

Informe Mensual de Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Las desvalorizaciones de los TES en pesos continuaron durante el último mes, a pesar de una demanda de inversionistas extranjeros que se mantiene relativamente fuerte y de unas expectativas de inflación y tasa de referencia de BanRep que se han estabilizado. Este resultado se dio en medio de un patrón de empinamiento que se ha intensificado en semanas recientes.*
- *La curva de TES UVR registró un fuerte desplazamiento al alza, emulando el comportamiento de la curva de TES en pesos y a pesar de la reciente sorpresa de inflación de marzo. La curva de TES en dólares también se desplazó al alza y ha comenzado a empinarse, en línea con el comportamiento de la curva de Tesoros americanos.*
- *Los volúmenes en el mercado secundario disminuyeron en abril por cuenta de las festividades de semana santa y el apetito por TES de los inversionistas locales se deterioró por cuenta del estrés y la fuerte volatilidad en el mercado. Pese a lo anterior, la dinámica del endeudamiento público como proporción del PIB volvió a descender.*
- *Las tasas de interés en los mercados globales de deuda continúan al alza, presionadas por el contexto global de mayor inflación y normalización monetaria. En LATAM, el espacio de ajustes adicionales en los tipos de referencia de los bancos centrales se ha estrechado y las primas de riesgo, en promedio, se han estabilizado.*
- *La demanda de TES de inversionistas extranjeros se habría debilitado en abril. Las diferentes mediciones de riesgo-rentabilidad de los TES siguen posicionando a Colombia como uno de los destinos en emergentes más atractivos y las perspectivas de corto plazo han mejorado gracias a unos mayores precios del petróleo.*

investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co

CONTENIDO

Mercado local	2
Factores externos	6
Flujos de inversión y liquidez	8
Aspectos técnicos	11

Daniel Lombana G.
Profesional Senior
daniel.lombana@bancoagrario.gov.co

Camila Martinez K.
Profesional Universitario
camila.martinez@bancoagrario.gov.co

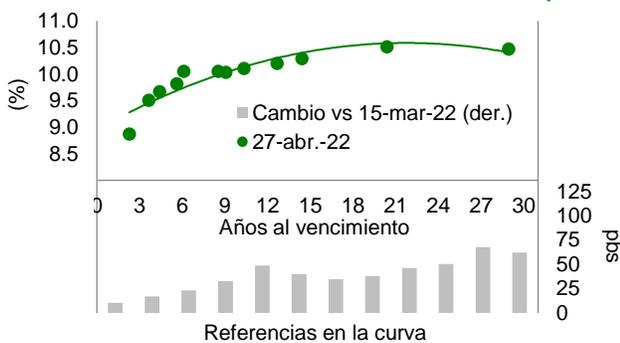
Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Mercado local

Las desvalorizaciones en el mercado de TES continuaron en abril, a pesar de una fuerte demanda de los inversionistas y un incremento de tasas de referencia de BanRep menor al previsto en la reunión de marzo.

La mejora en las perspectivas económicas del país, apoyada por unos precios del petróleo que permanecen en máximos de 7 años y han disparado los términos de intercambio de la economía colombiana, siguen favoreciendo la demanda de TES de inversionistas extranjeros. No obstante, la exposición al contexto adverso para la renta fija global continúa siendo alta y las presiones sobre los títulos locales, especialmente los de vencimientos de largo plazo, se mantienen fuertes.

Gráfico 1. Evolución reciente de la curva de TES en pesos



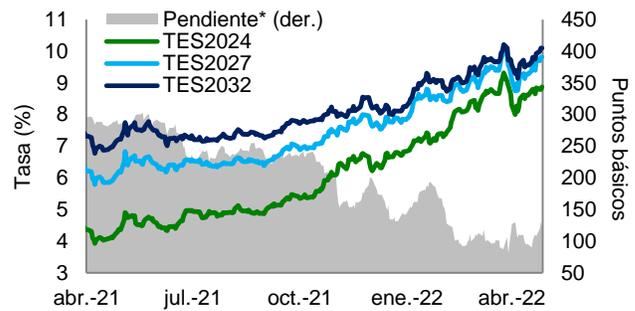
Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Frente al cierre de nuestro último informe, la curva de rendimientos de los TES en pesos, en todo su nivel, se desplazó al alza 39 pbs (Gráfico 1) y el movimiento completo en lo que va corrido de 2022 alcanza los 202 pbs. Bajo este contexto, la pendiente de la curva aumentó 28 pbs hasta 123 pbs (Gráfico 2), dando señales de que el aplanamiento de los últimos 14 meses podría haber llegado a su fin.

En la parte corta de la curva, las tasas de los TES2024 aumentaron 10 pbs hasta 8.87%, siendo la referencia que menos desvalorizaciones registró en el periodo de análisis y que también refleja los efectos de un incremento en los tipos de referencia de BanRep por debajo de las expectativas del mercado, el cual

descontaba incrementos de hasta 150 pbs dado el fuerte repunte de la inflación de marzo y sus expectativas (ver sección de “Precios y política monetaria” en [IMCE – Abril 4 de 2022](#)).

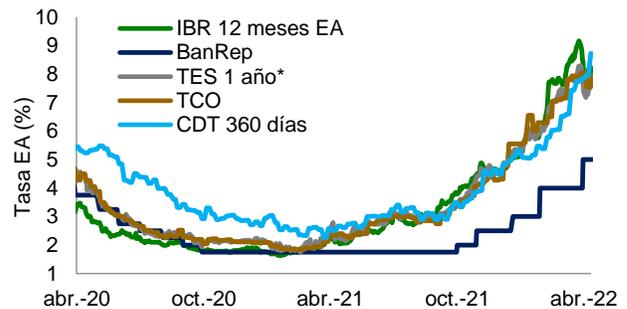
Gráfico 2. Curva de TES COP y diferencial intertemporal



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial entre los rendimientos de los TES2032 y TES2024.

Las tasas del mercado monetario dan cuenta de aumentos adicionales en los tipos de política monetaria durante los próximos 12 meses hasta niveles alrededor del 8%, que es nuestra expectativa de tasa terminal de BanRep para 2022. No obstante, esto demuestra que los rendimientos de los TES2024 ya tienen incorporado en su totalidad el actual ciclo alcista de BanRep y exhiben uno de los márgenes de valorización más atractivos de la curva de TES en pesos, aislando los efectos inflacionarios de corto plazo. Esto mismo ocurre para algunos TES de mediano plazo, cuyos *spreads* con los TES2024 son relativamente altos.

