



Deuda pública
Mercado de TES

fixed
income

Enero 30 de 2025

Navegando contracorriente

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

La tendencia alcista en las tasas de interés de los mercados de deuda persistió durante el primer mes del año. Los riesgos de un rebrote inflacionario mundial han obligado a los bancos centrales a migrar el tono de la política monetaria a una posición más cautelosa, lo que implica condiciones financieras más estrechas este año frente a lo previsto. En EEUU, la Fed pausó su ciclo de recortes de tasas de interés en enero, algo que se podría prolongar hasta mediados de año y seguirá generando divergencias con la determinación de precios relativos frente a otros mercados de economías avanzadas.

Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes, excluyendo a China, se desaceleraron durante los últimos meses de 2024, en línea con un dólar fuerte y el reajuste de expectativas de tasas de interés. Con la información disponible de enero, la demanda por estos activos se seguiría debilitando, particularmente con ventas netas importantes en títulos de deuda.

En contraste con lo anterior, la curva de rendimientos TES COP presentó una valorización luego de que la calificadora de riesgos S&P ratificara la nota soberana de Colombia en BB+. La prima de riesgo-país descendió tras la decisión, aunque se mantiene en niveles históricamente altos que siguen siendo consistentes con un fuerte empinamiento de la curva. Los TES UVR también se valorizaron, especialmente los de menor duración favorecidos por el componente estacional de la inflación y algunas sorpresas alcistas de meses previos.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron y el apetito de los inversionistas en el mercado primario aumentó. 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. La razón entre deuda interna y PIB sigue aumentando y en diciembre alcanzó máximos no vistos desde finales de 2022, situación que mantiene presiones al alza sobre las tasas de los TES.

Diferentes estimaciones de valor justo siguen sugiriendo márgenes de ganancia muy estrechos en el mercado de TES. Los TES COP de más largo plazo siguen siendo los más expuestos a presiones externas y fiscales locales, por lo que mantener duraciones cortas continúa siendo la mejor estrategia. Oportunidades interesantes en el futuro cercano se vislumbran en la curva TES UVR y sus referencias de más corto plazo, cuya liquidez sigue en ascenso.

Contexto internacional

Las presiones sobre los mercados de renta fija internacional continuaron en el arranque de 2025. El persistente riesgo de una escalada proteccionista, impulsada por la nueva administración en EEUU, mantiene temores de un rebrote inflacionario que podría afectar el proceso de flexibilización monetaria de los Bancos Centrales (BC) y reducir el espacio para recortes en sus tasas de referencia (ver “La prudencia está de moda” en [IMCE – Enero de 2025](#)).

En EEUU, la Fed mantuvo inalterados sus tipos de interés en 4.25% - 4.5% en su primera reunión del año, en línea con las expectativas del mercado, algo que podría prolongarse hasta mediados de este año. Otras presiones sobre el mercado de deuda global se siguen derivando del estímulo fiscal previsto para la economía de EEUU, ampliando la ya abundante oferta de Tesoros. Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, siguen apuntando a dos reducciones de 25 pbs en 2025 que ocurrirían hacia mediados y a finales de año. Bajo este contexto, **mantenemos nuestra expectativa que el siguiente recorte llegaría hacia los meses de junio-julio** (ver “Una Fed cautelosa” en [CE – Diciembre 20 de 2024](#)).

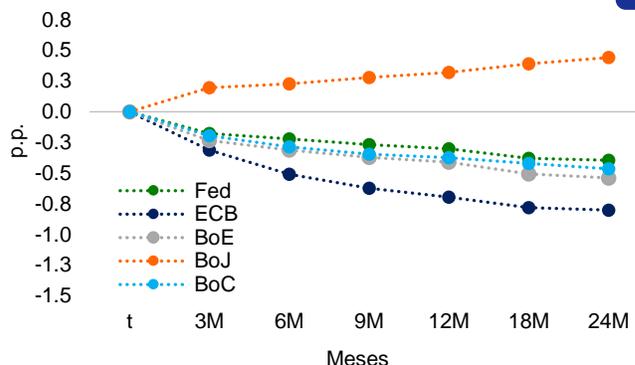
El Banco Central Europeo (BCE) redujo en 25 pbs su principal tasa de referencia en enero hasta 2.9% y el mercado espera un ciclo completo de 75 pbs adicionales para todo 2025. El Banco Central de Inglaterra (BoE) no tomó decisión de tasas frente a nuestro último informe, pero se espera que en sus próximas reuniones siga bajando su tasa de interés en ritmos de 25 pbs, con un ciclo completo previsto de 75 pbs para todo 2025.

En Asia, el Banco de Japón (BoJ) volvió a incrementar su tasa de intervención hasta 0.5% y las expectativas implícitas en los mercados continúan estimando incrementos para los próximos 12 – 24 meses (Gráfico 1). El Banco de Canadá (BoC) redujo su tasa de referencia en 25 pbs hasta 3%.

En LATAM, el BC de Perú redujo en 25 pbs su tasa de interés hasta 4.75% y se espera que mantenga su tasa de intervención inalterada durante la mayor parte de 2025. Por su parte, el BC de Chile mantuvo inalterada su tasa de interés en 5%, pero se espera que retome su senda de

Trayectorias de tasas de política en avanzados*

1



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

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados

2



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

recortes en un periodo no mayor a 3 meses. La excepción de los últimos meses fue el BC de Brasil, el cual nuevamente incrementó su tasa de referencia en 100 pbs hasta 13.25% y se anticipa que continúe endureciendo su ciclo monetario ante los crecientes riesgos fiscales-inflacionarios en su economía. De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, los recortes de tasas de interés continuarían en México y Colombia durante los próximos 12 meses, aunque en menor magnitud y a un ritmo más lento que en 2024.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU alcanzaron niveles de 4.8% en enero, llegando a máximos no vistos desde finales de 2023. Las tasas de interés de estos papeles se han reducido hasta 4.5% en jornadas recientes, producto de un aumento significativo en los niveles de aversión al riesgo global y una mayor demanda por activos de refugio. Las tasas de interés a 10 años de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados representativos también registraron movimientos alcistas, aunque en magnitudes más moderadas frente a los Tesoros (Gráfico 2).

