

Informe Mensual de Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La curva de rendimientos de TES en pesos ha registrado recientemente un significativo desplazamiento al alza, incorporando los efectos internacionales de una postura monetaria de la Fed menos expansiva en el futuro cercano. Un comportamiento similar se ha observado en la curva de TES UVR, aunque en una magnitud más moderada.*
- *Los volúmenes del mercado descendieron, aunque el apetito de los inversionistas locales continúa siendo relativamente alto y en varias subastas competitivas se han activado cláusulas de sobre adjudicación. La curva de TES en dólares también se empinó, consistente con una mayor percepción de riesgo soberano.*
- *Las recientes sorpresas inflacionarias, y el inminente ciclo de incrementos en la tasa de política monetaria de BanRep, han afectado las tasas de interés de corto plazo en el mercado deuda local. En este entorno, los TES UVR de maduración corta han sido los menos afectados.*
- *Las tasas de interés en los mercados desarrollados de deuda han aumentado de forma importante. En LATAM, varios bancos centrales siguen subiendo sus tipos de referencia con ajustes sorpresivos que han presionado las curvas de rendimientos. Las primas de riesgo en la región, en promedio, se han incrementado.*
- *Los inversionistas extranjeros siguen siendo compradores netos de TES, en línea con unos flujos de inversión hacia emergentes que se recuperaron en agosto. La liquidez del mercado local permanece holgada, aunque sus condiciones desmejoraron levemente en el último mes. Las diferentes mediciones de riesgo-rentabilidad de los TES posicionan a Colombia como uno de los destinos en emergentes más atractivos para la inversión de portafolio, aunque con un mayor riesgo implícito.*

investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co

CONTENIDO

Mercado local	2
Factores externos	6
Flujos de inversión y liquidez	8
Aspectos técnicos	10

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 9984

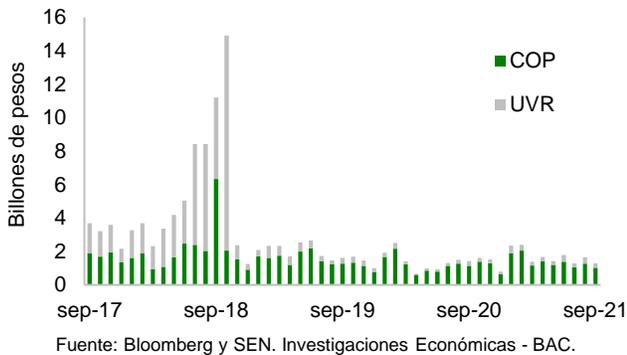
Camila Martínez K.
Profesional Universitario
camila.martinez@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 9003

Brayan R. Fonseca
Practicante
juan.duenas@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 9003

Mercado local

El comportamiento reciente del mercado de deuda pública ha estado caracterizado por desvalorizaciones en los títulos a lo largo de la curva de rendimientos. Factores locales y externos han explicado este movimiento. En el frente local, la expectativa de aumentos inminentes en los tipos de interés de BanRep ha sido el principal catalizador, especialmente por la posibilidad de que el emisor sorprenda al mercado e incremente su tasa de referencia en 50 pbs durante su próxima reunión de política monetaria. A nivel externo, la reciente reunión de la Fed de EEUU ha impulsado al alza las tasas de interés mundiales, especialmente las de mediano y largo plazo, a lo cual la curva de rendimientos de los TES no ha sido ajena.

Gráfico 1. Volumen promedio-día de negociación en SEN

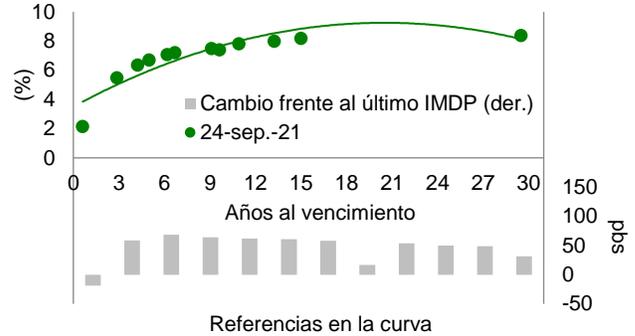


Lo anterior estuvo acompañado de un menor volumen diario de negociación en SEN, que durante el mes de septiembre se redujo hasta un promedio-día de 1.3 billones de pesos, inferior a los 1.7 billones del promedio año corrido (Gráfico 1). Estos volúmenes diarios de septiembre también son inferiores a los 1.4 billones del promedio diario de septiembre de 2020, lo cual es consistente con un motivo precaución del mercado asociado al contexto interno y externo.

Bajo este contexto, la curva de rendimientos de los TES en pesos, en todo su nivel, se desplazó al alza 41 pbs frente al cierre de nuestro último informe (Gráfico 2), con lo cual el movimiento completo en lo que va corrido de 2021 alcanza los 187 pbs. Al mismo

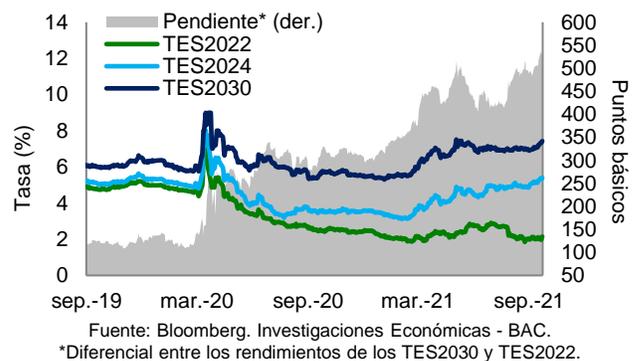
tiempo, la pendiente de la curva aumentó hasta 529 pbs, un nuevo máximo histórico (Gráfico 3).

Gráfico 2. Evolución reciente de la curva de TES en pesos



En la parte larga de la curva, la referencia natural de 10 años, los TES con vencimiento en 2031 (TES2031), evidenciaron un aumento en tasa de 16 pbs hasta 7.39%, la menos significativa dentro del tramo largo de la curva. Otras referencias líquidas de la parte larga de la curva, como los TES2027 y TES2028 (según sus volúmenes de negociación), registraron sendos incrementos de 53 pbs hasta niveles del orden de 6.98% y 7.13%, respectivamente.

