



Bon appetit

Marzo 5 de 2025

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 en los mercados de deuda pública descendieron durante el último mes. La demanda por títulos de renta fija aumentó considerablemente dada la incertidumbre suscitada por la imposición de nuevos aranceles de EEUU a productos importados, así como unos datos de actividad en EEUU que han estado por debajo de las expectativas. El exceso de oferta de Tesoros se ha venido moderando y también ha apoyado esta corrección global en los mercados de deuda. En ambos casos, estos factores explicativos lucen transitorios y correcciones al alza en las tasas de interés de los bonos son muy probables.

Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes, excluyendo a China, se aceleraron en el arranque de 2025. No obstante, la información disponible de febrero sugiere un leve debilitamiento de estos flujos. Al igual que lo observado en 2024, esta demanda sigue concentrada en títulos de deuda, algo que ha sido consistente con las valorizaciones observadas de los bonos soberanos de emergentes y reducciones en la prima de riesgo-país.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario de TES aumentaron y la demanda de inversionistas en el mercado primario se incrementó. Los fondos de pensiones siguen consolidando su posición como los mayores tenedores de TES, al tiempo que el apetito de inversionistas extranjeros en lo corrido de 2025 ha mejorado significativamente. La razón entre deuda pública interna y PIB alcanzó en diciembre máximos no vistos desde finales de 2022 y es de esperar que esta tendencia persista en los próximos meses.

Diferentes estimaciones de valor justo siguen sugiriendo márgenes de ganancia estrechos en el mercado de TES, aunque técnicamente en los títulos de largo plazo se perciben algunas oportunidades interesantes. Justamente, la demanda de los inversionistas ha estado concentrada en TES de mayor duración. Sin embargo, dadas las condiciones de mercado estos títulos siguen siendo los más expuestos a presiones externas y fiscales locales.

En este entorno, la curva de rendimientos TES COP mostró movimientos sustitutos entre los títulos del nodo de corto y mediano plazo, y relativa estabilidad en los TES del tramo largo. Los TES UVR también mostraron relativa estabilidad, aunque los de menor duración estuvieron favorecidos por el componente estacional de la inflación y algunas sorpresas alcistas de meses previos.

Contexto internacional

Las tasas de interés en los mercados de deuda globales descendieron durante el último mes. La incertidumbre suscitada por la imposición de nuevos aranceles de EEUU a productos importados, así como unos datos de actividad en EEUU que han estado por debajo de las expectativas de los inversionistas, han propiciado desvalorizaciones importantes en activos de riesgo y al mismo tiempo una mayor demanda por activos de renta fija.

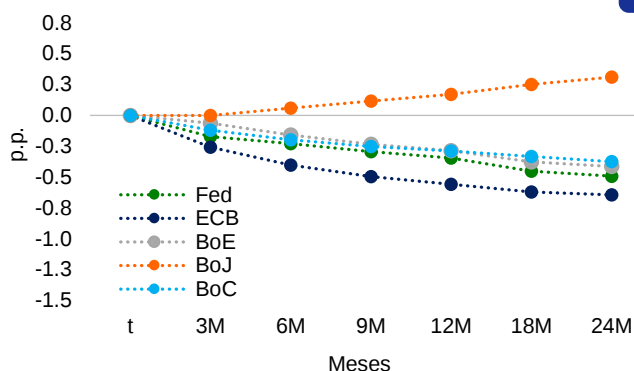
El exceso de oferta de Tesoros se ha venido moderando y también ha apoyado esta corrección global en los mercados de deuda. Esto teniendo en cuenta que desde el pasado mes de enero expiró la suspensión temporal del techo de la deuda en EEUU y el Tesoro viene honrando sus obligaciones con fuentes de financiamiento distintas a emisión de bonos.

En EEUU, las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, continúan anticipando dos reducciones de 25 pbs en 2025 que ocurrirían durante la segunda mitad del año. Las más recientes minutas de la Fed revelaron nuevamente preocupaciones importantes de varios miembros del FOMC en torno a los riesgos inflacionarios que se derivan de las medidas proteccionistas y del estímulo fiscal propuesto por la nueva administración. Esperamos estabilidad en las tasas de la Fed en la reunión de marzo y mantenemos nuestra expectativa de que el siguiente recorte llegaría hacia mediados de 2025 (ver “Una Fed cautelosa” en [CE – Diciembre 20 de 2024](#)).

El Banco Central Europeo (BCE) no tomó decisión de tasas frente a nuestro último informe, pero se espera que en sus próximas reuniones siga recortando sus tasas de interés en ritmos de 25 pbs para ubicar su principal tasa en 1.9% para fin de año. Por su parte, el Banco Central de Inglaterra (BoE) redujo en 25 pbs su tasa de interés hasta 4.5% y el mercado espera un ciclo completo de recortes de 50 pbs para lo que resta de 2025.

El Banco de Japón (BoJ) y el Banco de Canadá (BoC) tampoco tomaron decisión de política monetaria en febrero. Las expectativas implícitas en los mercados continúan estimando incrementos para los próximos 12 – 24 meses por parte del BoJ, mientras que para el BoC los

Trayectorias de tasas de política en avanzados*



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

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados



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

mercados estiman un ciclo completo de recortes de 50 pbs adicionales para 2025 (Gráfico 1).

En LATAM, el BC de México redujo en 50 pbs su tasa de interés hasta 9.5% y el BC de Perú mantuvo inalterada su tasa de intervención en 4.75%. 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 se redujeron en febrero hasta niveles del orden de 4.2%, llegando a mínimos no vistos desde finales de 2023. Las tasas de interés a 10 años de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados representativos también registraron movimientos bajistas, aunque en magnitudes más moderadas frente a los Tesoros (Gráfico 2).

El *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas descendió de forma importante en el último mes, alcanzando mínimos no vistos en 4 meses (Gráfico 3). A excepción de los Tesoros en EEUU, el empinamiento de las curvas de bonos soberanos en los mercados avanzados continuó en el último mes y en promedio alcanzó máximos desde 4T22 (Gráfico 4), consistente con unas continuas presiones fiscales en estos países y un contexto de tasas de política elevadas.