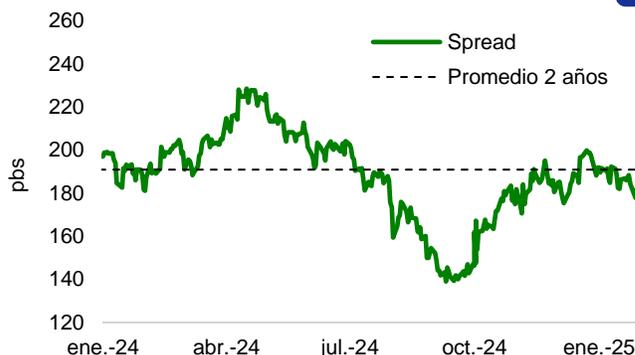
Así, el *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas se mantuvo relativamente en línea con su promedio de 2 años y muy por encima de los registros de la segunda mitad de 2024 (Gráfico 3). El empinamiento de las curvas de bonos soberanos en los mercados avanzados continuó en el último mes y alcanzó máximos desde 4T22 (Gráfico 4).

Las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo en LATAM también registraron aumentos en el último mes (Gráfico 5). En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) ascendieron 5 pbs, principalmente en Brasil por las crecientes tensiones fiscales y un contexto de fuertes subidas de tasas de interés por parte del BC de Brasil.

Lo anterior sigue siendo consistente con un fuerte deterioro en la prima de riesgo de Brasil, con aumentos de los CDS a 5 años que rondan los 200 pbs acumulados desde finales del año pasado (Gráfico 7). En promedio, la prima de riesgo-país en los mercados de LA5 se redujo en el último mes 7 pbs, pero permanece por encima de los registros del año pasado.

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

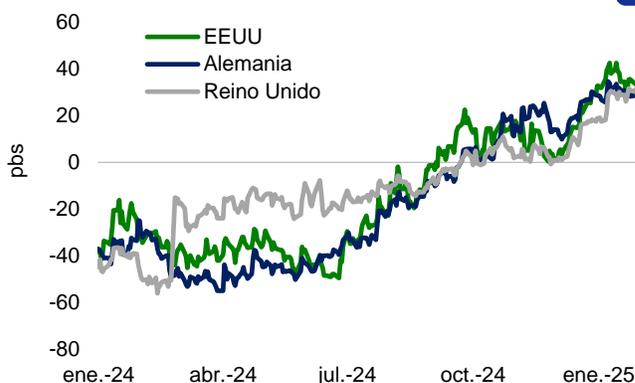
3



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

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

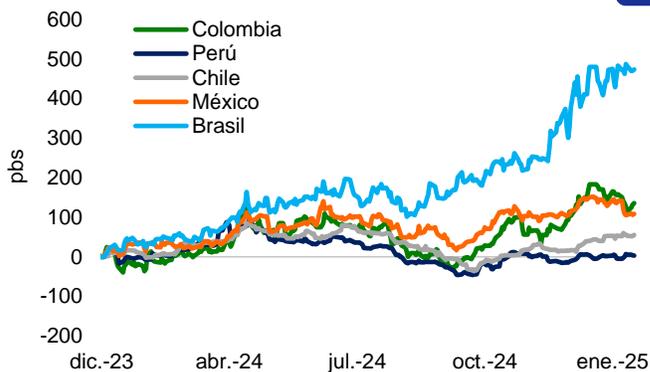
4



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5*

5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en tasas desde diciembre de 2023.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados EM, excluyendo a China, completaron siete meses consecutivos en terreno positivo, aunque la información de 4T24 da cuenta de una desaceleración en dicho ritmo de entradas ante el reajuste de expectativas de tasas Fed para 2025 y una significativa depreciación del USD (ver “El dólar que nunca muere” en [IMC – Diciembre de 2024](#)). En efecto, según las cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la entrada de flujos en diciembre fue por USD 21,100 millones, por debajo del promedio mensual de USD 39,900 millones de 3T24.

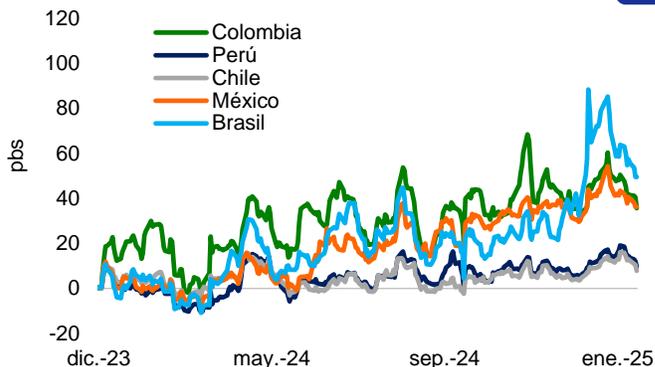
Por clase de activos, las compras de diciembre volvieron a estar concentradas en títulos deuda con un flujo mensual de USD 23,000 millones, mientras que USD 1,800 millones fueron ventas de participaciones de capital¹ (Gráfico 7). En 2024, las compras netas de títulos de deuda ascendieron a USD 219,000 millones, que contrasta con las ventas netas por USD 900 millones en acciones y refleja una preferencia por rentabilidad más segura de los inversionistas.

La información preliminar de enero de EPFR da cuenta de compras netas por USD 300 millones de activos de mercados emergentes, aunque con una interesante recomposición por clase de activo. En acciones se estiman entradas por USD 1,300 millones, mientras que en bonos se registran salidas por USD 1,000 millones.

