



Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los menores riesgos inflacionarios globales para 2023 han favorecido el comportamiento de la deuda pública internacional. Los mercados han descontado en su totalidad el actual ciclo monetario, asignando incluso una probabilidad de recortes en las tasas de interés de la Fed. Los flujos de capitales hacia mercados emergentes se han recuperado en el arranque de año, apoyando la demanda de bonos soberanos.*
- *En este entorno, toda la curva de TES en pesos se valorizó durante el último mes, en medio de un continuo patrón de aplanamiento que sigue impulsando una mayor demanda por TES de largo plazo. Las mayores presiones se siguen presentando en el tramo corto, que es el más sensible al ciclo monetario de BanRep y a la inflación.*
- *La curva de TES UVR presentó un desempeño aún mejor que el de la curva de TES en pesos, favorecida por la estacionalidad de la temporada y por la reciente sorpresa de inflación de diciembre. Los TES en dólares tampoco fueron ajenos al buen momento de la deuda pública internacional y también se valorizaron.*
- *Los volúmenes de enero en el mercado secundario han sido inferiores a los del mismo mes de un año atrás. Sin embargo, el apetito de los inversionistas se ha incrementado significativamente, algo que también se ha observado en las subastas del mercado primario. La información disponible del endeudamiento público como como proporción del PIB, no mostró cambios importantes.*
- *Cálculos preliminares dan cuenta de una recuperación importante de la demanda de inversionistas extranjeros por TES. Diferentes estimaciones sugieren un margen interesante de valorización en los TES con vencimientos de medio y largo plazo. Desde una óptica de riesgo-rentabilidad, los TES se posicionan como uno de los bonos soberanos en moneda local más atractivos en emergentes.*

CONTENIDO

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

Gabriel F. Granados.
P.S. – Mercados Financieros
gabriel.granados@bancoagrario.gov.co

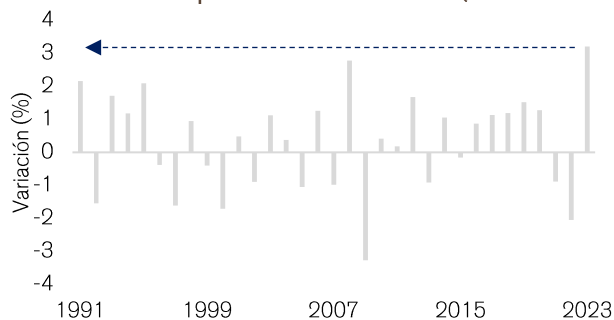
Fabio D. Nieto.
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co



Contexto internacional

El ajuste de expectativas en torno al ciclo actual de política monetaria mundial, y su impacto sobre la actividad económica global, continúa marcando el compás de los mercados financieros en el arranque de año. Existen varias señales de que la inflación, en buena parte del mundo, ya habría alcanzado su valor máximo.

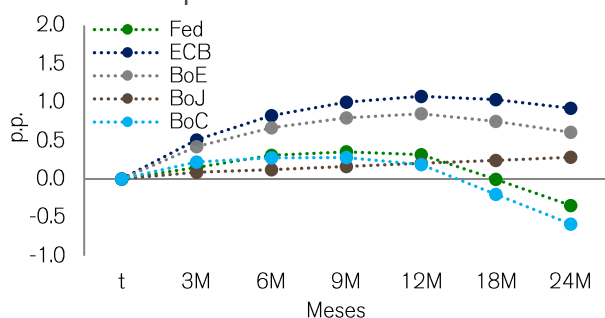
Gráfico 1. Desempeño RF* durante enero (1991 - 2023**)



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
* Global Aggregate Index. ** Datos al 20 de enero de 2023.

Las grandes dudas de corto plazo se reducen al proceso de convergencia de la inflación hacia las metas de los Bancos Centrales (BC), el cual se prevé lento. En cualquier caso, los riesgos de más inflación en 2023 se han reducido significativamente.

Gráfico 2. Expectativas de tasas BC en avanzados*

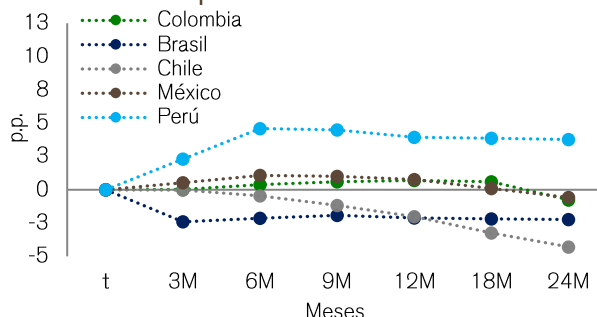


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

En línea con lo anterior, los mercados de deuda a nivel global han comenzado el año con el pie derecho, mostrando uno de sus mejores inicios en al menos 30 años (Gráfico 1). Aunque los BC no han dado su brazo a torcer en su lucha contra la inflación, el menor riesgo inflacionario está alimentando la expectativa de posibles

recortes de tasas de interés durante la segunda mitad del año.

Gráfico 3. Expectativas de tasas BC en LATAM*



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

En EEUU, las minutas de la reunión de diciembre de la Fed, así como los recientes comentarios de varios miembros del FOMC, revelaron la necesidad de seguir incrementando los tipos de interés en el futuro cercano. Varios de ellos, incluso, han descartado la posibilidad de recortes en 2023 y ratifican la necesidad de mantener una postura restrictiva más allá de este año.

Los mercados anticipan una tasa terminal de 4.75% - 5% durante 1T23, ligeramente inferior a nuestra expectativa de 5% - 5.25% (ver "Contexto internacional" en IMDP – [Diciembre 21 de 2022](#)). No obstante, hacia horizontes superiores a 12 meses están comenzando a anticipar recortes de tasas de política monetaria (Gráfico 2).

Gráfico 4. Bonos 10 años en mercados desarrollados



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

El Banco de Japón (BoJ) amplió en 25 pbs la banda de oscilación de su programa de control de curva de rendimientos hasta 0.5 p.p., lo que fue interpretado como una señal de próximos ajustes de política monetaria ante

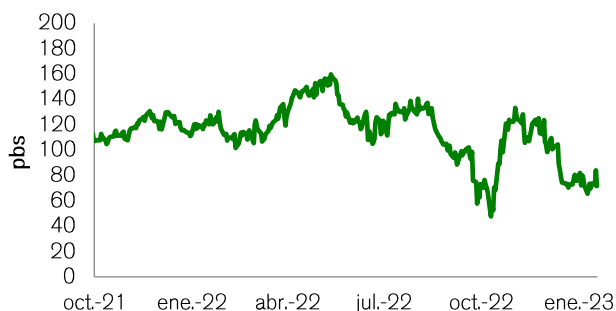


el fuerte incremento que ha tenido la inflación en ese país. Si bien el BoJ no ha cambiado su postura ultra-expansiva, la especulación sobre eventuales aumentos de tasas se ha incrementado.

