

Incertidumbre en política monetaria mueve el mercado

Deuda pública

Noviembre fue un punto de inflexión para la renta fija local. El mercado dio una vuelta de 180° y pasó de descontar recortes adicionales de tasa de interés por 100 pbs (línea amarilla) para el próximo año a incorporar un ciclo alcista del emisor por hasta 140 pbs (línea naranja), generando desvalorizaciones importantes en el mes.

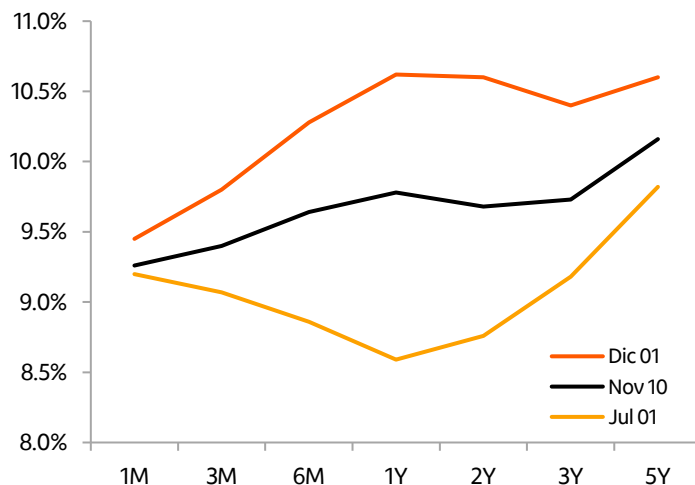
El sorpresivo dato alcista de inflación del mes de octubre (publicado el 10 de noviembre) revivió la incertidumbre por la convergencia a la meta del Banco de la República, no sólo por las presiones actuales, sino por un incremento a doble dígito del salario mínimo para el 2026 y el incierto panorama del gas en Colombia, que continúa incrementando las expectativas tanto de los analistas, como del emisor y del mercado de una inflación que tenga un camino más difícil de convergencia y requiera de impulsos monetarios por parte del Banco Central.

A esto se le suma un Ministerio de Hacienda, que ha sido un protagonista constante en la dinámica del mercado durante el semestre, y que en el último mes puso presiones de oferta a lo largo de toda la curva sumando a las desvalorizaciones de manera importante.

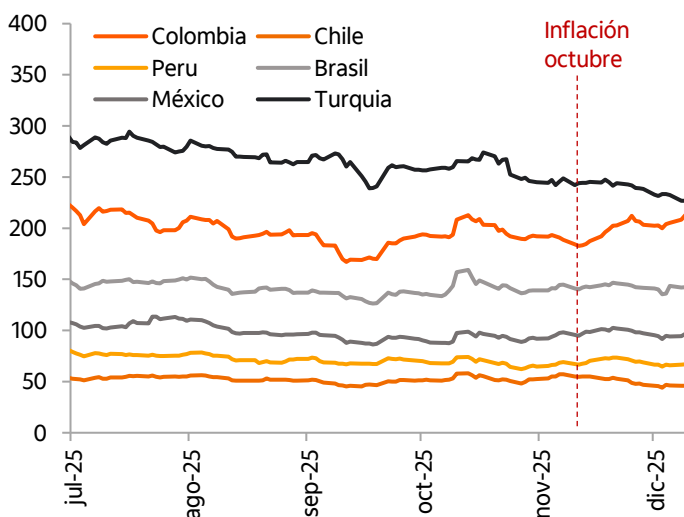
Más allá de las subastas mensuales de deuda pública, el Minhacienda hizo colocaciones directas en el mercado por COP 3,75 billones, concentrando el *offer* adicional en el nodo del 29 por COP 2,62 billones y poniendo presión vendedora a lo largo de todas las referencias *on the run*.

Estos eventos se consolidaron en un reprecio fiscal de la prima de riesgo país, con un CDS a cinco años que subió durante el mes 17%, pasando de 183 puntos a superar el umbral de los 200 puntos, contrastando con una región que mantuvo la estabilidad, y que reflejan no sólo la incertidumbre en materia de política monetaria, sino también la incertidumbre fiscal del país, ad portas de un año electoral y de unas cuentas fiscales que cerrarían el 2025 con números más benévolos a los esperados en el MFMP, pero que responden a las estrategias de manejo de deuda de Crédito Público y no un movimiento estructural de reducción de gasto, optimización de ingresos o un mejor balance que soporte un menor déficit en el largo plazo.

