



## Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

### Resumen

- *Tras un turbulento mes de marzo, donde los inversionistas aumentaron su demanda por activos de refugio como los bonos soberanos de mercados desarrollados, la normalización en los niveles de aversión al riesgo global ha venido acompañada de ajustes al alza naturales en las tasas de interés de estos papeles. Lo anterior se ha dado en un contexto donde la inflación continúa moderándose y las tasas de política monetaria se acercan a sus niveles terminales.*
- *Para los mercados emergentes, este entorno ha sido favorable, especialmente para LATAM. Las primas de riesgo-país descendieron y sus monedas se apreciaron frente al dólar, apoyando por esta vía la demanda de títulos denominados en moneda local, incluyendo los de renta fija.*
- *Toda la curva de rendimientos TES COP se valorizó durante el último mes, especialmente los títulos de mayor duración. Los TES UVR también se valorizaron, aunque de forma más moderada frente a la curva TES COP. Los rendimientos de los TES USD registraron ligeras desvalorizaciones, en línea con el desempeño los tesoros americanos y otros bonos de mercados desarrollados.*
- *Los volúmenes negociados en el mercado secundario disminuyeron en abril por efecto calendario de semana santa. La demanda de TES COP en mercado primario se mantiene fuerte, mientras que la de TCO y TES UVR ha disminuido. Las condiciones de liquidez se mantienen holgadas y seguirán apoyando la demanda de inversionistas locales.*
- *Cálculos preliminares siguen dando cuenta de una demanda por TES de inversionistas extranjeros relativamente débil. Diferentes estimaciones sugieren un margen de valorización interesante en los TES con vencimientos de mediano y largo plazo.*

### 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

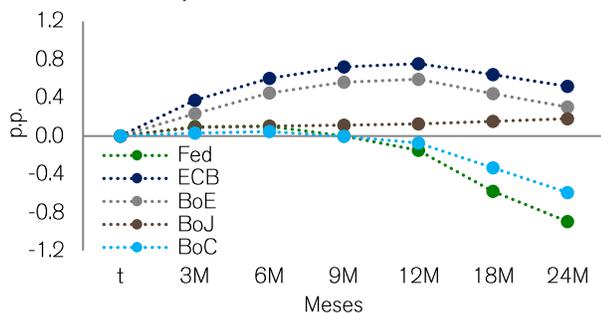
Los elevados niveles de aversión al riesgo del mes anterior, suscitados por la turbulencia del sistema bancario de EEUU, se corrigieron rápidamente en semanas posteriores a la decisión de la Fed (ver “Punto de inflexión” en [IMDP – Marzo de 2023](#)).

Como lo habíamos anticipado en un informe reciente, las medidas adoptadas conjuntamente por la Fed, reguladores y otros Bancos Centrales (BC), apoyaron la estabilidad de los mercados y un mayor apetito por activos de riesgo (ver “Nada envidiable ser la Fed” en [CE – Marzo 22 de 2023](#)).

En este contexto, la demanda por títulos de deuda pública en mercados desarrollados, que son un clásico activo contra riesgo, se moderó en abril y sus tasas de interés de cotización aumentaron. Por efecto sustitución, los menores niveles de aversión al riesgo favorecieron la demanda de títulos de deuda pública mercados emergentes, especialmente de LATAM.

En lo fundamental, las minutas de la reunión de marzo de la Fed de EEUU, así como los comentarios de varios miembros del FOMC, siguen ratificando la importancia de los futuros datos de inflación y del mercado laboral para las decisiones de política monetaria. Algunos miembros del FOMC señalaron la posibilidad de una posible “recesión leve” hacia finales de 2023, lo que mantiene abierta la posibilidad de recortes en los tipos desde 3T23.

Gráfico 1. Expectativas de tasas BC en avanzados\*

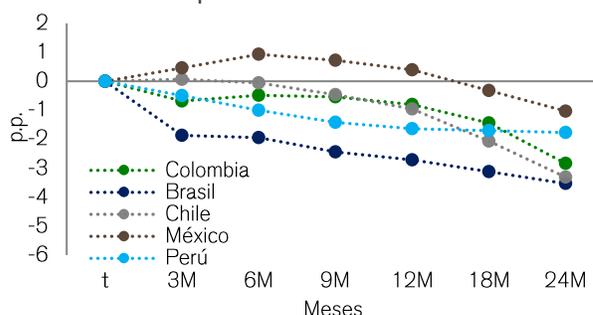


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

En nuestra opinión, este escenario luce poco probable. La inflación en EEUU, especialmente la núcleo, no está

dando señales claras de desaceleración y permanece muy por encima de la meta de 2%. Mantenemos nuestra expectativa que la Fed finalizará en mayo el actual ciclo de aumentos de tasas de interés con un movimiento de 25 pbs, llevándola así al rango terminal de 5% - 5.25%. En dichos niveles las tasas permanecerían hasta 4T23 – 1T24, por lo que no descartamos algunos ajustes al alza en los rendimientos de los títulos con vencimientos de 1-2 años.

