

Al ritmo del Ministerio de Hacienda

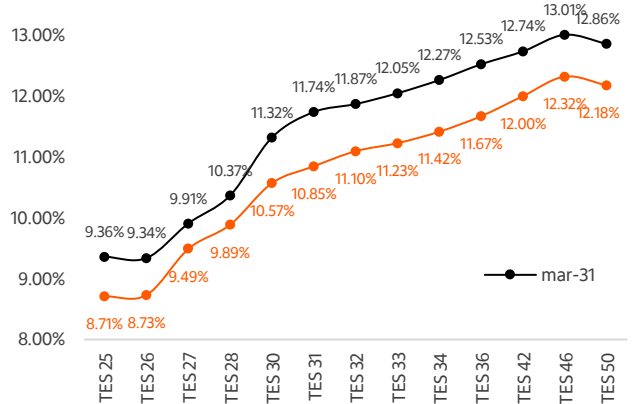
Deuda pública

Los TES siguieron en su propio mundo, con una correlación con el tesoro que cerró el mes en 12% y una dinámica que respondió a temas locales, miedos fiscales, sobreoferta de la curva y un inesperado cambio de Ministro de Hacienda a un nombre desconocido en cargos de esa magnitud. La incertidumbre generó desvalorizaciones de 70 pbs en promedio tanto en las referencias en pesos como en las de UVR. El año corrido pasa de valorizaciones de 45 pbs promedio en los TES en pesos a mediados del mes, a caídas de 25 pbs en pesos y de 76 pbs en los UVRs a cierre de marzo.

La curva en pesos registró un *bear steepening* con una parte larga subiendo con más fuerza, mientras que los UVRs un *bear flattening* con una parte corta que retrocedió en mayor proporción. Ambos movimientos potenciados por operaciones directas del tesoro nacional.

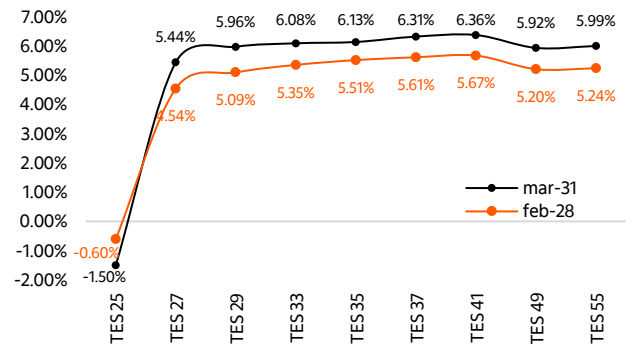
TES en PESOS

Nodo	feb-28	mar-31	Var 1M	Var YTD
TES 25	8,71%	9,36%	64,80	65,80
TES 26	8,73%	9,34%	60,50	3,50
TES 27	9,49%	9,91%	41,50	-14,80
TES 28	9,89%	10,37%	47,90	-10,50
TES 30	10,57%	11,32%	75,00	39,00
TES 31	10,85%	11,74%	89,30	45,90
TES 32	11,10%	11,87%	77,50	30,00
TES 33	11,23%	12,05%	82,20	29,70
TES 34	11,42%	12,27%	85,00	36,40
TES 36	11,67%	12,53%	85,50	35,50
TES 42	12,00%	12,74%	73,70	18,70
TES 46	12,32%	13,01%	69,00	23,50
TES 50	12,18%	12,86%	68,40	20,70
Promedio			70,8	24,9

