



## Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

### Resumen

- *Los mercados de deuda a nivel mundial mostraron movimientos mixtos durante el último mes, influenciados por los rezagos temporales en los ciclos monetarios de los principales Bancos Centrales del mundo. Los mercados de LATAM también presentaron un comportamiento mixto, donde los bonos soberanos de Perú se han visto afectados por un aumento de la prima de riesgo.*
- *En este entorno, los TES en pesos se siguen valorizando, especialmente los títulos de la parte larga de la curva. Las mayores presiones siguen presentándose en el tramo corto, lo que ha intensificado el patrón aplanamiento de la curva de rendimientos.*
- *La curva de TES UVR también se ha valorizado, en línea con lo observado en la curva de TES COP. Al mismo tiempo, los rendimientos de los TES en dólares disminuyeron, pero en medio de un empinamiento que contrasta con el comportamiento de la deuda pública internacional y la menor percepción de riesgo-país.*
- *Los volúmenes en el mercado secundario se han moderado en diciembre, coherente con la temporada estacional de fin de año. Los diferenciales de oferta-demanda en SEN se han reducido levemente durante las últimas semanas.*
- *A pesar del buen desempeño de los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes en noviembre, y una menor prima de riesgo, la demanda de inversionistas extranjeros por TES se mantiene débil. Diferentes estimaciones sugieren más valorizaciones 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](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)

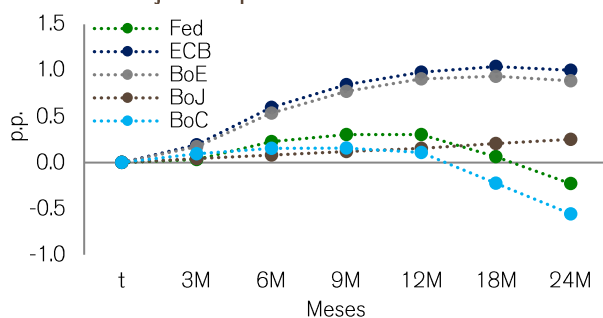


## Contexto internacional

Las expectativas de los agentes del mercado en el último mes continuaron evolucionando al vaivén de los datos de inflación y las decisiones de los Bancos Centrales (BC) de seguir aumentando las tasas de interés. Aunque existen señales de que la inflación ya habría alcanzado su pico y estaríamos entrando a una senda de convergencia hacia las metas de política monetaria, su velocidad se prevé muy lenta en el corto plazo y altamente incierta.

Los BC siguen resaltando la necesidad de llevar la postura monetaria a terreno incluso más contractivo y mantenerla allí por un periodo de tiempo prolongado. Sin embargo, ante el reciente comportamiento de la inflación, es previsible que en algunos casos el fin de este ciclo monetario restrictivo esté cerca, algo que los mercados ya han descontado.

**Gráfico 1. Ajuste implícito tasas de Bancos Centrales\***



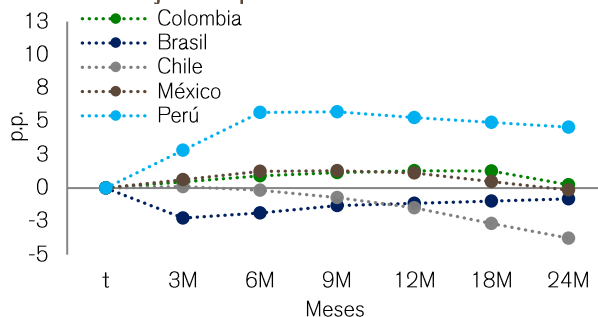
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

Naturalmente, las tasas de interés de largo plazo en los mercados de deuda han sido las más favorecidas, pues son las más sensibles al ciclo económico y a las expectativas futuras de inflación y tasas de política monetaria.

En EEUU, y en línea con nuestras expectativas, la Fed incrementó los tipos de interés en 50 pbs hasta el rango 4.25% - 4.5% (ver "Un costo llamado oportunidad" en [CE - Diciembre 20 de 2022](#)). El emisor reiteró la necesidad de seguir aumentando las tasas de interés en los próximos meses hasta un techo en 2023 que estaría levemente por encima de 5%.

Dadas las dinámicas de la inflación en EEUU, los mercados han moderado ligeramente el techo que alcanzaría la Fed en el inicio del próximo año hasta un rango de tasas del 4.75% - 5%. En cualquier caso, frente a los niveles actuales, dicho rango previsto sigue incorporando más aumentos de tasas en los próximos meses.

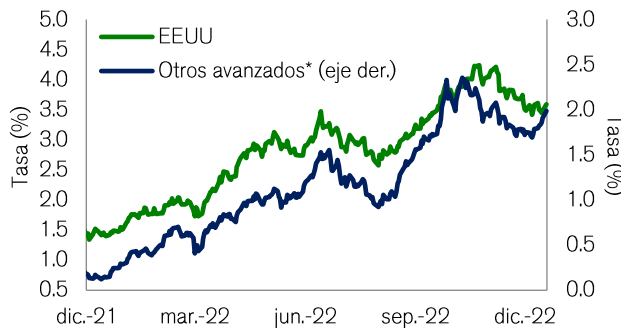
**Gráfico 2. Ajuste implícito tasas de Bancos Centrales\***



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

Nuestra expectativa es que la Fed lleve las tasas de interés al rango 5% - 5.25% en 1T23 y que se mantengan allí durante la mayor parte del año. Este ha sido, propiamente, el mensaje que ha dado la Fed en sus últimas reuniones

**Gráfico 3. Bonos 10 años en mercados desarrollados**



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

Otros faros monetarios como el Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés), el Banco de Inglaterra (BoE) y el Banco de Canadá (BoC) también hicieron lo propio con aumentos de 50 pbs de tipos de interés en sus reuniones de diciembre.

