



Deuda pública
Mercado de TES

fixed
income

Diciembre 23 de 2024

Más rojo que verde

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 pronunciaron su tendencia alcista durante el último mes, afectadas por un tono más cauteloso de los principales faros monetarios mundiales y los crecientes riesgos fiscales-inflacionarios en varias de esas economías. El ciclo de EEUU se está extendiendo y es previsible que el proceso de flexibilización monetaria en ese país, de cara a 2025, sea más lento frente a lo que se esperaba en meses previos. En este entorno, los títulos más afectados han sido los de renta fija.

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 diciembre, la demanda por estos activos se estaría desacelerando en 4T24, afectados principalmente por el nuevo tono de la Fed y un dólar más fuerte.

La curva de rendimientos TES COP presentó un fuerte desplazamiento al alza, consistente con unas presiones fiscales no despreciables y la expectativa de una mayor oferta de títulos para 2025. Los TES UVR también presentaron desvalorizaciones que se concentraron en los títulos de mayor duración, mientras que los títulos del tramo corto se beneficiaron por el componente estacional de la inflación. Así mismo, la curva de rendimientos de los TES USD se desvalorizó, en línea con el contexto global de la renta fija y los recientes incrementos en la prima de riesgo-país.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron levemente 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. Además, los TES de más largo plazo siguen expuestos al riesgo internacional y fiscal local. Las oportunidades más interesantes se siguen vislumbrando en el tramo medio, cuyos diferenciales siguen siendo atractivos con respecto a los títulos de menor duración y cuya liquidez ha venido aumentando.

Contexto internacional

Los títulos de deuda a nivel global extendieron su racha de desvalorizaciones en el último mes del año, afectados por un tono más restrictivo de los principales faros monetarios que ha decepcionado las expectativas de los inversionistas. La inflación global siguió descendiendo, pero su velocidad se ha moderado y muchos riesgos alcistas han surgido en el horizonte, llevando a los Bancos Centrales (BC) a actuar con mayor cautela (ver “¿Y el regalo de navidad?” en [IMCE – Diciembre de 2024](#)).

Bajo este contexto, los índices globales de renta fija soberana se desvalorizaron en 1.3% en comparación a la fecha de corte de nuestro último informe. En los mercados avanzados, el índice de bonos soberanos de EEUU y de la Eurozona disminuyeron 1.7% y 0.2%, respectivamente (Gráfico 1). Por su parte, los índices de deuda pública de LATAM y de mercados emergentes (EM) registraron desvalorizaciones promedio de 1.6%.

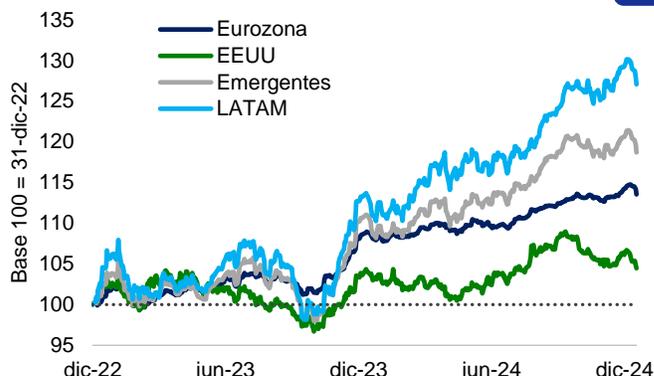
En contraste, todos los índices de renta fija soberana registraron valorizaciones del orden de 5.9% en 2024. El índice de EEUU registró un incremento de 0.4%, el más rezagado frente a sus pares. En efecto, los índices de deuda pública en la Eurozona y EM mostraron valorizaciones acumuladas de 5.6%, en promedio. El índice de bonos soberanos de LATAM se valorizó 12.1%, soportado por las reducciones de tasas de interés e inflación que fueron relativamente más pronunciadas en estas economías y un mayor apetito por riesgo global.

En EEUU, la Fed recortó nuevamente en 25 pbs su tasa de referencia hasta el rango 4.25% - 4.5%, en línea con lo que esperaba el mercado y con nuestras expectativas. No obstante, el ciclo expansivo en EEUU se está extendiendo, lo que implica costos sobre el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta y también sobre el ciclo de flexibilización monetaria (ver “Una Fed cautelosa” en [CE – Diciembre 20 de 2024](#)).

Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, sugieren sólo una reducción de 25 pbs en 2025, la cual ocurriría hacia mediados de año. Según el nuevo material de proyecciones de los miembros del FOMC, el ciclo completo de recortes en 2025 sería de 100 pbs. Esto indica que el mercado estima ahora mucho más lento el

Evolución de los índices de renta fija soberana

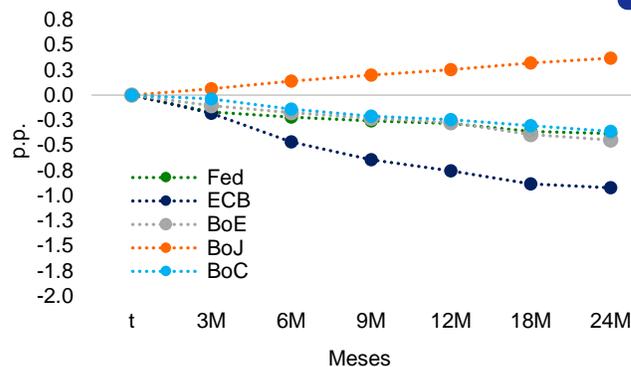
1



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.

proceso de flexibilización monetaria en EEUU frente al de otras economías avanzadas.