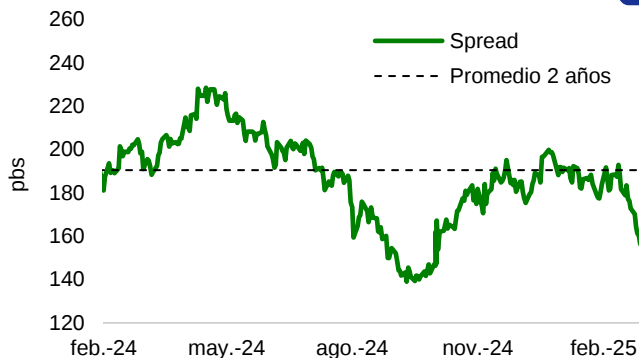
Las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo en LATAM también registraron disminuciones en el último mes, aunque en menor magnitud frente a la deuda soberana de los países desarrollados (Gráfico 5). En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) descendieron 12 pbs.

Lo anterior ha sido consistente con una reducción en el promedio de la prima de riesgo-país en los mercados de LA5, el cual disminuyó 3 pbs mensuales. Sin embargo, la percepción de riesgo-país permanece por encima de los registros del año pasado (Gráfico 7).

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, completaron en enero ocho meses consecutivos en terreno positivo. La información preliminar de 1T25 da cuenta incluso de una

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

3

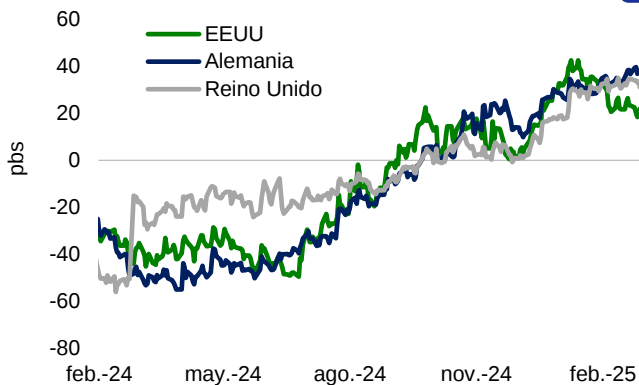


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Otros Avanzados (OAV) compuesto por Alemania, Reino Unido y Japón.

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

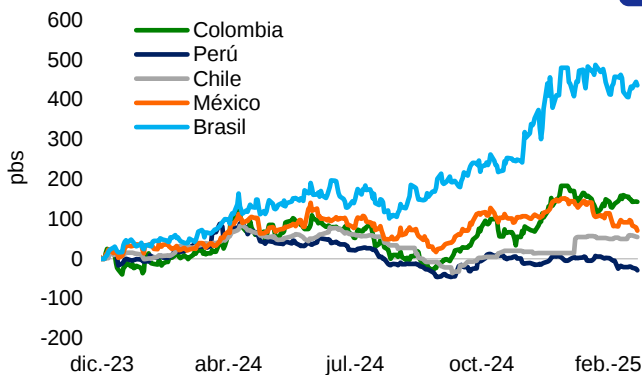
4



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.

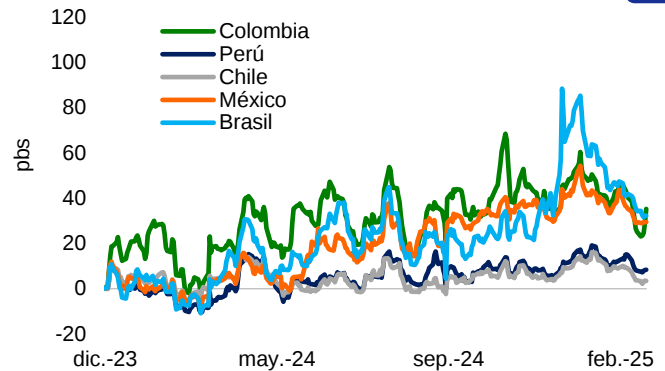
leve aceleración en dicho ritmo de entradas, a pesar del aumento en los niveles de aversión al riesgo global y la reciente apreciación del USD (ver “El dólar que nunca muere” en [IMC – Enero de 2025](#)). En efecto, según las cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la entrada de flujos en enero fue por USD 25,300 millones, por encima del promedio mensual de USD 18,500 millones de 4T24.

Por clase de activos, las compras de enero volvieron a estar concentradas en títulos deuda con un flujo mensual de USD 36,800 millones, mientras que USD 11,500 millones fueron ventas de participaciones de capital¹ (Gráfico 7). Pese a lo anterior, la información preliminar de febrero de EPFR da cuenta de ventas netas por USD 13,000 millones tanto en acciones como en bonos, en línea con los mayores niveles de incertidumbre global del último mes.

En esta misma dirección, otros índices adelantados de estos flujos sugieren una menor demanda de activos hacia EM durante el mes de febrero. El índice de Bloomberg EMFP, que funciona como variable *proxy* de estos flujos de inversión de portafolio hacia EM, anticipa entradas netas por algo menos de USD 25,000 millones en el último mes.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

6

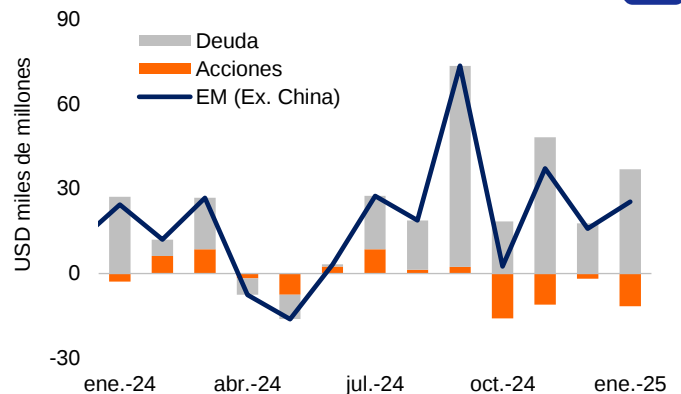


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 – February 2025.