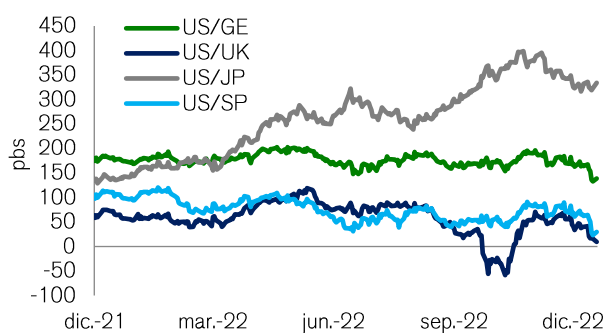
En el caso del ECB y el BoE, a diferencia de lo que ocurre con la Fed, el espacio para más aumentos en las tasas de



referencia es ampliamente superior. De hecho, las tasas implícitas en los mercados de economías avanzadas sugieren incrementos adicionales de hasta 100 pbs en las tasas de interés durante los siguientes 9 a 12 meses (Gráfico 1). Para el caso de la Fed, dicho espacio sería de apenas 25 pbs durante el mismo horizonte de tiempo.

La dirección de la política monetaria de los BC en LATAM, en el balance, continuó hacia terreno contractivo. En algunos casos, los incrementos de tasas de interés se han moderado, como el caso de Perú que aumentó 25 pbs hasta 7.5% y México que incrementó sus tasas en 50 pbs hasta 10.5%. La magnitud del ajuste en Colombia volvió a ser la más alta, con un incremento en la tasa de referencia de 100 pbs hasta 12% por parte del BanRep. En contraste, los BC de Brasil y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de interés.

Gráfico 4. Diferenciales de tasas de interés de largo plazo

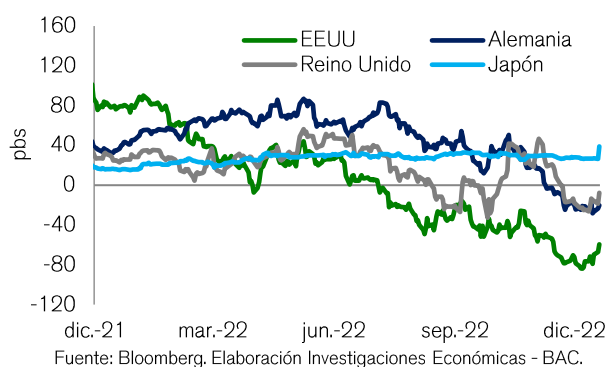


Las expectativas de tasas de política en la región, implícitas en los mercados, sugieren que el actual ciclo monetario estaría próximo a terminar en los siguientes 3 a 6 meses para el caso de México y Colombia (Gráfico 2). Para el caso de Brasil y Chile, por el contrario, se anticipan algunos recortes en los tipos de política monetaria en plazos de 3 a 9 meses.

Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU descendieron a niveles cercanos al 3.59% recientemente (Gráfico 3). Frente a nuestro último informe, las tasas de largo plazo de los Tesoros registraron reducciones de 16 pbs. En lo corrido del año, el movimiento acumulado ha sido alcista en 208 pbs.

En contraste, los rendimientos de otros bonos soberanos de mercados desarrollados aumentaron, consistente con las decisiones de política monetaria de los BC y el lenguaje de más ajustes futuros (Gráfico 3). En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años aumentaron 36 pbs hasta 3.5%. Asimismo, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, aumentaron 23 pbs y se sitúan en niveles de 2.2%.

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



En Japón, las tasas de los bonos a 10 años saltaron más de 25 pbs hasta niveles del 0.45%, afectadas por la decisión del Banco Central de Japón (BoJ) de modificar el objetivo del programa de control de la curva de rendimientos (ver “Un costo llamado oportunidad” en [CE – Diciembre 20 de 2022](#)).

Así, los *spreads* de las tasas de interés de largo plazo de las notas del Tesoro contra otros bonos soberanos de mercados desarrollados registraron reducciones importantes. Contra los bonos de Japón (US/JP), el diferencial se redujo cerca de 17 pbs hasta niveles de 334 pbs (Gráfico 4).

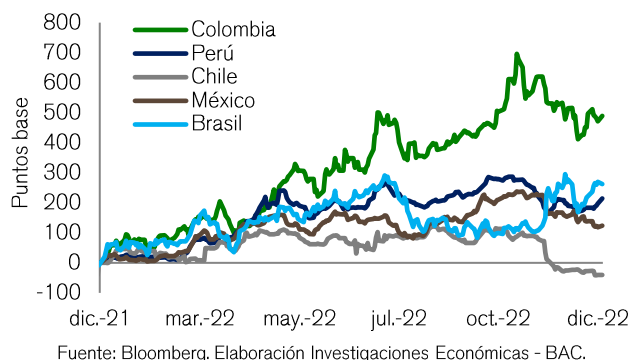
Frente a los títulos de deuda en Europa, los diferenciales bajaron 35 pbs en promedio, donde la mayor caída se presentó en el diferencial contra el bono del Reino Unido (US/UK) con una reducción significativa de 53 pbs (Gráfico 4).

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 -79 pbs (Gráfico 5), lo que representa el mayor nivel de



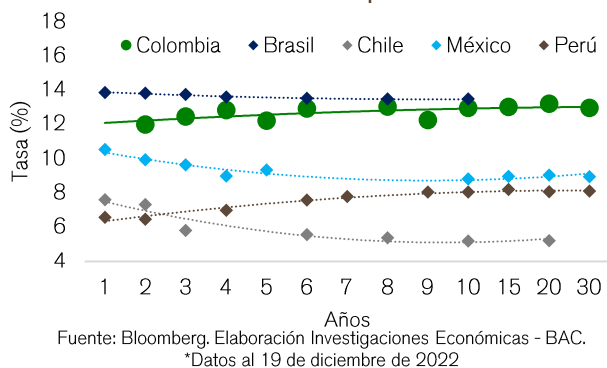
inversión de las últimas cuatro décadas y que a su vez sigue reforzando la hipótesis de una recesión en el futuro cercano.

**Gráfico 6. Cambio en tasas bonos 10 años en LATAM**



En Europa, el diferencial inter-temporal en Alemania y el Reino Unido exhibió descensos de 12 y 18 pbs, respectivamente. En ambos casos, la pendiente sigue sumergiéndose aún más en terreno negativo (Gráfico 5) y alimentando también el riesgo de recesión. En Japón, la pendiente aumentó 13 pbs.

