

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. Dicho comportamiento ha venido acompañado de un patrón de aplanamiento que se ha intensificado en meses recientes.*
- *La curva de TES UVR ha mostrado un comportamiento parecido a los TES en pesos en los tramos de medio y largo plazo. En la parte corta de la curva, los rendimientos de los títulos permanecen en niveles bajos, como consecuencia de las recientes sorpresas alcistas en los datos de inflación.*
- *Los volúmenes en el mercado secundario han aumentado. El apetito de los inversionistas locales se ha mantenido elevado a pesar del estrés del mercado. La curva de TES en dólares se desplazó al alza, pero en el último mes ha comenzado a aplanarse, en línea con el comportamiento de la curva de Tesoros americanos.*
- *Las tasas de interés en los mercados globales de deuda siguen aumentando, presionadas por las tensiones geopolíticas y el contexto mundial de mayor inflación y tasas de interés. En LATAM, los ajustes agresivos en los tipos de referencia de los bancos centrales también explican el comportamiento alcista de las curvas de rendimientos. Las primas de riesgo en la región, en promedio, se han estabilizado frente a meses pasados.*
- *Los inversionistas extranjeros volvieron a ser compradores netos de TES en febrero. Las diferentes mediciones de riesgo-rentabilidad en títulos de renta fija siguen posicionando a Colombia como uno de los destinos de inversión más atractivos en emergentes. La salida de Rusia de varios índices de deuda globales favorecería la posición técnica de los TES.*

CONTENIDO

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

Daniel Lombana G.
 Profesional Senior
 daniel.lombana@bancoagrario.gov.co
 Teléfono: 5945555 Ext. 9003

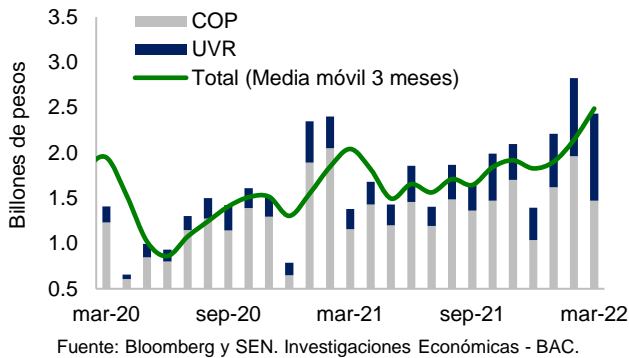
Camila Martínez K.
 Profesional Universitario
 camila.martinez@bancoagrario.gov.co
 Teléfono: 5945555 Ext. 6771

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

Mercado local

El comportamiento reciente del mercado de deuda pública continúa siendo explicado por factores mayoritariamente internos, asociados al ciclo de incrementos en la tasa de referencia de BanRep y el fuerte incremento de la inflación. Las condiciones internacionales menos acomodaticias también han ejercido una presión adicional, especialmente en los TES con vencimientos de mediano y largo plazo de la curva de rendimientos. Las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania dispararon recientemente los niveles de riesgo global y crearon presiones adicionales estos títulos.

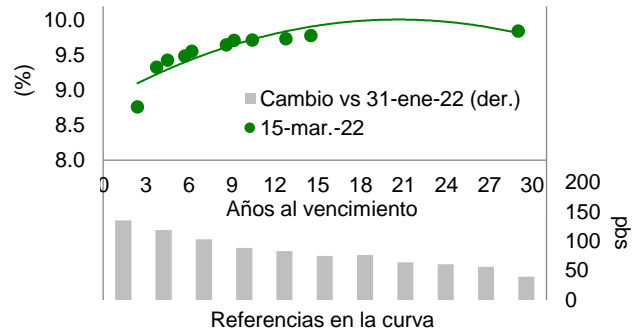
Gráfico 1. Volumen promedio-día de negociación en SEN



El volumen diario de negociación en SEN se incrementó en febrero hasta un promedio-día de 2.8 billones de pesos, alcanzando así niveles máximos desde 2018. Frente al mismo mes de 2021, estos volúmenes son superiores en 0.4 billones de pesos. En lo corrido de marzo, el volumen continúa siendo alto y registra un promedio-día de 2.4 billones de pesos (Gráfico 1).

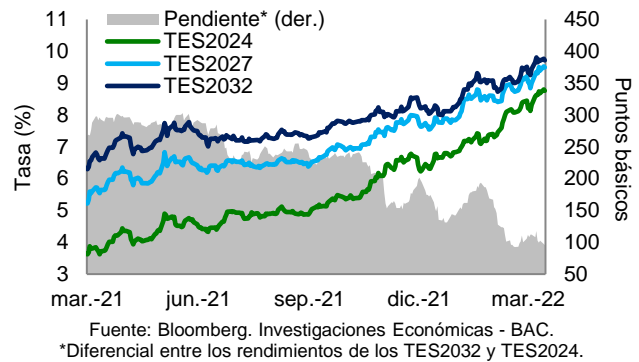
La curva de rendimientos de TES en pesos, en todo su nivel, se desplazó al alza 82 pbs frente al cierre de enero (Gráfico 2), con lo cual el movimiento completo en lo que va corrido de 2022 alcanza los 160 pbs. La pendiente de la curva se redujo 72 pbs hasta 96 pbs, algo que fue motivado en su totalidad 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 (Gráfico 3).

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



En la parte larga de la curva, en promedio, el aumento en las tasas de interés fue de 68 pbs. La referencia natural de 10 años, los TES con vencimiento en 2032 (TES2032), evidenciaron un aumento en tasa de 64 pbs hasta 9.67%. Otras referencias líquidas de la parte larga de la curva, como los TES2027 y TES2031 (según sus volúmenes de negociación), registraron incrementos de 89 y 77 pbs, respectivamente, hasta niveles del orden de 9.49% y 9.71%, en ese mismo orden.

Gráfico 3. Curva de TES COP y diferencial intertemporal



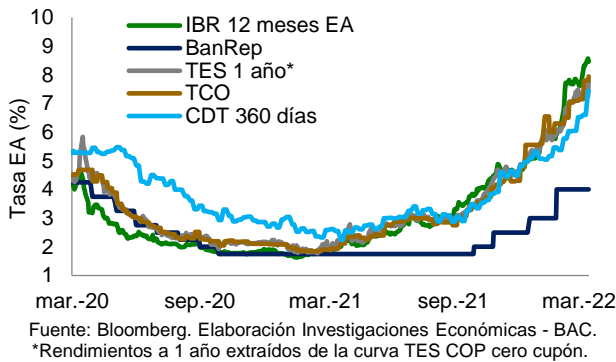
En el nodo medio de la curva se registraron incrementos en magnitudes promedio de 111 pbs, donde las tasas de interés de los TES2025 aumentaron 119 pbs hasta 9.33%. Los TES2026, otra referencia líquida de la parte media de la curva, aumentaron 104 pbs hasta 9.43%.