Mercado local

A pesar del aumento de los niveles de aversión al riesgo en los mercados internacionales, los TES tuvieron un desempeño relativamente estable en febrero. Las preocupaciones en materia fiscal continúan presionando la curva, principalmente las referencias del tramo largo, en un contexto donde si bien el Gobierno sigue cumpliendo la regla fiscal, los niveles de déficit fiscal se están haciendo estructuralmente más altos y la sostenibilidad de mediano plazo de la deuda parece estar en riesgo.

A pesar de lo anterior, los volúmenes de negociación en el mercado secundario se mantuvieron altos y las condiciones de liquidez permanecen en niveles balanceados. La demanda de inversionistas locales en el mercado primario aumentó en febrero y la de inversionistas extranjeros continúa recuperándose, contrarrestando por esta vía los efectos de una mayor emisión de TES por colocaciones directas.

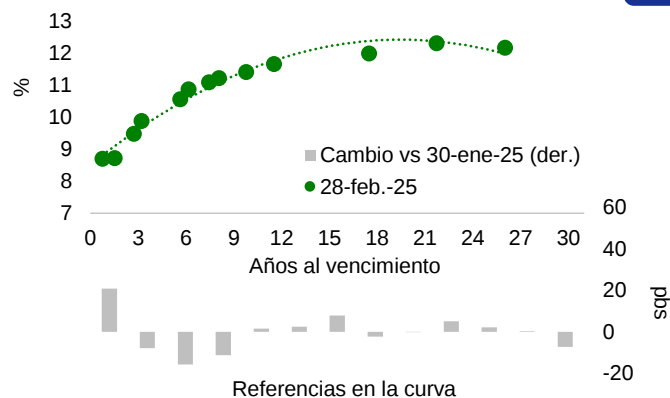
Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP se mantuvo relativamente estable frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 8). La pendiente de la curva aumentó 13 pbs hasta niveles de 294 pbs y permanece en niveles históricamente altos (Gráfico 9).

Los TES COP del tramo corto de la curva registraron incrementos asociados a las recientes sorpresas en los datos de IPC y también un reajuste de expectativas de tasas de interés del BanRep que ha afectado a muchas tasas de corto plazo (Gráfico 10). Los rendimientos de los TES2025 aumentaron 21 pbs hasta niveles de 8.71%, mientras que las tasas de los TES2026 ascendieron 8 pbs hasta 8.73%.

Las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) se incrementaron hasta 9.43% en febrero, similar a las tasas de los swaps IBR a 12 meses que aumentaron hasta 8.78%. Las tasas de los TES a 1 año en la curva cero-cupón disminuyeron levemente a un promedio de 9.18%.

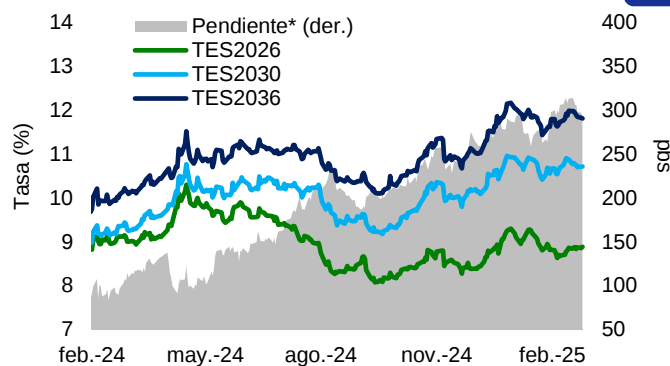
Las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días también se elevaron hasta niveles cercanos a 10%. Así, el diferencial entre las tasas de los títulos de deuda privada a 1 año y los TCO aumentó hasta 60 pbs en

Evolución mensual de la curva TES COP



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y diferencial intertemporal



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2036 y TES2026.

febrero, aunque permanece muy por debajo de su promedio 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 14 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2028, una de las referencias más líquidas de este tramo, descendieron 11 pbs hasta niveles de 9.89%. Por su parte, los rendimientos de los TES2027 disminuyeron en 16 pbs hasta 9.49%.

Las tasas de los TES COP de más largo plazo alcanzaron recientemente máximos desde finales de 2024, aunque en jornadas recientes dichas desvalorizaciones se han moderado. Los TES2032 y TES2036 fueron los que más se desvalorizaron en este tramo con aumentos promedio en tasa de 6 pbs hasta 11.1% y 11.67%, respectivamente.

La curva de rendimientos de los TES UVR, excluyendo los TESUVR2025, se mantuvo relativamente estable en febrero. En el tramo corto de la curva, las referencias del se valorizaron en febrero, beneficiadas no sólo por el componente estacional de la inflación y sus sorpresas de los últimos meses. En particular, las tasas de los TESUVR2027 disminuyeron 24 pbs hasta 4.54% (Gráfico 11).

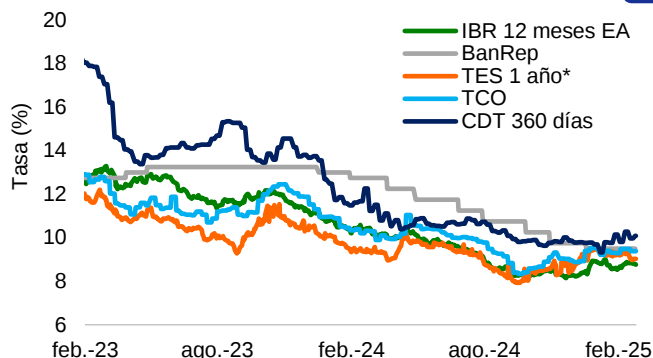
En el tramo medio de la curva TES UVR se registraron valorizaciones de 4 pbs en promedio. En el tramo largo de la curva el movimiento promedio fue de 3 pbs al alza, donde sobresalen los aumentos de 8 pbs en las tasas de los TESUVR2049 hasta niveles de 5.2%.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES ascendió hasta niveles del orden de 5.74% (Gráfico 12). En contraste, el promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES, que resulta una medida más precisa de las inflaciones implícitas, disminuyó levemente en febrero hasta 6.09%, aunque se mantiene en niveles muy por encima de los registros de años anteriores.