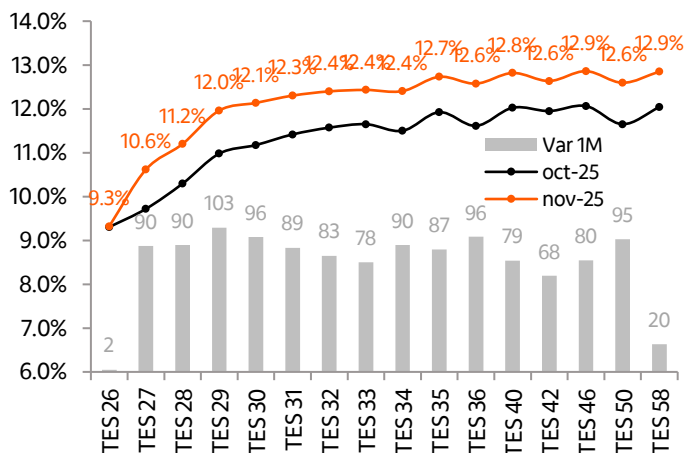
Curva forward de tasa de interés en Colombia



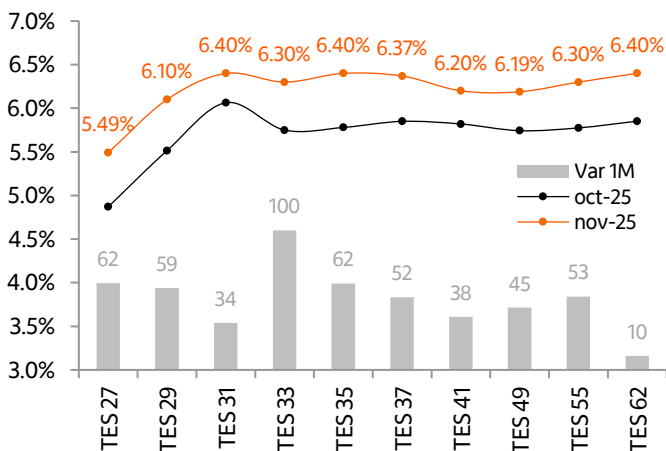
Prima de riesgo local refleja la incertidumbre (CDS 5Y)



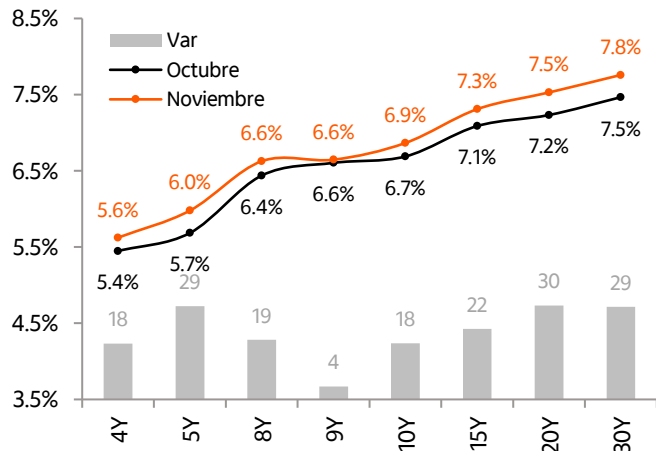
Curva de TES en pesos



Curva de TES en UVR



Curva de Yankees



Por lo que el mes se consolidó como una mezcla de cambio de expectativas en materia de política monetaria, presiones vendedoras del MinHacienda y un reprecio fiscal relevante, que generaron presiones alcistas.

Las tres curvas sufrieron desvalorizaciones importantes con las referencias en pesos desvalorizándose cerca de 90 básicos en promedio, la curva en UVR 50 básicos en promedio y la curva en dólares 25 básicos en promedio.

