



Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los mercados de deuda a nivel mundial han registrado un comportamiento favorable en semanas recientes, motivados por las señales evidentes de estabilización en la inflación de EEUU y el tono más moderado en el lenguaje de algunos faros monetarios del mundo. Los mercados de LATAM no han sido ajenos a esta coyuntura y también han registrado valorizaciones importantes.*
- *En este entorno, los TES en pesos se valorizaron con fuerza durante el último mes. Los rendimientos de la curva han retornado hacia niveles del 13%, luego de alcanzar máximos históricos a finales de octubre. Buena parte de esta corrección es coherente con una reducción significativa de la prima de riesgo-país y unas condiciones del mercado que se han suavizado.*
- *La curva de rendimientos de TES UVR presentó un ligero empujamiento, sustentado por caídas importantes en las tasas de los títulos de la parte corta. La curva de TES en dólares registró un aplanamiento apoyado por el comportamiento de la deuda pública internacional y por una menor percepción riesgo-país.*
- *Los volúmenes en el mercado secundario han aumentado en noviembre y las horquillas se han cerrado, en línea con un comportamiento menos errático del mercado durante las últimas semanas. La dinámica del endeudamiento público como proporción del PIB aumentó en octubre.*
- *El choque especulativo de octubre vino de la mano con ventas fuertes de los inversionistas extranjeros, cuya demanda se habría mantenido débil en noviembre, según cálculos preliminares. Diferentes estimaciones sugieren niveles de sobreventa de los TES en pesos, especialmente en el tramo medio y largo de la curva de rendimientos.*

CONTENIDO

Contexto internacional	2
Mercado local	6
Inversión extranjera y liquidez	9
Aspectos técnicos	11
Expectativas de corto plazo	12

Gabriel F. Granados.

P.S. – Mercados Financieros

gabriel.granados@bancoagrario.gov.co

Camila Martinez K.

Profesional Universitario

camila.martinez@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto.

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

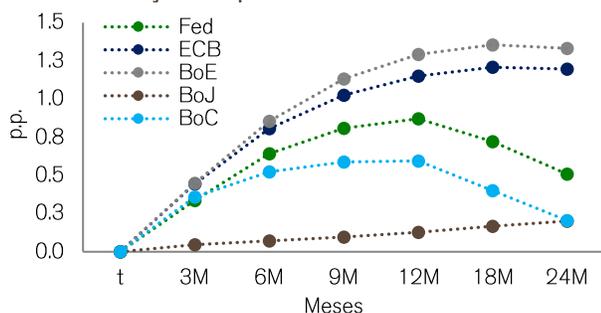


Contexto internacional

En medio de un continuo deterioro de la actividad económica global, en algunos países las señales de que la inflación ya alcanzó un techo se han fortalecido (ver "Contexto externo" en [IMCE – Noviembre 11 de 2022](#)). Las expectativas de un fin cercano del endurecimiento monetario de varios bancos centrales también han ganado terreno en consecuencia, aliviando de esta forma presiones para los mercados financieros en general. Naturalmente, los activos de renta fija no fueron ajenos a este entorno y registraron valorizaciones importantes en el balance.

En nuestra opinión, los mercados ya tienen descontado en buena parte del mundo el ciclo completo de aumentos de tasas de interés de los bancos centrales. La única excepción es Europa, donde la incertidumbre inflacionaria alrededor del conflicto entre Rusia y Ucrania, y los efectos del invierno sobre los precios de los energéticos, todavía es elevada. En este sentido, creemos que incrementos adicionales de tasas de política monetaria en el futuro cercano no deberían generar presiones significativas sobre las curvas de rendimientos.

Gráfico 1. Ajuste implícito tasas de Bancos Centrales*



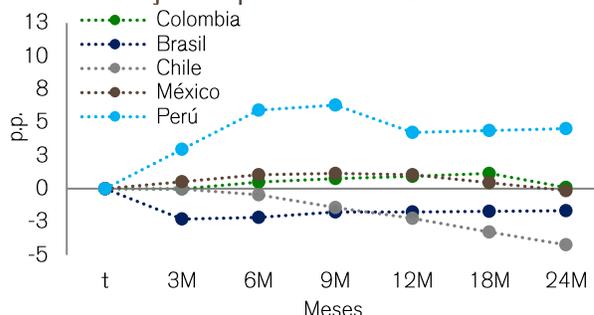
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

En EEUU, la Fed elevó nuevamente en 75 pbs su tasa de referencia durante la reunión de noviembre hasta 3.75% - 4%, un nivel máximo no visto desde 2007. El emisor reconoció que la postura monetaria es lo suficientemente restrictiva para retornar la inflación al 2% y al mismo tiempo abrió la puerta a una moderación en el ritmo de ajustes de tasas tan pronto como la próxima reunión del mes de diciembre.

Los mercados anticipan un aumento de 50 pbs en la tasa de interés de la Fed durante su reunión de diciembre y un pico en el rango 5% - 5.25%, algo que ocurriría hacia el mes de mayo de 2023 y que se encuentra ligeramente sobre 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](#)).

También esperamos que, a partir de los primeros meses del próximo año, la Fed modere el ritmo mensual de los ajustes de tasas de interés a 25 pbs hasta alcanzar el techo de 4.75% - 5%. Anticipamos que este nivel de tasas se prolongaría durante la mayor parte del 2023.

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.

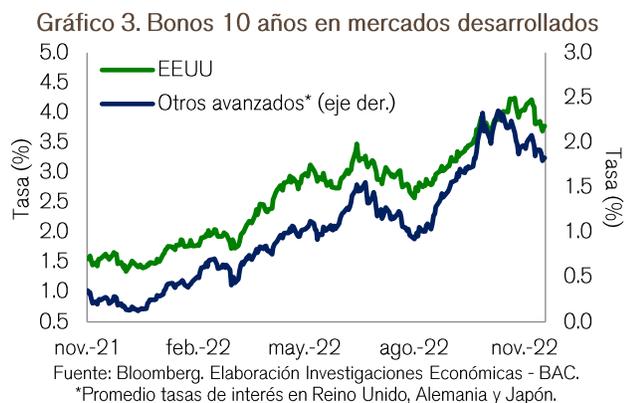
En Europa, la inflación no da tregua y ha vuelto a anotar máximos históricos, presionando a los faros monetarios de la región a seguir endureciendo sus posturas de política. En efecto, el Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) y el Banco de Inglaterra (BoE) aumentaron sus tasas de referencia en 75 pbs hasta niveles del 2% y 3%, respectivamente, siendo los niveles más altos desde 2009 y 2008, en ese mismo orden.