Por su parte, en la parte corta de la curva, las tasas de los TES2024 se incrementaron 136 pbs en el comparativo frente al cierre de enero hasta 8.77%. En su totalidad, el fuerte aumento en los rendimientos de

estos títulos se explica por el ciclo alcista de tasas de interés de BanRep, y el significativo aumento de la inflación observada y sus expectativas en meses recientes. Las expectativas de tasas de interés de política monetaria siguieron al alza y también sustentan la reacción de estos títulos, que todavía no incorporan en su totalidad la magnitud del ajuste monetario de BanRep.

En efecto, las tasas de interés implícitas en la curva de swaps de IBR descuentan movimientos adicionales en los tipos de BanRep durante los próximos meses. A plazos de 3, 6 y 12 meses, las tasas implícitas se sitúan en 6.14%, 7.58% y 8.58%. Para el cierre de vigencias, la curva IBR descuenta una tasa repo finalizando 2022 cerca al 8.25%, y para 2023 un cierre de año en 8%.

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



A la par con lo anterior, las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) en las más recientes subastas se incrementaron hasta 7.94%, mientras que las de los TES en pesos a 1 año en la curva cero cupón lo hicieron hasta 7.82%. 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 7.43% (Gráfico 4).

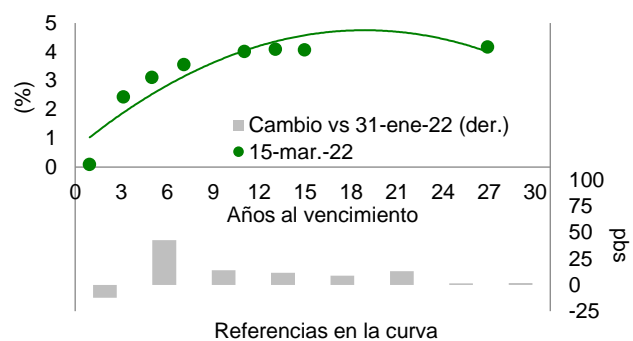
Aunque más moderado que el movimiento visto en la curva de TES en pesos, la curva de rendimientos de TES UVR también registró un desplazamiento al alza de 10 pbs en todo su nivel desde finales de enero. Los mayores movimientos se registraron en la parte media de la curva, donde las tasas se incrementaron en promedio 29 pbs. En la parte larga también se

observaron desvalorizaciones, aunque más modestas, con incrementos promedio de 7 pbs en las tasas de los títulos (Gráfico 5).

Como era de esperarse, la parte corta de la curva se valorizó en respuesta de las recientes sorpresas en los datos de inflación, superando ampliamente los estimativos del mercado. Los rendimientos de los TESUVR2023 cayeron 12 pbs desde finales de enero hasta 0.10%.

En la parte media de la curva, los TESUVR2025 registraron los mayores incrementos en tasa con un aumento de 43 pbs hasta 2.44%. Por su parte, en la parte larga de la curva, referencias líquidas como los TESUVR2029 y TESUVR2035, registraron incrementos en sus tasas de interés de 12 y 13 pbs, respectivamente, situándose en niveles 3.56% y 4.10%, en ese mismo orden.

Gráfico 5. Curva de TES UVR durante el último mes

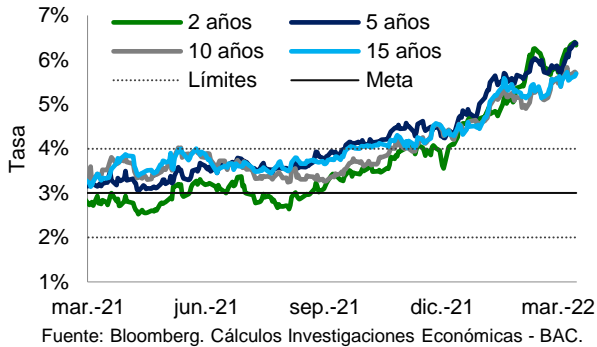


En este entorno, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES aumentó en lo corrido de marzo hasta niveles del orden de 6%, un máximo de al menos una década. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 6.3%, mientras que las de 5, 10 y 15 años bordean niveles de 5.9% (Gráfico 6). 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 da cuenta de incrementos en marzo hacia niveles de 6%, máximos no vistos desde noviembre de 2008.

La curva de rendimientos de los TES en dólares (TESUSD) no ha sido ajena al entorno adverso para la renta fija global y desde el cierre de enero registró

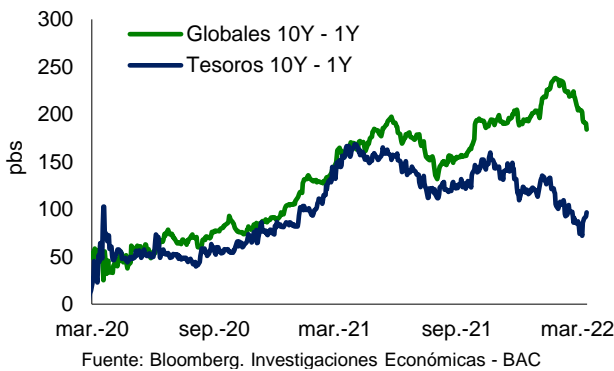
un desplazamiento al alza de 37 pbs. El diferencial inter-temporal de la curva, medido entre los rendimientos de los TESUSD2023 y los TESUSD2032, se redujo 53 pbs y continúa emulando el comportamiento del mismo diferencial en la curva de Tesoros americanos (Gráfico 7).

Gráfico 6. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



Los rendimientos de la parte corta-media de la curva registraron aumentos promedio de 65 pbs hasta niveles del orden de 4.20%. En la parte larga de la curva, las tasas de interés se incrementaron 29 pbs hasta niveles medios de 5.99%. Allí sobresalen los TESUSD2029 y TESUSD2044, cuyos incrementos fueron de 43 y 35 pbs, respectivamente.