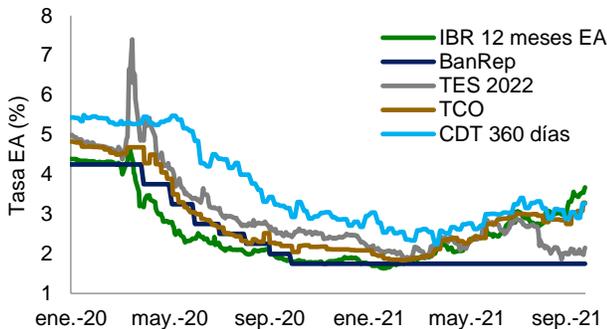
Gráfico 3. Curva de TES COP durante choque COVID-19



En el nodo medio de la curva se registraron los mayores incrementos en magnitudes promedio de 54 pbs, donde las tasas de interés de los TES2025 evidenciaron el mayor aumento de este tramo con 59 pbs hasta 6.25%. Los TES2024, por su parte, aumentaron 52 pbs hasta 5.41%. En la parte corta de la curva, los TES2022 se redujeron 19 pbs en el comparativo frente a nuestro último informe, pero el rendimiento de estos papeles se ubica en 2.15% y

tiene incorporado en su totalidad el ciclo alcista de tasas de BanRep. Es importante resaltar que las tasas de interés de estos papales han descendido significativamente en semanas recientes, lo cual es coherente con la naturaleza de un título cuyo vencimiento ya es estrictamente inferior a 1 año y es de esperar que continúen descendiendo.

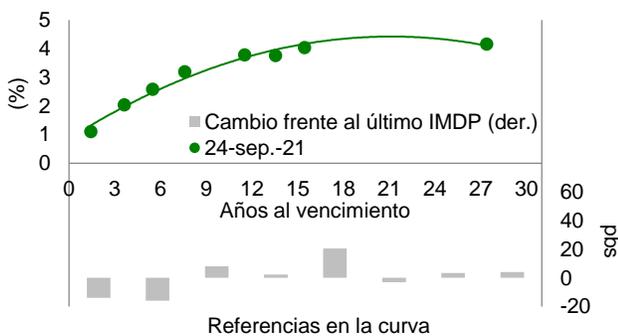
Gráfico 4. Evolución de las tasas de interés de corto plazo



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Las tasas de interés de política monetaria, implícitas en la curva de swaps de IBR, dan cuenta de un movimiento de 25 pbs en la tasa de referencia del BanRep durante su próxima reunión del 30 de septiembre. A plazos de 3, 6 y 12 meses, las tasas implícitas se sitúan en 2.40%, 2.94% y 3.79%, descontando de esta forma un cierre de año en la tasa repo de 2.5% en 2021 y de 3.75% en 2022.

Gráfico 5. Curva de TES UVR durante el último mes



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

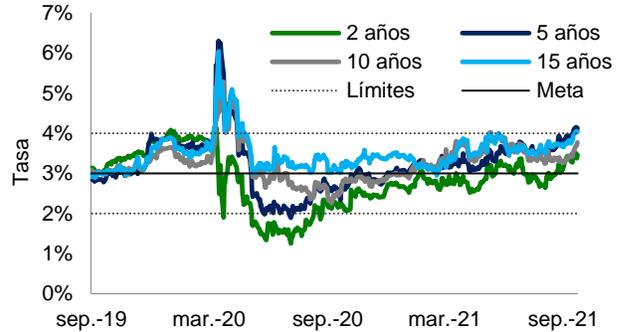
A la par con lo anterior, las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) en las subastas de septiembre también se incrementaron hacia niveles de 3.29%. De la misma forma, otras tasas de interés de corto plazo en el mercado de fondos prestables, como la de los

CDTs a 360 días, subieron hasta niveles de 3.26% (Gráfico 4).

La curva de rendimientos de los TES UVR registró un ligero desplazamiento al alza en todo su nivel de apenas 2 pbs desde finales de julio. En línea con la sorpresa inflacionaria del mes de agosto, la mayor parte de las valorizaciones se registraron en los títulos de corto y medio plazo con reducciones de 14 y 16 pbs, respectivamente (Gráfico 5). El empinamiento de la curva en lo corrido del año ascienda a 69 pbs, dejando de esta forma el diferencial inter-temporal de tasas entre 1 año y 10 años en valores de 268 pbs.

Los rendimientos de los TESUVR2023 cayeron 21 pbs en los últimos 2 meses hasta 1.03%, mientras que en la parte media de la curva los TESUVR2025 se redujeron 25 pbs hasta niveles de 1.95%. La parte larga de la curva permaneció flat, donde las referencias más líquidas de este tramo, los TESUVR2027 y TESUVR2029, registraron leves reducciones de 3 pbs en promedio hasta niveles de 2.81%.

Gráfico 6. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



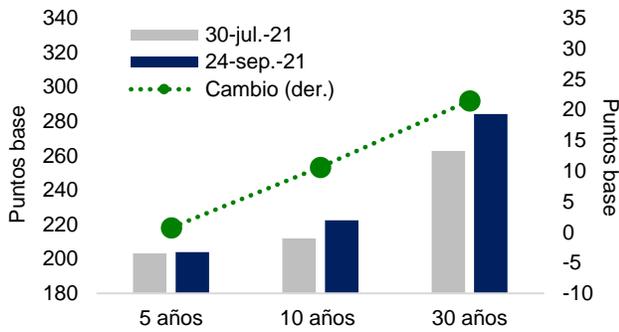
Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES aumentó recientemente hasta 3.6%, un máximo no visto desde abril de 2020. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 3.5%, mientras que las de 5 años han fluctuado alrededor de 4%. Por su parte, las inflaciones implícitas a 10 y 15 años muestran niveles de 3.8% y 4%, respectivamente (Gráfico 6). El promedio de las inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES, y que es una

alternativa más apropiada para medirlas, también aumentó significativamente en septiembre hasta 3.6%, el nivel más alto del año.

Los rendimientos de los TES en dólares (TESUSD) no han sido ajenos al entorno adverso para la renta fija global y toda la curva registró un fuerte desplazamiento al alza en 3T21. En efecto, el nivel de la curva aumentó 25 pbs desde finales de julio, también con un patrón de empinamiento sustentado en incrementos proporcionalmente mayores en las tasas de interés de largo plazo. Los rendimientos de la parte corta-media de la curva registraron aumentos promedio de 12 pbs hasta niveles del orden de 2.53%. En la parte larga de la curva, las tasas de interés se incrementaron 28 pbs hasta niveles medios de 4.51%. Allí sobresalen los TESUSD2031 y TESUSD2014, cuyos rendimientos subieron 34 pbs.

