

Informe Mensual de Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La curva de rendimientos de TES en pesos continuó con un desplazamiento al alza en todos sus tramos durante el último mes, en línea con el comportamiento de la renta fija mundial. No obstante, dicho comportamiento ha venido acompañado de un patrón de aplanamiento que se intensificaría en lo que resta de 2021 y buena parte de 2022.*
- *En contraste, la curva de TES UVR se ha valorizado por una mayor demanda de títulos indexados contra inflación. Las reducciones más importantes se han observado en los títulos de corto plazo, en línea con un contexto de aumentos en la inflación y sus expectativas para cierres de 2021 y 2022.*
- *Los volúmenes en el mercado secundario aumentaron. Sin embargo, el apetito de los inversionistas locales ha descendido de forma importante, algo que también se observó en las subastas competitivas. La curva de TES en dólares continuó su empujamiento, consistente con una mayor percepción de riesgo.*
- *Las tasas de interés en los mercados globales de renta fija siguen aumentando, afectadas por un contexto de mayor inflación y normalización de la política monetaria en EEUU y otras economías avanzadas. En LATAM, los ajustes agresivos en los tipos de referencia siguen presionando las curvas de rendimientos. Las primas de riesgo en la región, en promedio, se incrementaron en el último mes.*
- *Los inversionistas extranjeros volvieron a ser vendedores netos de TES en octubre. Pese a las compras definitivas de TES que ha hecho BanRep, la liquidez del mercado local se ha apretado levemente. Las diferentes mediciones de riesgo-rentabilidad de los TES posicionan a Colombia como uno de los destinos en emergentes más atractivos en términos de retorno real, aunque con un mayor riesgo implícito.*

CONTENIDO

Mercado local	2
Factores externos	7
Flujos de inversión y liquidez	9
Aspectos técnicos	11

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

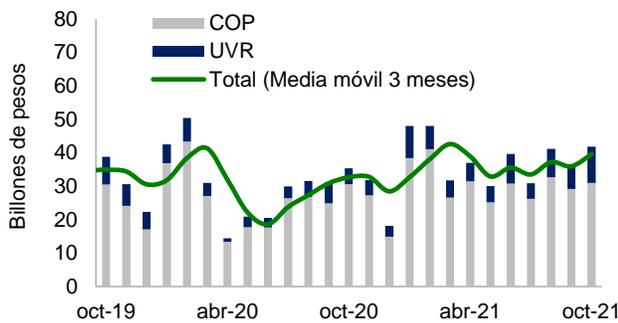
Camila Martínez K.
Profesional Universitario
camila.martinez@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 9003

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

Mercado local

A pesar de la continua desvalorización que han sufrido las curvas de TES en pesos y UVR desde el mes de septiembre, en octubre el volumen de negociación de títulos de deuda pública en el mercado secundario aumentó. En efecto, el volumen negociado en el último mes fue de 41.9 billones de pesos, por encima del promedio-mes año corrido de 38.4 billones de pesos y superior en 6.5 billones de pesos en comparación con el mismo mes de 2020 (Gráfico 1).

Gráfico 1. Volumen mensual de negociación de TES



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

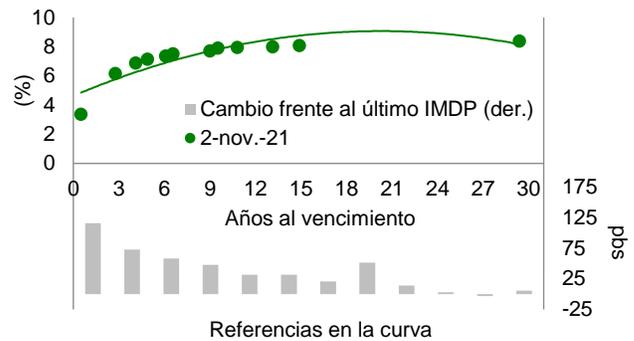
La curva de rendimientos de TES en pesos, en todo su nivel, se desplazó al alza 37 pbs frente al cierre de nuestro último informe (Gráfico 2), con lo cual el movimiento completo en lo que va corrido de 2021 alcanza los 231 pbs. Sin embargo, la pendiente de la curva se redujo 95 pbs, desde sus máximos históricos de finales de septiembre, hasta 432 pbs (Gráfico 3). En su totalidad, lo anterior se explica por un incremento proporcionalmente más alto en los rendimientos de los TES de la parte corta y media de la curva, relativo al movimiento de los TES de la parte larga.

En la parte larga de la curva, en promedio, el aumento en las tasas de interés fue de 22 pbs. La referencia natural de 10 años, los TES con vencimiento en 2031 (TES2031), evidenciaron un aumento en tasa de 51 pbs hasta 7.94%, la más significativa dentro del tramo largo de la curva. Otras referencias líquidas de la parte larga de la curva, como los TES2027 y TES2030 (según sus volúmenes de negociación), registraron incrementos de 31 y 21 pbs, respectivamente, hasta

niveles del orden de 7.34% y 7.69%, en ese mismo orden.

En el nodo medio de la curva se registraron incrementos en magnitudes promedio de 59 pbs, donde las tasas de interés de los TES2024 aumentaron 72 pbs hasta 6.16%. Los TES2026, otra referencia líquida de la parte media de la curva, aumentaron 48 pbs hasta 7.14%.

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

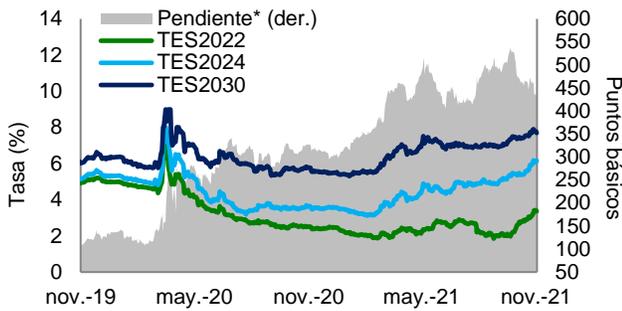


Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

En la parte corta de la curva, las tasas de los TES2022 se incrementaron 115 pbs en el comparativo frente a nuestro último informe, hasta 3.37%. Es importante resaltar que las tasas de estos títulos estaban un poco rezagadas frente a sus niveles normales, teniendo en cuenta que: i) la naturaleza de un título cuyo vencimiento es estrictamente inferior a 1 año aumenta su demanda y reduce las tasas; y ii) los más recientes canjes de deuda interna se han concentrado en recoger, precisamente, TES2022.

Los rendimientos del tramo corto de la curva también incorporan los efectos del inicio del ciclo alcista de tasas de interés de BanRep, que entre septiembre y octubre ha incrementado su tasa de referencia 75 pbs hasta 2.5%. Además, las tasas de interés implícitas en la curva de swaps de IBR dan cuenta de movimientos adicionales en los tipos de BanRep durante los próximos meses. En efecto, a plazos de 3, 6 y 12 meses, las tasas implícitas se sitúan en 2.86%, 3.52% y 4.76%. Para el cierre de vigencias, la curva IBR descuenta una tasa repo finalizando 2021 entre 2.75% y 3%, y para 2022 un cierre de año entre 4.75% y 5%.

