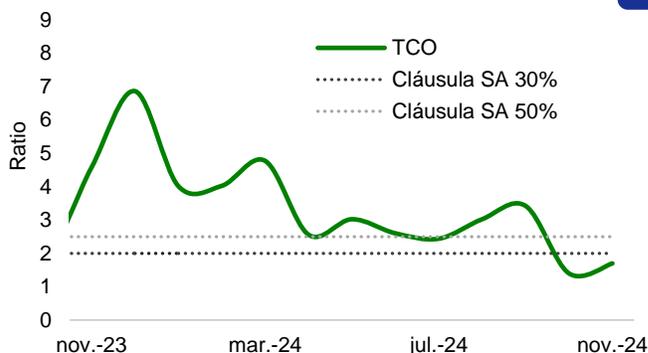
14



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Bid to cover en las subastas primarias de TES

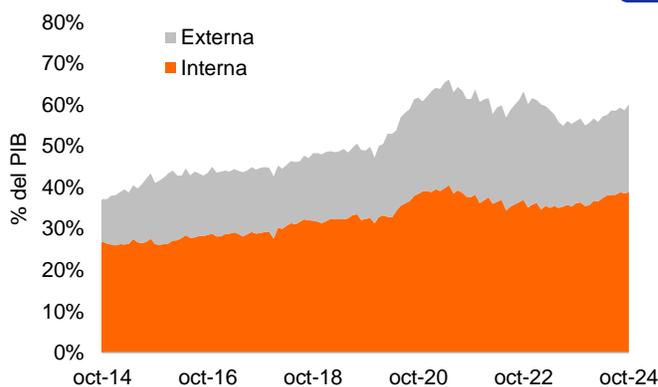
15



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio mensual de subastas semanales de corto y largo plazo.

Saldo de la deuda bruta total del GNC

16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

muestra una participación a favor de la deuda interna con un 64.6% del saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles de 35.4%.

Los datos de octubre de tenedores de TES, publicados por el MHCP, volvieron a dar cuenta de una sólida demanda de inversionistas locales. Esta demanda sigue cubriendo más que proporcionalmente la ausencia de compras de inversionistas extranjeros.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) mantuvieron su posición como los mayores tenedores de TES con una participación de 32% del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron por COP 3.8 billones, las más altas desde mayo del presente año y completaron 22 meses consecutivos de incrementos netos (Gráfico 17).

Los bancos comerciales fueron compradores en COP 7 mil millones y su participación sobre el saldo total se mantuvo en 14.8%. De igual manera, las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1 billón, con lo cual su participación sobre el saldo total permaneció en máximos históricos de 11.5%.

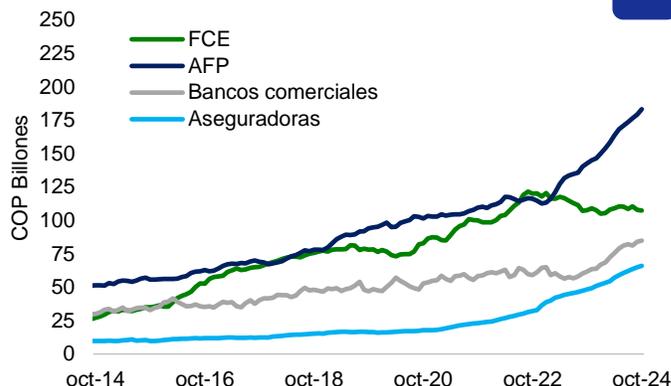
En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó compras netas por COP 1 billón. Por otra parte, BanRep no realizó ni compras ni ventas definitivas de TES en octubre.

Los Fondos de Capital Extranjeros (FCE) fueron vendedores netos por segundo mes consecutivo en COP 400 mil millones. El saldo de tenencias netas de los FCE disminuyó hasta COP 107.4 billones, aunque se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 18.8% del saldo total de la deuda pública interna. Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo vendedores netos nuevamente por COP 1.6 billones en noviembre. Las cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria confirman lo anterior, con salidas acumuladas por USD 312 millones durante el mismo mes.

