



## Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

### Resumen

- *El incremento en los niveles de aversión al riesgo de las últimas semanas, asociado a la inestabilidad del sistema bancario en EEUU, aumentó la demanda por activos de refugio y volvió a propiciar un ajuste importante de las expectativas del mercado en torno al rumbo de la política monetaria de la Fed. Lo anterior produjo fuertes reducciones en las tasas de interés de cotización en los títulos de renta fija internacional, incluyendo las de la deuda pública.*
- *En este entorno, toda la curva de rendimientos de los TES COP se desplazó a la baja durante el último mes. Los títulos con las mayores valorizaciones fueron los de menor duración, favorecidos por unas condiciones de liquidez ampliamente holgadas y unas expectativas que siguen descontando recortes en la tasa de BanRep hacia finales de 2023.*
- *Los TES UVR también se valorizaron, aunque de forma más moderada frente a la curva de TES COP. El apetito por cobertura contra riesgo inflacionario se ha venido moderando en favor de los TES COP. Los rendimientos de los TES USD no fueron ajenos a la dinámica de la deuda pública internacional y también registraron reducciones.*
- *Los volúmenes negociados en el mercado secundario aumentaron significativamente en marzo, alcanzando máximos no observados desde 2018. La demanda de TES en el mercado primario se incrementó notablemente, especialmente la de TES COP.*
- *Cálculos preliminares siguen dando cuenta de una débil demanda por TES de los inversionistas extranjeros, la cual se estaría compensando con una mayor demanda de institucionales. Diferentes estimaciones sugieren un margen de valorización moderado en los TES con vencimientos de mediano y largo plazo en el futuro cercano.*

### 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](mailto:gabriel.granados@bancoagrario.gov.co)

**Fabio D. Nieto**

Economista Jefe

[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)

**Felipe Naveros S.**

Practicante

[felipe.naveros@bancoagrario.gov.co](mailto:felipe.naveros@bancoagrario.gov.co)

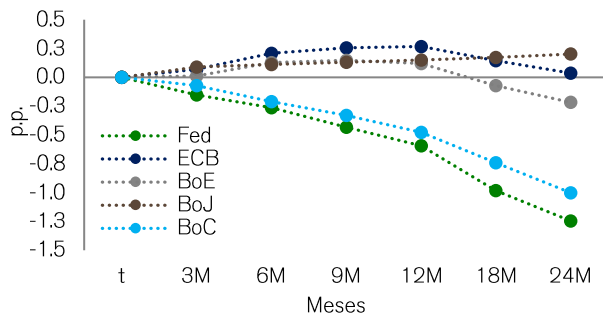


## Contexto internacional

La volatilidad retornó a los mercados financieros globales, en medio de un fuerte incremento en los niveles de aversión al riesgo originado por las dudas respecto a la estabilidad del sistema financiero global. El consecuente efecto *flight-to-quality* de este contexto se reflejó en fuertes valorizaciones de los activos de renta fija global.

En EEUU, la Fed elevó su tasa de interés de referencia en 25 pbs hasta 4.75% - 5%, en línea con nuestras expectativas (ver "Nada envidiable ser la Fed" en [CE – Marzo 22 de 2023](#)). El nuevo material de proyecciones del FOMC da cuenta de una tasa terminal en el rango 5% - 5.25% en 2023, por lo que restaría apenas otro incremento de 25 pbs en la tasa de interés dentro de este proceso de endurecimiento monetario.

Gráfico 1. Expectativas de tasas BC en avanzados\*



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

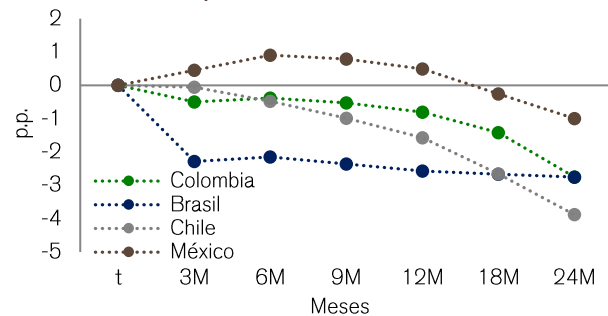
Las expectativas respecto al futuro de la política monetaria en EEUU volvieron a ajustarse drásticamente. Los mercados no sólo están descontando un nivel de tasa terminal de la Fed inferior a lo previsto apenas un mes atrás, sino incluso reducciones en los tipos tan pronto como en los meses de junio-julio (Gráfico 1).

Sin embargo, como lo analizamos en un informe reciente, parte del mercado está asumiendo una falsa dicotomía entre estabilidad de precios y estabilidad financiera. Al ponderar más esto último, algunos inversionistas infieren que la Fed se verá obligada a recortar los tipos mucho antes de lo previsto para evitar una recesión económica.

Creemos que la Fed finalizará pronto el ciclo de aumentos en las tasas de interés, pero advertimos que existe una

distorsión implícita en estas expectativas sobre el momento en que el emisor comenzará a revertir el endurecimiento monetario de los últimos 2 años (ver "Nada envidiable ser la Fed" en [CE – Marzo 22 de 2023](#)).

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 permanece muy por encima de las respectivas metas de los Bancos Centrales (BC) y con resultados mixtos que aún no permiten definir una tendencia clara. En este entorno, el Banco Central Europeo (ECB) y el Banco de Inglaterra (BoE) aumentaron sus tasas de referencia en 50 y 25 pbs, respectivamente, hasta niveles de 3.5% y 4.25%, en ese mismo orden.

A diferencia del caso de la Fed, los mercados en Europa siguen anticipando más aumentos en las tasas de interés de los BC en los próximos 12 meses (Gráfico 1). La divergencia en estas expectativas de tasas de política en mercados avanzados se constituye en una buena fuente determinística para esperar una debilidad del USD en el corto plazo.