**Gráfico 7. Curvas de deuda pública en LATAM\***

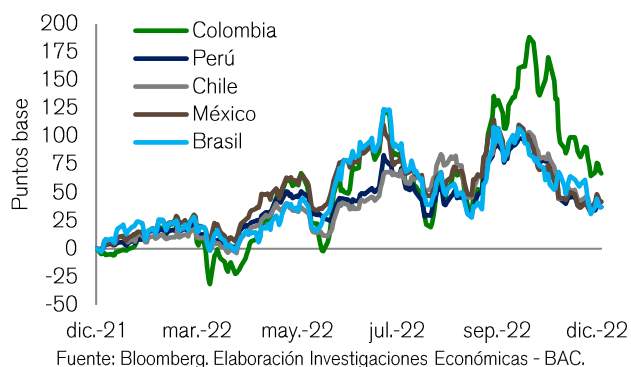


Los bonos soberanos de largo plazo en LATAM registraron un desempeño mixto durante el último mes. El rendimiento del título a 10 años de Perú se incrementó en 4 pbs, afectado en su totalidad por la creciente inestabilidad política del país (Gráfico 6). En el resto de la región, los bonos con el mismo vencimiento de México,

Colombia, Chile y Brasil registraron valorizaciones en tasa de 35, 17, 11 y 1 pbs, respectivamente.

El nivel de la curva de deuda pública de Colombia retornó hasta niveles ligeramente inferiores a la de Brasil. Esta dinámica confirmaría que los niveles máximos registrados en octubre (ver “Mercado local” en [IMDP – Octubre 19 de 2022](#)) no serían estructurales, sino más bien fueron el resultado de un fuerte choque especulativo que tuvo lugar durante este periodo (Gráfico 7).

**Gráfico 8. Cambio CDS 5 años LATAM durante 2022**



Las primas de riesgo en LATAM (sin Argentina) registraron un comportamiento mixto en el último mes. Por un lado, los CDS a 5 años de Perú aumentaron en 10 pbs, algo que es consistente con el panorama político del país y el reciente movimiento de las tasas de interés de los títulos de deuda locales. En contraste, los CDS de Colombia, Brasil, Chile y México presentaron reducciones de 8 pbs en promedio.

En este entorno, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)<sup>1</sup>, en noviembre los flujos de inversión de portafolio hacia emergentes fueron positivos. La entrada de capitales ascendió a USD 37,400 millones, equivalente al monto más alto desde abril de 2021. Este resultado estuvo explicado por el ingreso de USD 23,000 millones en acciones y de USD 14,400 millones registrado en títulos de deuda.

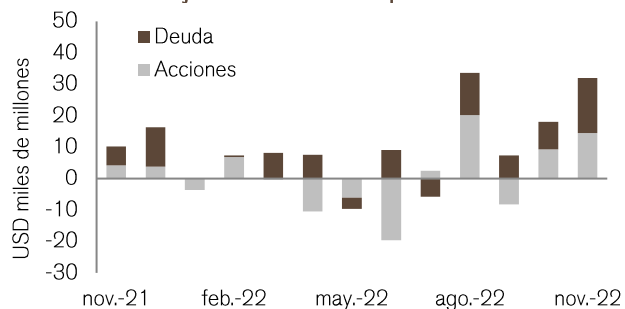
Sin China, el ingreso de flujos hacia mercados emergentes fue de USD 32,000 millones. Por tipo de activos, en acciones se observaron compras por

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



USD14,500 millones, mientras que en títulos de deuda las compras ascendieron a USD 17,500 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.

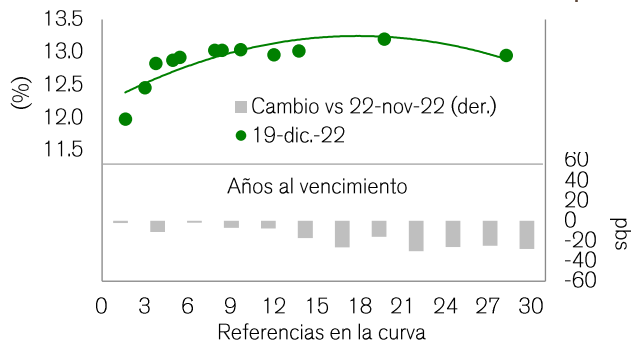
De esta forma, el acumulado de 2022 hasta noviembre evidencia un ingreso de flujos de capitales hacia emergentes sin China de USD 68,100 millones. Este resultado es significativamente inferior a los USD 157,600 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2021.



## Mercado local

En línea con un contexto internacional más favorable para la renta fija internacional, y un descenso importante en la percepción de riesgo-país, los TES presentaron valorizaciones durante el último mes. En particular, se destacan las fuertes valorizaciones que tuvieron los títulos de más larga maduración.

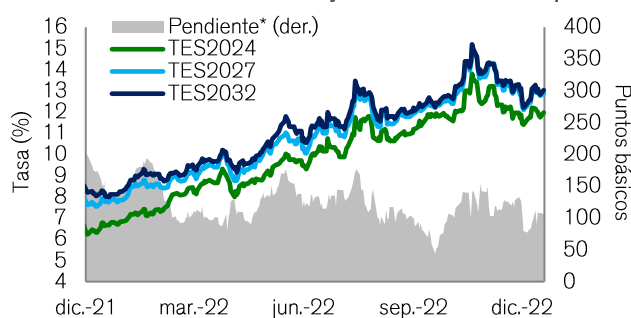
Gráfico 10. Evolución reciente de la curva de TES en pesos



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 17 pbs (Gráfico 10). Lo anterior se dio en medio de un patrón de aplanamiento que implicó una reducción de 14 pbs en la pendiente de la curva, la cual se situó en niveles de 106 pbs (Gráfico 11). Así, el movimiento al alza en toda la curva, en lo corrido de 2022, alcanza los 488 pbs.