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

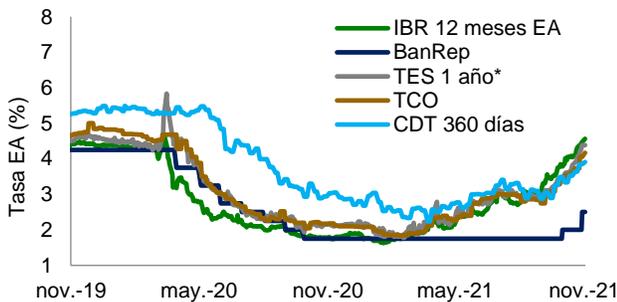


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial entre los rendimientos de los TES2030 y TES2022.

A la par con lo anterior, las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) en las subastas de octubre se incrementaron hasta 4.17%, mientras que las de los TES COP en la curva cero cupón lo hicieron hasta 4.39%. 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 3.91% (Gráfico 4).

En contraste con lo observado en la curva de TES en pesos, la curva de rendimientos de TES UVR registró un ligero desplazamiento a la baja de 2 pbs en todo su nivel desde finales de septiembre. En línea con las sorpresas inflacionarias de los últimos 2 meses, la mayor parte de las valorizaciones se registraron en la parte corta de la curva con reducciones de 10 pbs. En la parte larga también se observaron valorizaciones, aunque más modestas, del orden de 3 pbs en promedio (Gráfico 5).

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



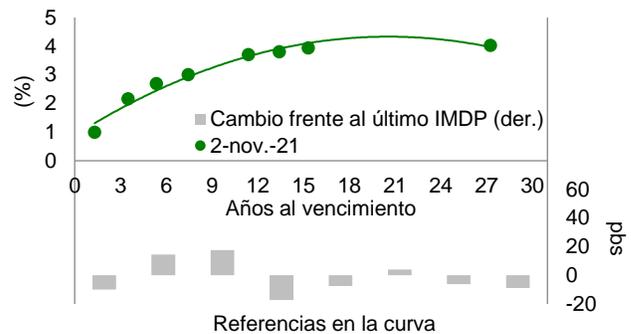
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

Los rendimientos de los TESUVR2023 cayeron 10 pbs en octubre hasta 0.99%, mientras que en la parte

media de la curva los de los TESUVR2025 se incrementaron 15 pbs hasta 2.16%. En la parte larga de la curva, referencias líquidas como los TESUVR2029 y TESUVR2035, registraron movimientos mixtos en sus tasas de interés de -17 y 4 pbs, respectivamente, situándose en niveles 3% y 3.8%, en ese mismo orden.

En este entorno, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES aumentó recientemente hasta 3.9%, un máximo no visto desde marzo de 2020. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 3.7%, mientras que las de 5, 10 y 15 años bordean niveles de 4% (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 octubre hasta 4.1%, un máximo no visto desde febrero de 2017.

Gráfico 5. Curva de TES UVR durante el último mes



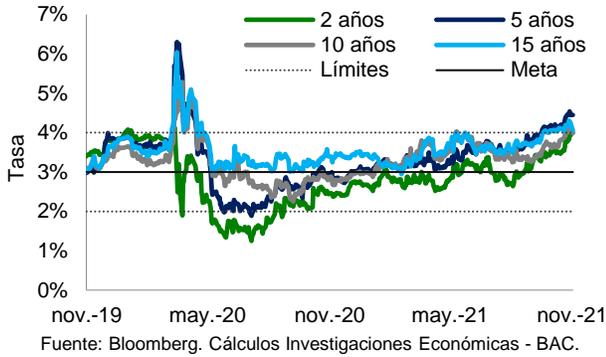
Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

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 desplazamiento al alza de 13 pbs, en comparación con la fecha de corte de nuestro último informe. El patrón de empinamiento de los últimos meses persistió en octubre, 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 4 pbs hasta niveles del orden de 2.62%. En la parte larga de la curva, las tasas de interés se incrementaron 15 pbs hasta niveles medios de 4.73%. Allí sobresalen los

TESUSD2031 y TESUSD2037, cuyos rendimientos subieron 23 y 20 pbs, respectivamente.

Gráfico 6. Inflaciones implícitas en el mercado de TES

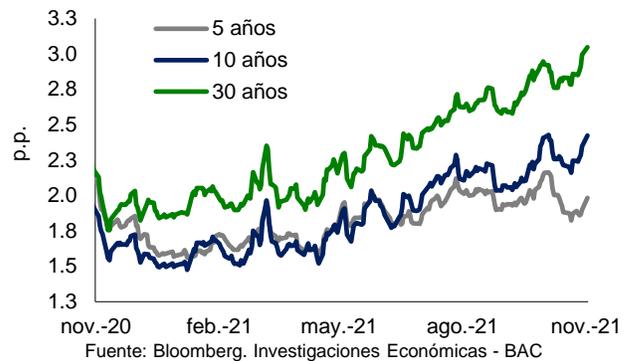


Los diferenciales de los TESUSD contra los Tesoros americanos, especialmente los de medio y largo plazo, continúan al alza. En efecto, mientras que el diferencial a horizontes de 5 años permaneció relativamente estable alrededor de los 200 pbs, los *spreads* a 10 y 30 años registraron aumentos promedio de 16 pbs en el último mes hasta 242 y 305 pbs, respectivamente (Gráfico 7). Estos diferenciales representan nuevos máximos de los últimos 12 meses, algo que es coherente con la mayor percepción de riesgo país y las desvalorizaciones que en general persisten sobre la renta fija internacional (para más detalles ver sección de “Mercado externo” en este informe).

En octubre, como parte de sus operaciones de optimización y manejo de deuda pública, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) realizó tres canjes adicionales de deuda interna, completando así un total de 6 canjes en lo corrido de 2021. El primero tuvo lugar el 4 de octubre, consistente en la sustitución de títulos de su portafolio por 1.5 billones de pesos entre TES2022 por TES en pesos y UVR con vencimientos entre 2029 y 2037¹. El segundo canje ocurrió el 12 de octubre, también sustituyendo títulos de su portafolio por otros 1.5 billones de pesos, entre TES2022 por TES en pesos y UVR con vencimientos

entre 2029 y 2037². El último canje tuvo lugar el pasado 29 de octubre con la Caja Promotora de Vivienda Militar y de Policía por un importe de 583 mil millones de pesos, intercambiando TES2024, TESUVR2023 y TESUVR2025, por TES UVR con vencimientos en 2035 y 2037.