Bajo este contexto, el volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 4.7 billones en febrero, superior a los volúmenes registrados en enero, aunque inferiores en comparación con los COP 6 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 y que están incluidas en las

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

10

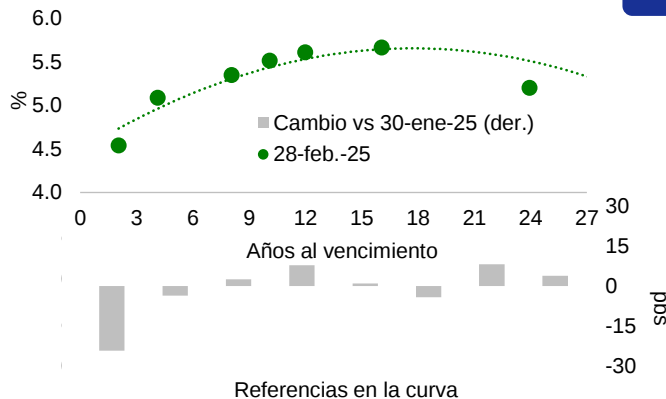


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

Evolución mensual de la curva TES UVR

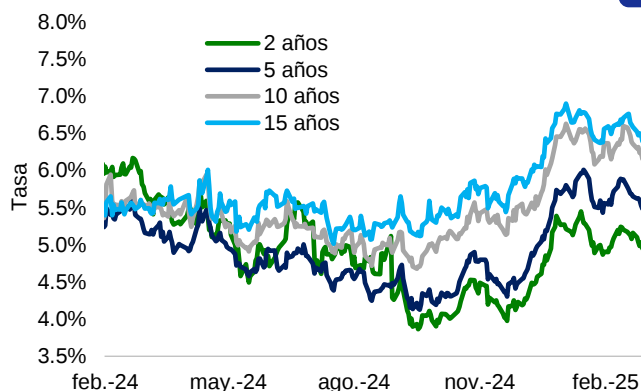
11



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

12



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

subastas del esquema de creadores de mercado. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, TESUVR2029 y TESUVR2055.

La curva TES USD registró un movimiento mensual bajista de 15 pbs en todo su nivel, especialmente en las referencias de corto plazo, algo que sigue empujando el empinamiento de la curva. La tendencia alcista en la prima de riesgo a plazo en la curva TES USD también es consistente con el comportamiento de los CDS a 5 años del país en el último año.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2025, el monto total hasta el 28 de febrero asciende a COP 9.1 billones, lo que representa un cumplimiento del 19.5% de la meta estipulada en la reciente actualización del Plan Financiero de 2025 (COP 46.5 billones). A la fecha, este porcentaje de cumplimiento es superior al 19% del acumulado para el mismo periodo de 2024, aunque inferior al 19.9% del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 14).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 6.9 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 4.5 billones de TES COP; y ii) COP 2.4 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 2.2 billones.

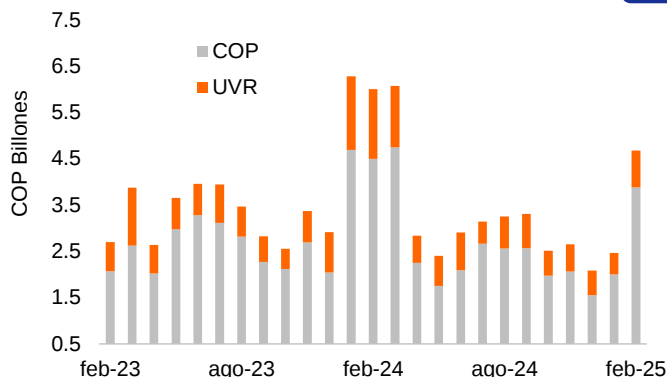
Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en febrero registraron un promedio de 10.29% y el *bid-to-cover* del mes ascendió hasta un promedio de 4 veces. En las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte promedio disminuyeron hasta 5.37% y el *bid-to-cover* se situó en 3.8 veces (Gráfico 15).

Con relación a las subastas de TCO, el monto colocado en el acumulado de 2025 asciende a COP 2.2 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de febrero registraron un promedio de 9.42% y el *bid-to-cover* aumentó hasta 3.5 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

Volumen de negociación promedio-día en SEN

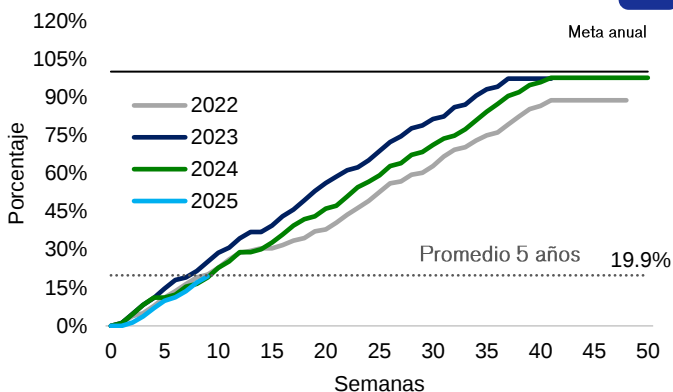
13



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

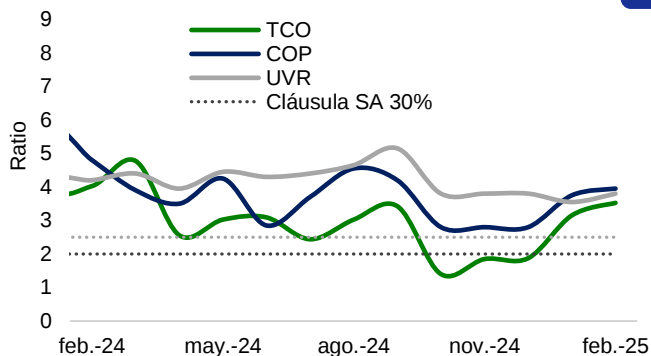
14



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.