Gráfico 7. Diferencial TES Globales vs Tesoros americanos



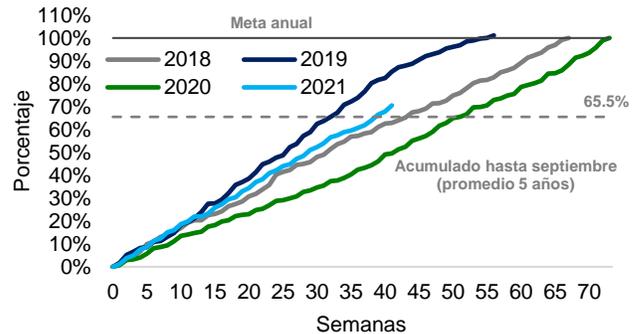
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Los diferenciales inter-temporales de los TESUSD contra los Tesoros americanos siguen registrando incrementos que en el contexto de la coyuntura actual se pueden considerar modestos, con excepción de los *spreads* en referencias de muy largo plazo. En efecto, mientras que los diferenciales a 5 y 10 años registraron aumentos promedio de 6 pbs en el último mes hasta 204 y 222 pbs, respectivamente, el *spread* a 30 años se incrementó 21 pbs hasta niveles de 285 pbs desde finales de julio (Gráfico 7). Estos diferenciales representan nuevos máximos del año, algo que es coherente con el comportamiento de la

prima de riesgo país y en general el de la renta fija internacional (para más detalles ver sección de “Mercado externo” en este informe).

El pasado 30 de agosto, como parte de sus operaciones de optimización y manejo de deuda pública, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) realizó el tercer canje de deuda interna del año, sustituyendo títulos de su portafolio por 6 billones de pesos. La operación consistió en intercambiar TES2022 por TES en pesos y UVR con vencimientos entre 2029 y 2037¹, logrando así: i) reducir amortizaciones por 6 billones de pesos en 2022; ii) extender la vida media del portafolio administrado por el MHCP, de 8.57 años a 8.73 años; y iii) mantener inalterado el saldo de la deuda tras liquidar la operación a precios de mercado. De esta manera, el ahorro de la Nación para 2022 (en términos de menores amortizaciones) asciende a 14.5 billones de pesos.

Gráfico 8. Cumplimiento de colocaciones por subastas



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

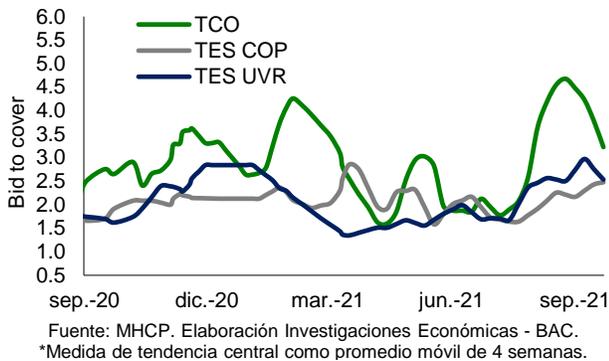
De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario, el monto total en lo corrido del año hasta el 22 de septiembre asciende a 28.2 billones de pesos, lo que representa un cumplimiento del 70.5% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2021 (40 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es superior al 49.5% del acumulado para el mismo periodo de 2020, y también al promedio de 65.5% de los últimos 5 años (Gráfico 8).

¹ Los TES entregados como parte del canje fueron TESUVR2029, TES2031, TES2032, TESUVR2033, TESUVR2035 y

TESUVR2037. Cerca del 86% del importe total del canje se concentró con la entrega de TES2031 y TES2032.

En las subastas competitivas de TES en pesos, las colocaciones durante agosto-septiembre fueron de 4.2 billones de pesos, repartidos de la siguiente manera: i) 1.9 billones en la referencia TES2031; ii) 1.8 billones en TES2036; y iii) 501 mil millones de pesos en TES2050. Para el caso de los TES2031, el promedio de las tasas de corte fue de 7.40%, cerca de unos 6 pbs por encima de las tasas en mercado secundario. En el caso de las tasas de subastas de los TES2036, el promedio fue de 7.84%, 4 pbs por encima de los registros en mercado secundario, mientras que para los TES2050 el promedio de las tasas de corte fue de 8.17%, lo que es casi 12 pbs por encima de las tasas de negociación en SEN. A pesar de lo anterior, la demanda por títulos fue alta y el *bid-to-cover* promedio de las subastas para el bimestre agosto-septiembre fue de 2.4 veces.

Gráfico 9. Sobre-demanda en las subastas de TES*



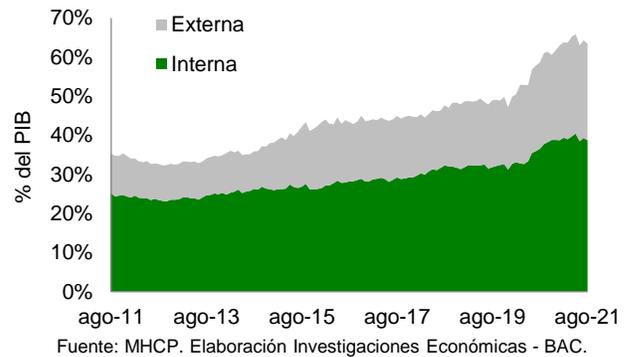
Por su parte, las subastas de TES UVR en las referencias TESUVR2029, TESUVR2037 y TESUVR204 sumaron 2.1 billones de pesos, donde las mayores colocaciones se hicieron en la referencia TESUVR2037 con un importe de 1 billón de pesos. Las tasas promedio de corte en subasta para todas las referencias se situaron, en tendencia central, cerca de 3 pbs por debajo de las tasas de mercado secundario, reflejando apetito de los inversionistas. En línea con lo anterior, el *bid-to-cover* promedio de las subastas fue de 2.4 veces, el más alto desde el pasado mes de abril.

De esta forma, el *bid-to-cover* promedio para los TES en pesos y UVR durante agosto-septiembre fue de 2.4

veces y alcanzó máximos no vistos desde enero (Gráfico 9).

Con respecto a las subastas de TES de corto plazo (TCO), en los últimos 2 meses (sin contar con la subasta del 28 de septiembre) se colocaron 2.8 billones de pesos, con unas tasas de corte que en promedio superaron niveles del 3%, las más altas desde mayo de 2020. Pese a lo anterior, y en línea con lo observado en las subastas de TES en pesos y UVR, el apetito por TCO aumentó y el *bid-to-cover* de las pujas en los últimos 2 meses fue de 4 veces, registros máximos del año (Gráfico 9), lo cual permitió activar cláusulas de sobre-adjudicación.

Gráfico 10. Evolución del saldo de la deuda bruta del GNC



Según datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de agosto el saldo de la deuda del GNC alcanzó los 681.4 billones de pesos, que como porcentaje del PIB nominal representa 63.5% (Gráfico 10). El saldo de la deuda interna se sitúa en 415.9 billones de pesos, aproximadamente un 38.7% del PIB, aunque en meses previos ha tendido a estabilizarse.