El Banco de Canadá (BoC) ha sido el primero de los referentes mundiales de política monetaria que ya comenzó a moderar la magnitud del ajuste, y en su última reunión aumentó los tipos en 50 pbs hasta 3.75%. Por su parte, el Banco de Japón (BoJ) mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia.

De esta forma, las tasas implícitas en los mercados monetarios de las economías avanzadas sugieren incrementos adicionales durante los siguientes 6 a 12 meses (Gráfico 1). Los ajustes más significativos se

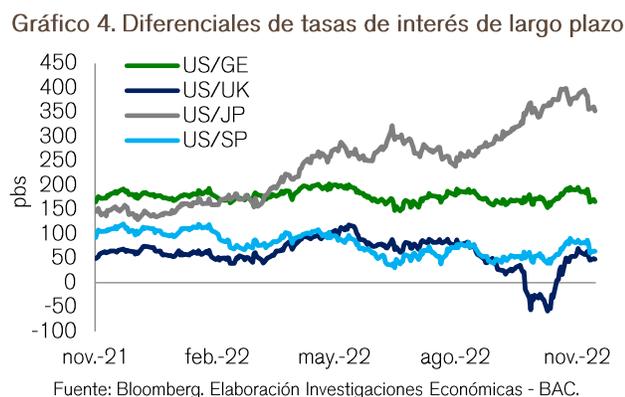


descuentan para el caso del BoE y el ECB, donde el riesgo de estanflación sigue aumentando.



En LATAM, la dirección de la política monetaria continuó ajustándose hacia terreno más contractivo, en el balance. No obstante, en algunos casos los incrementos de tasas de interés se han ido moderando e incluso en otros ya se frenaron.

El banco central de México elevó en 75 pbs su tasa de referencia hasta 10% en el último mes, mientras que el banco central de Perú lo hizo en 25 pbs hasta 7.25%. Los emisores de Chile y Brasil, según su calendario monetario, no tomaron decisiones de tasas de interés.

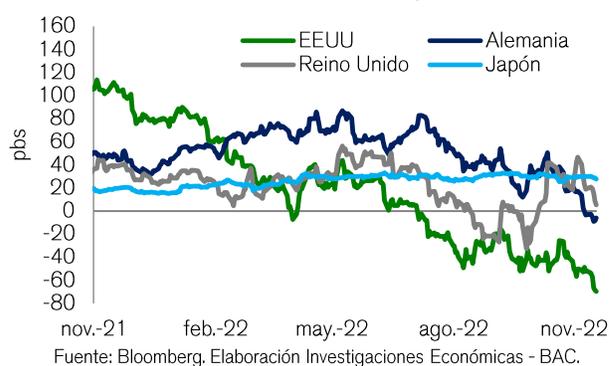


Las expectativas de tasas de política en la región, implícitas en los mercados, sugieren que el fin del actual ciclo monetario estaría muy próximo en el caso de México y Colombia (Gráfico 2). Para el caso de Brasil y Chile se descuentan, por el contrario, recortes en los tipos de política monetaria en plazos de 3 a 6 meses.

Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU descendieron a niveles cercanos al 3.82% recientemente (Gráfico 3). Frente a nuestro último informe, las tasas de largo plazo de los Tesoros registraron reducciones de 31 pbs. En lo corrido del año, el movimiento acumulado ha sido alcista en 231 pbs.

Otros bonos soberanos de mercados desarrollados también siguieron esta tendencia (Gráfico 3). En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años se ubican alrededor de 3.22%, retrocediendo 142 pbs desde los máximos registrados en octubre por cuenta de la incertidumbre política. Asimismo, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, bajaron 37 pbs y se sitúan en niveles de 2.01%.

Gráfico 5. Pendiente 10Y-2Y deuda pública avanzados



En Japón, las tasas de los bonos a 10 años se mantienen estables alrededor de 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) y la pasividad en su postura de política monetaria.

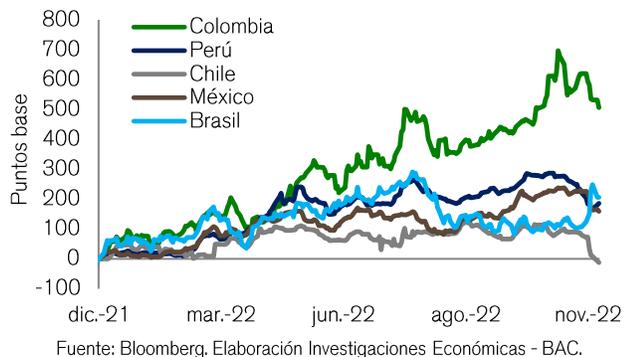
Los *spreads* de las tasas de interés de largo plazo de las notas del Tesoro contra otros bonos soberanos de mercados desarrollados registraron movimientos mixtos. Contra los bonos de Japón (US/JP), el diferencial se redujo cerca de 35 pbs hasta niveles de 353 pbs (Gráfico 4).

Frente a los títulos de deuda en Europa, los diferenciales aumentaron 15 pbs en promedio, donde el mayor



incremento se presentó en el *spread* contra el bono del Reino Unido (US/UK) con 29 pbs (Gráfico 4).