El Banco Central Europeo (BCE) redujo en 25 pbs su principal tasa de referencia en diciembre hasta 3.15%. Para todo 2025, los mercados anticipan un ciclo completo de recortes de tasas de 75 pbs. Por otro lado, el Banco Central de Inglaterra (BoE) mantuvo inalterada su tasa de interés hasta 4.75% y el mercado anticipa 2 reducciones de 25 pbs durante los próximos 12 meses.

El Banco de Canadá (BoC) aceleró su ritmo de recortes y redujo su tasa de referencia en 50 pbs hasta 3.75%. 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 diciembre, los BC de México y el de Chile recortaron en sendos 25 pbs sus tasas de referencia hasta 10% y 5%, respectivamente. Por su parte, el BC de Perú mantuvo inalterada su tasa de interés en 5%, pero se espera que retome su senda de recortes en un periodo no mayor a 3 meses. La excepción de los últimos meses fue el BC de Brasil, el cual decidió acelerar su ciclo de endurecimiento monetario ante los crecientes riesgos fiscales-inflacionarios en su economía, incrementando en 100 pbs su tasa de referencia hasta 12.25%.

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, aunque en menor magnitud y a un ritmo más lento que en 2024. 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 40 pbs en el último mes hasta niveles de 4.51%, alcanzando máximos no vistos desde mayo de 2024. Controlando por la postura monetaria de la Fed, estos niveles se ubican muy por encima de nuestras estimaciones de precio justo (valor de corto

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados

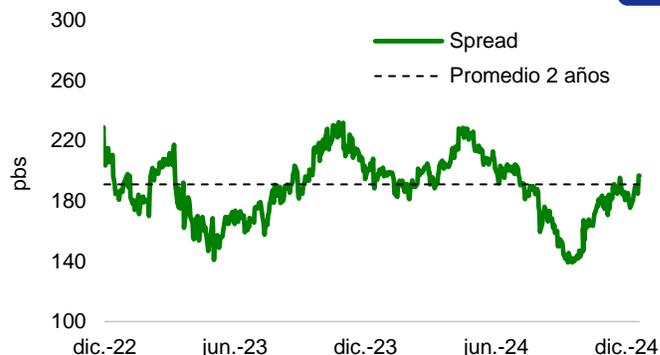
3



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.

plazo) que apuntan a niveles de 4.3%¹. El movimiento de estos rendimientos en el año corrido acumula un aumento de 64 pbs.

Las tasas de interés a 10 años de los bonos de otros mercados desarrollados registraron también movimientos alcistas (Gráfico 3). En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* aumentaron 34 pbs hasta 4.6%, mientras que los bonos a 10 años de Alemania, la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, sus tasas de interés ascendieron 22 pbs hasta 2.31%. Los rendimientos de los bonos a 10 años en Japón aumentaron 3 pbs hacia niveles de 1.08%.

El *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas aumentó 16 pbs en diciembre, y se sitúa en línea con su promedio de 2 años (Gráfico 4). El mayor *spread* continúa siendo contra los bonos de Japón, el cual se ubica en 373 pbs.

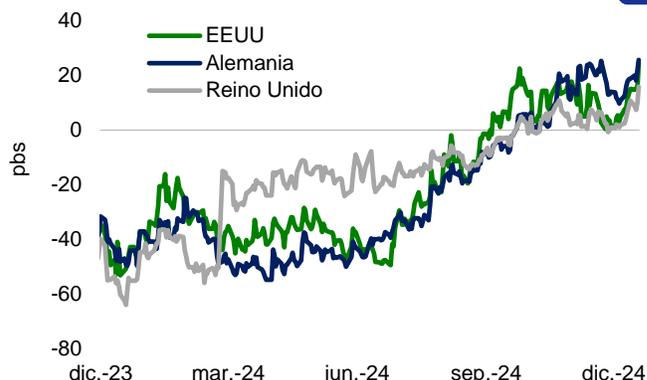
El empinamiento de las curvas de bonos soberanos en los mercados avanzados continuó en el último mes y se incrementó 12 pbs en promedio (Gráfico 5). Las curvas de Japón y de Alemania son las de mayor *spread* intertemporal con niveles de 47 pbs y 26 pbs, respectivamente. Las curvas de deuda pública en EEUU y en Reino Unido muestran una pendiente positiva de 25 y 16 pbs, en ese mismo orden.

Las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo en LATAM también registraron aumentos importantes 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 48 pbs, principalmente en Brasil por las crecientes tensiones fiscales y un paquete de recortes de gasto que parece ser insuficiente, bajo un contexto de fuertes subidas de tasas de interés por parte del BC de Brasil.

La percepción riesgo-país en los mercados de LA5, medida a través de los CDS a 5 años, se deterioró en el último mes 14 pbs en promedio. Consistente con lo mencionado previamente, la prima de riesgo en Brasil ha sido la que más ha aumentado en los últimos meses (Gráfico 7).

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

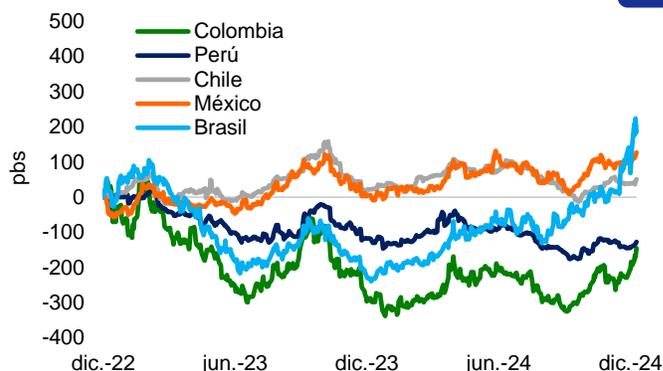
5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5*

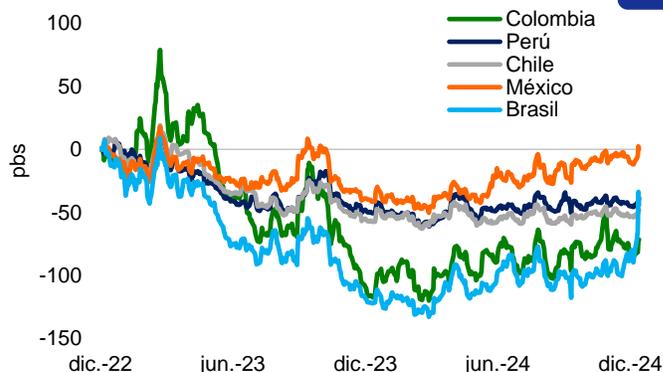
6



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 seis meses consecutivos en terreno positivo, aunque la información preliminar de 4T24 da 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 noviembre fue por USD 32,600 millones, por debajo del promedio mensual de USD 34,600 millones de 3T24.