Gráfico 11. Curva TES COP y diferencial intertemporal



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

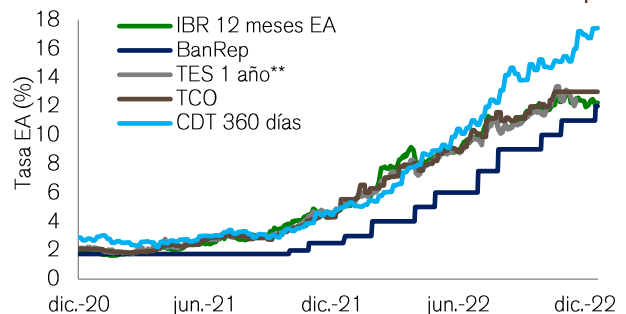
Las tasas de los TES de más corto plazo registraron las menores valorizaciones del mes, algo que es coherente con el actual ciclo de política monetaria de BanRep y las

expectativas del mercado. En efecto, las tasas implícitas en los swaps de IBR a plazos de 3 a 12 meses se sitúan en promedio en 12.31%, sugiriendo que el techo del actual ciclo de política monetaria de BanRep estaría entre el 12.25% y 12.5%, por encima del nivel actual de 12%.

Otras tasas de interés de corto plazo también siguen presionadas al alza por el ciclo de BanRep. Las tasas de los TES a 1 año, en la curva cero cupón, aumentaron hasta 11.85%. Del mismo modo, 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 17.42% (Gráfico 12).

Así, las tasas de los TES2024 disminuyeron en 2 pbs, alcanzando un nivel de 11.98%. Es de esperar que las tasas de estos títulos sigan presionadas en la medida que la inflación continúe sorprendiendo al alza y afectando las expectativas de corto plazo en el mercado, en especial durante la primera parte de 2023.

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 7 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2025 bajaron 11 pbs hasta 12.46%, y los de los TES2026, una de las referencias más líquidas de la curva, cayeron en 2 pbs hasta 12.83%.

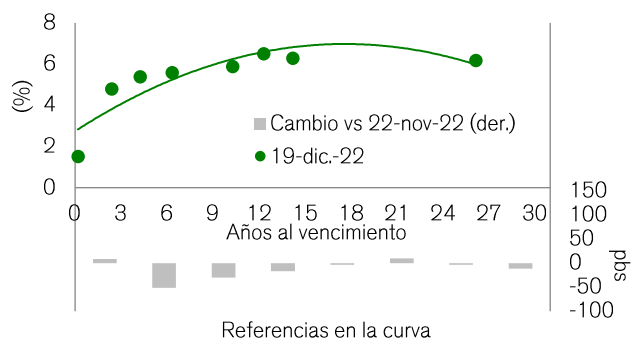
Los rendimientos de los TES en pesos del tramo largo de la curva registraron reducciones de 20 pbs, siendo las tasas de interés de los TES2034 las que registraron las mayores caídas con 30 pbs. Los rendimientos de la referencia natural a 10 años, los TES2032, bajaron en 16 pbs durante el último mes hasta 13.04%. En promedio, las



tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 13%.

Por otro lado, la curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento promedio a la baja de 12 pbs, donde las mayores valorizaciones se presentaron en el tramo medio y largo de la curva. El movimiento del nodo de corto plazo fue, por el contrario, al alza pese a la sorpresa alcista en el dato de IPC de noviembre (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Diciembre 6 de 2022](#)).

Gráfico 13. Curva de TES UVR durante el último mes



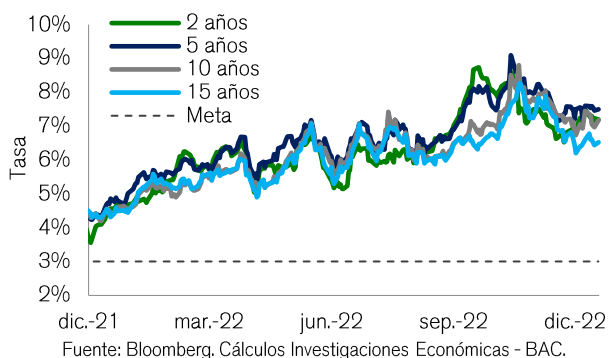
Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

En efecto, los rendimientos de los TESUVR2023, la referencia de la parte corta de la curva, aumentaron hasta niveles de 1.51%, es decir, una desvalorización de 8 pbs frente al cierre de nuestro último informe.

En el tramo medio, los TESUVR2025 se valorizaron 51 pbs hasta 4.78%. En la parte larga de la curva, el movimiento promedio fue de 5 pbs la baja, donde los rendimientos de los TESUVR2029 bajaron 17 pbs hasta niveles de 5.58% (Gráfico 13).

De esta forma, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES aumentó hasta 7.1% en el último mes y permanece muy por encima de la meta de 3% del BanRep. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 7.2%, mientras que el promedio de las de 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 7.07% (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 7.54%.

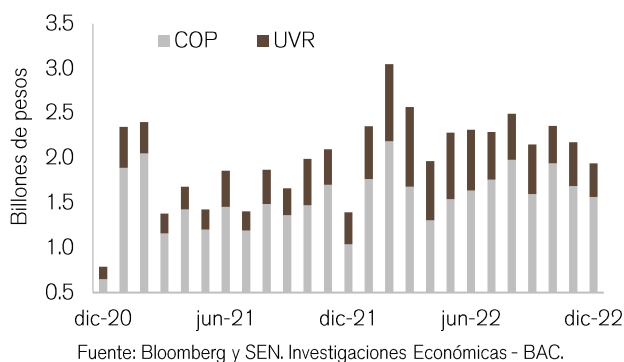
Gráfico 14. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, el volumen diario de negociación de los TES en SEN registró un promedio-día de 2.2 billones de pesos en noviembre, superando ligeramente los volúmenes registrados durante el mismo mes de 2021 que fueron de 2.1 billones (Gráfico 15). En lo corrido de diciembre, el volumen transado en el mercado secundario registra un promedio-día de 1.9 billones de pesos, que supera los 1.4 billones de pesos de diciembre del año anterior.

Gráfico 15. Volumen promedio-día de negociación en SEN



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

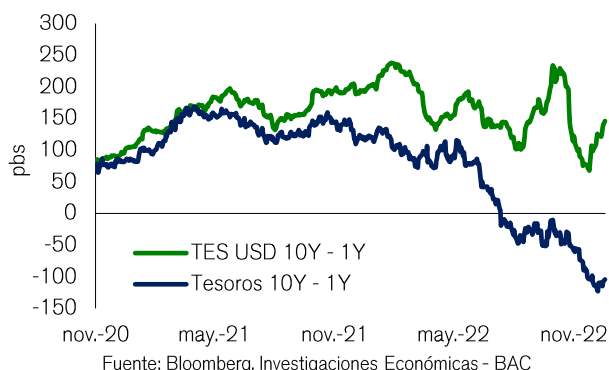
Los TES en pesos que más se han negociado en diciembre son los TES2025, TES2031 y TES2042. Por su parte, los títulos UVR más líquidos, según su volumen de negociación, han sido los TESUVR2025, TESUVR2027 y TESUVR2035.