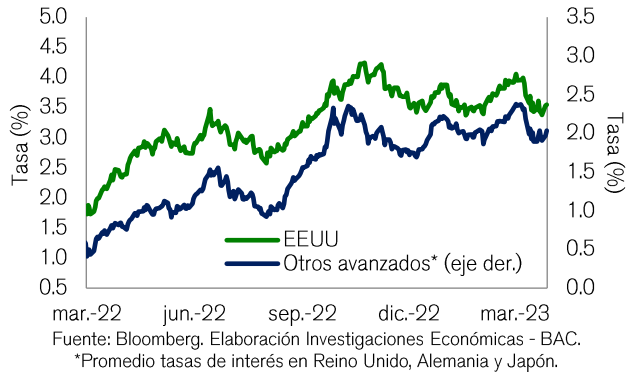
El Banco de Canadá (BoC), conforme a lo anunciado en su reunión previa, mantuvo estable su tasa de referencia en marzo en niveles de 4.5%. La distorsión de EEUU estaría afectando las expectativas de los agentes en Canadá, donde los mercados también descuentan recortes de tasas del BoC en un horizonte de 3-6 meses. Por su parte, el Banco de Japón (BoJ) dejó estable su tasa de interés.

En LATAM, con excepción del caso de México, los mercados ahora están descontando recortes en las tasas de interés de política en horizontes de tiempo inferiores a



6 meses (Gráfico 2). En nuestra opinión, las tasas implícitas en estos mercados también podrían estar distorsionadas por la mayor demanda hacia activos más seguros que ha producido la coyuntura actual.

Gráfico 3. Bonos 10 años en mercados desarrollados



Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU cayeron a niveles cercanos al 3.55% recientemente (Gráfico 3), aunque durante el mes registraron incluso mínimos (3.37%) no vistos desde septiembre de 2022. Frente al corte de nuestro último informe, el movimiento en las tasas de estos títulos ha sido bajista en 41 pbs. En lo corrido del año, el movimiento acumulado registra una reducción de 33 pbs en las tasas de estos bonos.

Gráfico 4. Diferenciales de tasas EEUU vs Europa\*

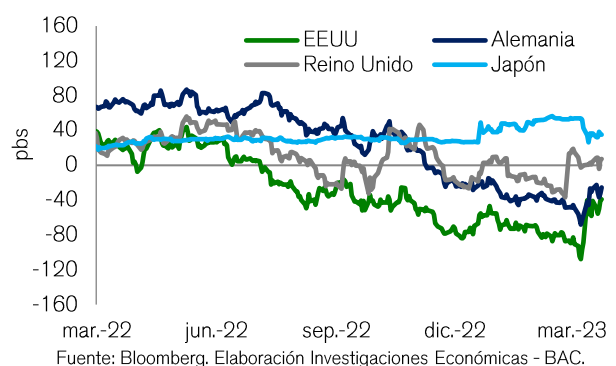


Al igual que lo observado en los Tesoros, los rendimientos de otros bonos soberanos de mercados desarrollados también cayeron significativamente durante el último mes (Gráfico 3). Esto es consistente con el fuerte incremento en los niveles de aversión al riesgo y el ajuste de

expectativas con respecto al futuro de la política monetaria de los BC a nivel mundial.

En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años bajaron 16 pbs hasta 3.45%. Asimismo, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, cayeron 24 pbs y se sitúan en niveles de 2.29%.

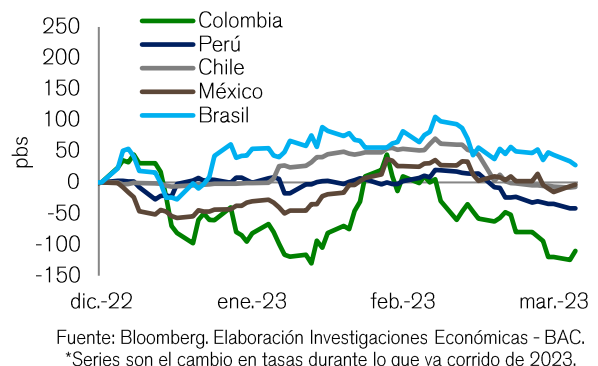
Gráfico 5. Pendiente 10Y-2Y deuda pública avanzados



En Japón, las tasas de los bonos no fueron ajenas al movimiento internacional de la renta fija y presentaron retrocesos de 15 pbs frente al corte de nuestro último informe, pese a la estabilidad de tasas y el control de la curva de rendimientos por parte del BoJ.

De esta manera, los *spreads* de las tasas de interés de largo plazo de las notas del Tesoro de EEUU contra bonos europeos disminuyeron, en promedio, 21 pbs durante el último mes (Gráfico 4) hasta mínimos no observados desde 3T22. La caída en estos diferenciales es consistente con la debilidad relativa que ha exhibido el dólar frente a otras monedas de reserva.

Gráfico 6. Rendimientos de bonos 10 años en LATAM\*



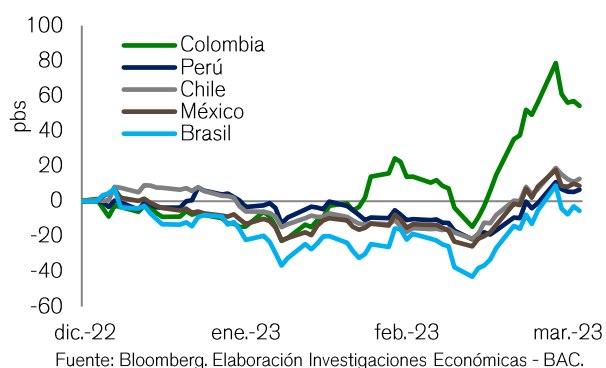


Los diferenciales inter-temporales en las curvas de deuda pública de mercados avanzados permanecen en terreno negativo, aunque la coyuntura reciente ha implicado leves incrementos (Gráfico 5). La curva de Tesoros en EEUU sigue siendo la más invertida y con un diferencial que se ubica en -39 pbs.

La pendiente de la curva de deuda pública en Japón es la única que continúa en terreno positivo y el diferencial se sitúa en 18 pbs.

Los bonos soberanos de largo plazo en LATAM también mostraron valorizaciones generalizadas durante el último mes (Gráfico 6), en línea con el favorable contexto para la renta fija internacional. Los de mayor avance fueron los bonos de Colombia, con una reducción en tasa de 155 pbs. Por su parte, los títulos con el mismo vencimiento en Chile, Perú, México y Brasil registraron disminuciones en tasa de 61, 42, 41 y 28 pbs, respectivamente.