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 total sigue cediendo terreno gracias a una rápida corrección de presiones de oferta-costos. No obstante: i) la inflación todavía permanece muy por encima de las metas de los BC (en el caso del Reino Unido por encima del 10%); y ii) la inflación núcleo sigue disparada.

Lo anterior implica un espacio de ajustes al alza en las tasas de política monetaria en Europa superior al de la Fed. En particular, según las tasas implícitas en los mercados, tanto para el caso del Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) como el del Banco de Inglaterra (BoE), dicho espacio llegaría a ser de hasta 75 pbs en los próximos 12 meses (Gráfico 1).

En Japón, las expectativas de un cambio en la postura monetaria del Banco de Japón (BoJ) en el corto plazo se han debilitado, haciendo menos probable un eventual aumento de tasas en 2023. El Banco de Canadá (BoC), por su parte, mantuvo estable su tasa de referencia en niveles de 4.5%, por segundo mes consecutivo.

En LATAM, el BC de México y BanRep fueron los únicos que aumentaron su tasa de interés en 25 pbs durante el



último mes, llevándola hasta 11.25% y 13%, respectivamente. En ambos casos, el margen de incrementos adicionales de tasas luce muy limitado y los mercados anticipan que estos niveles sean los terminales del actual ciclo de política monetaria (Gráfico 2).



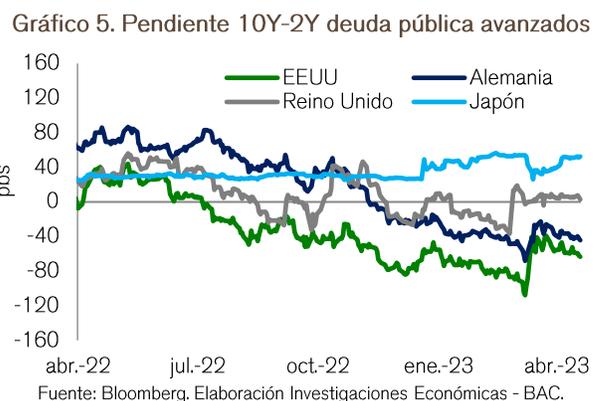
Las tasas de referencia de los BC de Brasil, Chile y Perú, por su parte, completan varios meses sin cambios. Los mercados siguen descontando recortes en los tipos tan temprano como en 2T23 – 3T23 (Gráfico 2).

Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU retornaron hacia el nivel objetivo de 3.5%. Frente al mínimo del último mes, lo anterior representa un incremento de 21 pbs. En lo corrido del año, el movimiento acumulado registra una reducción de 36 pbs.

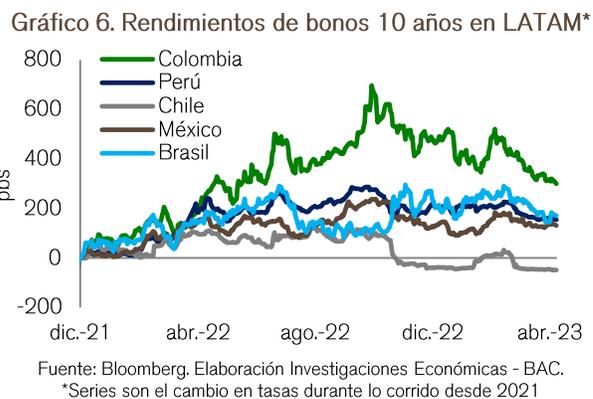


En contraste con lo observado en los Tesoros, los rendimientos de otros bonos soberanos de mercados desarrollados aumentaron durante el último mes (Gráfico 3).

En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años subieron 31 pbs hasta 3.78%. Asimismo, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, aumentaron 18 pbs y se sitúan en niveles de 2.51%.



En Japón, las tasas de los bonos no fueron ajenas al movimiento internacional y aumentaron 15 pbs frente al corte de nuestro último informe. Lo anterior pese a la estabilidad de tasas de política y el control de la curva de rendimientos que aún mantiene el BoJ.



De esta manera, el *spread* de tasas de interés de largo plazo de las notas del Tesoro de EEUU contra bonos europeos volvió a disminuir (Gráfico 4). En promedio, este diferencial cayó 29 pbs y alcanzó mínimos no observados desde enero de 2014.