Las expectativas de tasas de interés del Banco Central Europeo (ECB) y el Banco de Inglaterra (BoE), anticipan aumentos adicionales de hasta 100 pbs en los próximos 12 meses. En el caso del Banco de Canadá (BoC), la trayectoria implícita en los mercados sugiere movimientos similares a los de la Fed (Gráfico 2).

En LATAM, las expectativas de tasas de los BC, implícitas en los mercados, sugieren también que el techo del ciclo restrictivo para Colombia, México y Perú está cerca (Gráfico 3). Para el caso de Brasil y Chile, las tasas de referencia comenzarían a descender antes de los próximos 6 meses.

Gráfico 5. Diferenciales de tasas EEUU vs Europa*



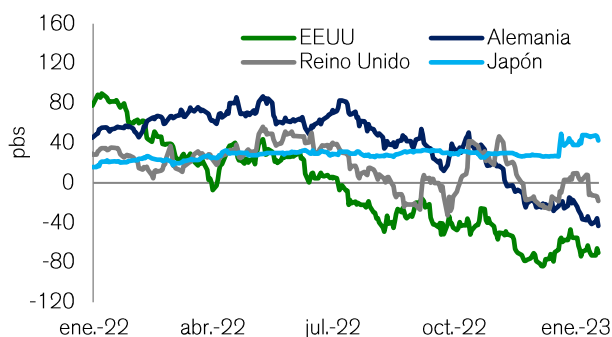
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio rendimientos bonos 10 años de Alemania y Reino Unido.

Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU descendieron a niveles cercanos al 3.38% recientemente (Gráfico 4). Frente al informe anterior, el movimiento ha sido bajista en 28 pbs.

En línea con este movimiento, los rendimientos de otros bonos soberanos de mercados desarrollados también descendieron, consistente con el ajuste de expectativas de tasas de política monetaria y los menores riesgos de inflación (Gráfico 4).

En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años bajaron 26 pbs hasta 3.41%. Asimismo, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, disminuyeron 29 pbs y se sitúan en niveles de 2.02%.

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

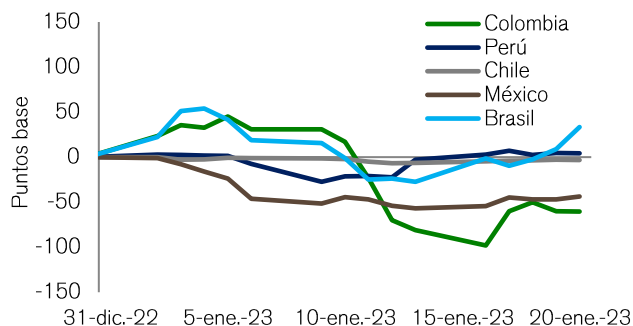


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En Japón, las tasas de los bonos se mantuvieron relativamente estables frente al corte de nuestro último informe. No obstante, tras la modificación del mes pasado en el objetivo del programa de control de curva de rendimientos (ver “Un costo llamado oportunidad” en [CE – Diciembre 20 de 2022](#)), estos rendimientos se sitúan cerca de 21 pbs frente a los niveles de la primera mitad de diciembre.

Así, los *spreads* de las tasas de interés de largo plazo de las notas del Tesoro de EEUU contra bonos europeos se han mantenido alrededor de 70 pbs en enero, pero siguen siendo inferiores a los niveles promedio de 2022 (Gráfico 5). Lo anterior es consistente con las expectativas de tasas de BC implícitas en los mercados.

Gráfico 7. Cambio en tasas bonos 10 años en LATAM

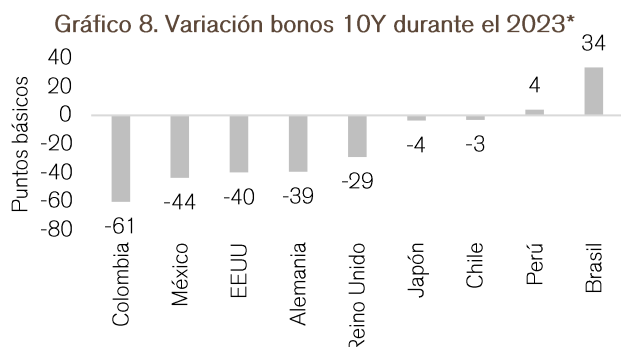


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En términos de sus pendientes, las curvas en los mercados avanzados se siguen aplanando en el balance. La curva de Tesoros permanece invertida en niveles del orden de -70 pbs (Gráfico 6). En Europa, el diferencial inter-temporal en Alemania y el Reino Unido exhibió



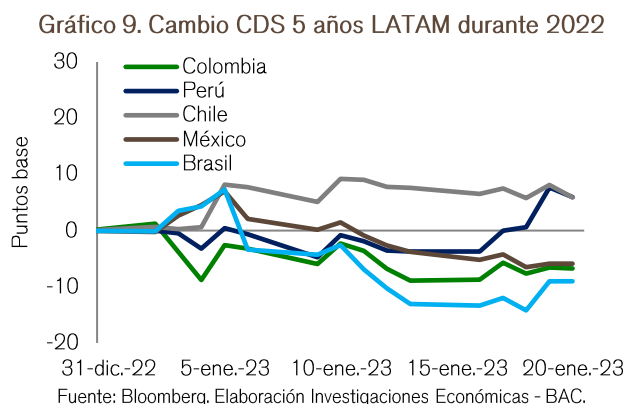
descensos de 23 y 8 pbs, respectivamente. En ambos casos, las curvas de rendimientos permanecen invertidas (Gráfico 5). En Japón, la pendiente se mantiene positiva y ha sido la única excepción entre las grandes economías avanzadas.



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
* Datos al 20 de enero

Los bonos soberanos de largo plazo en LATAM han mostrado el mismo comportamiento que sus similares en mercados desarrollados (Gráfico 7). La mayor corrección se presentó en el rendimiento del título a 10 años de Colombia, con una reducción de 61 pbs.