En los mercados externos, las tasas de interés de los TES en dólares (TESUSD) no fueron ajenas a las dinámicas de la renta fija global y toda la curva registró un desplazamiento a la baja de 32 pbs, en promedio, frente a la fecha de nuestro último informe. La pendiente de la



curva aumentó en 72 pbs, lo que contrasta con el comportamiento del *spread* inter-temporal de la curva de los Tesoros en EEUU que se mantuvo relativamente estable y la reducción de la prima de riesgo (Gráfico 16).

Gráfico 16. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva de TESUSD registraron disminuciones de 74 y 30 pbs, respectivamente, hasta niveles de 6.17% y 6.95%, en ese mismo orden. En la parte larga de la curva, las tasas de interés bajaron en promedio 22 pbs hasta niveles medios de 7.75%. En los TESUSD2032, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés disminuyeron en 9 pbs hasta 7.3%.

Gráfico 17. Impacto en TESUSD 2023 - 2024

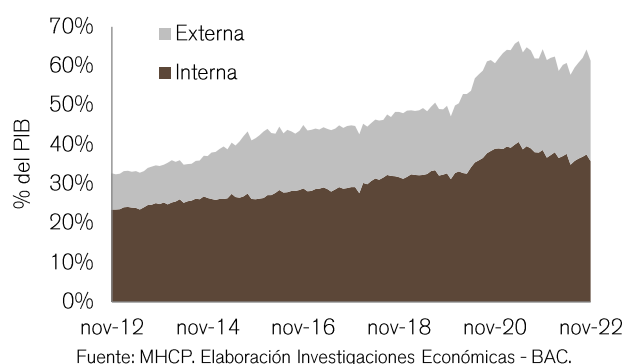


Vale la pena mencionar que el pasado 28 de noviembre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) realizó la emisión de una nueva referencia con vencimiento en 2033. El monto total de la colocación fue de USD 1,642 millones y se recibieron demandas por USD 4,200 millones, lo que refleja un buen apetito de los inversionistas. El objetivo de esta operación fue recomprar

USD 918 millones en bonos con vencimiento en 2023 y 2024. Los recursos restantes (USD 706 millones) se tendrán en caja para el cumplimiento del pago del bono de 2023 (Gráfico 17).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de noviembre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 853 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda se situó en 61.4%, sugiriendo una ligera reducción de 1% frente al mes anterior.

Gráfico 18. Saldo de la deuda bruta total del GNC



El saldo de la deuda interna se sitúa en un 36.6% del PIB y aumentó ligeramente frente a los valores de meses pasados. Por su parte, la proporción de la deuda externa aumentó hasta 26.1% (Gráfico 18), el nivel más alto desde que se tiene registro 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 58.4% del saldo total, siendo una 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 se sitúa lejos del óptimo de 70%-30% al que el Gobierno espera llevarla gradualmente en el futuro cercano.

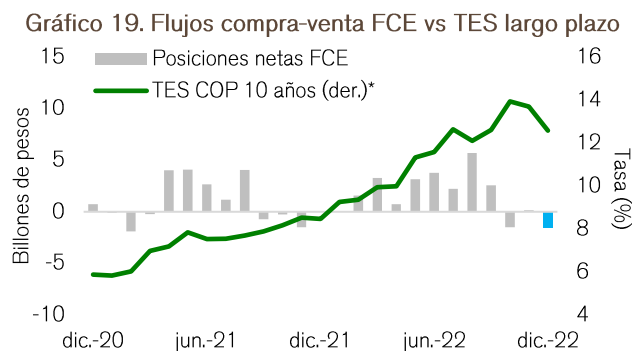




## Inversión extranjera y liquidez

De acuerdo con las cifras disponibles de balanza cambiaria al 30 de noviembre, los flujos de inversión de portafolio en el último mes fueron positivos por USD 475 millones. Esto es coherente con la recuperación que la inversión de portafolio hacia mercados emergentes ha venido registrando en meses pasados.

A pesar de lo anterior, según lo muestran las cifras del perfil de tenedores de TES que publica el MHCP, la demanda de los Fondos de Capital Extranjero (FCE) sigue siendo muy baja. En efecto, las compras netas en noviembre ascendieron apenas a COP 156 mil millones.



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

Las compras totales de los inversionistas extranjeros en lo corrido de 2022 ascienden a 21.6 billones de pesos. El saldo de tenencias netas de los FCE se sitúa sobre 120 billones de pesos, y continúan siendo los mayores tenedores de TES con una participación de 26.6% del saldo total de la deuda interna.

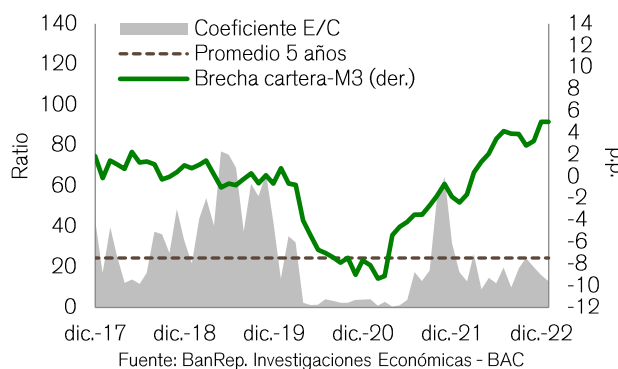
De acuerdo con algunas estimaciones de agentes del mercado, en lo corrido de diciembre el apetito de los FCE por TES locales se habría mantenido bajo. De hecho, acumularían cerca de COP 1.5 billones de ventas netas (Gráfico 19).

