



## Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

### Resumen

- *La volatilidad en los mercados de deuda continúa siendo atípicamente alta a nivel mundial. Además del endurecimiento monetario global que ha afectado las condiciones financieras, ciertos episodios erráticos de política económica, como el del Reino Unido, han creado una mayor sensación de iliquidez que ha presionado aún más los rendimientos de los bonos soberanos. Los mercados de LATAM no han sido ajenos a esta coyuntura, al mismo tiempo que factores de riesgo locales han exacerbado las desvalorizaciones de los títulos.*
- *En este entorno, los TES en pesos se desvalorizaron con fuerza durante el último mes. Los rendimientos de los TES de largo plazo alcanzaron niveles de estrés del 14%, en línea con lo que habíamos advertido recientemente. Casi en su totalidad, este comportamiento se explica por un aumento de la percepción de riesgo-país que ha sido significativamente superior en Colombia frente al resto de LATAM.*
- *La curva de rendimientos de TES UVR presentó un aplanamiento sustentado en aumentos importantes de las tasas de más corto plazo. La curva de TES en dólares, al igual que los TES en pesos, registró un empinamiento asociado al fuerte aumento en la prima de riesgo-país.*
- *Los volúmenes en el mercado secundario han disminuido levemente y el apetito de los inversionistas se ha moderado como consecuencia de un entorno altamente adverso. La dinámica del endeudamiento público como proporción del PIB aumentó en septiembre.*
- *Las compras por TES locales de los inversionistas extranjeros se debilitaron en el último mes, patrón que se estaría intensificando en octubre. Diferentes estimaciones sugieren niveles de sobreventa de los TES en pesos, especialmente en el tramo medio y largo de la curva de rendimientos. No obstante, el aumento en la prima de riesgo, que ha elevado los rendimientos de los TES, parece ser estructural.*

### CONTENIDO

Contexto internacional	2
Mercado local	6
Inversión extranjera y liquidez	10
Aspectos técnicos	12
Expectativas de corto plazo	13

Gabriel F. Granados.  
Profesional Senior  
[gabriel.granados@bancoagrario.gov.co](mailto:gabriel.granados@bancoagrario.gov.co)

Camila Martinez K.  
Profesional Universitario  
[camila.martinez@bancoagrario.gov.co](mailto:camila.martinez@bancoagrario.gov.co)

Fabio D. Nieto.  
Economista Jefe  
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)

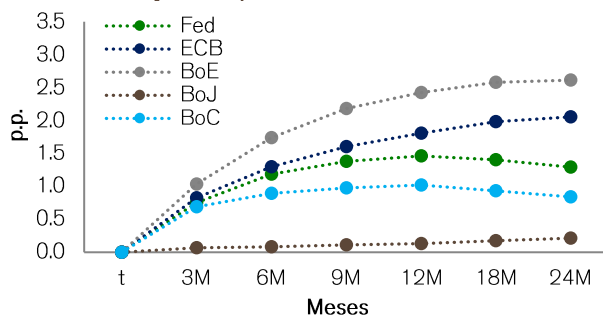


## Contexto internacional

La elevada incertidumbre sigue caracterizando el entorno global de los mercados de deuda pública, aunque pronunciados por algunos episodios puntuales de riesgo. A saber: i) la reciente escalada de las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania; y ii) las contradicciones de política macroeconómica en el Reino Unido, que han desencadenado una turbulencia significativa en los mercados globales (ver “¿Apagando la hoguera con candela?” en [CE – Septiembre 30 de 2022](#)).

Asimismo, las condiciones financieras internacionales se siguen estrechando y afectando por esta vía la liquidez de los mercados de deuda. La postura contractiva de la política de los principales bancos centrales, además de los fuertes incrementos en las tasas de interés de referencia (ver “Contexto externo” en [IMCE – Octubre 10 de 2022](#)), ha venido acompañada de una normalización de sus respectivas hojas de balance.

Gráfico 1. Ajuste implícito tasas de Bancos Centrales\*



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

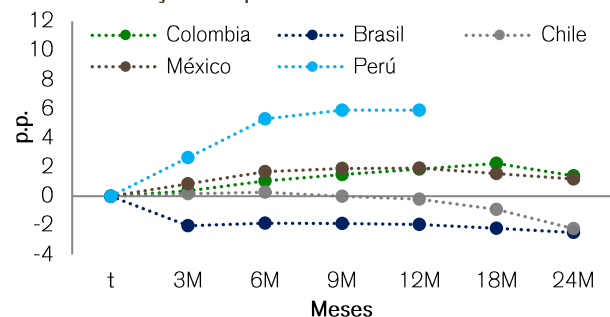
Naturalmente, esto ha marcado el fin de las políticas de expansión cuantitativa de los faros monetarios a través de compras masivas de títulos, especialmente de bonos soberanos. Tras dos años de fuertes inyecciones de liquidez con estos instrumentos, esta consecuente menor demanda de títulos de deuda pública se está constituyendo en otro determinante del estrés reciente en los mercados de renta fija.

En EEUU, la Fed elevó en 75 pbs su tasa de referencia durante la reunión de septiembre, donde no solo reiteró su mensaje de lucha contra la inflación, sino que también

envió señales de una política monetaria que seguirá siendo restrictiva durante algún tiempo prolongado (ver “No fue uno, ni fueron dos, fueron tres” en [CE – Septiembre 23 de 2022](#)).

Los mercados anticipan otro aumento de 75 pbs en la tasa de interés de la Fed durante su próxima reunión y un pico en el rango 4,75% - 5%, algo que se daría durante 1T23 (Gráfico 1). Este escenario que está descontando el mercado es coherente con nuestra expectativa de movimientos futuros de tasas de interés de la Fed (ver “No fue uno, ni fueron dos, fueron tres” en [CE – Septiembre 23 de 2022](#)).

Gráfico 2. Ajuste implícito tasas de Bancos Centrales\*



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

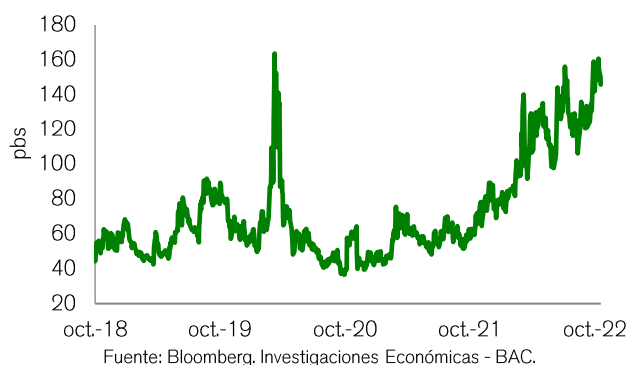
Las tasas de interés de política monetaria en Europa también se siguen incrementando, en medio de una inflación que sigue anotando máximos históricos. Sin embargo, el lenguaje del Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) y del Banco de Inglaterra (BoE), los bancos centrales más grande de la región, ha comenzado a dar cuenta de preocupaciones sobre las dinámicas de crecimiento en el futuro cercano y la estabilidad de los mercados financieros, en línea con lo que explicamos previamente.