En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep se redujo hasta un promedio-día de COP 16.7 billones. Frente a noviembre del año pasado (COP 13.8 billones), la demanda de liquidez fue superior, aunque no necesariamente sugiere condiciones más apretadas en la liquidez del mercado. El cupo de repos de expansión a un

Evolución principales tenedores de TES

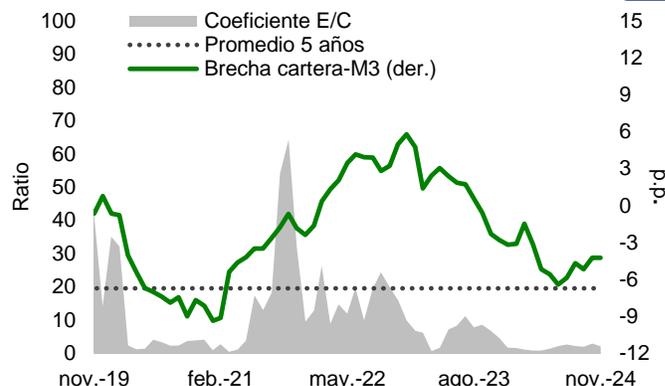
17



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

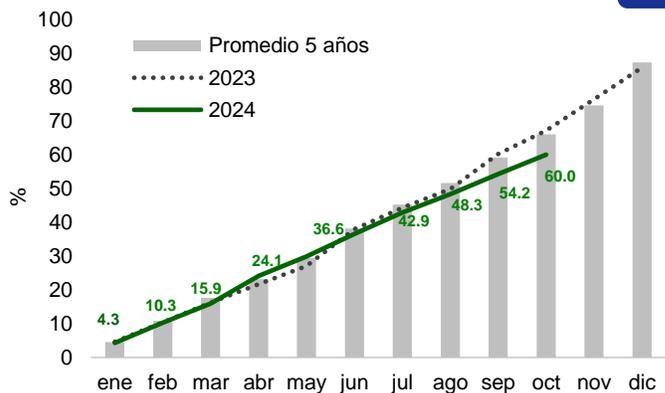
18



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

Comparativo del ritmo de ejecución del PGN

19



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

día también disminuyó a COP 12.6 billones, con una utilización que bordeó el 74%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 12.4% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó frente a octubre y se situó en COP 7.9 billones, consistente con una menor demanda de liquidez en el sistema.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) disminuyó en noviembre y permanece muy por debajo del promedio de los últimos 5 años. La brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos también se mantiene en niveles negativos, situación que sigue liberando presiones de liquidez asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 18).

De acuerdo con cifras de la DIAN, el recaudo tributario acumulado a corte de octubre ascendió a COP 222.9 billones, lo que refleja un cumplimiento de 86.5% de la meta establecida en el MFMP24. Frente al acumulado de 2023, el recaudo total registra una caída de 7.2% (equivalente a -11.9% en términos reales), muy por debajo del crecimiento acumulado de 13.4% del mismo periodo del año pasado.

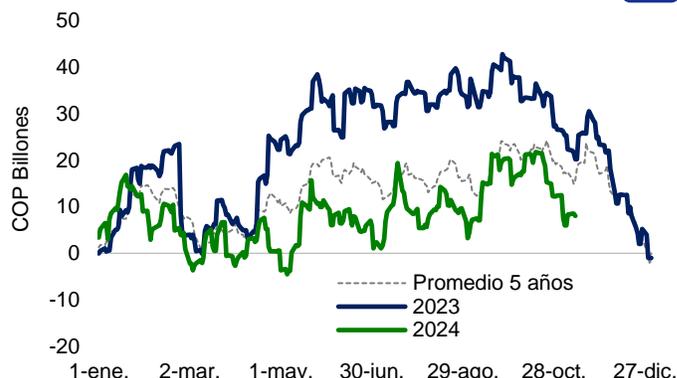
Por su parte, la ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) al mes de octubre, excluyendo servicio de deuda, ascendió a 60% de la meta (Gráfico 19). Este ritmo de ejecución es muy inferior al 67.1% de 2023 y al promedio de 66% para el mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años, algo que es consistente con los recortes de gasto anunciados por el Gobierno en el PGN 2024 para garantizar el cumplimiento de la Regla Fiscal.