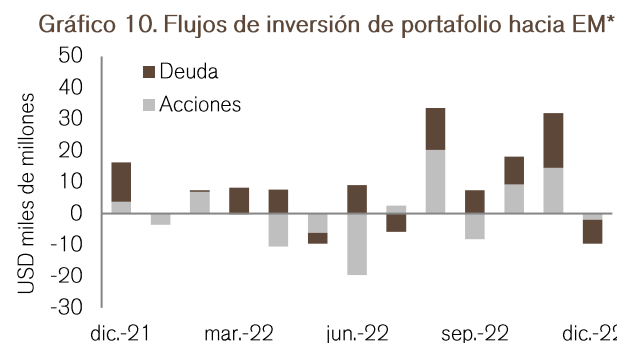
En el resto de la región, los bonos con el mismo vencimiento de México, y Chile también registraron valorizaciones en tasa de 44, y 3 pbs, respectivamente. En contraste, los títulos de Brasil y Perú registraron un aumento de 34 y 4 pbs, en ese orden.



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El desempeño de la renta fija global ha sido ampliamente positivo, pero particularmente el de mercados emergentes, que casi ha triplicado el movimiento de los Tesoros en los últimos 3 meses (ver "¿Cambio estructural?" en [CE – Enero 16 de 2023](#)). En lo corrido de 2023, los bonos en moneda local de LATAM siguen replicando el movimiento global de la renta fija, donde los títulos de Colombia se han destacado (Gráfico 8).

Lo anterior es coherente con las primas de riesgo en LATAM (sin Argentina), que han registrado reducciones en el balance durante las primeras semanas del año. Los CDS a 5 años de Chile y Perú aumentaron en 6 pbs. En contraste, los CDS de Brasil, Colombia y México presentaron reducciones de 7 pbs en promedio (Gráfico 9).



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Excluyendo flujos de inversión de portafolio hacia bonos y acciones de China.

En este entorno, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)¹, en diciembre los flujos de inversión de portafolio hacia emergentes fueron ligeramente positivos. La entrada de capitales ascendió a USD 1,700 millones, equivalente al monto más bajo desde septiembre de 2022. Este resultado estuvo explicado por el ingreso de USD 4,400 millones en acciones y el flujo negativo de USD 2,600 millones registrado en títulos de deuda.

Gran parte de este resultado responde al fuerte flujo de entrada a China, motivados por la flexibilización de las medidas de cero COVID y la reapertura del aparato productivo de su economía. Sin China, los flujos hacia

¹ IIF Capital Flows Tracker – January 2023.



mercados emergentes fueron negativos en USD 9,700 millones. Por tipo de activos, en acciones se observaron ventas por USD 1,900 millones, mientras que en títulos de deuda las ventas ascendieron a USD 7,700 millones (Gráfico 10).

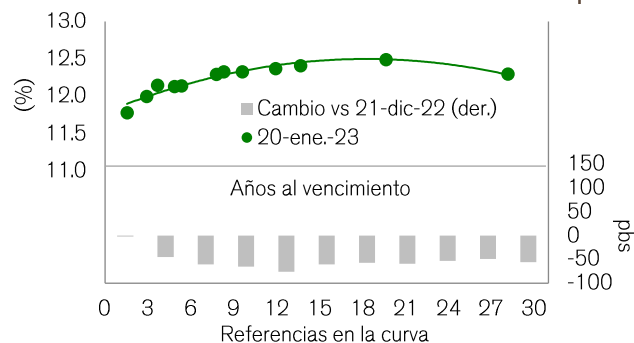
De esta forma, en el acumulado de 2022 evidenció un ingreso de flujos de capitales hacia emergentes sin China de USD 58,400 millones. Este resultado es significativamente inferior a los USD 173,900 millones que ingresaron durante todo 2021.



Mercado local

En línea con el balance positivo del contexto internacional para la deuda pública, y el mayor apetito de los inversionistas por activos de renta fija (incluidos corporativos)², la curva de TES se desplazó a la baja durante el último mes, especialmente los títulos con vencimientos de largo plazo.

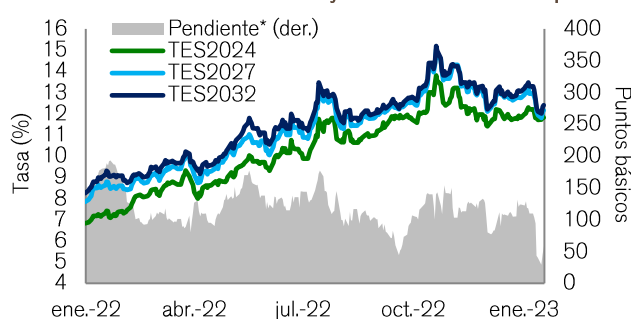
Gráfico 11. Evolución reciente de la curva de TES en pesos



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Frente a nuestro último informe, la curva de rendimientos de los TES en pesos, en todo su nivel, se desplazó a la baja 54 pbs (Gráfico 11). Lo anterior se dio en medio de un mercado patrón de aplanamiento que implicó una reducción de 57 pbs en la pendiente de la curva, la cual se situó en niveles de 55 pbs (Gráfico 12).

Gráfico 12. Curva TES COP y diferencial intertemporal



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

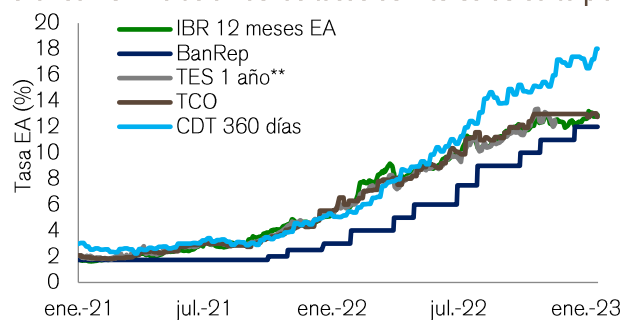
Las tasas de los TES de más corto plazo han descontado en su totalidad el ciclo de política monetaria de BanRep y

se mantuvieron relativamente estables frente al mes anterior. Las tasas implícitas en los swaps de IBR a plazos de 3 a 12 meses se sitúan en promedio en 12.94%, sugiriendo que el mercado descuenta un techo del actual ciclo de política monetaria de BanRep entre 12.75% y 13%.

Otras tasas de interés de más corto plazo registraron algunos incrementos. Las tasas de los TES a 1 año, en la curva cero cupón, aumentaron hasta 11.88%. Del mismo modo, las tasas de los CDTs a 360 días en el mercado de fondos prestables aumentaron hasta niveles de 18.03% (Gráfico 13).

Así, las tasas de los TES2024 bajaron en apenas 2 pbs, alcanzando un nivel de 11.78%. Es de esperar que las tasas de estos títulos tengan márgenes de valorización más estrechos frente a otras referencias de la curva en el corto plazo. Las presiones inflacionarias persistirían durante los primeros meses del año, motivando coberturas contra inflación (venta TES COP y compra TES UVR) o una mayor demanda por deuda privada indexada.