Gráfico 7. Diferenciales TES Globales vs Tesoros



Con estas operaciones de octubre, el MHCP logró: i) reducir por otros 3 billones de pesos adicionales las amortizaciones en 2022 (el ahorro total para 2022 asciende a 13.3 billones de pesos con los canjes de 2021); ii) reducir las amortizaciones entre 2023 y 2025 por cerca de 600 mil millones de pesos; iii) extender la vida media del portafolio administrado por el MHCP hasta 8.87 años; y iv) mantener inalterado el saldo de la deuda tras liquidar las operaciones a precios de mercado.

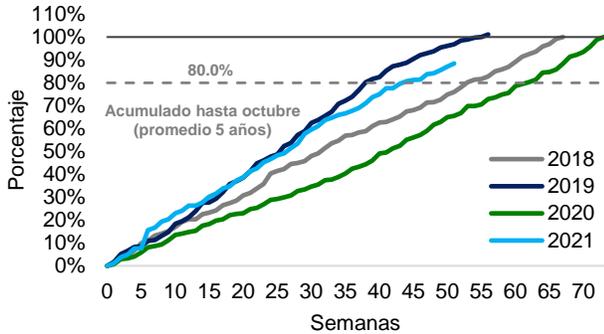
De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario, el monto total en lo corrido del año hasta el 3 de noviembre asciende a 35.4 billones de pesos, lo que representa un cumplimiento del 88.4% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2021 (40 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es ampliamente superior al 65.5% del acumulado para el mismo periodo de 2020, y también al promedio de 80% del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 8).

¹ Los TES entregados fueron TESUVR2029, TES2030, TES2031, TES2032, TESUVR2033, TESUVR2035 y TESUVR2037. Cerca del 55% del importe total del canje se concentró en la entrega de TES2030 y TES2031.

² Los TES entregados fueron TESUVR2029, TES2030, TES2031, TES2032, TESUVR2035 y TESUVR2037. Cerca del 58% del importe total del canje se concentró en la entrega de TES2031 y TESUVR2035.

En las subastas competitivas de TES en pesos, las colocaciones en octubre fueron de 1.6 billones de pesos, repartidas de la siguiente manera: i) 417 millones de pesos en la referencia TES2031; ii) 493 mil millones de pesos en TES2036; y iii) 736 mil millones de pesos en TES verdes con vencimiento en 2031 (TESV2031).

Gráfico 8. Cumplimiento de colocaciones por subastas



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Las colocaciones de TESV2031 culminaron el pasado 27 de octubre y el monto total de la emisión para 2021 fue de 1.5 billones de pesos. Esto es inferior en 500 mil millones de pesos al portafolio de gastos verdes elegibles de 2 billones de pesos (importe inicial previsto para las colocaciones de estos títulos en 2021).

Gráfico 9. Diferencial TES verdes y TES COP (Greenium)*



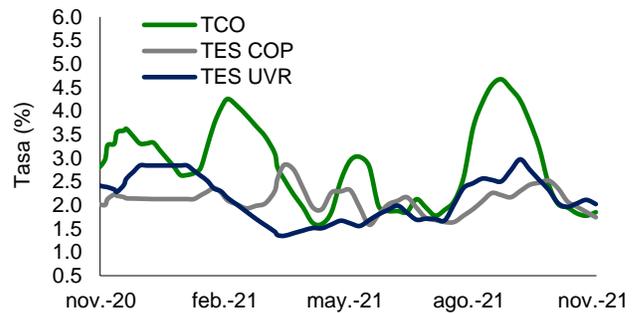
Fuente: MHCP y SEN. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.
*Media móvil 5 días del spread TES2031 - TESV2031.

Para el caso de los TES2031, el promedio de las tasas de corte en octubre fue de 7.70%, superior al promedio de 7.43% de septiembre y cerca de unos 8 pbs por debajo de las tasas de negociación para la misma referencia en el mercado secundario. El diferencial de las tasas de corte de los TESV2031 en

subasta contra los TES2031 en mercado secundario (prima verde o *Greenium spread*) fue de 14 pbs y hacia finales de mes registró reducciones hacia niveles de 10 pbs (Gráfico 9). En este entorno, el apetito por TES en pesos descendió en octubre y el *bid-to.cover* promedio de las subastas fue de apenas 1.7 veces, el más bajo desde agosto de 2020.

Por su parte, las subastas de TES UVR en las referencias TESUVR2029, TESUVR2037 y TESUVR204 sumaron 1 billón de pesos, donde las mayores colocaciones se hicieron en la referencia TESUVR2037 con un importe de 486 mil millones de pesos. Las tasas promedio de corte en subasta disminuyeron 48 pbs hasta 3.07% y, en tendencia central, se situaron en 41 pbs por debajo de las tasas de mercado secundario, reflejando un elevado apetito de los inversionistas. En línea con lo anterior, el *bid-to.cover* promedio de las subastas fue de 2.1 veces, ligeramente inferior frente al promedio del bimestre agosto-septiembre.

Gráfico 10. Sobre-demanda en las subastas de TES*

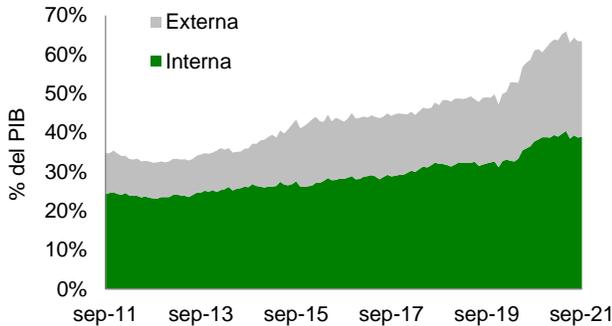


Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Medida de tendencia central como promedio móvil de 4 semanas.

Con respecto a las subastas de TES de corto plazo (TCO), en octubre se colocó 1 billón de pesos, con lo cual el acumulado 2021 de estas emisiones asciende a 12.9 billones de pesos. Como se explicó previamente, las tasas de corte se incrementaron unos 80 pbs hacia niveles del 4%, algo que es coherente con una reducción significativa del apetito de los inversionistas por TCO y que se vio reflejado en una caída del *bid-to-cover* hasta 1.8 veces, los niveles más bajos de los últimos 4 meses (Gráfico 10).

Según datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de septiembre el saldo de la deuda del GNC alcanzó los 695.4 billones de pesos. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda se mantuvo constante en 63.5% frente al mes de agosto, pero por debajo del promedio año corrido de 64%.

Gráfico 11. Evolución del saldo de la deuda bruta del GNC



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El saldo de la deuda interna se sitúa en 427.6 billones de pesos, aproximadamente un 39% del PIB y se mantiene estable frente a meses recientes. Por su parte, el saldo de la deuda externa es de 267.9 billones de pesos al corte de septiembre y como porcentaje del PIB representa un 24.4%, inferior en 0.4 p.p. frente al promedio año corrido de 2021 y a los máximos de 25.5% alcanzados entre abril-mayo de este año (Gráfico 11).