Gráfico 3. Evolución de las tasas de interés de corto plazo



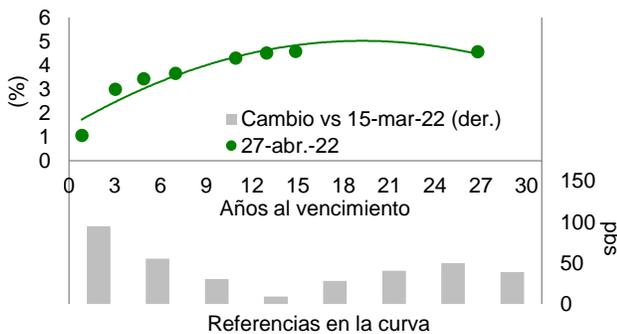
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

En efecto, las tasas de interés implícitas en los *swaps* de IBR a plazos de 3, 6 y 12 meses se sitúan en 6.39%, 7.44% y 8.54%. Para el cierre de vigencias, la

curva IBR descuenta una tasa repo finalizando 2022 cerca al 8%, y para 2023 un cierre de año en 8.25%. A la par con lo anterior, las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) se incrementaron hasta 8.21%, mientras que las de los TES COP en la curva cero cupón lo hicieron hasta 8.07%. 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 8.61% (Gráfico 3).

En el nodo de mediano plazo, las desvalorizaciones de los títulos alcanzaron los 20 pbs, en promedio. Las tasas de interés de los TES2026 aumentaron 26 pbs hasta 9.66%, mientras que los TES2025, una de las referencias más líquidas de la curva, aumentaron 17 pbs hasta 9.51%, un movimiento que sería sustancialmente superior si se compara frente al mínimo de 8.4% alcanzado a comienzos del mes de abril.

Gráfico 4. Curva de TES UVR durante el último mes

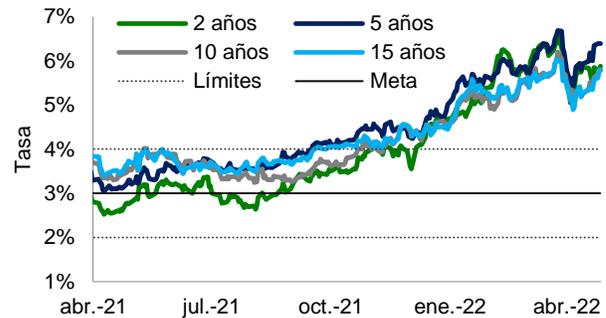


Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Los TES en pesos de la parte larga de la curva registraron las mayores desvalorizaciones del periodo. En promedio, los rendimientos de estos títulos aumentaron 47 pbs, donde los mayores incrementos los registraron los TES2042 y TES2050 con incrementos que bordearon los 65 pbs hasta niveles de 10.51% y 10.47%, respectivamente. Los TES2032, la referencia natural de 10 años de la curva, evidenciaron un aumento en tasa de 38 pbs hasta 10.11%. Otras referencias importantes de la parte larga de la curva de rendimientos según su liquidez, como los TES2027, registraron movimientos al alza de 33 pbs hasta niveles de 9.82%.

La curva de rendimientos de TES UVR también registró un fuerte desplazamiento al alza de 43 pbs en todo su nivel desde la última publicación de este informe (Gráfico 4), a pesar de la sorpresa de inflación del mes de marzo. Buena parte de lo anterior se sustenta por unas expectativas en el mercado que también han descontado en gran medida el pico inflacionario que podría alcanzarse hacia mediados de este año, para luego iniciar un proceso de convergencia hacia la meta de 3% del BanRep.

Gráfico 5. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



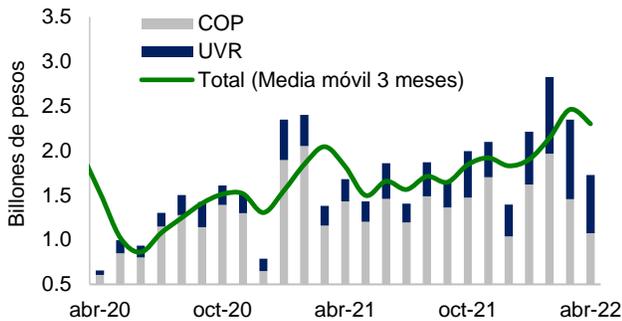
Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

En la parte corta de la curva, los rendimientos de los TESUVR2023 se incrementaron 95 pbs hasta 1.05%, mientras que en la parte media se observaron incrementos promedio de 43 pbs, donde los TESUVR2025 se incrementaron 55 pbs hasta 2.99%. En la parte larga de la curva, el movimiento alcista fue de 33 pbs en tendencia central, donde referencias líquidas como los TESUVR2037 registraron incrementos en sus tasas de interés de 50 pbs hasta niveles de 4.57%.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se redujo hasta 5.96%, por debajo de los máximos de 6.48% alcanzados en marzo. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 5.88%, mientras que las de 5, 10 y 15 años bordean niveles de 5.99% (Gráfico 5). 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 disminuyó en abril y se sitúa alrededor de 5.99%.

En este entorno, el volumen diario de negociación de los TES en SEN se redujo en abril a un promedio-día de 1.8 billones de pesos (Gráfico 6), similar a los volúmenes registrados durante el mismo mes de 2021. Los TES en pesos más negociados durante el último mes fueron los TES2024, TES2027 y TES2031, mientras que en la curva de TES en UVR las referencias más líquidas fueron los TESUVR2023, TESUVR2037 y TESUVR2029.

Gráfico 6. Volumen promedio-día de negociación en SEN



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

En los mercados externos, las tasas de interés de los TES en dólares (TESUSD) no han sido ajenas al entorno adverso para la renta fija global y toda la curva registró un desplazamiento al alza de 56 pbs, en comparación con la fecha de corte de nuestro último informe, pero con un aplanamiento que persiste y que durante el último mes fue de 33 pbs.

No obstante, la magnitud de dicho aplanamiento ha comenzado a frenarse luego de 12 meses, algo que es consistente con: i) un ciclo monetario que en el mundo entero ya está ampliamente descontado; y ii) unas perspectivas económicas en el mercado que no necesariamente dan cuenta de riesgos elevados de recesión en el corto plazo. Este mismo comportamiento se ha observado en el diferencial inter-temporal de la curva de rendimientos de los Tesoros en EEUU (Gráfico 7).

Los rendimientos de la parte corta y media de la curva registraron aumentos promedio de 99 y 86 pbs, hasta niveles del orden de 4.90% y 5.58%, respectivamente. En la parte larga de la curva, las tasas de interés se incrementaron 47 pbs hasta niveles medios de 6.44%.

