



Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- Como esperábamos un mes atrás, las expectativas del mercado se reacomodaron al tono contractivo de la política monetaria de la Fed en EEUU, generando desvalorizaciones importantes en los mercados de deuda a nivel global. La entrada de flujos de capitales hacia mercados emergentes se estaría revirtiendo en febrero, en línea con unas condiciones financieras que se han vuelto a estrechar y la fortaleza reciente del dólar.
- En este entorno, toda la curva de TES en pesos se desvalorizó durante el último mes. El empujamiento de la curva se sustenta en buena medida por el fuerte incremento en la percepción de riesgo-país, que ha afectado especialmente a los TES de media y larga duración. En el tramo corto se han generado algunas distorsiones en las tasas de interés que han evitado una inversión de la curva.
- Los TES UVR también se desvalorizaron, aunque de forma más moderada frente a la curva de TES en pesos. Los rendimientos de los TES en dólares no fueron ajenos a la volatilidad de la deuda pública internacional y también aumentaron, siendo los títulos de la parte larga de la curva los más afectados.
- Los volúmenes negociados en el mercado secundario han sido ligeramente inferiores a los del mismo mes de un año atrás, pero las condiciones de liquidez permanecen en niveles adecuados. El apetito de los inversionistas por TES COP en las subastas de mercado primario se debilitó en el último mes.
- Cálculos preliminares dan cuenta de fuertes ventas netas de TES de inversionistas extranjeros, las cuales se estarían compensando con una mayor demanda de institucionales. Diferentes estimaciones sugieren un margen interesante de valorización en los TES con vencimientos de medio y largo plazo a partir de 2T23.

investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co

CONTENIDO

Contexto internacional	2
Mercado local	5
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

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

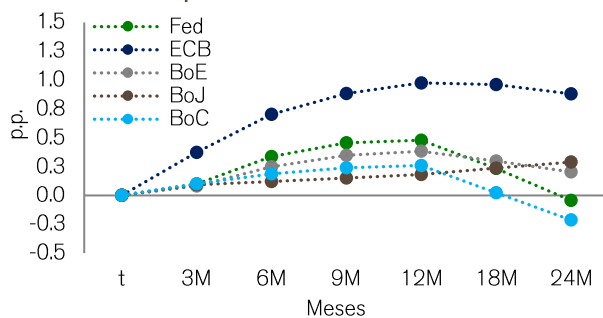


Contexto internacional

Tras un arranque de año muy positivo para los mercados financieros mundiales, varios datos macroeconómicos en EEUU superaron los pronósticos de analistas y produjeron una corrección importante en los precios de los activos financieros (ver “Contexto externo” en [IMCE – Febrero 13 de 2023](#)). Las condiciones del mercado laboral en ese país permanecen apretadas y la inflación, aunque sigue descendiendo, lo ha hecho recientemente a un ritmo inferior al que se estimaba.

En línea con lo que habíamos advertido un mes atrás, estos datos ajustaron bruscamente las expectativas de los mercados (ver “Expectativas de corto plazo” en [IMDP – Enero 23 de 2023](#)). Las decisiones futuras de política monetaria de los Bancos Centrales (BC) han vuelto a ganar preponderancia en la evaluación de riesgos.

Gráfico 1. Expectativas de tasas BC en avanzados*



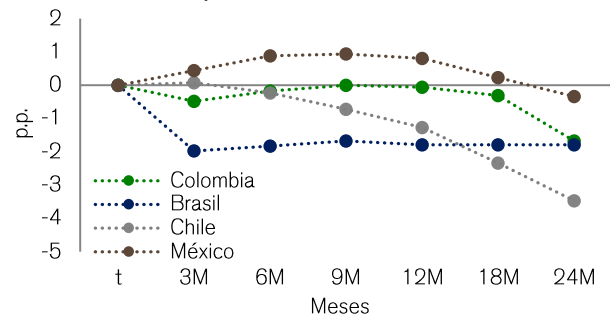
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

En EEUU, la Fed en su primera reunión del año mantuvo un tono *hawkish* que sigue sugiriendo la necesidad de una postura monetaria contractiva más allá de 2023, en contraste con las apuestas que hacía el mercado apenas semanas atrás sobre la posibilidad de recortes de tasas de interés más adelante en el año.

En efecto, la Fed elevó su tasa de interés en 25 pbs hasta 4.5% - 4.75% y reconoció que aún hay espacio para aumentos adicionales en el corto plazo. El mercado monetario en ese país ahora anticipa una tasa terminal de 5.25% - 5.5% que se alcanzaría a mitad de año, casi 50 pbs mayor al techo de tasas que se descontaba en enero. En Investigaciones Económicas seguimos esperando que

el pico de este ciclo monetario de la Fed se alcance en las reuniones de marzo-mayo hacia el rango de 5% - 5.25%. En dichos niveles permanecerían las tasas de interés durante buena parte del año.

Gráfico 2. Expectativas de tasas BC en LATAM*



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

En Europa, la inflación ha vuelto a descender y sigue dando algún respiro a los BC, aunque se mantiene muy por encima de las metas de política monetaria del 2%. En este entorno, el Banco Central Europeo (ECB) y el Banco de Inglaterra (BoE) aumentaron las tasas de referencia en 50 pbs hasta niveles de 3% y 4%, respectivamente.

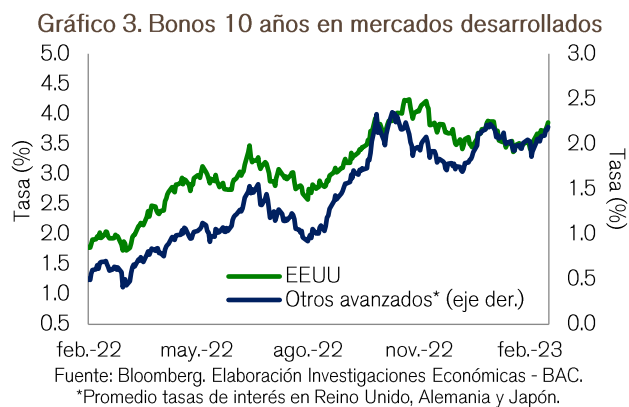
El Banco de Canadá (BoC) hizo lo propio y aumento 25 pbs su tasa de interés hasta 4.5%. Entre los principales faros monetarios del mundo, el BoC ha sido el primero en advertir que las tasas de interés no seguirían aumentando en el corto plazo. Por su parte, el Banco de Japón (BoJ) dejó estable su tasa de interés, pero el próximo cambio de gobernador ha abierto la posibilidad de que el emisor abandone su postura ultra laxa en los próximos meses.