Gráfico 7. Cambio CDS 5 años LATAM durante 2023

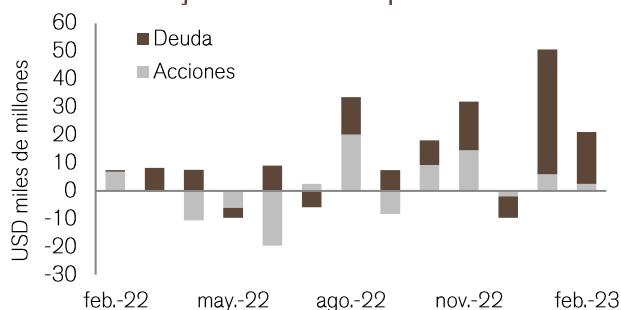


El contexto internacional de mayor aversión al riesgo afectó al alza, en el balance, las primas de riesgo en LATAM, algo que pudo limitar más valorizaciones de los títulos de deuda en la región. En efecto, los CDS a 5 años de LATAM (sin Argentina) registraron incrementos promedio de 10 pbs durante el último mes, siendo el caso de Colombia el más representativo con un alza de 20 pbs (Gráfico 7).

Según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)<sup>1</sup>, en febrero los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM)

anotaron entradas por segundo mes consecutivo, aunque más moderadas frente a lo observado en enero. El flujo total ascendió a USD 22,900 millones, de los cuales USD 4,900 millones fueron inversión hacia acciones y los restantes USD 17,900 millones hacia títulos de deuda.

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.

Gran parte de este resultado se dio por una fuerte entrada de flujos hacia EM excluyendo China (93%). La magnitud de dichos flujos fue de USD 21,200 millones, repartidos en USD 2,500 millones hacia acciones y USD 18,600 millones hacia bonos (Gráfico 8). En lo corrido de 2023, los flujos de capitales hacia EM sin China alcanzan los USD 71,800 millones y son significativamente superiores a los USD 3,800 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2022.

No obstante, información preliminar de marzo sugiere una reversión de flujos por cuenta del contexto de elevada aversión al riesgo global. Esto sería coherente con el aumento visto de las primas de riesgo de activos de mercados emergentes durante el último mes.

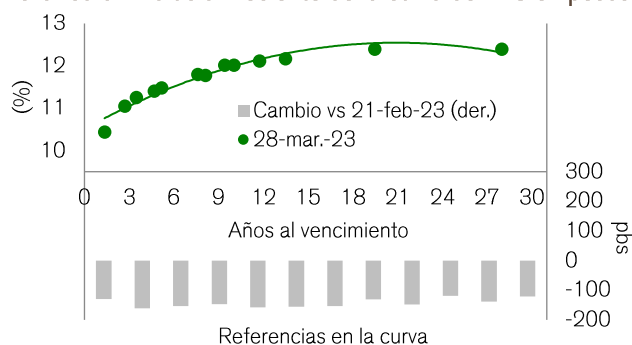
<sup>1</sup> IIF Capital Flows Tracker – March 2023.



## Mercado local

En línea con lo observado en el contexto externo, los TES presentaron valorizaciones importantes en marzo. De hecho, como lo mencionamos en la sección anterior, los títulos locales registraron el mejor desempeño de la región durante el último mes favorecido también por factores locales.

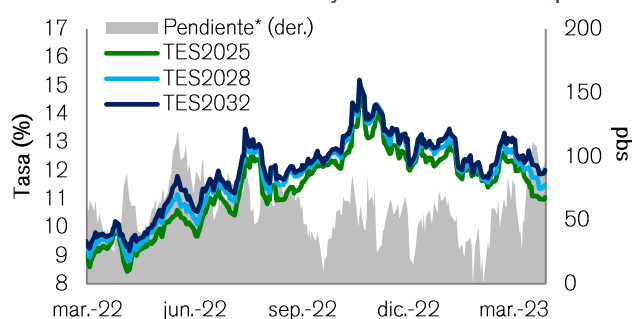
Gráfico 9. Evolución reciente de la curva de TES en pesos



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 a la baja 110 pbs (Gráfico 9). Lo anterior se dio en medio de un patrón de empinamiento que implicó aumentos de 31 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles de 97 pbs (Gráfico 10).

Gráfico 10. Curva TES COP y diferencial intertemporal



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Diferencial entre los rendimientos de los TES2032 y TES2025.

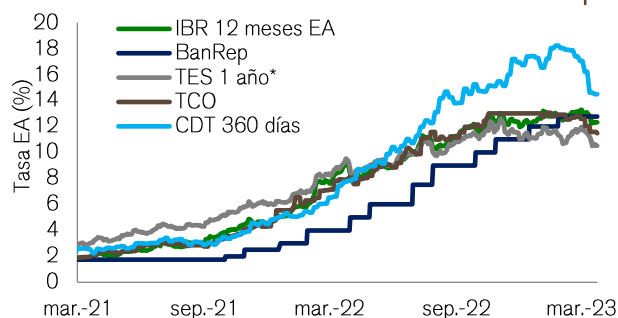
Las tasas de los TES de más corto plazo han descontado en su totalidad el ciclo de política monetaria de BanRep y se mantuvieron relativamente estables frente al mes anterior, en línea con lo que registran las tasas de interés del mercado monetario. En efecto, las tasas implícitas en

los swaps de IBR a 12 meses se estabilizaron ligeramente por debajo de 13%, sugiriendo un techo del actual ciclo de política monetaria de BanRep en esos niveles.

Otras tasas de interés de más corto plazo, altamente susceptibles a las condiciones de liquidez del sistema financiero, registraron incluso reducciones. Las tasas de los TES a 1 año en la curva cero cupón, por ejemplo, disminuyeron hasta 10.84%, mientras que las tasas de los CDTs a 360 días en el mercado de fondos prestables bajaron hasta niveles de 14.05% (Gráfico 11).

De esta forma, las tasas de los TES2024 se redujeron 129 pbs hasta niveles de 10.44%, mientras que los TES2025 lo hicieron en 161 pbs hasta 11.05%.

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, la valorización de los TES fue de 150 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo de la curva, bajaron 153 pbs hasta 11.25% y los TES2027 lo hicieron en 147 pbs hasta 11.4%.