De esta forma, las tasas implícitas en los mercados monetarios de las economías avanzadas sugieren incrementos adicionales en los siguientes 6 a 12 meses (Gráfico 1). En particular, el ajuste más significativo se descuenta en el caso del BoE y el ECB, donde el problema de estanflación se ha hecho más evidente y los mercados anticipan aumentos de tasas de 250 y 150 pbs, respectivamente.



En LATAM, la dirección de la política monetaria también apunta hacia terreno más contractivo en el balance. No obstante, algunos bancos centrales como el de Brasil ya alcanzaron el techo del ajuste monetario, en buena medida por una corrección consistente de la inflación en los últimos meses.

Gráfico 3. Volatilidad implícita en los Tesoros de EEUU



El banco central de Chile incrementó 50 pbs su tasa de referencia hasta 11.25% en el último mes y también anunció el fin del ciclo de aumentos de tasas de interés. En ambos casos, los mercados ya están incluso anticipando la posibilidad de recortes en las tasas de interés (Gráfico 2).

Gráfico 4. Bonos 10 años en mercados desarrollados

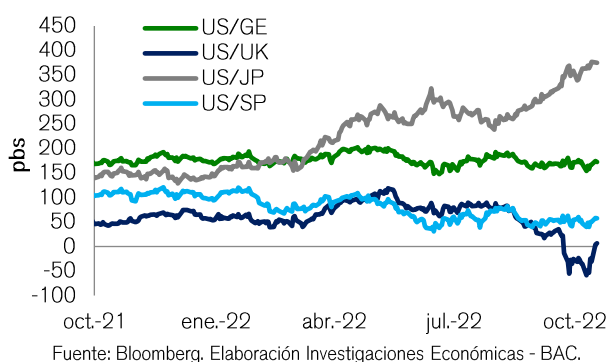


Las expectativas de tasas de política en la región también sugieren que el fin del actual ciclo monetario podría ocurrir durante los próximos 3 a 6 meses para el caso de Colombia y México (Gráfico 2). La pausa monetaria también podría llegar a Perú en este mismo horizonte, aunque la magnitud del ajuste se espera más fuerte frente a sus pares.

En ente entorno, la volatilidad implícita en los futuros de las notas del Tesoro de EEUU volvió a repuntar hasta máximos no observados desde el momento de mayor de estrés en la pandemia (Gráfico 3). La desvalorización año corrido de la referencia mundial de los mercados de deuda bordea el 20%, el peor año registrado al menos desde 1928.

Los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU siguieron al alza y volvieron a superar niveles del 4% recientemente (Gráfico 4). Frente a nuestro último informe, las tasas de largo plazo de los Tesoros registraron un aumento de 44 pbs y en lo corrido del año acumulan un incremento de 250 pbs.

Gráfico 5. Diferenciales de tasas de interés de largo plazo



Otros bonos soberanos de mercados desarrollados replicaron esta tendencia (Gráfico 4). En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años se ubican alrededor de 3.94%, pero recientemente alcanzaron niveles no observados desde 2008 del orden de 4.64% como respuesta a las fricciones de política económica mencionadas anteriormente. Asimismo, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, aumentaron 36 pbs y se sitúan en niveles de 2.29%.

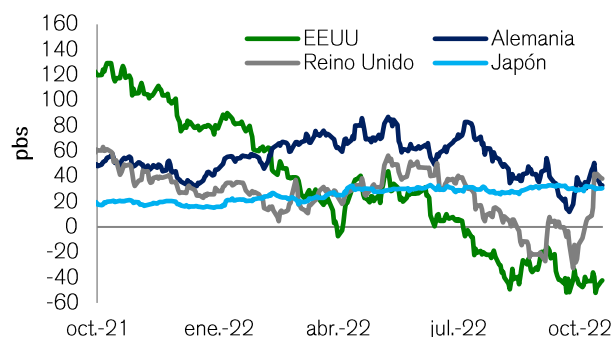
En Japón, las tasas de los bonos a 10 años se mantuvieron estables en 0.25%. En su totalidad, este comportamiento se sigue sustentando por el control de la curva de rendimientos por parte del Banco Central de Japón (BoJ).

Bajo este contexto, los *spreads* de las tasas de interés de largo plazo de las notas del Tesoro contra otros bonos



soberanos de mercados desarrollados se mantuvieron estables. La única excepción en este diferencial se mantiene contra los bonos de Japón (US/JP), el cual continuó al alza durante el último mes y ascendió hasta 375 pbs (Gráfico 5).

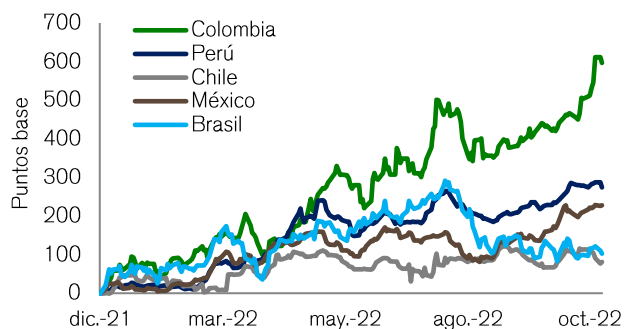
Gráfico 6. Pendiente 10Y-2Y deuda pública avanzados



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En el caso del diferencial contra el bono del Reino Unido (US/UK), y como consecuencia del vertiginoso aumento de los rendimientos de los *gilts* a 10 años, el diferencial se redujo con fuerza hasta valores de 6 pbs (Gráfico 5). Esto se traduce en una fuerte caída de 21 pbs en valor absoluto durante en el último mes.

Gráfico 7. Cambio en tasas bonos 10 años en LATAM



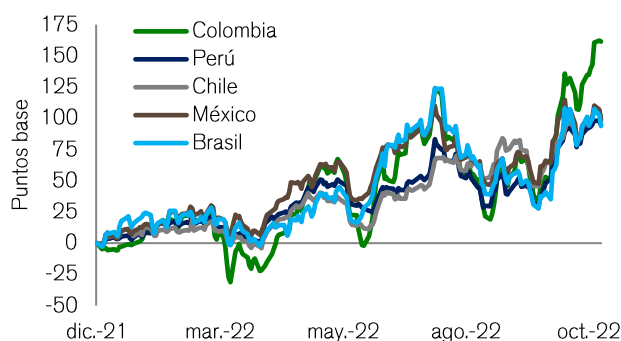
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Por su parte, el comportamiento reciente de las pendientes de las curvas en los mercados avanzados fue mixto. La curva de Tesoros permanece invertida en niveles de -42 pbs (Gráfico 6), lo que sigue reforzando la hipótesis de una recesión en el futuro cercano.

En Europa, el diferencial inter-temporal en Alemania mostró un leve aumento de 11 pbs, mientras que en el Reino Unido ese mismo diferencial se incrementó 42 pbs (Gráfico 6), afectado por la iliquidez reciente del mercado de deuda en ese país. En Japón, la pendiente permaneció relativamente estable.