Bajo este contexto, el saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep registra un incremento año corrido de COP 8.1 billones al corte del 15 de noviembre (Gráfico 20). Esta cifra es sustancialmente inferior al acumulado promedio de los últimos 5 años y a los cerca de COP 25.8 billones que se acumularon en la caja de la DTN durante el mismo periodo de 2023.

Esperamos que las condiciones de liquidez permanezcan relativamente estables en diciembre, favorecidas en parte por el vencimiento de TCO por COP 3 billones (Gráfico 21).

Cambio año corrido de los depósitos de la DTN

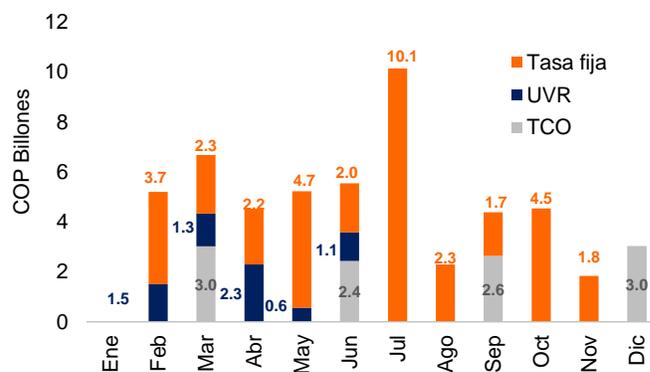
20



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Pago de cupones y vencimientos en 2024

21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Aspectos técnicos

La posición riesgo-rentabilidad de Colombia sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM mejoró durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años aumentó desde niveles de 3.5% hasta 4.85%, superior a la tasa promedio de 3.44% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 117 pbs a la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, las cifras disponibles sugieren que la tasa REP de los títulos de deuda pública de Colombia continúan lejos de títulos comparables como los de Sudáfrica y Brasil. Estos presentan condiciones similares en términos de prima de riesgo, pero con un rendimiento real ampliamente superior.

Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2024 y tomando el diferencial de tasas de los bonos con la tasa repo en cada país (RS), la posición técnica de Colombia en la muestra está lejos de la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES ascendieron hasta 6.13% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.75%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 0.51 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de -1.84 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES2028 y TES2031, con un espacio de valorización de hasta 35 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un margen de valorización de 21 pbs, en promedio. Según el modelo de eficiencia-duración, algunos spreads en la curva serían aprovechables como el caso de los TESUVR2027 y TESUVR2029, con un espacio de valorización de 94 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también indican que la curva de rendimientos se encuentra muy cerca de sus valores justos. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2033, TESUSD2034 y TESUSD2054 como

Niveles justos de los TES de largo plazo

22



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
 *Ajustes mínimos y máximos de modelos de regresiones múltiples.

los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 36 pbs.

Desde una óptica estructural, según nuestros mejores modelos econométricos para estimar los valores justos de los TES COP de largo plazo (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), los rendimientos de equilibrio de los TES a 10 años se estiman cerca de 10.68% (Gráfico 22).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 10.73%, lo anterior sugiere un margen de valorización de 5 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es alta.

Expectativas de corto plazo

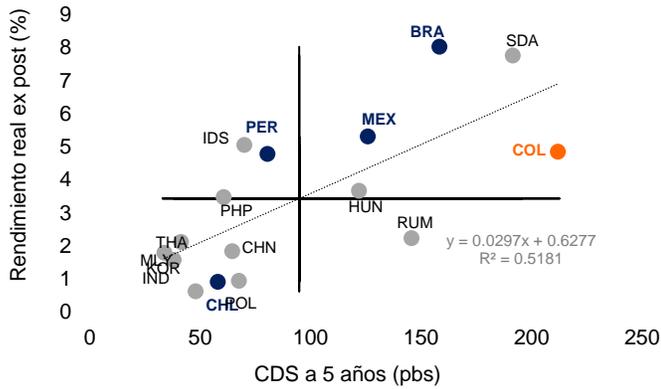
Seguimos anticipando un entorno altamente desafiante para la renta fija internacional en diciembre. Fundamentalmente, el exceso de oferta de Tesoros ha persistido y las preocupaciones por los potenciales efectos inflacionarios que tendrían las medidas propuestas por el presidente electo de EEUU están presionando significativamente al alza las tasas de interés de estos bonos. Adicionalmente, la rentabilidad total que sigue ofreciendo la renta variable relativa a la renta fija sigue siendo superior, lo que desincentiva la demanda por estos últimos.