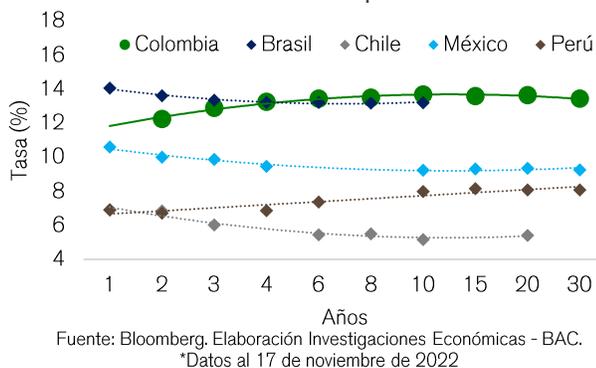
Gráfico 6. Cambio en tasas bonos 10 años en LATAM



En términos de sus pendientes, las curvas en los mercados avanzados se siguen aplanando en general. La curva de Tesoros permanece invertida en niveles de -70 pbs (Gráfico 5), lo que sigue reforzando la hipótesis de una recesión en el futuro cercano.

En Europa, el diferencial inter-temporal en Alemania y el Reino Unido exhibió descensos de 35 y 32 pbs, respectivamente. La curva de deuda pública en Alemania entró a terreno negativo por primera vez desde 2008, alcanzando niveles de -6 pbs (Gráfico 5) y alimentando también el riesgo de recesión. En Japón, la pendiente permaneció relativamente estable.

Gráfico 7. Curvas de deuda pública en LATAM*

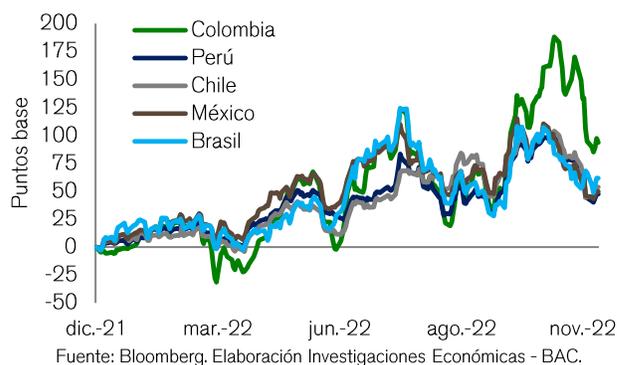


Los bonos soberanos de largo plazo en LATAM registraron movimientos mixtos. El rendimiento del título a

10 años en Brasil aumentó 120 pbs y fue el único que aumentó frente a sus pares (Gráfico 6), presionado por los recientes resultados electorales en ese país. El resto de los bonos con el mismo vencimiento en la región registraron fuertes descensos en sus rendimientos, liderados por el título de Colombia con una caída de 110 pbs. La deuda pública en Chile, Perú y México registró valorizaciones en tasa de 100, 67 y 65 pbs, respectivamente.

Vale la pena resaltar que, aunque el nivel de la curva de deuda pública de Colombia continúa siendo el más alto de la región, el diferencial frente a Brasil se ha reducido significativamente frente a lo observado en semanas previas (Gráfico 7).

Gráfico 8. Cambio CDS 5 años LATAM durante 2022



Lo anterior es consistente con unas primas de riesgo en LATAM (sin Argentina) que registraron reducciones significativas en el último mes. Los CDS a 5 años de Colombia presentaron la mayor corrección con una caída de 76 pbs, seguidos del CDS de México, Chile, Perú y Brasil con reducciones de 50, 49, 48 y 33 pbs, respectivamente (Gráfico 8).

En este entorno, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)¹, en octubre los flujos de inversión de portafolio hacia emergentes fueron positivos, luego de las salidas registradas el mes anterior. La entrada de capitales ascendió a USD 9,200 millones, explicados por el ingreso de USD 1,700 millones en

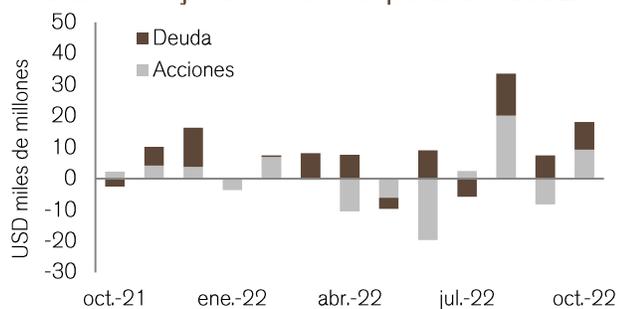
¹ IIF Capital Flows Tracker – November 2022.



acciones y de USD 7,600 millones registrado en títulos de deuda.

Sin China, el ingreso de flujos hacia mercados emergentes fue de USD 18,000 millones, el más alto desde el pasado mes de agosto. Por tipo de activos, en acciones se observaron compras por USD 9,300 millones, mientras que en los títulos de deuda las compras ascendieron a USD 8,800 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.

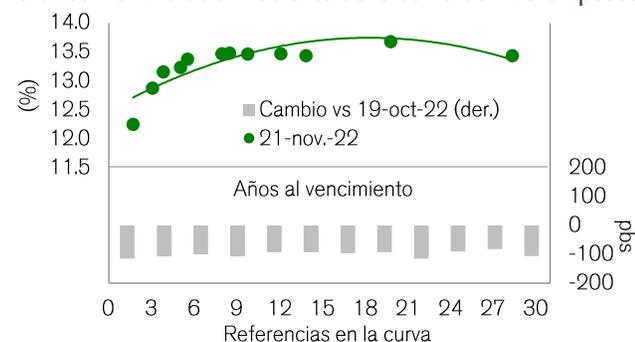
De esta forma, el acumulado de 2022 hasta octubre evidencia un ingreso de flujos de capitales hacia emergentes sin China de USD 36,100 millones. Este resultado es significativamente inferior a los USD 147,400 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2021.



Mercado local

En línea con el contexto internacional, los TES registraron valorizaciones importantes durante el último mes, luego del fuerte estrés de octubre donde los rendimientos de los títulos registraron máximos históricos como consecuencia de choques idiosincráticos (ver “Mercado local” en [IMDP – Octubre 19 de 2022](#)).