La caída en estos diferenciales es consistente con: i) las divergencias monetarias entre EEUU y otros BC de economías avanzadas, especialmente de Europa; y ii) la debilidad relativa que, en tendencia, el dólar ha registrado



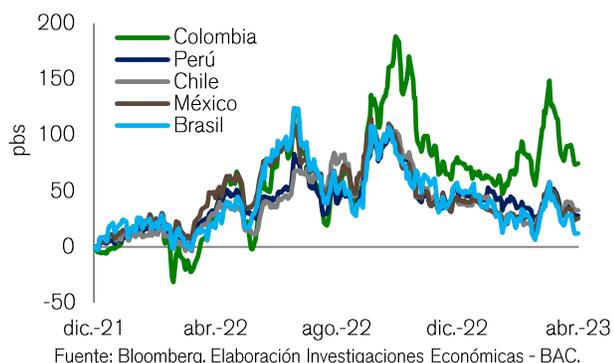
frente a otras monedas de reserva durante los últimos 6 meses (ver “Inversionistas mirando hacia 2024” en [IMC – Marzo de 2023](#)).

Los diferenciales inter-temporales en las curvas de deuda pública de mercados avanzados, presentaron ligeros cambios durante el último mes (Gráfico 5). La curva de Tesoros en EEUU sigue siendo la más invertida, con un diferencial entre sus títulos de 10 y 2 años que se ubica en -62 pbs y que sigue alimentando los temores en torno a una recesión en el corto plazo.

En Europa, el mismo diferencial inter-temporal de Alemania registró leves descensos hasta niveles de -46 pbs. Por su parte, en el Reino Unido este diferencial se mantuvo estable en niveles cercanos a -2 pbs.

La pendiente de la curva de Japón presentó el mayor movimiento, con un incremento de 13 pbs que ubica su pendiente en niveles del orden de 51 pbs.

**Gráfico 7. Cambio CDS 5 años LATAM desde 2021**



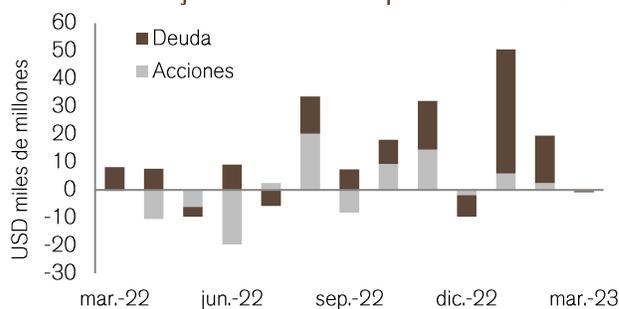
Los bonos soberanos de largo plazo en LATAM, por su parte, registraron valorizaciones generalizadas durante el último mes (Gráfico 6). El mejor desempeño lo registraron los bonos de Brasil y Colombia, con reducciones en tasa de 46 pbs, en promedio. Por su parte, los títulos con el mismo vencimiento en México, Perú y Chile registraron disminuciones en tasa de apenas 7 pbs, en promedio.

Buena parte de este comportamiento en LATAM obedece al contexto internacional de menor aversión al riesgo, lo que ha venido acompañado de reducciones en las primas

de riesgo-país. En efecto, los CDS a 5 años de LATAM (sin Argentina) registraron disminuciones promedio de 10 pbs durante el último mes, siendo el caso de Colombia el más representativo con una caída de 24 pbs (Gráfico 7).

Según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)<sup>1</sup>, en marzo los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) anotaron entradas por sexto mes consecutivo, especialmente por entradas hacia China. El flujo total ascendió a USD 9,400 millones, de los cuales USD 6,800 millones fueron inversión hacia acciones y los restantes USD 2,600 millones hacia títulos de deuda.

**Gráfico 8. Flujos de inversión de portafolio hacia EM\***



Excluyendo China, los flujos hacia el resto de mercados emergentes (EM) fueron negativos por USD 900 millones, de los cuales USD 500 millones fueron salidas de acciones y los restantes USD 400 millones de posiciones en bonos (Gráfico 8).

Pese a lo anterior, en lo corrido de 2023 estos flujos de capitales hacia EM sin China alcanzan los USD 69,500 millones, significativamente superiores a los USD 11,600 millones que ingresaron en el mismo periodo de 2022.

La información preliminar de abril sugiere que la dinámica de los flujos de inversión de portafolio hacia EM se habría recuperado gracias al mayor apetito por activos de riesgo.