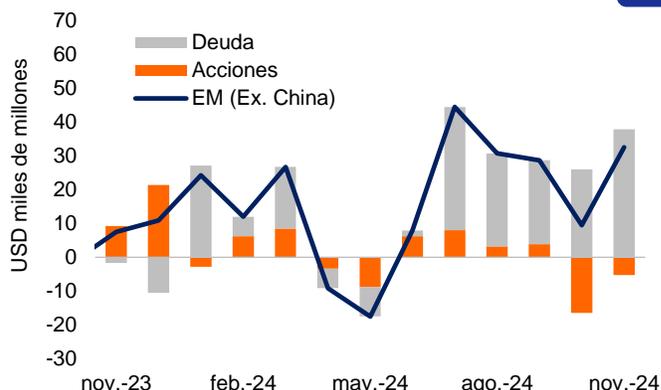
Por clase de activos, las compras de noviembre volvieron a estar concentradas en títulos deuda con un flujo mensual de USD 37,900 millones, mientras que USD 5,300 millones fueron ventas de participaciones de capital² (Gráfico 8). En lo corrido de 2024, las compras netas de títulos de deuda ascienden a USD 191,000 millones, que contrasta con las ventas netas por USD 700 millones en acciones.

La información preliminar de diciembre del IIF da cuenta de compras netas por USD 3,650 millones. En acciones y bonos se evidencian entradas por USD 760 millones y USD 2,890 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 32,700 millones.

Flujos de inversión de portafolio hacia EM

8



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

² IIF Capital Flows Tracker – December 2024.

Mercado local

En línea con el contexto internacional, y exacerbada por las crecientes preocupaciones en el frente fiscal local, la curva de rendimientos de los TES volvió a desplazarse al alza en diciembre. Como lo explicábamos en informes anteriores, (ver “Como el resto del mundo” en [IMDP – Noviembre de 2024](#)) la oferta prevista de TES para 2025 se percibe ahora más alta debido a las mayores necesidades de financiamiento de la Nación, lo que ha creado presiones adicionales sobre las tasas de interés del mercado de deuda pública, especialmente en los títulos de larga duración cuyas tasas alcanzaron máximos no vistos desde finales de 2023.

Las operaciones no explícitas de manejo de deuda de la Nación con corte a noviembre, que consisten en retirar de circulación TES COP y TES UVR de menor duración, ascendieron hasta COP 28.3 billones. Según nuestros cálculos, en lo corrido de diciembre estas recompras no habrían continuado.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario se mantuvieron bajos, en línea con el efecto estacional de la temporada, y las condiciones de liquidez permanecen en niveles balanceados. La demanda de inversionistas locales en el mercado secundario se mantuvo relativamente estable, a pesar de la elevada volatilidad observada en el mercado.

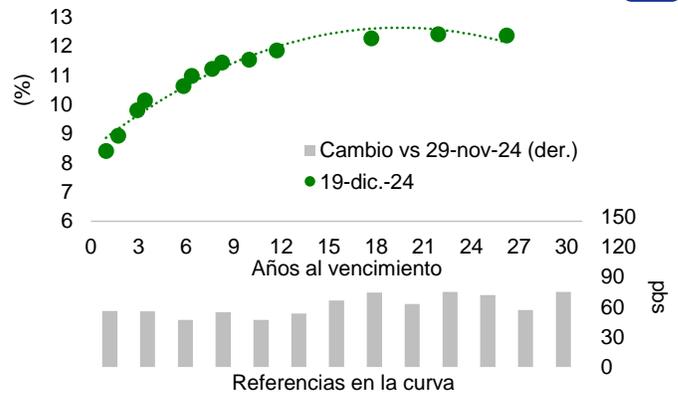
Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP aumentó 57 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 9). La pendiente de la curva se incrementó 18 pbs hasta niveles de 304 pbs, (Gráfico 10). La recompra acumulada de TES COP al corte de noviembre asciende a COP 16.3 billones.

En el tramo corto de la curva, los rendimientos de los TES2025, los más susceptibles a los canjes de deuda de meses previos, aumentaron 56 pbs hasta niveles promedio de 8.41%. A su vez, las tasas de los TES2026 ascendieron 56 pbs hasta 8.94%.