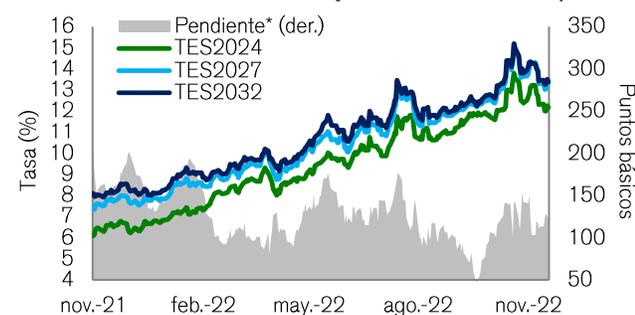
Gráfico 10. Evolución reciente de la curva de TES en pesos



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

En comparación con el cierre de nuestro último informe, la curva de rendimientos de los TES en pesos, en todo su nivel, se desplazó a la baja 104 pbs (Gráfico 10). Lo anterior se dio en medio de un patrón de empinamiento que implicó un aumento de 27 pbs en la pendiente de la curva, la cual se elevó hasta niveles de 127 pbs (Gráfico 11). Así, el movimiento al alza en toda la curva, en lo que va corrido de 2022, alcanza los 539 pbs.

Gráfico 11. Curva TES COP y diferencial intertemporal



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

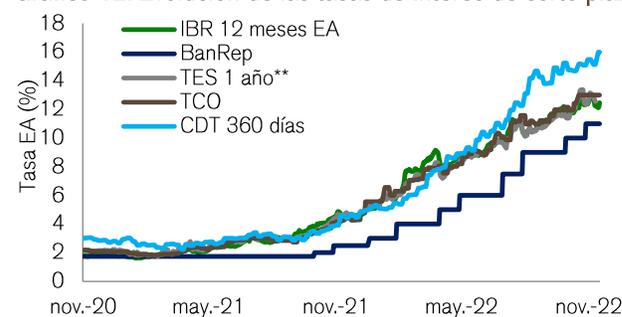
Las tasas de los TES de más corto plazo fueron las más favorecidas, pese a la sorpresa inflacionaria del último mes y el continuo ajuste de expectativas de tasas de

interés de política monetaria que ello ha significado. En efecto, las tasas implícitas en los *swaps* de IBR a plazos de 3 a 12 meses aumentaron 31 pbs y se sitúan en promedio en 12.69%, sugiriendo un techo del actual ciclo de política monetaria de BanRep entre 12.5 y 12.75%.

Otras tasas de interés de corto plazo, como la de los CDTs a 360 días en el mercado de fondos prestables, se incrementaron hasta niveles de 15.98%. Las tasas de los TES a 1 año en la curva cero cupón también aumentaron hasta 12.54% (Gráfico 12).

Así, las tasas de los TES2024 disminuyeron 125 pbs, alcanzando un nivel de 12.15%. Es de esperar que las valorizaciones de estos títulos estén muy limitadas en la medida que la inflación siga sorprendiendo al alza los estimativos del mercado y afectando las expectativas de corto plazo en el 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.

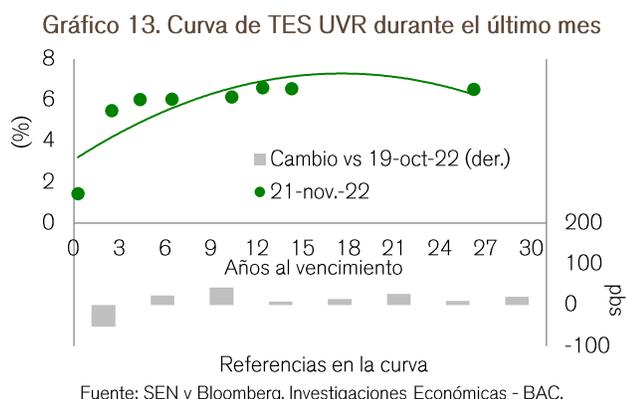
En el nodo de mediano plazo, las valorizaciones de los TES fueron de 108 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2025 bajaron 107 pbs hasta 12.88%, mientras que los de los TES2026, una de las referencias más líquidas de la curva, bajaron en 109 pbs hasta 13.08%.

Los rendimientos de los TES en pesos del tramo largo de la curva disminuyeron 101 pbs, siendo las tasas de interés de los TES2034 las que registraron las mayores caídas con 122 pbs. Los rendimientos de la referencia natural a 10 años, los TES2032, se redujeron en 98 pbs durante el último mes hasta 13.42%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 13.42%.

En contraste, la curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento al alza en promedio de 9 pbs,

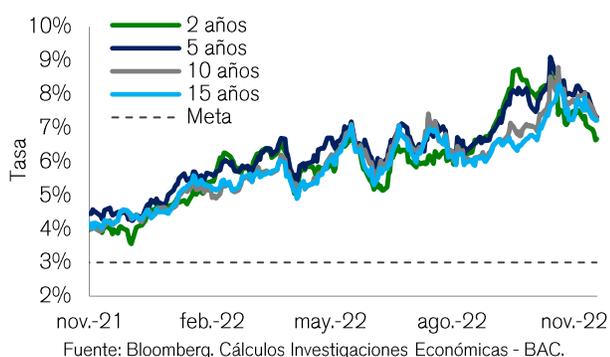


donde las mayores desvalorizaciones se presentaron en el tramo medio y largo de la curva. La parte corta por su parte se valorizó, favorecida por la reciente sorpresa alcista en el dato de IPC de octubre y la mayor demanda de TES contra inflación (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Noviembre 11 de 2022](#)).



En efecto, los rendimientos de los TESUVR2023, la referencia de la parte corta de la curva, disminuyeron hasta niveles de 1.3%, es decir, una valorización de 65 pbs frente al cierre de nuestro último informe. En el tramo medio, los TESUVR2025 se desvalorizaron 25 pbs hasta 5.5%. En la parte larga de la curva, el movimiento promedio fue de 12 pbs al alza, donde los rendimientos de los TESUVR2029 aumentaron 9 pbs hasta niveles de 6.05% (Gráfico 13).