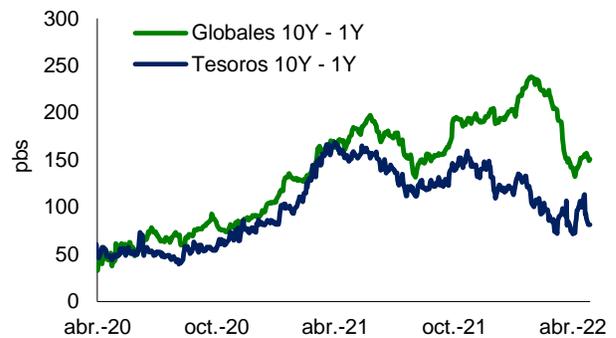
Los TESUSD2032, la referencia natural de 10 años, registraron un incremento en tasa de 65 pbs hasta 6.05%.

Los diferenciales de los TESUSD contra los Tesoros aumentaron en promedio 9 pbs, especialmente los de plazos de 5 años. En efecto, el diferencial a este horizonte de tiempo aumento 20 pbs hasta niveles de 281 pbs. Por su parte, la variación de los *spreads* a 10 y 30 años fue de 8 y -2 pbs, respectivamente, hasta niveles de 326 y 357 pbs, en ese mismo orden.

En cuanto a la gestión de la deuda pública, el pasado 5 de abril, como parte de sus operaciones de optimización y manejo de deuda pública, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) realizó el primer canje del año 2022. La operación consistió en una sustitución de TES2022 (67%) y TESUVR2023 (33%) por TESUVR2035 (22%), TESUVR2037 (15%) y TES2042 (63%). El monto total del canje ascendió a 2.4 billones de pesos.

Con esta operación, el MHCP logró: i) reducir en 1.6 billones de pesos y 829 mil millones de pesos las amortizaciones de 2022 y 2023, respectivamente; ii) extender la vida media del portafolio administrado por el MHCP hasta 8.97 años; y iii) mantener inalterado el saldo de la deuda tras liquidar las operaciones a precios de mercado.

Gráfico 7. Pendientes de curvas Colombia y EEUU en USD

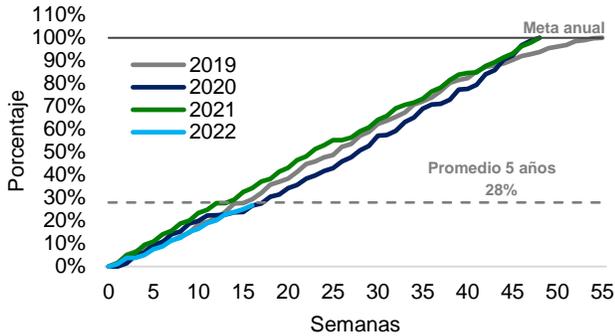


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario, el monto total en lo corrido del año hasta el 27 de abril asciende a 10 billones de pesos, lo que representa un cumplimiento del 26.8% de la meta estipulada en el Plan Financiero

de 2022 (37.5 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es inferior al 34.3% del acumulado para el mismo periodo de 2021, y también al promedio de 28% del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 8).

Gráfico 8. Cumplimiento de colocaciones por subastas



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

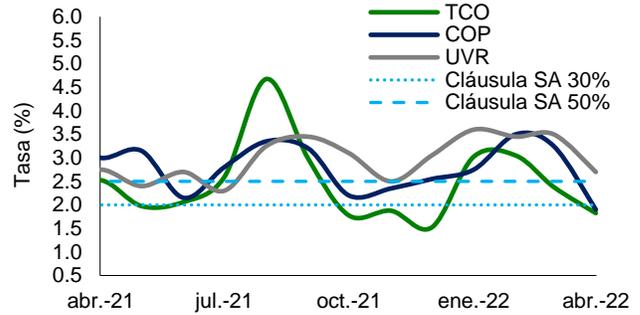
En las subastas competitivas de TES en pesos, las colocaciones desde el corte de nuestro último informe fueron de 2.9 billones de pesos, repartidas de la siguiente manera: i) 1.6 billones de pesos de TES en pesos; y ii) 1.3 billones de pesos en TES UVR. En subastas no competitivas, las colocaciones de TES en pesos ascienden a 1.2 billones de pesos en lo corrido de 2022.

En el caso de las subastas de TES en pesos, el apetito de los inversionistas disminuyó en abril y el *bid-to-cover* promedio del mes fue de apenas 1.9 veces el valor subastado. La tasa de corte de la última subasta fue de 10.10%, superior al promedio de las últimas 3 subastas de 9.64% y prácticamente igual a la tasa de la misma referencia en el mercado secundario. Por su parte, los TES2042 y los TES2050 cortaron a 10.45% y 10.36%, respectivamente, lo que representa incrementos de 76 pbs y 61 pbs, respectivamente, frente al promedio de las últimas tres subastas.

Las colocaciones de TES UVR se concentraron en la referencia TESUVR2029 con un importe de 476 mil millones de pesos. Las tasas de corte en subasta aumentaron 34 pbs hasta 4.17% y, en tendencia central, se situaron 4 pbs por debajo de las tasas de mercado secundario, un diferencial inferior al promedio de -7 pbs de meses anteriores y que refleja

una caída en el apetito de los inversionistas. En línea con lo anterior, el *bid-to-cover* promedio de las subastas en abril fue de 2.7 veces, inferior frente al promedio año corrido de 3.3 veces.

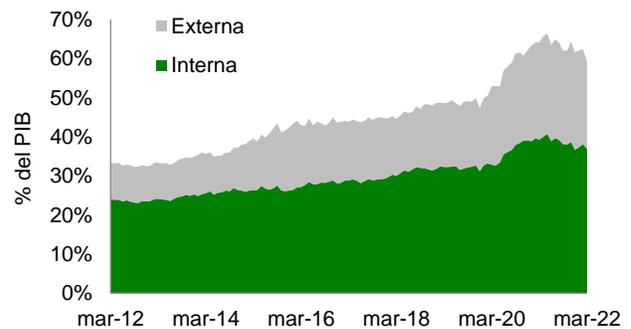
Gráfico 9. Sobre-demanda en las subastas de TES*



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio mensual de subastas semanales de corto y largo plazo.