El grueso del aumento en los niveles totales de deuda en los últimos meses se sigue concentrando en el componente externo cuyo saldo alcanzó los 265.5 billones de pesos en agosto. Como porcentaje del PIB, esto representa un 24.7% y un incremento de 1.8 p.p. frente a los registros de finales de 2020.

La distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna de 61%, la más baja de los últimos 15 años. La proporción de

deuda externa sobre el total, en consecuencia, ha subido hacia niveles que bordean el 39%. Esta distribución de deuda interna-externa se sitúa lejos del óptimo de 70%-30% al que el Gobierno espera llevarla gradualmente en el futuro cercano.

La presión externa que ejerce la tendencia estructural en las tasas de interés de la deuda pública en EEUU, en función de una política monetaria de la Fed que comenzará a tornarse menos expansiva en el corto plazo, se vislumbra como el principal riesgo para un empujamiento adicional de las curvas de TES (ver sección de “Factores externos” en este informe).

Localmente, si bien los mercados han comenzado a incorporar el ciclo alcista y gradual de tasas de interés de BanRep, la probabilidad de una sorpresa monetaria con aumentos de 50 pbs no es despreciable, especialmente por los crecientes riesgos inflacionarios de meses previos, lo que podría afectar aún más los títulos de los TES en pesos. En consecuencia, el margen de valorización esperado en los TES UVR sigue luciendo más holgado frente al de los TES en pesos, especialmente para referencias de corto-mediano plazo.

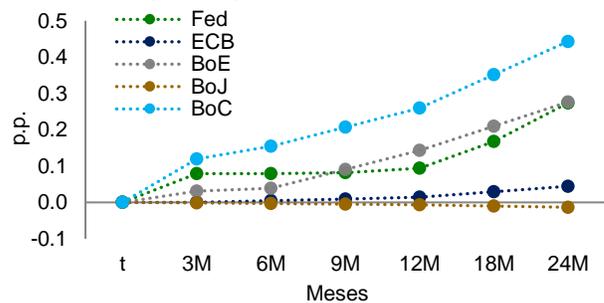
De esta forma, en la curva de TES en pesos anticipamos niveles objetivo de 5.5% en los TES2024 y de 7.8% en los TES2030. Por su parte, en la curva de TES UVR estimamos niveles de 0.5% en los TESUVR2023 y de 3% en los TESUVR2029.

Factores externos

Las tasas de interés en los mercados de deuda se estabilizaron desde 2T21 tras el apaciguamiento de la inflación en el mundo desarrollado, en línea con nuestras expectativas (ver “¿Un mundo de mayor inflación?” en [IMCE – Abril 12 de 2021](#)). Las expectativas menos exacerbadas en torno a un prematuro ajuste de la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo también ayudaron a moderar la senda alcista de las curvas de rendimientos de la deuda pública global.

Sin embargo, en jornadas recientes la tendencia estructural al alza en las tasas de interés parece haber renovado fuerzas, especialmente tras la última reunión de política monetaria de la Fed. En efecto, el emisor ratificó que el tapering arrancararía hacia finales de 2021, muy probablemente desde noviembre, y además las nuevas expectativas de tasas de interés del FOMC sugieren un proceso de ajuste en los tipos menos gradual frente a lo estimado en junio (ver “La Fed marcando el paso” en [CE – Septiembre 24 de 2021](#)).

Gráfico 11. Ajuste implícito de tasas de Bancos Centrales*



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

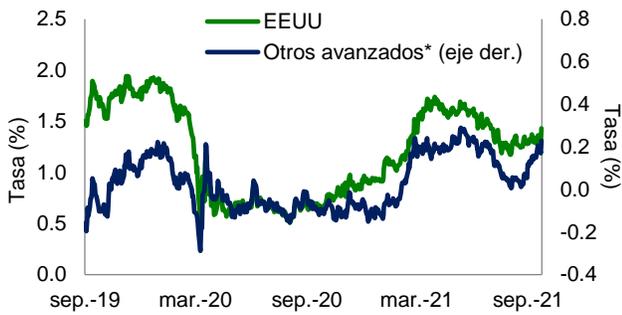
*Tasas de interés implícitas en mercado monetario y deuda pública.

En Europa, el Banco Central de Inglaterra (BoE, por sus siglas en inglés) y el Banco Central Europeo (ECB) mantuvieron su postura en terreno ultra-acomodaticio, aunque es previsible que a partir de 2022 inicien un desmonte gradual del programa de compras de activos. El Banco de Japón (BoJ) y el Banco de Canadá (BoC) tampoco realizaron cambios en su postura actual de política monetaria, pero para el caso del BoC los mercados siguen descontando un primer aumento en los tipos de referencia para 2022 (Gráfico 11)

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años dejaron atrás el lateral de 1.3% y se han acercado a niveles de 1.5%. El movimiento año corrido en la referencia mundial de la renta fija a largo plazo evidencia un incremento de 52 pbs, el cual se sigue transmitiendo a las tasas de interés de otros mercados de deuda que también han registrado incrementos recientes (Gráfico 12).

En Europa, los bonos soberanos a 10 años del Reino Unido se sitúan alrededor de 0.9%, lo que refleja un incremento de 71 pbs frente a los niveles de cierre de 2020. Las referencias de la deuda a 10 años en Alemania y España cotizan en -0.3% y 0.4%, respectivamente, lo que representan incrementos año corrido de 31 y 33 pbs, en ese mismo orden. En Japón, las tasas de interés de los bonos permanecen estables cerca de 0%.

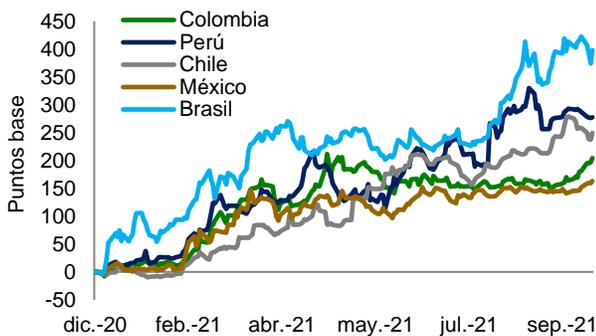
Gráfico 12. Bonos 10 años en mercados desarrollados



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

Los rendimientos de los bonos soberanos LATAM en moneda local mantienen la tendencia alcista que ha sido característica a lo largo de 2021. Además del contexto internacional que ha presionado al alza las tasas de interés, factores locales idiosincráticos han acelerado el movimiento en casos puntuales como Brasil, Perú y Chile (Gráfico 13).