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC), los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 25.3% del saldo total de la deuda interna, nuevamente realizaron ventas en noviembre por COP 1.6 billones, el monto más alto desde el pasado mes de julio. En contraste, los Bancos Comerciales fueron los mayores

compradores durante el mes con COP 2.1 billones, y su participación sobre el saldo total ascendió a 13.5%.

El MHCP realizó compras netas por COP 628 mil millones. Lo anterior es resultado de compras por COP 441 mil millones en TES COP y por COP 187 mil millones en TES UVR. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por COP 2 billones, siendo el tercer mes consecutivo comprando títulos. Estas fueron motivadas por las presiones de liquidez originadas por el estrés del mercado durante los primeros días de noviembre. En el acumulado del 2022, las compras de BanRep ascienden a COP 13.9 billones.

**Gráfico 20. Relación recursos de expansión y contracción**



Las necesidades de liquidez del sistema han disminuido en los últimos días. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep registró un promedio-día de COP 13.1 billones en noviembre y en lo corrido de diciembre han disminuido hasta un promedio-día de COP 10.7 billones. El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor sigue bajando y en lo corrido del mes se sitúa en COP 13.1 billones, con una utilización que ha bordeado el 63%, estable frente al porcentaje utilizado en noviembre. Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización relativamente baja (5%).

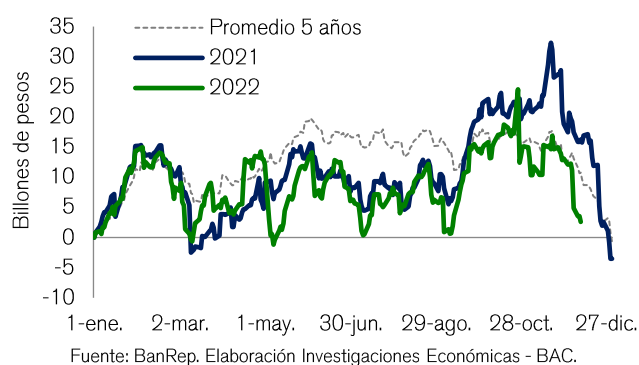
Por su parte, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) alcanzó en noviembre un promedio de COP 821 mil millones diarios. En lo corrido de diciembre, dicho promedio permanece estable en COP 828 mil millones.

De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión/contracción (Coeficiente E/C) se ha situado



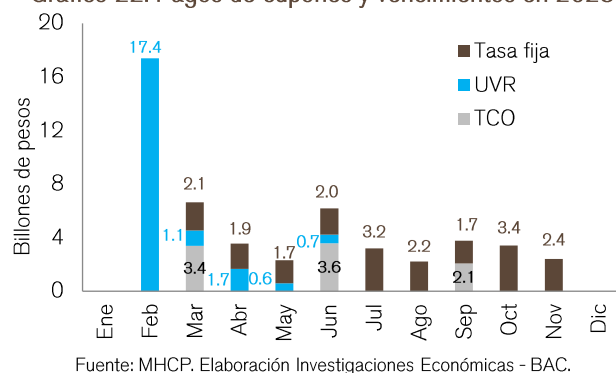
hasta 13 veces en diciembre, inferior al registro de 16 veces en noviembre y al promedio de los últimos 5 años (Gráfico 20). Esto es consistente con unas condiciones de liquidez que permanecen neutrales, favorecidas en buena medida por la intervención del BanRep en el mercado a través de compras definitivas de TES.

**Gráfico 21. Cambio año corrido depósitos de la DTN**



Por otra parte, de acuerdo con las cifras consolidadas de la DIAN, el recaudo en octubre fue cercano a los COP 15 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada por la DIAN para todo 2022 asciende a 97%. Frente al mismo periodo acumulado de 2021, la dinámica del recaudo total registra un muy buen desempeño con un crecimiento del 35% (cerca de un 20.3% en términos reales).

**Gráfico 22. Pagos de cupones y vencimientos en 2023**



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 COP 2.6 billones al corte del 9 de diciembre. Sin embargo, esta cifra es inferior en COP 13.6 billones frente al

acumulado del mismo periodo del año pasado y a los COP 10.7 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 21).

Teniendo en cuenta las buenas cifras de recaudo de 2022, este comportamiento de la DTN sugiere un mayor ritmo de ejecución de gasto público, lo que también favorece la liquidez de la economía.

Esperamos que las condiciones de liquidez en el futuro cercano se sigan suavizando, apoyadas por la fase de desaceleración en la dinámica de la cartera de créditos del sistema financiero. Igualmente, no descartamos nuevas intervenciones de BanRep en el mercado, a través de compras definitivas de TES, especialmente si se presentan nuevos episodios de turbulencia.

Para enero del 2023 no se espera que ingresen recursos al sistema financiero, asociados al vencimiento o pago de cupones de títulos de deuda de la Nación (Gráfico 22).



## 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. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años disminuyó hasta 0.5% y se sigue situando por encima de la tasa promedio de -2% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que se mantiene históricamente alta, aunque ha venido descendiendo desde máximos que se alcanzaron en octubre y se ubica unos 140 pbs por encima de la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, los resultados de noviembre 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.



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 se redujo hasta 5.3%, y permanece muy por encima de la media muestral de 1.5%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 2 p.p., también superando ampliamente el nivel promedio de muestra de 0.5 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos de los TES en pesos presentaría un estrecho margen de valorización, en promedio, de apenas 4 pbs. 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 20 pbs en promedio en estos títulos.

Según las medidas técnicas de reversión a la media, la curva de TES UVR estaría sobrevendida en los títulos del tramo medio y largo cerca de 19 pbs. El modelo de eficiencia-duración sugiere niveles de entrada en los TESUVR2025, TESUVR2027 y TESUVR2029, con un espacio de valorización del orden de 72 pbs.

Para el caso de los TES en dólares, las estimaciones por reversión a la media también sugieren un margen de valorización reducido, en promedio, de apenas 4 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2026, TESUSD2027 y TESUSD2061 como los bonos con mayor espacio de valorización, con un promedio cercano a los 32 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 13.9% (Gráfico 23).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2032 se cotizan alrededor del 13%, lo anterior implica un espacio técnico de desvalorización de hasta 90 pbs. No obstante, consideramos que su probabilidad de ocurrencia es baja.