Con respecto a las subastas de TES de corto plazo (TCO), desde la última publicación de este informe se colocaron 1.6 billones de pesos, con lo cual el acumulado de 2022 asciende a 4.9 billones de pesos. Como lo explicamos previamente, las tasas de corte de estos títulos se incrementaron hasta 8.21%, en línea con los recientes incrementos en la tasa de referencia de BanRep y el resto de tasas de interés de corto plazo del mercado local. El *bid-to-cover* promedio de estas subastas también se redujo hasta un promedio de 2 veces, inferior al promedio del año corrido de 2.6 veces (Gráfico 9).

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



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de marzo, mostraron un saldo de la deuda del GNC que alcanzó los 727.6 billones de pesos. Como

porcentaje del PIB nominal, según nuestros cálculos, el saldo de la deuda disminuyó hasta 59.3%, el nivel más bajo desde agosto de 2020.

El saldo de la deuda interna se situó en 453.3 billones de pesos, aproximadamente un 37% del PIB, mientras que el saldo de la deuda externa se ubicó en 286.7 billones de pesos y como porcentaje del PIB representa un 22.4% (Gráfico 10). La distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 62.3%, que continúa siendo de las más bajas de los últimos 15 años. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, se mantiene relativamente alta en niveles que bordean el 37.7%. 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.

Expectativas de corto plazo

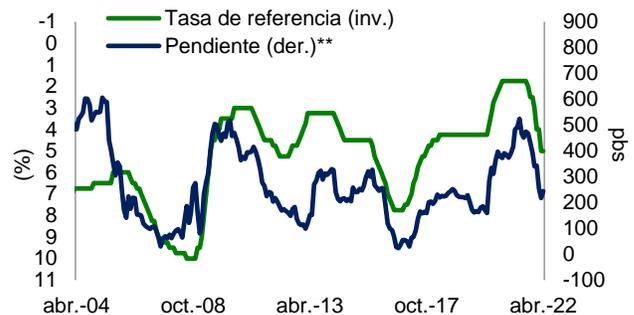
Esperamos que el contexto externo mantenga presiones sobre el mercado de TES, especialmente sobre las tasas de interés de los títulos de largo plazo, que son las más expuestas a las tasas de interés externas y al contexto internacional.

Localmente, creemos que la demanda por TES se recuperará en el corto plazo, a pesar del estrés previsto por factores internos y externos que mantendrán presiones alcistas sobre los rendimientos de los títulos. Lo anterior es coherente con un entorno donde las necesidades de más endeudamiento se están moderando gracias a la buena dinámica de los ingresos fiscales, del manejo eficiente de la deuda pública del MHCP y el repunte en los precios internacionales del petróleo, que ha favorecido la percepción de riesgo-país y la entrada de inversionistas extranjeros.

Además, creemos que el ciclo alcista de tasas de interés de BanRep ya está en su totalidad descontado, por lo que presiones alcistas adicionales en las tasas de interés de los TES asociadas a este factor serían leves. De hecho, estimamos que los títulos de corto y mediano plazo están en niveles atractivos que se podrían convertir en oportunidades de compra hacia

mediados de año, una vez se disipen varios riesgos en 2T22 ligados al ciclo político en Colombia y las presiones externas que suscita la normalización de la política monetaria de EEUU. En este sentido, esperamos un fin del reciente aplanamiento de la curva de rendimientos a partir de 3T22 hasta el momento en que comiencen a configurarse expectativas de recortes en la tasa de referencia de BanRep, como históricamente ha sucedido (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.

Para la curva de TES UVR anticipamos un margen de valorización estrecho, especialmente para las referencias de corto plazo, teniendo en cuenta que las expectativas del mercado han descontado el pico inflacionario de 2022 y se espera una convergencia hacia la meta a partir de la segunda mitad del año.

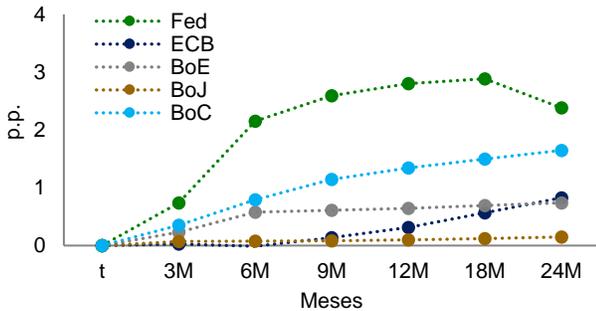
De esta forma, en la curva de TES en pesos anticipamos niveles de estrés/entrada de 9.5% en los TES2024 y de 10.5% en los TES2032, los cuales se alcanzarían en 2T22. No obstante, para el cierre de año estimamos objetivos de 8% para los TES2024 y 9.5% para los TES2032, en línea con nuestra expectativa descrita anteriormente. Para los TESUVR2023 estimamos niveles objetivo de 1% en el corto plazo.

Factores externos

El contexto adverso para la renta fija global se ha mantenido recientemente, incluso profundizado no

sólo por el actual episodio inflacionario (no visto en varias décadas), sino también por expectativas de ajustes más agresivos en la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo (Gráfico 12).

Gráfico 12. Ajuste implícito de tasas de Bancos Centrales*



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

En EEUU, por ejemplo, los mercados descuentan un ciclo completo al alza de 250 pbs en la tasa de referencia de la Fed, casi 50 pbs por encima de las expectativas del FOMC en su reunión de marzo (ver “Un verdadero dilema” en [CE – Marzo 22 de 2022](#)). En Europa, el BCE recientemente anticipó un fin del programa de compras de activos en 3T22 y un incremento en las tasas de interés de referencia antes de finalizar el año.

Gráfico 13. Bonos 10 años en mercados desarrollados



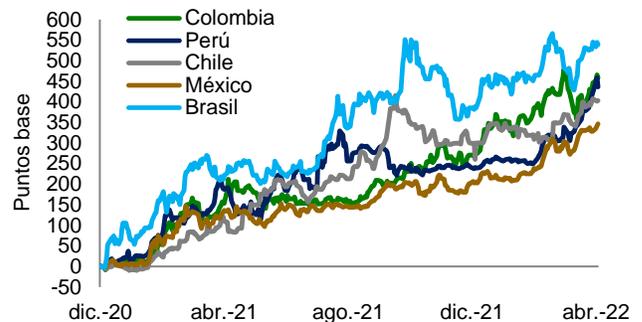
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio tasas de interés en Reino Unido, Alemania y Japón.