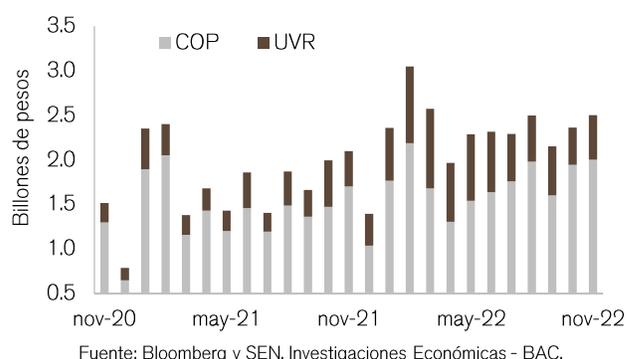
Gráfico 14. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



Así, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se redujo hasta 7% en el último mes, aunque permanece muy por encima de la meta de 3% del BanRep. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en

6.65%, mientras que el promedio de las de 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 7.11% (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 redujo hasta valores del orden de 8.42%.

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 2.4 billones de pesos en octubre, superando los volúmenes registrados durante el mismo mes de 2021 que fueron de 2 billones (Gráfico 15). En lo corrido de noviembre, el volumen transado en el mercado secundario registra un promedio-día de 2.4 billones de pesos, que supera los 2.1 billones de pesos de noviembre del año anterior.

Los TES en pesos que más se han negociado en noviembre son los TES2024, TES2025 y TES2031. Por su parte, los títulos UVR más líquidos, según su volumen de negociación, han sido los TESUVR2025, TESUVR2029 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 a la baja de 135 pbs, en promedio, frente a la fecha de nuestro último informe. La pendiente de la curva disminuyó en 133 pbs, consistente con la reciente caída de la prima de riesgo país y con el comportamiento del *spread* inter-temporal de la curva de los Tesoros en EEUU (Gráfico 16).

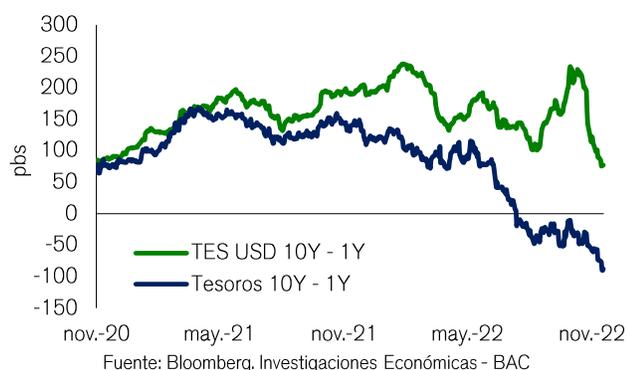
Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva de TESUSD registraron disminuciones de 65 y 146 pbs,



respectivamente, hasta niveles de 6.95% y 7.36%, en ese mismo orden. En la parte larga de la curva, las tasas de interés bajaron en promedio 123 pbs hasta niveles medios de 8.07%. En los TESUSD2032, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés disminuyeron en 138 pbs hasta 7.54%.

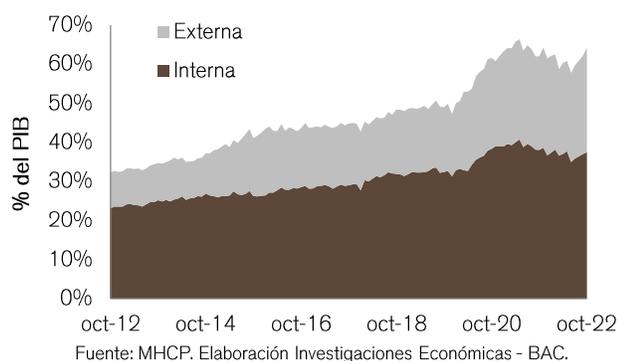
La distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 58.4% del saldo total, siendo de las más bajas de los últimos 15 años. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, se mantiene alta en niveles que bordean el 41.6%. Esta distribución de deuda interna-externa aún se sitúa lejos del óptimo de 70%-30% al que el Gobierno espera llevarla gradualmente en el futuro cercano.

Gráfico 16. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de octubre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los 848 billones de pesos. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda se situó en 62.4%, el nivel más alto desde que se tiene registro.

Gráfico 17. Saldo de la deuda bruta total del GNC



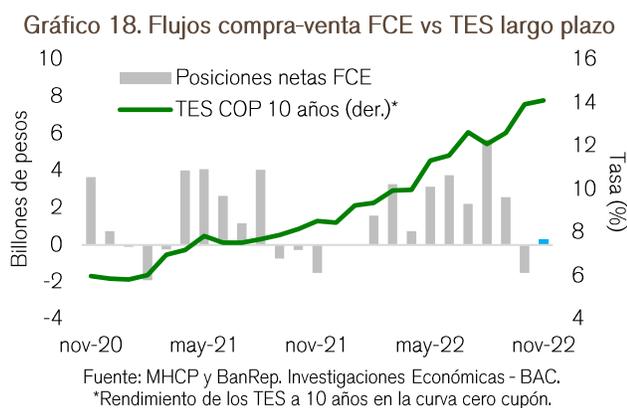
El saldo de la deuda interna se sitúa en un 36.4% del PIB, aumentó ligeramente frente a los valores de meses pasados y es la más alta desde diciembre de 2021. Por su parte, la proporción de la deuda externa aumentó hasta 25.9% (Gráfico 17), la más alta desde que se tiene registro y que sigue aumentando como consecuencia de la depreciación nominal de la tasa de cambio.



Inversión extranjera y liquidez

De acuerdo con las cifras disponibles de balanza cambiaria al 31 de octubre, los flujos de inversión de portafolio en el último mes fueron negativos por USD 38 millones. Esto es coherente con el estrés que se vivió el mes pasado en el mercado y con la evidente salida de capitales extranjeros, especialmente en el mercado de deuda pública.