De esta forma, las tasas implícitas en los mercados monetarios y de deuda de economías avanzadas continúan incorporando un margen de aumentos de tasas más amplio para el ECB en los próximos 6 a 12 meses. Tras el ajuste de expectativas de febrero, las curvas de tasas de BC implícitas en los mercados, en ningún caso, sugiere recortes para 2023 (Gráfico 1).

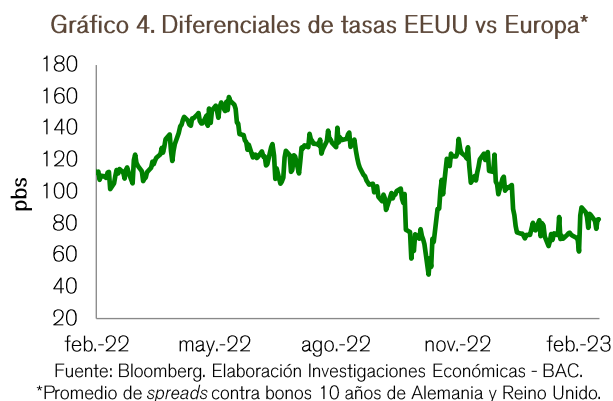
En LATAM, el techo monetario de los BC que aún no han finalizado su ciclo también parece estar muy cerca. Los emisores que ya frenaron el ajuste de tasas son los de Brasil, Chile y Perú, donde incluso ya se están



descontando recortes de tasas en los próximos 6 meses (Gráfico 2).



Los BC de Colombia y México son los únicos que faltan por alcanzar sus respectivos niveles de tasa terminal, y durante sus últimas reuniones aumentaron los tipos de referencia en 75 y 50 pbs, respectivamente. En ambos casos, los mercados descuentan que el techo llegaría durante los próximos 3-6 meses, y allí mantendrían los tipos durante el resto de año.

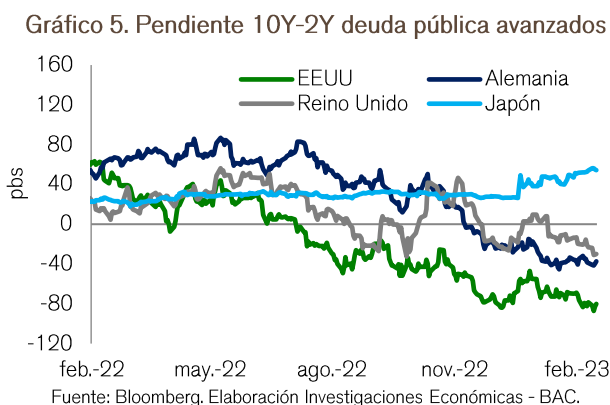


Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU subieron a niveles cercanos al 3.81% recientemente (Gráfico 3). Frente al corte de nuestro último informe, el movimiento en las tasas de estos títulos ha sido alcista en 32 pbs. En lo corrido del año, el movimiento refleja estabilidad, lo que significa que las ganancias de enero fueron totalmente borradas en el último mes.

En línea con lo anterior, los rendimientos de otros bonos soberanos de mercados desarrollados también se

incrementaron, consistente con el ajuste de expectativas de los mercados y el tono restrictivo de los BC (Gráfico 3).

En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años aumentaron 15 pbs hasta 3.51%. Asimismo, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, subieron en 23 pbs y se sitúan en niveles de 2.44%.



En Japón, las tasas de los bonos no fueron ajenas al movimiento internacional de la renta fija y presentaron aumentos de 12 pbs frente al corte de nuestro último informe.

De esta manera, los *spreads* de las tasas de interés de largo plazo de las notas del Tesoro de EEUU contra bonos europeos se han incrementado en promedio 12 pbs durante el último mes, ubicándose alrededor de 85 pbs (Gráfico 4). El incremento en estos diferenciales también es consistente con la apreciación relativa que ha tenido el dólar frente a otras monedas de reserva.

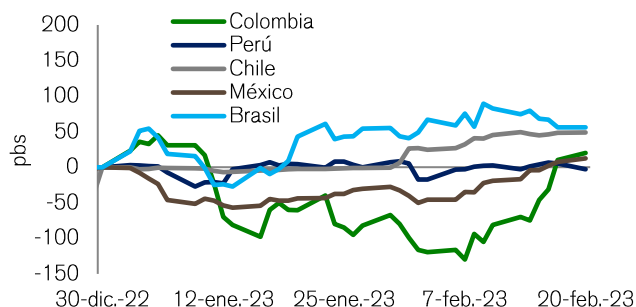
En términos de sus pendientes o diferenciales intertemporales, las curvas de la deuda pública permanecen en terreno negativo, o técnicamente invertidas. La mayor inversión se sigue observando en el caso de la curva de Tesoros en EEUU, cuyos diferenciales cayeron hasta valores del orden de -80 pbs (Gráfico 5).

En Europa, el diferencial inter-temporal en el Reino Unido exhibió descensos de 17 pbs, y en Alemania disminuyeron en 5 pbs. En ambos casos, las curvas de rendimientos permanecen invertidas (Gráfico 5). En Japón, la pendiente continúa positiva y ha sido la única excepción entre las



curvas de mercados de deuda en las economías avanzadas.

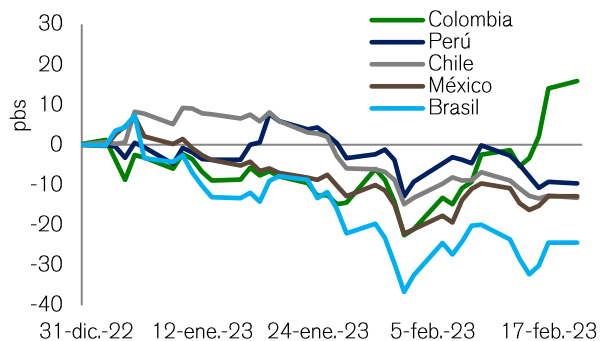
Gráfico 6. Rendimientos de bonos 10 años en LATAM*



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en tasas durante lo que va corrido de 2023.

Los bonos soberanos de largo plazo en LATAM también mostraron desvalorizaciones generalizadas durante el último mes (Gráfico 6). El mayor ajuste se observó en el rendimiento del bono de Colombia con un incremento de 67 pbs. Seguido estuvieron los bonos con el mismo vencimiento de México y Chile, con incrementos de 52 y 50 pbs, respectivamente. En contraste, los rendimientos de Brasil disminuyeron 4 pbs, seguido por Perú con 1 pb.