La volatilidad de los títulos de deuda en el mundo continúa siendo atípicamente alta y altamente dependiente de las cifras de inflación. Las reducciones en el balance de activos de varios faros monetarios (retiro de la liquidez) también seguirá afectando los precios de estos activos, teniendo en cuenta que las compras que se hacían en el mercado

secundario contaban con una fuerte demanda por parte de los emisores.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU superaron la barrera de 2.9%, por primera vez desde marzo de 2018, hasta niveles del orden de 2.83%, algo que representa un incremento cercano a los 69 pbs desde la fecha de corte de nuestro último informe. En lo corrido del año, la referencia mundial de la renta fija a largo plazo evidencia un incremento de 132 pbs, el cual se sigue transmitiendo a las tasas de interés de otros mercados de deuda (Gráfico 13).

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

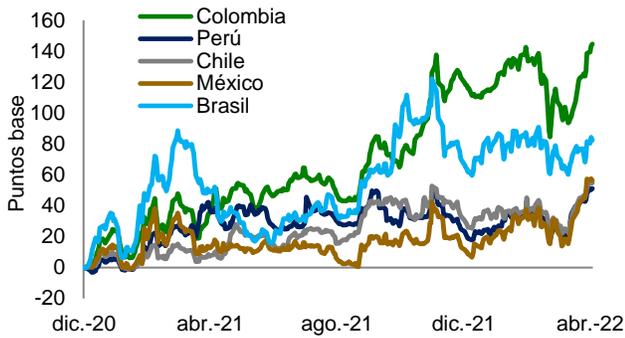


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

En Europa, los bonos soberanos a 10 años del Reino Unido aumentaron hasta 1.81%, lo que refleja un incremento de 24 pbs frente a los niveles de nuestro último informe y 84 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 0.80% y 1.79%, respectivamente, lo que representa incrementos año corrido de 98 y 123 pbs, en ese mismo orden.

En Japón, las tasas de interés de los bonos aumentaron marginalmente hasta 0.24% y se han incrementado apenas 2 pbs frente sus niveles de cierre de 2021. Los rendimientos de estos títulos se ubican cerca del límite superior definido por el BoJ, en el marco de su programa de control de la curva de rendimientos, y también de la tasa de referencia que se espera se mantenga inalterada en el corto plazo (Gráfico 12).

Gráfico 15. Cambio en CDS 5 años LATAM desde 2020

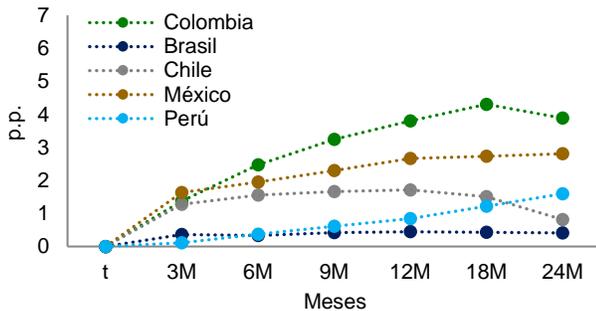


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Las tasas de interés de los bonos soberanos de LATAM en moneda local también mantuvieron una tendencia alcista en el balance (Gráfico 14), presionadas por el contexto global.

Los rendimientos de los bonos a 10 años de Perú y México aumentaron 29 y 8 pbs, respectivamente, hasta niveles de 6.98% y 8.71%, en ese mismo orden. Los rendimientos de los bonos con el mismo vencimiento en Chile aumentaron 17 pbs hasta 6.31% (Gráfico 14). El único título que mostró un comportamiento opuesto fue el bono de Brasil, cuyo rendimiento disminuyó hasta 11.89%.

Gráfico 16. Ajuste esperado en tasas de política LATAM*



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

Lo anterior ha venido acompañado de un aumento en la percepción de riesgo-país en todos los países de la región, que se ha traducido en incrementos en los CDS a 5 años de las grandes economías de LATAM (sin Argentina). Las primas de riesgo de México y Colombia aumentaron sendos 31 pbs, mientras que

las mismas medidas en Brasil, Chile y Perú aumentaron en promedio 16 pbs durante el mismo periodo (Gráfico 15).

Las tasas de interés de política monetaria en la región también continuaron al alza, motivadas por una aceleración importante de la inflación observada y esperada, pero también por mejoras no despreciables en la actividad económica. En Chile, la tasa de política monetaria se incrementó 150 pbs hasta 7%, mientras que en Brasil el emisor decidió incrementar la tasa Selic en 100 pbs hasta 11.75%. Los bancos centrales de Perú y México también actuaron y elevaron 10 pbs los tipos en ambos casos hasta 4% y 6.5%, respectivamente.

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 marzo alcanzó niveles de 660 pbs, en promedio, llegando a nuevos máximos de 5 años. Los mercados siguen descontando más aumentos en las tasas de referencia para los próximos 12 meses, especialmente en Colombia. En el caso de Brasil, cuyo banco central fue uno de los más agresivos al inicio del ciclo contractivo de política monetaria en LATAM, los mercados descuentan apenas 25-50 pbs de adicionales frente a sus niveles actuales (Gráfico 16), lo que de materializarse lo convertiría en el primer emisor de la región que pausaría el ajuste monetario en el futuro cercano.

Flujos de inversión y liquidez

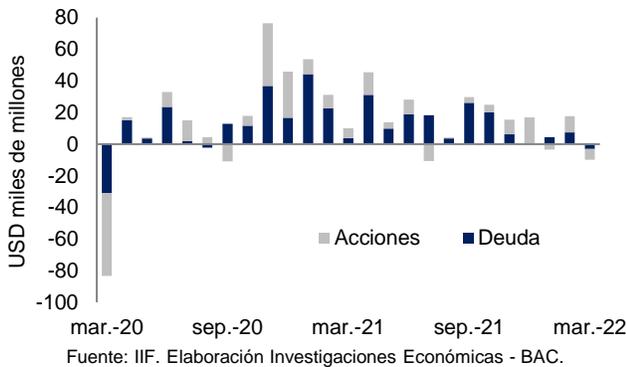
De acuerdo con las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IFF)¹, en marzo el flujo de inversión de portafolio hacia mercados emergentes fue negativo en 9.8 mil millones de dólares, en contraste con la entrada por 17.6 mil millones de dólares registrada en febrero (Gráfico 17). El flujo de inversión hacia títulos de deuda fue negativo por primera vez desde agosto de 2020, con ventas que ascendieron a 3.1 mil millones de dólares, mientras que en acciones las salidas de posiciones

¹ IIF Capital Flows Tracker – Marzo 2022.

fueron de 6.7 mil millones de dólares. Vale la pena resaltar que el flujo de inversión hacia acciones chinas fue negativo en 6.3 mil millones de dólares, afectado en gran medida por los confinamientos impuestos en meses recientes que están afectando la actividad económica.