Gráfico 13. 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 57 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2025 bajaron 45 pbs hasta 12%, los de los TES2026, una de las referencias más líquidas de la curva, cayeron en 60 pbs hasta 12.15% y los TES2027 lo hicieron en 60 pbs hasta 12.13%.

emisión fue por USD 2,000 millones y tuvo una demanda de USD 6,000 millones, que equivale a un bid-to-cover de 3 veces el monto ofertado.

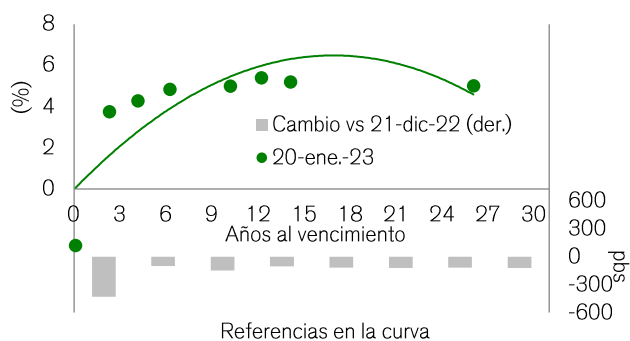
² Ecopetrol realizó el 10 de enero una emisión de bonos a 10 años en el mercado internacional, como parte de su estrategia de financiamiento del plan de inversiones 2023 y para el pago de la compra de ISA. Esta



Los rendimientos de los TES en pesos del tramo largo de la curva registraron reducciones de 59 pbs, siendo las tasas de interés de los TES2028 las que registraron las mayores caídas con 76 pbs. Los rendimientos de la referencia de TES2032, bajaron en 59 pbs hasta 12.33%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 12.33%.

La curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento promedio a la baja de 156 pbs, superando con creces el de la curva de TES COP. Las mayores valorizaciones se presentaron en el tramo corto de la curva, favorecido por la proximidad del vencimiento de la referencia TESUVR2023 y la sorpresa inflacionaria de diciembre de 2022 (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Enero 12 de 2022](#)).

Gráfico 14. Curva de TES UVR durante el último mes



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

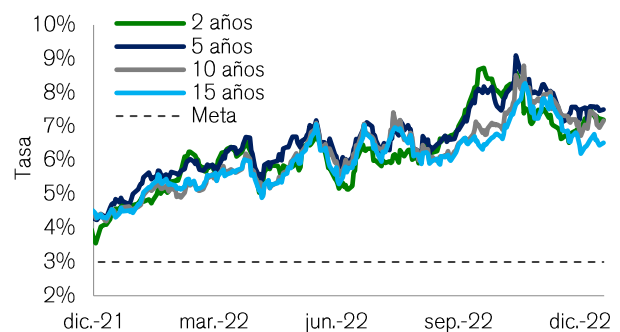
En efecto, los rendimientos de los TESUVR2023, la referencia de la parte corta de la curva, cayeron hasta niveles de -2.75%, es decir, una reducción de 429 pbs durante el último mes. Sin este título, el movimiento en nivel de la curva TES UVR fue de 118 pbs en el último mes, que también es superior al de la curva TES COP.

En el tramo medio, los TESUVR2025 se valorizaron 101 pbs hasta 3.75%. En la parte larga de la curva, el movimiento promedio fue de 115 pbs la baja, donde los rendimientos de los TESUVR2035 y TESUVR2049 bajaron 120 pbs hasta niveles de 5.4% y 5%, respectivamente (Gráfico 14).

De esta forma, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES aumentó hasta 7.56% y permanece muy por encima de la meta de 3% del BanRep. A plazos

de 2 años, las implícitas se ubican en 8%, mientras que el promedio de las de 5, 10 y 15 años se mantiene en niveles de 7.4% (Gráfico 15). 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 8.03%.

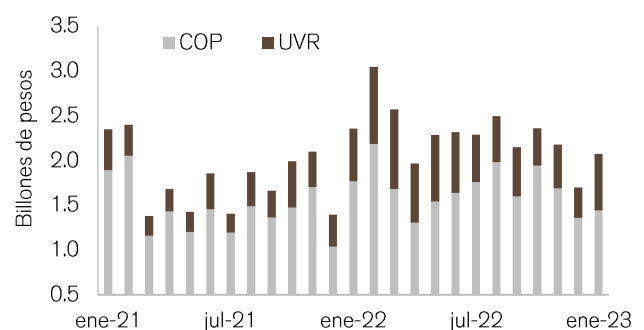
Gráfico 15. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, el volumen diario de negociación de los TES en SEN registró un promedio-día de 1.7 billones de pesos en diciembre, superando ligeramente los volúmenes registrados durante el mismo mes de 2021 que fueron de 1.4 billones (Gráfico 16). En lo corrido de enero, el volumen transado en el mercado secundario registra un promedio-día de 2 billones de pesos, que es inferior a los 2.4 billones de pesos de enero de 2022.

Gráfico 16. Volumen promedio-día de negociación en SEN



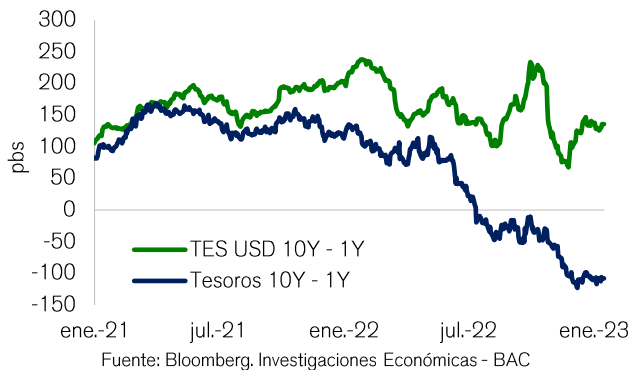
Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Los TES en pesos que más se han negociado en enero son los TES2025, TES2031 y TES2042. Por su parte, los títulos UVR más líquidos, según su volumen de negociación, han sido los TESUVR2035, TESUVR2037 y TESUVR2049.