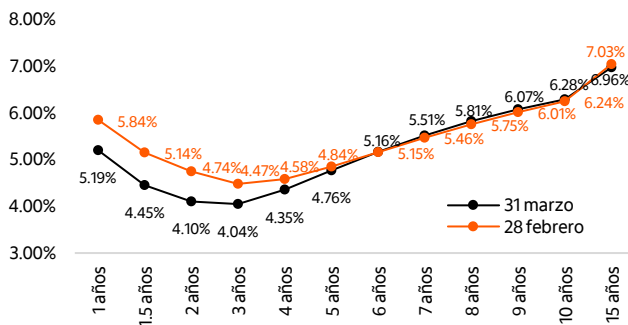


TES en UVR

Nodo	28 febrero	31 marzo	Var 1M	Var YTD
TES 25	-0,60%	-1,50%	-90,10	-310,10
TES 27	4,54%	5,44%	89,90	65,60
TES 29	5,09%	5,96%	87,10	90,00
TES 33	5,35%	6,08%	73,00	78,00
TES 35	5,51%	6,13%	61,20	71,10
TES 37	5,61%	6,31%	70,00	85,20
TES 41	5,67%	6,36%	69,60	66,30
TES 49	5,20%	5,92%	72,00	86,50
TES 55	5,24%	5,99%	75,40	74,40
Promedio			70,2	76,9



Inflaciones implícitas



Las inflaciones implícitas cayeron durante el mes 60 pbs en promedio, puntualmente en nodos inferiores a 4 años.

Una parte corta en pesos que cayó 50 pbs en promedio, frente a una curva en UVR que se desvalorizó 80 pbs en promedio explica la caída, que aún ubica el indicador por encima del rango meta del BanRep.

Las elevadas implícitas en la parte larga de la curva siguen reflejando una curva en UVR cara frente a los nominales.

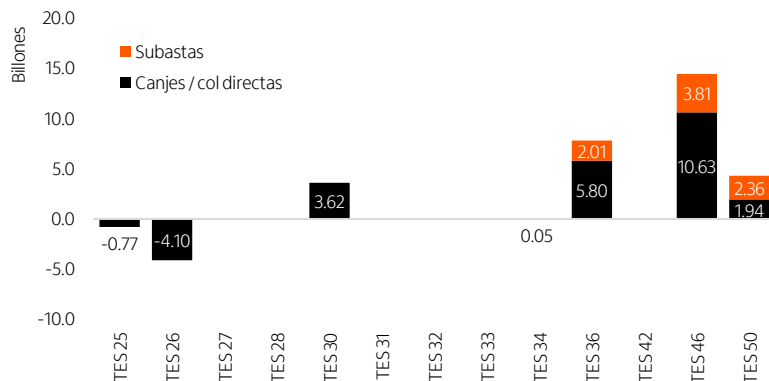
Al ritmo del Ministerio de Hacienda

Deuda pública

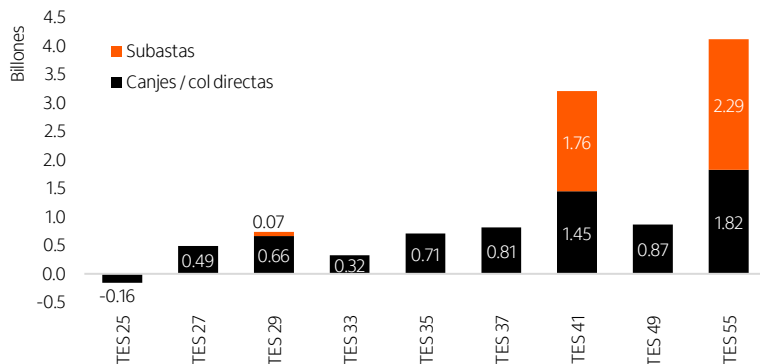
El 2025 apunta a ser otro año al ritmo del Ministerio de Hacienda caracterizado por presiones de oferta y ruidos fiscales, como se ha reflejado recientemente. Estimamos un offer de papel total por COP 93,9 billones. Necesidades de caja y vencimientos abultados en 2026 sugieren una dinámica similar a la de 2024.