Según las cifras más recientes de EPFR, hasta la tercera semana del mes de abril los flujos de inversión de portafolio hacia emergentes habrían sido nuevamente positivos. En particular, la información disponible sugiere que los flujos de compra hacia títulos de renta variable estarían superando los flujos de compra hacia títulos de deuda. En el balance, la entrada total de capitales privados de corto plazo hacia mercados emergentes en abril habría sido de al menos 7 mil millones de dólares².

Gráfico 17. Flujos de inversión de portafolio hacia EM



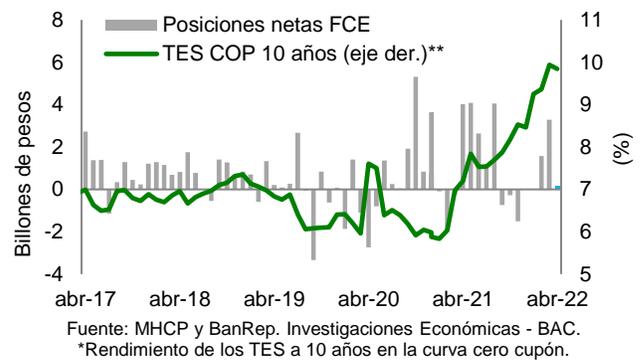
Para Colombia, de acuerdo con las cifras de balanza cambiaria, la inversión de portafolio hacia el país habría sido positiva en el último mes en niveles del orden de 936 millones de dólares. En lo corrido del año, el ingreso neto de flujos de inversión de portafolio a Colombia suma 1,301 millones de dólares, lo cual es consistente con la continua entrada de inversión de portafolio hacia todos los mercados emergentes.

Bajo este contexto, las cifras más recientes de tenedores de TES que publicó el MHCP en marzo mostraron un aumento de 4.3 billones de pesos en las posiciones netas totales de los agentes. Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) se consolidan como

los mayores tenedores de TES al comprar 1.6 billones de pesos. Otros jugadores importantes del mercado como los bancos comerciales y las compañías de seguros incrementaron sus posiciones en 1.4 billones de pesos y 957 mil millones de pesos respectivamente. De manera contraria, las carteras colectivas vendieron 818 mil millones de pesos.

El resto del sector financiero, en conjunto, disminuyó sus posiciones en 1.7 billones de pesos. Por su parte, tanto el BanRep como el MHCP fueron vendedores netos de TES, disminuyendo sus tenencias en 438 mil millones y 1.3 billones de pesos, respectivamente.

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



Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) fueron compradores netos de TES y aumentaron sus posiciones en 3.3 billones de pesos, siendo el flujo más alto desde agosto de 2021. Más aún, entre febrero y marzo las compras de los inversionistas extranjeros superaron los 5 billones de pesos, algo que también es coherente con las estadísticas de inversión de portafolio hacia emergentes del IIF y EPFR. Según estimaciones de agentes del mercado, las compras de los FCE se mantuvieron en abril aunque en magnitudes significativamente inferiores a las de meses previos, bordeando los 155 mil millones de pesos (Gráfico 18).

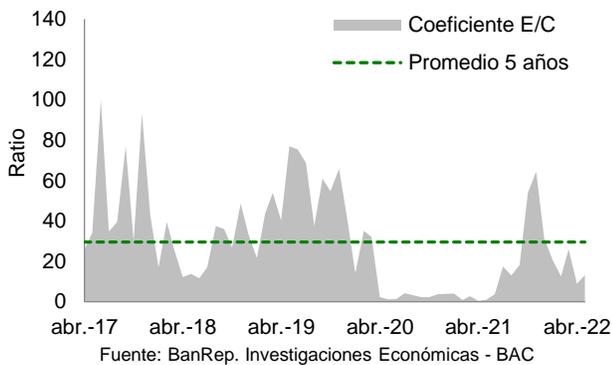
Así las cosas, los FPC se mantienen en el primer lugar del perfil de tenedores de TES con una participación de 27.4% del saldo total de la deuda interna, seguidos de los FCE con 24.9% y los bancos comerciales que

² EM Flows: No spring in their steps – Barclays Research.

cierran el mes con una proporción de 14.9% sobre el total.

En cuanto a la liquidez del sistema, la demanda de recursos de expansión en el BanRep aumentó en abril y el promedio-día se situó en 13.3 billones de pesos, desde el promedio diario de 10.7 billones de pesos de marzo. Parte de esta dinámica de la demanda de liquidez en BanRep continúa asociada al mayor crecimiento que exhibe la demanda de créditos de la economía, pero también al pago de la primera cuota de im-po-venta de personas jurídicas y la segunda cuota de renta de grandes contribuyentes, ambos impuestos que se recaudaron en abril según calendario tributario. Además, el actual proceso de normalización monetaria también estaría limitando en alguna medida las condiciones de liquidez en el mercado de fondos prestables.

Gráfico 19. Relación recursos de expansión y contracción



El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por BanRep se elevó hasta 11.3 billones de pesos en abril, desde los 9.2 billones de pesos promedio-día de marzo, y su utilización ha bordeado un 76%, superior al porcentaje usado en marzo (69%). Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos, pero con una utilización relativamente baja (4.7%).

En este entorno, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción ha disminuido en lo corrido de abril hasta 922 mil millones de pesos, consistente con una mayor demanda de recursos del sistema. De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión/contracción (Coeficiente E/C) se elevó hasta 14.2 veces, pero es

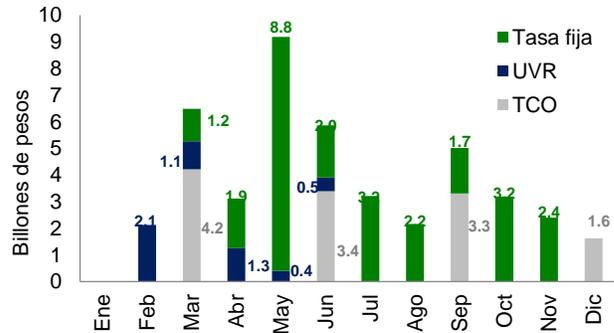
un nivel que se sitúa por debajo del promedio de 5 años (Gráfico 19).

A pesar de la mayor demanda de recursos observada en el sistema durante el último mes, el IBR E.A. overnight ha venido cortando ligeramente por debajo de la tasa repo y en abril el promedio se situó en -1 pb, reflejando por esta vía unas condiciones de liquidez neutrales.