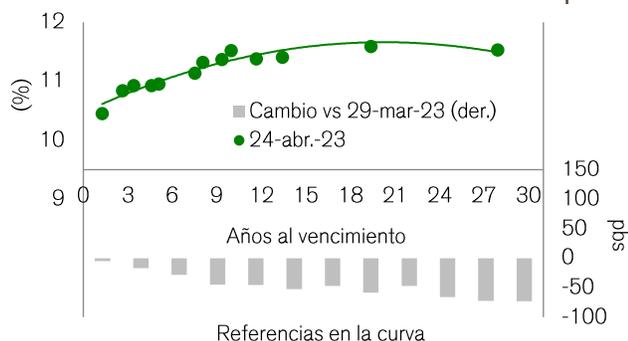
<sup>1</sup> IIF Capital Flows Tracker – April 2023.



## Mercado local

En línea con el contexto internacional, y tal como lo describimos anteriormente, los TES registraron el mejor desempeño de los títulos de deuda pública en LATAM denominados en moneda local.

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 COP, en todo su nivel, se desplazó a la baja 49 pbs (Gráfico 9). Lo anterior se dio en medio de un patrón de aplanamiento que implicó una reducción de 41 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles de 53 pbs (Gráfico 10).

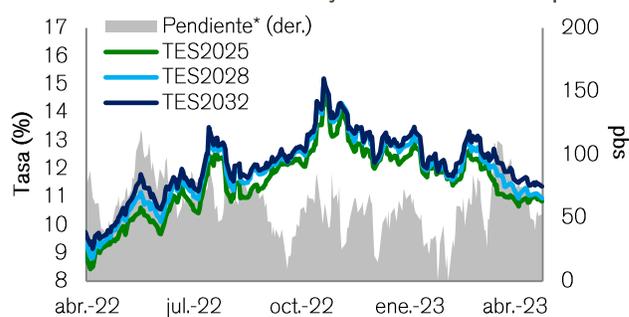
Las tasas de los TES de más corto plazo están descontando estabilidad en la tasa de interés de BanRep y no mostraron cambios importantes durante el último mes. Esto es consistente con lo que registran las tasas de interés del mercado monetario, donde las implícitas en los swaps de IBR a 3 y 12 meses se estabilizaron en niveles muy cercanos al 13%, que es el nivel actual de la tasa repo.

Otras tasas de interés de corto plazo registraron un comportamiento mixto. Las tasas de los TES a 1 año en la curva cero-cupón, por ejemplo, aumentaron levemente hasta 10.98%, mientras que las tasas de los CDTs a 360 días en el mercado de fondos prestables disminuyeron hasta niveles de 13.38% (Gráfico 11).

Las holgadas condiciones de liquidez que se mantienen en el sistema, han ayudado a que las tasas de interés de más corto plazo hayan descendido recientemente.

De esta forma, las tasas de los TES2024 se mantuvieron relativamente estables en niveles de 10.45%, mientras que las de los TES2025 disminuyeron 17 pbs hasta 10.84%.

Gráfico 10. Curva TES COP y diferencial intertemporal

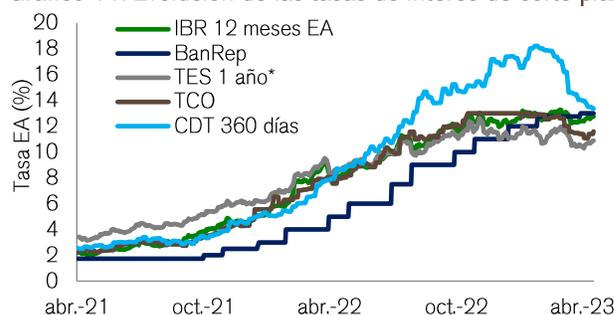


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Diferencial entre los rendimientos de los TES2032 y TES2025.

En el nodo de mediano plazo, la valorización de los TES fue de 37 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo de la curva, bajaron 28 pbs hasta 10.94% y los TES2027 lo hicieron en 45 pbs hasta 10.93%.

Los rendimientos de los TES COP del tramo largo de la curva registraron reducciones promedio de 60 pbs, siendo la tasa de interés de los TES2050 la que registró la mayor caída en magnitud de 77 pbs. Los rendimientos de los TES2032 bajaron 58 pbs hasta 11.37%, mientras que los de la referencia TES2033 disminuyeron 47 pbs hasta 11.52%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 11.79%.

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



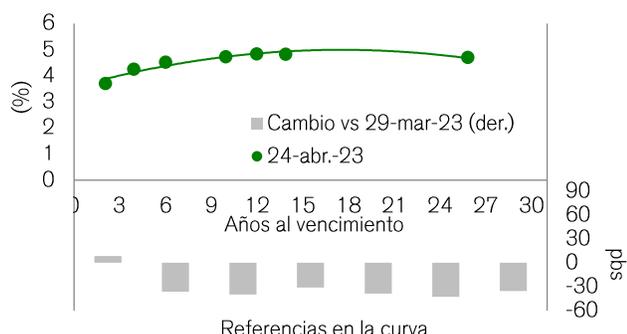
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

La curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento a la baja de 31 pbs, en promedio, emulando la



dirección del movimiento de la curva TES COP. A pesar de la sorpresa al alza en la variación mensual del IPC en marzo, el rendimiento de los TESUVR2025, la referencia de la parte corta de la curva, aumentó en 8 pbs hasta 3.7% (Gráfico 12).

