

El 4T de 2025 estuvo marcado por una elevada volatilidad en los mercados financieros globales, impulsada por datos macroeconómicos relevantes y por la creciente dependencia de los inversionistas respecto de las decisiones de los bancos centrales. La dinámica inflacionaria, el comportamiento del mercado laboral han configurado un entorno de incertidumbre tanto en Estados Unidos como en el mercado local, afectando la curva de rendimientos, las monedas y los activos de renta fija y variable.

1. Panorama Internacional

Inflación y mercado laboral en Estados Unidos

En septiembre, la inflación estadounidense registró un repunte desde 2,9% en agosto hasta 3,1% en septiembre, explicado principalmente por el incremento de los precios energéticos, en especial la gasolina. A pesar de ello, el comportamiento del componente de servicios —uno de los rubros más persistentes— mostró señales de moderación, especialmente en vivienda. Asimismo, los efectos de los aranceles sobre los precios al consumidor continúan siendo moderados, lo que abre espacio para una política monetaria más flexible en los próximos meses.

El mercado laboral continúa enfriándose gradualmente. Las Nóminas No Agrícolas aumentaron en 119.000 puestos en septiembre, superando lo esperado; sin embargo, las revisiones a meses anteriores restaron 33.000 empleos. La tasa de desempleo aumentó a 4,4% y los salarios crecieron 3,8% interanual, manteniendo cierta presión sobre los precios. Otros indicadores, como el débil dato de ADP (+42.000 empleos), el fuerte incremento de despidos corporativos (+183%) y la caída del PMI manufacturero, sugieren una desaceleración más amplia, aunque el sector servicios continúa mostrando resiliencia.

Perdida credibilidad gobierno

La credibilidad económica de Estados Unidos se ha debilitado debido al rápido aumento de su deuda pública y a un manejo fiscal cuestionado. Además, la presión del gobierno sobre la Reserva Federal —incluidos intentos de influir en sus decisiones y de reemplazar a Jerome Powell antes del fin de su mandato— amenaza la independencia de la institución. La combinación de deuda creciente, interferencia política y dudas sobre la sostenibilidad fiscal proyecta una imagen de fragilidad y reduce la confianza internacional en la economía estadounidense.

Política monetaria de la Reserva Federal

En su última reunión, la Reserva Federal recortó la tasa de referencia en 25 puntos básicos, ubicándola en el rango de 3,75%-4,00%. La decisión refleja un cambio en el balance de riesgos entre sus dos mandatos, ante una inflación que muestra resistencia a la baja y un mercado laboral que comienza a perder dinamismo. Las minutas evidenciaron una marcada división dentro del FOMC respecto a la posibilidad de un nuevo recorte en diciembre, producto tanto de las presiones políticas del gobierno como de la volatilidad de los datos económicos recientes.

A ello se sumó el cierre del gobierno federal, que se prolongó por más de 44 días debido a la falta de acuerdo presupuestario en el Congreso. Este episodio generó distorsiones significativas en el mercado laboral, la inflación y la disponibilidad oportuna de indicadores clave, incrementando la incertidumbre sobre el diagnóstico económico que la Reserva Federal debe realizar para definir su política monetaria de fin de año.

Pese a ello, han ganado fuerza las expectativas de un nuevo recorte de 25 puntos básicos en diciembre y de tres reducciones adicionales durante 2026, lo que llevaría la tasa al rango de 3,00%–3,25%, siempre y cuando la inflación retome de forma sostenida su trayectoria hacia la meta. Estas expectativas han generado:

- Un desplazamiento descendente de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro (~10 pb),
- Un debilitamiento global del dólar
- Valorización de la bolsa estadounidense
 - S&P 500 **+2.40%**.
 - Nasdaq **+3.05%**

2. Panorama Local

Inflación

El mercado de capitales local ha mostrado una volatilidad significativa en las últimas semanas. La inflación del último trimestre se mantuvo persistentemente al alza, dificultando la convergencia hacia la meta del 3%. El dato más reciente evidenció un repunte sorpresivo, explicado principalmente por el aumento en los costos de alojamiento y servicios públicos, un componente que continúa siendo el más rígido y persistente dentro de la canasta. Adicionalmente, el resultado estuvo influenciado por un efecto base negativo derivado de la inflación negativa registrada en octubre de 2024.

El panorama para el cierre de este año y para 2026 no resulta alentador. En particular, un eventual incremento del salario mínimo por decreto cercano al 11% añadiría presiones inflacionarias adicionales, tanto por el aumento en los costos laborales como por el encarecimiento de bienes y servicios indexados. De concretarse este ajuste, se introduciría una perturbación adicional en la dinámica de precios, alejando aún más al país del cumplimiento de la meta de inflación por sexto año consecutivo.

Asimismo, las expectativas de inflación para el cierre de 2025 y 2026 se revisaron al alza, ubicándose en un rango entre 5,0%–5,2% y 4,0%–4,5%, respectivamente. Estos niveles se mantienen considerablemente por encima del objetivo del 3%, lo que indica una convergencia cada vez más lenta y desafiante.

Política monetaria del Banco de la República

En su última reunión, el Banco de la República decidió mantener la tasa de interés en 9,25%, en una votación dividida (cuatro votos a favor de mantenerla y tres a favor de recortarla entre 25 y 50 puntos básicos). Esta decisión sorprendió a los agentes del mercado, que anticipaban que el BanRep continuaría reduciendo la tasa. La medida responde a que la inflación ha detenido su descenso y, recientemente, ha mostrado un ligero repunte, mientras que las cifras de crecimiento económico reflejan un consumo de los hogares más fuerte de lo esperado.