Diciembre va a seguir siendo un mes cargado por incertidumbre en materia de política monetaria, a la espera del anuncio del incremento para el salario mínimo de 2026, que se conocería las últimas semanas del mes y que es clave para definir la senda de política monetaria. Por lo que esperamos cautela hasta tener mayor claridad, ya sea de la mano de mensajes más *dovish* de la junta o del comienzo del ciclo alcista del Banco de La República.

En ese sentido, mantenemos la neutralidad en las curvas soberanas. A pesar de los atractivos niveles sobre el 13% en la curva larga, que empiezan a formar un techo importante, varios factores podrían generar volatilidad, no sólo del lado de la inflación y de la política monetaria, sino también las constantes intervenciones del Ministerio de Hacienda y Crédito Público que puedan mantener las presiones vendedoras sobre la curva, a medida que continúa buscando reducir los vencimientos en el corto plazo con canjes hacia la curva larga.

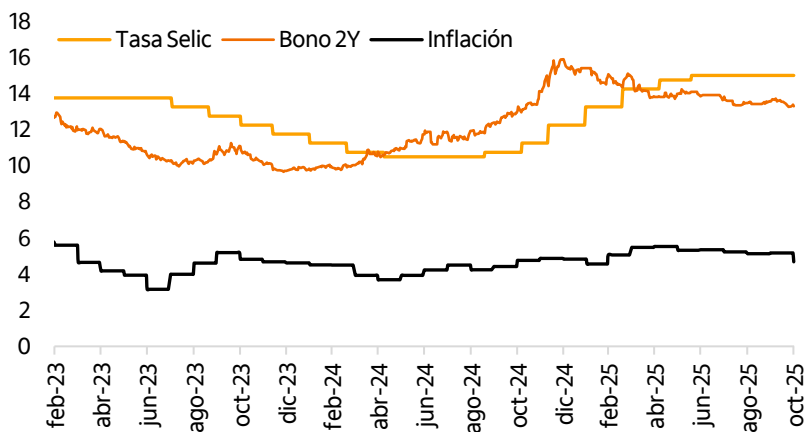
Los vencimientos para 2026 alcanzan COP 60 billones, incluyendo el colateral por el TRS de COP 21,6 billones, potenciado por la fuerte emisión de TCOs este año.

¿Vamos a llegar al escenario de Brasil?

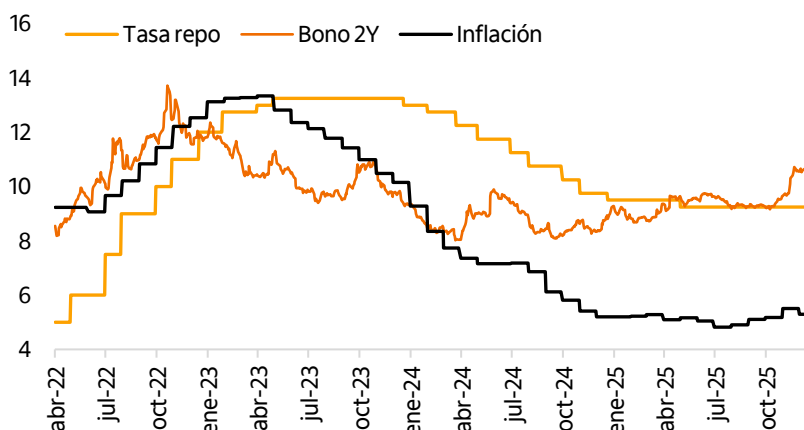
El temor del mercado ronda en la idea que el Banco de la República tenga que asumir una posición similar al Banco Central de Brasil en 2024 de retomar el ciclo alcista de política monetaria, después de 5 meses de estabilidad, para poder controlar la inflación. En su momento, la inflación en Brasil se quedó estancada en un rango entre el 4% y 5,5% mostrando una tendencia alcista y llevando al emisor a elevar su tasa de interés por encima del punto máximo que alcanzó en el ciclo anterior (13,75%), hasta el 15%. El mercado reaccionó con desvalorizaciones de hasta 600 básicos en la curva corta, en un movimiento que se dividió en dos partes: antes de la confirmación del comienzo del ciclo alcista (+200 pbs) en medio de estabilidad de tasa de interés y después (+400 pbs) mientras se ejecutaban los 450 pbs de ajuste monetario.