Los bonos soberanos de largo plazo en LATAM también registraron movimientos al alza, en línea con lo observado en los mercados avanzados. El rendimiento del título a 10 años en Colombia aumentó 171 pbs y fue el más significativo frente a sus pares (Gráfico 7). Otros bonos con el mismo vencimiento de la región que registraron aumentos más moderados fueron México con 55 pbs, seguido por Perú y Chile con 40 y 14 pbs respectivamente. En contraste, en Brasil disminuyeron en 11 pbs.

Gráfico 8. Cambio CDS 5 años LATAM durante 2022



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Lo anterior es consistente con unas primas de riesgo en LATAM (sin Argentina) que volvieron a incrementarse en el último mes. Los CDS a 5 años de Colombia presentaron el mayor incremento del mes con 84 pbs, seguidos del CDS de Brasil, Perú, Chile y México con aumentos de 36, 33, 25 y 17 pbs, en ese mismo orden (Gráfico 8).

Bajo este contexto, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)<sup>1</sup>, en septiembre los flujos de inversión de portafolio hacia emergentes fueron negativos, luego de las significativas entradas registradas el mes anterior. La salida de capitales ascendió a USD 2,900 millones, explicados por

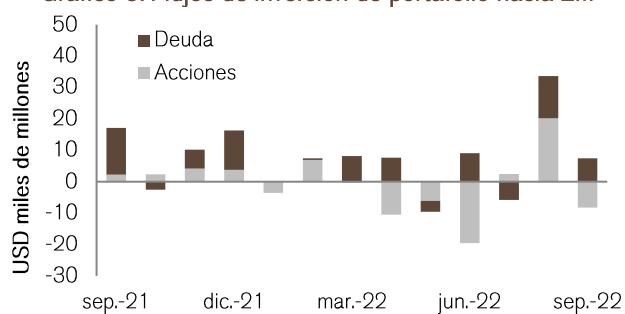
<sup>1</sup> IIF Capital Flows Tracker – October 2022.



un flujo negativo de USD 8,900 millones en acciones que superó el ingreso de USD 6,000 millones registrado en títulos de deuda.

Sin China, la reversión de flujos de mercados emergentes fue de USD 800 millones. Por tipo de activos, en acciones se observaron ventas por USD 8,200 millones, mientras que en los títulos de deuda se registraron compras por USD 7,400 millones (Gráfico 9).

Gráfico 9. Flujos de inversión de portafolio hacia EM\*



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

\*Excluyendo flujos de inversión de portafolio hacia bonos y acciones de China.

De esta forma, el acumulado de 2022 hasta septiembre evidencia un ingreso de flujos de capitales hacia emergentes sin China de USD 18,100 millones. Este resultado es significativamente inferior a los USD 147,600 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2021.

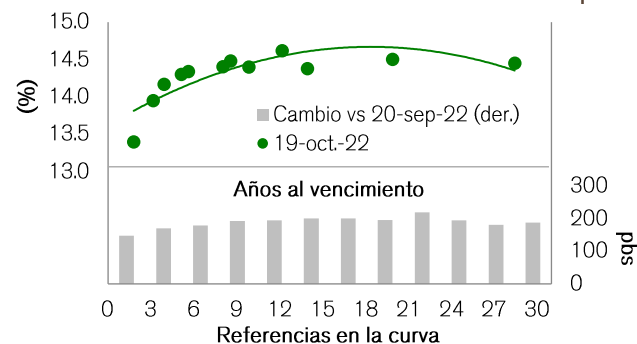


## Mercado local

Adicional a los factores externos explicados en la sección anterior, varios factores de riesgo local exacerbaron el movimiento al alza de la curva de TES en el último mes. En particular, las tasas de interés de los TES de la parte larga de la curva alcanzaron y superaron los niveles de estrés de 14% que habíamos anticipado, aunque en un periodo de tiempo más corto frente al previsto inicialmente (ver “Expectativas de corto plazo” en [IMDP – Septiembre 20 de 2022](#)).

En comparación con el cierre de nuestro último informe, la curva de rendimientos de los TES en pesos, en todo su nivel, se desplazó al alza 155 pbs (Gráfico 10). Lo anterior se dio en medio de un patrón de empinamiento que implicó un aumento de 70 pbs en la pendiente de la curva, la cual retornó recientemente a valores de 122 pbs (Gráfico 11). Así, el movimiento al alza en lo que va corrido de 2022 alcanza los 597 pbs.

Gráfico 10. Evolución reciente de la curva de TES en pesos



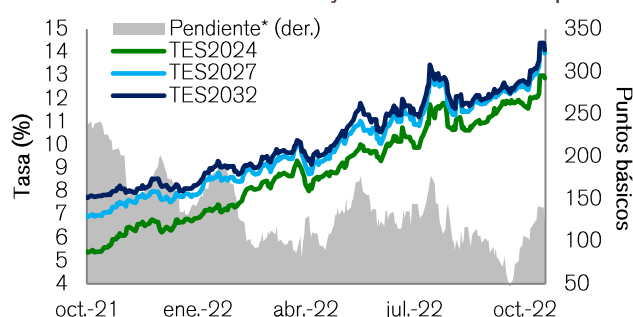
Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Las tasas de los TES de más corto plazo continuaron afectadas por cuenta de las continuas sorpresas inflacionarias de meses recientes y el ajuste natural de expectativas que ello ha significado. En efecto, las tasas implícitas en los swaps de IBR a plazos de 3 a 12 meses se sitúan en promedio en 12.38%, sugiriendo un techo del actual ciclo de política monetaria de BanRep ligeramente superior al 12%.

Otras tasas de interés de corto plazo, como la de los CDTs a 360 días en el mercado de fondos prestables, alcanzaron niveles de 15.16%. Las tasas de los TES a 1 año en la curva cero cupón, aumentaron hasta 12.37%,

mientras que las de los TCO lo hicieron hasta 13% (Gráfico 12).

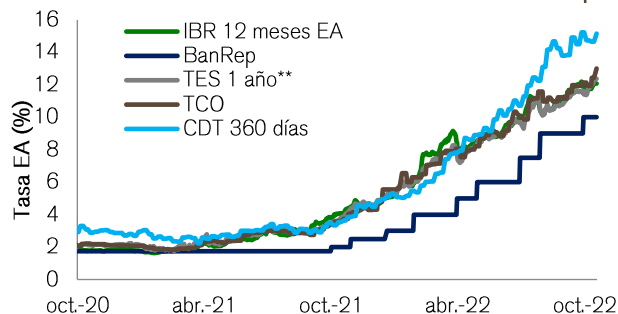
Gráfico 11. Curva TES COP y diferencial intertemporal



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

Así, las tasas de los TES2024 aumentaron 96 pbs, alcanzando un nivel de 12.89%. Es de esperar que las tasas de estos títulos sigan presionadas al alza en la medida que la inflación se mantenga elevada y siga sorprendiendo al alza los estimativos del mercado.