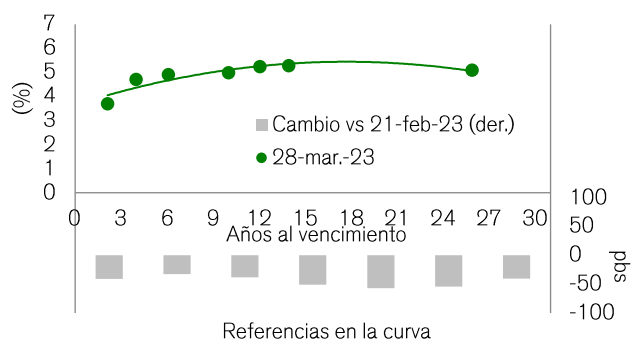
Los rendimientos de los TES en pesos del tramo largo de la curva registraron reducciones de 136 pbs, siendo las tasas de interés de los TES2028 las que registraron mayores caídas con 158 pbs. Los rendimientos de los TES2032 bajaron en 130 pbs hasta 12.02%, mientras que los de la referencia TES2033 disminuyeron 148 pbs hasta 12.05%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 12.02%.

La curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento a la baja de 45 pbs en promedio, inferior al de la curva TES COP. Lo anterior se explica en buena medida por una moderación en las expectativas de inflación,



teniendo en cuenta: i) la proximidad al pico del actual episodio inflacionario (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Marzo 13 de 2023](#)); y ii) el final del periodo estacional de inflaciones altas del año entre enero y marzo.

Gráfico 12. Curva de TES UVR durante el último mes

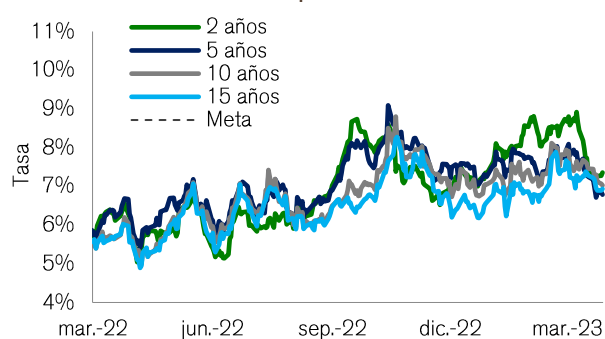


Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Los rendimientos de los TESUVR2025, la referencia de la parte corta de la curva, disminuyeron hasta niveles de 3.69%, lo que se traduce en una reducción de 41 pbs durante el último mes.

En el tramo medio, los TESUVR2027 se valorizaron 33 pbs hasta niveles de 4.7%. En la parte larga de la curva, el movimiento promedio fue de 48 pbs a la baja, donde los rendimientos de los TESUVR2033 y TESUVR2049 disminuyeron 46 pbs, en promedio, hasta niveles de 4.99% y 5.09%, respectivamente (Gráfico 12).

Gráfico 13. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



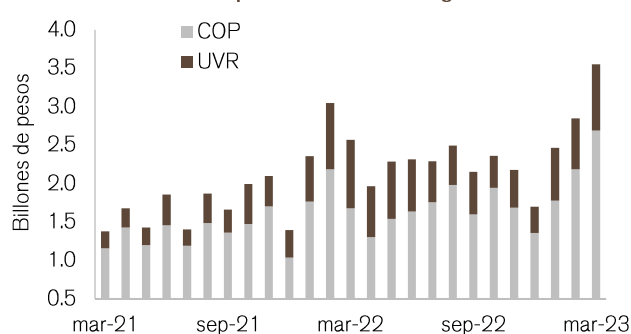
Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES disminuyó hasta 7.03%, pero permanece muy por encima de la meta de 3% del BanRep. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en

7.26%, mientras que el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 6.95% (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, disminuyó hasta 7.31%.

En este entorno, el volumen transado en SEN se incrementó sustancialmente en marzo y a la fecha registra un promedio-día de COP 3.6 billones, superior a los 2.6 billones de marzo de 2022 (Gráfico 14). Este es el monto más alto registrado en esta medida de tendencia central desde octubre de 2018.

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 marzo en el mercado secundario 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.

Las tasas de interés de los TES en dólares (TESUSD) en los mercados externos también resultaron favorecidas por el entorno del mercado de deuda global. En efecto, toda la curva de TESUSD registró un desplazamiento a la baja de 45 pbs, en promedio.

La pendiente de la curva se incrementó en 74 pbs, lo cual es consistente con el aumento de nuestra prima de riesgo y la marcada divergencia que se ha trazado con la curva de los Tesoros desde el año pasado (Gráfico 15).

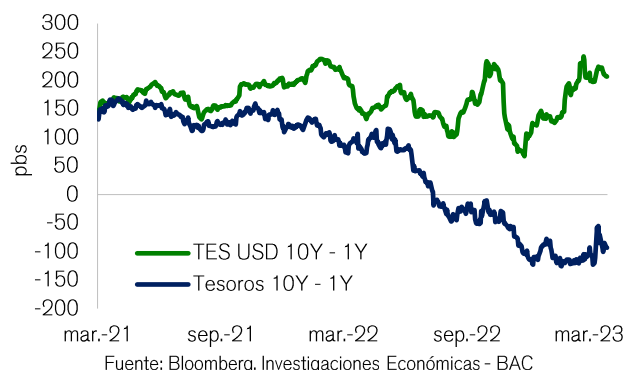
Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva de TESUSD registraron bajas promedio de 39 pbs hasta niveles de 5.8% y 6.76%, respectivamente. En la parte





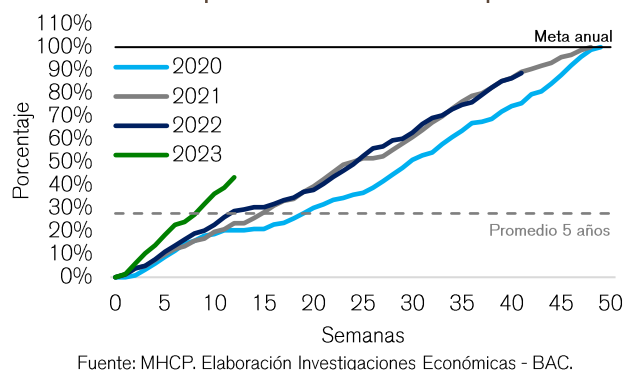
larga de la curva, las tasas de interés disminuyeron en promedio 48 pbs hasta niveles promedio de 7.86%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés se redujeron en 34 pbs hasta 8.42%.

Gráfico 15. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2023, el monto total de colocaciones, hasta el 24 de marzo, ascendió a COP 12.2 billones, lo que representa un cumplimiento sobresaliente del 42% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2023 (28 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es muy superior al 29% del mismo periodo de 2022 y del promedio del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 16).