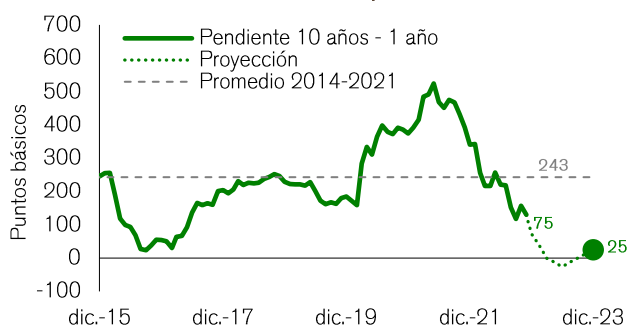


## Expectativas de corto plazo

Creemos que la dinámica positiva de los TES se mantendría para lo que resta del año, afectada principalmente por el contexto internacional de tasas de interés de largo plazo a la baja. Fundamentalmente, el mayor espacio de valorización lo tiene la parte larga de la curva de rendimientos.

Sin embargo, existen factores, mayoritariamente internos, que podrían estresar el mercado nuevamente, especialmente de cara a la primera parte del 2023.

Gráfico 24. Diferencial intertemporal curva TES COP\*



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

A saber: i) BanRep no ha finalizado su ciclo contractivo y la tasa de referencia podría llegar hasta 13%, algo que de momento no tiene incorporado el mercado; ii) es previsible que las inflaciones mensuales de 1T23 sean históricamente altas por efectos estacionales y de indexación, por lo cual presiones asociadas a este factor no se pueden decantar; y iii) nuevos focos de incertidumbre pueden afectar la prima de riesgo-país, limitando el espacio valorización de la curva especialmente en los tramos medio y largo.

La actualización del Plan Financiero 2023, esperada su socialización para esta semana, también será un evento que podría generar algunos movimientos sobre el mercado, dada su importancia sobre las fuentes de financiamiento fiscal para el otro año.

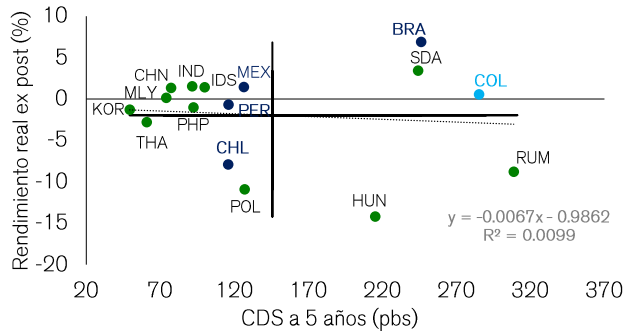
De esta manera, anticipamos cierres de año de 12% para los TES2024 y 13% para los TES2032, aunque no descartamos algunos márgenes de valorización adicionales de hasta 20 pbs.

Anticipamos que el aplanamiento de la curva de TES COP continúe en el futuro cercano (Gráfico 24), aunque con ciertas limitaciones en 1T23 asociados a los factores descritos anteriormente. Seguimos estimando una probabilidad de ocurrencia media-alta de que la curva pueda invertirse durante el primer semestre de 2023 (Gráfico 24).

Para la curva de TES UVR, especialmente en los títulos de corto y mediano plazo, estimamos un margen de valorización más atractivo frente al que ofrece la curva de TES COP. Este margen se haría evidente en 1T23, sustentado por unas presiones inflacionarias que harían atractivos estos papeles. Para los TESUVR2025 estimamos niveles objetivo de 4% en sus rendimientos durante los próximos meses.

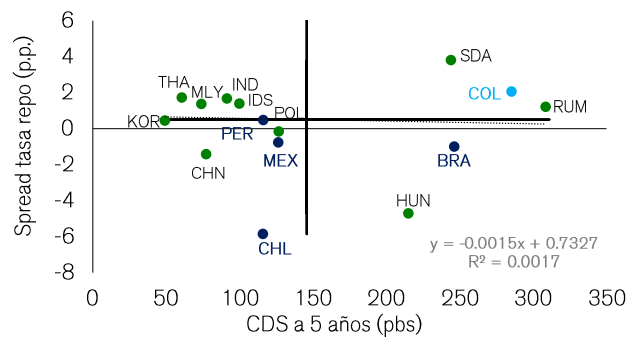


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



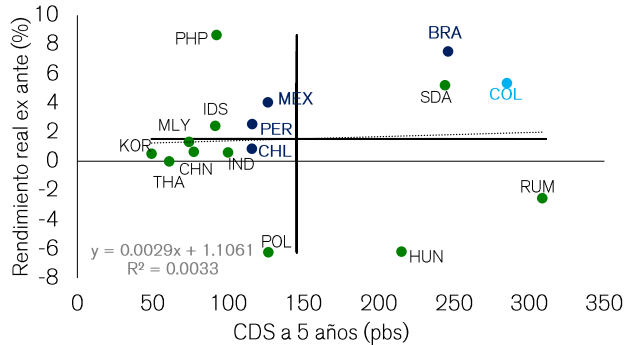
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



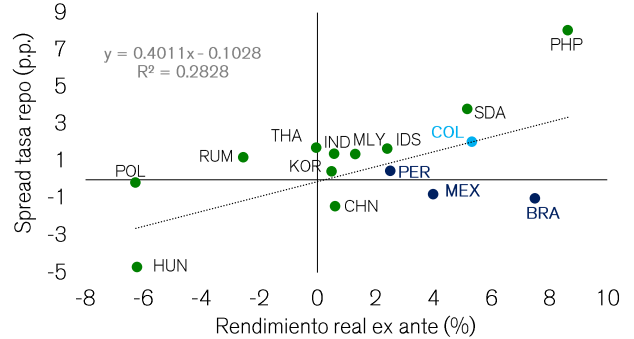
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



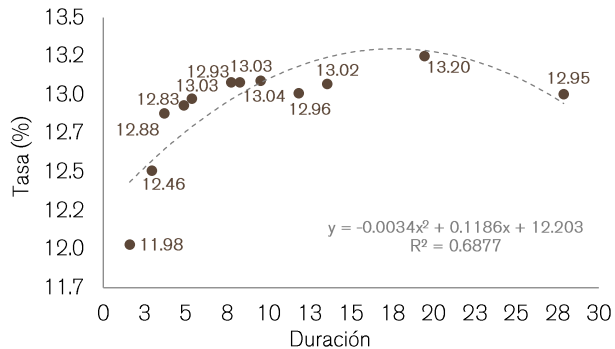
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