Gráfico 12. Evolución de las tasas de interés de corto plazo



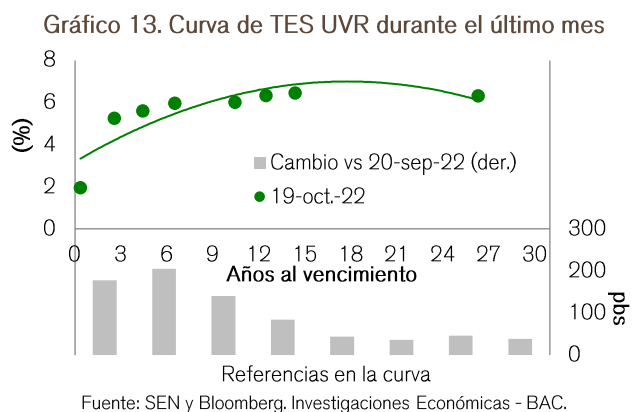
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*\*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

En el nodo de mediano plazo, las desvalorizaciones de los TES fueron de 133 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2025 aumentaron 130 pbs hasta 13.55%, mientras que los de los TES2026, una de las referencias más líquidas de la curva, se incrementaron en 135 pbs hasta 13.73%.

Los TES en pesos del tramo largo de la curva, como lo comentamos anteriormente, registraron las mayores desvalorizaciones del último mes. En promedio, los rendimientos de estos títulos aumentaron 166 pbs, siendo las tasas de interés de los TES2031 las que registraron las mayores alzas con 202 pbs. La referencia natural a 10

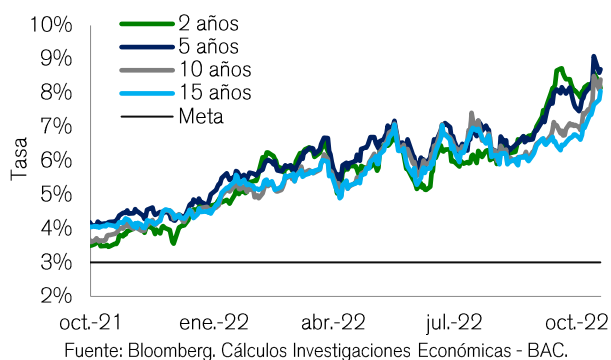


años, los TES2032, exhibió desvalorizaciones de 165 pbs en tasa durante el último mes hasta 14.12%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 14.14%, siendo la de los TES2031 la más alta con un nivel de 14.49%.



Por su parte, la curva de rendimientos de TES UVR presentó un aplanamiento sustentado en aumentos importantes en las tasas de los títulos de la parte corta y media. Las desvalorizaciones de esta curva, en general, fueron limitadas por la reciente sorpresa alcista en el dato de IPC de septiembre (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Octubre 10 de 2022](#)).

**Gráfico 14. Inflaciones implícitas en el mercado de TES**

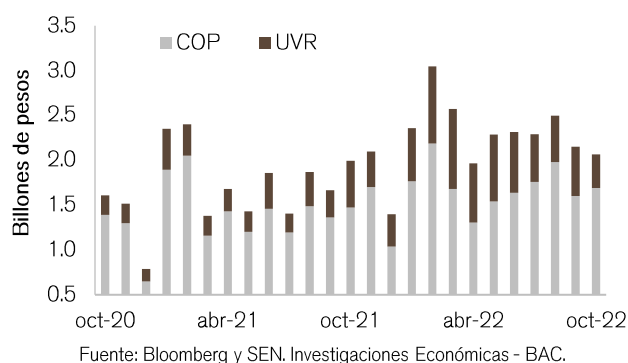


En efecto, los rendimientos de los TESUVR2023, la referencia de la parte corta de la curva, aumentaron hasta niveles de 1.61%, es decir, una desvalorización de 143 pbs frente al cierre de nuestro último informe. Asimismo, en el tramo medio los TESUVR2025 se desvalorizaron 139 pbs hasta 4.58%. En la parte larga de la curva, el movimiento promedio fue de 37 pbs al alza, donde los

rendimientos de los TESUVR2029 se incrementaron 71 pbs hasta niveles de 5.83% (Gráfico 13).

Así, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES aumentó hasta 8.2% en el último mes y se sigue alejando de la meta de 3% del BanRep. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 8.31%, mientras que el promedio de las de 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 7.81% (Gráfico 14). 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, se incrementó hasta valores del orden de 8.43%.

**Gráfico 15. Volumen promedio-día de negociación en SEN**



En este entorno, el volumen diario de negociación de los TES en SEN registró un promedio-día de 2.1 billones de pesos en septiembre, superando los volúmenes registrados durante el mismo mes de 2021 que fueron de 1.7 billones (Gráfico 15). En lo corrido de octubre, el volumen transado en el mercado secundario registra un promedio-día de 2.1 billones de pesos, monto ligeramente superior a los 2 billones de pesos de octubre del año anterior.

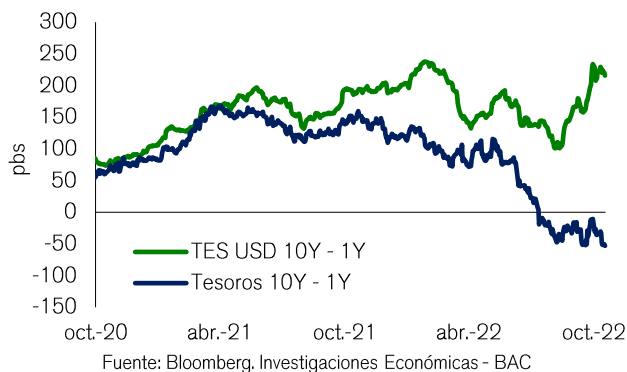
Los TES en pesos que más se han negociado durante octubre son los TES2025, TES2031 y TES2042. Por su parte, los títulos UVR más líquidos, según su volumen de negociación, han sido los TESUVR2025, TESUVR2035 y TESUVR2037.

En los mercados externos, las tasas de interés de los TES en dólares (TESUSD) estuvieron en línea con las dinámicas de la renta fija global y toda la curva registró un desplazamiento al alza promedio de 119 pbs frente a la fecha de nuestro último informe. Lo anterior se dio en



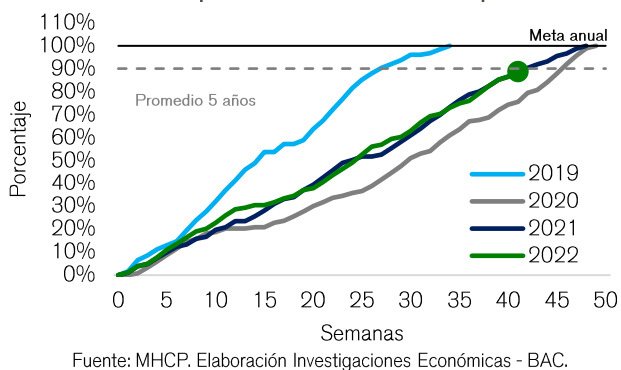
medio de un patrón de empinamiento que aumentó en 45 pbs la pendiente de la curva, en línea con el reciente aumento de la prima de riesgo país, pero en contraste con el comportamiento del *spread* inter-temporal de la curva de Tesoros (Gráfico 16). Este resultado es una clara evidencia de la distorsión por percepción de riesgo-país que enfrentan actualmente los títulos soberanos de Colombia.