Las tasas de interés de más corto plazo en el mercado de TES registraron un comportamiento mixto, afectados por una menor demanda de inversionistas locales. Las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) se redujeron hasta un promedio de 9.07% en diciembre, en contraste

Evolución mensual de la curva TES COP

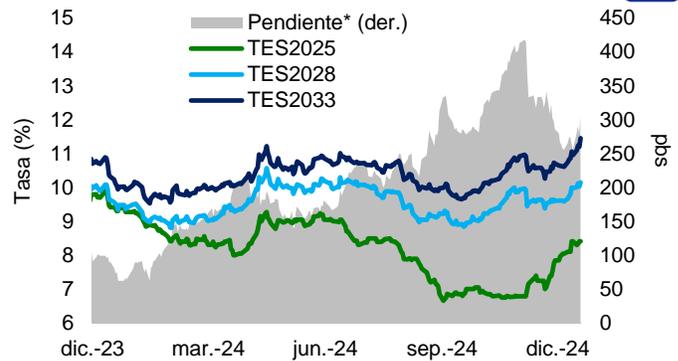
9



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.

con las tasas de los TES a 1 año en la curva cero-cupón, las cuales aumentaron hasta niveles de 8.91% (Gráfico 11). Las tasas de interés de los títulos de deuda privada a 360 días disminuyeron hasta niveles promedio de 9.78%. Las tasas de interés de corto plazo en el mercado monetario se mantuvieron estables en diciembre, con unas tasas de los swaps IBR a 12 meses que registraron niveles promedio de 8.33%.

En este entorno, el diferencial entre las tasas de los títulos de deuda privada a 1 año y los TCO se mantuvo relativamente estable en 71 pbs y permanece por debajo de su promedio histórico de 113 pbs. Esta situación alimenta el atractivo relativo hacia la deuda pública de corto plazo, especialmente en momentos de turbulencia y mayor aversión al riesgo como el actual.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones en tasa de 51 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2028, una de las referencias más líquidas de este tramo, presentó un movimiento al alza de 55 pbs hasta 10.15%. Adicionalmente, los rendimientos de los TES2027 también aumentaron en 47 pbs hasta 9.82%.

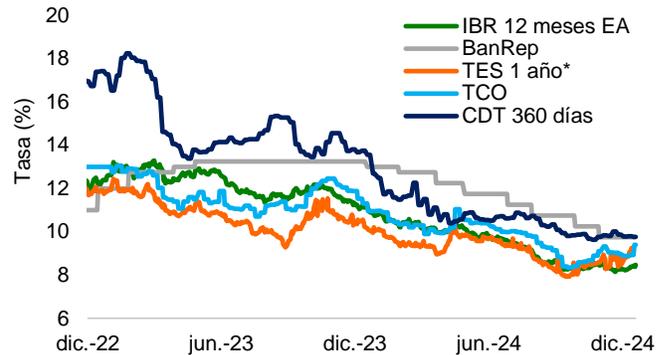
Por otra parte, los rendimientos de los TES COP de más largo plazo registraron incrementos en promedio de 65 pbs. Los TES2036 y TES2050 fueron los que más se desvalorizaron en este tramo con aumentos promedio en tasa de 75 pbs hasta 11.87% y 12.38%, respectivamente. En promedio, las tasas de interés de los TES de más larga duración se sitúan en 11.64%.

La curva de rendimientos de los TES UVR registró también un movimiento alcista de 11 pbs, aunque se destacan las valorizaciones del tramo corto, pues esta referencia se benefició por el componente estacional de la inflación. En el tramo corto de la curva, las tasas de los TESUVR2025 disminuyeron 20 pbs hasta 1.81% (Gráfico 12). La recompra acumulada de estos títulos por operaciones de canjes de la Nación este año asciende a COP 12 billones al corte de noviembre.

En el tramo medio de la curva TES UVR se registraron valorizaciones de 4 pbs, en promedio. Allí sobresalen los rendimientos de los TESUVR2027, los cuales se redujeron 16 pbs hasta 4.96%. En el tramo largo de la curva, el movimiento promedio de los rendimientos de los títulos fue de 27 pbs al alza, donde sobresale los

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

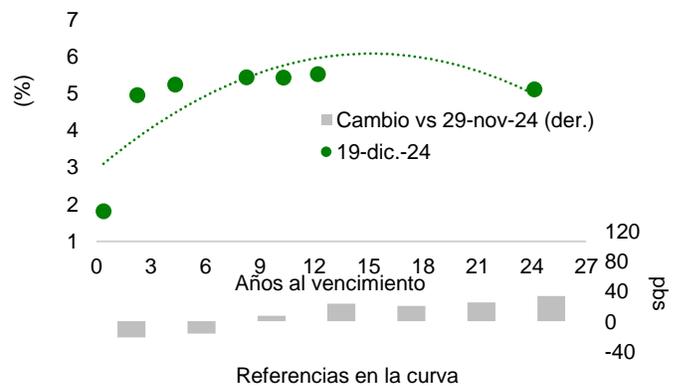
11



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.

aumentos de 35 pbs en las tasas de los TESUVR2049 hasta niveles de 5.12%.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES ascendió hasta niveles del orden de 6.06% (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 diciembre hasta 5.51%.

El volumen promedio-día transado en SEN en diciembre fue de COP 2.9 billones, superior a los volúmenes registrados en noviembre y es el monto negociado más alto desde septiembre del presente año. En comparación con el mismo mes del año anterior, estos volúmenes han sido similares (Gráfico 14).

Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2036, TES2046 y TES2050, todas referencias del tramo largo de la curva. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, TESUVR2029 y TESUVR2049.

La curva TES USD también registró un movimiento mensual alcista de 34 pbs en todo su nivel. En la parte larga de la curva se observaron las mayores desvalorizaciones, generando un empinamiento consistente con el deterioro en la percepción de riesgo-país.

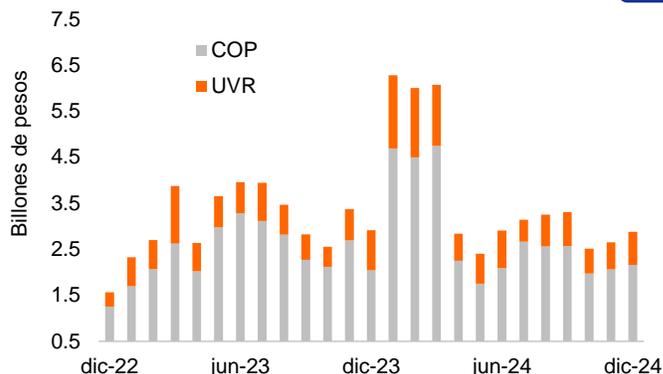
Los rendimientos del tramo corto de la curva TES USD registraron aumentos de 34 pbs, alcanzando niveles de 5.86%. En la parte media y larga de la curva, las tasas de interés se incrementaron en promedio 31 pbs hasta 7.77%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés registraron movimientos alcistas de 29 pbs hasta 7.08%.