Gráfico 7. Cambio CDS 5 años LATAM durante 2023

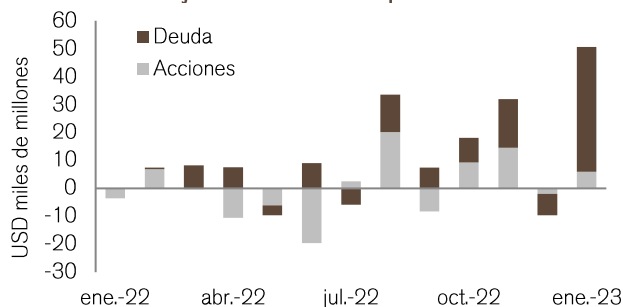


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Respecto a las primas de riesgo en LATAM (sin Argentina), en el balance, durante el último mes se observaron reducciones promedio de 9 pbs, siendo el caso de Brasil y Chile los más representativos con una caída de 16 pbs en sus CDS a 5 años (Gráfico 7).

La única excepción ha sido Colombia, cuyo CDS aumentó fuertemente en 25 pbs, algo asociado a factores idiosincráticos locales que siguen afectando la percepción de riesgo-país.

Gráfico 8. 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.

En este entorno, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)¹, en enero los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) registraron entradas significativas. El flujo total ascendió a USD 65,700 millones, equivalente al monto mensual más alto desde noviembre de 2020, y también supera el total registrado de todo 2022 (USD 58,600 millones). Este resultado estuvo explicado por el ingreso de USD 23,500 millones hacia acciones y de USD 42,200 millones registrado en títulos de deuda.

Gran parte de este resultado obedece a la fuerte entrada de flujos hacia EM excluyendo China (77%), beneficiados por la corrección del dólar a nivel global. La magnitud de dichos flujos fue de USD 50,600 millones, repartidos en USD 5,900 millones hacia acciones y USD 44,700 millones hacia bonos (Gráfico 8).

Los resultados de flujos de capitales de EM sin China en lo corrido de 2023 son significativamente superiores a los USD 3,600 millones que salieron durante el mismo periodo de 2022. No obstante, es de esperar que en febrero se registren algunas salidas asociadas al estrés de los mercados mundiales.

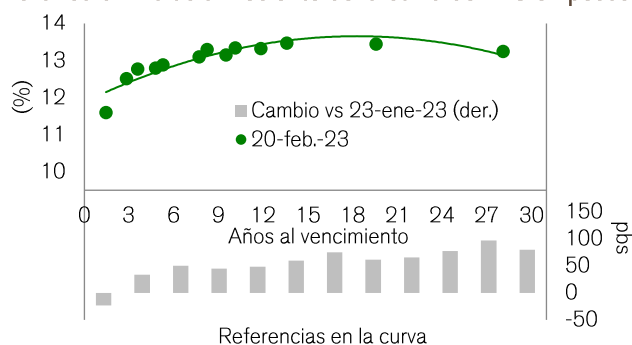
¹ IIF Capital Flows Tracker – February 2023.



Mercado local

En línea con el comportamiento de los mercados de deuda pública a nivel internacional, la curva de los TES se desplazó al alza en el balance durante el último mes. Las mayores desvalorizaciones se dieron en los títulos con vencimientos de mediano y largo plazo, afectadas por el incremento visto en la percepción de riesgo-país.

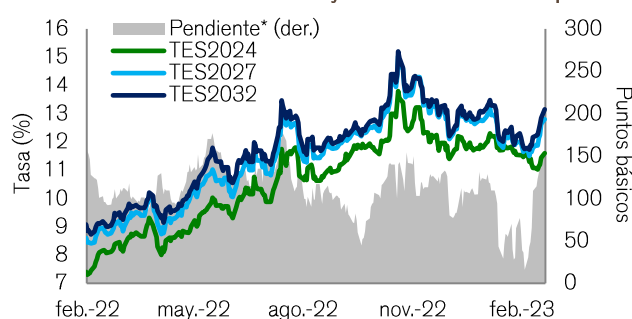
Gráfico 9. Evolución reciente de la curva de TES en pesos



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 al alza 58 pbs (Gráfico 9). Lo anterior se dio en medio de un mercado patrón de empujamiento que implicó un aumento de 85 pbs en la pendiente de la curva, la cual se situó en niveles de 155 pbs (Gráfico 10).

Gráfico 10. Curva TES COP y diferencial intertemporal



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

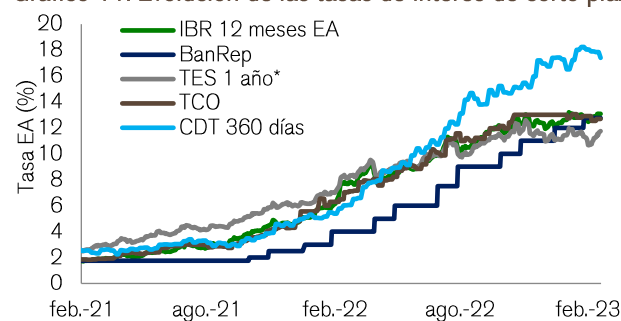
Las tasas de los TES de más corto plazo han descontado en gran medida el ciclo de política monetaria de BanRep y se mantuvieron relativamente estables frente al mes anterior, en línea con lo que registran las tasas de interés del mercado monetario. En efecto, las tasas implícitas en

los swaps de IBR a plazos de 3 a 12 meses se sitúan en promedio en 13.11%, sugiriendo un techo del actual ciclo de política monetaria de BanRep entre 13% y 13.25%.

Otras tasas de interés de más corto plazo registraron incluso algunas leves reducciones. Las tasas de los TES a 1 año en la curva cero cupón, por ejemplo, disminuyeron hasta 11.61%, mientras que las tasas de los CDTs a 360 días en el mercado de fondos prestables bajaron hasta niveles de 17.4% (Gráfico 11).

Así, las tasas de los TES2024 se redujeron 23 pbs, alcanzando un nivel de 11.6%. Vale la pena mencionar que existen factores relacionados con las características de esta referencia (cupón y vencimiento) que han distorsionado a la baja los rendimientos de estos títulos, haciendo que sus diferenciales contra otras tasas de interés de corto plazo superen los 100 pbs (ver “Sin miedo a la inversión” en [CE – Febrero 15 de 2023](#)).

Gráfico 11. Evolución de las tasas de interés de corto plazo



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

En el nodo de mediano plazo, las desvalorizaciones de los TES fueron de 43 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2025 aumentaron 34 pbs hasta 12.51%, los de los TES2026, una de las referencias más líquidas de la curva, subieron en 51 pbs hasta 12.78% y los TES2027 lo hicieron en 45 pbs hasta 12.8%.