Las cifras del perfil de tenedores de TES, que publica el MHCP, mostraron una fuerte venta neta en octubre de los Fondos de Capital Extranjero (FCE). En efecto, luego de diez meses consecutivos de compras netas, las ventas ascendieron a 1.5 billones de pesos (Gráfico 18).



Las compras totales de los inversionistas extranjeros en lo corrido de 2022 ascienden a 21.5 billones de pesos. El saldo de tenencias netas de los FCE se sitúa en 120 billones de pesos, por lo que continúan siendo los mayores tenedores de TES con una participación de 26.6% del saldo total de la deuda interna.

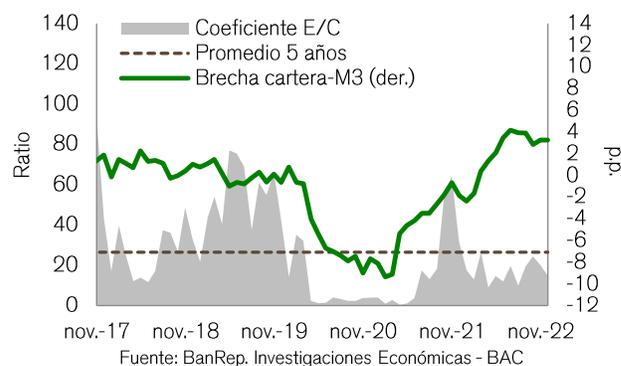
De acuerdo con algunas estimaciones de agentes del mercado, en lo corrido de noviembre el apetito de los FCE por TES locales se mantiene débil, con algunas compras que acumulan cerca de 276 mil millones de pesos (Gráfico 18).

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC), los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 25.8% del saldo total de la deuda interna, vendieron en octubre 400 mil millones de pesos. Al mismo tiempo, los Bancos Comerciales vendieron 800 mil

millones de pesos y su participación sobre el total descendió a 13.1%.

El MHCP realizó compras netas por 500 mil millones de pesos. Lo anterior es resultado de compras por 1.2 billones de pesos en TES COP, pero ventas por 600 mil millones de pesos en TES UVR. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por 4.6 billones de pesos, las más altas desde octubre de 2021, y motivadas por las presiones puntuales de liquidez originadas por el estrés del mercado deuda pública. En el acumulado del 2022, las compras de BanRep ascienden a 11.8 billones de pesos.

Gráfico 19. Relación recursos de expansión y contracción



Las necesidades de liquidez del sistema han disminuido recientemente. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep registró un promedio-día de 19.1 billones de pesos en octubre y en lo corrido de noviembre se ha reducido hasta un promedio-día de 13.1 billones de pesos. El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor también se ha moderado hasta 15.2 billones de pesos, con una utilización que ha bordeado el 69% y que es inferior al porcentaje utilizado en octubre (77%). Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización relativamente baja (4%).

Por su parte, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) alcanzó en octubre un promedio de 951 mil millones de pesos diarios. En lo corrido de noviembre, dicho promedio se sitúa en 891 mil millones de pesos, moderándose ligeramente.



De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión/contracción (Coeficiente E/C) ha disminuido hasta 14.7 veces en octubre, por debajo del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 19). Esto es consistente con unas condiciones de liquidez que permanecen neutrales, favorecidas en buena medida por la intervención del BanRep en el mercado a través de compras definitivas de TES.

10.4 billones de pesos al corte del 11 de noviembre. Sin embargo, esta cifra es inferior en 11.3 billones de pesos frente al acumulado del mismo periodo del año pasado y también a los 14.4 billones de pesos del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 20).

Gráfico 20. Cambio año corrido depósitos de la DTN

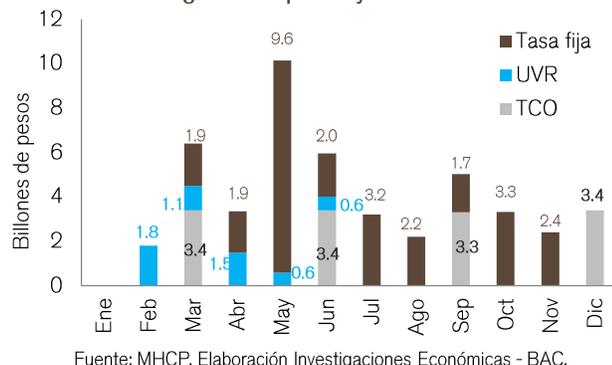


Esperamos que las condiciones de liquidez en el futuro cercano permanezcan en niveles neutrales, pese a las presiones derivadas de la dinámica de la cartera de créditos del sistema. No descartamos que la intervención de BanRep en el mercado, a través de compras definitivas de TES, continúe en el corto plazo, especialmente si se presentan nuevos episodios de turbulencia en el mercado de deuda pública en el futuro cercano.

Para diciembre, la liquidez además se verá favorecida por los 3.3 billones de pesos que entrarán al sistema financiero asociados al vencimiento de TCO el 6 de diciembre (Gráfico 21).

Por otra parte, de acuerdo con las cifras consolidadas de la DIAN, el recaudo en septiembre fue de 24.7 billones de pesos, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada por la DIAN para todo 2022 asciende a 89.8%. Frente al mismo periodo acumulado de 2021, la dinámica del recaudo total registra un muy buen desempeño con un crecimiento del 35.4% (cerca de un 21.5% en términos reales).

Gráfico 21. 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



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 1.6% y se sitúa por encima de la tasa promedio de -1.4% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que se mantiene históricamente alta y cerca de 164 pbs por encima de la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, los resultados de octubre 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 22. 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 aumentó hasta 6.5%, y permanece muy por encima de la media muestral de 2.5%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 2.9 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 4 pbs, en promedio. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere niveles de entrada, especialmente en los TES2026, TES2027 y TES2028,

con un espacio de valorización de 23 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 hasta 27 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 103 pbs.