Gráfico 13. Cambio tasas bonos 10 años LATAM en 2021

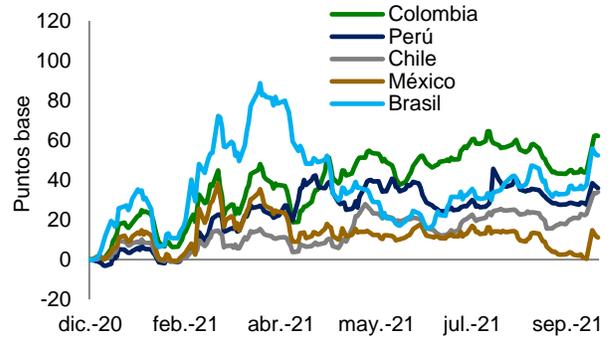


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Las mayores expectativas de aumentos en los tipos de interés de referencia también han motivado este comportamiento de los rendimientos de la deuda pública en la región, donde varios bancos centrales

han sorprendido al mercado con aumentos de hasta 100 pbs mensuales en los tipos.

Gráfico 14. Cambio en los CDS 5 años LATAM en 2021



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

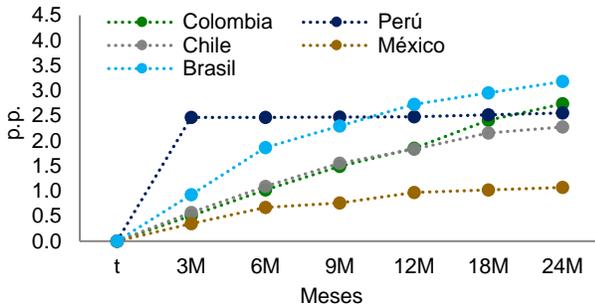
El rendimiento del bono a 10 años de Brasil se sitúa en 10.9%, lo que equivale a un incremento de 180 pbs frente a sus niveles de finales de junio. Durante el mismo periodo, las tasas de interés de los bonos a 10 años de Perú y Chile aumentaron 94 y 56 pbs, respectivamente, hasta niveles de 6.3% y 5.1%, en ese mismo orden. Los rendimientos de los bonos a 10 años en México han mostrado una relativa estabilidad alrededor de 7%, un comportamiento muy parecido al de los títulos de Colombia.

Los CDS a 5 años de las grandes economías de LATAM (sin Argentina) mostraron aumentos recientes de 14 pbs en promedio, afectados tras la reunión de política monetaria de la Fed (Gráfico 14). La prima de riesgo de Brasil aumentó 19 pbs, siendo de esta forma la de mayores incrementos durante este periodo, seguidos de ellos aumentos de 18 y 17 pbs de las primas de riesgo e Colombia y Chile, respectivamente. Las primas de riesgo de Perú y México mostraron aumentos conjuntos de 7 pbs.

Con excepción del BanRep, las tasas de interés de los restantes emisores de la región han iniciado un ciclo alcista en función de un aumento significativo de la inflación y de un desanclaje de las expectativas de inflación. En efecto, frente a los mínimos históricos de 2020, la tasa Selic en Brasil ha sido la que más se ha incrementado con un ajuste al alza de 425 pbs 6.25%. Las tasas de referencia en Chile y Perú han aumentado 100 y 75 pbs, respectivamente, hasta

niveles de 1.50% y 1%, en ese mismo orden. Así mismo, el Banco Central de México ha incrementado los tipos en 50 pbs hasta 4.50%.

Gráfico 15. Ajuste esperado en tasas de política LATAM*



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

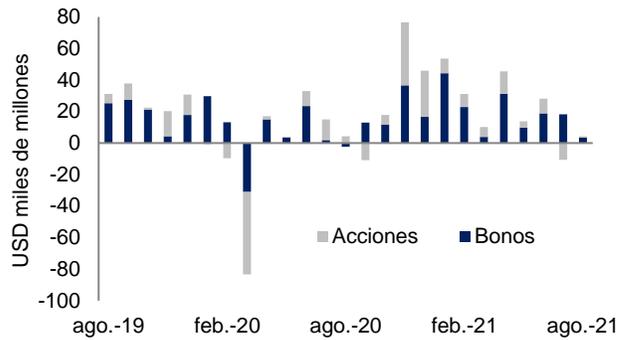
*Tasas de interés implícitas en mercado monetario y deuda pública.

El diferencial de las tasas de política en LATAM y la tasa de referencia de la Fed, en consecuencia, se ha incrementado en meses recientes hasta 270 pbs, en promedio, retornando de esta forma a los niveles pre-pandemia. Los mercados en estos países siguen descontando aumentos del orden de 200 pbs en los tipos para los próximos 24 meses, lo que también mantiene presiones al alza en las curvas de rendimientos (Gráfico 15).

Flujos de inversión y liquidez

Según las últimas cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)², los flujos de inversión de portafolio de no residentes hacia mercados emergentes se desaceleraron en agosto hasta 4.3 mil millones de dólares, su menor registro de los últimos 12 meses (Gráfico 16). Como ha sido la tendencia a lo largo de 2021, el flujo de compra en deuda (3.5 mil millones de dólares) volvió a superar el dirigido hacia acciones (0.8 mil millones). Excluyendo a China, los flujos de inversión hacia renta variable en emergentes fueron negativos en 3 mil millones de dólares, completando 2 meses consecutivos de salidas de capitales que ascienden a 14.6 mil millones de dólares.

Gráfico 16. Flujos de inversión de portafolio hacia EM



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En línea con lo anterior, los flujos de inversión de portafolio hacia Colombia completaron 4 meses consecutivos en terreno positivo y en agosto ascendieron a 991 millones de dólares, relativamente en línea frente al promedio de los últimos meses. En lo corrido del año, el ingreso neto de flujos de inversión de portafolio suma 2,071 millones de dólares, lo que contrasta con las salidas por 1,699 millones del mismo periodo de 2020.

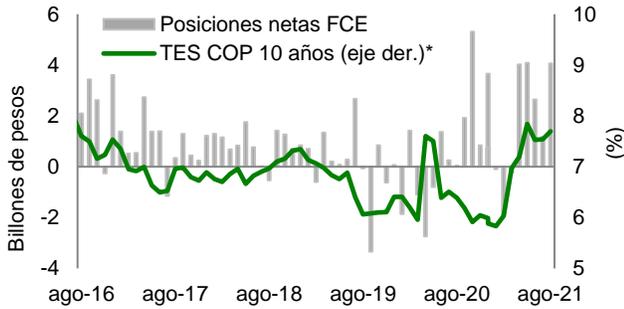
De acuerdo con las cifras de tenedores de TES que publica el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), en agosto las posiciones netas totales aumentaron en 8.6 billones de pesos. Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) completaron 5 meses consecutivos siendo compradores netos de TES y en el último mes aumentaron sus tenencias 4.1 billones de pesos (Gráfico 17), con lo cual las compras acumuladas en 2021 ascienden a 13.7 billones de pesos y puntúan el ranking de tenedores este año. Lo anterior sigue siendo consistente con la mayor entrada de inversión de portafolio hacia bonos en los mercados emergentes en lo corrido de 2021.