Variación outstandig de TES en pesos

Oferta de papel en lo corrido de 2025

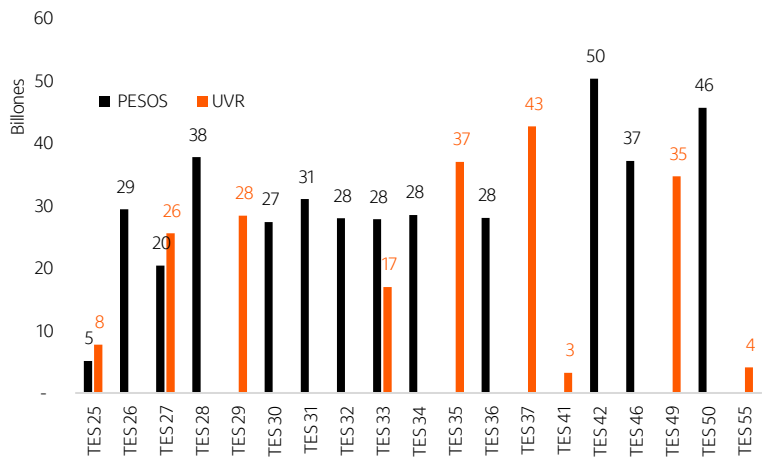


Variación outstandig de TES en UVR



Outstanding de TES

Saldo al 26 de marzo de 2025



El Ministerio de Hacienda ha jugado un rol importante en la dinámica de la deuda pública con una constante oferta (en pantalla, por medio de colocaciones directas y pagos extraordinarios a Ecopetrol), a medida que busca reducir los vencimientos próximos.

Durante 2024, la oferta total en la curva de TES fue de COP 92,4 billones, donde el 40% fue resultado de canjes directos del Ministerio contra el mercado, limitando el movimiento natural de la curva y donde cálculos de sensibilidad apuntan a que, por cada billón adicional de oferta, los títulos se desvalorizaron 4 pbs.

Este año, el corrido del año ya deja ver un offer adicional por COP 30 billones entre canjes y colocaciones directas, sugiriendo un año igual de presionado por el lado de la oferta.

Los mensajes recientes del director de crédito público frente a la gestión de la deuda de la nación de manera más organizada y con foco en reducción del costo de los intereses, daría algo de respiro a la dinámica. Sin embargo, esto podría trasladar las presiones desde la curva larga a la curva media y con una curva corta que recoge un BanRep más cauteloso, **esperamos un bear flattening durante el mes de abril.**

Adicionalmente, dependerá de mensajes adicionales del nuevo MinHacienda referentes a posibles recortes de gasto, de lo contrario no esperamos niveles mas abajo previos al cambio de ministro.

Offer total de TES en el año

Estimamos algo similar para 2025

	2024	2025
Subastas	41.1	45.0
Offer por canjes	36.3	25.0
Colocaciones directas	8.0	13.2
Ecopetrol	7.0	10.7
Total	92.4	93.9

*Canjes; incluyen oferta adicional por pantalla y colocaciones directas

Cifras oficiales de subastas a cierre de marzo

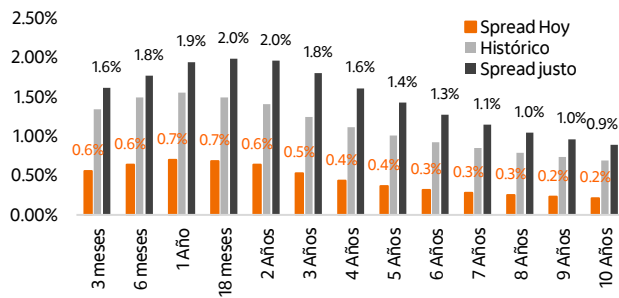
Fuente: Minhacienda, cálculos propios.

Los TES concentran el atractivo, pero ¿es momento de entrada?