Otros índices adelantados de estos flujos sugieren una demanda de activos hacia EM que se mantendría relativamente estable frente a lo visto en meses previos. 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 21,100 millones.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

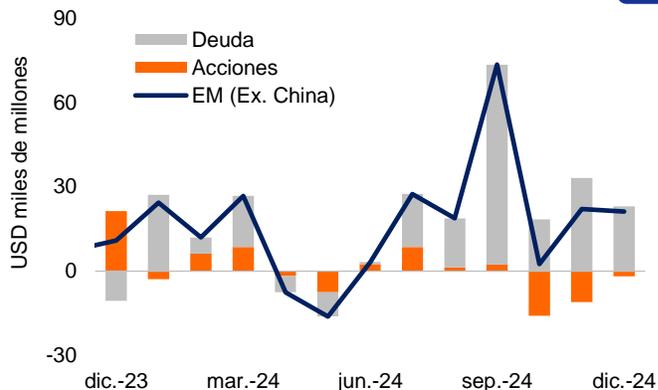
6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en puntos básicos desde diciembre de 2023.

Flujos de inversión de portafolio hacia EM

7



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

¹ IIF Capital Flows Tracker – January 2025.

Mercado local

En contraste con lo observado en los mercados de deuda externos, los TES tuvieron un positivo desempeño en el inicio de año y registraron valorizaciones importantes. Buena parte de este comportamiento se sustenta por la decisión de la calificadora de riesgos S&P de ratificar la nota soberana de Colombia en BB+, en contraste con la expectativa del mercado que ya descontaba un recorte de la calificación.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario se mantuvieron bajos, en línea con el efecto estacional de la temporada. Las condiciones de liquidez del mercado permanecen en niveles balanceados y la demanda de inversionistas en el mercado primario aumentó frente a los promedios observados en 4T24.

Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP disminuyó 11 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 8). La pendiente de la curva permaneció relativamente estable alrededor de los 275 pbs, pero se mantiene en niveles muy por encima de los registros de años anteriores (Gráfico 9).

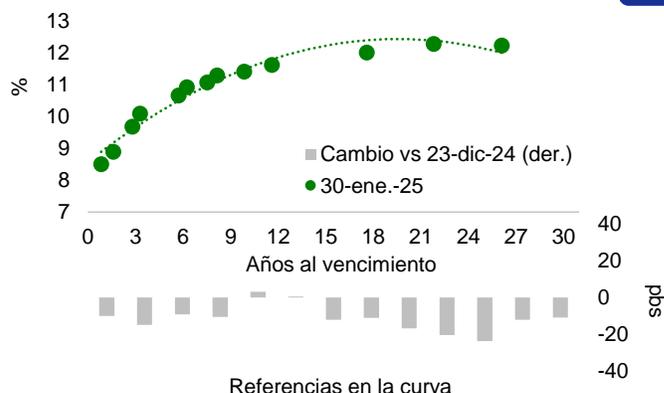
Los movimientos más moderados sobre la tendencia de la curva se observaron en algunos títulos del tramo largo de la curva. Los rendimientos de los TES2025 disminuyeron 10 pbs hasta niveles promedio de 8.5%, mientras que las tasas de los TES2026 descendieron 15 pbs hasta 8.9%.

Lo anterior contrastó con los aumentos en las tasas de interés de más corto plazo en el mercado de TES, las cuáles se han ajustado a unas expectativas de tasas de interés de BanRep que descenderían más lentamente frente a lo previsto en 2025 (Gráfico 10). En efecto, las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) ascendieron hasta un promedio de 9.33% en enero, comportamiento parecido a las tasas de los TES a 1 año en la curva cero-cupón y a las tasas de los swaps IBR a 12 meses, que aumentaron hasta 8.76%.

Las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días permanecieron relativamente estables en niveles promedio de 9.73%. Así, el diferencial entre las tasas de los títulos de deuda privada a 1 año y los TCO se redujo hasta 40 pbs en enero, muy por debajo de su promedio

Evolución mensual de la curva TES COP

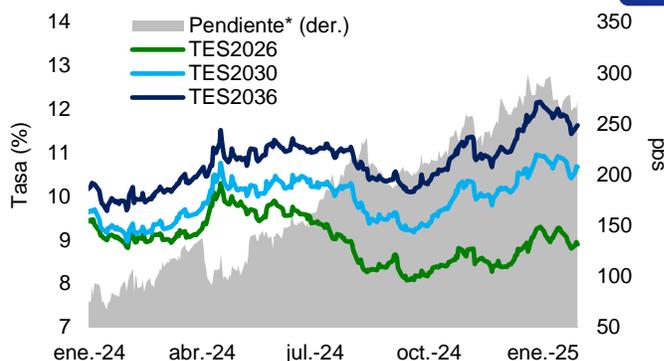
8



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y diferencial intertemporal

9



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial entre los rendimientos de los TES2036 y TES2026.

histórico de 111 pbs. Esta situación sigue alimentando el atractivo relativo hacia los TCO.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron valorizaciones de 10 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2028, una de las referencias más líquidas de este tramo, presentó un movimiento a la baja de 11 pbs hasta 10.09%. Por su parte, los rendimientos de los TES2027 también disminuyeron en 9 pbs hasta 9.69%. Los rendimientos de los TES COP de más largo plazo registraron reducciones en promedio de 11 pbs. Los TES2036 y TES2042 fueron los que más se valorizaron en este tramo con disminuciones promedio en tasa de 22 pbs hasta 11.63% y 12.01%, respectivamente.

La curva de rendimientos de los TES UVR también registró un movimiento mensual bajista de 10 pbs, especialmente referencias del tramo corto que se han beneficiado no sólo por el componente estacional de la inflación y sus sorpresas de los últimos meses, sino también por la cercanía al vencimiento de algunos de ellos. En particular, las tasas de los TESUVR2025 disminuyeron 80 pbs hasta 1.01% (Gráfico 11).