Con relación a las subastas de TCO, el monto colocado en el acumulado de 2024 asciende a COP 17.8 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de diciembre registraron un promedio de 9.07% y su demanda en el mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 1.5 veces (Gráfico 15).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de noviembre, mostraron un saldo de la deuda que

Volumen de negociación promedio-día en SEN

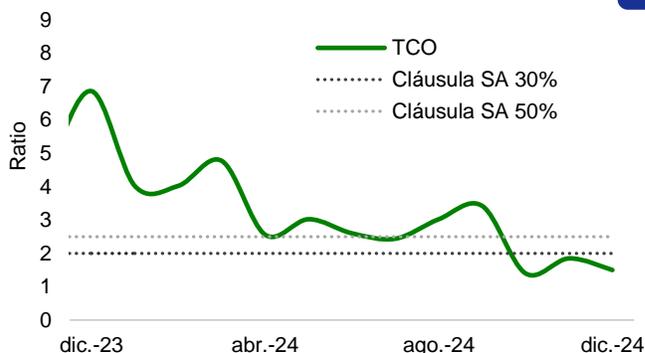
14



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Bid to cover en las subastas primarias de TES

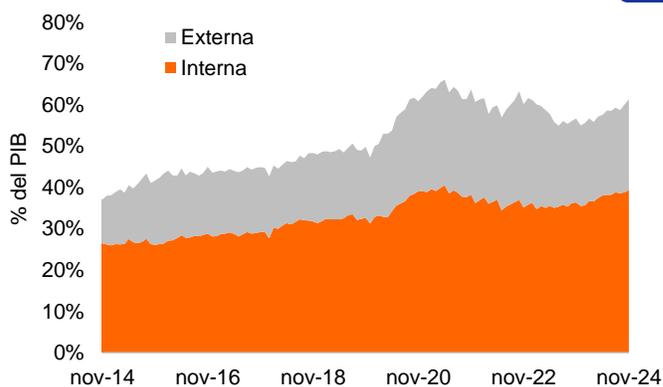
15



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.

alcanzó los COP 1,012 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 60.1%, superior al 54.9% 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 38.6% del PIB, superior al 35.3% del mismo mes del año anterior. La proporción de la deuda externa fue de 21.6% del PIB, por encima del 19.7% de noviembre de 2023 (Gráfico 16). Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 64.2% del saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles de 35.8%.

Los datos de noviembre de tenedores de TES, publicados por el MHCP, volvieron a dar cuenta de apetito por TES de los 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 31.9% del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron por COP 1.9 billones, completando 23 meses consecutivos de incrementos netos (Gráfico 17).

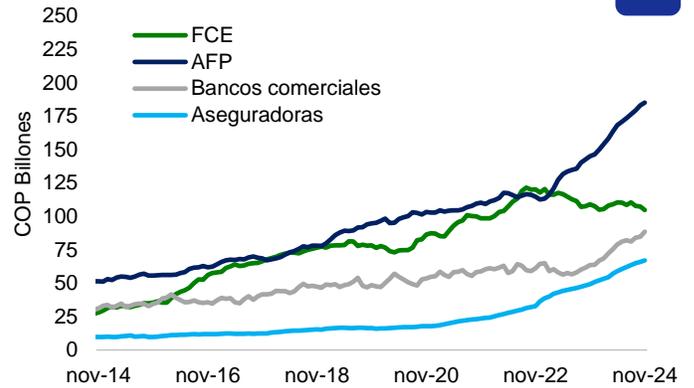
Los bancos comerciales fueron compradores en COP 3.7 billones y su participación sobre el saldo total aumentó hasta 15.3%. De igual manera, las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.1 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total permaneció en máximos históricos de 11.6%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 3 billones, las más altas desde julio del presente año. Por otra parte, BanRep no realizó ni compras ni ventas definitivas de TES en noviembre.

Los Fondos de Capital Extranjeros (FCE) fueron vendedores netos por tercer mes consecutivo en COP 2.7 billones. El saldo de tenencias netas de los FCE disminuyó hasta COP 104.7 billones, aunque se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 18.1% del saldo total de la deuda pública interna. Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo vendedores netos nuevamente por COP 630 mil millones en diciembre.