Algunos miembros de la Junta incluso señalaron la posibilidad de volver a subir la tasa si persisten las presiones inflacionarias, los riesgos fiscales o un aumento excesivo del salario mínimo. Este cambio en el discurso —de hablar de estabilidad y eventuales recortes a contemplar un posible incremento— llevó a que los derivados de IBR descuenten alrededor de cuatro aumentos durante 2026 (equivalentes a 125 puntos básicos), lo que ubicaría la tasa cerca de 10,50%. En consecuencia, la trayectoria de la política monetaria podría cambiar de un enfoque bajista a uno más restrictivo en las próximas reuniones.

Como resultado, este ajuste en las expectativas ha sido rápidamente transmitido a la curva de TES y a la deuda corporativa.

Reestructuración del Perfil de Deuda

A lo largo del segundo semestre, la Dirección de Crédito Público y Tesoro Nacional avanzó en una ambiciosa operación de manejo de deuda mediante un Total Return Swap (TRS), a través del cual obtuvo financiamiento por el equivalente a USD 9.300 millones. Como colateral se entregaron títulos TCO, TES, bonos del Tesoro estadounidense y bonos globales.

El objetivo central de esta operación es reducir la carga de intereses y optimizar el perfil de la deuda mediante la recompra de títulos con cupones elevados, que se encuentren a descuento o próximos a su vencimiento, incluyendo deuda denominada en dólares. Esta estrategia generó una demanda significativa en la curva de renta fija local, así como flujos de oferta y demanda de dólares derivados de las monetizaciones asociadas.

Como resultado, se observó una marcada apreciación en la curva de TES, con un rally promedio en toda la curva de hasta 64 puntos básicos entre junio y septiembre, particularmente en el tramo largo.

Desvalorización del mercado de renta fija

En la última etapa, la demanda oficial por TES se redujo, dejando al mercado más expuesto a los fundamentos macroeconómicos: inflación persistente, tono más restrictivo del Banco de la República y expectativas de tasas más altas. Como resultado:

- Los TES subieron alrededor de 124 pb promedio en toda la curva en octubre-noviembre.
- Aumento en las emisiones de títulos de corto plazo por parte del gobierno, acompañado de una menor demanda por parte de los inversionistas
- La deuda corporativa se desvalorizó debido a la mayor competencia por tasas entre los sectores público y privado, así como al incremento en la captación bancaria.
 - En el periodo octubre-noviembre se observó un panorama negativo en la deuda corporativa:
 - Los CDT a tasa fija se desvalorizaron 75 pb en promedio en toda la curva
 - Los CDT indexados a la inflación se desvalorizaron 28.8 pb en promedio en toda la curva
 - Los CDT indexados a la IBR se desvalorizaron 116 pb en promedio en toda la curva.

Conclusión

Tanto en el ámbito internacional como en el local, el cierre de 2025 estuvo dominado por la incertidumbre y la volatilidad. En Estados Unidos, la moderación de los servicios y el enfriamiento del mercado laboral abren espacio para recortes adicionales de tasas, aunque persisten riesgos inflacionarios. En el plano local, la inflación continúa siendo persistente, el Banco de la República ha adoptado un tono más restrictivo y la presión por un incremento elevado del salario mínimo añade riesgos a la estabilidad de precios.

3. A pesar de la reciente volatilidad, ciertos indicadores sugieren que el mercado podría estabilizarse en los próximos días.

A pesar del entorno desafiante y de la fuerte desvalorización reciente en la curva de TES y en la deuda corporativa, se observa que gran parte del ajuste podría obedecer a una sobre reacción del mercado. Esto abre la puerta a recuperaciones moderadas en las próximas semanas, en la medida en que las expectativas se alineen con una senda más realista de inflación y tasas de política monetaria.

4. Estrategia FICs

1. Desmonte de posiciones en títulos de tasa fija con vencimientos entre 1,5 y 2 años

Venta de instrumentos de renta fija con vencimiento intermedio, buscando reducir la exposición a riesgo de tasa y mitigar la pérdida de valor ante un escenario de incremento en las tasas de mercado. Esta acción contribuye a la disminución de la duración del portafolio y a la optimización del perfil de sensibilidad.

2. Rebalanceo del portafolio Incrementando la liquidez y posicionamiento en operaciones monetarias mediante Simultáneas Activas

Aumento de la participación en depósitos en cuenta bancaria remunerada, complementando con operaciones de simultáneas activas para optimizar la rentabilidad en el corto plazo. Esta medida proporciona flexibilidad táctica para aprovechar oportunidades en un entorno de tasas crecientes, sin comprometer la liquidez operativa.

3. Reducción estratégica de la duración del portafolio

Esta reducción disminuye la sensibilidad del portafolio ante variaciones en la curva de tasas, alineando la estructura temporal de los activos con la expectativa de política monetaria restrictiva.

5. Posicionamiento táctico en títulos de deuda pública de corto plazo (TCOs)

Mantener posiciones tácticas en TES de corto plazo – TCOs, orientada a capitalizar las altas tasas de captación de gobierno a través de estos instrumentos caracterizados por su alta liquidez. Esta aproximación permite optimizar el rendimiento del portafolio en el corto plazo, manteniendo flexibilidad para ajustes futuros ante cambios en la curva de rendimientos. La selección de TCOs responde a su menor sensibilidad a variaciones en tasas de interés y a su capacidad de negociación eficiente en el mercado secundario.