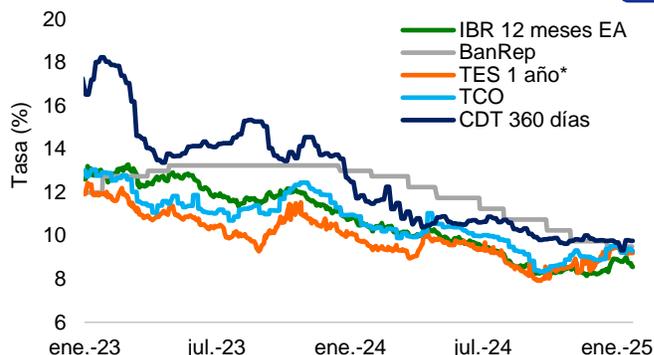
En el tramo medio de la curva TES UVR se registraron valorizaciones de 8 pbs, en promedio. Allí sobresalen los rendimientos de los TESUVR2029, los cuales se redujeron 9 pbs hasta 5.11%. En el tramo largo de la curva el movimiento promedio fue de 7 pbs al alza, donde sobresalen los aumentos de 21 pbs en las tasas de los TESUVR2037 hasta niveles de 5.61%.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES ascendió hasta niveles del orden de 5.77% (Gráfico 12). El promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES, que resulta una medida más precisa de las inflaciones implícitas, aumentó en enero hasta 6.24% y alcanzó máximos desde diciembre de 2023.

Bajo este contexto, el volumen promedio-día transado en SEN en enero fue de COP 2.4 billones, superior a los volúmenes registrados en diciembre, aunque inferiores en comparación con los COP 6.3 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 13). 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 TESUVR2037.

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

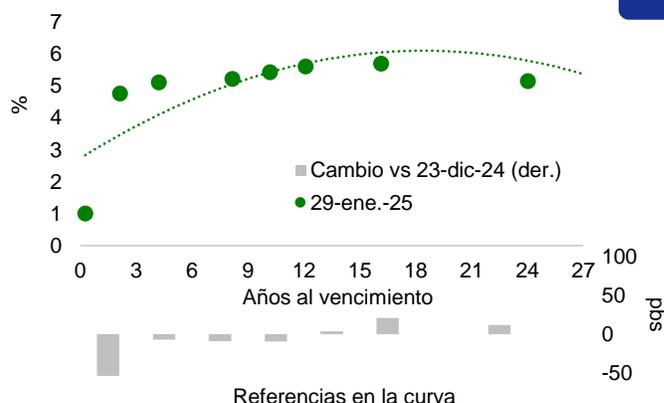
10



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

11



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

12



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

La curva TES USD registró un movimiento mensual bajista de apenas 2 pbs en todo su nivel, especialmente en las referencias de corto plazo que sigue originando un empinamiento de la curva. Esta mayor prima de riesgo a plazo en la curva TES USD sigue siendo consistente con el reciente comportamiento de los CDS a 5 años del país.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2025, el monto total hasta el 29 de enero asciende a COP 4.7 billones, lo que representa un cumplimiento del 10.2% de la meta estipulada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2024 (MFMP24) para la actual vigencia (COP 46.5 billones). A la fecha, este porcentaje de cumplimiento es inferior al 11.1% del acumulado para el mismo periodo de 2024 y al promedio de los últimos 5 años (Gráfico 14).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 3.5 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 2.3 billones de TES COP; y ii) COP 1.2 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 1.3 billones.

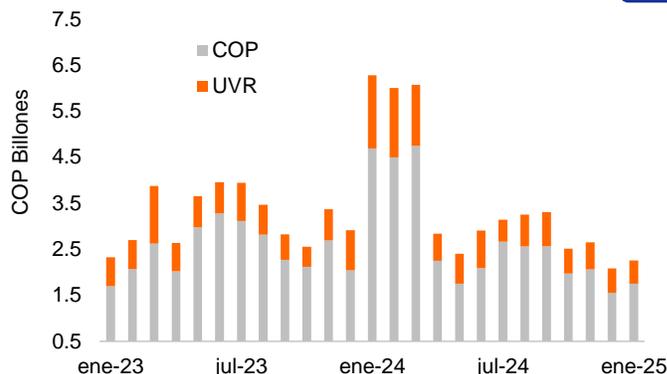
Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en enero registraron un promedio de 12.06%, las más altas desde marzo de 2023. Sin embargo, el *bid-to-cover* del mes registró un promedio de 4.2 veces, el más alto desde septiembre de 2024. En las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte promedio se ubicaron en 5.45% y el *bid-to-cover* se situó en 3.2 veces (Gráfico 15).

Con relación a las subastas de TCO, el monto colocado en el acumulado de 2025 asciende a COP 1.1 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de enero registraron un promedio de 9.31% y el *bid-to-cover* se incrementó hasta 3.2 veces.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de diciembre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 1,022 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 60.7%, superior al 53.9% del mismo mes de 2023 y alcanzó máximos desde diciembre de 2022. El saldo de la deuda interna se situó en 39.3% del PIB, superior al 34.8% del mismo mes del año anterior, mientras que la deuda externa aumentó hasta 21.4% y también superó el 19.1% de diciembre de 2023 (Gráfico 17). Así, la