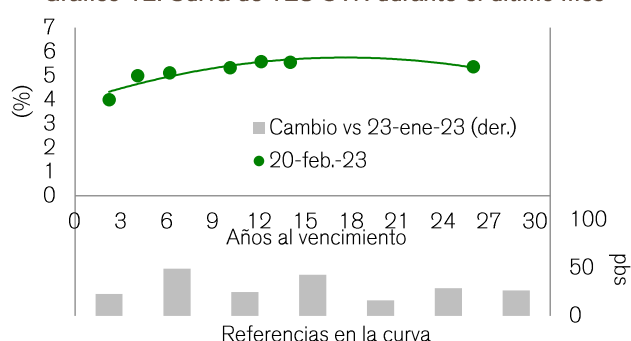
Los rendimientos de los TES en pesos del tramo largo de la curva registraron incrementos de 72 pbs, siendo las tasas de interés de los TES2036 las que registraron los mayores aumentos con 97 pbs. Los rendimientos de los TES2032 subieron en 62 pbs hasta 13.15% y en la referencia TES2033 las tasas de interés se sitúan en



13.34%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 13.25%.

La curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento al alza de 30 pbs en promedio, inferior al de la curva TES COP. En el tramo corto de la curva se registró una desvalorización relativamente moderada, favorecido por el dato de IPC de enero que, aunque estuvo en línea con lo esperado por el consenso, representó la variación mensual más alta para un mes de enero desde 1999 (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Febrero 13 de 2023](#)).

Gráfico 12. Curva de TES UVR durante el último mes



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

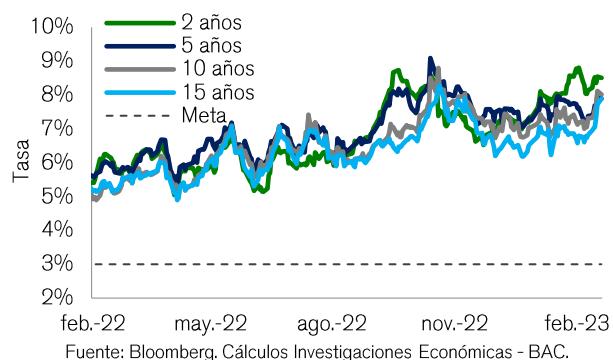
En efecto, los rendimientos de los TESUVR2025, la referencia de la parte corta de la curva, aumentaron hasta niveles de 4%, lo que se traduce en un aumento de 23 pbs durante el último mes.

En el tramo medio, los TESUVR2027 se desvalorizaron 30 pbs hasta niveles promedio de 4.99%. En la parte larga de la curva, el movimiento promedio fue de 28 pbs al alza, donde los rendimientos de los TESUVR2033 y TESUVR2049 aumentaron 35 pbs en promedio, hasta niveles de 5.33% y 5.37%, respectivamente (Gráfico 12).

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES aumentó hasta 8.08% y permanece muy por encima de la meta de 3% del BanRep. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 8.51%, mientras que el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se incrementó hasta niveles de 7.93% (Gráfico 13). 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 mantuvo en 8.04%.

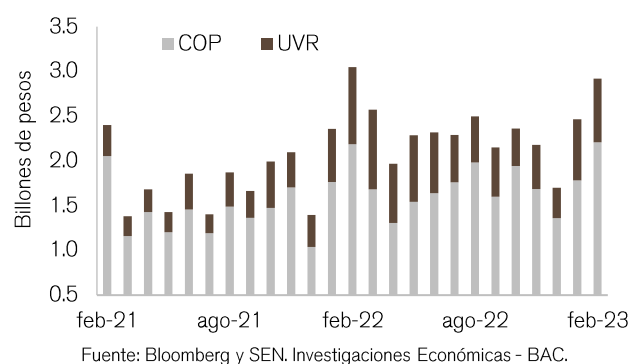
Gráfico 13. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, el volumen diario de negociación de los TES en SEN registró un promedio-día de COP 2.5 billones en enero, superando ligeramente los volúmenes de 2.4 billones registrados durante el mismo mes del año pasado (Gráfico 14). En lo corrido de febrero, el volumen transado en el mercado secundario registra un promedio-día de COP 2.9 billones, levemente inferior a los 3 billones de febrero de 2022.

Gráfico 14. Volumen promedio-día de negociación en SEN



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

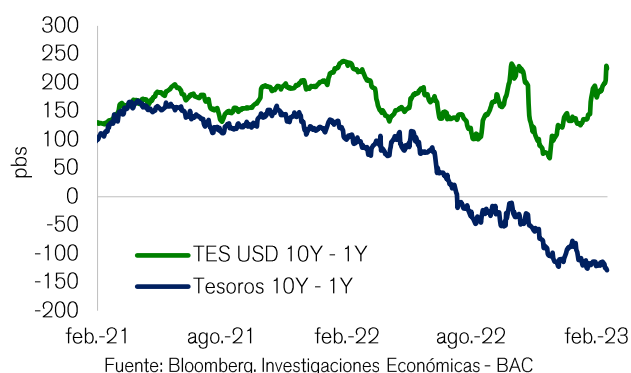
Los TES en pesos que más se han negociado en febrero son los TES2033, TES2042 y TES2050, todas referencias de la parte larga de la curva y que hacen parte de las subastas en mercado primario. Por su parte, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, han sido los TESUVR2025, TESUVR2037 y TESUVR2049.

En los mercados externos, las tasas de interés de los TES en dólares (TESUSD) también se vieron influenciadas por el entorno del mercado de deuda global y toda la curva



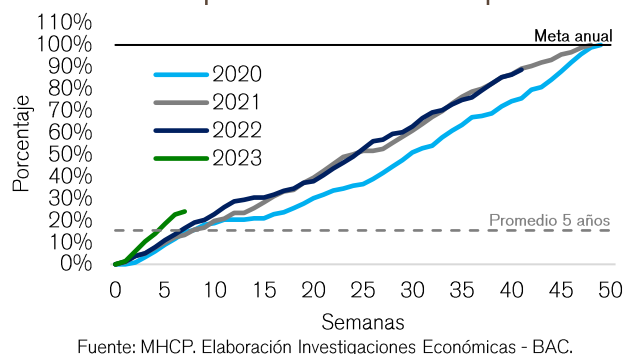
registró un desplazamiento al alza de 69 pbs, en promedio. La pendiente de la curva se incrementó fuertemente en 91 pbs, lo que contrasta con el comportamiento del *spread* inter-temporal de la curva de los Tesoros en EEUU, pero que es consistente con el aumento de nuestra prima de riesgo (Gráfico 15).

Gráfico 15. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva de TESUSD registraron alzas de 26 y 57 pbs, respectivamente, hasta niveles de 5.98% y 6.95%, en ese mismo orden. En la parte larga de la curva, las tasas de interés aumentaron en promedio 80 pbs hasta niveles medios de 8.12%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés subieron en 33 pbs hasta 8.6%.