Evolución principales tenedores de TES

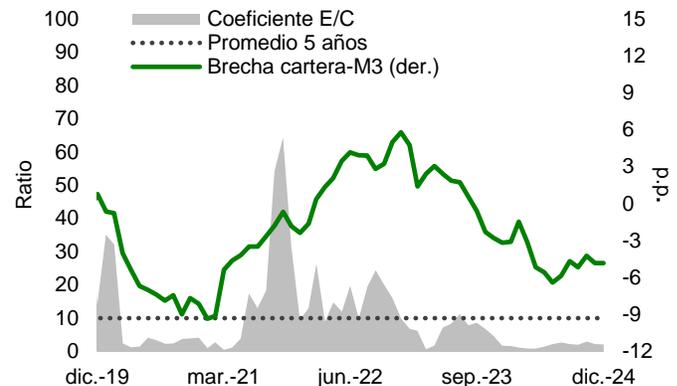
17



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

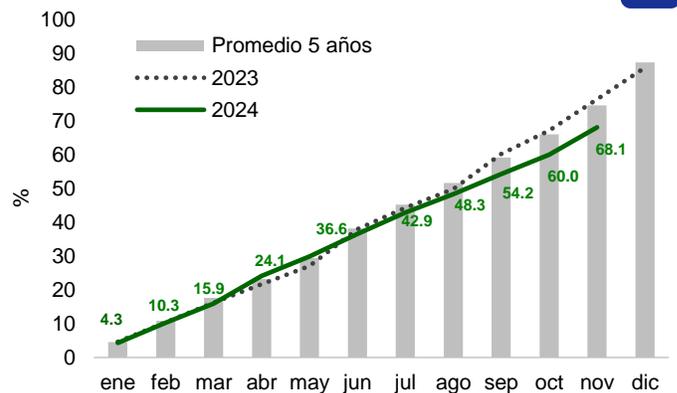
18



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

Comparativo del ritmo de ejecución del PGN

19



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep aumentó hasta un promedio-día de COP 19.2 billones. Frente a diciembre del año pasado (COP 8.1 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 día también aumentó a COP 14.9 billones, con una utilización que bordeó el 68%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 4.1% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó frente a noviembre y se situó en COP 9.4 billones.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) disminuyó en diciembre 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).

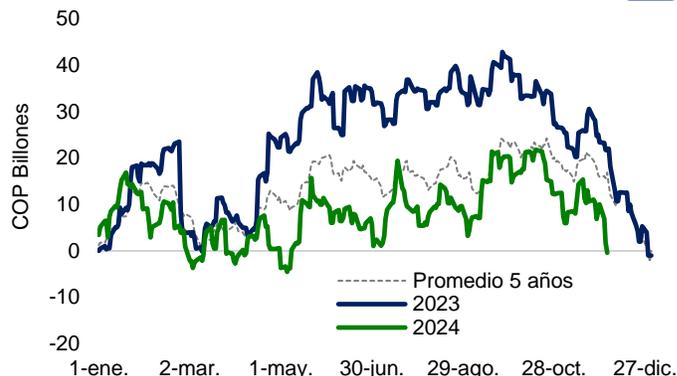
De acuerdo con cifras de la DIAN, el recaudo tributario acumulado a corte de octubre ascendió a COP 222.9 billones, lo que refleja un cumplimiento de 86.5% de la meta establecida en el MFMP24. Frente al acumulado de 2023, el recaudo total registra una caída de 7.2% (equivalente a -11.9% en términos reales), 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 noviembre, excluyendo servicio de deuda, ascendió a 68.1% de la meta (Gráfico 19). Este ritmo de ejecución es muy inferior al 76.4% de 2023 y al promedio de 74.6% 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 una reducción año corrido de COP 418 mil millones al corte del 6 de diciembre (Gráfico 20). Esta cifra es sustancialmente inferior al acumulado promedio de los últimos 5 años y a los cerca de COP 10.7 billones que se acumularon en la caja de la DTN durante el mismo periodo de 2023.

Cambio año corrido de los depósitos de la DTN

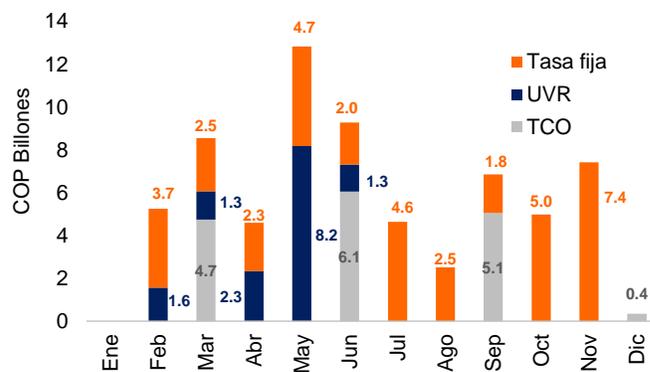
20



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Pago de cupones y vencimientos en 2025

21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Para enero de 2025 no se espera que ingresen recursos al sistema financiero asociados al vencimiento o pago de cupones de títulos de deuda de la Nación (Gráfico 21).

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 4.85% hasta 4.97%, superior a la tasa promedio de 3.37% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 100 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 2025 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 cerca de la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES ascendieron hasta 6.16% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.69%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 0.41 p.p., por debajo del nivel promedio de muestra de 0.7 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 TES2033, con un espacio de valorización de hasta 27 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un margen de valorización de 22 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 TESUSD2031, TESUSD2033 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 42 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 11% (Gráfico 22).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 11.45%, lo anterior sugiere un margen de valorización de 46 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es media.

Expectativas de corto plazo

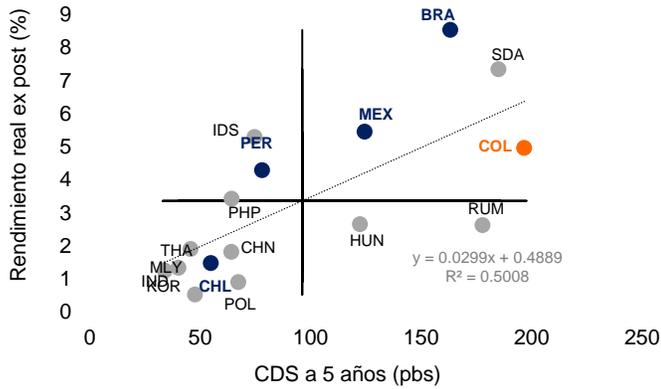
Son múltiples las razones por las cuales seguimos anticipando un entorno altamente desafiante para la renta fija internacional en el futuro cercano. En el frente externo, además de un ciclo económico de EEUU que obliga a mantener tasas de política elevadas, los riesgos fiscales e inflacionarios también mantendrán fuertes presiones al alza sobre las tasas de interés de los mercados. En este entorno, ejercicios de valoración relativa siguen favoreciendo activos de mayor riesgo.