Volumen de negociación promedio-día en SEN

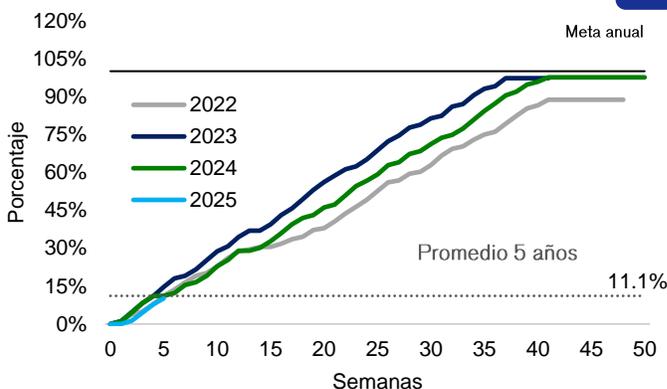
13



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

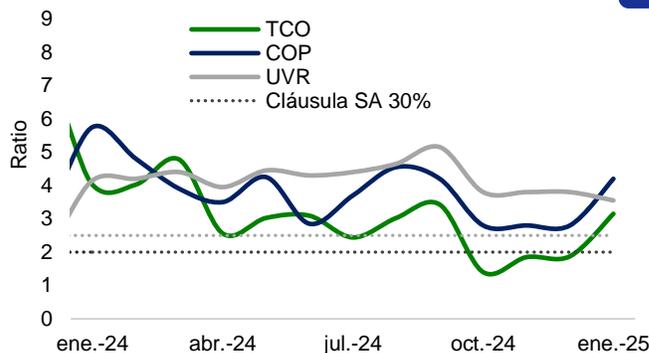
14



Fuente: MHCP. Elaboración 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.

distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 64.8% del saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles de 35.2%.

Como se evidenció durante gran parte de 2024 y en contraste con el comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, los datos de tenedores de TES de diciembre, publicados por el MHCP (Ministerio de Hacienda y Crédito Público), volvieron a dar cuenta de un bajo apetito por TES de los inversionistas extranjeros. Esta ausencia fue cubierta más que proporcionalmente por la compra de los inversionistas locales.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) mantuvieron su posición como los mayores tenedores de TES con una participación de 32.3% del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron por COP 1.9 billones, completando 2 años consecutivos de incrementos netos (Gráfico 18).

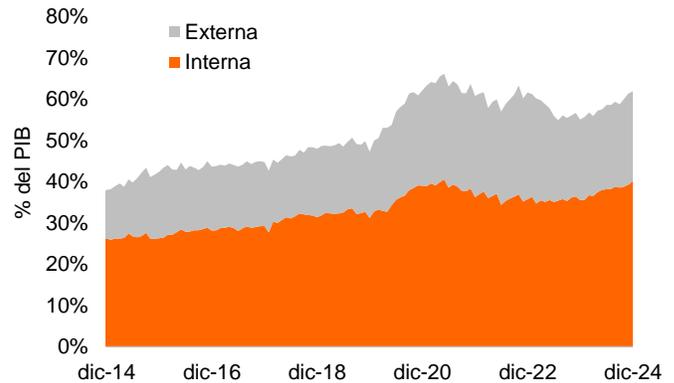
Los bancos comerciales fueron compradores en COP 4.2 billones y le siguen recortando terreno a los Fondos de Capital Extranjeros (FCE), aumentando su participación sobre el saldo total hasta 15.9% (Gráfico 17). De igual manera, las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.6 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total permaneció en máximos históricos de 11.8%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP completó 2 meses consecutivos realizando ventas netas y en diciembre fue por COP 1.3 billones. Por otra parte, BanRep no realizó ni compras ni ventas definitivas de TES en diciembre.

Los FCE fueron vendedores netos por cuarto mes consecutivo, esta vez liquidando posiciones por COP 1.8 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 compradores netos por COP 2.2 billones en enero, aunque cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria dan cuenta de salidas acumuladas por USD 42 millones en enero.

Saldo de la deuda bruta total del GNC

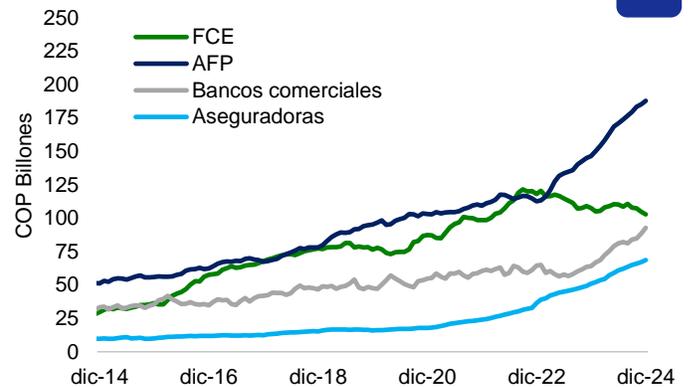
16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

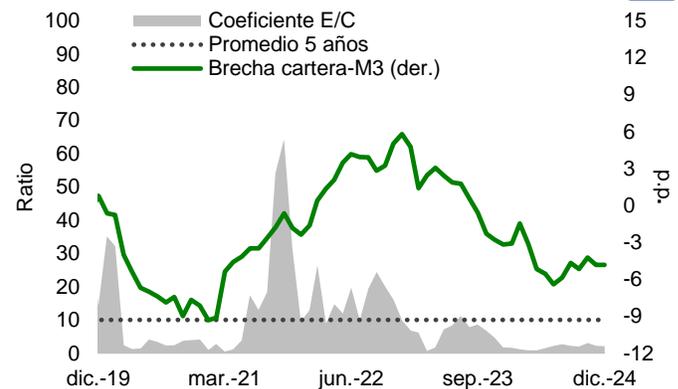
17



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

18



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep alcanzó máximos históricos de COP 24.1 billones promedio-día, muy por encima de la demanda de enero del año pasado (COP 10.8 billones). El cupo de repos de expansión a un día también aumentó a COP 18.5 billones, con una utilización que bordeó el 74%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 11.6% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó frente al mes de diciembre y se situó en COP 4.3 billones.