Gráfico 16. Cumplimiento de colocaciones por subastas



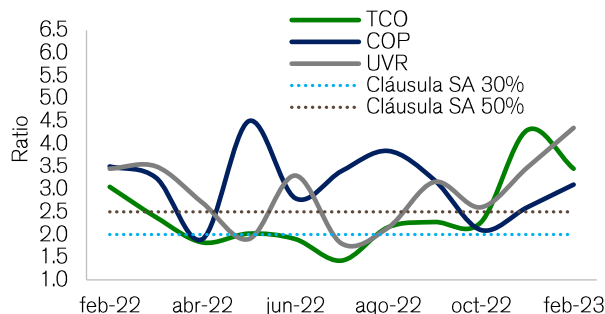
De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2023, el monto total hasta el 15 de febrero ascendió hasta COP 6.7 billones, lo que representa un cumplimiento sobresaliente del 24% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2023 (28 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es

superior al 16% del cumplimiento acumulado para el mismo periodo de 2022 y del promedio del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 16).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones durante el año corrido alcanzan los COP 4.2 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 2.7 billones en TES COP; y ii) COP 1.5 billones en TES UVR. Las colocaciones no competitivas ascienden a COP 2.5 billones.

En el caso de las subastas de TES en pesos, las tasas de corte en febrero se han situado, en promedio, alrededor de 11.8%. El *bid-to-cover* de las pujas bajó hasta 3.1 veces, lo que sugiere una moderación del apetito de los inversionistas por estas referencias, especialmente el proveniente de extranjeros.

Gráfico 17. Sobre-demanda en las subastas de TES*



*Promedio mensual de subastas semanales de corto y largo plazo.

Respecto a las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte en las subastas de febrero han disminuido hasta 4.89%. El *bid-to-cover* de estas subastas en lo corrido de este mes se ubica alrededor de 4.4 veces, reflejando una sólida demanda.

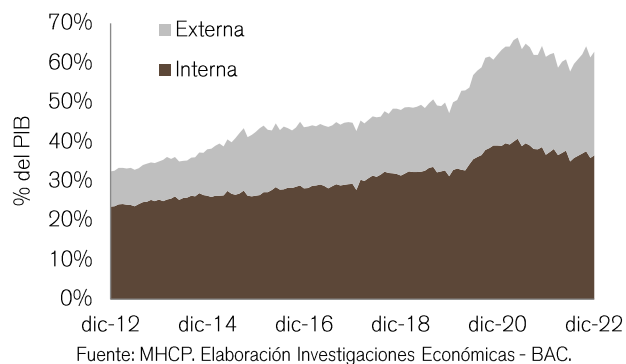
En las subastas de TES de corto plazo (TCO), las colocaciones año corrido suman COP 2 billones. Las tasas de corte de estos títulos en febrero se ubican en 12.62% y su demanda en mercado primario se ha mantenido relativamente estable, con un *bid-to-cover* marcando promedios de 3.5 veces (Gráfico 17).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de diciembre de 2022, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 873 billones. Como porcentaje del PIB



nominal, el saldo de la deuda bruta se situó en 62,8%, superior al 61,5% de diciembre de 2021.

Gráfico 18. Saldo de la deuda bruta total del GNC



El saldo de la deuda interna se situó en 36,5% del PIB, relativamente estable frente al mismo mes del año anterior. Por su parte, la proporción de la deuda externa fue de 26,3% (Gráfico 18), muy por encima del 24,8% de hace un año y cerca de los máximos históricos de 26,7% alcanzados en octubre de 2022. Este incremento de la proporción de deuda externa es consecuencia de la emisión realizada a finales de noviembre del año pasado, pero también por la depreciación acumulada de la tasa de cambio nominal.

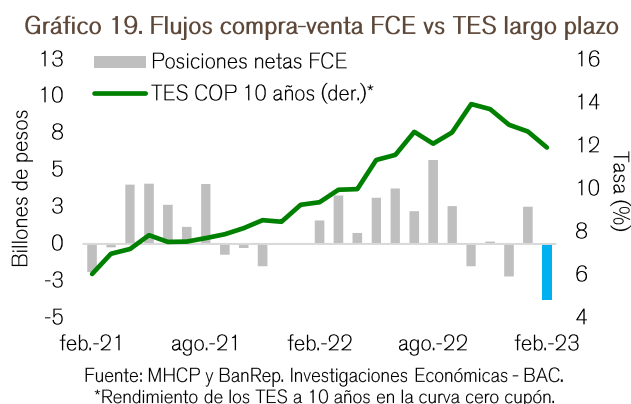
La distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 58,1% del saldo total, siendo una de las más bajas de los últimos 15 años. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, se mantiene alta en niveles que bordean el 41,9%. Esta distribución del saldo 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 3 de febrero, los flujos de inversión de portafolio en el último mes fueron positivos por USD 466 millones. Esto es coherente con la dinámica positiva 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 recuperó en el inicio del año. En efecto, las compras netas en enero ascendieron a COP 2.5 billones, lo que representa el monto más alto desde septiembre de 2022.



El saldo de tenencias netas de los FCE se sitúa alrededor de COP 120 billones, por lo que continúan siendo los mayores tenedores de TES con una participación de 26.2% del saldo total de la deuda pública interna.

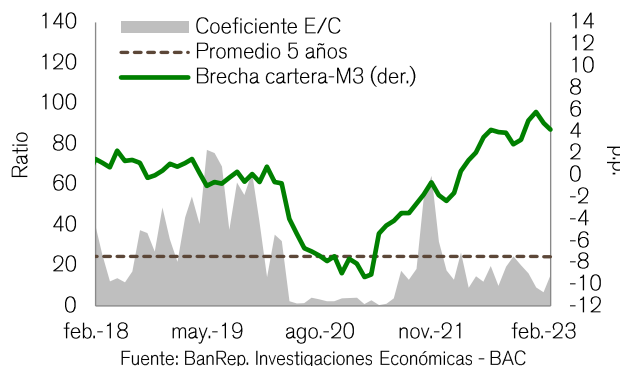
De acuerdo con algunas estimaciones de agentes del mercado, en lo corrido de febrero el apetito de los FCE por TES locales se ha deteriorado de manera importante como consecuencia del contexto externo y del aumento en la prima de riesgo local. Se estima que, a la fecha de publicación de este informe, las ventas netas de los FCE sumarían cerca de COP 3.8 billones (Gráfico 19).

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC), los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 24.7% del saldo total de la deuda pública, realizaron compras por un total de COP 650 mil millones. Asimismo, los Bancos Comerciales también fueron

compradores durante el mes con COP 565 mil millones, y su participación sobre el saldo total es del 14.2%.

El MHCP realizó compras netas por COP 737 mil millones. Lo anterior es resultado de compras por COP 1.1 billones en TES COP y de ventas por COP 406 mil millones en TES UVR. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por apenas COP 63 mil millones.