Otros jugadores importantes del mercado de TES, como los fondos de pensiones, compraron 1.6 billones de pesos durante el último mes, mientras que los bancos comerciales, los terceros mayores tenedores de TES, liquidaron posiciones por 2.8 billones de pesos. Las corporaciones financieras, las aseguradoras y los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) aumentaron sus posiciones, de manera

² IIF Capital Flows Tracker – August 2021.

conjunta, en 1.7 billones de pesos. Entre los privados, las aseguradoras se mantienen como los segundos en el ranking de tenedores de TES en lo corrido del año, luego de los FCE.

Gráfico 17. Flujos compra-venta FCE vs TES largo plazo



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.
*Rendimiento de los TES a 10 años en la curva cero cupón.

El MHCP fue el mayor vendedor neto de TES en agosto con una reducción de su stock en 7 billones de pesos, pero en el acumulado del año suma compras netas por 5.7 billones de pesos. En contraste, BanRep aumentó sus tenencias TES en 10.5 billones de pesos y acumula compras en todo 2021 por 2.2 billones de pesos.

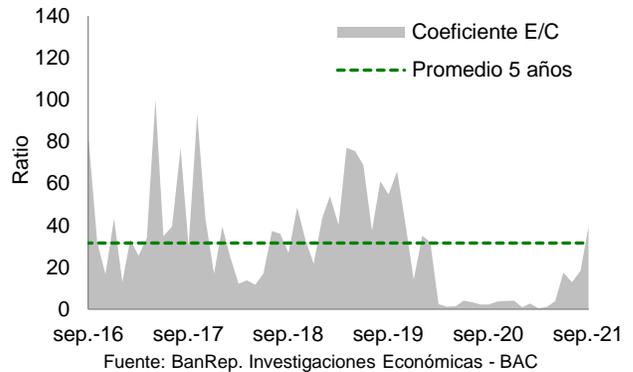
Los recientes movimientos de las tenencias de TES del MHCP y BanRep reflejan, casi en su totalidad, la reciente operación de compra de reservas internacionales del Gobierno Nacional al BanRep por un importe equivalente al giro de Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI al país. El pago de los dólares vendidos por BanRep se efectuó con TES administrados por el MHCP, que a su vez habían sido sujetos al reciente canje de deuda pública interna que efectuó el MHCP sustituyendo TES2022 de su portafolio por TES en pesos y UVR con vencimientos entre 2029 y 2037.

De esta manera, los fondos de pensiones se mantienen en el primer lugar del perfil de tenedores de TES con una participación del 27.5% del saldo total de la deuda, seguidos de los FCE con un 26% y los bancos comerciales con una proporción de 14.7%.

La demanda de recursos de expansión del sistema financiero en BanRep aumentó en agosto-septiembre hasta un promedio día de 13.2 billones de pesos,

levemente superior a los registros de 11.8 billones de julio. El cupo de repos de expansión a 1 día ofrecidos por BanRep también aumentó hasta un promedio diario de 12.6 billones de pesos, desde los 10.7 billones de julio, pero su utilización ha sido de apenas un 62%. Los repos de expansión a mayores plazos se han mantenido abiertos, al mismo tiempo que el emisor no ejecutó compras definitivas de TES en el mercado secundario (OMAS permanentes), más allá de los 10.5 billones de pesos adquiridos en TES (valorados a precios de mercado) en la operación de venta de dólares al Gobierno.

Gráfico 18. Relación recursos de expansión y contracción



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

En este entorno, el saldo de operaciones promedio diario de los recursos llevados a la ventanilla de contracción se ha reducido hasta 333 mil millones de en lo que va corrido de septiembre, el registro más bajo desde febrero de 2020. El coeficiente de repos de expansión/contracción (Coeficiente E/C) aumentó hasta 39.5 puntos y superó sus promedios históricos, pero se sitúa en niveles que no reflejan señales de estrechez en las condiciones de liquidez (Gráfico 18).

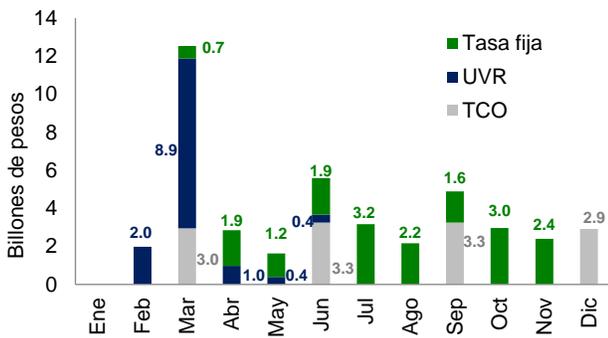
Consistente con lo anterior, el IBR *overnight* se ha situado, en promedio, apenas 1 pb por encima de la tasa repo, sin revelar sobresaltos importantes asociado a las condiciones de liquidez que pudiesen afectar las tasas de interés de corto plazo en el mercado de deuda pública.

El recaudo tributario en agosto, según las cifras de la DIAN, fue de 11.2 billones de pesos y dejó el acumulado del año en 111 billones de pesos, lo que representa un 67.7% de la meta de recaudo de la

DIAN para todo 2021. Frente al mismo periodo acumulado de 2020, la dinámica del recaudo registra un incremento de 14.4% (cerca de un 10% en términos reales).

Bajo este contexto, el saldo de disponibilidades de los Depósitos del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep, que es un buen indicador del movimiento de los ingresos y egresos del Gobierno Nacional, se situó en 21.1 billones de pesos al corte del 10 de septiembre, lo que representa una reducción del 59.5% frente al acumulado del mismo periodo del año pasado, y que en valor nominal equivale a 9.8 billones de pesos. Lo anterior es consistente con una mayor ejecución de gasto público del Gobierno en el marco de una postura expansiva de política fiscal.

Gráfico 19. Pagos de cupones y vencimientos en 2021



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El repunte de la demanda de dinero y de créditos en el sistema financiero, como consecuencia del mejor desempeño de la economía, ha hecho que la liquidez se haya tornado menos holgada en los últimos meses. No obstante, esperamos que las condiciones de liquidez para lo que resta del año se mantengan favorables, alimentando de esta forma la demanda por TES de los inversionistas locales.