Para el caso de los TES en dólares, las estimaciones por reversión a la media sugieren un margen de valorización estrecho, en promedio, de apenas 2 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2037, TESUSD2041 y TESUSD2044 como los bonos con mayor espacio de valorización, con un promedio cercano a los 28 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 13.19% (Gráfico 22). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2032 cotizan por encima del 13.25%, lo anterior justifica una oportunidad de compra interesante en los TES de largo plazo con un margen de hasta 31 pbs de valorización.



Expectativas de corto plazo

Creemos que el buen momento para el mercado de TES se mantendría en el corto plazo. En el frente externo, la moderación del tono de endurecimiento monetario de la Fed le seguirá restando presión a las tasas de interés de los mercados de deuda mundiales y es muy probable que la tendencia alcista del último año esté llegando a su fin.

En el frente local, el mercado ya tiene incorporado casi en su totalidad el ciclo de política monetaria de BanRep, por lo cual presiones asociadas a este factor no deberían suscitarse. La inflación llegaría a su pico en los próximos 3-6 meses y las variaciones mensuales de 1T23 se esperan que sean elevadas (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Noviembre 10 de 2022](#)). Esto último representa una oportunidad de entrada para títulos TES UVR de corto plazo.

No descartamos que nuevos choques idiosincráticos puedan deteriorar nuevamente la percepción de riesgo y motivar algún estrés en los mercados. Sin embargo, estos episodios, por su naturaleza, son transitorios y podrían aprovecharse como ventanas interesantes de compra, especialmente en los TES de más largo plazo.

Para la curva de TES UVR, especialmente en el tramo corto, estimamos un margen de valorización relativamente más atractivo frente al que ofrece la curva de TES en pesos en el muy corto plazo. En particular, para los TESUVR2023 estimamos niveles objetivo de 0.5% en sus rendimientos durante los próximos meses. Para el mes de noviembre es probable que esta estimación se desvíe temporalmente al alza, consecuencia de una inflación mensual del IPC que podría ser relativamente baja por el efecto de los recortes anunciados en las tarifas de energía eléctrica.

Gráfico 23. Diferencial intertemporal curva TES COP*

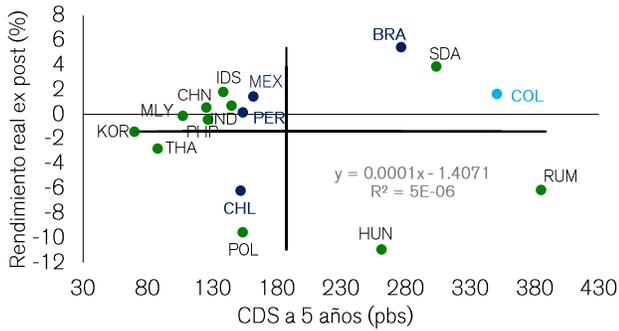


Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial calculado con los rendimientos de la curva cero cupón.

Anticipamos niveles objetivo de 12.5% para los TES2024 y 14% para los TES2032 en lo que resta de 4T22, pero anticipamos valorizaciones de hasta 150 pbs en estos últimos durante 1T23. En este sentido, ratificamos nuestra perspectiva de inversión de la curva para 2T23 (Gráfico 23), resaltando que la probabilidad de ocurrencia de dicho evento se está haciendo cada vez más alta.

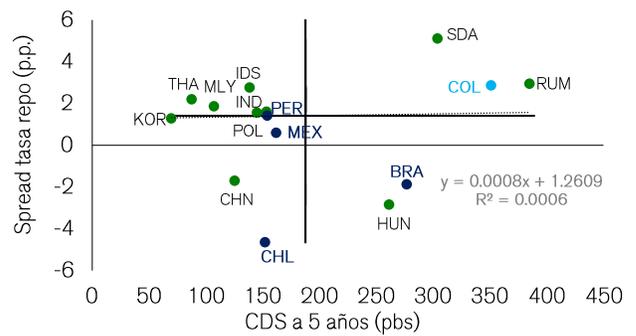


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



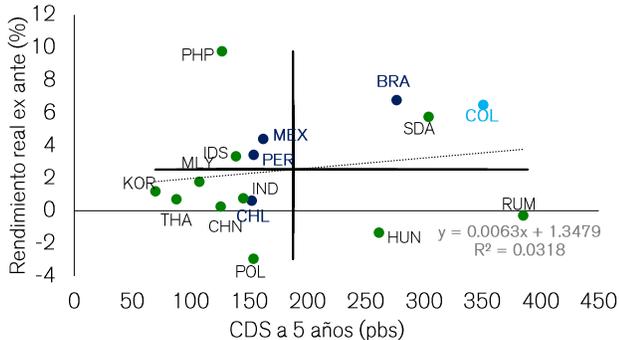
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



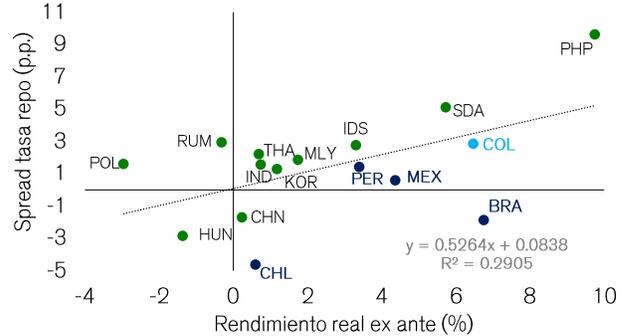
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



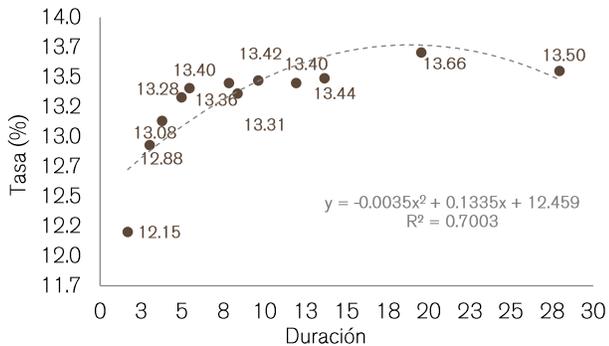
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