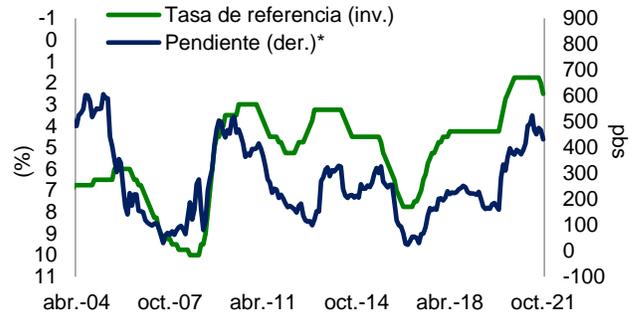
La distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna de 61%, la más baja de los últimos 15 años. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, ha subido hacia niveles que bordean el 39%. Esta distribución de deuda interna-externa se sitúa lejos del 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 se mantendrá en los próximos meses, se vislumbra como el principal riesgo para que el empujamiento de las curvas de TES persista en el corto plazo. Localmente, el ciclo alcista de tasas de interés de BanRep, que se ha tornado menos gradual frente a lo

previsto inicialmente, también podría afectar al alza la curva de TES en pesos.

No obstante, como ha ocurrido históricamente, cuando el ciclo monetario contractivo sorprende en las magnitudes de los aumentos en los tipos de referencia (como es el caso actual), la curva ha registrado aplanamientos no despreciables. Técnicamente, cuando las tasas de corto plazo aumentan proporcionalmente más que los rendimientos de largo plazo, los inversionistas encuentran un atractivo relativo alargando la duración de sus portafolios, liquidando títulos de corto-medio plazo y demandando activos de más largo plazo. Según nuestros cálculos, durante los últimos 4 ciclos alcistas en tasa repo entre 2006 y 2017, el aplanamiento promedio de la curva de TES en pesos fue de 350 pbs (Gráfico 12).

Gráfico 12. Ciclo monetario vs pendiente curva TES COP



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial entre TES COP 10 años y 1 año en la curva cero cupón.

Por todo lo anterior, creemos que el margen de valorización esperado en los TES UVR sigue siendo más holgado frente al de los TES en pesos, especialmente para referencias UVR de corto plazo. En este mismo sentido, un mayor aplanamiento en la curva de TES en pesos es previsible en el futuro cercano y creemos que podría intensificarse en lo que resta de año, en la medida que el mercado incorpore un ciclo de aumentos en la tasa de referencia de BanRep más agresivo.

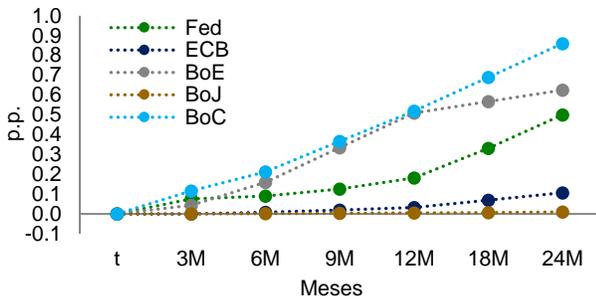
De esta forma, en la curva de TES en pesos anticipamos niveles objetivo de 6.5% en los TES2024 y de 8% en los TES2031 para el cierre de 2021. Por su parte, en la curva de TES UVR estimamos niveles

de 0.6% en los TESUVR2023 y de 2.9% en los TESUVR2029.

Factores externos

En línea con lo que habíamos anticipado en un informe reciente, la Fed anunció el inicio del desmonte de su programa de compras mensuales de activos a partir del mes de noviembre, y espera concluirlo hacia mediados de 2022 (ver “La Fed marcando el paso” en [CE – Septiembre 24 de 2021](#)). El importe en la reducción mensual de las compras será de (al menos) 15 mil millones de dólares, repartidos de la siguiente manera: i) menores compras en Tesoros por 10 mil millones; y ii) reducción en las compras de MBS por 5 mil millones.

Gráfico 13. Ajuste implícito de tasas de Bancos Centrales*



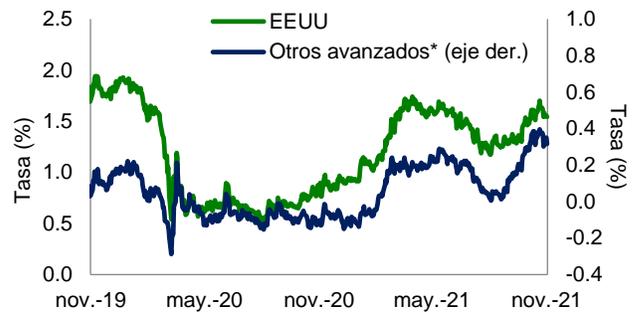
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercado monetario y deuda pública.

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 de sus respectivos estímulos monetarios. El Banco de Japón (BoJ) y el Banco de Canadá (BoC) tampoco realizaron cambios en su postura actual de política monetaria. Sin embargo, los mercados ya descuentan un primer aumento en los tipos de referencia para 2022 en el caso del BoC, el BoE y la Fed (Gráfico 13).

Además de lo anterior, la mayor intensidad y duración esperada de la inflación mundial, suscitada por los problemas logísticos en las cadenas de suministro a nivel global, mayores precios de los energéticos y una

demanda que se ha reactivado más rápidamente que la producción agregada, también ha sido otro factor que ha afectado al alza los rendimientos de los bonos soberanos. Particularmente en EEUU, las inflaciones implícitas en el mercado de deuda a 5 y 10 años se han incrementado a niveles cercanos al 3%, y muchas expectativas de inflación para 2021 y 2022 apunta hacia niveles del 5% y 3%, respectivamente.

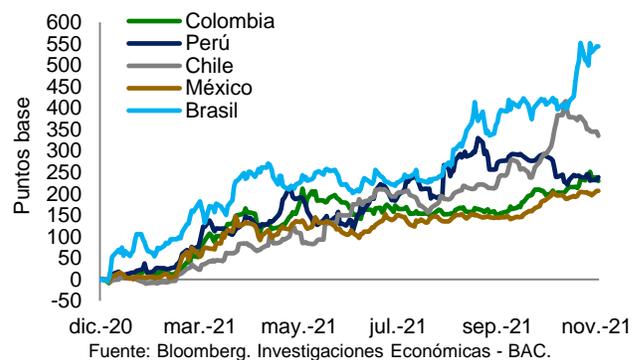
Gráfico 14. Bonos 10 años en mercados desarrollados



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

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU aumentaron hasta niveles de 1.55%, lo que representa un incremento de casi 15 pbs frente a los niveles observados en septiembre. El movimiento año corrido en la referencia mundial de la renta fija a largo plazo evidencia un incremento de 64 pbs, el cual se sigue transmitiendo a las tasas de interés de otros mercados de deuda que también han registrado fuertes incrementos durante los últimos meses (Gráfico 14).