En el plano local, los TES se han mantenido presionados por la incertidumbre y las crecientes preocupaciones en el frente fiscal. Además de los efectos colaterales de programar un cumplimiento de la regla fiscal sobre el límite, la oferta prevista de TES para 2025 se percibe ahora más alta dadas las mayores necesidades de financiamiento de la Nación. Como lo explicamos previamente, esto ha venido acompañado de un aumento sistemático de la prima de riesgo-país a lo largo del año y que durante el último mes alcanzó niveles máximos de 2024.

De esta forma, seguimos estimando un espacio de valorización muy limitado para los TES COP respecto a sus niveles actuales. Las oportunidades relativamente más interesantes se siguen vislumbrando en el tramo medio, cuyos diferenciales contra títulos de menor duración siguen siendo atractivos y cuya liquidez ha mejorado considerablemente.

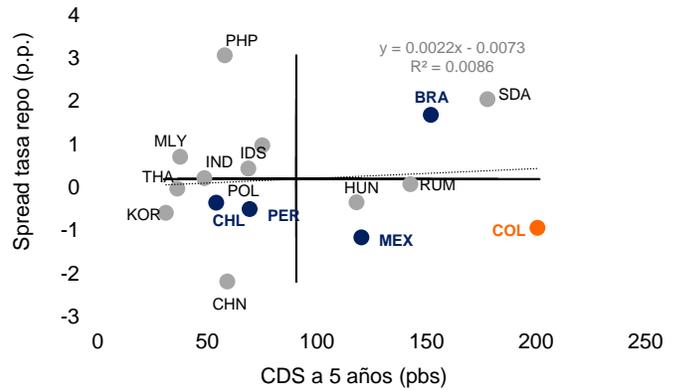
Para diciembre **estimamos niveles objetivo de 8.3% para los TES2026 y de 10.6% para los TES2033**. Estas perspectivas siguen incorporando de manera implícita un empinamiento adicional de la curva TES COP, aunque seguimos anticipamos que hacia 1T25 podría comenzar a frenarse.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



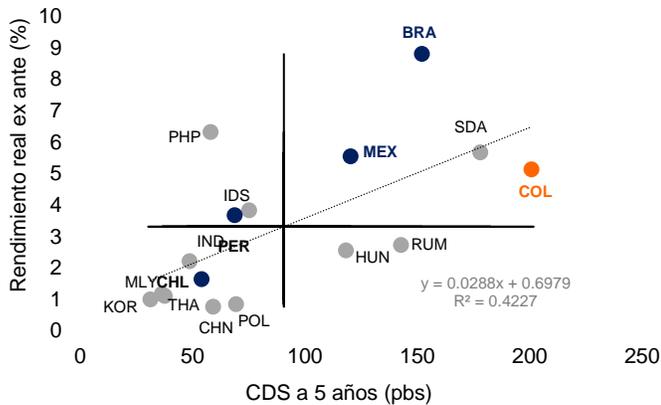
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



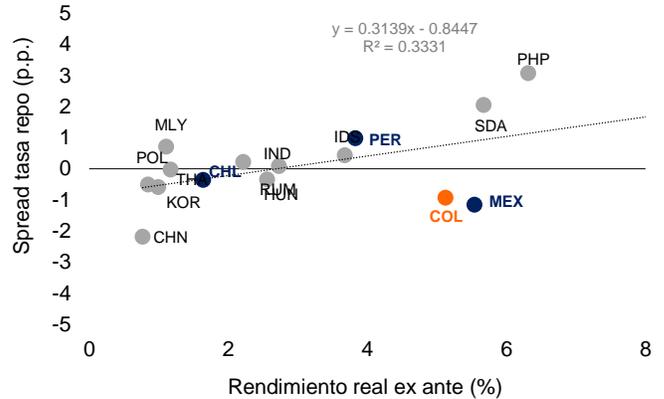
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