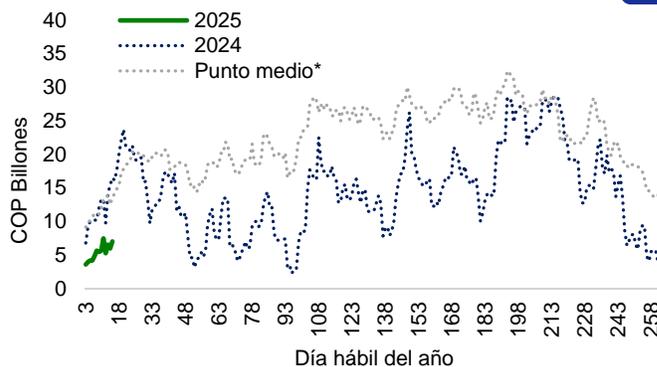
Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) aumentó en enero hasta 2.7 veces, aunque permanece muy por debajo del promedio de los últimos 5 años. La brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos también se mantiene negativa, situación que libera presiones de liquidez asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 18).

El saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep cerró 2024 en COP 3.6 billones, muy por debajo del promedio de los últimos 10 años (COP 9.4 billones) y de los COP 21.9 billones proyectados como disponibilidad final para 2024 en el MFMP24. En lo corrido de 2025 este saldo asciende a COP 7 billones (Gráfico 19), cifra que también es sustancialmente inferior a los COP 16.5 billones del mismo periodo acumulado de 2024 y que sigue evidenciando presiones importantes sobre la posición de caja del Gobierno Nacional Central.

Para el mes de febrero se estima una entrada de recursos al sistema por COP 5.3 billones que mantendrían balanceadas las condiciones de liquidez del mercado monetario y suavizaría la posición de caja del Gobierno. Estos recursos se distribuyen de la siguiente forma: 1) COP 3.7 billones del cupón de los TES2033 a pagar el 9 de febrero; y 2) COP 1.6 billones del cupón de los TESUVR2037 el próximo 25 de febrero (Gráfico 20).

Saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep

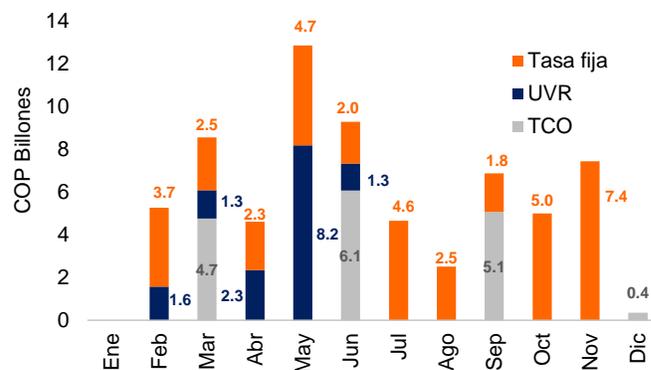
19



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Punto medio entre el valor máximo y mínimo durante los últimos 10 años.

Pago de cupones y vencimientos en 2025

20



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 4.97% hasta 5.73%, superior a la tasa promedio de 3.54% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 107 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 7.02% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.99%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 1.43 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de 0.9 p.p.

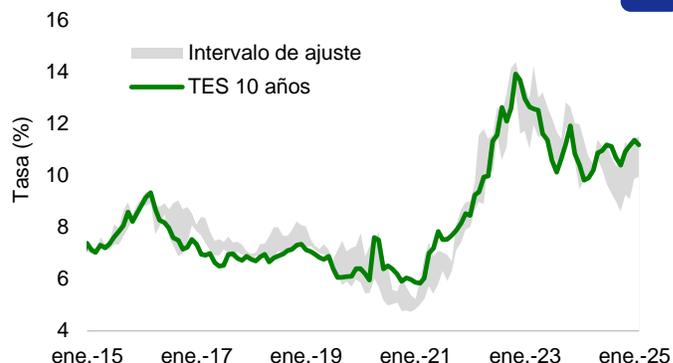
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES2028 y TES2031, con un espacio de valorización de hasta 30 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un margen de valorización de 20 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 115 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 TESUSD2027, TESUSD2031, TESUSD2036 y

Niveles justos de los TES de largo plazo

21



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

TESUSD2054 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 45 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 21). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2036 se cotizan alrededor del 11.6%, lo anterior sugiere un margen de valorización de 30 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es baja-media.

Expectativas de corto plazo

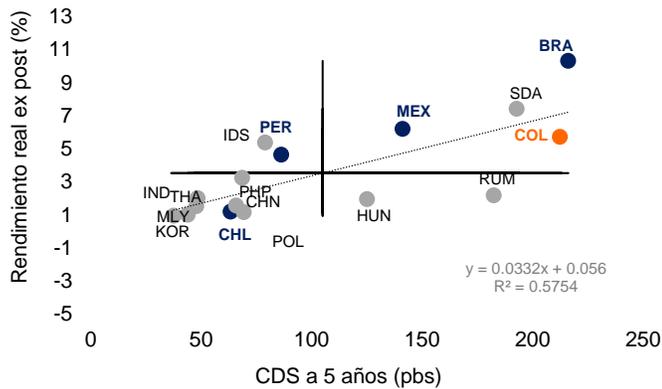
Los riesgos de un rebrote inflacionario, así como el tono más cauteloso de los BC, mantendrán presiones no despreciables sobre la renta fija internacional. El choque monetario-fiscal que se viene dando desde 2022 hace prever que el exceso de oferta en los mercados de deuda pública persista en el corto plazo por unas elevadas necesidades de financiamiento (ver “Dominancia fiscal y otros riesgos sobre el crecimiento” en [CE – Noviembre 7 de 2024](#)). En el caso particular de EEUU, **seguimos anticipando que el rendimiento de los Tesoros a 10 años alcanzará en los próximos meses niveles del orden de 5%**.