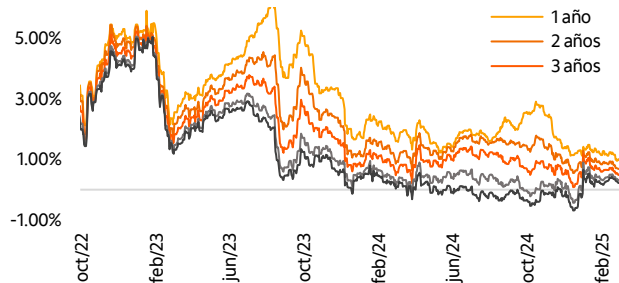
Deuda pública vs Deuda privada

Spread tasa fija contra TES en pesos

Hoy vs histórico vs justo tras ajuste de la calificación crediticia

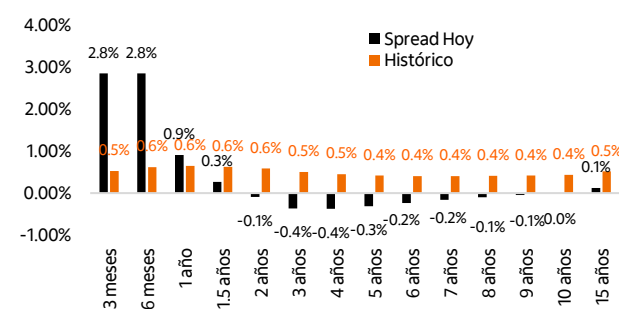


Desempeño histórico

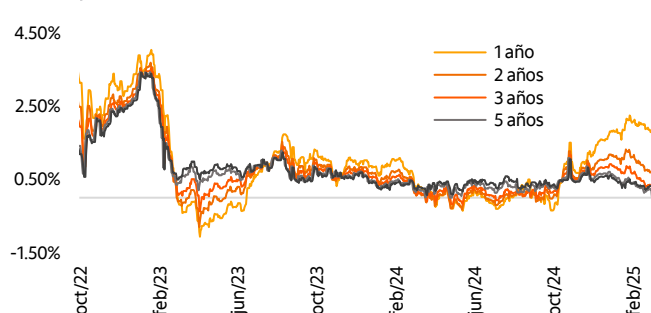


Spread IPC contra TES UVR

Hoy vs histórico



Desempeño histórico



A pesar de la baja correlación con el tesoro, los fuertes retrocesos de los TES, no solo responden a la mano del ministerio y a la idiosincrasia local, si no a la creciente aversión al riesgo global por la intensa renovada guerra comercial.

Esto ha alejado el atractivo de mercados emergentes a medida que se profundiza la búsqueda de refugio, puntualmente en activos líquidos. Las primas de riesgo de la región han subido en promedio 20% durante abril, con Colombia subiendo un 15%, por debajo de Perú (+15%) y Chile (+32%).

Las curvas soberanas sienten el nerviosismo y oscilan cerca a máximos de dos años. En medio de la alta incertidumbre, las rentabilidades ofrecidas se ubican significativamente por encima de la deuda corporativa, concentrando el atractivo.

Los spreads son negativos en la parte media y larga de la curva en la práctica, que en valoración no se ven reflejados por la baja liquidez del segmento medio/largo en la deuda corporativa.

Sin embargo, si bien estos niveles de los TES cercanos al 13% hacen ver los títulos baratos, la combinación actual no es la ideal para exponerse a la renta fija soberana.

Con un entorno internacional incierto y un fundamental local retador en materia fiscal, mantenemos la cautela y la neutralidad en el corto plazo en los TES para el mes de abril, a medida que la volatilidad se puede acentuar, extendiendo las desvalorizaciones.

Para **posiciones especulativas** preferimos esperar a tener mayor estabilidad en materia tarifaria a nivel global para montar posiciones con más convicción sin exponerse a altas volatilidades.

Estructuralmente, esperamos ver el avance del recaudo del segundo trimestre del año y la respuesta del ministerio en materia de posibles recortes de gasto que aclaren el panorama de mediano plazo para los TES y nos permitan romper niveles previos al tercer cambio de minihacienda.

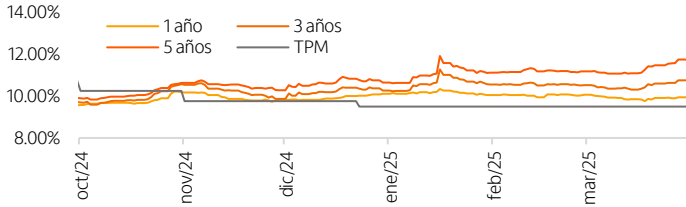
Volviendo a los Tasa Fija

Deuda corporativa

Dinámica de tasas

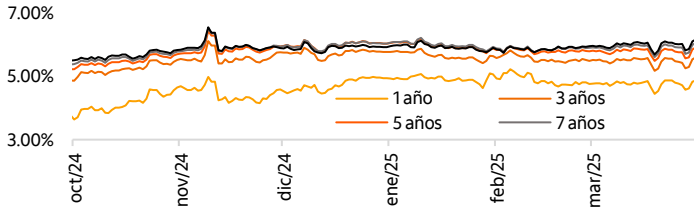
Marzo registro movimientos mixtos. Los IBR se valorizaron 7 pbs en promedio, mientras que los IPC y los IBR se desvalorizaron 12 y 13 pbs promedio, respectivamente. El año corrido deja ver el favoritismo por los IBR con ganancias de 65 pbs promedio, seguido de los IPC con una dinámica mixta y los tasa fija subiendo 30 pbs concentrados en el segmento medio.