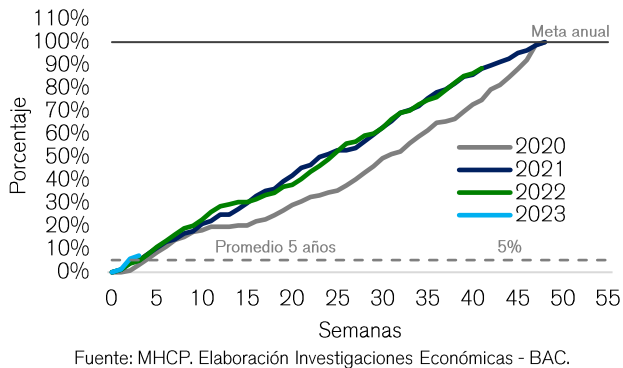
En los mercados externos, las tasas de interés de los TES en dólares (TESUSD) también se vieron beneficiadas por el entorno global de la renta fija y toda la curva registró un desplazamiento a la baja de 36 pbs, en promedio. La pendiente de la curva se ha mantenido relativamente estable, consistente con el comportamiento del *spread* inter-temporal de la curva de los Tesoros en EEUU y la ligera reducción de la prima de riesgo (Gráfico 17).

Gráfico 17. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva de TESUSD registraron disminuciones de 35 y 48 pbs, respectivamente, hasta niveles de 5.68% y 6.37%, en ese mismo orden. En la parte larga de la curva, las tasas de interés bajaron en promedio 35 pbs hasta niveles medios de 7.26%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés bajaron en 36 pbs hasta 8.30%.

Gráfico 18. Cumplimiento de colocaciones por subastas



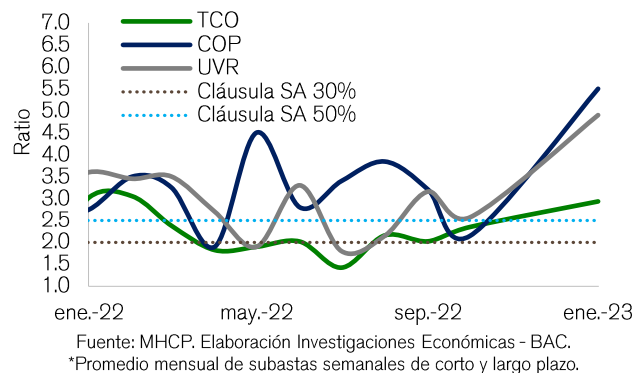
Por otra parte, de acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2023, el monto total hasta el 18 de enero asciende a 2 billones de pesos,

lo que representa un cumplimiento del 7.2% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2023 (28 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es ligeramente superior al 5% del cumplimiento acumulado para el mismo periodo de 2022 y del promedio del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 18).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones durante enero alcanzan los 1.6 billones de pesos, repartidas de la siguiente manera: i) 900 mil millones de pesos de TES COP; y ii) 750 mil millones de pesos en TES UVR. Las colocaciones no competitivas ascendieron a 375 mil millones de pesos.

En el caso de las subastas de TES en pesos, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) emitió una nueva referencia con vencimiento el 9 de febrero de 2033. El cupón de esta referencia es del 13.25%, el más alto de todos los títulos que forman la curva actualmente. La tasa de corte de la primera subasta de esta referencia fue del 12.85% y el *bid-to-cover* fue de 5.5 veces, lo que sugiere un fuerte apetito de los inversionistas por esta referencia.

Gráfico 19. Sobre-demanda en las subastas de TES*



Respecto a las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte en las subastas iniciaron el año en niveles promedio de 5.47%. El *bid-to-cover* de estas subastas se ubicó alrededor de 4.9 veces, reflejando una sólida demanda.

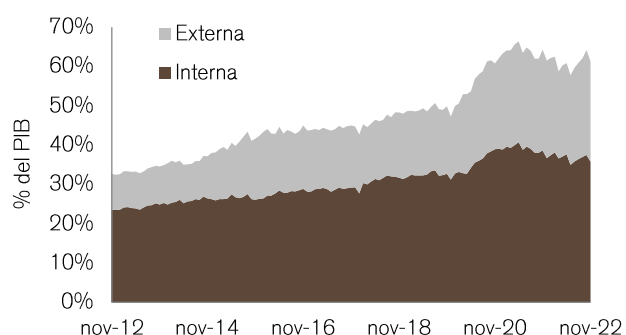
Con respecto a las subastas de TES de corto plazo (TCO), en el transcurso de 2023 se han colocado 1.1 billones de pesos. En línea con el aumento de la tasa repo, las tasas de corte de estos títulos iniciaron el año en niveles de 12.86%. Respecto a su demanda en mercado primario, el



bid-to-cover en lo corrido del mes se sitúa en un promedio de 3.2 veces (Gráfico 19).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con información disponible 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 20. Saldo de la deuda bruta total del GNC



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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 20), 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.

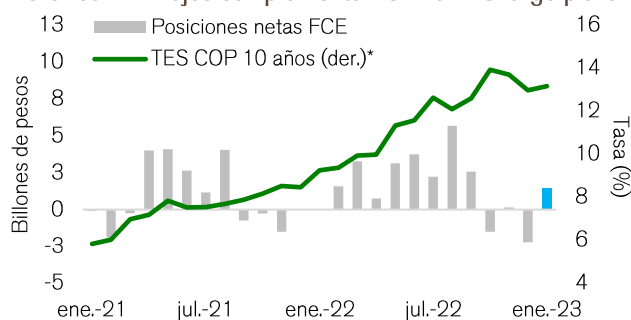


Inversión extranjera y liquidez

De acuerdo con las cifras disponibles de balanza cambiaria al 31 de diciembre, los flujos de inversión de portafolio en el último mes fueron negativos por USD 499 millones. Esto es coherente con las salidas de inversión de portafolio de mercados emergentes (sin China) registrada durante ese mismo mes.

En línea con 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) se deterioró. En efecto, las ventas netas en diciembre ascendieron a COP 2.2 billones, lo que representa la mayor salida mensual desde marzo de 2020, en pleno inicio de la pandemia.

Gráfico 21. 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.

Las compras totales de los inversionistas extranjeros en lo corrido de 2022 ascendieron a 19.4 billones de pesos. El saldo de tenencias netas de los FCE se sitúa alrededor de 118 billones de pesos, por lo que continúan siendo los mayores tenedores de TES con una participación de 26.2% del saldo total de la deuda pública interna.