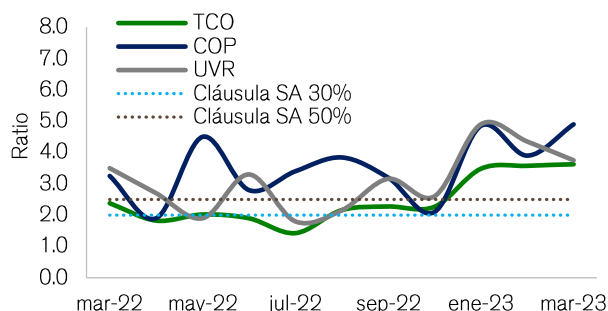
Gráfico 16. Cumplimiento de colocaciones por subastas



En las subastas competitivas de TES, las colocaciones durante el año corrido alcanzan los COP 7.7 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 5.4 billones en TES COP; y ii) COP 2.3 billones en TES UVR. Las colocaciones no competitivas ascienden a COP 4.5 billones.

La demanda de los inversionistas en mercado primario se ha recuperado de forma importante, especialmente la de TES en pesos. En efecto, las tasas de corte en marzo de estas subastas se sitúan, en promedio, alrededor de 12.4%, ligeramente por debajo del promedio de 12.6% de febrero. Asimismo, el *bid-to-cover* aumentó hasta un promedio de 4.9 veces, superior al nivel de 3.6 del mes anterior (Gráfico 17).

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



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*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 marzo se han incrementado hasta 5.2%. El *bid-to-cover* de estas subastas en lo corrido de este mes se ubica alrededor de 3.8 veces, sugiriendo moderación en la demanda de estos títulos frente a los registros de meses pasados.

En las subastas de TES de corto plazo (TCO), las colocaciones año corrido suman COP 4.4 billones. Las tasas de corte de estos títulos en marzo se ubican en 11.62% y su demanda en mercado primario se ha mantenido estable en las últimas semanas, marcando un *bid-to-cover* promedio de 3.6 veces (Gráfico 17).

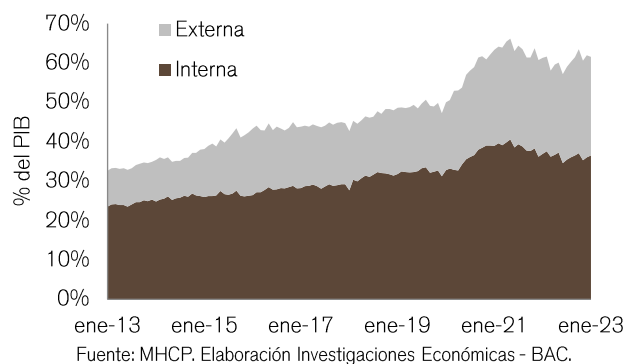
Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de enero, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 867 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda bruta se sitúa en 56.4%, inferior a los niveles de 56% del mismo mes de 2022.

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna representa un 36.5% del PIB, ligeramente por debajo del registro del mismo mes del año anterior (36.9%). Por su parte, la proporción de la deuda externa fue de 25.1%



superando el 24.8% de hace un año (Gráfico 18). La depreciación acumulada de la tasa de cambio continúa siendo la principal causa del engorde del valor nominal de la deuda externa expresada en pesos.

Gráfico 18. Saldo de la deuda bruta total del GNC



La distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 59.3% 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 40.7%.

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.

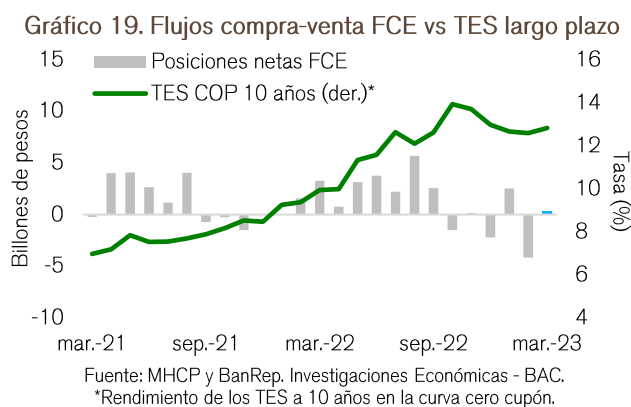




## Inversión extranjera y liquidez

En contraste con la positiva dinámica de los flujos de capitales hacia mercados emergentes, en febrero hubo una reversión de flujos de corto plazo hacia Colombia. En efecto, las cifras disponibles de balanza cambiaria evidenciaron flujos de inversión de portafolio negativos por USD 778 millones.

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 el segundo mes del año. Las ventas netas de los FCE en febrero fueron por COP 4.2 billones, la mayor salida registrada desde que se tiene información.



El saldo de tenencias netas de los FCE se sitúa alrededor de COP 116 billones, y continúan siendo los mayores tenedores de TES con una participación de 25.7% del saldo total de la deuda pública interna.

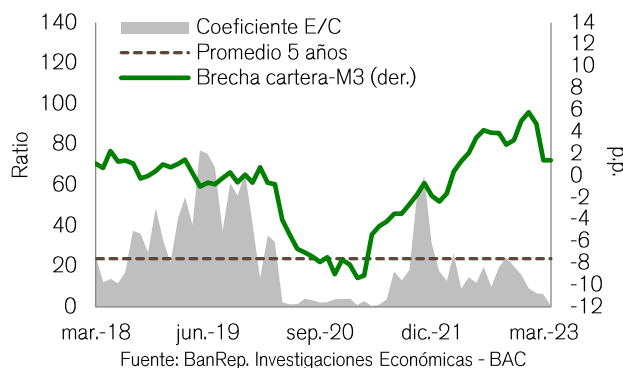
El apetito de los FCE por TES locales habría sido relativamente inferior al de los inversionistas locales en marzo, según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado. En efecto, las compras netas de los FCE sumarían apenas COP 355 mil millones (Gráfico 19). Más aún, la información disponible de inversión de portafolio de marzo da cuenta de salidas acumuladas por USD 199 millones.

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC), los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 25.6% del saldo total de la deuda pública, fueron los mayores compradores por un total de COP 2.9

billones. En contraste, los Bancos Comerciales fueron los mayores vendedores durante el mes con COP 5.9 billones, y su participación sobre el saldo total se redujo hasta 13%.

El MHCP realizó compras netas por COP 1.4 billones, concentradas en su totalidad en TES COP. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por apenas COP 89 mil millones.