En el plano local, la incertidumbre y las crecientes preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal del país le suman presiones a los TES. La percepción de una mayor oferta de TES para el próximo año también está creando ruido en el mercado, en un entorno donde la demanda podría resentirse por los factores explicados previamente. La atención estará centrada en los próximos meses alrededor de la actualización del plan financiero 2025 y el decreto final del Presupuesto General de la Nación (PGN) del mismo año.

En este entorno, seguimos estimando un espacio de valoración muy estrecho para los TES COP respecto a sus niveles actuales. Para la curva de TES UVR, consideramos que los títulos de duración más corta ofrecen un margen de valoración interesante, favorecidos por el efecto estacional de la inflación. Algunos cálculos sugieren un espacio de hasta 10 pbs en la referencia TESUVR2027, la cual también presenta una liquidez que ha venido mejorando considerablemente.

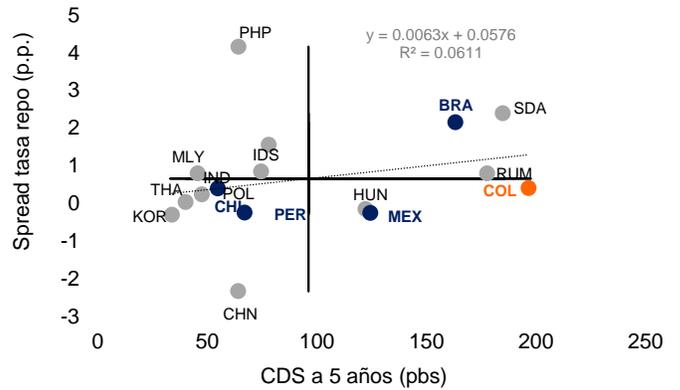
Creemos que 1T25 será un trimestre particularmente difícil para el mercado de deuda pública local. **Anticipamos niveles de estrés de 9.5% para los TES2026 y de 13% para los TES2033.** Estas perspectivas incorporan de manera implícita un fuerte empinamiento de la curva TES COP durante la primera mitad de 2025, algo que comenzaría a moderarse en la segunda mitad del año en la medida que muchas de las presiones descritas anteriormente se vayan diluyendo.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



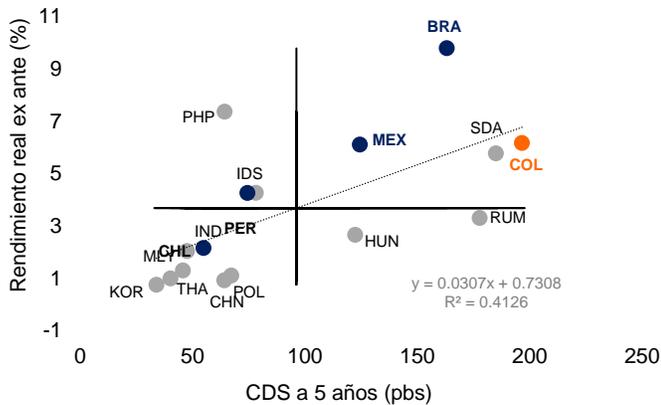
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



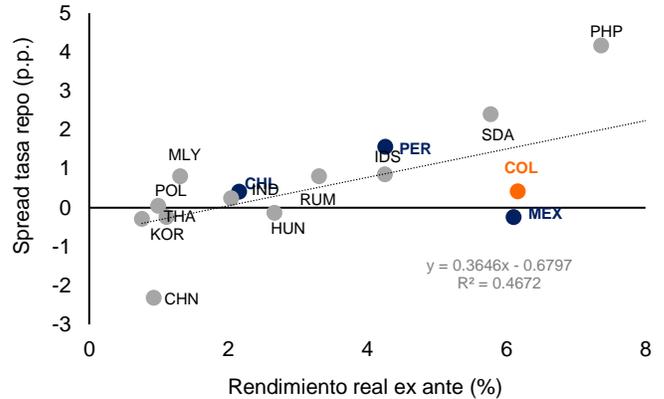
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



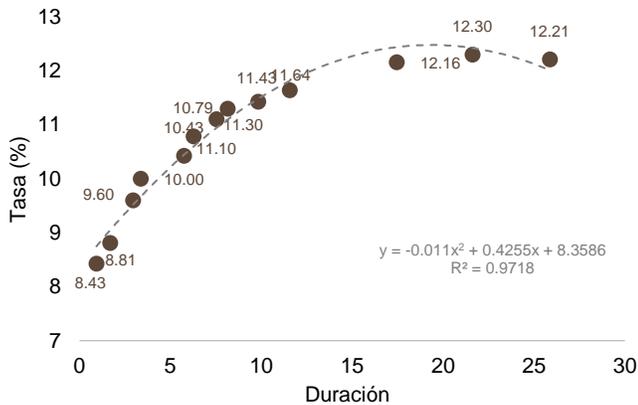
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



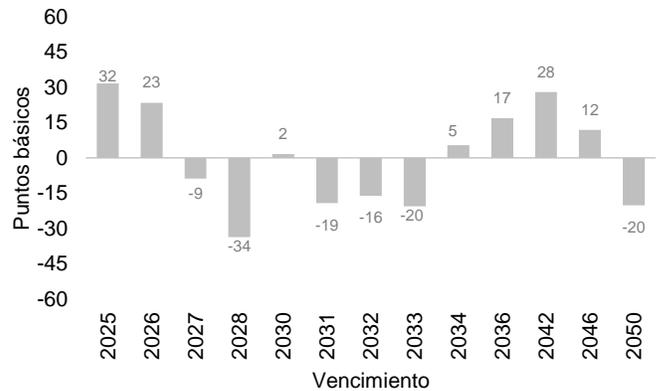
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