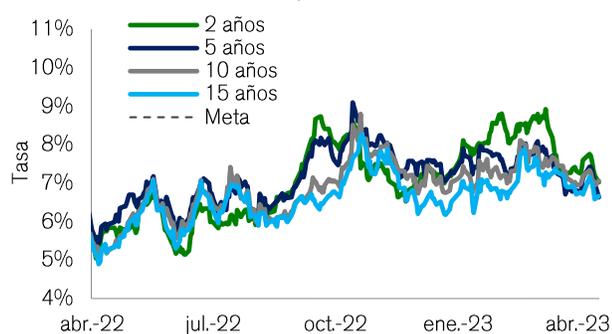
Gráfico 12. Curva de TES UVR durante el último mes



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

En el tramo medio, los TESUVR2027 se valorizaron 36 pbs hasta niveles de 4.25%. En la parte larga de la curva, el movimiento promedio fue de 38 pbs a la baja, donde los rendimientos de los TESUVR2033 disminuyeron 31 pbs hasta 4.73%. De igual forma, los TESUVR2049 se ubicaron en niveles de 4.7%, valorizándose en 36 pbs (Gráfico 12).

Gráfico 13. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

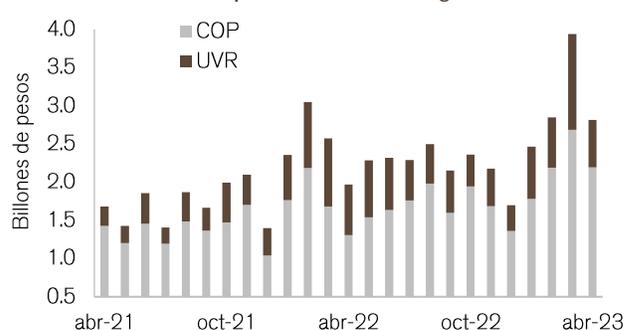
Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES disminuyó hasta 6.8%, pero permanece muy por encima de la meta de 3% del BanRep. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 7.14%, mientras que el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 6.69% (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 7.51%.

En este entorno, el volumen transado en SEN se moderó en abril hasta 2.8 billones, este monto es superior a los 2 billones de abril de 2022 (Gráfico 14).

Los TES COP que más se han negociado en el mercado secundario en abril 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, TESUVR2029 y TESUVR2037.

Gráfico 14. Volumen promedio-día de negociación en SEN



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Las tasas de interés de los TES USD estuvieron influenciadas por el entorno de los títulos de deuda de mercados avanzados. En efecto, toda la curva registró un desplazamiento al alza de 4 pbs, en promedio.

La pendiente de la curva disminuyó en 36 pbs, lo cual es coherente con la disminución de nuestra prima de riesgo y el aplanamiento que ha presentado la curva de Tesoros durante el último mes (Gráfico 15).

Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva registraron aumentos de 3 pbs en promedio, hasta niveles de 5.91% y 6.5%, respectivamente. En la parte larga de la curva, las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables, con incrementos de apenas 2 pbs hasta niveles promedio de 7.72%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas se redujeron 29 pbs hasta 8%.



De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2023, el monto total de colocaciones, hasta el 19 de abril, ascendió a COP 14.3 billones, lo que representa un cumplimiento sobresaliente del 51% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2023 (28 billones de pesos).

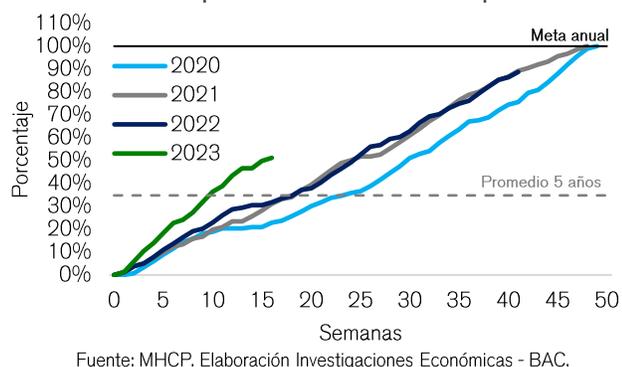
Gráfico 15. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



Este porcentaje de cumplimiento es muy superior al 32% del mismo periodo de 2022 y al 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 8.9 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 6.3 billones en TES COP; y ii) COP 2.6 billones en TES UVR. Las colocaciones no competitivas ascienden a COP 5.4 billones.