Gráfico 7. Pendientes de curvas Colombia y EEUU en USD

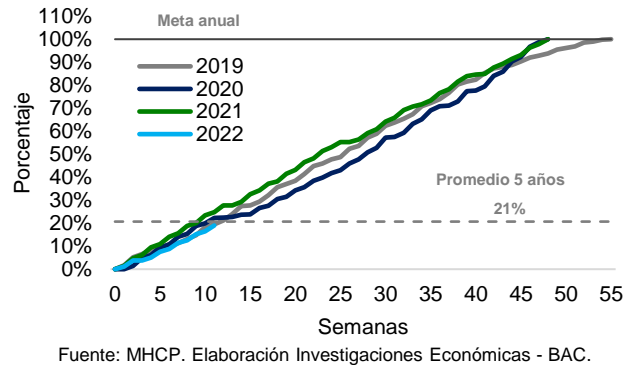


Los diferenciales de los TESUSD contra los Tesoros americanos siguieron aumentando y a plazos de 5, 10 y 30 años alcanzaron niveles de 368 pbs. No obstante, en jornadas recientes ha descendido hasta 313 pbs, algo que se explica por el aumento en las tasas de interés de los Tesoros americanos.

Lo anterior sigue siendo coherente con la mayor percepción de riesgo país y las desvalorizaciones que en general persisten sobre la renta fija internacional, en un entorno de alta volatilidad y aversión al riesgo suscitado por las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania (para más detalles ver sección de “Mercado externo” en este informe).

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario, el monto acumulado año corrido de las colocaciones en subastas asciende a 7.1 billones de pesos, lo que representa un cumplimiento del 19% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2022 (37.5 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento se encuentra por debajo del 24.8% del acumulado para el mismo periodo de 2021 y del promedio de 21% de los últimos 5 años (Gráfico 8).

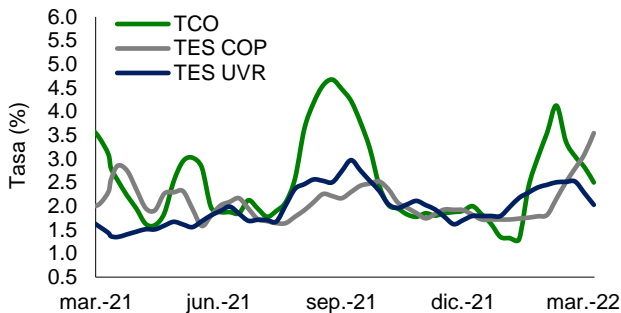
Gráfico 8. Cumplimiento de colocaciones por subastas



En las subastas competitivas de TES en pesos, las colocaciones en febrero fueron de 1.9 billones de pesos, repartidas de la siguiente manera: i) 691 mil millones de pesos en la referencia TES2031; ii) 855 mil millones de pesos en TES2042; y iii) 402 mil millones de pesos en TES2050. En lo corrido de marzo, estas colocaciones ascienden a 975 mil millones de pesos y en varios casos se han activado cláusulas de sobre-adjudicación. En efecto, el *bid to cover* promedio de las subastas en febrero y marzo ha sido de 2.6 veces, reflejando un elevado apetito de los inversionistas. El MHCP aún no realiza subastas de TES verdes este año.

Para el caso de los TES2031, el promedio de las tasas de corte ha sido de 9.23%, superior al promedio de 8.15% de noviembre (última vez que el título fue subastado) y 8 pbs por debajo de las tasas de negociación para la misma referencia en el mercado secundario. De igual manera, los TES2042 cortaron en promedio al 9.59% y superaron el promedio de 9.32% de enero, también unos 11 pbs inferior a las tasas de negociación de la misma referencia en mercado secundario. El promedio de las tasas de corte de los TES2050 fue 9.56%, superior al 8.99% de la última subasta del título que tuvo lugar en noviembre, e inferior en 7 pbs a las tasas de negociación del mercado secundario.

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



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

Por su parte, las subastas de TES UVR en las referencias TESUVR2029, TESUVR2037 y TESUVR2049 sumaron 900 mil millones de pesos en febrero y 450 mil millones en la primera semana de marzo, donde las mayores colocaciones se hicieron en la referencia TESUVR2037 con un importe de 538 mil millones de pesos. Las tasas promedio de corte en subasta disminuyeron 2 pbs en comparación a enero hasta 3.78% y, en tendencia central, se situaron 7 pbs por debajo de las tasas de mercado secundario.

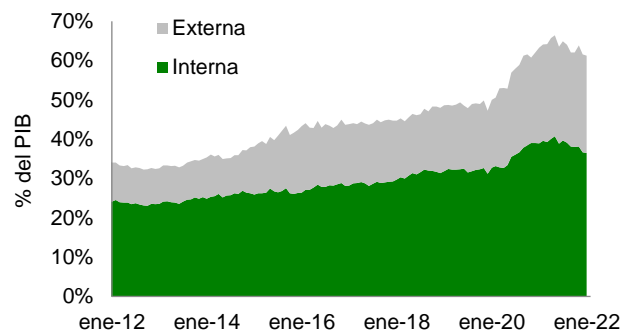
El apetito de los inversionistas por TES UVR no sólo se ha visto reflejado en unas tasas de corte en mercado primario más bajas, sino también en los ratios de sobre-demanda. En efecto, el *bid to cover* promedio de las subastas de TESUVR ha sido de 2.3 veces, superando los niveles de meses anteriores.

Con respecto a las subastas de TES de corto plazo (TCO), el MHCP colocó en febrero 1.2 billones de pesos y en marzo el monto emitido asciende a 557 mil millones de pesos. De esta forma, el acumulado 2022 asciende a 3 billones de pesos. El *bid to cover* de estas subastas fue de 2.7 veces, ligeramente inferior al observado en enero pero en niveles que siguen reflejando una gran demanda.

Como se explicó previamente, las tasas de corte de los TCO se incrementaron unos 87 pbs hacia niveles del 7.8%, según la última subasta, pero dicho resultado es coherente con el aumento que todas las tasas de interés de corto plazo en la economía han registrado en función de las decisiones de política monetaria de BanRep.

Según las últimas cifras disponibles del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), al mes de enero el saldo de la deuda del GNC alcanzó los 720.6 billones de pesos. Como porcentaje del PIB nominal, según nuestros cálculos, el saldo de la deuda habría disminuido hasta 61.2%, su nivel más bajo desde noviembre de 2020.

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



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

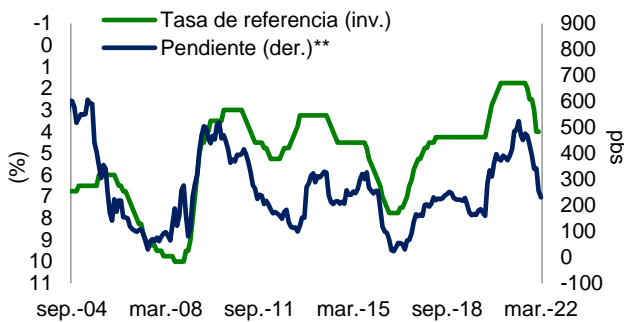
El saldo de la deuda interna se situó en 429.4 billones de pesos y como proporción del PIB sigue a la baja, llegando hasta un 36.5% que se constituye en un mínimo desde julio de 2020 (Gráfico 10). Por su parte, el saldo de la deuda externa se situó en 291.1 billones de pesos y como porcentaje del PIB representa un 24.7%.

La distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna de 59.6%, la

más baja de los últimos 15 años. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, ha subido hacia niveles del 40.4%. Esta distribución de deuda interna-externa se sitúa lejos del óptimo de 70%-30% al que el Gobierno espera llevarla en la Estrategia de Gestión de Deuda de Mediano Plazo (EGDMP).

La presión interna que ejercen tanto la inflación como las expectativas de mayores incrementos de tasa de interés por parte del BanRep, se mantendrán en los próximos meses y se vislumbran como el principal catalizador del aplanamiento de la curva de TES en pesos. Esto ha sido justamente lo que ha ocurrido desde 3T21, cuando BanRep inició el ciclo de incrementos en la tasa de interés de referencia y que se espera que continúe en el corto plazo (Gráfico 11).

Gráfico 11. 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.

Esperamos que varios factores locales como el periodo de elecciones, sumando los externos, comiencen a diluirse durante la segunda mitad de 2022, quitando así presión a las tasas de los TES de la parte larga de la curva. Más aún, teniendo en cuenta la evidencia histórica de los efectos del ciclo monetario contractivo sobre la curva de rendimientos, esperamos que durante la segunda mitad de 2022 se materialice un aplanamiento del orden de 100 pbs frente a los niveles actuales del *spread* inter-temporal de la curva de TES.

En consecuencia, para el muy corto plazo, seguimos considerando que el margen de valorización en los TES UVR es mayor a su contraparte de títulos TES en pesos, especialmente en aquellos de maduración

corta y media. En particular, bajo nuestra expectativa de unos niveles de inflación mensual que continuarán altos y superando promedios históricos, creemos que los rendimientos de los TESUVR2023 podrían retornar a terreno negativo.

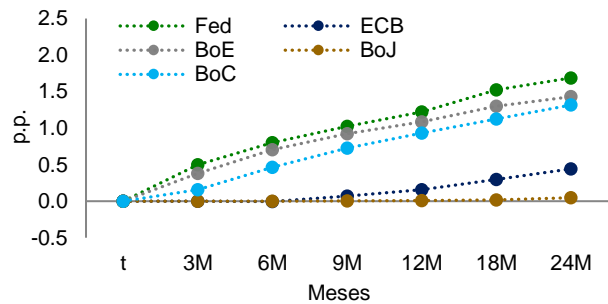
De esta manera, esperamos que las tasas de interés de los TES, especialmente los de medio y largo plazo, se mantengan presionadas al alza en el futuro cercano alrededor de los niveles actuales, antes de iniciar correcciones previstas durante la segunda mitad del año, en línea con lo sustentado anteriormente.

En la curva de TES en pesos anticipamos niveles objetivo de 9% en los TES2024 y de 9.8% para los TES2032. Por su parte, en la curva TES UVR estimamos niveles de -0.2% para la referencia TESUVR2023, valores que ya se habían alcanzado arrancando el año.

Factores externos

Las expectativas de un ajuste acelerado en la postura de los faros monetarios en el mundo, si bien continúan imprimiendo algo de presión a los mercados de renta fija (Gráfico 12), pasaron a un segundo plano en la medida que la tensión geopolítica entre Rusia y Ucrania disparó los niveles de aversión al riesgo global.

Gráfico 12. Ajuste implícito de tasas de Bancos Centrales*



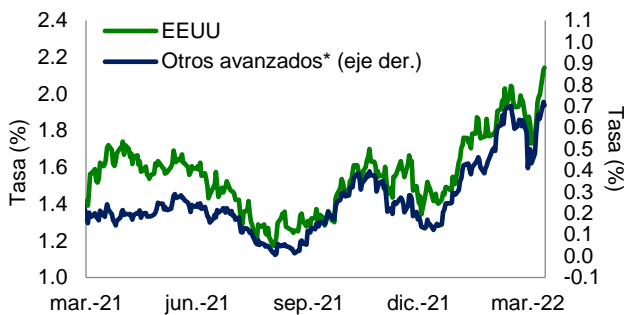
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercado monetario y deuda pública.

Los títulos de renta fija, aunque han servido como refugio en los mercados desarrollados, en el caso de los mercados emergentes no se han blindado de la

elevada exposición de riesgo mundial y se han desvalorizado de forma importante.

Bajo este contexto, la volatilidad de los activos de riesgo se incrementó de forma significativa. Los precios de las materias primas del sector energético y agrícola, en particular, han sido fuertemente presionados al alza por las sanciones impuestas a Rusia y las afectaciones en la producción de cereales en Ucrania, generando consecuentemente afectaciones sobre el suministro mundial de estos bienes básicos.

Gráfico 13. Bonos 10 años en mercados desarrollados



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

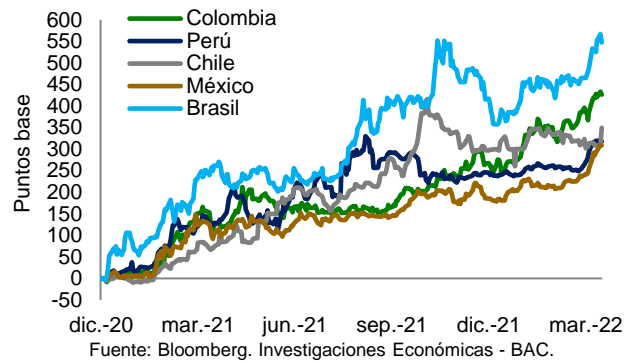
Todo lo anterior le imprime aún más presión al alza a la inflación mundial, que ya desde antes de esta coyuntura había superado en magnitud y duración lo previsto inicialmente. Las expectativas de inflación siguen al alza y, en algunos casos, han tocado máximos históricos desde la adopción de los esquemas de inflación objetivo de sus respectivos bancos centrales, siendo este otro factor alcista en los rendimientos de los bonos soberanos.

En particular, las inflaciones implícitas en el mercado de deuda a 5 y 10 años en EEUU se han incrementado a niveles por encima del 3.2%, y muchas expectativas de inflación de los analistas para 2022 apuntan hacia niveles del 5.2%. Más aún, la inflación en ese país durante el mes de febrero alcanzó un máximo de 40 años de 7.9%, lo que permite vislumbrar todavía fuertes presiones sobre los rendimientos de la deuda global en el futuro cercano.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU superaron la barrera de 2%, por

primera vez desde marzo de 2020, hasta niveles del orden de 2.14%, algo que representa un incremento de cerca de 37 pbs frente a los niveles del cierre de enero. En lo corrido del año, la referencia mundial de la renta fija a largo plazo evidencia un incremento de 63 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 13).