En el plano local, dadas las recientes preocupaciones en materia fiscal y los crecientes riesgos inflacionarios previstos para 2025 (ver “Otro año más por fuera” en [CE – Enero 20 de 2025](#)), creemos que el espacio de valorización de los TES sigue siendo bastante estrecho. La atención del mercado estará centrada en febrero alrededor de la actualización del plan financiero 2025, el cual revelará la estrategia fiscal del Gobierno en un año donde las presiones de caja e incertidumbre sobre la dinámica del recaudo seguirán siendo las principales preocupaciones.

Bajo este contexto, creemos que 1T25 seguirá siendo un trimestre particularmente difícil para el mercado de deuda pública local y **anticipamos para febrero niveles objetivo de 9.5% para los TES2026 y de 12% para los TES2036**. En la medida que muchas de las presiones descritas anteriormente se vayan diluyendo, oportunidades interesantes de entrada podrían presentarse hacia mediados del año, especialmente en TES de mayor duración.

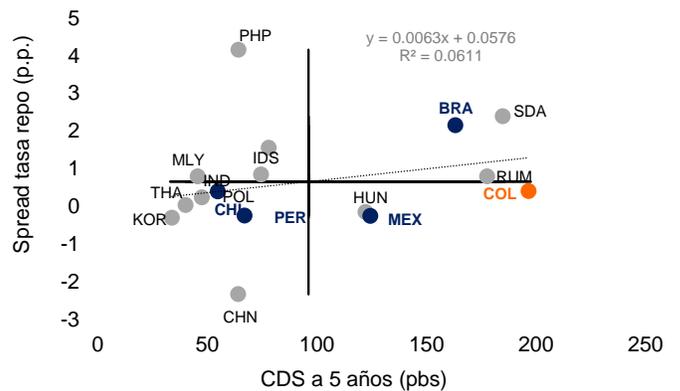
Para la curva de TES UVR, seguimos considerando que los títulos con vencimientos más bajos-medios ofrecen un mayor margen de valorización. Algunos cálculos sugieren un espacio de hasta 10 pbs en referencias como los TESUVR2027, cuya liquidez ha venido aumentando considerablemente en meses recientes.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



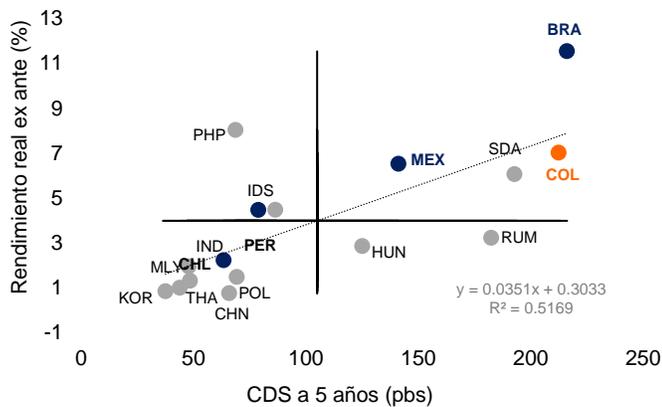
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



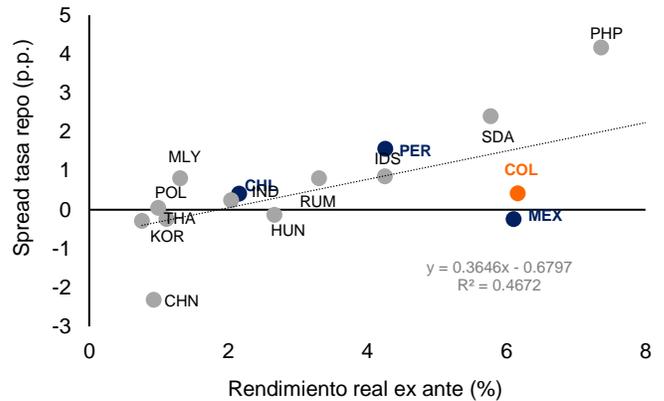
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



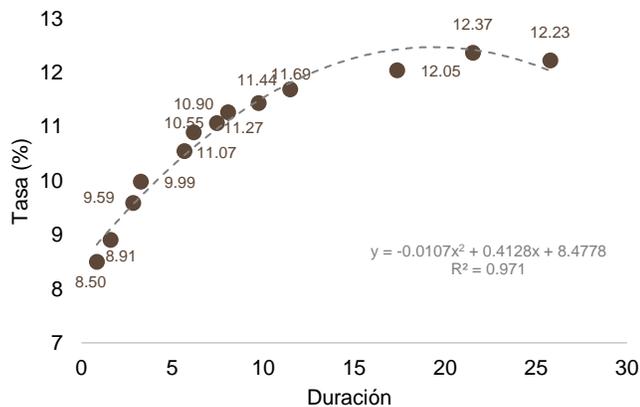
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



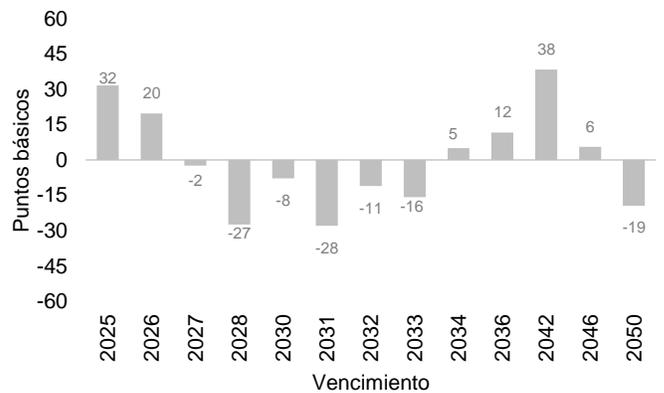
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