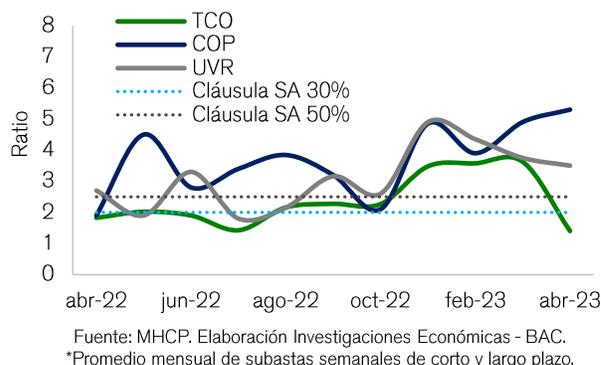
Gráfico 16. Cumplimiento de colocaciones por subastas



La demanda de los inversionistas en mercado primario sigue siendo fuerte, especialmente la de TES COP. En efecto, las tasas de corte en abril de estas subastas se sitúan, en promedio, alrededor de 11.7%, por debajo del

promedio de 12.4% de marzo. Asimismo, el *bid-to-cover* aumentó hasta un promedio de 5.3 veces, superior al nivel de 4.9 del mes anterior (Gráfico 17).

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



Respecto a las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte en la subasta de abril disminuyeron hasta 4.77%. El *bid-to-cover* de estas subastas se ubica alrededor de 3.5 veces, sugiriendo continuidad en el menor apetito por estos títulos frente a los registros de inicio de año.

En las subastas de TES de corto plazo (TCO), las colocaciones año corrido suman COP 5 billones. Las tasas de corte de estos títulos en abril se ubican en 11.36% y su demanda en mercado primario disminuyó significativamente en las últimas semanas, marcando un *bid-to-cover* promedio de apenas 1.4 veces (Gráfico 17).

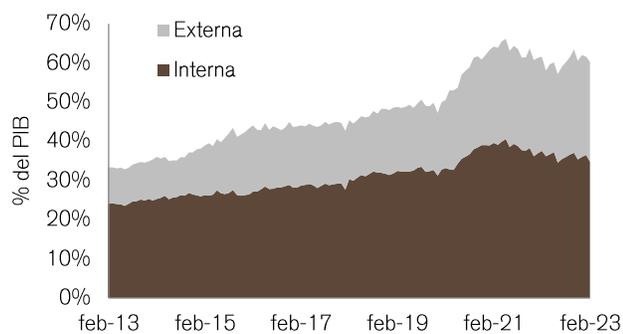
Lo anterior coincide con la reciente decisión del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) de reducir el monto semanal de subastas de TCO hasta agosto. Esta decisión se sustenta en: i) la posición favorable de liquidez del Gobierno; y ii) la necesidad de no congestionar la colocación de bonos en 2024, teniendo en cuenta que para julio de ese año hay un monto importante asociado al vencimiento de los TES2024.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de febrero, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 883 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda bruta se sitúa en 60.3%, inferior a los niveles de 61.6% del mismo mes de 2022.



Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna representa un 34.8% del PIB, por debajo del registro del mismo mes del año anterior (37.6%). Por su parte, la proporción de la deuda externa fue de 25.5%, superando el 24% 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



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 57.7% del saldo, la más baja desde 2005. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, se mantiene alta en niveles que bordean el 42.3%.

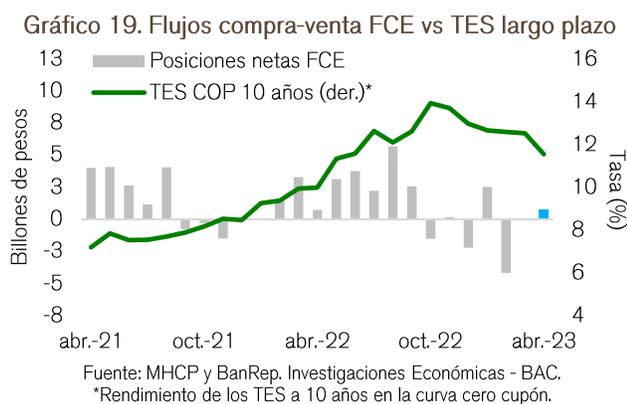
Esta distribución del saldo de deuda interna-externa se sitúa lejos del óptimo de 70%-30% al que el Gobierno espera llevarla gradualmente en el futuro cercano.



## Inversión extranjera y liquidez

En línea con las salidas de flujos de capitales en EM, en marzo hubo una reversión de flujos de corto plazo desde Colombia. En efecto, las cifras disponibles al 31 de marzo de balanza cambiaria evidenciaron flujos de inversión de portafolio negativos por USD 326 millones.