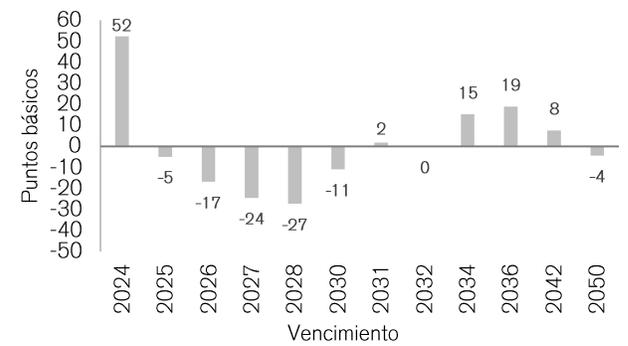
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

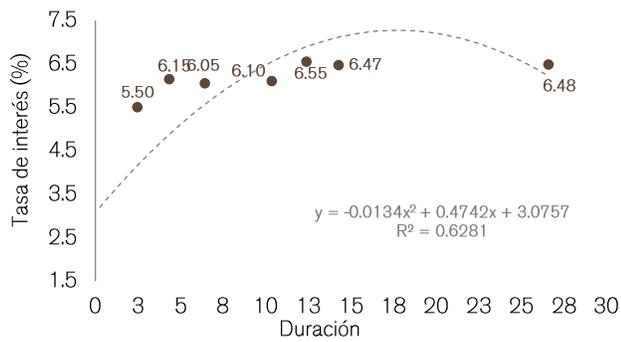
Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES en pesos



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

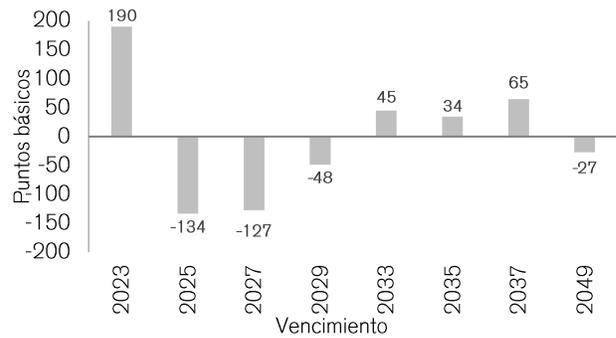


Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



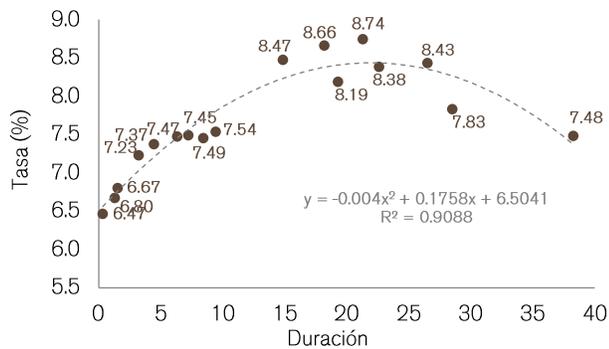
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.

Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES UVR



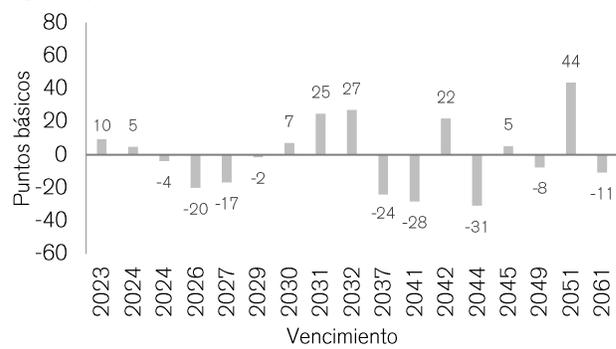
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.

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	1.4	12.15	-125	532	565	
TFIT08261125	nov-25	6.250	2.3	12.88	-107	548	581	
TFIT16080826	ago-26	7.500	2.9	13.08	-109	544	569	
TFIT08031127	nov-27	5.750	3.8	13.28	-102	544	557	
TFIT16280428	abr-28	6.000	4.0	13.36	-95	541	553	
TFIT16180930	sep-30	7.750	5.1	13.40	-100	526	549	
TFIT16260331	mar-31	7.000	5.1	13.40	-100	520	533	
TFIT16300632	jun-32	7.000	5.7	13.42	-98	517	529	
TFIT16181034	oct-34	7.250	6.5	13.40	-122	508	519	
TFIT16070936	jul-36	6.250	6.9	13.44	-91	508	517	
TFIT280542	may-42	9.250	6.6	13.66	-85			
TFIT260950	oct-50	7.250	7.6	13.50	-100	497	502	

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	1.30	-65	51	-20	
TUVT11070525	may-25	4.750	2.2	5.50	25	335	284	
TUVT11170327	mar-27	3.500	3.8	6.15	55	335	316	
TUVT10180429	abr-29	3.300	5.6	6.05	9	287	276	
TUVT20250333	mar-33	2.250	8.1	6.10	10	252	230	
TUVT20040435	abr-35	3.000	8.5	6.55	23	279	268	
TUVT25022537	feb-37	4.750	9.6	6.47	1	264	242	
TUVT20040649	jun-49	4.000	13.9	6.48	17	257	235	

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	0.3	6.47	-5	490	504	
COLGLB24	may-24	4.000	1.4	6.67	-12	450	471	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.7	7.23	-117	407	437	
COLGLB27	abr-27	3.875	3.8	7.37	-145	367	400	
COLGLB29	mar-29	4.500	5.0	7.47	-154	337	369	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.3	7.54	-138	309	333	
COLGLB37	sep-37	7.375	8.4	8.47	-130	271	305	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.1	8.66	-121	282	320	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.5	8.19	-132	274	311	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.7	8.38	-136	264	301	
COLGLB49	may-49	5.200	11.0	8.43	-131	268	305	

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.