Gráfico 15. Cambio tasas bonos 10 años LATAM en 2021

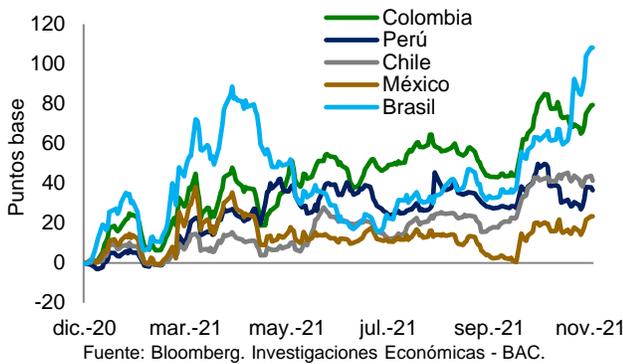


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

En Europa, los bonos soberanos a 10 años del Reino Unido se sitúan en 1.06%, lo que refleja un incremento

de 87 pbs frente a los niveles de cierre de 2020. Las referencias de la deuda a 10 años en Alemania y España cotizan en -0.10% y 0.63%, respectivamente, lo que representan incrementos año corrido de 47 y 58 pbs, en ese mismo orden. En Japón, las tasas de interés de los bonos operan estables alrededor de 0.1% y se han incrementado apenas 8 pbs frente sus niveles de cierre de 2020.

Gráfico 16. Cambio en los CDS 5 años LATAM en 2021



Los rendimientos de los bonos soberanos LATAM en moneda local, con excepción del título de Perú, también se incrementaron en el último mes. 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 y Chile, donde la presión fiscal y la inestabilidad política han acelerado el movimiento (Gráfico 15).

La presión inflacionaria en los países de la región también ha acelerado la desvalorización reciente de las curvas de rendimientos. Las expectativas de aumentos en los tipos de interés de referencia siguen al alza y varios bancos centrales han sorprendido al mercado con aumentos mensuales en los tipos de al menos 100 pbs.

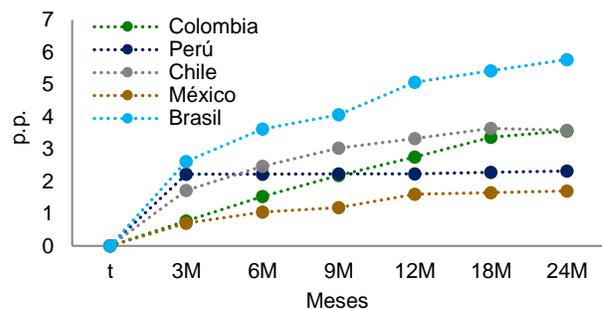
El rendimiento del bono a 10 años de Brasil se sitúa en 12.35%, lo que equivale a un incremento de 110 pbs frente a sus niveles de finales de septiembre. Durante el mismo periodo, las tasas de interés de los bonos a 10 años de Chile y México aumentaron 50 y 13 pbs, respectivamente, hasta niveles de 6.01% y 7.59%, en ese mismo orden. Los rendimientos de los

bonos a 10 años en Perú descendieron 61 pbs hacia niveles de 5.83%, revirtiendo buena parte del ruido político de meses recientes que los habían disparado hacia niveles de 6.5%.

Los CDS a 5 años de las grandes economías de LATAM (sin Argentina), en promedio, registraron incrementos durante el último mes (Gráfico 16). La prima de riesgo de Brasil aumentó 52 pbs, afectada por el riesgo fiscal asociado a la liberación de gasto público prevista para 2022 y el incumplimiento consecuente de la regla fiscal por otro año más. Las primas de riesgo de Colombia, Chile y México aumentaron, en promedio, 9 pbs, mientras que la métrica de riesgo país en Perú registró una reducción de 2 pbs.

En Brasil, la tasa Selic del Banco Central aumentó 150 pbs en su última reunión hasta 7.75%, siendo el emisor que más agresivamente ha subido los tipos. El Banco Central de Chile también actuó agresivamente y elevó los tipos 125 pbs hasta 2.75%. Las tasas de referencia en Perú y México, por su parte, se incrementaron en 50 y 25 pbs, respectivamente, hasta niveles de 1% y 4.75%, en ese mismo orden.

Gráfico 17. Ajuste esperado en tasas de política LATAM*



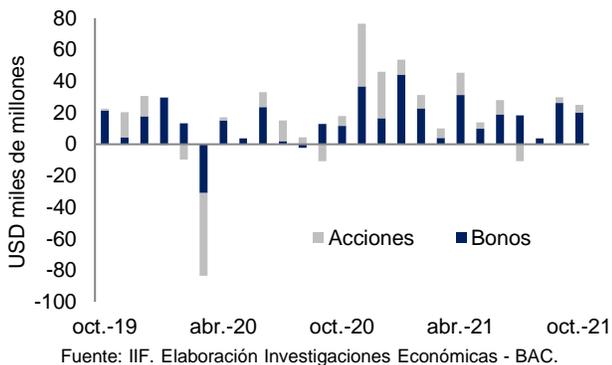
El diferencial de las tasas de política en LATAM y la tasa de referencia de la Fed, en consecuencia, se ha incrementó hasta 305 pbs, en promedio, retornando de esta forma a los niveles pre-pandemia. Los mercados en estos países siguen descontando aumentos del orden de 325-350 pbs en los tipos para los próximos 24 meses, especialmente en Brasil

(Gráfico 17), lo que también mantiene presiones al alza en las curvas de rendimientos.

Flujos de inversión y liquidez

Según las últimas cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)³, los flujos de entrada de inversión de portafolio de no residentes hacia mercados emergentes fueron de 24.9 mil millones de dólares en octubre, ligeramente inferior a los 29.8 mil millones de septiembre (Gráfico 18). El flujo de compra en deuda (20.1 mil millones de dólares) volvió a superar ampliamente el de acciones (4.8 mil millones), algo que se sustenta en su totalidad por la mayor aversión al riesgo suscitada en Asia emergente por el riesgo de default del gigante inmobiliario chino Evergrande. De hecho, el flujo de inversión hacia acciones chinas fue negativo en 2.5 mil millones de dólares.

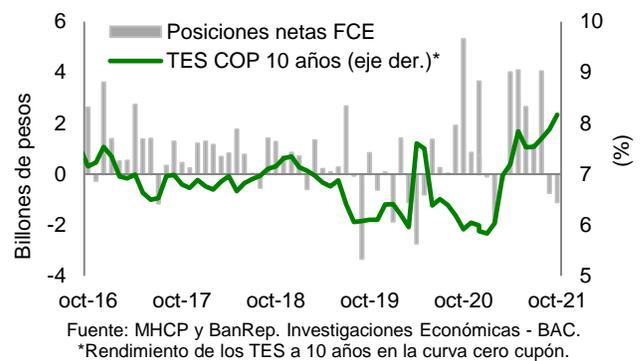
Gráfico 18. Flujos de inversión de portafolio hacia EM



En las cifras más recientes de EPFR, los flujos de entrada hacia emergentes se estarían desacelerando en noviembre, especialmente en títulos de deuda, que han resultado castigados por el *tapering* de la Fed en EEUU y el consecuente incremento en las tasas de interés de la renta fija mundial. En lo corrido del año, los flujos de inversión hacia deuda emergente ascienden hasta a 248.8 mil millones de dólares, muy por encima de los 40.6 mil millones del mismo periodo de 2020.