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



Las necesidades de liquidez del sistema disminuyeron en marzo. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep bajó hasta un promedio-día de COP 3.7 billones, muy por debajo de los COP 13.3 billones de febrero y de los 10.7 billones de marzo de 2022.

El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor se situó cerca de COP 5 billones, con una utilización del 68% que es inferior al porcentaje de febrero (74%). Consecuencia de una menor demanda de liquidez en el mercado, BanRep ha mantenido cerrada su ventanilla para repos de expansión a 7 días desde el pasado 24 de febrero.

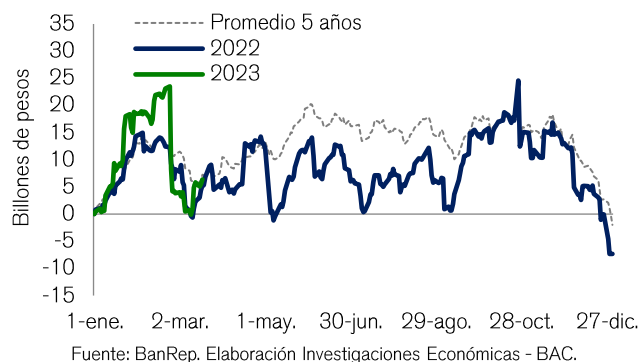
En línea con lo anterior, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) se incrementó hasta COP 7.5 billones, desde los niveles de COP 2.1 billones de febrero.

De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) cayó hasta 0.5 veces en marzo, muy por debajo del registro de 6.2 veces de febrero. Frente al promedio de los últimos 5 años, el coeficiente E/C permanece en niveles históricamente bajos, algo que también es consistente con una brecha en la dinámica de



la cartera y los depósitos que se ha venido cerrando desde diciembre del año pasado (Gráfico 20).

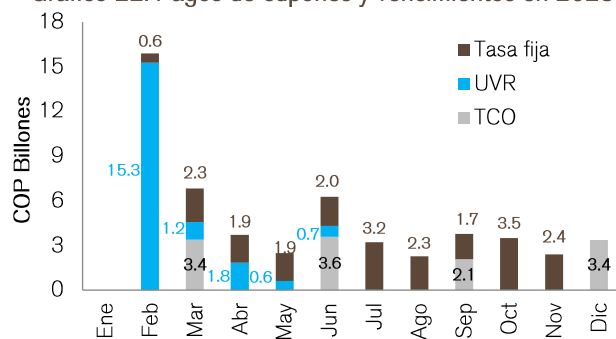
Gráfico 21. Cambio año corrido depósitos de la DTN



Como lo habíamos anticipado, esta holgura en las condiciones de liquidez también se sustentan por la entrada significativa de recursos al sistema financiero prevista para los meses de febrero y marzo, por cuenta de vencimientos y pago de cupones de TES por más de COP 21 billones (ver “Crónica de un ajuste anunciado” en [IMDP – Febrero 21 de 2023](#)).

Por otra parte, de acuerdo con las cifras preliminares de la DIAN, el recaudo tributario en febrero fue cercano a los COP 15 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo 2023 ascendió al 16%. Frente al año 2022, el recaudo total registró un crecimiento del 24,2% (cerca de un 9,6% en términos reales).

Gráfico 22. Pagos de cupones y vencimientos en 2023



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

La buena dinámica del recaudo se ha traducido en un incremento importante del saldo de disponibilidades de los Depósitos del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep. En efecto, el saldo de la DTN registra un incremento año

corrido de COP 6.4 billones al corte del 17 de marzo. Esta cifra supera los COP 2.1 billones del acumulado del mismo periodo del año pasado, y también los COP 5.3 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 21).

Esperamos que las condiciones de liquidez se mantengan holgadas en el corto plazo. Las presiones asociadas a la cartera se siguen diluyendo y la estabilidad reciente de los mercados financieros hace prever ausencia de desequilibrios monetarios en el corto plazo.

Adicionalmente, en 2T23 se espera una entrada de recursos por cerca de 13 billones de pesos asociada a pago de cupones y vencimientos de TES, lo que representa el 23% de las amortizaciones de este año (Gráfico 22).

Nada más para el mes de abril se estima una mayor liquidez por COP 3.7 billones. El importe de estos recursos se desglosa de la siguiente manera: i) COP 1.5 billones del cupón de los TESUVR2035 el 4 de abril; ii) COP 328 mil millones del cupón de los TESUVR2029 el 18 de abril; y iii) COP 1.9 billones del pago del cupón de los TES2028 el 28 de abril.



## Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados emergentes, mejoró ligeramente durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años se incrementó desde -1.1% hasta -0.3%, y sigue siendo superior a la tasa promedio de -1.8% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 155 pbs a la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, los resultados de febrero sugieren que la tasa REP de los títulos de deuda pública de Colombia aún 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 continúa lejos de la zona de alto rendimiento. El retorno ex ante (REA) de los TES aumentó hasta 5.7%, por lo que permanece muy por encima de la media muestral de 1.4%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 0.3 p.p., ubicándose ligeramente por encima del nivel promedio de muestra de 0.2 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos de los TES en pesos presentaría un margen de valorización ajustado, en promedio, de apenas 7 pbs. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-

duración sugiere niveles de entrada, especialmente en los TES2026, TES2028 y TES2032 con un espacio de 10 pbs en promedio en estos títulos.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR estaría sobrevendida en los títulos del tramo medio en cerca de 6 pbs. El modelo de eficiencia-duración sugiere niveles de entrada en los TESUVR2027 y TESUVR2029, con un espacio de valorización superior a los 29 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 27 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2027, TESUSD2033 y TESUSD2061 como los bonos con mayores oportunidades, con un margen de valorización promedio de 62 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 13.3% (Gráfico 23).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 12.02%, lo anterior implica un espacio técnico de desvalorización de hasta 130 pbs. Sin embargo, la probabilidad de ocurrencia de este escenario es muy baja.