Gráfico 16. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva de TESUSD registraron aumentos de 124 y 172 pbs, respectivamente, hasta niveles de 7.27% y 8.51%, en ese mismo orden. En la parte larga de la curva, las tasas de interés se incrementaron en promedio 114 pbs hasta niveles medios de 9%. En los TESUSD2032, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés subieron 130 pbs hasta 8.68%.

Gráfico 17. Cumplimiento de colocaciones por subastas



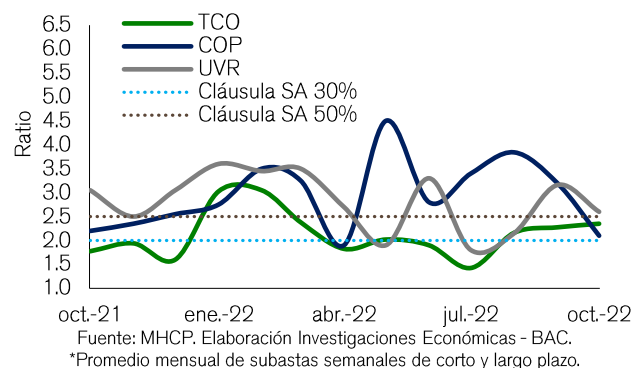
Bajo este contexto, de acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario, el monto total en lo corrido del año hasta el 12 de octubre asciende

a 33.3 billones de pesos, lo que representa un cumplimiento del 88.7% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2022 (37.5 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es ligeramente inferior al 89.2% del cumplimiento acumulado para el mismo periodo de 2021 y al promedio de 90% del mismo horizonte de tiempo para los últimos 5 años (Gráfico 17).

En las subastas competitivas de TES de largo plazo, las colocaciones desde el corte de nuestro último informe fueron de 2.7 billones de pesos, repartidas de la siguiente manera: i) 1.8 billones de pesos de TES COP; y ii) 900 mil millones de pesos en TES UVR. Las colocaciones no competitivas ascendieron a 829 mil millones de pesos.

En el caso de las subastas de TES en pesos, el promedio de las tasas de corte incrementó desde 12.7% en septiembre hasta 13.6% en lo corrido de octubre. En línea con esto, el *bid-to-cover* promedio en septiembre se redujo hasta 3.2 veces, y en lo que va de octubre este ratio se sitúa en 2.1 veces (Gráfico 18).

Gráfico 18. Sobre-demanda en las subastas de TES\*



Las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte en las subastas disminuyeron muy levemente desde 5.73% en septiembre hasta 5.68% en octubre. El *bid-to-cover* de octubre descendió a 2.6 veces, inferior al ratio de 3.2 veces de septiembre, lo que sugiere un menor apetito de los inversionistas por TES cubiertos contra inflación.

Aunque luce contra-intuitivo, esta menor demanda por TES UVR obedece a un contexto generalizado de muy bajo apetito de los inversionistas, a pesar de las recientes sorpresas al alza de la inflación.





Teniendo en cuenta el difícil momento que atraviesa el mercado de deuda pública local, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) decidió finalizar de manera anticipada la emisión primaria de TES de largo plazo a través de subastas para 2022. La medida del MHCP luce apropiada, pues reducir la oferta de títulos en el mercado ayudará a suavizar las presiones alcistas que se han visto sobre los rendimientos de los TES.

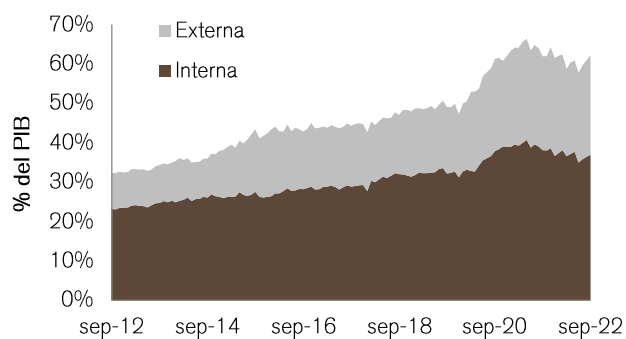
Además, según el comunicado oficial del MHCP, esta medida también se apoya por: i) una sobresaliente dinámica de los ingresos fiscales (principalmente recaudo) y un manejo racional del gasto público, con lo cual las colocaciones a la fecha son suficientes para cubrir las necesidades de caja; y ii) la necesidad de consolidar una deuda menos costosa (en un entorno de tasas locales y externas al alza) y ratificar una senda de deuda pública consistente con la Regla Fiscal.

situó en 62.1%, el nivel más alto desde el pasado mes de febrero.

El saldo de la deuda interna se sitúa en un 37% del PIB y aumentó muy ligeramente frente a los valores de meses pasados. Por su parte, la proporción de la deuda externa aumentó hasta 25.2% (Gráfico 19), la más alta desde noviembre del año pasado y que sigue aumentando como consecuencia de la depreciación nominal de la tasa de cambio.

La distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 59.5% del saldo total, siendo de las más bajas de los últimos 15 años. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, se mantiene alta en niveles que bordean el 40.5%. Esta distribución de deuda interna-externa aún se sitúa lejos del óptimo de 70%-30% al que el Gobierno espera llevarla gradualmente en el futuro cercano.

Gráfico 19. Saldo de la deuda bruta total del GNC



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Con respecto a las subastas de TES de corto plazo (TCO), desde la última publicación de este informe se colocaron 1.13 billones de pesos, con lo cual el acumulado de 2022 asciende a 11.5 billones de pesos. Como lo describimos anteriormente, las tasas de corte de estos títulos aumentaron hasta niveles de 12.43%. Respecto a su demanda en mercado primario, el *bid-to-cover* en septiembre fue de 2.3 veces y en octubre se sitúa en un promedio de 2.1 veces (Gráfico 18).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de septiembre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los 821 billones de pesos. Como porcentaje del PIB nominal, según nuestros cálculos, el saldo de la deuda se



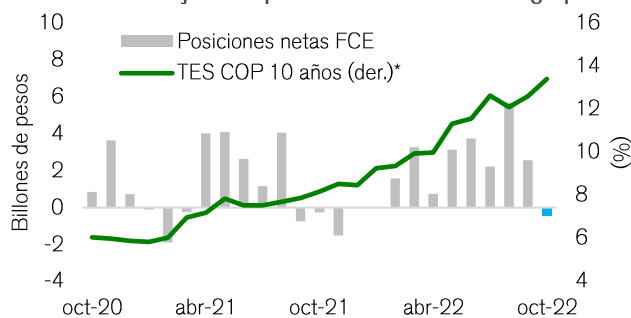
## Inversión extranjera y liquidez

De acuerdo con las cifras disponibles de balanza cambiaria al 30 de septiembre, los flujos de inversión de portafolio en el último mes fueron positivos por USD 121 millones. Así, la entrada neta de inversión de portafolio al mercado local asciende, en lo corrido del año, a USD 2,714 millones, por encima del ingreso neto del mismo periodo de 2021 de USD 1,464 millones.