En contraste con lo anterior, los flujos de inversión de portafolio hacia Colombia en septiembre fueron negativos en 607 millones de dólares, en buena medida afectados por salidas en posiciones de deuda pública. Con la información preliminar de octubre, las salidas de capitales habrían persistido en el último mes y ascenderían a 340 millones de dólares. En lo corrido del año, el ingreso neto de flujos de inversión de portafolio suma 1,294 millones de dólares, lo que contrasta con las salidas por 237 millones del mismo periodo de 2020.

Gráfico 19. Flujos compra-venta FCE vs TES largo plazo



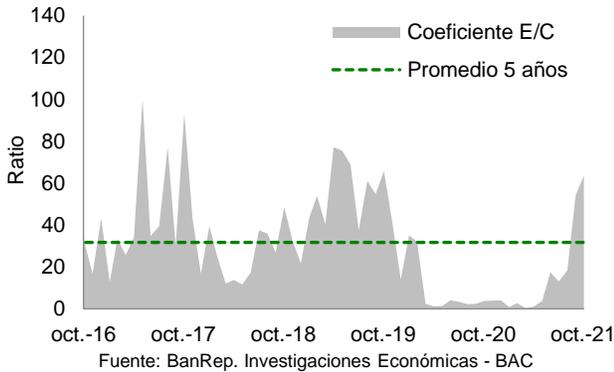
De acuerdo con las cifras de tenedores de TES que publica el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), en octubre las posiciones netas totales aumentaron en 6 billones de pesos, ligeramente inferior al promedio mensual de 6.7 billones de los últimos 3 meses. Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) completaron dos meses consecutivos siendo vendedores netos de TES y vendieron 269 mil millones de pesos (Gráfico 19). Aún así, las compras acumuladas de los FCE en 2021 ascienden a 12.7 billones de pesos y puntúan el ranking de tenedores de TES este año.

Otros jugadores importantes del mercado de TES, como los fondos de pensiones, compraron 1.6 billones de pesos, mientras que los bancos comerciales, los terceros mayores tenedores de TES, aumentaron sus posiciones en 2.8 billones de pesos, luego de dos meses en racha siendo vendedores netos. Las aseguradoras y fondos de inversión colectiva

³ IIF Capital Flows Tracker – Octubre 2021.

vendieron TES por 565 mil millones de pesos, y el resto del sector financiero, en conjunto, liquidaron posiciones por 978 mil millones de pesos. Entre los privados, los fondos de pensiones se mantienen como los segundos en el ranking de tenedores de TES en lo corrido del año, luego de los FCE.

Gráfico 20. Relación recursos de expansión y contracción



El MHCP también fue vendedor neto en octubre y redujo su stock de tenencias de TES en 2.1 billones de pesos, y en el acumulado del año suma compras netas por 3.9 billones de pesos. Por su parte, BanRep volvió a incrementar significativamente sus tenencias de TES en 4.9 billones de pesos, algo que forma parte de las compras definitivas de TES que se han hecho recientemente para mantener favorables las condiciones de liquidez en el mercado. En el acumulado de todo 2021, las compras de TES del emisor ascienden a 11.1 billones de pesos.

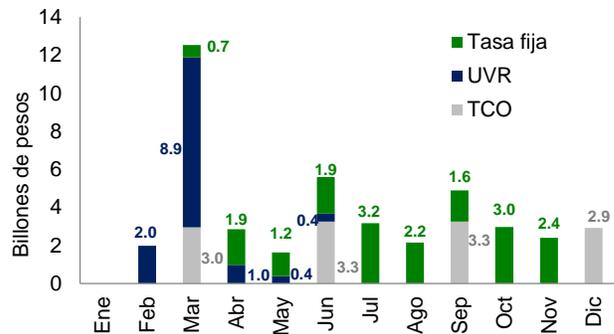
De esta manera, los fondos de pensiones se mantienen en el primer lugar del perfil de tenedores de TES con una participación del 27.5% del saldo total de la deuda, seguidos de los FCE con un 25.1% y los bancos comerciales con una proporción de 14.6%.

La demanda de recursos de expansión del sistema financiero en BanRep aumentó significativamente en octubre hasta un promedio día de 18.6 billones de pesos, la más alta registrada en (al menos) los últimos 10 años. La mayor demanda de créditos en la economía, en un entorno de recuperación económica más robusta frente a lo previsto inicialmente, son parte de las razones que sustentan esta mayor demanda de liquidez del sistema. Adicionalmente, las elevadas

monetizaciones que ha ejecutado el Gobierno en los últimos meses como parte de sus necesidades de presupuesto para 2021, las cuales ascienden a 3,250 millones de dólares (12.3 billones de pesos), le han retirado liquidez en pesos a la economía y también sustentan la mayor demanda de recursos del sistema financiero.

El cupo de repos de expansión a 1 día ofrecidos por BanRep se ha mantenido alrededor de los máximos históricos de 15 billones de pesos entre septiembre y octubre, y su utilización ha bordeado el 64% (10.2 billones de pesos). Los repos de expansión a mayores plazos se han mantenido abiertos, al mismo tiempo que el emisor ha hecho compras definitivas de TES en el mercado secundario (OMAS permanentes) para mantener estables las condiciones de liquidez.

Gráfico 21. Pagos de cupones y vencimientos en 2021



En este entorno, el saldo de operaciones promedio día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción se redujo a un nuevo mínimo de 20 meses de 293 mil millones de pesos en octubre. El coeficiente de repos de expansión/contracción (Coeficiente E/C) aumentó hasta 63.6 puntos, niveles que no se observaban desde octubre de 2019 y completó 2 meses consecutivos por encima de sus promedios históricos (Gráfico 20).

Consistente con lo anterior, el IBR *overnight* se ha situado, en promedio, cerca de 3 pbs por encima de la tasa repo. Aunque este indicador no da señales de un apretón de liquidez significativo, en parte gracias a las medidas adoptadas por BanRep, no descartamos que las actuales condiciones de liquidez estén afectando

parcialmente las tasas de interés de corto plazo en el mercado de deuda pública.

El recaudo tributario en septiembre, según las cifras de la DIAN, fue de 19.4 billones de pesos, dejando de esta forma el acumulado del año en 130 billones de pesos. Lo anterior representa un cumplimiento del 79.5% 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 16.1% (cerca de un 11.5% 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, registra un incremento acumulado año de 22 billones de pesos al corte del 22 de octubre, lo que representa un incremento de 13.7% frente al acumulado del mismo periodo del año pasado y que en valor nominal equivale a 2.7 billones de pesos. Lo anterior es consistente con una mayor dinámica del recaudo en lo que va corrido del año, pero también por el incremento de las disponibilidades del Gobierno luego de las fuertes monetizaciones de meses recientes que han incrementado su caja en aproximadamente 12.3 billones de pesos desde el pasado mes de agosto.