Gráfico 14. Cambio en tasas de bonos 10 años desde 2020



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

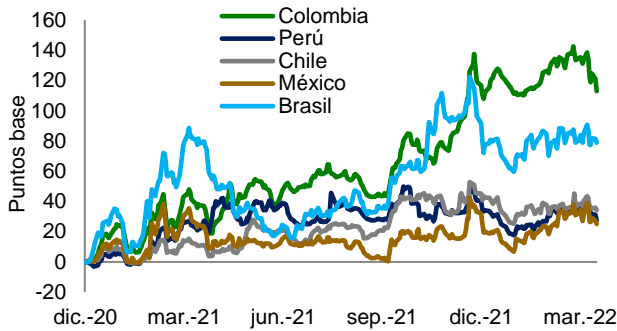
En Europa, los bonos soberanos a 10 años del Reino Unido aumentaron hasta 1.57%, lo que refleja un incremento de 27 pbs frente a los niveles de enero y 61 pbs frente al cierre de 2021. Las referencias de la deuda soberana a 10 años en Alemania y España hicieron lo propio hasta niveles de 0.33% y 1.32%, respectivamente, lo que representa incrementos año corrido de 51 y 75 pbs, en ese mismo orden. En Japón, las tasas de interés de los bonos aumentaron marginalmente hasta 0.21% y se han incrementado apenas 14 pbs frente sus niveles de cierre de 2021.

Los rendimientos de los bonos soberanos de LATAM en moneda local, con excepción del título de Chile, también se incrementaron en el último mes. (Gráfico 14). La presión inflacionaria en los países de la región continúa presionando al alza las curvas de rendimientos, lo que también se corresponde con expectativas de mayores aumentos en los tipos de interés de referencia.

El rendimiento del bono a 10 años de Brasil se incrementó hasta 12.38%, lo que equivale a un alza de 108 pbs frente a sus niveles de finales de enero.

Durante el mismo periodo, las tasas de interés de los bonos a 10 años de Perú y México aumentaron 56 y 95 pbs, respectivamente, hasta niveles de 6.69% y 8.61%, en ese mismo orden. Los rendimientos de los bonos a 10 años en Chile aumentaron 15 pbs hacia niveles de 6.14%.

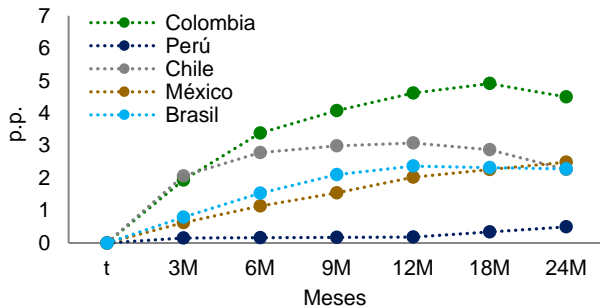
Gráfico 15. Cambio en CDS 5 años LATAM desde 2020



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Los CDS a 5 años de las grandes economías de LATAM (sin Argentina) mantuvieron un comportamiento relativamente estable desde el cierre de enero y en promedio descendieron apenas 4 pbs (Gráfico 15). Las primas de riesgo de Brasil y Chile disminuyeron 6 y 4 pbs, respectivamente. Por su parte, las medidas de percepción de riesgo de México y Perú aumentaron sendos 2 pbs, mientras que en el caso de Colombia el CDS se redujo 13 pbs.

Gráfico 16. Ajuste esperado en tasas de política LATAM*



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

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

En febrero, la tasa Selic del banco central de Brasil aumentó 150 pbs en su última reunión hasta 10.75%, siendo el emisor que más agresivamente ha ajustado

su postura en la región. Los bancos centrales de Perú y México también actuaron y elevaron los tipos 50 pbs hasta 3.5% y 6%, respectivamente. En Chile y Colombia, los bancos centrales no tomaron decisiones de tasas de política monetaria.

Por lo anterior, el diferencial de las tasas de política en LATAM y la tasa de referencia de la Fed sigue el alza y en febrero alcanzó niveles de 595 pbs, en promedio, llegando a nuevos máximos de 5 años. Los mercados en estos países siguen descontando aumentos del orden de 225 pbs en los tipos para los próximos 12 meses, especialmente en Colombia, donde se descuentan incrementos de 450 - 475 pbs frente a sus niveles actuales (Gráfico 16).

Flujos de inversión y liquidez

Según las últimas cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)¹, los flujos de entrada de inversión de portafolio de no residentes hacia mercados emergentes fueron de 17.6 mil millones de dólares en febrero, ampliamente superior a los 1.1 mil millones de septiembre (Gráfico 17). El flujo de compra en deuda (7.5 mil millones de dólares) fue inferior al de acciones (10.1 mil millones), sin embargo, fue mayor al flujo de enero (4.5 mil millones). El flujo de inversión hacia acciones chinas fue positivo en 3.2 mil millones de dólares.

Según las cifras más recientes de EPFR, y como consecuencia del adverso contexto internacional, en el corrido de marzo se estarían presentado salidas netas de inversión de portafolio desde mercados emergentes, especialmente en títulos de deuda. De acuerdo con nuestros cálculos preliminares, dichas salidas en renta fija estarían ascendiendo a 6 mil millones, el peor registro de los últimos 14 meses.

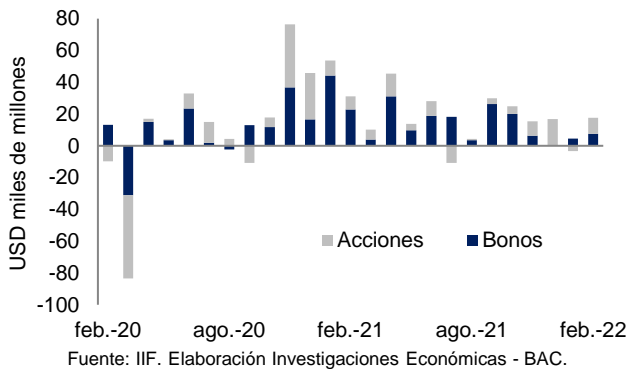
En línea con lo anterior, y según la información preliminar de balanza cambiaria de febrero, la inversión de portafolio hacia Colombia habría sido positiva en el último mes y en niveles del orden de 120 millones de dólares. Los cálculos de algunos agentes

¹ IIF Capital Flows Tracker – Febrero 2022.

del mercado local apuntan a que este flujo vendedor de los inversionistas extranjeros se estaría manteniendo en marzo, lo cual es coherente con las cifras de EPFR. En lo corrido del año, el ingreso neto de flujos de inversión de portafolio a Colombia suma apenas 46 millones de dólares.