En línea con lo anterior, las cifras del perfil de tenedores de TES, que publica el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), mostraron que en septiembre los Fondos de Capital Extranjero (FCE) fueron compradores netos por décimo mes consecutivo y aumentaron sus posiciones en 2.6 billones de pesos. Las compras totales en lo corrido de 2022 ascienden a 23 billones de pesos y el saldo de tenencias netas de los FCE registra los 121.5 billones de pesos, por lo que continúan siendo los mayores tenedores de TES con una participación de 27.2% del saldo total de la deuda interna.

De acuerdo con algunas estimaciones de agentes del mercado, en lo corrido de octubre el apetito de los FCE por TES locales se estaría deteriorando significativamente con ventas que acumulan cerca de 424 mil millones de pesos (Gráfico 20).

Gráfico 20. Flujos compra-venta FCE vs TES largo plazo



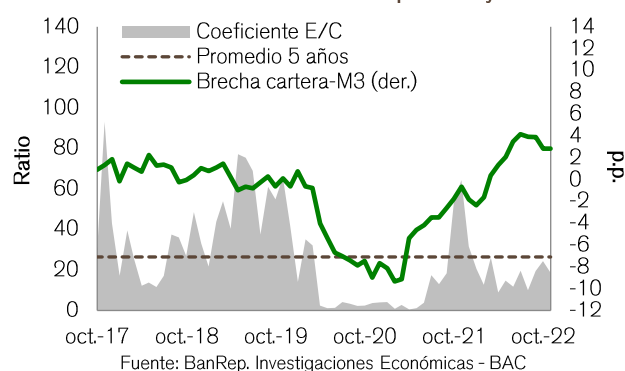
Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Rendimiento de los TES a 10 años en la curva cero cupón.

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC), los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 26.2% del saldo total de la deuda interna, compraron en septiembre 1.4 billones de pesos. En contraste, los Bancos Comerciales vendieron 3.2 billones

de pesos y su participación sobre el total descendió a 13.4%.

El MHCP, por su parte, realizó ventas por 900 mil millones de pesos, concentradas principalmente en TES UVR por 800 mil millones de pesos. En contraste con lo anterior, BanRep realizó compras definitivas de TES por 3.8 billones de pesos, las más altas desde octubre de 2021. En el acumulado del 2022, las compras de BanRep ascienden a 7.2 billones de pesos.

Gráfico 21. Relación recursos de expansión y contracción



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

Las necesidades de liquidez del sistema siguen aumentando. La demanda de recursos de expansión en BanRep registró un promedio-día de 14.8 billones de pesos en septiembre y en lo corrido de octubre se ha incrementado hasta un promedio-día de 18.4 billones de pesos. El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor también ha aumentado hasta 19 billones de pesos, con una utilización que ha bordeado el 80% y es superior al porcentaje utilizado en septiembre (71%). Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización relativamente baja (3%).

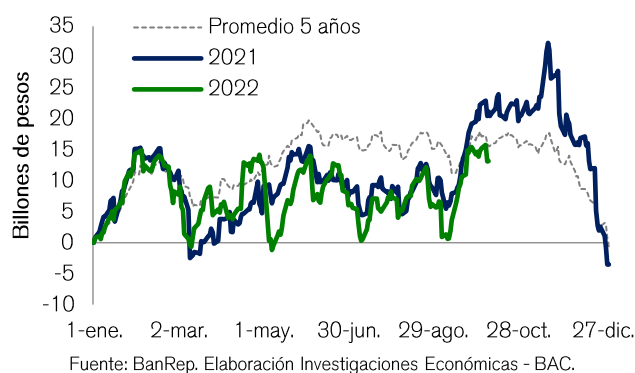
Por su parte, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción alcanzó en septiembre un promedio de 606 mil millones de pesos diarios. En lo corrido de octubre, dicho promedio se sitúa en 1.2 billones de pesos, registros que representan los montos más altos desde marzo de 2021.

De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión/contracción (Coeficiente E/C) ha disminuido hasta 18.5 veces en octubre, por debajo del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 21). Esto es consistente con



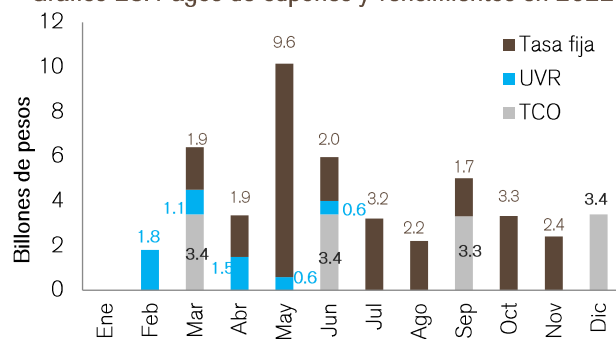
unas condiciones de liquidez que permanecen adecuadas, en buena medida gracias a la intervención del BanRep en el mercado a través de compras definitivas de TES.

Gráfico 22. Cambio año corrido depósitos de la DTN



Por otra parte, de acuerdo con las cifras consolidadas de la DIAN, el recaudo en agosto fue de 15.7 billones de pesos, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada por la DIAN para todo 2022 asciende a 77.2%. Frente al mismo periodo acumulado de 2021, la dinámica del recaudo total registra un muy buen desempeño con un crecimiento del 36.8% (cerca de un 23.4% en términos reales).

Gráfico 23. Pagos de cupones y vencimientos en 2022



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 GNC, registró un incremento año corrido de 13.2 billones de pesos al corte del 7 de octubre. Sin embargo, esta cifra es inferior en 8 billones de pesos frente al acumulado del mismo periodo del año pasado y también a los 15.6 billones de pesos del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 22).

Esperamos que las condiciones de liquidez en el futuro cercano permanezcan en niveles adecuados, pese a las presiones derivadas de la dinámica de la cartera de créditos del sistema y el estrés reciente del mercado de deuda pública.

Creemos que la intervención de BanRep en el mercado, a través de compras definitivas de TES, continuará en el corto plazo. Sumando el anuncio del MHCP de finalizar las colocaciones primarias de TES, lo anterior contribuirá positivamente en las condiciones de liquidez del mercado de deuda pública local.

Para noviembre, la liquidez además se verá favorecida por los 2.4 billones de pesos que entrarán al sistema financiero asociados a: i) 1.2 billones de pesos del pago de cupón de los TES2027 el próximo 3 de noviembre; y ii) 1.2 billones de pesos del cupón de los TES2025 el 26 de noviembre (Gráfico 23).

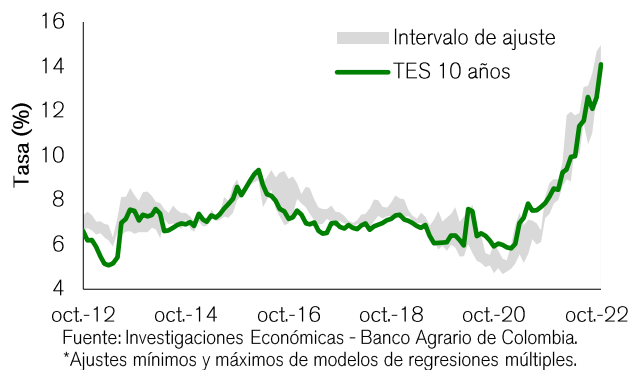


## Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados emergentes, se mantiene como una de las inversiones de mayor riesgo-rentabilidad implícita. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años aumentó ligeramente hasta 1.3% y se sitúa por encima de la tasa promedio de -1.7% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que se mantiene históricamente alta y cerca de 142 pbs por encima de la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, los resultados de septiembre sitúan a Colombia por encima de la frontera de eficiencia, algo que también se observa para los títulos de deuda pública de Sudáfrica y Brasil.