Por su parte, el recaudo tributario total en abril, de acuerdo a las cifras preliminares de la DIAN, habría sido de 19.8 billones de pesos. Esto, sumado al recaudo de los meses anteriores, representa un cumplimiento del 37.3% de la meta fijada por la DIAN para todo 2022. Frente al mismo periodo acumulado de 2021, la dinámica del recaudo total registra un incremento de 32.8% (cerca de un 24.3% 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 14.9 billones de pesos al corte del 22 de abril, lo que representa un aumento de 8.6 billones frente al acumulado del mismo periodo del año pasado, algo que es coherente con la favorable dinámica del recaudo en 2022.

Gráfico 20. Pagos de cupones y vencimientos en 2022



En mayo esperamos que las condiciones de liquidez se mantengan ligeramente holgadas, favorecidas en gran medida por el pago de vencimientos y cupones de TES durante ese mes. A saber: i) vencimiento del TES2022 por 8.8 billones de pesos el 4 de mayo; y ii)

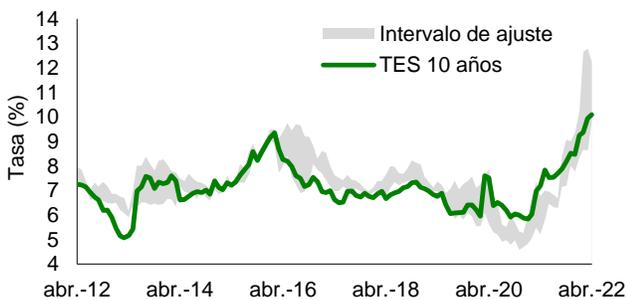
pago de cupón de TESUVR2025 por 404 mil millones de pesos el próximo 7 de mayo (Gráfico 20).

Flujos de inversión y liquidez

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 TES2031 se redujo hasta 1%, la más baja desde octubre de 2016, aunque continúa muy por encima de la tasa promedio de -0.4% 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 61 pbs por encima de la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-rentabilidad sobre la muestra, los resultados de marzo 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 20. Niveles justos de los TES de largo plazo*



abr.-12 abr.-14 abr.-16 abr.-18 abr.-20 abr.-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% y lejos de la media muestral de 1.8%. Por su parte, el diferencial RS registra

niveles de 4.6 p.p., también superando ampliamente el nivel promedio de muestra de 1.9 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos de los TES en pesos estaría sobrevendida en promedio 4 pbs concentrada particularmente en el tramo medio en cerca de 15 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 17 pbs que se concentra en los títulos con vencimientos de 3 a 7 años, especialmente los TES2026 y TES2028. Para el tramo corto de la curva el ajuste se estima en 39 pbs.

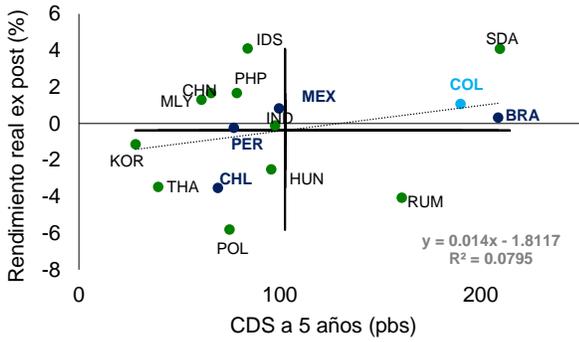
En la curva de TES UVR, según lo sugieren las medidas técnicas de reversión a la media, la curva en todo su nivel, excluyendo los TESUVR2023, tendría un margen de valorización de 9 pbs, consistente con la mayor inflación observada y expectativas de inflación. El modelo de eficiencia-duración también sugiere un margen de valorización principalmente en los TESUVR2025 y TESUVR2027 del orden 42 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 TESUSD2026, TESUSD2027 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 10.93% (Gráfico 20). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2032 cotizan en 10.1%, lo anterior sugiere un ajuste de 83 pbs. La probabilidad de ocurrencia de este ajuste en el corto plazo ha ascendido, teniendo en cuenta el contexto actual de alta inflación a nivel mundial, la cual podría ser aún mayor en el corto plazo por la crisis geopolítica en Ucrania, y también por las expectativas de ajustes más agresivos de la política

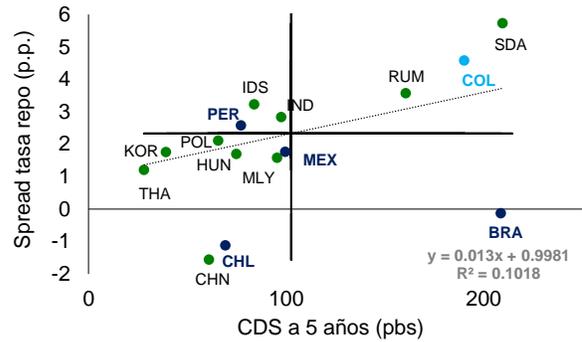
monetaria en los principales bancos centrales en 2022.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



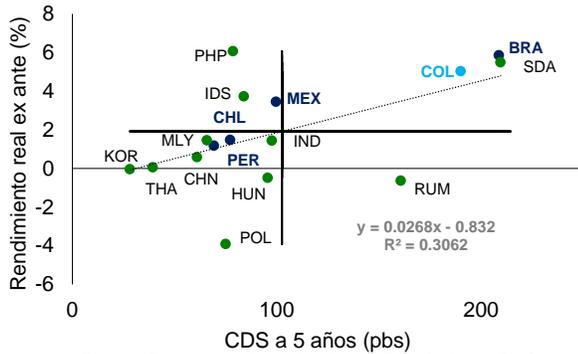
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



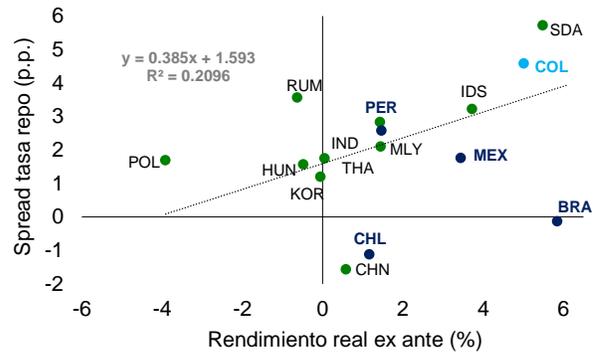
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