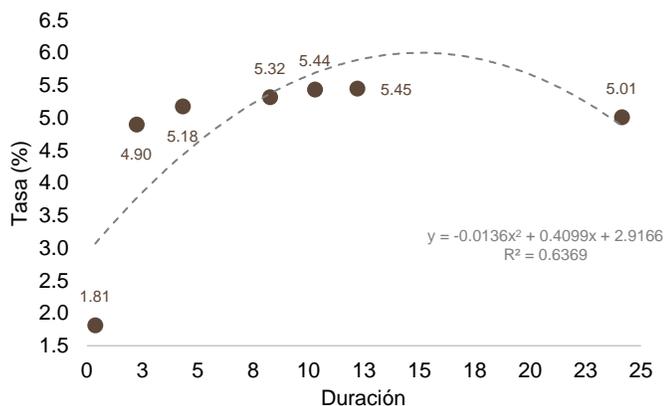
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



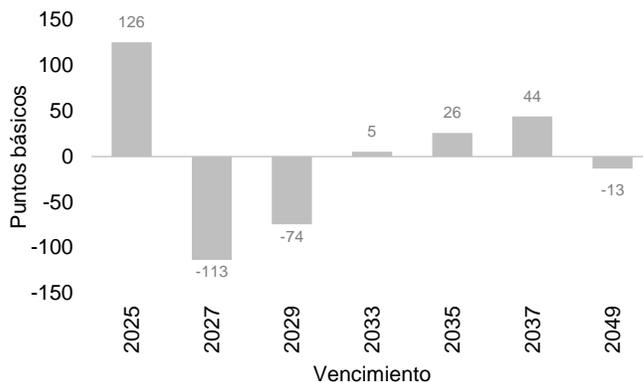
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



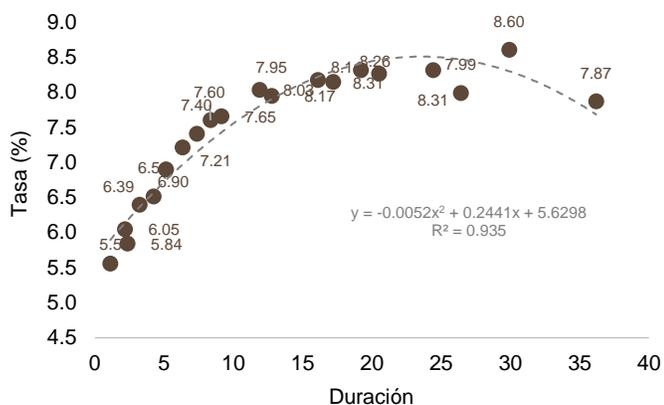
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



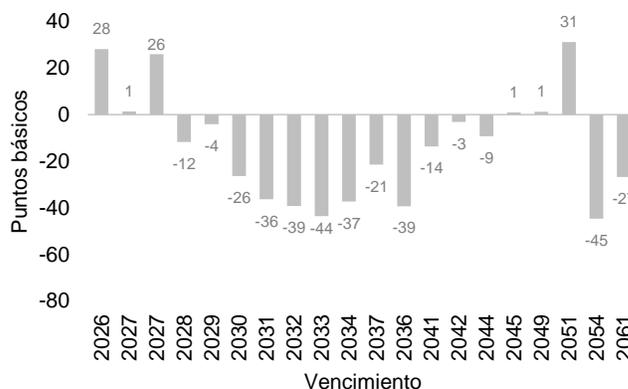
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	8.41	117	-87	-90	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.5	8.94	50	-44	-48	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.5	9.82	55	42	33	
TFIT16280428	abr-28	6.00	2.7	10.15	54	74	67	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.2	10.64	63	107	97	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.4	10.95	85	130	118	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.4	11.00	79	132	122	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.1	11.23	86	135	129	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.5	11.45	92	153	139	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.1	11.55	90	157	148	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.7	11.87	100	175	164	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.0	12.28	104	195	184	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.2	12.42	92			
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.1	12.38	110	214	198	

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	1.81	-50	-148	-179	
TUVT11170327	mar-27	3.30	2.0	4.96	-29	140	121	
TUVT10180429	abr-29	2.25	3.9	5.25	-4	156	149	
TUVT20250333	mar-33	3.00	6.8	5.44	7	144	140	
TUVT20040435	abr-35	4.75	7.6	5.44	9	132	122	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.9	5.53	18	136	128	
TUVT32160649	jun-49	3.75	14.4	5.12	28	108	107	

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	1.0	5.55	33	20	11	
COLGLB27	feb-27	8.38	1.8	6.05	-13	-50	-60	
COLGLBA27	abr-27	3.88	2.1	5.84	17	48	37	
COLGLB28	mar-28	11.85	2.5	6.39	37	-9	-37	
COLGLB29	mar-29	4.50	3.6	6.51	14	58	50	
COLGLB30	ene-30	3.00	4.3	6.90	9	79	69	
COLGLB31	abr-31	3.13	5.2	7.21	17	90	80	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.9	7.40	22	98	89	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.3	7.11	23	-20	-37	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.7	7.60	15	98	87	
COLGLB34	feb-34	7.50	6.0	7.65	11	94	83	
COLGLB36	oct-36	7.75	7.4	8.03	19			
COLGLB37	sep-37	7.38	7.8	7.95	11	103	94	
COLGLB41	ene-41	6.13	8.7	8.17	13	115	103	
COLGLB42	feb-42	4.13	9.9	8.14	26	127	116	
COLGLB44	feb-44	5.63	9.6	8.31	21	121	106	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.4	8.26	16	123	112	
COLGLB49	may-49	5.20	10.8	8.31	19	129	117	
COLGLB51	may-51	4.13	11.9	7.99	15	117	107	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.6	8.60	12			

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.