Según lo muestran las cifras del perfil de tenedores de TES que publica el MHCP, la demanda de los Fondos de Capital Extranjero (FCE) siguió débil en marzo, algo que es coherente con las cifras de inversión de portafolio en balanza cambiaria. Las ventas netas de los FCE fueron por COP 34 mil millones, y representan el segundo mes consecutivo de salidas por parte de estos agentes.



Como consecuencia de lo anterior, el saldo de tenencias netas de los FCE se mantuvo estable alrededor de COP 116 billones y perdieron el primer lugar como los mayores tenedores de TES. Así, su participación se redujo levemente a un 25.2% del saldo total de la deuda pública interna.

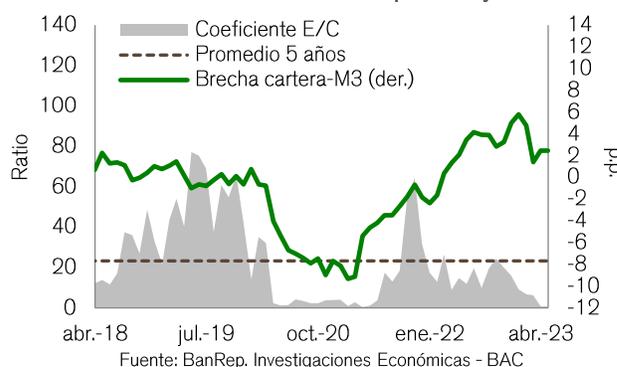
El apetito de los FCE por TES locales se habría recuperado ligeramente durante abril, según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado. En efecto, las compras netas de los FCE sumarían alrededor de COP 705 mil millones (Gráfico 19).

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) superaron a los FCE como los mayores tenedores de TES, con una participación del 26.2% del saldo total de la deuda pública. Por segundo mes consecutivo, estos agentes fueron los mayores compradores con un total de COP 4.7 billones.

Los Bancos Comerciales también realizaron compras durante el mes por COP 1.4 billones y su participación sobre el saldo total se incrementó hasta 13.1%.

La recomposición de los principales tenedores de TES también estuvo afectada por las ventas que hicieron el MHCP y BanRep, en función de los excesos de liquidez vistos durante el último mes. El MHCP realizó ventas netas por COP 215 mil millones, concentradas en su totalidad en TES COP. Por su parte, BanRep realizó ventas definitivas de TES por COP 3.2 billones, la mayor reducción de sus tenencias de TES desde marzo de 2021.

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



Las condiciones de liquidez del sistema permanecieron holgadas en abril. La demanda de recursos de expansión en BanRep aumentó hasta un promedio-día de COP 7.8 billones, superior a los COP 4.3 billones de marzo, aunque inferior a los 14.4 billones de abril de 2022.

El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor se situó cerca de COP 9.4 billones, con una utilización del 74%, estable frente al porcentaje de marzo. BanRep abrió nuevamente su ventanilla para repos de expansión a 7 días el pasado 17 de abril, pero su utilización ha sido de apenas 4.4% en promedio.

En línea con lo anterior, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) se incrementó ligeramente hasta COP 6.7 billones, desde los niveles de COP 6.4 billones de marzo.

De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) se incrementó muy tenuemente en abril, pero permanece en niveles históricamente bajos (1.2



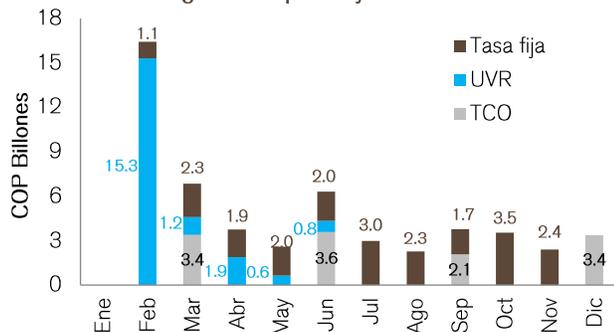
veces). Esto es consistente con una brecha en la dinámica de la cartera y de los depósitos del sistema que sigue descendiendo, así como con un exceso de liquidez en el mercado que persiste desde el pasado mes de marzo (Gráfico 20).

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



Por otra parte, de acuerdo con las cifras preliminares de la DIAN, el recaudo tributario en marzo fue cercano a los COP 20 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo 2023 ascendió al 23%. Frente al año 2022, el recaudo total registró un crecimiento del 20.7% (cerca de un 6.5% en términos reales).

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



Sin embargo, esta buena dinámica del recaudo se ha contrarrestado con una mayor ejecución de gasto del GNC, y con un pago de cupones y vencimientos de TES que durante febrero-abril superaron los COP 27 billones.