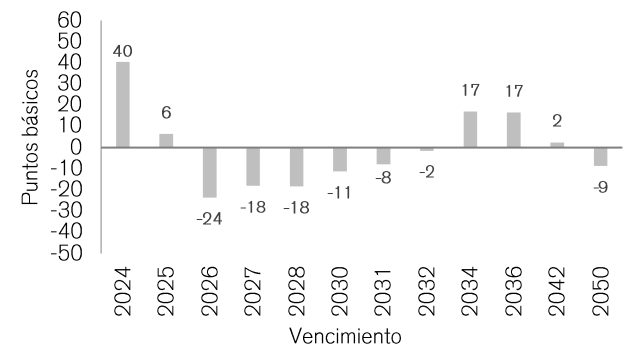
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

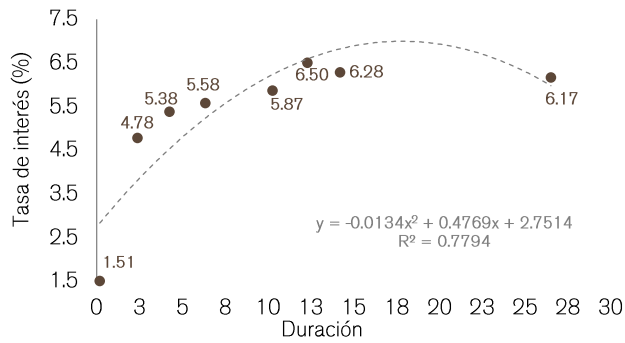
Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES en pesos



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

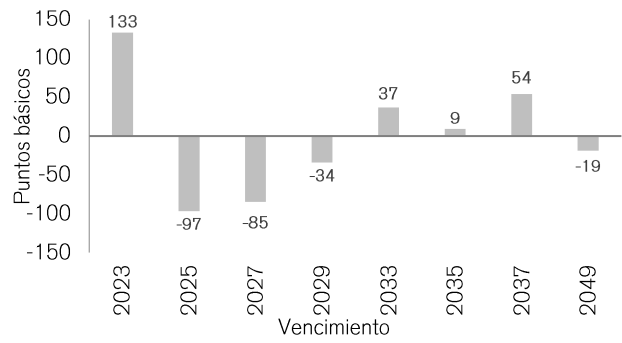


Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



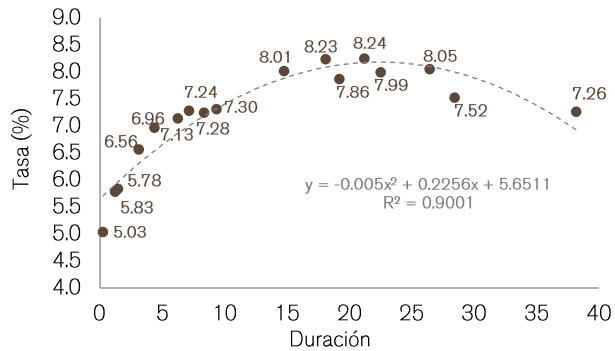
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.

Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES UVR



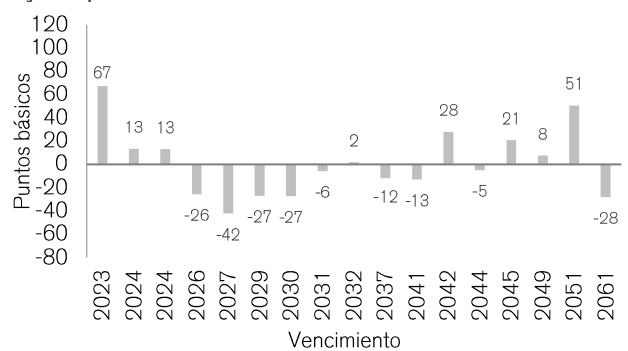
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.

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	1.3	11.98	-17	515	531	
TFIT08261125	nov-25	6.250	2.4	12.46	-42	506	518	
TFIT16080826	ago-26	7.500	2.9	12.83	-25	519	528	
TFIT08031127	nov-27	5.750	3.8	12.88	-40	504	511	
TFIT16280428	abr-28	6.000	3.9	12.93	-43	498	507	
TFIT16180930	sep-30	7.750	5.0	13.03	-37	489	517	
TFIT16260331	mar-31	7.000	5.1	12.98	-42	478	499	
TFIT16300632	jun-32	7.000	5.7	13.04	-38	479	502	
TFIT16181034	oct-34	7.250	6.5	12.96	-44	464	483	
TFIT16070936	jul-36	6.250	6.9	13.02	-42	466	486	
TFIT280542	may-42	9.250	6.7	13.20	-46			
TFIT260950	oct-50	7.250	7.8	12.95	-55	442	460	

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	0.2	1.51	21	72	70	
TUVT11070525	may-25	4.750	2.2	4.78	-72	263	268	
TUVT11170327	mar-27	3.500	3.7	5.38	-77	258	269	
TUVT10180429	abr-29	3.300	5.5	5.58	-48	239	249	
TUVT20250333	mar-33	2.250	8.1	5.87	-23	229	235	
TUVT20040435	abr-35	3.000	8.4	6.50	-5	273	287	
TUVT25022537	feb-37	4.750	9.6	6.28	-19	245	258	
TUVT20040649	jun-49	4.000	14.2	6.17	-32	226	232	

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	0.2	5.03	-145	346	346	
COLGLB24	may-24	4.000	1.3	5.78	-89	360	354	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.7	6.56	-66	340	339	
COLGLB27	abr-27	3.875	3.7	6.96	-42	326	327	
COLGLB29	mar-29	4.500	5.0	7.13	-34	303	305	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.2	7.30	-23	286	290	
COLGLB37	sep-37	7.375	8.5	8.01	-47	225	232	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.2	8.23	-43	238	247	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.6	7.86	-33	241	254	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.9	7.99	-40	224	235	
COLGLB49	may-49	5.200	11.2	8.05	-34	230	241	

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.

---