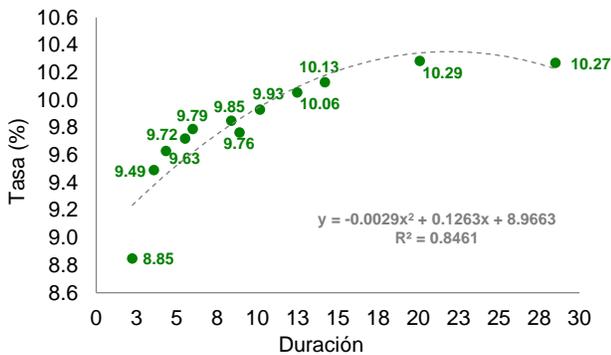
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



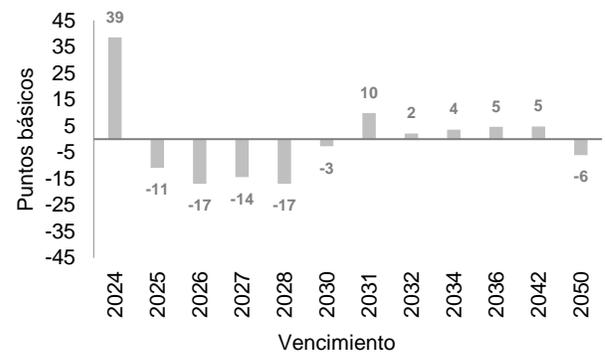
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos



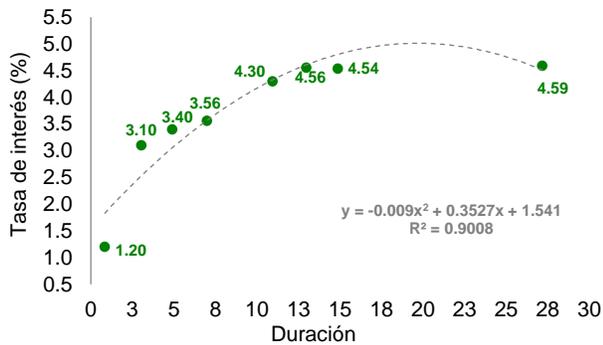
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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



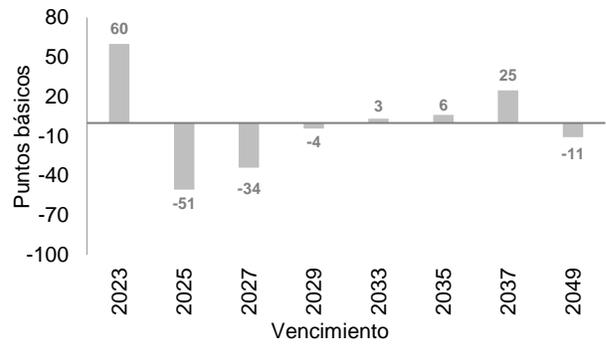
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



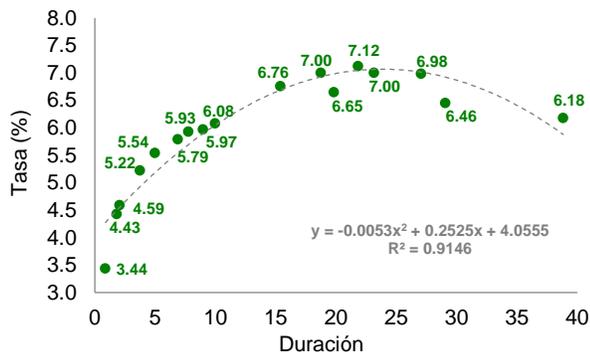
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES UVR



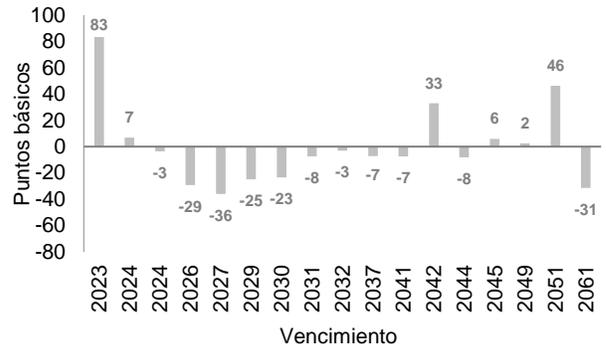
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

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	
TFIT16240724	jul-24	10.000	1.8	8.78	-26	533	451	
TFIT08261125	nov-25	6.250	2.9	9.50	-25	546	441	
TFIT16080826	ago-26	7.500	3.3	9.65	-8	530	412	
TFIT08031127	nov-27	5.750	4.2	9.89	-7	517	377	
TFIT16280428	abr-28	6.000	4.3	9.96	19	512	369	
TFIT16180930	sep-30	7.750	5.5	9.98	9	459	311	
TFIT16260331	mar-31	7.000	6.0	10.10	22			
TFIT16300632	jun-32	7.000	6.2	10.10	0	435	291	
TFIT16181034	oct-34	7.250	7.1	10.18	11	423	280	
TFIT16070936	jul-36	6.250	7.5	10.33	16		275	
TFIT280542	may-42	9.250	8.3	10.48	38			
TFIT260950	oct-50	7.250	9.0	10.47	32	383	243	

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	0.8	1.08	53	64	61	
TUVT11070525	may-25	4.750	2.7	2.99	24	218	150	
TUVT11170327	mar-27	3.500	4.4	3.41	13	211	111	
TUVT10180429	abr-29	3.300	6.3	3.64	5	172	79	
TUVT20250333	mar-33	2.250	8.9	4.30	25	187	91	
TUVT20040435	abr-35	3.000	9.5	4.55	35	199	97	
TUVT25022537	feb-37	4.750	10.8	4.57	33	191	84	
TUVT20040649	jun-49	4.000	15.7	4.56	24	141	62	

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	0.9	3.48	43	270	261	
COLGLB24	may-24	4.000	1.9	4.52	74	346	315	
COLGLB26	ene-26	4.500	3.3	5.34	88	378	314	
COLGLB27	abr-27	3.875	4.4	5.63	91	378	302	
COLGLB29	mar-29	4.500	5.7	5.88	74	359	271	
COLGLB32	abr-32	3.250	8.0	6.09	74			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.9	6.76	64	312	215	
COLGLB41	ene-41	6.125	10.4	7.01	59	333	234	
COLGLB42	feb-42	4.125	11.9	6.66	64			
COLGLB45	jun-45	5.000	11.5	7.00	63	342	237	
COLGLB49	may-49	5.200	12.0	6.99	61	340	235	

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.