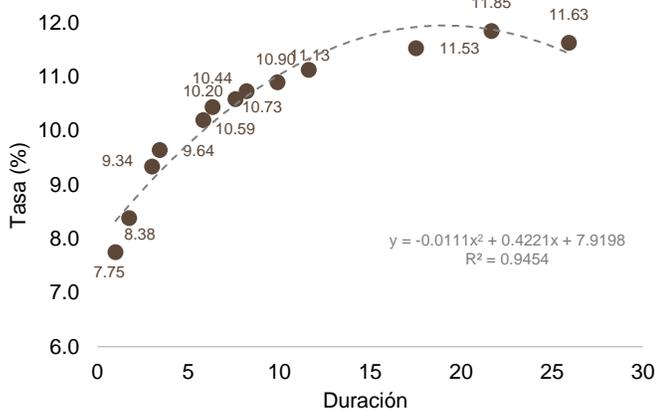
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



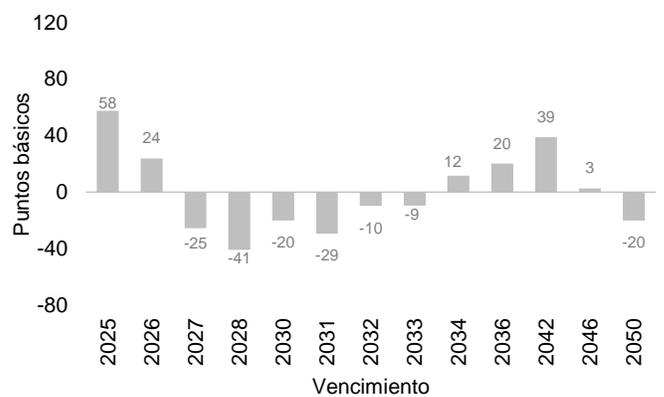
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



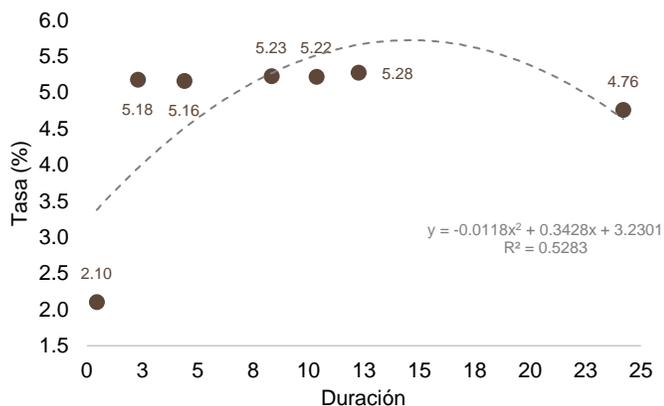
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



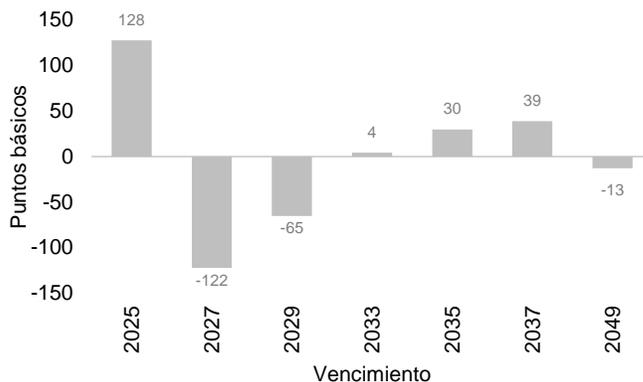
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