Gráfico 20. Relación recursos de expansión y contracción



La demanda de liquidez del sistema se ha incrementado en febrero. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep aumentó hasta un promedio-día de COP 15.7 billones, superando los COP 8 billones de enero.

El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor también ha aumentado y en lo corrido del mes se sitúa en COP 17.7 billones, con una utilización que ha bordeado el 79% y que es ligeramente superior al porcentaje de enero (78%). Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización relativamente baja de apenas 1.5%.

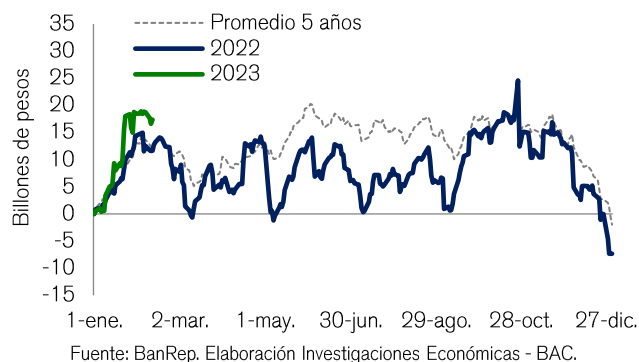
Por su parte, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) se redujo hasta COP 846 mil millones, desde niveles de COP 1.2 billones de enero.

De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión/contracción (E/C) ha aumentado hasta 17 veces en febrero, superior al registro de 6.7 veces de enero. Frente al promedio de los últimos 5 años, el coeficiente E/C permanece en niveles que son inferiores, algo que sustenta la baja intervención de BanRep en el



mercado a través de compras definitivas de TES (Gráfico 20).

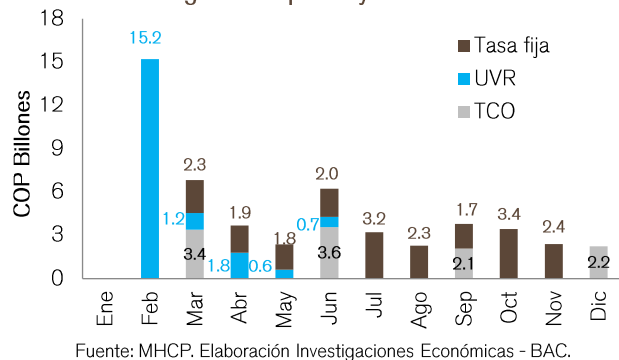
Gráfico 21. Cambio año corrido depósitos de la DTN



Por otra parte, de acuerdo con las cifras de la DIAN, el recaudo tributario en diciembre fue cercano a los COP 15.1 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo 2022 ascendió al 116%. Frente al año 2021, el recaudo total registró un crecimiento del 31.5% (cerca de un 16.3% en términos reales), en buena medida favorecido por el alto crecimiento de la economía el año pasado que fue de 7.5%.

Es de esperar que en 2023 la dinámica del recaudo continúe siendo positiva, en parte por la entrada en vigencia de la reforma tributaria aprobada el año pasado, pero también por una ampliación de la base de 2022.

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, registra un incremento en el año corrido de COP 17.4 billones al corte del 10 de febrero. Esta cifra

es superior en COP 4.9 billones frente al acumulado del mismo periodo del año pasado, y también a los COP 12.2 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 21).

Esperamos que las condiciones de liquidez en lo que resta de 1T23 se mantengan holgadas. La desaceleración de la cartera de créditos del sistema financiero es un factor importante que sustenta esta expectativa, al mismo tiempo que el ritmo de las captaciones del sistema sigue ganando tracción.

Creemos que lo anterior se prolongará por los siguientes varios meses debido a las elevadas tasas de interés del mercado (ver “Mercado de créditos” en [IMCE – Febrero 13 de 2023](#)). Esto favorecerá posiciones activas en los portafolios de inversión de los intermediarios.

Para el mes de marzo se espera un ingreso de recursos al sistema financiero por COP 6.8 billones, algo que también favorecerá la liquidez. El importe de estos recursos se desglosa de la siguiente manera: i) COP 3.4 billones del vencimiento de TCO el 7 de marzo; ii) COP 718 mil millones del pago de cupón de los TESUVR2027 el 17 de marzo; iii) COP 434 mil millones del cupón de los TESUVR2033 el 25 de marzo; y iv) COP 2.1 billones y COP 150 mil millones de los cupones de los TES2031 y TESV2031, respectivamente, que se pagarán el 26 de marzo (Gráfico 22).



Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados emergentes, continuó deteriorándose durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años se redujo desde -0.2% hasta -1.1%, aunque sigue siendo superior a la tasa promedio de -5% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 131 pbs a la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, los resultados de enero sugieren que la tasa REP de los títulos de deuda pública de Colombia siguen lejos de Sudáfrica y Brasil, países que presentan 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 ya no hace parte la zona de alto rendimiento. El retorno ex ante (REA) de los TES disminuyó hasta 4.2%, aunque permanece muy por encima de la media muestral de 1.1%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -0.6 p.p., ubicándose por debajo el nivel promedio de muestra de -0.1 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos de los TES en pesos presentaría un margen de valorización, en promedio, de hasta 12 pbs. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere niveles de entrada, especialmente en los

TES2025, TES2026 y TES2028 con un espacio de 19 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 13 pbs en promedio. El modelo de eficiencia-duración sugiere niveles de entrada en los TESUVR2027 y TESUVR2029, con un espacio de valorización del orden de 24 pbs.

Para el caso de los TES en dólares, las estimaciones por reversión a la media también sugieren un margen de valorización, en promedio de 35 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2027, TESUSD2033 y TESUSD2061 como los bonos con mayor espacio de valorización, con un promedio cercano a los 78 pbs.

Según nuestros 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 13.69% (Gráfico 23).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2032 se cotizan alrededor del 13.34%, lo anterior implica un espacio técnico de desvalorización de hasta 35 pbs. La probabilidad de ocurrencia de este escenario la estimamos alta.



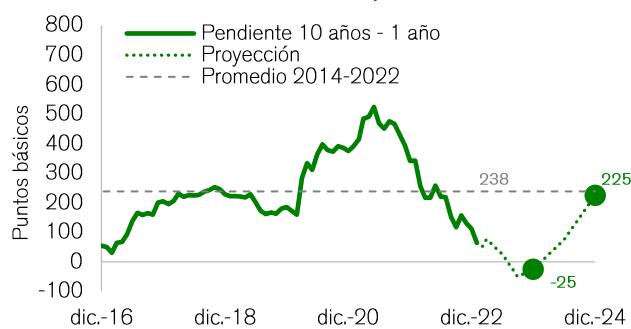
Expectativas de corto plazo

Como lo habíamos advertido en nuestro informe anterior, el desajuste de las expectativas del mercado con el tono de la política monetaria mundial iba a generar volatilidad una vez dicho desajuste se corrigiera (ver “Expectativas de corto plazo” en [IMDP – Enero 23 de 2023](#)). El último mes fue un reflejo contundente de la existencia de dicho desajuste, donde seguirá primando la postura restrictiva de los BC.