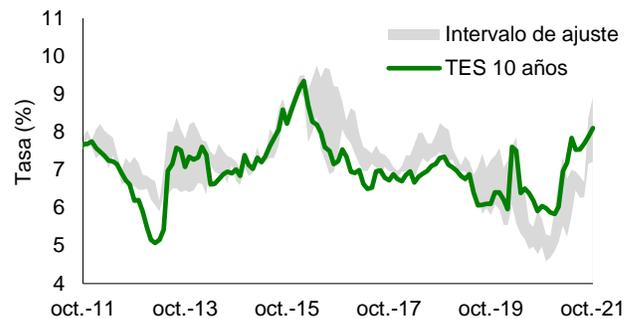
Para lo que resta del año, esperamos que las condiciones de liquidez continúen ligeramente apretadas y que BanRep siga ejecutando compras definitivas de TES. No obstante, vale la pena recordar que para el último bimestre del año se espera una mejora en las condiciones de liquidez por 5.3 billones de pesos asociada a pago de cupones y vencimientos (Gráfico 21). A saber: i) pago cupón del TES2027 por 1.2 billones de pesos el próximo 3 de noviembre; ii) pago cupón del TES2025 por 1.2 billones de pesos el 26 de noviembre; y iii) pago de vencimientos de TCO por 2.9 billones de pesos el 7 de diciembre.

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 aumentó hasta 2.9%, muy por encima de la tasa real promedio de 0% de toda la muestra. La mayor inflación mundial continúa afectando el rendimiento real de los títulos, aunque en el caso de Colombia dicho efecto ha sido algo más moderado. No obstante, este incremento del rendimiento real de los TES también incorpora una prima de riesgo que se mantiene alta y cerca de 60 pbs por encima de la media muestral.

Gráfico 22. Niveles justos de los TES de largo plazo*



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

Según los múltiples ajustes lineales en términos de riesgo-rentabilidad sobre la muestra, los resultados de septiembre siguen situando a Colombia por encima de la frontera de eficiencia, con excepción de las métricas de rentabilidad real descontando la inflación esperada. Desde esta misma óptica, 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.

Descontando las expectativas de inflación a 1 año, 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 más atractiva en términos de rendimiento. El retorno ex ante (REA) de los TES2030 se ubica en 3.9% y lejos de la media muestral de 1.3%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles de 5.7 p.p., también superando ampliamente el nivel promedio de muestra de 2.1 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos de los TES en pesos estaría

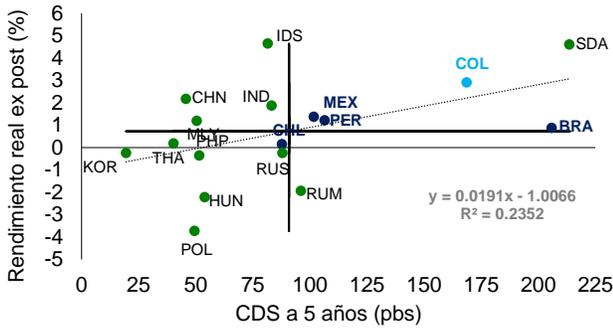
sobrevenida en aproximadamente 39 pbs, particularmente el tramo corto-medio en cerca de 49 pbs. El modelo de frontera de eficiencia-duración también sugiere un margen de valorización de 53 pbs en los títulos con vencimientos entre 3 a 7 años, especialmente los TES2025 y TES2026, con un margen cercano a los 60 pbs.

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 9 pbs, especialmente en el tramo corto-medio, algo que es consistente con la mayor inflación observada y esperada. El modelo de eficiencia-duración sugiere un espacio de valorización cercano a los 20 pbs en los TESUVR2025 y TESUVR2027.

Para el caso de los TES Globales, las estimaciones por reversión a la media dan cuenta de un relativo equilibrio tendencial frente a su promedio de los últimos 20 días. Según la frontera de eficiencia-duración, los TESUSD2037 y TESUSD2061 son los bonos con el mayor espacio de valorización, estimado en aproximadamente 40 pbs.

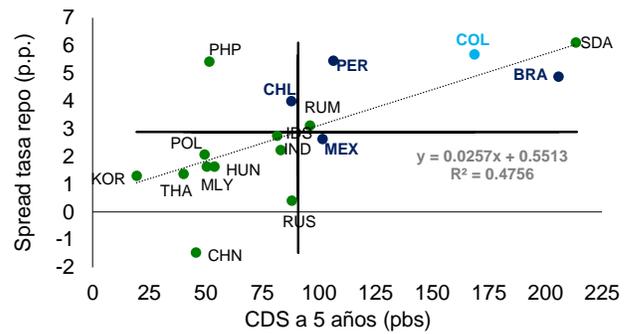
De acuerdo con los mejores modelos econométricos de ajuste estructural de los rendimientos de largo plazo de los TES en pesos (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), los niveles justos de los TES a 10 años se estiman cerca de 8% (Gráfico 22). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2031 cotizan en 8.1%, lo anterior sugiere un espacio de valorización muy estrecho en el futuro cercano, en línea con lo que habíamos advertido en informes pasados (ver “Aspectos técnicos” en [IMDP – Septiembre 27 de 2021](#)).

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



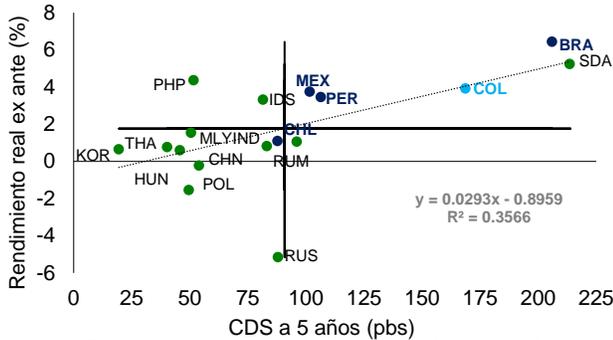
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



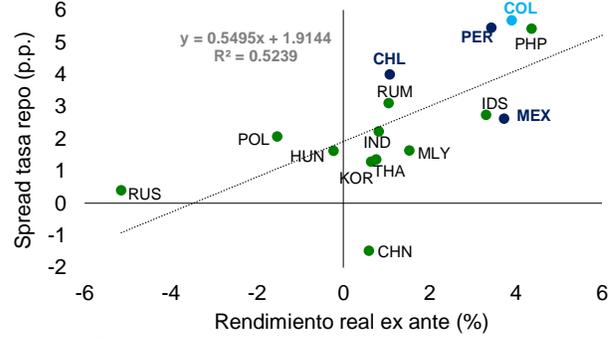
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