Tasa Fija



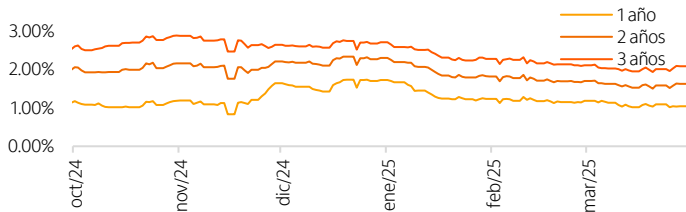
	Tasa de valoración %			Variación pbs	
	Hoy	Min 6Y	Máx 6Y	1M	1A
1 año	9,94	2,11	18,52	-12,3	-16,4
1.5 años	10,10	2,43	18,81	-5,0	-3,2
2 años	10,29	2,74	18,88	3,9	13,9
3 años	10,76	3,30	18,94	23,3	50,2
5 años	11,71	4,25	19,07	53,7	106,5

Márgenes IPC



	Tasa de valoración %			Variación pbs	
	Hoy	Min 6Y	Máx 6Y	1M	1A
1 año	4,87	-1,48	6,53	10,3	-6,6
3 años	5,59	-0,41	7,94	8,1	-17,2
5 años	5,90	0,32	8,69	10,6	-12,3
7 años	6,05	0,97	9,08	15,0	2,7
10 años	6,16	1,70	9,38	20,9	24,9

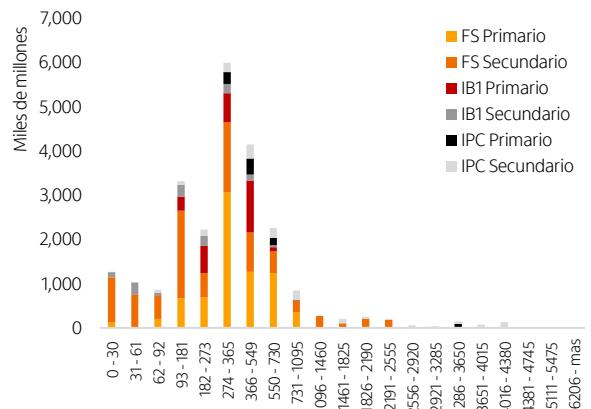
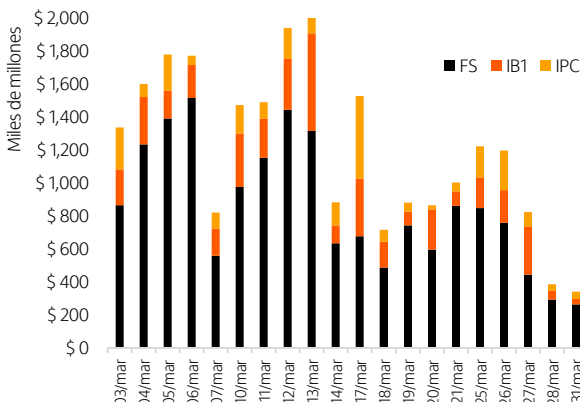
Márgenes IBR



	Margen de valoración %			Variación pbs	
	Hoy	Min 6Y	Máx 6Y	1M	1A
1 año	1,07	0,16	7,58	-11,5	-65,6
1.5 años	1,38	0,37	7,55	-8,9	-67,0
2 años	1,63	0,55	7,56	-6,5	-66,1
3 años	2,08	0,88	7,66	-2,2	-62,1

Dinámica de negociación

El volumen de negociación ascendió a COP 56,8 billones de pesos en el mes, COP 26 billones más que durante febrero. El apetito por tasa fija aumento de 63% a 71% frente al mes pasado, los IBR perdieron participación del 25% al 18% y los IPC se mantuvieron sobre el 12%. El mayor apetito se concentró en plazos de 270 a 365 días (26%), 365 a 540 días (18%) y 90 a 180 (14%).