Aspectos clave para tener en cuenta el próximo mes son:

- i) la reunión de política monetaria de la Fed y su nuevo material de proyecciones de variables macroeconómicas;
- ii) los flujos de inversión de portafolio hacia mercados EM, los cuales seguirán resintiéndose en la medida que el tono de la Fed se mantenga *hawkish*; y
- iii) choques idiosincráticos-políticos que afecten la percepción de riesgo-país.

Gráfico 24. Diferencial intertemporal curva TES COP*



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

Creemos que desde la segunda mitad del mes de marzo podría retomarse algo de la tendencia de comienzos del año en la deuda pública internacional. Esto significaría oportunidades de compra en TES COP, especialmente los de mediano y largo plazo, que han sido los más afectados recientemente. Con una inflación local que descendería a partir de 2T23, las mayores rentabilidades reales previstas generarán un atractivo adicional.

Como ocurre en cada ciclo monetario, el mayor margen de valorización siempre lo han ofrecido los papeles de mediano y largo vencimiento, favoreciendo el aplanamiento de la curva. Este sigue siendo nuestro escenario base para 2023 (Gráfico 24).

En la parte corta de la curva, las características de los TES2024 estarían distorsionando las tasas de interés, algo que en la práctica se refleja en una curva que se ha resistido a la inversión (ver “Sin miedo a la inversión” en [CE – Febrero 15 de 2023](#)). Pero en teoría, el margen de valorización en estos títulos es estrecho.

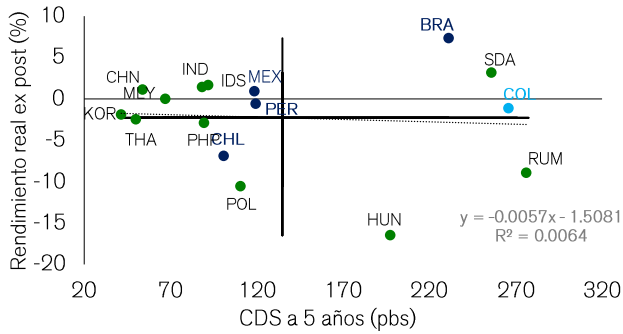
De esta manera, estimamos niveles de entrada en 12% para los TES2024 y de 12.8% para los TES2025. Estos últimos se convertirán en la referencia natural de corto plazo a partir del mes de julio, cuando la duración de los TES2024 sea inferior a 1 año.

Para los TES2033 estimamos niveles de entrada en 13.5%. Frente a las tasas a las cuales actualmente se cotizan estos títulos en mercado secundario, esto significa un espacio de desvalorizaciones de máximo 10 pbs, inferior a los 30 pbs potenciales en los TES de menor duración. Anticipamos que, desde 2T23, el rendimiento de estos papeles tendría un espacio de reducciones de hasta 300 pbs, una vez decantados múltiples factores asociados al ciclo monetario externo y local. En este sentido, pronosticamos niveles de 10.5% al cierre de este año.

Para la curva de TES UVR, consideramos que el margen de valorización es cada vez más acotado debido a que las tasas actuales ya han descontado ampliamente el pico inflacionario de 2023. Para los TESUVR2025, estimamos niveles objetivo de 3.5% en sus rendimientos durante los próximos meses.

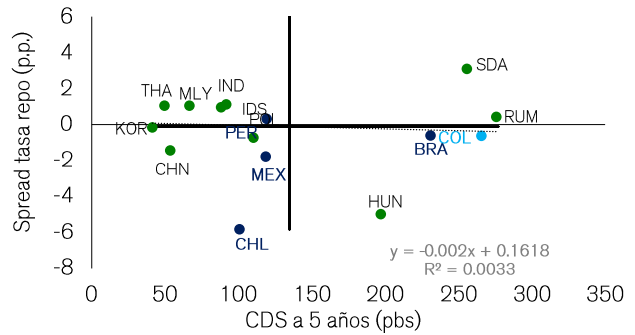


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



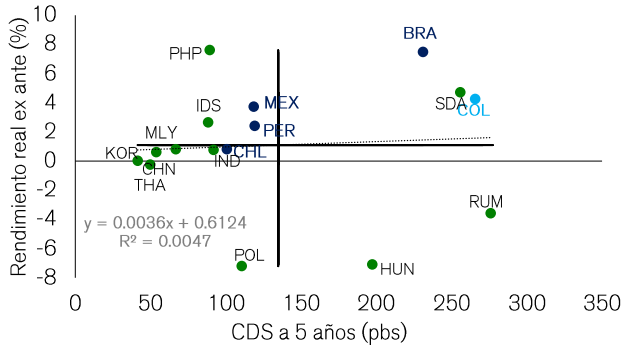
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



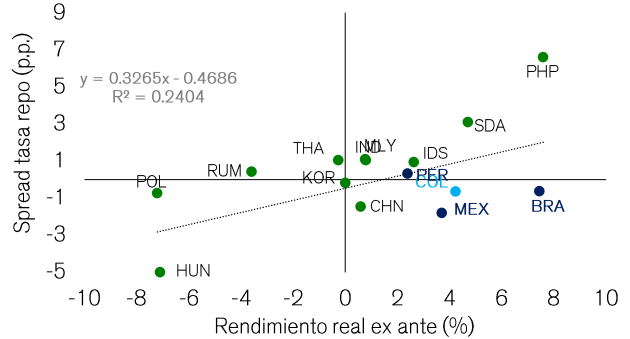
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



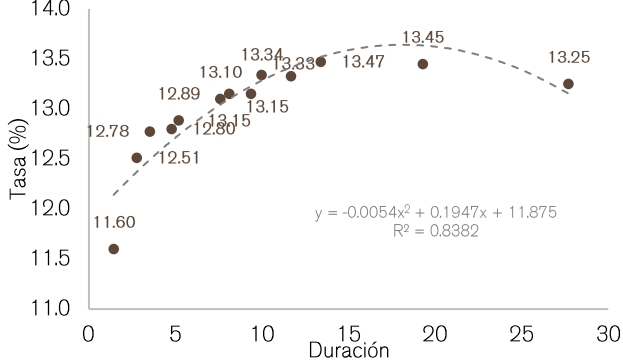
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