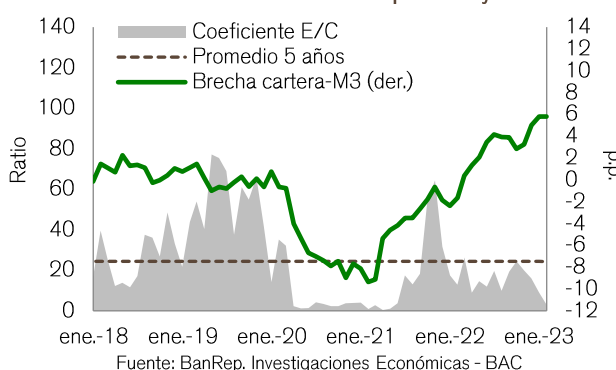
De acuerdo con algunas estimaciones de agentes del mercado, en lo corrido de enero el apetito de los FCE por TES locales se ha recuperado de manera importante. De hecho, a la fecha de este informe, acumularían cerca de COP 1.5 billones de compras netas, la más alta desde septiembre del año pasado (Gráfico 21).

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC), los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 25% del saldo total de la deuda pública,

realizaron ventas por tercer mes consecutivo por un total de COP 2.1 billones, el monto más alto desde marzo de 2020. En contraste, los Bancos Comerciales nuevamente fueron compradores durante el mes con COP 3.2 billones, y su participación sobre el saldo total ascendió a 14.3%.

El MHCP realizó ventas netas por COP 4.1 billones. Lo anterior es resultado de ventas por COP 1.4 billones en TES COP y por COP 2.6 billones en TES UVR. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por COP 145 mil millones, moderando su intervención en el mercado frente a lo visto en meses pasados. En el acumulado del 2022, las compras de BanRep ascendieron a COP 14 billones, el monto anual más alto desde que se tiene registro.

Gráfico 22. Relación recursos de expansión y contracción



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

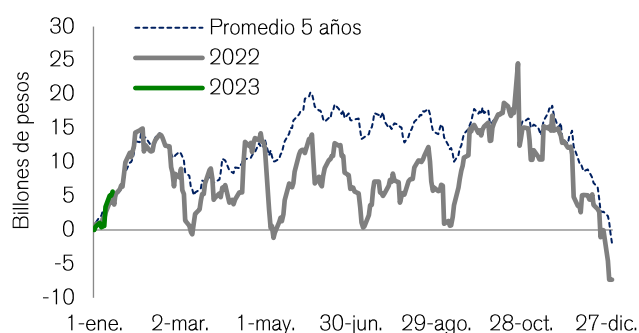
La demanda de liquidez del sistema ha disminuido en enero, en línea con el efecto estacional de la temporada. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep registró un promedio-día de COP 9.4 billones en diciembre y en lo corrido de enero han caído hasta COP 4.4 billones. El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor sigue bajando y en lo corrido del mes se sitúa en COP 5.2 billones, con una utilización que ha bordeado el 77%, superior frente al porcentaje utilizado en diciembre. Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización relativamente baja (1.4%).

Por su parte, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) alcanzó en diciembre un promedio de COP 1 billón. En lo corrido de enero, dicho promedio se incrementó hasta en COP 1.5 billones.



De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión/contracción (E/C) ha caído hasta 2.9 veces en enero, inferior al registro de 9.2 veces en diciembre y al promedio de los últimos 5 años (Gráfico 22). Esto es consistente con unas condiciones de liquidez favorables en el inicio del año.

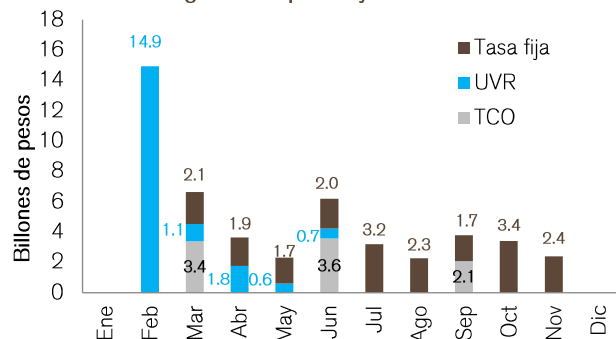
Gráfico 23. Cambio año corrido depósitos de la DTN



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Por otra parte, de acuerdo con las cifras preliminares de la DIAN, el recaudo en diciembre fue cercano a los COP 15.3 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo 2022 ascendió al 116%. Frente al acumulado de 2021, el recaudo total registró un crecimiento del 31.6% (cerca de un 16.4% en términos reales).

Gráfico 24. Pagos de cupones y vencimientos en 2023



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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 en los primeros días de enero de COP 5.7 billones, al corte del 13 de enero. Esta cifra es superior en COP 700 mil millones frente al acumulado del mismo periodo del año pasado y

a los COP 4.4 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 23).

Esperamos que las condiciones de liquidez en 1T23 se mantengan ampliamente holgadas, favorecidas por el efecto estacional, pero también por la fase de desaceleración de la cartera de créditos del sistema financiero (ver “Mercado de créditos” en [IMCE – Enero 12 de 2023](#)).

Para febrero se espera el mayor ingreso de recursos del año al sistema financiero (14.9 billones de pesos), asociados a 13.3 billones por el vencimiento de los TESUVR2023, con su respectivo cupón por 631 mil millones el 23 de febrero y un pago de cupón por 1 billón de los TESUVR2037 el 25 de febrero (Gráfico 24).



Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados emergentes, se deterioró durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años cayó desde 0.5% hasta -0.2%, aunque sigue siendo superior la tasa promedio de -1.9% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 132 pbs a la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, los resultados de diciembre sugieren que la tasa REP de los títulos de deuda pública de Colombia se alejaron de Sudáfrica y Brasil, países que presentaban condiciones similares en términos de rentabilidad y prima de riesgo.



Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2023, 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 hace parte la zona de alto rendimiento. El retorno ex ante (REA) de los TES se mantuvo relativamente estable alrededor de 5.2%, y permanece muy por encima de la media muestral de 1.4%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 0.9 p.p., también superando ligeramente el nivel promedio de muestra de 0.3 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 1 pbs. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere niveles de entrada, especialmente en los

TES2026 y TES2033 con un espacio de 17 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 40 pbs en promedio. El modelo de eficiencia-duración sugiere niveles de entrada en los TESUVR2025, TESUVR2027, TESUVR2029 y TESUVR2049, con un espacio de valorización del orden de 124 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 2 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2024, TESUSD2033, TESUSD2041 y TESUSD2061 como los bonos con mayor espacio de valorización, con un promedio cercano a los 45 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 14.13% (Gráfico 25).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 12.55%, lo anterior implica un espacio técnico de desvalorización de hasta 158 pbs. La probabilidad de ocurrencia de este escenario la estimamos muy baja. La materialización de este riesgo podría suscitarse sólo por factores idiosincráticos-políticos.