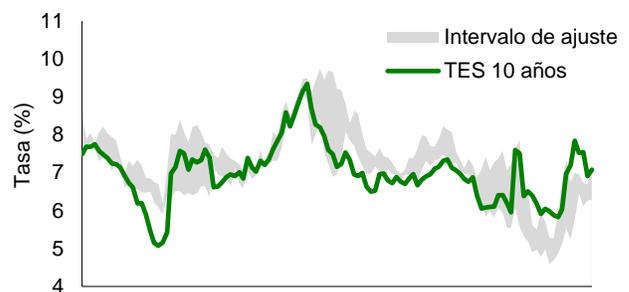
Reforzamos esta expectativa teniendo en cuenta que: i) BanRep mantiene abiertos los cupos de OMAS a plazos; ii) en 4T21, por amortizaciones de la deuda pública, entrarán al sistema 8.3 billones de pesos (Gráfico 19); y iii) por efecto estacional del calendario tributario, en los últimos meses de cada año el recaudo tiende a ser bajo.

Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados emergentes, se mantiene como una de las inversiones de mayor riesgo. La tasa real ex post (REP) de los TES2030 se redujo hasta 2.5%, la más baja de los últimos 19 meses, aunque continúa muy por encima de la tasa promedio de -0.1% de toda la muestra que, al igual que en el caso de Colombia, se ha visto afectada por la mayor inflación global. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que se mantiene alta y cerca de 40 pbs por encima de la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-rentabilidad sobre la muestra, los resultados de agosto sitúan a Colombia por encima de la frontera de eficiencia. Desde esta misma óptica de riesgo-rentabilidad, Sudáfrica y Brasil son los únicos países que se asemejan a Colombia en términos de su rendimiento real, aunque con una prima de riesgo más alta.

Gráfico 20. Niveles justos de los TES de largo plazo*



sep.-11 sep.-13 sep.-15 sep.-17 sep.-19 sep.-21

Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

*Ajustes mínimos y máximos de modelos de regresiones múltiples.

Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2021, 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 permanece en la zona de alto rendimiento. El retorno ex ante (REA) de los TES2030 se ubica en 3.6% y lejos de la media muestral de 1%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles de 5.2 p.p., también superando ampliamente el nivel promedio de muestra de 1.8 p.p.

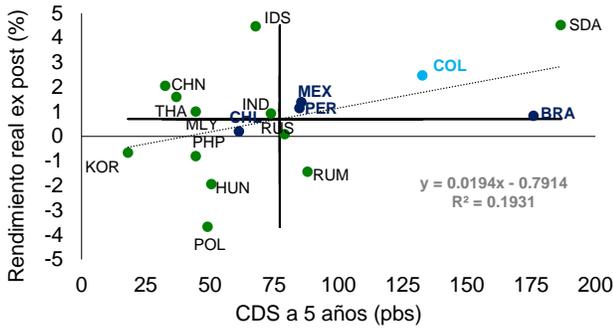
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos de los TES en pesos estaría sobrevendida en aproximadamente 14 pbs, concentrada particularmente en el tramo largo en cerca de 16 pbs. El modelo de frontera de eficiencia-duración, sin incluir los TES2022, también sugiere un margen de valorización de hasta 15 pbs que se concentra en los títulos con vencimientos de 3 a 7 años, especialmente los TES2025 y TES2026. Para el tramo corto-medio de la curva el ajuste se estima en 61 pbs, un cálculo que excluye a los TES2022 cuyo rendimiento está distorsionado en términos de eficiencia-duración por tener un vencimiento inferior a 1 año (mayo de 2022).

En la curva de TES UVR, según lo sugieren las medidas técnicas de reversión a la media, la curva en todo su nivel tendría un leve margen de valorización de 4 pbs, consistente con la mayor inflación observada y expectativas de inflación. El modelo de eficiencia-duración también sugiere unos niveles de la curva cercanos a su frontera de equilibrio, con algún espacio de valorización en los TESUVR2027 y TESUVR2029 del orden 16 pbs.

Para el caso de los TES Globales, las estimaciones por reversión a la media sugieren un nivel de toda la curva ajustado a su promedio de los últimos 20 días. La frontera de eficiencia-duración destaca a los TESUSD2037 y TESUSD2061 como los bonos con mayor espacio de valorización.

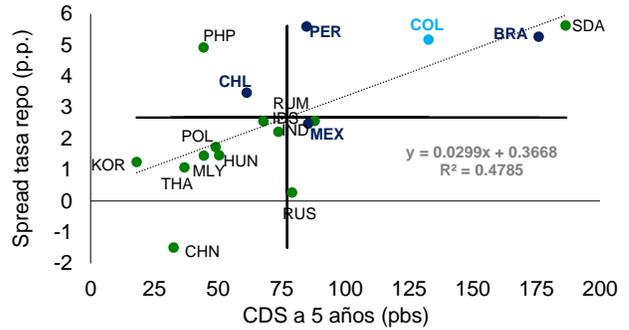
De acuerdo con los mejores modelos econométricos de ajuste estructural de los rendimientos de largo plazo de los TES en pesos (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), los niveles justos de los TES a 10 años se estiman cerca de 6.9% (Gráfico 20). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2030 cotizan en 7.2%, lo anterior sugiere un espacio de valorización de 30 pbs. La probabilidad de ocurrencia de este ajuste en el corto plazo ha descendido, teniendo en cuenta que varios factores externos, incluido el ruido de la reunión de la Fed y la aversión al riesgo por China, podrían limitar la corrección de los títulos con vencimientos de largo plazo.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



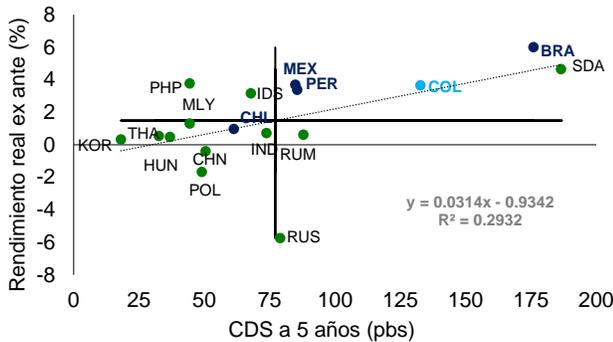
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



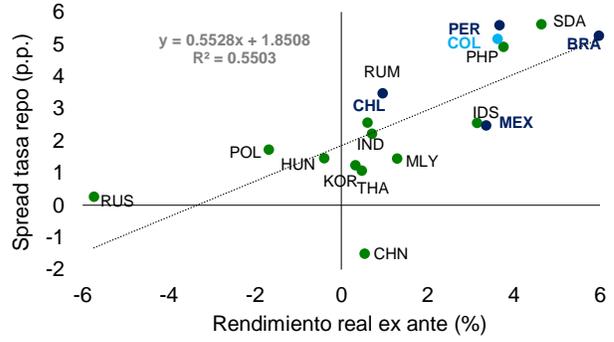
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