## Expectativas de corto plazo

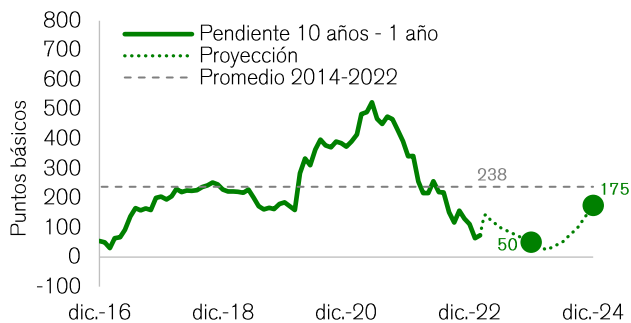
El buen momento para los mercados de deuda a nivel global se perfila duradero en el tiempo, más allá de la turbulencia reciente y la consecuente mayor demanda por activos seguros. Es de esperar que, una vez normalizados los niveles de aversión al riesgo, el apetito por bonos de mayor duración y riesgo implícito aumente, soportado por el fin del ciclo nominal (pico en inflación y tasas de interés).

Consideramos que parte del empinamiento reciente de la curva TES COP se mantendrá en el corto plazo (Gráfico 24). Los factores externos tendrán que diluirse hacia mediados del año, especialmente los asociados al ciclo de política monetaria de la Fed en EEUU. No obstante, factores idiosincráticos locales mantendrán presionada la prima de riesgo-país, limitando por esta vía la demanda de TES de más largo plazo.

El aplanamiento de la curva podría retomarse hacia 2T23, especialmente por un espacio de valorización que se estima relativamente más alto en títulos de larga duración.

En la curva de TES UVR, creemos que el efecto estacional de la inflación para los meses de 1T23 ya se habría agotado, por lo que el margen de valorización en los títulos de menor vencimiento es muy estrecho. Para los TESUVR2025, estimamos niveles objetivo de 4% en sus rendimientos durante los próximos meses.

Gráfico 24. Diferencial intertemporal curva TES COP\*



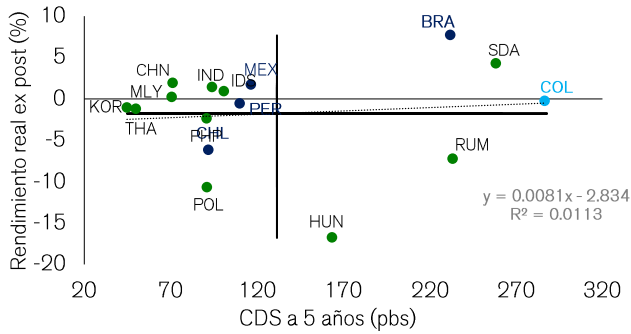
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Diferencial calculado con los rendimientos de la curva cero cupón.

De esta manera, estimamos que los rendimientos de los TES2025 están muy cerca de sus valores justos (alrededor de 11%) y en dichos niveles podría permanecer durante 2T23.

Para los TES2033 estimamos niveles de estrés-entrada en 12.5% durante los próximos meses, antes de iniciar una senda de reducciones hacia niveles de 11.5% al cierre de año.

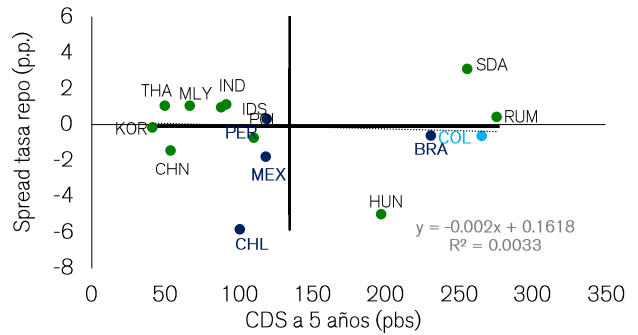


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



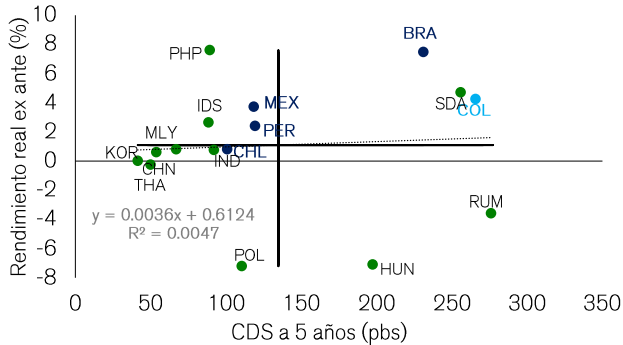
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



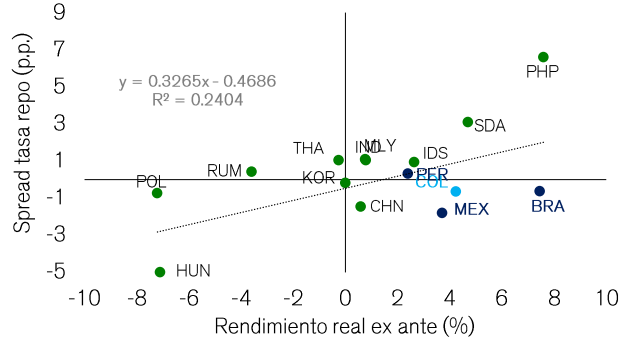
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



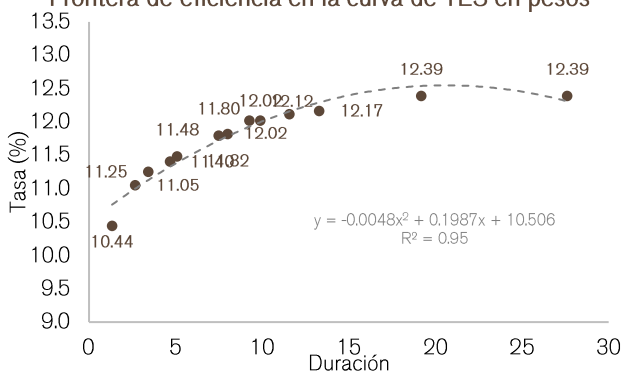
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



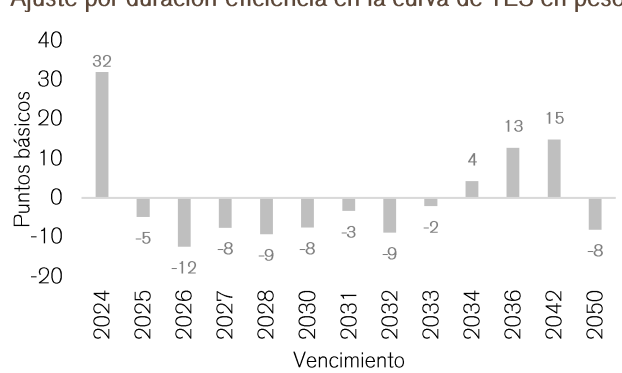
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