Si bien el escenario en Colombia parece similar, con una inflación que le ha costado continuar el proceso desinflacionario, estancándose en niveles cercanos al 5,0% y atraviesa un escenario fiscal muy similar al de Brasil en su momento de desbalances marcados, la junta directiva del Banco de la República insiste que incluso con un incremento cercano al 11% del salario mínimo, la convergencia de la inflación a la meta no se ve amenazada, pero reconoce que sí tomaría algo más de tiempo, lo que no debería llevar a un ciclo alcista de tasas de interés para soportar la dinámica de los precios. Aún así, la incertidumbre es elevada y el mercado sigue sin descartar esa posibilidad que, de replicarse el escenario de Brasil, volvamos a tener una curva con niveles por encima del 15%, con una curva corta que ya suma 100 pbs de desvalorizaciones, en medio del sexto mes de estabilidad en tasa repo.

La curva corta en Brasil subió 200 pbs previo al ciclo alcista



Colombia suma 100 pbs de desvalorizaciones en la curva corta



Desde Itaú, esperamos estabilidad en la tasa de interés en 9,25% por un tiempo más prolongado, de la mano de una FED más *dovish* (de ser Hasset el nuevo presidente), una subida del mínimo del 12% con el subsidio de transporte y una inflación entre 4,5% - 4,7% dependiendo del ajuste salarial.

Pero reiteramos cautela y moderación por la alta incertidumbre y volatilidad, donde si bien no vemos el escenario de subidas, si esperamos un mercado que continúe presionado este mes.

Sin duda, el *game changer* de corto plazo para los TES, va a ser la definición del incremento del salario mínimo para 2026, que esperamos le de un rumbo más claro a las curvas los próximos meses, que después pondrán los ojos en el cierre de las cuentas fiscales de 2025, con la presentación del plan financiero en febrero, el panorama político y las operaciones de manejo de deuda de Crédito Público.

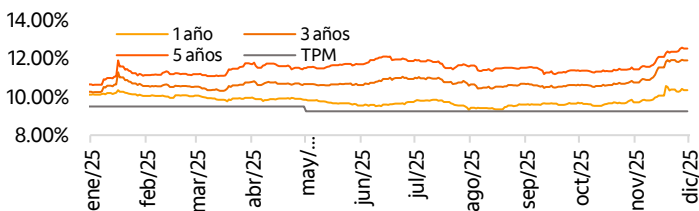
Buscando inversiones de corto plazo

Deuda corporativa

Las desvalorizaciones se vieron trasladadas a la deuda corporativa a medida que los ciclos macros son los principales catalizadores de estos títulos. Las expectativas del ciclo alcista y de mayor inflación, generaron retrocesos de 90 pbs en las referencias tasa fija, 25 pbs promedio en los indexados al IPC y 130 pbs en los indexados a la IBR.

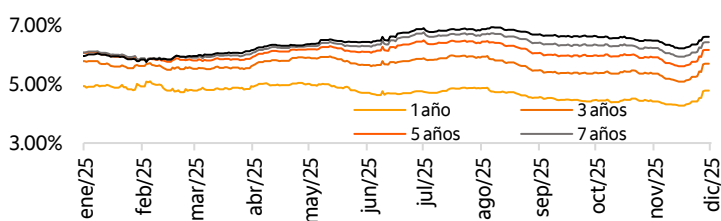
El corrido del año suma desvalorizaciones de más de 160 pbs en los tasa fija de 3 años en adelante, un movimiento mixto con valorizaciones en los nodos cortos y pérdidas en los plazos largos de más de 30 pbs y lateralidad en los IBR.