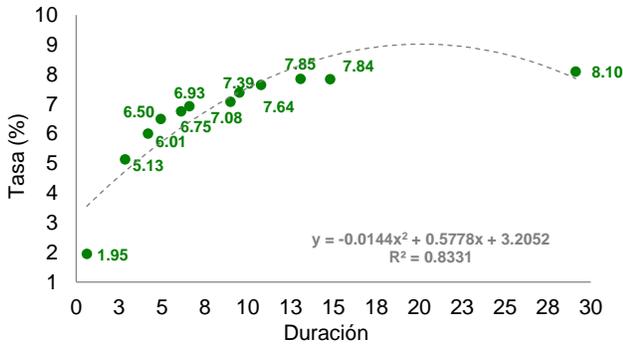
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



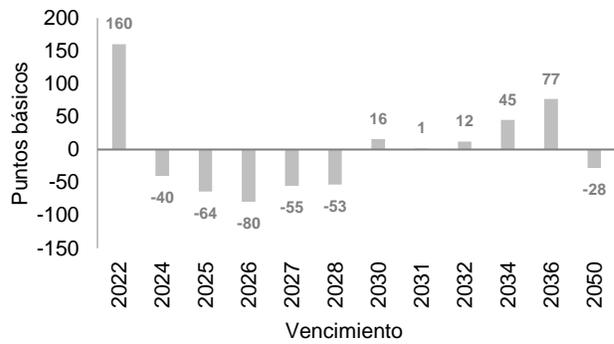
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos



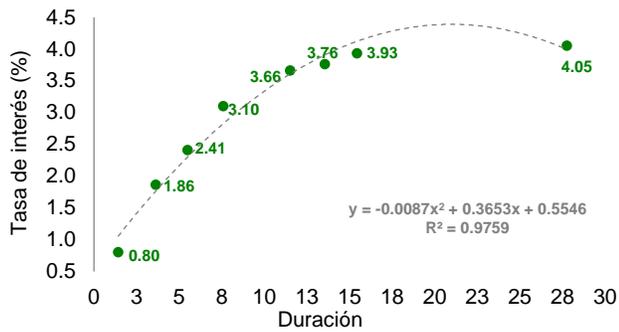
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES en pesos



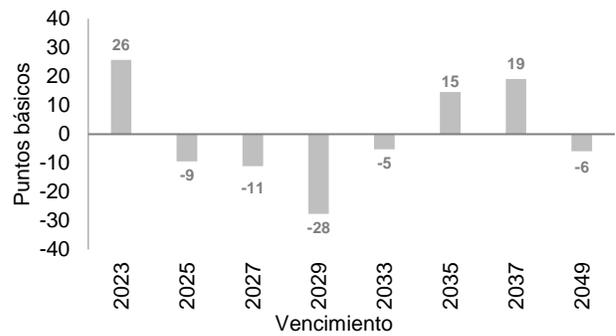
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



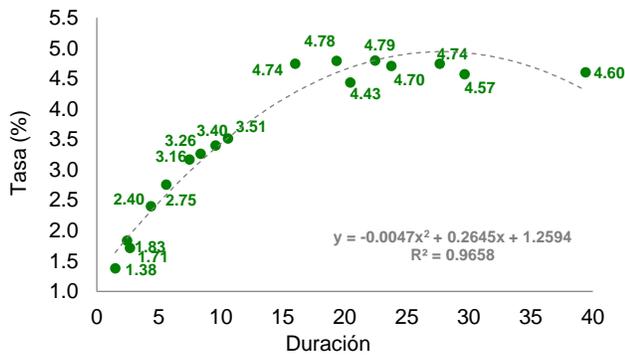
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES UVR



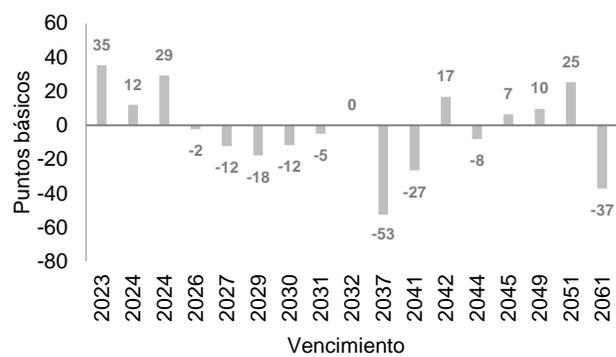
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Ajuste por duración-eficiencia en la curva de 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	
TFIT10040522	may-22	7.000	0.6	2.00	-5	-16	-53	
TFIT16240724	jul-24	10.000	2.5	5.14	19	169	155	
TFIT08261125	nov-25	6.250	3.4	5.98	25	194	179	
TFIT16080826	ago-26	7.500	4.1	6.34	21	199	184	
TFIT08031127	nov-27	5.750	4.7	6.71	20	200	190	
TFIT16280428	abr-28	6.000	5.2	6.86	19	202	193	
TFIT16180930	sep-30	7.750	6.0	7.06	9	167	165	
TFIT16260331	mar-31	7.000	6.5	7.41	6			
TFIT16300632	jun-32	7.000	7.2	7.47	9	172	157	
TFIT16181034	oct-34	7.250	7.7	7.62	5	167	142	
TFIT16070936	jul-36	6.250	8.9	7.79	4			
TFIT260950	oct-50	7.250	10.6	8.05	3	141		

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	
TUVT17230223	feb-23	3.500	1.4	0.82	-10	38	-8	
TUVT11070525	may-25	4.750	3.4	1.85	-23	104	54	
TUVT11170327	mar-27	3.500	4.9	2.45	-10	115	63	
TUVT10180429	abr-29	3.300	6.8	3.07	-9	115	78	
TUVT20250333	mar-33	2.250	9.4	3.62	-4	119	61	
TUVT20040435	abr-35	3.000	9.9	3.76	-3	120	76	
TUVT25022537	feb-37	4.750	11.2	3.90	-8	124	64	
TUVT20040649	jun-49	4.000	16.9	4.04	-5	89	47	

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	
COLGLB23	mar-23	2.625	1.5	1.14	-14	35	-24	
COLGLB24	may-24	4.000	2.5	1.63	-15	57	-4	
COLGLB26	ene-26	4.500	3.9	2.30	-5	74	17	
COLGLB27	abr-27	3.875	5.0	2.74	-4	89	43	
COLGLB29	mar-29	4.500	6.3	3.15	-5	87	50	
COLGLB32	abr-32	3.250	8.7	3.53	-4			
COLGLB37	sep-37	7.375	9.6	4.77	0	112	90	
COLGLB41	ene-41	6.125	11.5	4.82	1	114	95	
COLGLB42	feb-42	4.125	13.1	4.46	-2			
COLGLB45	jun-45	5.000	13.8	4.73	-2	114	97	
COLGLB49	may-49	5.200	14.7	4.77	2	119	102	

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.