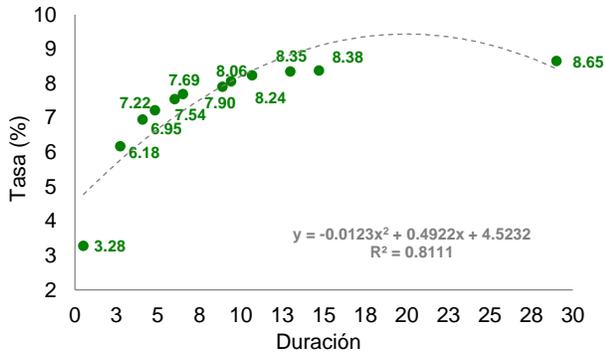
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



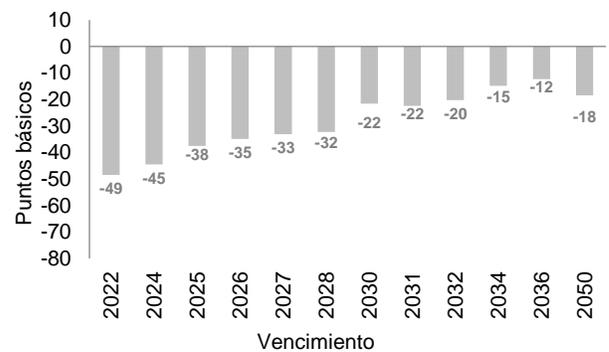
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos



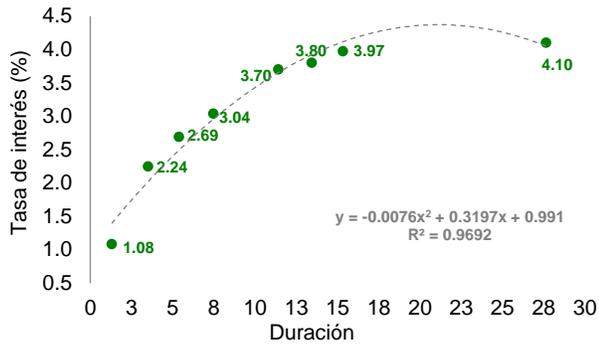
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Reversión a la media en la curva de TES en pesos



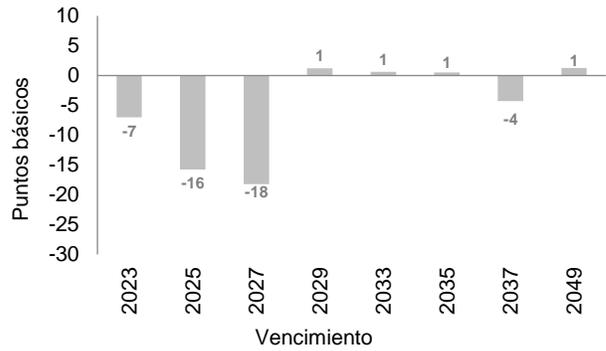
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



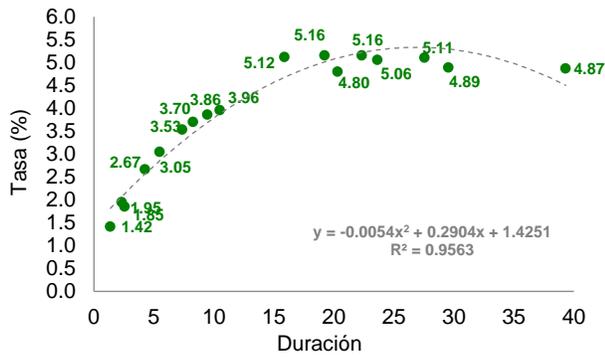
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Reversión a la media en la curva de TES UVR



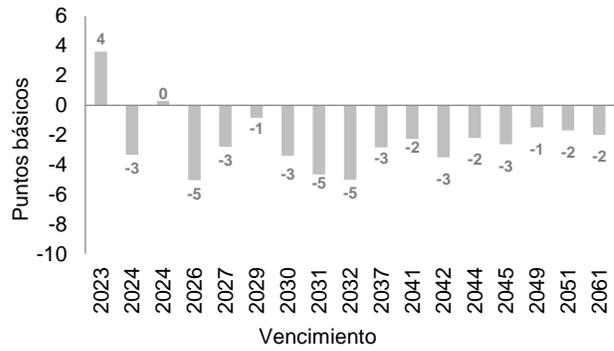
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globlaes



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Reversión a la media en la curva de TES Globlaes



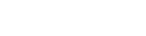
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

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	0.5	3.41	104	125	89	
TFIT16240724	jul-24	10.000	2.3	6.09	67	264	245	
TFIT08261125	nov-25	6.250	3.3	6.85	61	280	260	
TFIT16080826	ago-26	7.500	3.9	7.14	49	279	254	
TFIT08031127	nov-27	5.750	4.6	7.46	47	275	232	
TFIT16280428	abr-28	6.000	5.0	7.62	44	278	237	
TFIT16180930	sep-30	7.750	6.2	7.77	31	238	199	
TFIT16260331	mar-31	7.000	6.3	8.02	33			
TFIT16300632	jun-32	7.000	7.0	8.10	32	235	191	
TFIT16181034	oct-34	7.250	8.0	8.17	27	222	172	
TFIT16070936	jul-36	6.250	8.6	8.28	21			
TFIT260950	oct-50	7.250	10.9	8.54	29	190		

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	1.3	1.03	-8	59	33	
TUVT11070525	may-25	4.750	3.3	2.16	22	135	98	
TUVT11170327	mar-27	3.500	4.8	2.69	15	139	105	
TUVT10180429	abr-29	3.300	6.7	2.97	-13	105	80	
TUVT20250333	mar-33	2.250	9.2	3.70	-5	127	71	
TUVT20040435	abr-35	3.000	9.8	3.80	-2	124	75	
TUVT25022537	feb-37	4.750	11.0	3.97	5	131	79	
TUVT20040649	jun-49	4.000	16.8	4.02	0	87	52	

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	1.3	1.18	-15	39	-15	
COLGLB24	may-24	4.000	2.4	1.74	-1	68	5	
COLGLB26	ene-26	4.500	3.8	2.60	3	103	43	
COLGLB27	abr-27	3.875	4.8	3.05	-2	120	62	
COLGLB29	mar-29	4.500	6.1	3.54	-2	125	81	
COLGLB32	abr-32	3.250	8.5	4.00	1			
COLGLB37	sep-37	7.375	9.9	5.16	-3	151	117	
COLGLB41	ene-41	6.125	11.1	5.20	-6	152	120	
COLGLB42	feb-42	4.125	12.8	4.84	-5			
COLGLB45	jun-45	5.000	13.4	5.10	-5	151	118	
COLGLB49	may-49	5.200	14.2	5.14	0	156	123	

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.