Expectativas de corto plazo

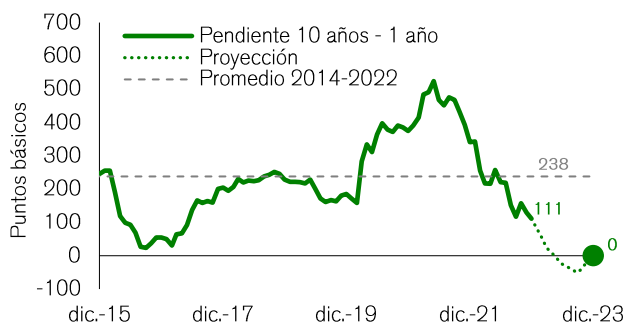
Esperamos que el buen desempeño que han registrado los TES durante los primeros días del año se mantenga en el muy corto plazo. Sin embargo, el mercado podría verse afectado por cuenta de: i) un ajuste súbito de expectativas de tasas de interés de la Fed (actualmente descontando recortes a finales de 2023); ii) riesgos asociados al ciclo político local, que podrían aumentar la prima de riesgo-país (ver “Cambio estructural” en [CE – Enero de 2023](#)); y iii) una sorpresa en las próximas decisiones de BanRep, elevando la tasa de interés por encima de las expectativas del mercado.

Advertimos que los factores de riesgo descritos anteriormente podrían afectar, muy en particular, los TES de menor maduración en la curva de rendimientos. Reafirmamos nuestra expectativa de un margen de valorización relativamente más amplio en los papales de la parte media y larga de la curva, que son actualmente los menos expuestos a sorpresas monetarias locales y externas.

persistirían durante el primer semestre del año (Gráfico 26).

Para la curva de TES UVR, consideramos que los títulos de menor vencimiento ofrecen el mayor margen de valorización en 1T23, asociado a la estacionalidad que presentan estos títulos por cuenta de la mayor inflación de estos meses del año. Asimismo, el vencimiento del TESUVR2023 promueve a los TESUVR2025 como el nuevo referente de más corto plazo en esta curva. Para los TESUVR2025 estimamos niveles objetivo de 3% en sus rendimientos durante los próximos meses.

Gráfico 26. Diferencial intertemporal curva TES COP*



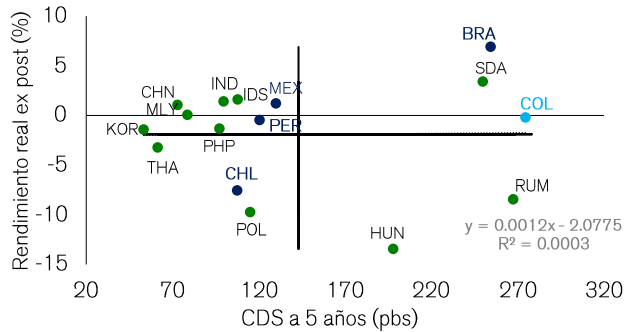
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial calculado con los rendimientos de la curva cero cupón.

De esta manera, estimamos niveles objetivo de corto plazo de 11.9% para los TES2024 y 12.4% para los TES2032. Frente a las tasas que actualmente se cotizan en el mercado, no descartamos una valorización adicional de hasta 20 pbs al cierre de enero.

Con la nueva información disponible y el reciente comportamiento del mercado, ahora creemos que el aplanamiento se intensificaría en el muy corto plazo, llevando la pendiente de la curva a niveles negativos que

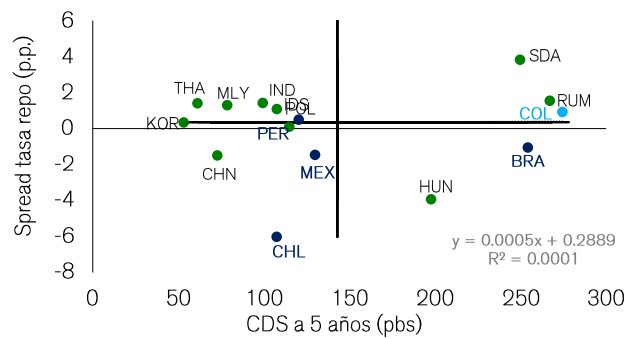


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



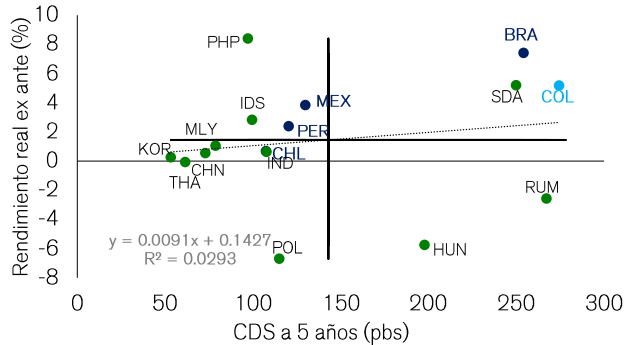
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



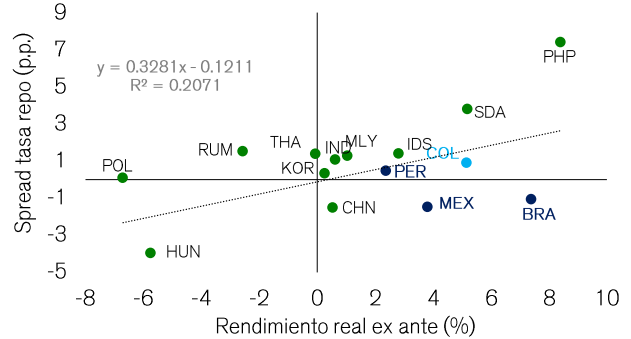
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



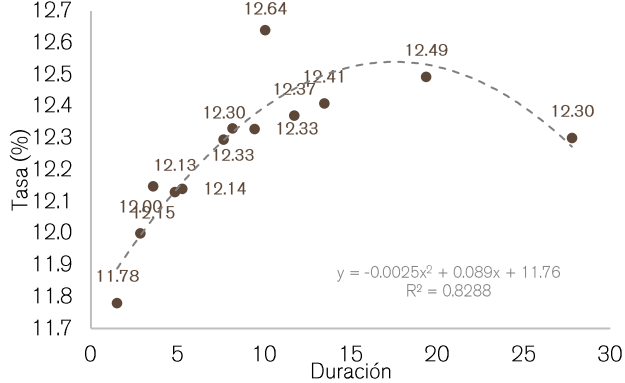
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