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 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%.

En línea con el comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, los datos de tenedores de TES de enero, publicados por el MHCP (Ministerio de Hacienda y Crédito Público), dieron cuenta de una recuperación de la demanda de los Fondos de Capital Extranjeros (FCE). La demanda de los institucionales locales se debilitó levemente durante el último mes.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) mantuvieron su posición como los mayores tenedores de TES con una participación de 32.2% del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron por COP 4.5 billones, la mayor demanda desde mayo de 2024 y completaron más de 2 años consecutivos de incrementos netos (Gráfico 18).

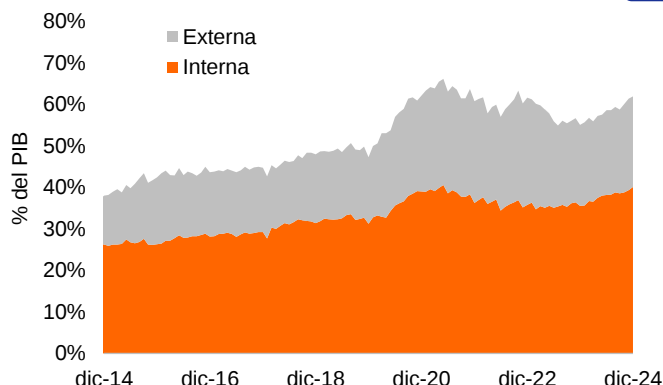
En contraste, los bancos comerciales fueron vendedores en COP 3.3 billones y su participación sobre el saldo total se redujo a 15% (Gráfico 17). Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.7 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total permaneció en máximos históricos de 11.8%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó compras netas en enero por COP 800 mil millones. Por otra parte, BanRep no realizó ni compras ni ventas definitivas de TES en enero.

Los FCE fueron compradores netos por COP 2.3 billones, algo que no sólo contrasta con los cuatro meses consecutivos de ventas netas, sino que es la demanda más fuerte vista desde marzo del año pasado. De esta forma, los FCE se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 17.6% del saldo total de la deuda pública interna. Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo compradores netos por COP 1.9 billones en febrero, con lo cual su posición de comprador neto

Saldo de la deuda bruta total del GNC

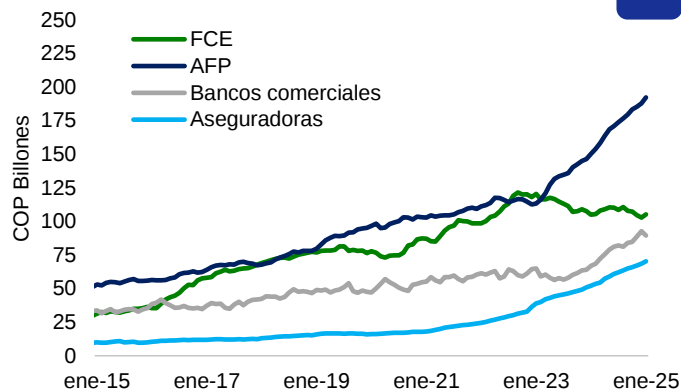
16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

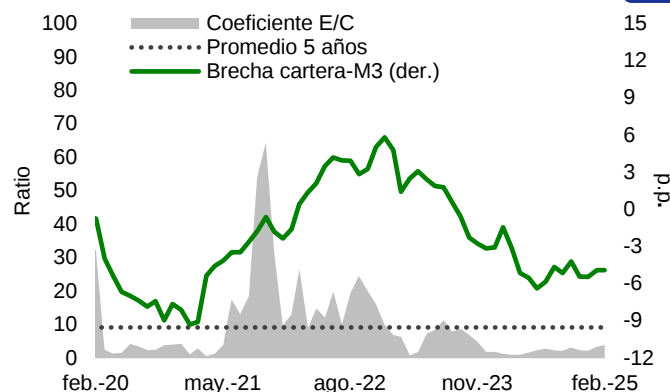
17



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

18



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

ascendería a COP 4.2 billones en el primer bimestre del año, casi que compensando las ventas netas por COP 4.7 billones de todo 2024. En contraste con lo anterior, las cifras preliminares de inversión de portafolio de febrero en balanza cambiaria dan cuenta de salidas por USD 159 millones.

En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep alcanzó máximos históricos en febrero de COP 27.8 billones promedio-día, muy por encima de la demanda de febrero del año pasado (COP 7.8 billones). El cupo de repos de expansión a un día también aumentó a COP 23.7 billones, con una utilización que bordeó el 65%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 3.4% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados disminuyó levemente frente a enero y se situó en COP 7.4 billones.

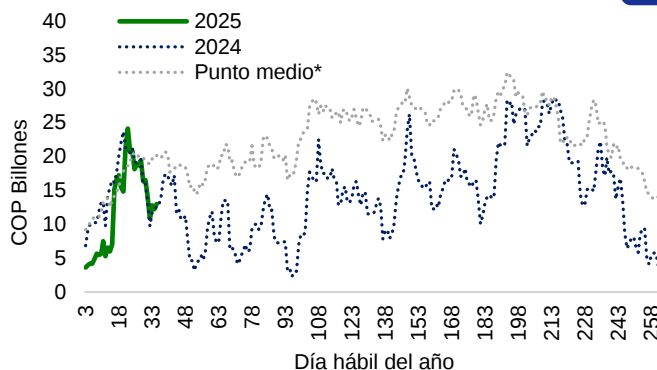
Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) aumentó en febrero hasta 3.7 veces, aunque permanece muy por debajo del promedio de los últimos 5 años. La brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos también se mantiene negativa, situación que libera presiones de liquidez asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 18).

El saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep en lo corrido de 2025 asciende a COP 12.9 billones (Gráfico 19), cifra que es relativamente similar a los COP 12.7 billones del mismo periodo acumulado de 2024. No obstante, este saldo permanece muy por debajo del promedio de los últimos 10 años (COP 20.2 billones) y sigue evidenciando presiones importantes sobre la posición de caja del Gobierno.

Para el mes de marzo se estima una entrada de recursos al sistema por COP 8.7 billones que mantendría balanceadas las condiciones de liquidez del mercado monetario y de TES. Estos recursos se distribuyen de la siguiente forma; i) COP 2.5 billones del cupón de los TES2031 ordinarios y verdes; ii) COP 1.4 billones del cupón de los TESUVR2029 y de los TESUVR2035; y iii) COP 4.7 billones del vencimiento de TCO's (Gráfico 20).

Saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep

19

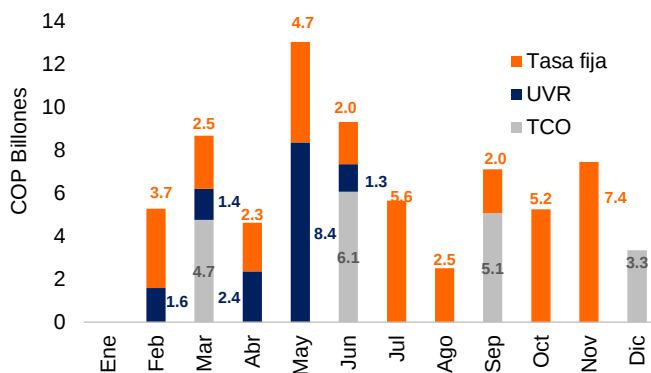


Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 se deterioró levemente durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años disminuyó desde niveles de 5.73% hasta 5.45%, pero permanece por encima a la tasa promedio de 3.53% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 102 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 descendieron hasta 6.61%, aunque se mantienen por encima de la media muestral de 3.91%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 1.17 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de 0.9 p.p.

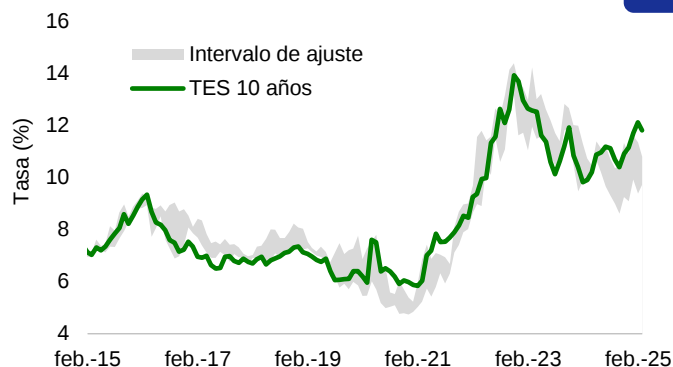
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES2028 y TES2031, con un espacio de valorización de hasta 25 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un margen de valorización de 29 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 140 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

Niveles justos de los TES de largo plazo

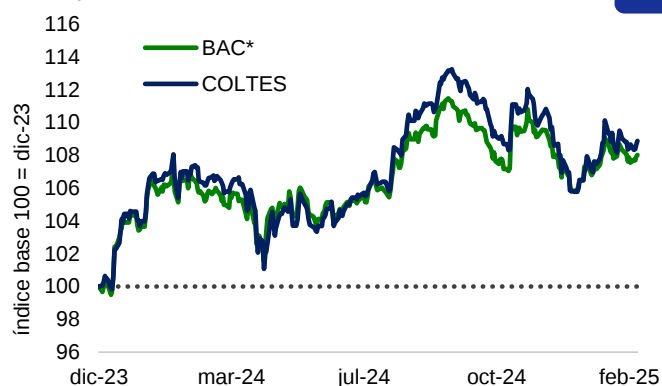
21



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

Comparativo de índices BAC vs COLTES

22



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Se balancea al cierre del día 20 de cada mes.

los TESUSD2027, TESUSD2034 y TESUSD2054 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 43 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 10.5% (Gráfico 21). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2036 se cotizan alrededor del 11.8%, lo anterior sugiere un fuerte margen de valorización de 130 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es baja.

El índice de deuda pública BAC, que mide el desempeño de los TES COP para un portafolio teórico-optimizado que depende del monto de negociación del mercado secundario, registró una variación mensual de 0.53% en febrero, inferior al 1% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC aumentó desde 3.73% en enero hasta 4.11% en febrero (Gráfico 22).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo corto-medio de la curva en casi un 70%. Allí se destacan los TES2026 (24.5%), los TES2027 (26.6%) y los TES2028 (19%).

Expectativas de corto plazo

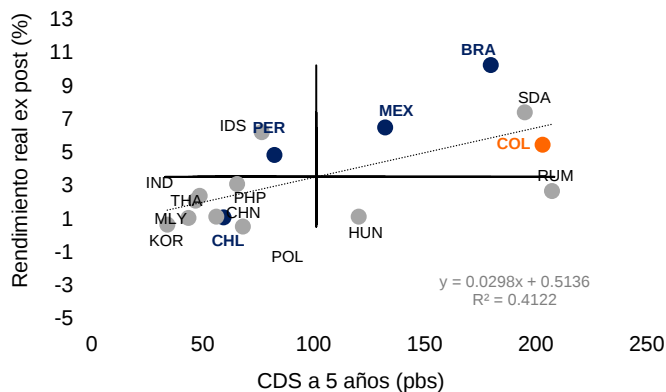
Más allá de la elevada incertidumbre y la consecuente mayor demanda por activos seguros, las presiones alcistas sobre la renta fija mundial persisten y lucen más estructurales que permanentes. Además del riesgo natural de una corrección de mercado tras normalizarse la aversión al riesgo mundial (evento transitorio), otro riesgo inherente en el futuro cercano es la oferta represada de Tesoros una vez se llegue a un acuerdo sobre el techo de la deuda en EEUU y se reactiven las emisiones de papel (ver “Nubarrones sobre el techo” en [CE – Mayo 16 de 2023](#)). **Anticipamos niveles justos de 4.5% para el rendimiento de los Tesoros a 10 años**, estimativo que implica una corrección al alza de 30-40 pbs frente a los niveles actuales.