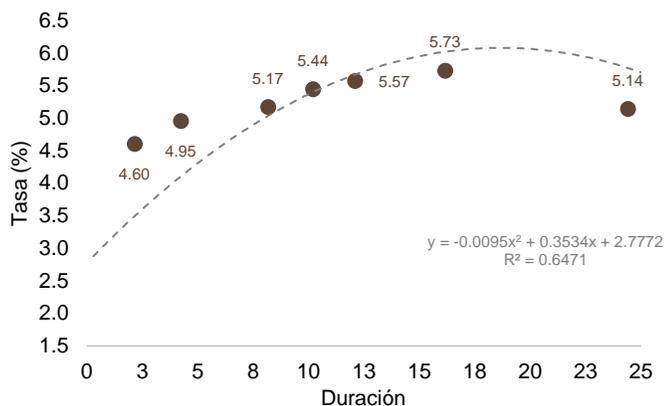
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



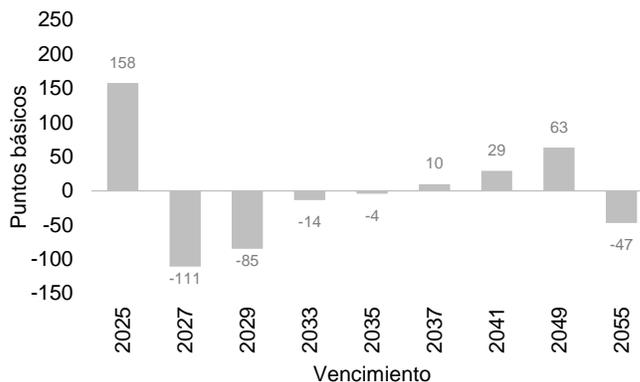
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



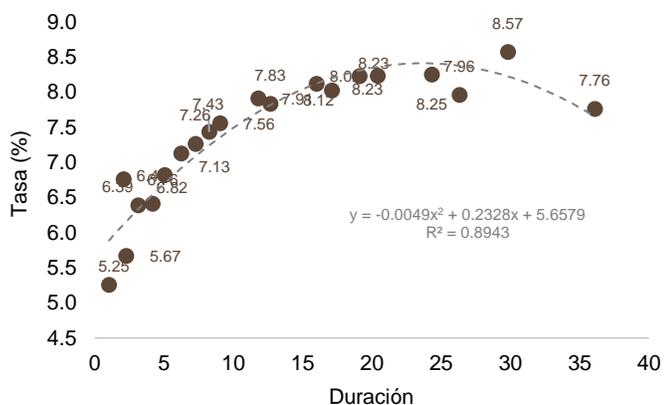
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



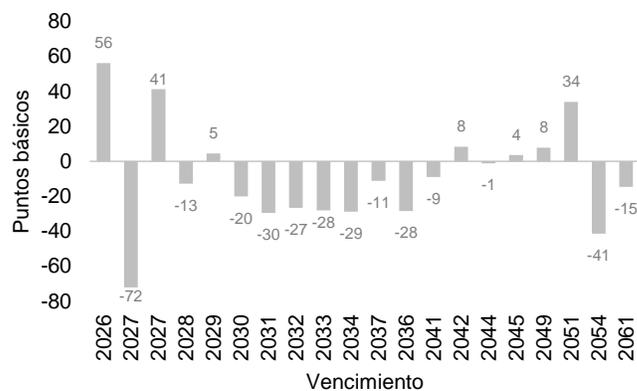
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	0.8	8.50	-20	-20	1	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.4	8.90	-40	-40	0	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.4	9.69	-36	-36	76	
TFIT16280428	abr-28	6.00	2.6	10.09	-38	-38	115	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.1	10.67	-26	-26	157	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.3	10.95	-20	-20	178	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.3	10.90	-38	-38	162	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.0	11.08	-49	-49	160	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.4	11.30	-45	-45	162	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.1	11.42	-48	-48	173	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.6	11.63	-54	-54	180	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.0	12.01	-54	-54	188	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.1	12.29	-49	-49		
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.0	12.24	-41	-41	218	

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	0.3	1.01	-60	-60	-140	
TUVT11170327	mar-27	3.30	1.9	4.76	-2	-2	117	
TUVT10180429	abr-29	2.25	3.8	5.11	5	5	126	
TUVT20250333	mar-33	3.00	6.7	5.22	-8	-8	103	
TUVT20040435	abr-35	4.75	7.5	5.44	2	2	109	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.8	5.61	15	15	117	
TUVT32160641	mar-41	5.00	10.2	5.70				
TUVT32160649	jun-49	3.75	14.2	5.16	10	10	86	
TUVT32160655	may-55	5.25	14.6	5.19				

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	0.9	5.20	-33	-34	-32	
COLGLB27	feb-27	8.38	1.7	6.78	50	44	72	
COLGLBA27	abr-27	3.88	2.0	5.62	-25	-28	-5	
COLGLB28	mar-28	11.85	2.4	6.34	-10	-11	-31	
COLGLB29	mar-29	4.50	3.5	6.40	-10	-10	10	
COLGLB30	ene-30	3.00	4.2	6.86	-5	-6	38	
COLGLB31	abr-31	3.13	5.1	7.18	-2	-3	52	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.8	7.34	-6	-7	59	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.6	7.00	-7	-5	-27	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.6	7.50	-8	-9	43	
COLGLB34	feb-34	7.50	5.9	7.62	-4	-5	46	
COLGLB36	oct-36	7.75	7.3	7.98	-3	-4		
COLGLB37	sep-37	7.38	7.7	7.88	-3	-3	49	
COLGLB41	ene-41	6.13	9.3	8.17	-3	-4	69	
COLGLB42	feb-42	4.13	9.9	8.08	-5	-4	70	
COLGLB44	feb-44	5.63	9.5	8.27	-5	-5	65	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.3	8.26	-4	-5	69	
COLGLB49	may-49	5.20	10.7	8.28	-5	-6	76	
COLGLB51	may-51	4.13	11.8	7.99	-2	-3	73	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.5	8.59	-4	-5		

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.