De acuerdo con las cifras de tenedores de TES que publica el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), en enero las posiciones netas totales aumentaron en 7.4 billones de pesos, ampliamente superior al promedio mensual de 1.6 billones de los últimos 3 meses. Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) fueron compradores netos de TES y aumentaron sus posiciones en 1.6 billones de pesos, siendo el flujo de entrada más alto desde agosto de 2021 (Gráfico 18).

Gráfico 17. Flujos de inversión de portafolio hacia EM

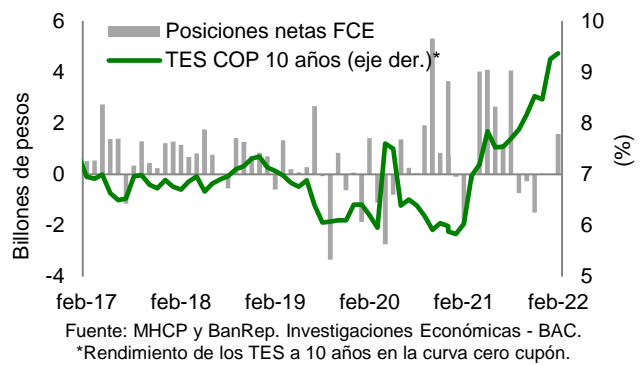


Otros jugadores importantes del mercado de TES, como los fondos de pensiones, compraron 1 billón de pesos, mientras que los bancos comerciales, los terceros mayores tenedores de TES, disminuyeron sus posiciones en 924 mil millones de pesos, finalizando así cuatro meses siendo compradores netos. Los fondos de pensiones y cesantías y las compañías de seguros realizaron compras por 968 mil millones de pesos y 896 mil millones de pesos, respectivamente. El resto del sector financiero, en conjunto, aumentó sus posiciones por 4.9 billones de pesos. Entre los privados, los fondos de pensiones se mantienen como los primeros en el ranking de tenedores de TES en lo corrido del año, seguidos por los FCE.

El MHCP también fue comprador neto en febrero y aumentó su stock de tenencias de TES en 4.3 billones de pesos. Por su parte, BanRep incrementó levemente sus tenencias de TES en 45 mil millones de pesos, manteniendo sus tenencias sobre los 31 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 24.8% y los bancos comerciales con una proporción de 15.2%.

Gráfico 18. Flujos compra-venta FCE vs TES largo plazo



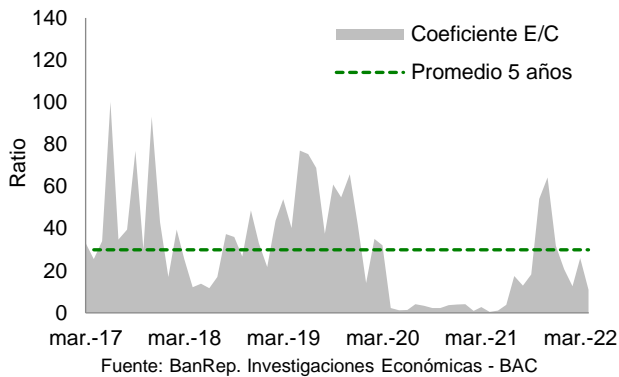
La demanda de recursos de expansión del sistema financiero en BanRep aumentó significativamente en febrero hasta un promedio día de 17.2 billones de pesos, la más alta registrada en los últimos 3 meses. La favorable dinámica de la demanda de créditos en la economía se mantiene, en un entorno de recuperación económica más robusta frente a lo previsto inicialmente, y continúa siendo una de las razones más importantes que sustentan esta mayor demanda de liquidez del sistema.

Sin embargo, en lo corrido de marzo el promedio diario de la demanda de recursos de expansión ha descendido hasta 12.5 billones. El cupo de repos de expansión a 1 día ofrecidos por BanRep también se ha reducido significativamente hasta 9 billones de pesos, desde los 15 billones de pesos promedio-día de febrero, y su utilización ha bordeado el 64%, sustancialmente por debajo del porcentaje usado en enero-febrero (78%). Los repos de expansión a

mayores plazos solamente se han abierto a 7 días, pero su utilización ha sido apenas del 2%.

En este entorno, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción se ha venido incrementando en marzo hasta 1.1 billones de pesos, consistente con la menor demanda de recursos del sistema. El coeficiente de repos de expansión/contracción (Coeficiente E/C) se redujo, en consecuencia, hasta niveles mínimos de los últimos 11 meses (Gráfico 19). En línea con esto, el IBR EA overnight ha venido cortando por debajo de la tasa repo en lo corrido de marzo en aproximadamente 2 pbs, reflejando unas condiciones de liquidez holgadas.

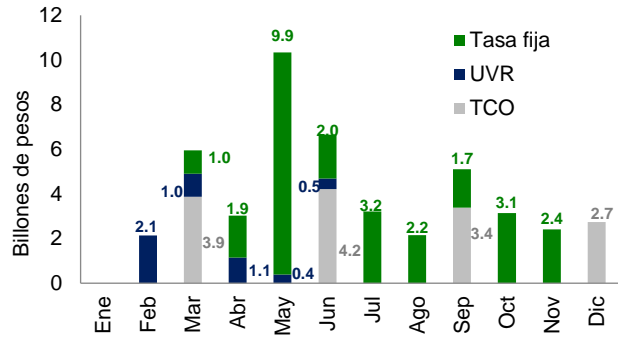
Gráfico 19. Relación recursos de expansión y contracción



El recaudo tributario en febrero, según las cifras de la DIAN, fue de 12.6 billones de pesos. Lo anterior, sumado al recaudo de enero representa un cumplimiento del 18.2% de la meta de recaudo de la DIAN para todo 2022. Frente al mismo periodo acumulado de 2021, la dinámica del recaudo registra un incremento de 28.7% (cerca de un 19.12% 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 9.2 billones de pesos al corte del 4 de marzo, lo que representa un aumento de 13.2% frente al acumulado del mismo periodo del año pasado y que en valor nominal equivale a 2.7 billones de pesos.

Gráfico 20. Pagos de cupones y vencimientos en 2022



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En lo que resta de marzo esperamos que las condiciones de liquidez continúen ligeramente holgadas, en la medida que se ejecuten varios pagos de cupones y vencimientos de TES. A saber: i) pago cupón del TES2031 por 1 billón de pesos el próximo 26 de marzo; ii) pago cupón del TESUVR2027 por 1 billón de pesos el 17 de marzo; y iii) pago de vencimientos de TCO por 3.9 billones de pesos, que ya tuvo lugar el pasado 8 de marzo (Gráfico 20).