En el plano local, seguimos creyendo que el espacio de valorización de los TES sigue siendo muy estrecho. Los riesgos fiscales siguen siendo elevados y la oferta de TES en 2025 se percibe más alta dadas las elevadas necesidades de financiamiento. Aunque la mayor demanda de los FCE e inversionistas locales ha estado concentrada en títulos de mayor duración, los TES de menores vencimientos siguen ofreciendo un espacio de valorización relativamente más alto.

Bajo este contexto, **anticipamos para marzo niveles objetivo de 8.5% para los TES2026 y de 12% para los TES2036**. Estas perspectivas incorporan de manera implícita un empinamiento de la curva TES COP, aunque en 2T25 podría moderarse.

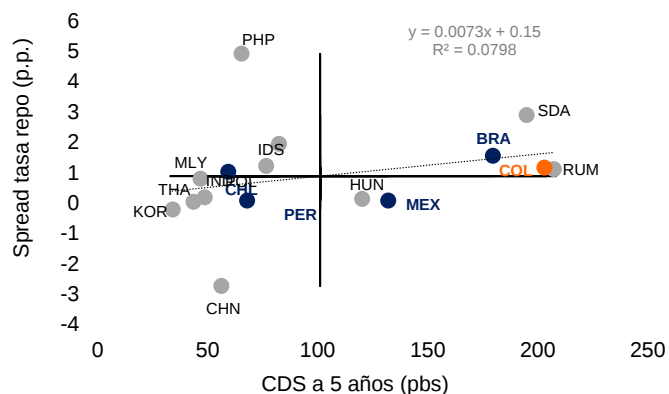
Para la curva de TES UVR, seguimos considerando que los títulos con vencimientos más bajos ofrecen un mayor margen de valorización, especialmente por una inflación que podría seguir sorprendiendo al alza en los próximos meses. Similar a lo que esperamos en la curva TES COP, para los títulos de mediano y largo plazo estimamos un margen de valorización muy estrecho.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



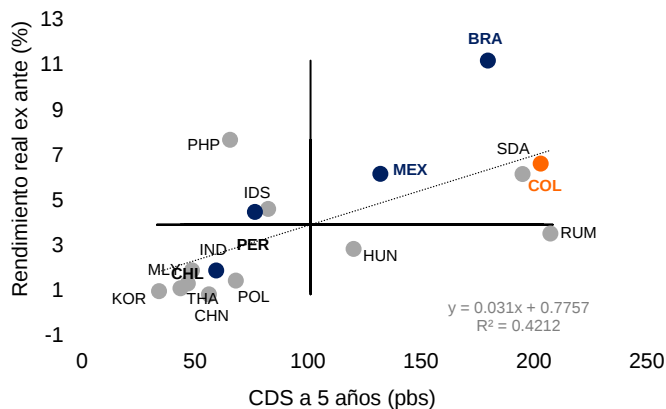
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



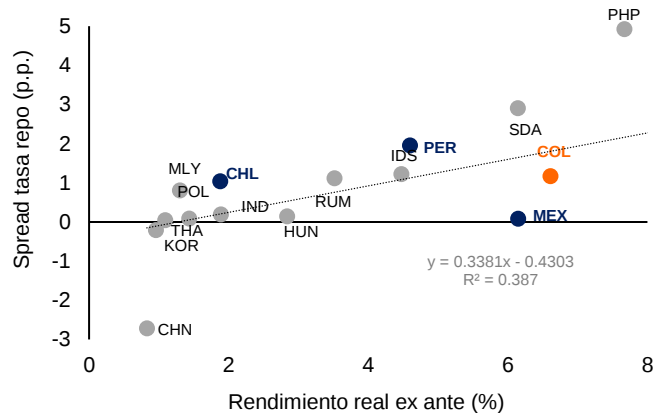
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



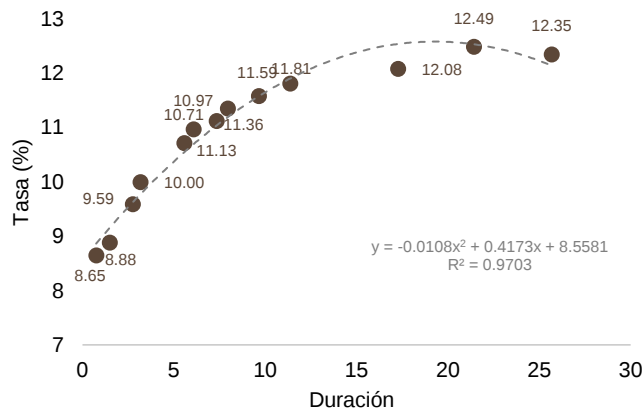
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



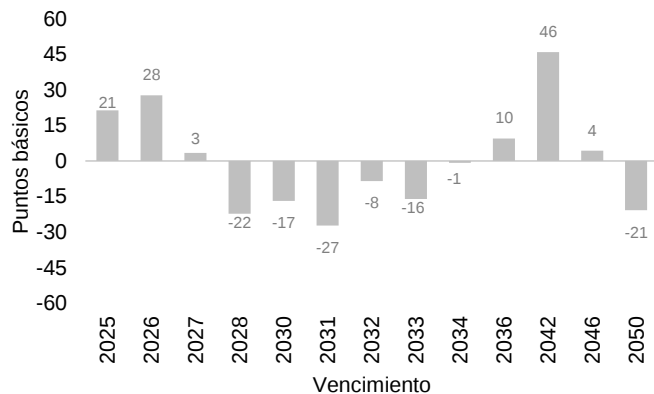
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