Oportunidades de inversión

Deuda corporativa

Para una **estrategia estructural** en la que se mantienen los títulos al vencimiento: los **tasa fija** ofrecen mayor rentabilidad que los indexados.

Para una **estrategia táctica**, de rotaciones, en la que se compra un título a cualquier plazo y se vende al mismo precio de compra, los indexados se verían favorecidos por unas expectativas de inflación y TPM aun elevadas:

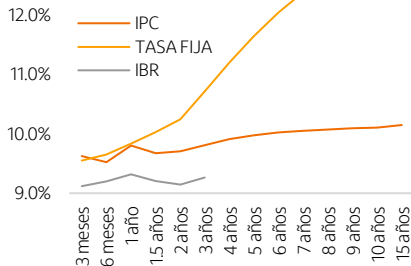
- **Rotación a 6 meses:** IPC previo en cualquier plazo, IBR de 1 a 3 años.
- **Rotación a 1 año:** IPC previo en cualquier plazo

Plazo	IPC ACT	IPC PREV	FS	IBR
3 meses	9.09%	9.63%	9.55%	9.12%
6 meses	9.33%	9.52%	9.65%	9.20%
1 año	9.39%	9.80%	9.83%	9.32%
1.5 años	9.39%	9.67%	10.03%	9.20%
2 años	9.49%	9.70%	10.24%	9.15%
3 años	9.66%	9.81%	10.71%	9.27%
4 años	9.79%	9.91%	11.19%	
5 años	9.88%	9.97%	11.64%	
6 años	9.93%	10.02%	12.04%	
7 años	9.97%	10.05%	12.37%	
8 años	10.00%	10.07%		
9 años	10.02%	10.09%		
10 años	10.04%	10.10%		
15 años	10.10%	10.15%		

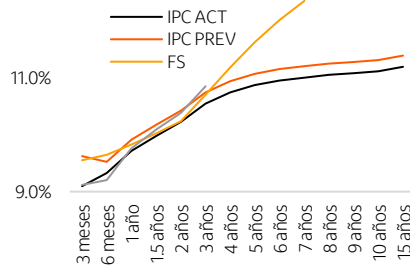
Plazo	IPC ACT	IPC PREV	FS	IBR
3 meses	9.09%	9.63%	9.55%	9.12%
6 meses	9.33%	9.52%	9.65%	9.20%
1 año	9.72%	9.92%	9.83%	9.76%
1.5 años	9.98%	10.18%	10.03%	10.10%
2 años	10.23%	10.43%	10.24%	10.39%
3 años	10.55%	10.75%	10.71%	10.86%
4 años	10.75%	10.95%	11.19%	
5 años	10.88%	11.08%	11.64%	
6 años	10.96%	11.17%	12.04%	
7 años	11.02%	11.22%	12.37%	
8 años	11.06%	11.26%		
9 años	11.09%	11.29%		
10 años	11.12%	11.33%		
15 años	11.20%	11.41%		

Plazo	IPC ACT	IPC PREV	FS	IBR
3 meses	9.09%	9.63%	9.55%	9.12%
6 meses	9.33%	9.52%	9.65%	9.20%
1 año	9.39%	9.80%	9.83%	9.32%
1.5 años	9.67%	10.08%	10.03%	9.66%
2 años	9.91%	10.32%	10.24%	9.95%
3 años	10.23%	10.64%	10.71%	10.42%
4 años	10.43%	10.84%	11.19%	
5 años	10.55%	10.97%	11.64%	
6 años	10.64%	11.05%	12.04%	
7 años	10.70%	11.12%	12.37%	
8 años	10.74%	11.16%		
9 años	10.78%	11.19%		
10 años	10.80%	11.22%		
15 años	10.88%	11.30%		