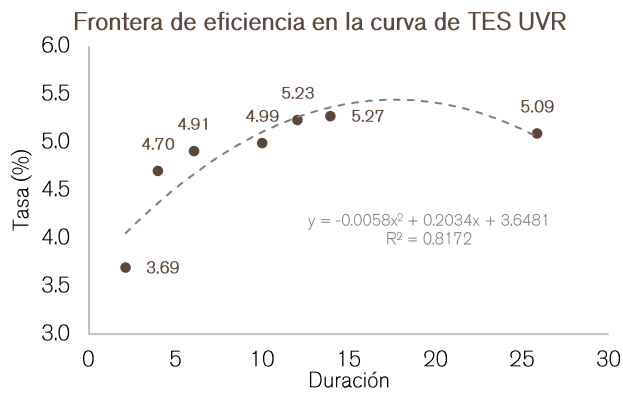


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

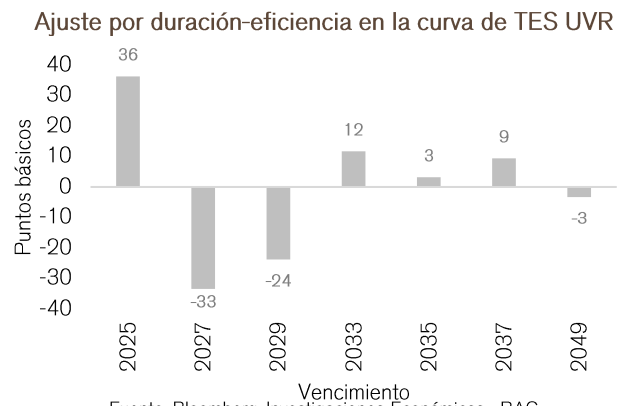
Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES en pesos



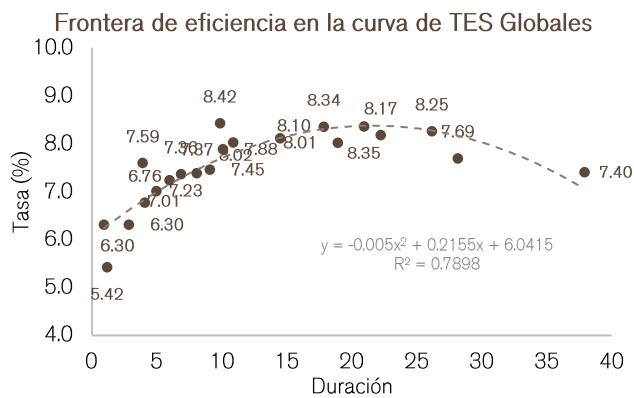
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC



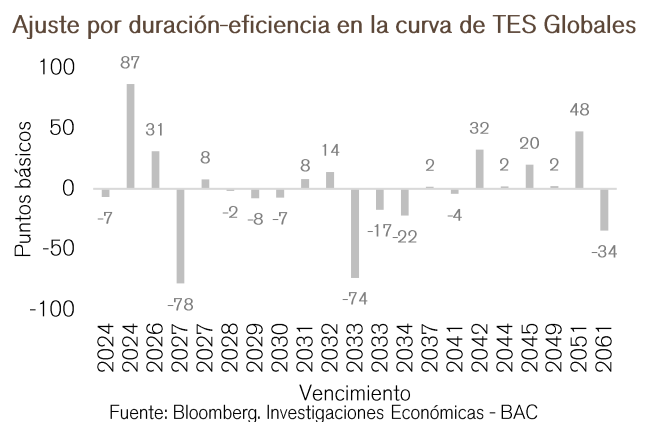
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC



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	1.1	10.44	-81	-137	140	
TFIT08261125	nov-25	6.25	2.2	11.05	-126	-135	130	
TFIT16080826	ago-26	7.50	2.7	11.25	-127	-147	152	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.7	11.40	-133	-135	145	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.7	11.48	-128	-132	171	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.9	11.80	-120	-110	191	
<b>TFVT10260331</b>	<b>mar-31</b>	<b>7.00</b>	<b>5.5</b>	<b>11.87</b>	<b>-109</b>	<b>-103</b>	<b>182</b>	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.5	11.82	-115	-114	194	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.6	12.02	-113	-103	192	
TFIT11030233	feb-33	13.25	5.4	12.02	-130			
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.4	12.12	-104	-97	204	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.9	12.17	-99	-83	199	
TFIT21280542	may-42	9.25	6.9	12.39	-106	-83	229	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.8	12.39	-79	-63	225	

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	1.9	3.69	-7	-80	94	
TUVT11170327	mar-27	3.30	3.6	4.70	-30	-80	142	
TUVT10180429	abr-29	2.25	5.3	4.91	-41	-71	132	
TUVT20250333	mar-33	3.00	8.2	4.99	-51	-101	94	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.5	5.23	-52	-119	103	
TUVT18250237	feb-37	3.75	10.2	5.27	-42	-105	103	
TUVT32160649	feb-49	3.75	15.0	5.09	-31	-122	77	

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	
COLGLNF24	feb-24	4.000	0.9	6.30	-31	-30	184	
COLGLB24	may-24	8.125	1.0	5.41	-21	-47	168	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.5	6.30	-31	-30	184	
COLGLB27	feb-27	8.375	3.2	7.59	-65	63	392	
COLGLBA27	abr-27	3.875	3.5	6.76	-24	-18	205	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.8	7.01	-31	-21	381	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.9	7.23	-20	2	209	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.7	7.36	-24	9	215	
COLGLB31	abr-31	3.125	6.3	7.37	-32	9	210	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.0	7.45	-27	14	209	
COLGLB33	ene-33	10.375	6.2	8.42	-9	-24	255	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.3	7.88	-25	-7		
COLGLB34	feb-34	7.500	7.1	8.01	-18			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.2	8.10	-11	8	198	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.6	8.34	-15	8	192	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.9	8.01	-15	13	199	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.5	8.35	-16	12	183	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.5	8.17	-24	16	180	
COLGLB49	may-49	5.200	10.8	8.25	-14	17	184	
COLGLB51	may-51	4.125	12.1	7.69	-8	17	175	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.8	7.40	-11	12	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.

---