Tasa Fija



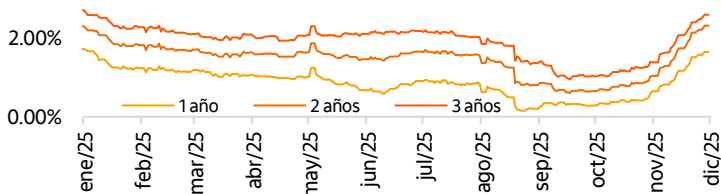
	Tasa de valoración %			Variación pbs	
	Hoy	Min 6Y	Máx 6Y	1M	YTD
1 año	10.35	2.11	18.52	53.9	24.3
1.5 años	10.81	2.43	18.81	78.2	68.4
2 años	11.25	2.74	18.88	96.7	110.3
3 años	11.89	3.30	18.94	111.3	163.4
5 años	12.51	4.25	19.07	106.4	187.1

Márgenes IPC



	Tasa de valoración %			Variación pbs	
	Hoy	Min 6Y	Máx 6Y	1M	YTD
1 año	4.77	-1.48	6.53	34.9	-15.2
3 años	5.68	-0.41	7.88	33.3	-9.0
5 años	6.15	0.32	8.34	25.8	9.9
7 años	6.40	0.97	8.63	18.8	34.6
10 años	6.59	1.70	8.86	11.6	64.5

Márgenes IBR



	Margen de valoración %			Variación pbs	
	Hoy	Min 6Y	Máx 6Y	1M	YTD
1 año	1.64	0.15	7.58	115.5	-7.9
1.5 años	2.05	0.37	7.55	134.1	-0.4
2 años	2.31	0.55	7.56	139.3	1.3
3 años	2.59	0.88	7.66	129.7	-11.4

Estrategia de inversión

De cara a la incertidumbre y de unas tasas que van a seguir presionadas al alza a medida que siguen incorporándose las expectativas alcistas del BanRep, preferimos las inversiones de muy corto plazo (3 meses) con renovaciones para aprovechar los ajustes constantes en los rendimientos y mitigar la volatilidad en papeles de mayor duración.

Nuestros ejercicios de rentabilidad al vencimiento y a rotaciones concentran el atractivo en indexados a la IBR en plazos cortos, seguidos de los tasa fija de 4 años en adelante, mientras los IPC quedan de últimos, aunque en su mayoría con rentabilidades a doble dígito atractivas.

Matriz de rentabilidad

Rentabilidad Deuda Corporativa al Vencimiento

Plazo	IPC ACT	IPC PREV	FS	IBR
3 meses	9.81%	10.16%	10.25%	10.11%
6 meses	9.78%	10.07%	10.23%	10.48%
1 año	9.96%	10.18%	10.48%	11.23%
1.5 años	9.96%	10.26%	10.96%	11.58%
2 años	9.95%	10.22%	11.37%	11.55%
3 años	9.95%	10.17%	11.89%	11.45%
4 años	10.11%	10.26%	12.18%	
5 años	10.20%	10.34%	12.35%	
6 años	10.27%	10.39%	12.47%	
7 años	10.32%	10.43%	12.55%	
8 años	10.36%	10.46%	12.62%	
9 años	10.39%	10.48%	12.67%	
10 años	10.20%	10.34%	12.71%	
15 años	9.61%	9.73%	12.82%	

Rentabilidad Deuda Corporativa rotaciones en 6 meses

Plazo	IPC ACT	IPC PREV	FS	IBR
3 meses	9.81%	10.16%	10.25%	10.11%
6 meses	9.78%	10.08%	10.23%	10.48%
1 año	10.11%	10.40%	10.48%	11.75%
1.5 años	10.43%	10.73%	10.96%	12.31%
2 años	10.66%	10.95%	11.37%	12.63%
3 años	11.06%	11.36%	11.89%	12.92%
4 años	11.36%	11.65%	12.18%	
5 años	11.57%	11.87%	12.35%	
6 años	11.73%	12.03%	12.47%	
7 años	11.84%	12.14%	12.55%	
8 años	11.93%	12.23%		
9 años	11.99%	12.29%		
10 años	12.04%	12.34%		
15 años	12.13%	12.43%		