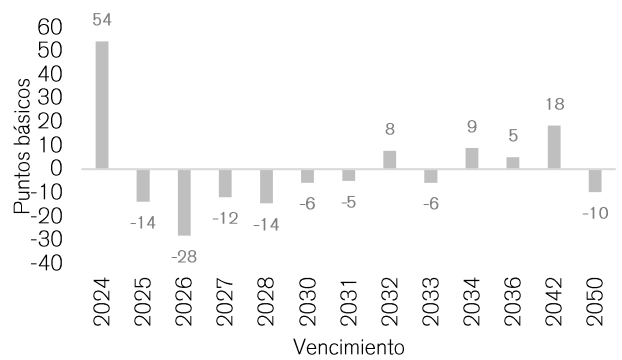
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

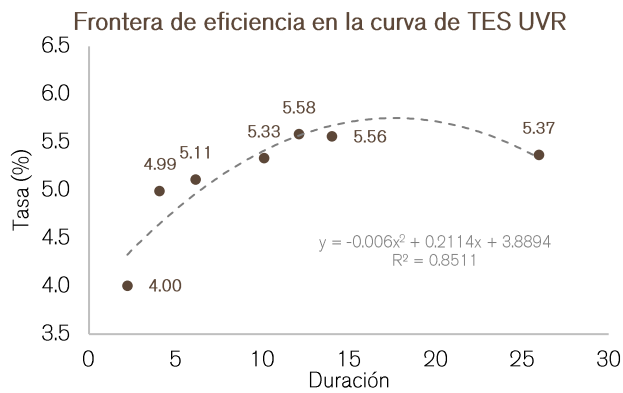


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

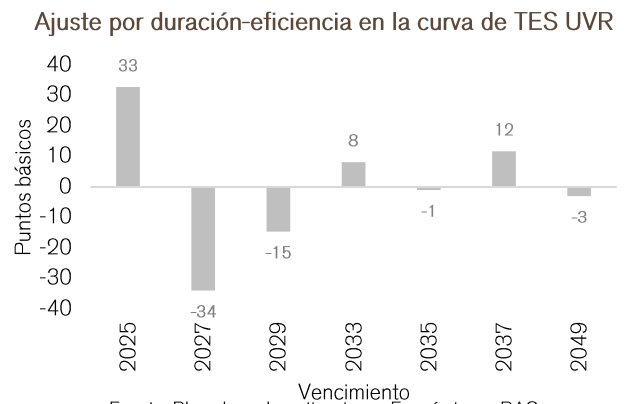
Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES en pesos



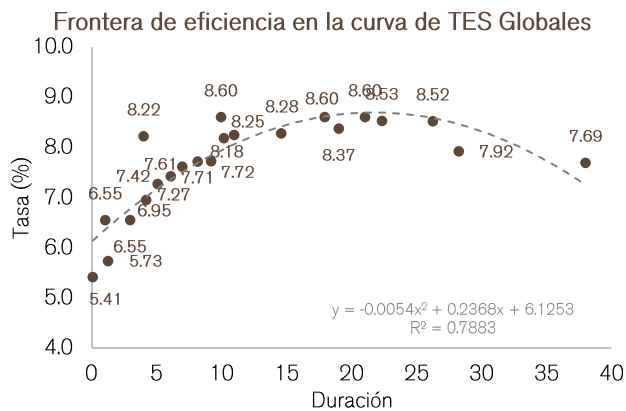
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC



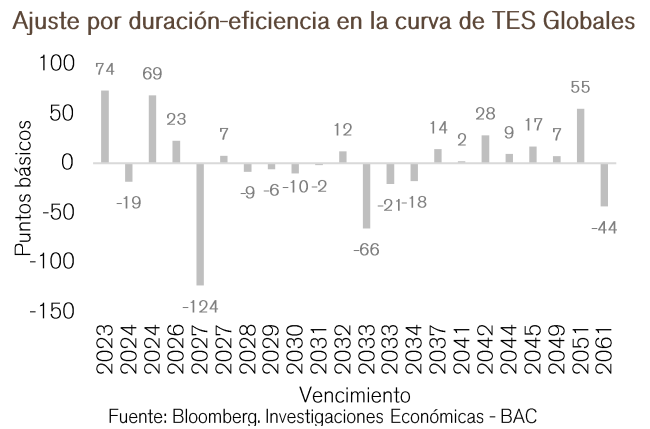
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC



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	10.00	1.2	11.60	-18	-21	348	
TFIT08261125	nov-25	6.25	2.3	12.51	51	11	389	
TFIT16080826	ago-26	7.50	2.7	12.78	63	5	407	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.7	12.80	67	5	403	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.8	12.89	74	8	400	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.9	13.10	81	20	413	
TFVT10260331	mar-31	7.00	5.0	13.03	78	12	418	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.9	13.15	82	19	413	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.5	13.15	82	10	410	
TFIT11030233	feb-33	13.25	5.3	13.34	70			
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.3	13.33	96	24	415	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.6	13.47	106	47	425	
TFIT21280542	may-42	9.25	6.6	13.45	96	23	400	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.5	13.25	95	23	382	

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	3.50	2.0	4.00	25	-49	167	
TUVT11170327	mar-27	3.30	3.6	4.99	72	-51	191	
TUVT10180429	abr-29	2.25	5.4	5.11	28	-51	163	
TUVT20250333	mar-33	3.00	8.0	5.33	34	-67	143	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.5	5.58	18	-83	159	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.8	5.56	36	-76	151	
TUVT32160649	feb-49	3.75	14.9	5.37	37	-94	122	

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	5.41	12	-50	234	
COLGLNF24	feb-24	4.000	0.9	6.55	48	-5	255	
COLGLB24	may-24	8.125	1.1	5.73	20	-16	261	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.6	6.55	48	-5	255	
COLGLB27	feb-27	8.375	3.3	8.22	27	126	500	
COLGLBA27	abr-27	3.875	3.5	6.95	57	0	232	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.5	7.27	65	6	404	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.8	7.42	79	21	236	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.8	7.61	88	34	240	
COLGLB31	abr-31	3.125	6.4	7.71	99	44	245	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.0	7.72	88	41	235	
COLGLB33	ene-33	10.375	6.3	8.60	31	-6	269	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.3	8.18	81	23		
COLGLB34	feb-34	7.500	7.1	8.25				
COLGLB37	sep-37	7.375	8.2	8.28	79	25	198	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.5	8.60	80	33	213	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.2	8.37	95	49	225	
COLGLB44	feb-44	5.625	9.7	8.60	76	37	207	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.4	8.53	86	52	209	
COLGLB49	may-49	5.200	10.7	8.52	84	44	206	
COLGLB51	may-51	4.125	12.0	7.92	79	40	194	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.5	7.69	80	41	197	

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.