Gráfico 24. Niveles justos de los TES de largo plazo\*



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 TES disminuyó ligeramente hasta 5.7%, aunque permanece muy por encima de la media muestral de 2.7%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 2.8 p.p., también superando ampliamente el nivel promedio de muestra de 1.4 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos de los TES en pesos estaría sobrevendida en los títulos de medio y largo plazo cerca de 5 pbs, en promedio. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere niveles de entrada,

especialmente en los TES2026 y TES2027 con un espacio de valorización de 18 pbs en promedio en estos títulos.

En la curva de TES UVR, según lo sugieren las medidas técnicas de reversión a la media, la curva en el tramo medio y largo tendría un margen de valorización de 18 pbs, consistente con unas mayores expectativas de inflación. El modelo de eficiencia-duración sugiere niveles de entrada en los TESUVR2025, TESUVR2027 y TESUVR2029, con un espacio de valorización del orden de 73 pbs.

Para el caso de los TES en dólares, las estimaciones por reversión a la media sugieren un margen de valorización, en promedio, de 6 pbs. La frontera de eficiencia-duración destaca TESUSD2026, TESUSD2027 y TESUSD2029 como los bonos con mayor espacio de valorización, con un promedio cercano a los 53 pbs.

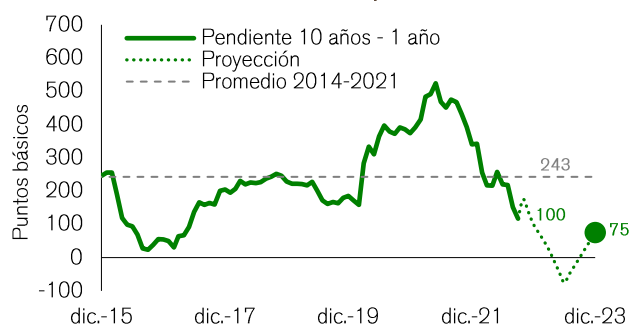
De acuerdo con los mejores modelos econométricos de ajuste estructural de los rendimientos de largo plazo de los TES en pesos (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), los niveles justos de los TES a 10 años se estiman cerca de 13.74% (Gráfico 24). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2032 cotizan por encima del 14%, lo anterior justifica una oportunidad de compra interesante en los TES de largo plazo con un margen de hasta 36 pbs de valorización.



## Expectativas de corto plazo

Múltiples factores estructurales e internos continuarán presionando al alza la curva de rendimientos de los TES. Consideramos que el aplanamiento de meses recientes puede revertirse temporalmente, en la medida que la percepción de riesgo-país se siga deteriorando a la velocidad del último mes y afectando al alza las tasas de interés de los TES de la parte larga de la curva, que son las más sensibles a esta medida idiosincrática de riesgo.

Gráfico 25. Diferencial intertemporal curva TES COP\*



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Diferencial calculado con los rendimientos de la curva cero cupón.

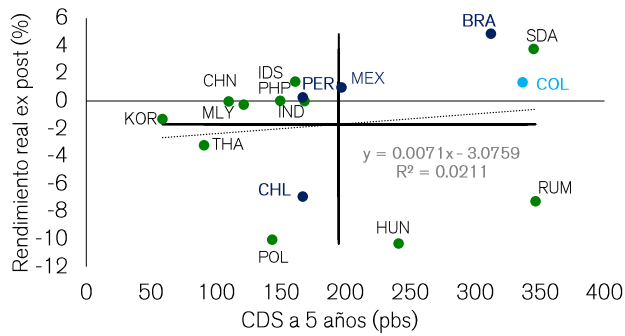
Mantenemos nuestra expectativa de una inversión de la curva, pero ahora hacia 2T23, lo cual es 3-6 meses más adelante en el tiempo frente al periodo inicial que preveíamos para dicha inversión. En este sentido, el diferencial de la curva alcanzaría niveles de -25 pbs (Gráfico 25).

De esta forma, revisamos a la baja nuestras estimaciones de cierre de año para el tramo corto de la curva de TES en pesos y ahora esperamos niveles objetivo de 13.5% para los TES2024. Para los TES2032, ahora esperamos niveles objetivo de 14.5%.

Para la curva de TES UVR, seguimos considerando un margen de valorización más atractivo frente al que ofrece en el muy corto plazo la curva de TES en pesos, especialmente en el tramo corto de la curva. En particular, considerando una probabilidad alta de nuevas sorpresas en los datos de IPC (ver "Precios y política monetaria" en [IMCE – Octubre 10 de 2022](#)), la demanda sobre TESUVR2023 debería fortalecerse y llevar los rendimientos de estos títulos a niveles cercanos a 0.5%.

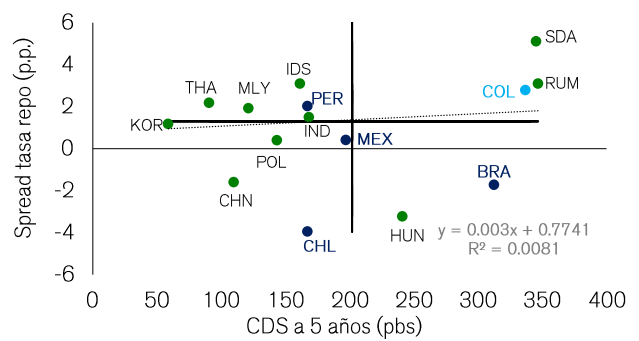


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



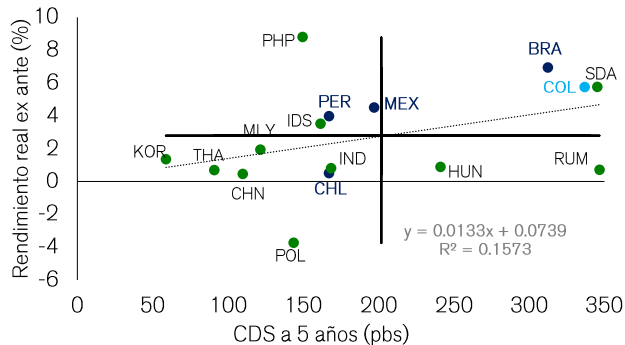
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



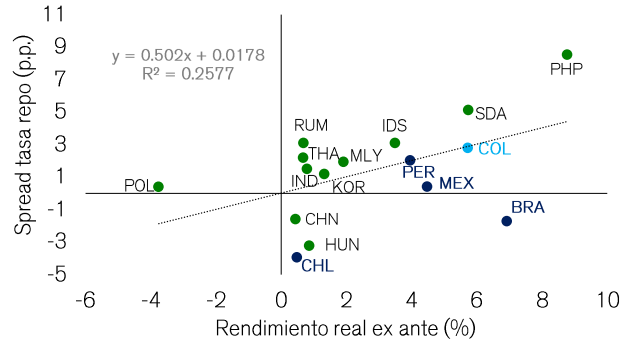
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