Recomendación del mes

Subponderar **Neutral** Sobreponderar

N1 N2 N3 N4 N5

Indicador		Calificación					Comentario
		N1	N2	N3	N4	N5	
Deuda Pública	Tasa Fija	Corto plazo					Oportunidades: Recompas del Ministerio por tasas elevadas Tasas reales altas Riesgos Incrementos de tasa de interes del Banrep Desbalances fiscales
		Mediano plazo					
		Largo plazo					
	UVR	Corto plazo					Oportunidades: Inflación estancada Spreads apretados contra la deuda corporativa Riesgos Inflación que baje mas rapido a lo esperado Implícitas caras en la parte larga
		Mediano plazo					
		Largo plazo					
Deuda Corporativa	IBR	Corto plazo					Oportunidades: Posibles incrementos de tasa del BanRep Riesgos:
		Largo plazo					
	IPC	Corto plazo					Oportunidades: Inflación por encima de la meta otro año mas y subida exagerada del SMLV Riesgos Proceso desinflacionario acelerandose por intervenciones del gobierno nacional
		Mediano plazo					
		Largo plazo					
	Tasa Fija	Corto plazo					Oportunidades: Tasa a doble digito Riesgos Nuevo apretón de liquidez del sistema
Mediano plazo							
Largo plazo							

Nuestro equipo

Gerencial General Itaú Comisionista de Bolsa

Felix Buendia
Felix.buendia@itau.co

Estrategia de mercados

Valeria Álvarez
Valeria.alvarez@itau.co

Sharon Tellez
Sharon.vargas@itau.co

Contacto Itaú Comisionista
estrategiaitaucomisionista@itau.co
T. (571) 3394540

Banca Mayorista

Gerente mes Institucional
Camilo Díaz
camilo.diaz@itau.co

Renta fija Institucional
Nelson Espinosa
nelson.espinosa@itau.co

Corporativo y Empresarial
Leonardo Botero
Leonardo.botero@itau.co

Banca Privada

Juan Carlos Salazar
juan.salazar@itau.co

Trading y ejecución

Joan Manuel Cardenas
joan.cardenas@itau.co



Información relevante

La información contenida en este informe fue producida por Itaú Colombia S.A., a partir de las condiciones actuales del mercado y las recientes coyunturas económicas, basada en información y datos obtenidos de fuentes públicas, que se consideran fidedignas, pero cuya veracidad no se garantiza. Esta información no constituye y, en ningún caso, debe interpretarse como una oferta de negocio jurídico o solicitud para comprar o vender algún instrumento financiero, o para participar en una estrategia de negocio en particular en cualquier jurisdicción. Toda la información y estimaciones que aquí se presentan derivan de nuestros estudios internos y pueden ser modificadas en cualquier momento sin previo aviso. Itaú Colombia S.A. no asume ningún tipo de responsabilidad legal por las decisiones de inversión basadas en la información contenida y divulgada en este documento. Asimismo, el presente documento de análisis no puede entenderse como asesoría en los temas que trata por parte de quien lo recibe.

Este informe fue preparado y publicado por el equipo de Itaú Análisis Económico de Itaú Colombia S.A. Este material es para uso exclusivo de sus receptores y su contenido no puede ser reproducido, publicado o redistribuido en ninguna forma, en todo o en parte, sin la autorización previa de Itaú Colombia S.A.

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

Condiciones de Uso: Las empresas Itaú, entre ellas Itaú Corp Banca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. y/o Itaú Casa de Valores S.A. no se responsabilizan por la información contenida en la presente publicación, su divulgación únicamente tiene efectos informativos y por tanto es importante resaltar que: a) Esta Publicación no constituye ni puede ser interpretada como una recomendación o asesoría para tomar alguna decisión o acción de parte de los clientes o como una oferta por parte de las empresas de Itaú y sólo representa una interpretación realizada por quienes la escriben, el contenido y alcance de la interpretación puede variar sin previo aviso según el comportamiento de los mercados b) El contenido de la Publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas y consideradas creíbles, las empresas de Itaú no garantizan la exactitud de la misma, ni se comprometen a actualizarla. La operativa de mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. c) Las empresas de Itaú no asumen responsabilidad alguna por pérdidas derivadas por la acción u omisión del uso de la información, operaciones, prácticas o procedimientos descritos en la Publicación. d) La distribución de ésta Publicación se encuentra prohibida sin el permiso explícito de las empresas de Itaú.