Aspectos técnicos

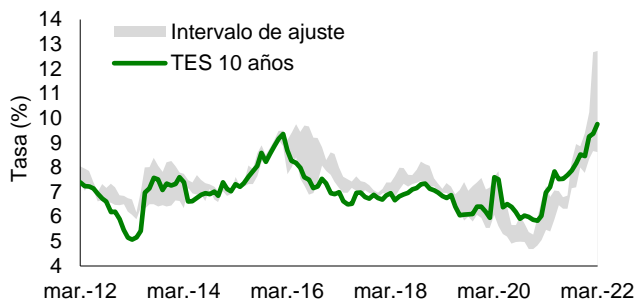
A raíz de la tensión geopolítica entre Rusia y Ucrania, los bonos soberanos de Rusia fueron eliminados de algunos índices de referencia de mercados emergentes como el GBI EM Global Diversified. En principio, lo anterior mejoraría la posición de otros países que hacen parte de dichos índices como Colombia, así como sus posiciones técnicas en términos de riesgo-rentabilidad. Sin embargo, todavía es incierta la magnitud del flujo de entrada que este rebalanceo implicaría, pues dadas las restricciones impuestas para la negociación y convertibilidad de activos rusos, la liquidez de los mismo se ha reducido significativamente.

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados emergentes, se mantiene como una de las inversiones de mayor riesgo, excluyendo a Rusia. La tasa real ex post (REP) de los TES2031 se redujo hasta 1.96%, la más baja desde mayo de 2017, aunque continúa muy por encima de la tasa promedio de 0.2% 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 87 pbs por encima de la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-rentabilidad sobre la muestra, los resultados de febrero sitúan a Colombia por encima de la frontera de eficiencia. Desde esta misma óptica de riesgo-rentabilidad, Sudáfrica es el único país que se asemeja a Colombia en términos de su rendimiento real, aunque con una prima de riesgo más alta.

Gráfico 21. Niveles justos de los TES de largo plazo*



mar.-12 mar.-14 mar.-16 mar.-18 mar.-20 mar.-22
Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
*Ajustes mínimos y máximos de modelos de regresiones múltiples.

Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2022, 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 TES2031 se ubica en 5.3% y lejos de la media muestral de 0.8%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles de 5.4 p.p., también superando ampliamente el nivel promedio de muestra de 1.5 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos de los TES en pesos estaría sobrevendida en aproximadamente 16 pbs concentrada particularmente en el tramo corto en cerca de 61 pbs. El modelo de frontera de eficiencia-duración, sin incluir los TES2022 cuyo rendimiento está distorsionado por tener un vencimiento inferior a 1 año, también sugiere un margen de valorización de hasta 78 pbs que se concentra en los títulos con vencimientos de 3 a 7 años, especialmente los

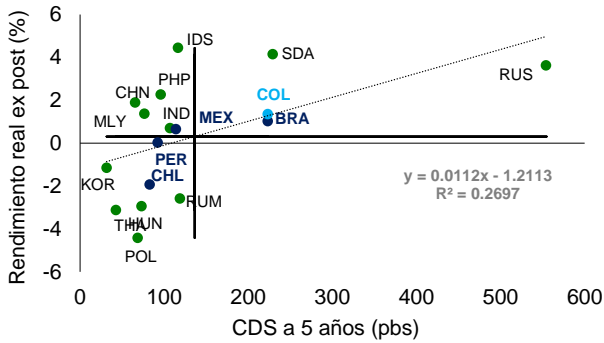
TES2024 y TES2025. Para el tramo medio-largo de la curva el ajuste se estima en 20 pbs.

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 margen de valorización de 14 pbs, consistente con la mayor inflación observada y expectativas de inflación. El modelo de eficiencia-duración también sugiere un margen de valorización en los TESUVR2025 y TESUVR2027 del orden 73 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 TESUSD2027 y TESUSD2029 como los bonos con mayor espacio de valorización.

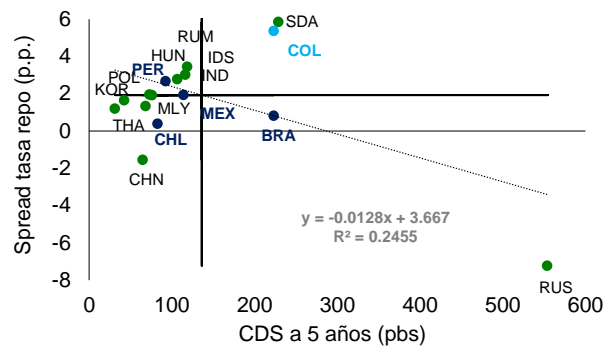
De acuerdo con los mejores modelos econométricos de ajuste estructural de los rendimientos de largo plazo de los TES en pesos (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), las señales de venta se han intensificado y los niveles justos de los TES a 10 años se estiman cerca de 10.37% (Gráfico 21). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2032 cotizan en 9.75%, lo anterior sugiere un ajuste al alza de 62 pbs en los rendimientos de largo plazo.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



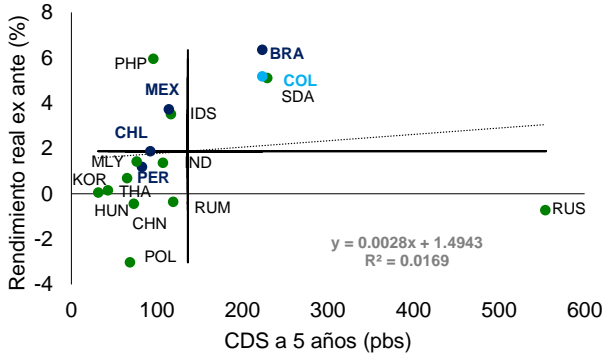
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



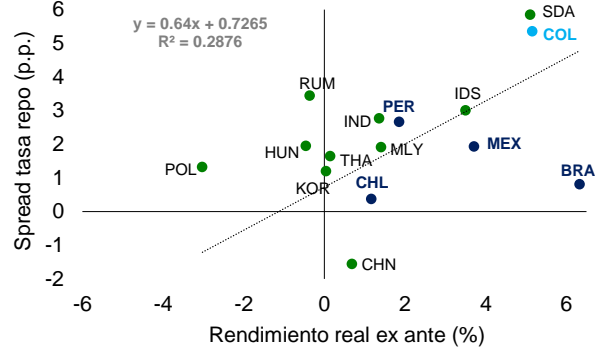
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