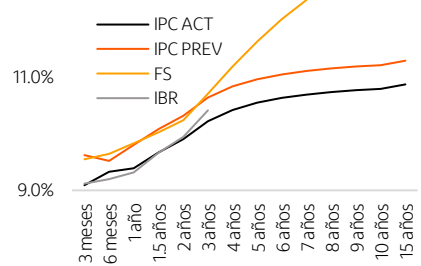
Rentabilidad si los títulos se quedan en el portafolio hasta el vencimiento



Rentabilidad si los bonos se quedan en el portafolio 6 meses y son vendidos al mismo precio de compra

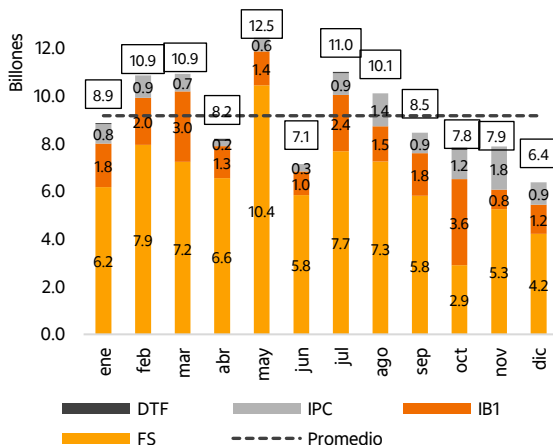


Rentabilidad si los bonos se quedan en el portafolio 1 año y son vendidos al mismo precio de compra



Vencimientos 2025 (Bonos + CDTs)

COP 110,2 billones



Los vencimientos en abril alcanzan los COP 8,2 billones, por debajo del promedio mensual del año de COP 9,1 billones, por lo que las necesidades de renovación y captación de las entidades bancarias serán bajas frente a lo corrido del año y no pondrán presión sobre las tasas.

La dinámica seguirá respondiendo a la senda inflacionaria y la reacción consecuente del Banco de la Republica en materia de recortes de tasa de interés. Desde Itaú esperamos otro mes de estabilidad por parte del emisor en abril, que debería seguir fortaleciendo el apetito por indexados al IBR y rentabilidades de doble dígito.

Por otro lado, el traspaso de la deuda soberana hacia los títulos corporativos es bajo, por lo que las presiones alcistas derivadas de la volatilidad internacional por la guerra tarifaria y la incertidumbre local por desbalances fiscales no debería generar tanta sensibilidad en la deuda corporativa.

Resumen de recomendaciones

N1 N2 N3 N4 N5

Subponderar **Neutral** Sobreponderar

Indicador		Calificación					Comentario	
		N1	N2	N3	N4	N5		
Deuda Pública	Tasa Fija	Corto plazo					Oportunidades: Recompensas del Ministerio Amplio espacio frente al valor justo	Riesgos Guerra comercial agresiva Ruidos fiscales adicionales
		Mediano plazo						
		Largo plazo						
	UVR	Corto plazo					Oportunidades: Tasas históricamente altas Aprovechar el ciclo inflacionario de comienzo del año	Riesgos Inflación que baje más rápido a lo esperado Implícitas caras en la parte larga
		Mediano plazo						
		Largo plazo						
Deuda Corporativa	IBR					Oportunidades: Tasa del Banrep alta por más tiempo	Riesgos: Mayor magnitud recortes con el cambio de la junta	
	IPC	Corto plazo					Oportunidades: Inflación por encima de la meta otro año más y presiones externas que favorecen los indexados	Riesgos Proceso desinflacionario acelerándose por intervenciones del gobierno nacional
		Mediano plazo						
		Largo plazo						
	Tasa Fija	Corto plazo					Oportunidades: Tasas aún a doble dígito	Riesgos Nuevo apretón de liquidez del sistema
Mediano plazo								
Largo plazo								

Nuestro equipo

Vicepresidencia Treasury & Global Markets

Camila Vasquez
camila.vasquez@itau.co

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

Mesa Institucional
Camilo Díaz
camilo.diaz@itau.co

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

Banca Privada

Andrés Piedrahita
andres.piedrahita@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.



Un banco
hecho de futuro