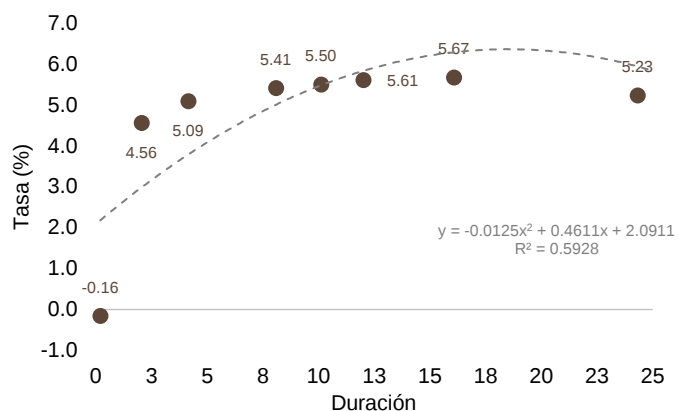
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



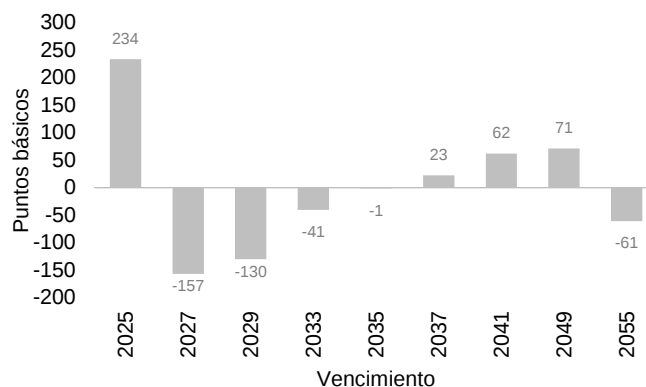
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



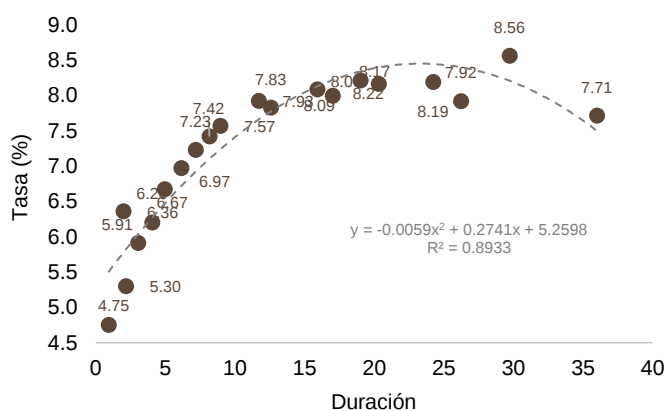
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



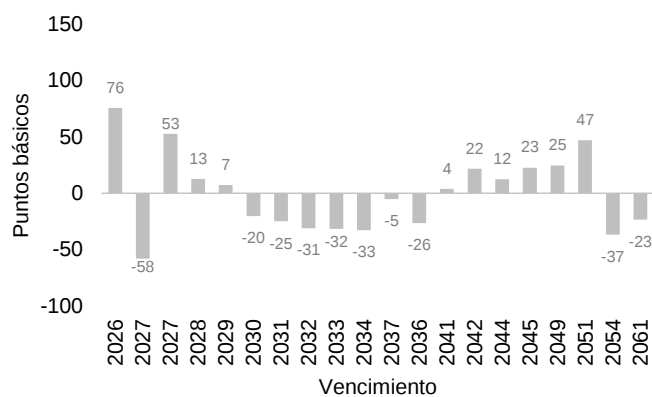
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	0.7	8.65	15	-5	19	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.3	8.86	5	-44	-26	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.4	9.64	16	-41	49	
TFIT16280428	abr-28	6.00	2.6	10.02	16	-45	87	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.1	10.71	29	-22	136	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.2	11.08	28	-7	168	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.2	10.98	22	-31	143	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.0	11.13	26	-45	138	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.9	11.36	30	-39	142	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.0	11.55	33	-35	158	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.5	11.83	40	-34	175	
TFIT21280542	may-42	9.25	6.9	12.14	29	-41	170	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.0	12.50	39	-28		
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.9	12.32	33	-33	194	

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		-0.41	-161	-201	-273	
TUVT11170327	mar-27	3.30	1.9	4.54	-5	-24	79	
TUVT10180429	abr-29	2.25	3.7	5.09	18	3	103	
TUVT20250333	mar-33	3.00	6.6	5.41	44	11	98	
TUVT20040435	abr-35	4.75	7.4	5.54	19	12	94	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.8	5.62	19	16	93	
TUVT32160641	mar-41	5.00	10.1	5.71	4			
TUVT32160649	jun-49	3.75	14.1	5.26	16	20	70	
TUVT32160655	may-55	5.25	14.4	5.28	9			

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	4.75	-44	-79	-108	
COLGLB27	feb-27	8.38	1.8	6.36	-45	3	67	
COLGLBA27	abr-27	3.88	1.9	5.30	-32	-59	-61	
COLGLB28	mar-28	11.85	2.4	5.91	-44	-53	-70	
COLGLB29	mar-29	4.50	3.4	6.20	-17	-30	-29	
COLGLB30	ene-30	3.00	4.3	6.67	-14	-24	1	
COLGLB31	abr-31	3.13	5.1	6.97	-16	-24	15	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.8	7.23	-5	-18	30	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.6	6.82	-13	-22	-54	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.5	7.42	-4	-18	17	
COLGLB34	feb-34	7.50	6.3	7.57	0	-10	25	
COLGLB36	oct-36	7.75	7.3	7.93	-2	-10		
COLGLB37	sep-37	7.38	7.7	7.83	-2	-9	30	
COLGLB41	ene-41	6.13	9.2	8.09	-3	-12	47	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.5	8.00	-3	-12	55	
COLGLB44	feb-44	5.63	9.5	8.22	-1	-10	51	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.3	8.17	-7	-15	52	
COLGLB49	may-49	5.20	10.7	8.19	-6	-15	59	
COLGLB51	may-51	4.13	11.8	7.92	-4	-10	53	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.4	8.56	0	-8		

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.