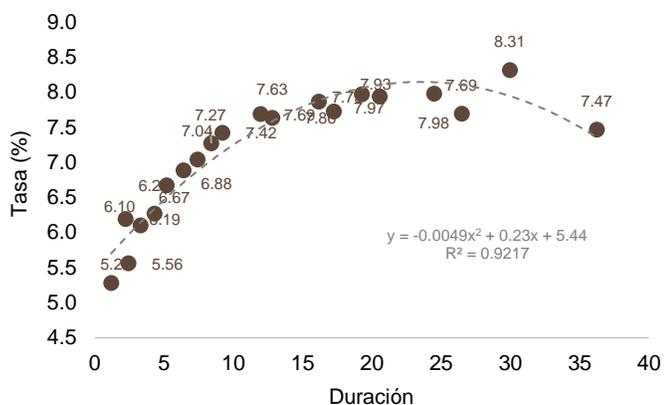
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



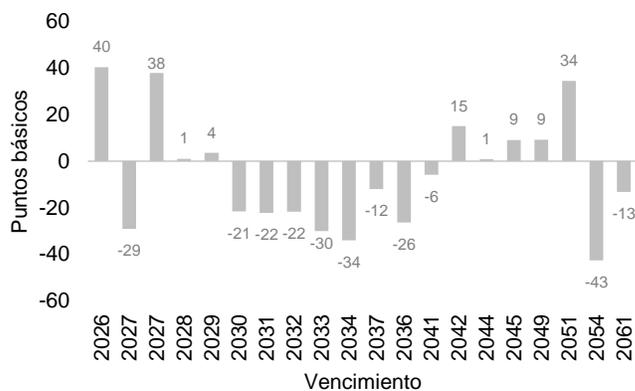
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en curva TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES en pesos

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
TFIT08261125	nov-25	6.25	0.9	7.75	94	-152	-186	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.5	8.38	-31	-100	-144	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.6	9.34	-16	-6	-56	
TFIT16280428	abr-28	6.00	2.8	9.64	-21	23	-26	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.3	10.20	0	63	10	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.5	9.95	-10	30	-50	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.5	10.44	4	76	16	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.2	10.59	2	71	6	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.7	10.73	-7	81	6	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.3	10.90	-9	92	18	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.9	11.13	-2	102	35	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.3	11.53	10	120	50	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.4	11.85	27			
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.5	11.63	12	139	76	

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES UVR

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
TUVT11070525	may-25	3.50	0.4	2.10	20	-119	-190	
TUVT11170327	mar-27	3.30	2.1	5.18	10	162	95	
TUVT10180429	abr-29	2.25	3.9	5.16	-11	147	82	
TUVT20250333	mar-33	3.00	6.9	5.23	-12	123	65	
TUVT20040435	abr-35	4.75	7.7	5.22	-18	110	55	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.1	5.28	-19	111	54	
TUVT32160649	jun-49	3.75	14.7	4.76	-43	72	20	

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES Globales

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
COLGLB26	ene-26	4.50	1.1	5.28	15	-8	-66	
COLGLB27	feb-27	8.38	1.9	6.19	51	-35	-87	
COLGLBA27	abr-27	3.88	2.2	5.56	-2	20	-55	
COLGLB28	mar-28	11.85	2.6	6.10	25	-38	-83	
COLGLB29	mar-29	4.50	3.6	6.27	6	33	-49	
COLGLB30	ene-30	3.00	4.4	6.67	2	56	-24	
COLGLB31	abr-31	3.13	5.3	6.88	-2	57	-17	
COLGLB32	abr-32	3.25	6.0	7.04	-1	61	-11	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.4	6.79	-18	-52	-107	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.8	7.27	-9	65	-6	
COLGLB34	feb-34	7.50	6.1	7.42	-3	71	0	
COLGLB36	oct-36	7.75	7.6	7.69				
COLGLB37	sep-37	7.38	7.9	7.63	-7	72	-5	
COLGLB41	ene-41	6.13	8.9	7.86	-6	84	2	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.2	7.73	-14	85	9	
COLGLB44	feb-44	5.63	9.9	7.97	-5	87	9	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.6	7.93	-4	90	19	
COLGLB49	may-49	5.20	11.1	7.98	-6	95	19	
COLGLB51	may-51	4.13	12.2	7.69	-7	87	18	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.8	8.31				

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