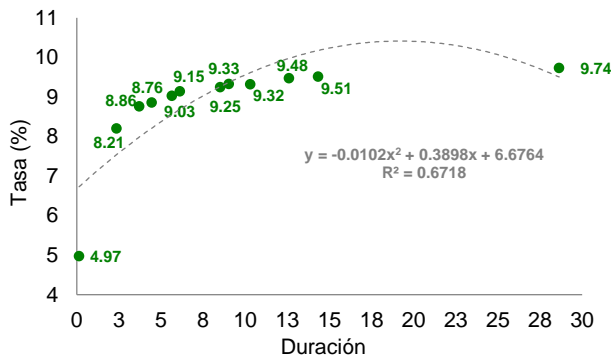
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



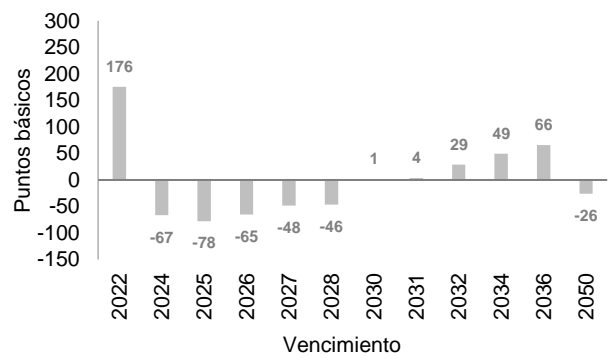
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos



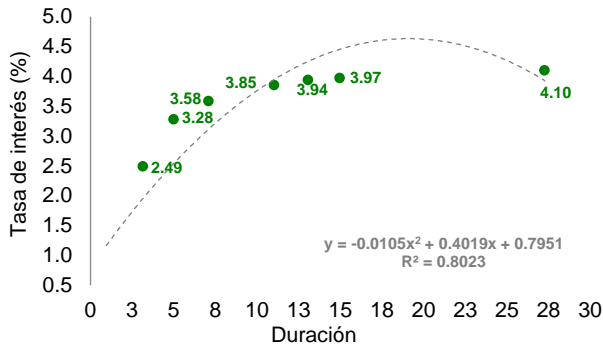
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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



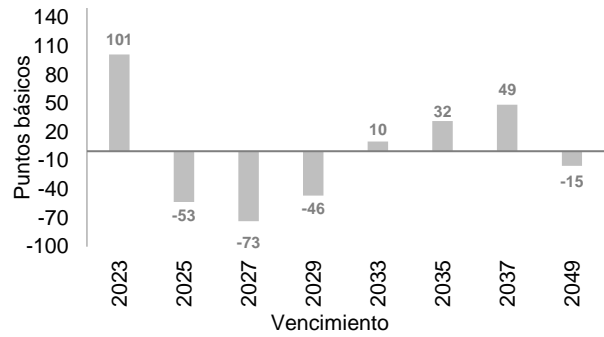
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



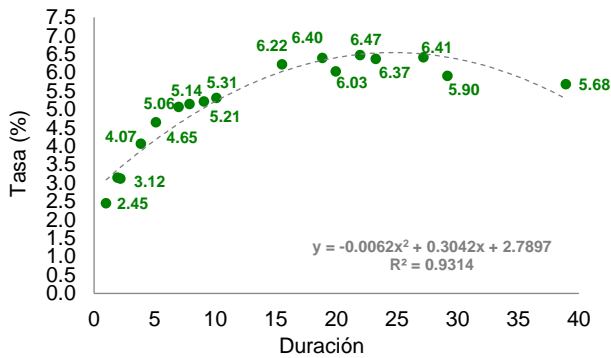
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES UVR



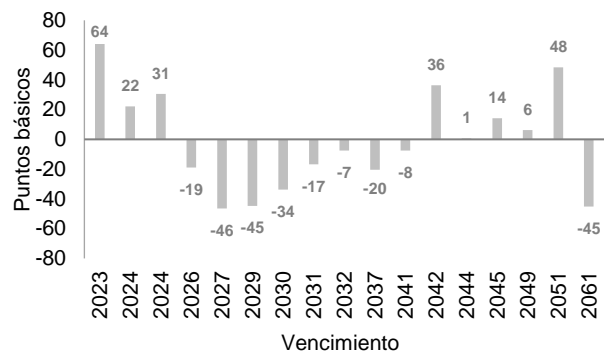
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globlaes



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	
TFIT16240724	jul-24	10.000	1.9	8.77	67	532	503	
TFIT08261125	nov-25	6.250	3.1	9.33	66	529	470	
TFIT16080826	ago-26	7.500	3.4	9.43	66	508	443	
TFIT08031127	nov-27	5.750	4.4	9.49	56	478	385	
TFIT16280428	abr-28	6.000	4.5	9.56	56	472	376	
TFIT16180930	sep-30	7.750	5.6	9.57	53	418	317	
TFIT16260331	mar-31	7.000	5.7	9.69	62			
TFIT16300632	jun-32	7.000	6.4	9.72	62	397	309	
TFIT16181034	oct-34	7.250	7.3	9.74	57	379	285	
TFIT16070936	jul-36	6.250	7.8	9.79	57			
TFIT280542	may-42	9.250	8.0	9.83	40			
TFIT260950	oct-50	7.250	9.5	9.85	43	321	236	












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	0.9	0.10	-21	-34	-5	
TUVT11070525	may-25	4.750	2.9	2.44	60	163	150	
TUVT11170327	mar-27	3.500	4.4	3.12	22	182	136	
TUVT10180429	abr-29	3.300	6.2	3.56	24	164	110	
TUVT20250333	mar-33	2.250	8.8	4.02	18	159	114	
TUVT20040435	abr-35	3.000	9.3	4.10	17	154	100	
TUVT25022537	feb-37	4.750	11.0	4.07	9	141	71	
TUVT20040649	jun-49	4.000	16.2	4.17	9	102	48	

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	1.0	2.64	55	186	158	
COLGLB24	may-24	4.000	2.0	3.34	61	228	187	
COLGLB26	ene-26	4.500	3.5	4.28	52	271	208	
COLGLB27	abr-27	3.875	4.4	4.75	34	290	226	
COLGLB29	mar-29	4.500	5.8	5.16	24	287	210	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.9	5.40	18			
COLGLB37	sep-37	7.375	9.1	6.37	21	273	184	
COLGLB41	ene-41	6.125	10.7	6.61	29	293	200	
COLGLB42	feb-42	4.125	12.2	6.18	24			
COLGLB45	jun-45	5.000	11.9	6.57	33	299	209	
COLGLB49	may-49	5.200	12.5	6.56	32	298	208	

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.