Condiciones de uso

Este reporte ha sido preparado por el área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Las empresas del Grupo Empresarial Itaú, entre ellas Itaú Corp Banca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. e Itaú Casa de Valores S.A., no se responsabilizan por la calidad de la información contenida en la presente publicación. La divulgación de este documento únicamente tiene efectos informativos, y por tanto es importante resaltar: (a) El contenido de la presente publicación no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen; (b) Este reporte ha sido preparado por funcionarios designados del área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A., y no compromete el criterio de Itaú BBA y de ninguna otra de las compañías del Grupo Empresarial Itaú; (c) Esta publicación no constituye una oferta mercantil y no obliga a ninguna de las empresas del Grupo Empresarial Itaú, incluida Itaú Comisionista de Bolsa S.A.; (d) El contenido de esta publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas, consideradas creíbles, pero fuera del control de las empresas Grupo Empresarial Itaú. Por lo tanto, no se garantizan la exactitud o idoneidad de la información contenida en la publicación, y tampoco se garantiza la calidad de las interpretaciones realizadas por los funcionarios designados para la elaboración de este documento, quienes podrían variar su criterio en cualquier momento y sin previo aviso; (e) La información contenida en esta publicación está sujeta a variaciones según el comportamiento de los mercados, de forma que se sugiere su verificación, ya que las empresas del Grupo Empresarial Itaú no se comprometen a actualizarla; (f) La operativa de los mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. Como tal, las empresas del Grupo Empresarial Itaú no asumen ningún tipo de responsabilidad por las posibles pérdidas derivadas de acciones u omisiones que tome cualquier persona con base en el uso de la presente publicación, así como por operaciones, prácticas o procedimientos descritos en el documento; (g) La distribución de ésta publicación se encuentra prohibida sin la autorización y previa y escrita de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Rating:

Las sugerencias generales que se presentan en este reporte frente a activos o emisores particulares se rigen bajo el siguiente criterio:

- Comprar: Cuando se espera que la acción tenga un desempeño mejor que el promedio de mercado
- Mantener: Cuando se estima que el desempeño de la acción esté en línea con el desempeño de mercado
- Vender: Cuando se espera que la acción tenga un desempeño por debajo del promedio de mercado.

Es importante mencionar que el rating representa la evaluación del desempeño de la acción en el mediano plazo (1 año) por parte del analista designado. Sin embargo, este rating puede ser revisado en cualquier momento del tiempo, basándose en acontecimientos puntuales que puedan impactar el precio final de la acción.

Condiciones de uso

Este reporte ha sido preparado por el área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Las empresas del Grupo Empresarial Itaú, entre ellas Itaú Corp Banca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. e Itaú Casa de Valores S.A., no se responsabilizan por la calidad de la información contenida en la presente publicación. La divulgación de este documento únicamente tiene efectos informativos, y por tanto es importante resaltar: (a) El contenido de la presente publicación no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen; (b) Esta publicación no constituye una oferta mercantil y no obliga a ninguna de las empresas del Grupo Empresarial Itaú; (c) El contenido de esta publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas, consideradas creíbles, pero fuera del control de las empresas Grupo Empresarial Itaú. Por lo tanto, no se garantizan la exactitud o idoneidad de la información contenida en la publicación, y tampoco se garantiza la calidad de las interpretaciones realizadas por los funcionarios designados para la elaboración de este documento, quienes podrían variar su criterio en cualquier momento y sin previo aviso; (d) La información contenida en esta publicación está sujeta a variaciones según el comportamiento de los mercados, de forma que se sugiere su verificación, ya que las empresas del Grupo Empresarial Itaú no se comprometen a actualizarla; (e) La operativa de los mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. Como tal, las empresas del Grupo Empresarial Itaú no asumen ningún tipo de responsabilidad por las posibles pérdidas derivadas de acciones u omisiones que tome cualquier persona con base en el uso de la presente publicación, así como por operaciones, prácticas o procedimientos descritos en el documento; (g) La distribución de ésta publicación se encuentra prohibida sin la autorización y previa y escrita de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Es posible que esta publicación incluya información y/o sugerencias frente a activos o emisores que también son abordados en informes de Itaú BBA. En este caso, se aclara que la información contenida en el presente documento corresponde a estrategias tácticas de corto plazo, que no constituyen un cambio de la perspectiva estructural que presenta Itaú BBA en sus informes. El presente documento debe entenderse de forma armónica con los demás documentos que publica Itaú BBA, y las demás compañías del Grupo Empresarial Itaú.