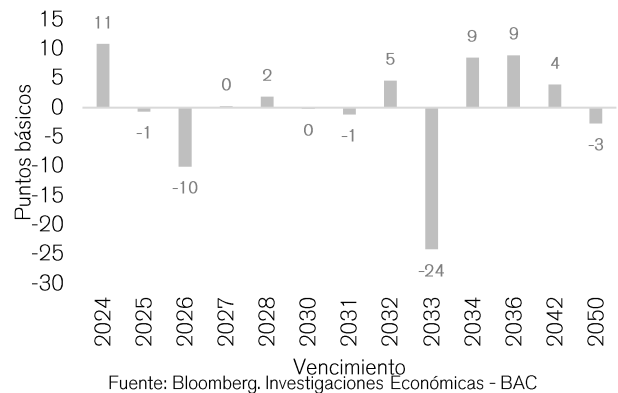
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

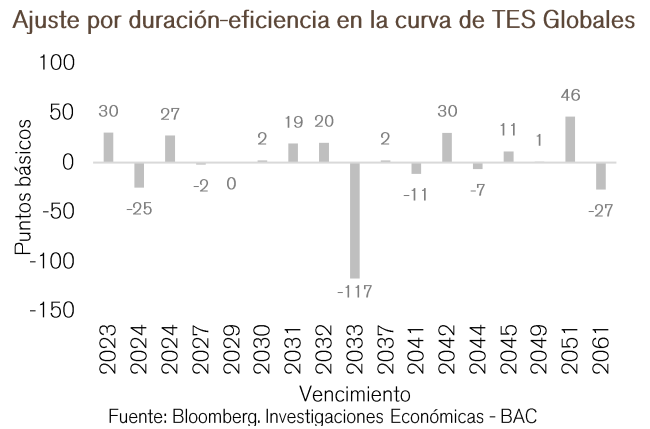
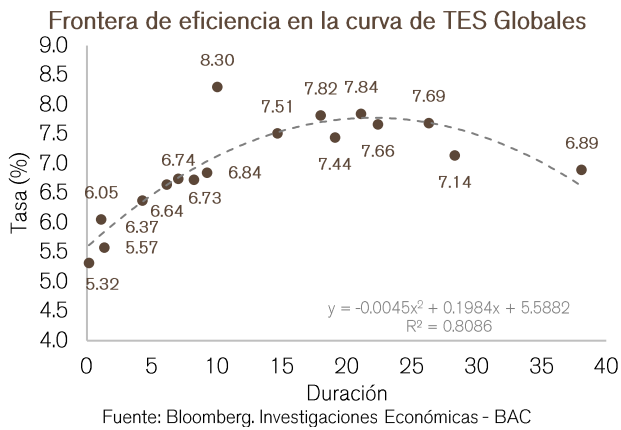
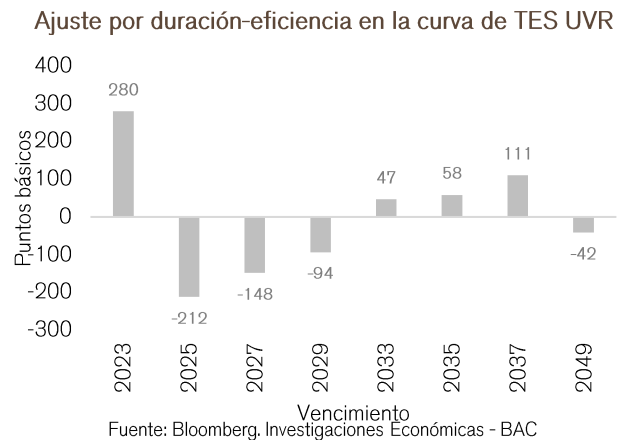
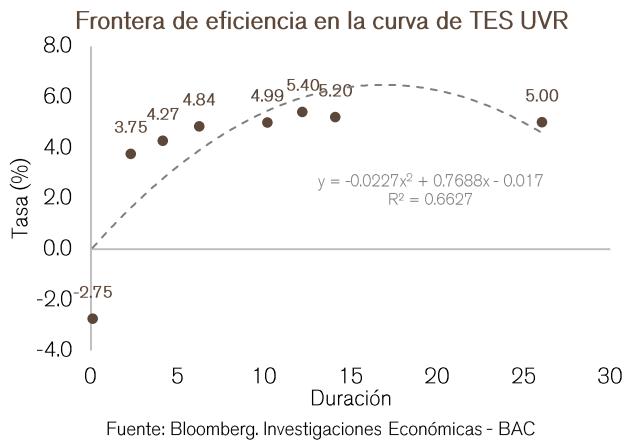


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

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	1.3	11.78	-2	495	466	
TFIT08261125	nov-25	6.250	2.4	12.00	-45	460	405	
TFIT16080826	ago-26	7.500	2.8	12.15	-60	451	387	
TFIT08031127	nov-27	5.750	3.7	12.13	-65	429	352	
TFIT16280428	abr-28	6.000	3.9	12.14	-76	420	350	
TFIT16180930	sep-30	7.750	5.0	12.30	-61	416	335	
TFIT16260331	mar-31	7.000	5.1	12.33	-59	413	345	
TFIT16300632	jun-32	7.000	5.7	12.33	-59	408	329	
TFIT16181034	oct-34	7.250	6.5	12.37	-53	405	322	
TFIT16070936	jul-36	6.250	7.0	12.41	-49	405	316	
TFIT280542	may-42	9.250	6.9	12.49	-56			
TFIT260950	oct-50	7.250	8.1	12.30	-60	377	288	

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	
TUVT11070525	may-25	4.750	2.1	3.75	-101	160	165	
TUVT11170327	mar-27	3.500	3.7	4.27	-148	147	126	
TUVT10180429	abr-29	3.300	5.5	4.84	-103	165	143	
TUVT20250333	mar-33	2.250	8.1	4.99	-116	141	112	
TUVT20040435	abr-35	3.000	8.6	5.40	-120	164	150	
TUVT25022537	feb-37	4.750	9.9	5.20	-116	137	118	
TUVT20040649	jun-49	4.000	15.2	5.00	-120	109	87	

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	0.1	4.59	-34	302	297	
COLGLB24	may-24	4.000	1.2	5.30	-43	313	303	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.6	6.07	-42	291	282	
COLGLB27	abr-27	3.875	3.6	6.38	-47	268	249	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.9	6.64	-41	254	226	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.2	6.84	-36	240	203	
COLGLB37	sep-37	7.375	8.5	7.50	-42	174	148	
COLGLB41	ene-41	6.125	10.0	7.82	-36	197	173	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.7	7.44	-35	198	175	
COLGLB45	jun-45	5.000	11.1	7.66	-25	191	164	
COLGLB49	may-49	5.200	11.5	7.68	-22	194	167	

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.