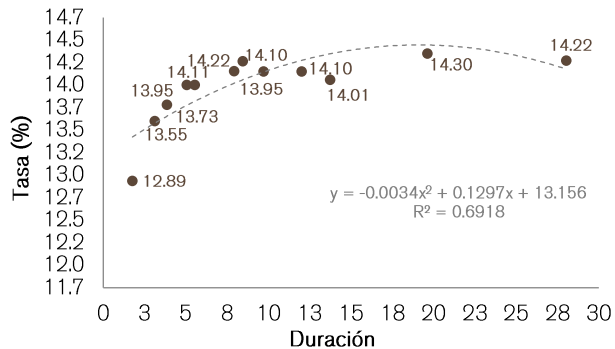
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



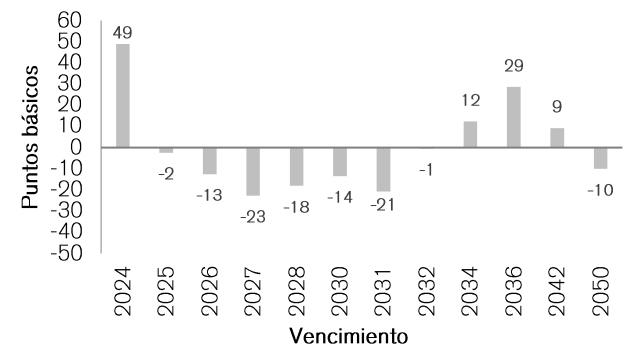
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

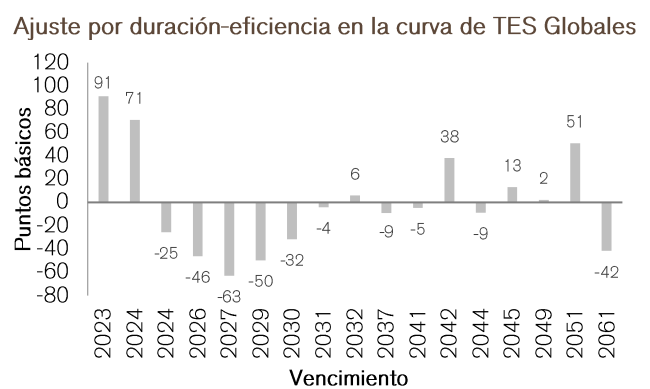
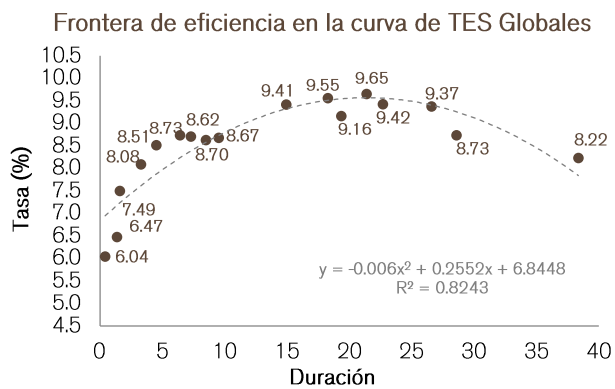
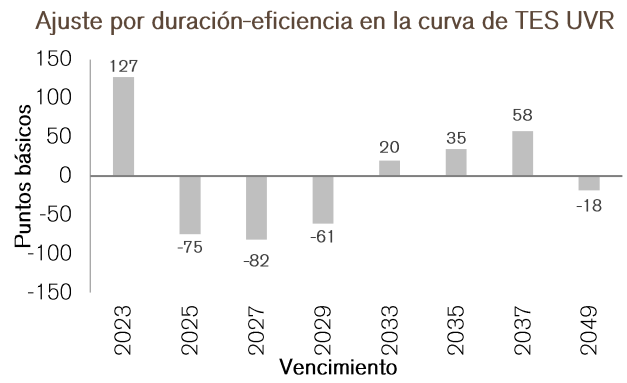
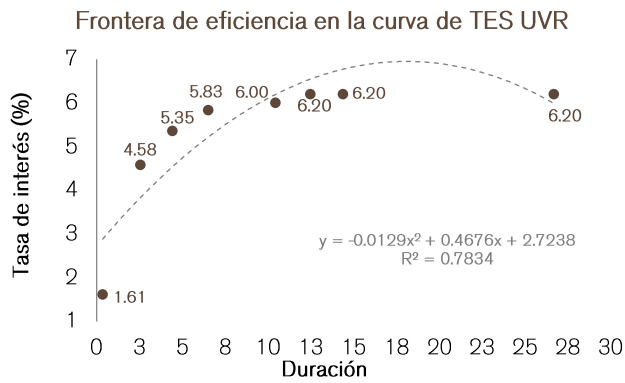


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

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



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC





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	1.5	12.89	98	606	731	
TFIT08261125	nov-25	6.250	2.4	13.55	135	615	714	
TFIT16080826	ago-26	7.500	3.0	13.73	140	609	701	
TFIT08031127	nov-27	5.750	3.6	13.95	164	611	688	
TFIT16280428	abr-28	6.000	4.0	13.95	161	601	673	
TFIT16180930	sep-30	7.750	5.1	14.11	163	597	656	
TFIT16260331	mar-31	7.000	5.1	14.08	161	588	634	
TFIT16300632	jun-32	7.000	5.7	14.10	160	585	627	
TFIT16181034	oct-34	7.250	6.4	14.10	167	578	616	
TFIT16070936	jul-36	6.250	6.8	14.01	161	565	590	
TFIT280542	may-42	9.250	6.4	14.30	160			
TFIT260950	oct-50	7.250	6.4	14.22	166	569	595	

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	0.3	1.61	138	82	57	
TUVT11070525	may-25	4.750	2.3	4.58	135	243	248	
TUVT11170327	mar-27	3.500	3.9	5.35	115	255	283	
TUVT10180429	abr-29	3.300	5.7	5.83	74	265	280	
TUVT20250333	mar-33	2.250	8.2	6.00	55	242	227	
TUVT20040435	abr-35	3.000	8.7	6.20	26	244	237	
TUVT25022537	feb-37	4.750	9.8	6.20	23	237	228	
TUVT20040649	jun-49	4.000	14.3	6.20	28	229	219	

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	0.4	6.04	132	447	478	
COLGLB24	may-24	4.000	1.5	6.47	90	430	476	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.8	8.08	179	492	554	
COLGLB27	abr-27	3.875	3.8	8.51	186	481	551	
COLGLB29	mar-29	4.500	5.0	8.73	177	463	522	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.2	8.67	151	423	476	
COLGLB37	sep-37	7.375	8.2	9.41	129	365	430	
COLGLB41	ene-41	6.125	8.7	9.55	118	371	441	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.1	9.16	116	370	437	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.1	9.42	115	367	436	
COLGLB49	may-49	5.200	10.3	9.37	110	362	431	

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.

---