De acuerdo con información de los Depósitos del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep, el saldo de la DTN registra un incremento año corrido de COP 6.3 billones al corte del 14 de abril. Esta cifra supera los COP 5.5 billones del

acumulado del mismo periodo del año pasado, pero es sustancialmente inferior a los COP 9.9 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 21).

Esperamos que estas condiciones de liquidez holgadas se mantengan para lo que resta de 2T23. Para el mes de mayo se estima una entrada de recursos al sistema por COP 2.6 billones, distribuida en: i) COP 629 mil millones del pago de cupón de los TESUVR2025 el 7 de mayo; y ii) COP 2 billones del cupón de los TES2042 el 28 de mayo.



## 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 se redujo desde -0.3% hasta -1.9%, y ahora se ubica por debajo de la tasa promedio de -1.6% 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 marzo sugieren que la tasa REP de los títulos de deuda pública de Colombia continúan lejos de títulos comparables como los de Sudáfrica y Brasil, que presentan condiciones similares en términos de 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 bajó hasta 4.1%, pero permanece muy por encima de la media muestral de 1%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -1.5 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -0.3 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP presenta un margen de valorización ajustado, en promedio, de apenas 9 pbs. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere también algunos niveles de entrada, pero

especialmente en los TES2026 y TES2033 con un espacio de valorización de 14 pbs en promedio.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR estaría sobrevendida en el tramo medio en cerca de 10 pbs. El modelo de eficiencia-duración sugiere niveles de entrada en los TESUVR2027 y TESUVR2029, con un espacio de valorización de 13 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también sugieren un margen de valorización, en promedio, de 23 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 46 pbs.

Desde una óptica estructural, según nuestros mejores modelos econométricos para estimar los valores justos de los TES COP de largo plazo (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), los rendimientos de los TES a 10 años se estiman cerca de 11.5% (Gráfico 23).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 11.5%, lo anterior implica que no hay espacio de valorización en el corto plazo.



## Expectativas de corto plazo

El comportamiento reciente del mercado ha estado soportado por una sólida demanda de institucionales, en medio de una recomposición de portafolios (cambio de TES UVR por TES COP) y unas condiciones de liquidez que favorecen la demanda de títulos.

En nuestra opinión, los niveles que alcanzó la curva de TES COP durante el último están en línea con los valores objetivos que esperábamos, desde una óptica fundamental, para más adelante en el año. Creemos que ajustes al alza en las tasas de cotización son probables, especialmente en los títulos con duraciones cortas.

Para los TES2033, factores de ruido locales y/o internos podrían llevar sus rendimientos hasta valores de estrés del 12%. No obstante, sus niveles justos los estimamos en 11.5% y no descartamos que, por efecto demanda, el apetito por mayor duración los lleve hacia niveles del 11%.

En la curva de TES UVR, creemos que las tasas actuales de los TESUVR2025 representan un nivel de entrada, teniendo en cuenta que: i) la variación mensual del IPC en abril podría sorprender al alza las expectativas optimistas del mercado; y ii) las tasas de estos papeles se sitúan aproximadamente 70 pbs por encima de los mínimos de 3.2% alcanzados en el último mes.

Gráfico 24. Diferencial intertemporal curva TES COP\*



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

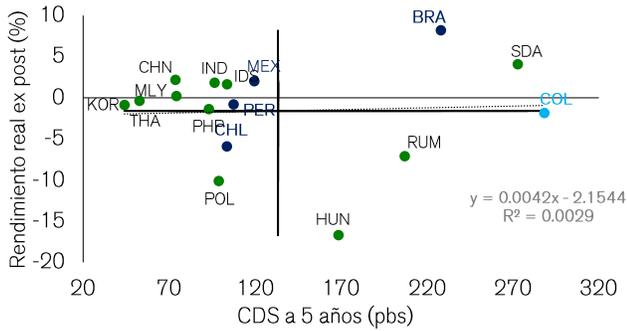
De esta forma, estimamos un mayor margen de valorización en el tramo largo medio y largo de la curva, consecuente con un aumento en la demanda por TES de mayores duraciones. El aplanamiento teórico que se deriva de esta perspectiva lo estimamos en al menos 50 pbs hasta el cierre de año, desde los niveles actuales.

Algunos factores locales que podrían acelerar estos movimientos son: i) una sorpresa de BanRep llevando su tasa de interés al 13.25%, como es nuestra expectativa y que contrasta con lo que está descontando el mercado; y ii) una inflación básica elevada por un tiempo prolongado, que haría que la estabilidad de tasas sea también prolongada.

Para los TES COP de corto plazo, en especial los TES2025, estimamos valores justos alrededor del 11.2%, cerca de 30 pbs por encima de las tasas de cotización actuales en mercado secundario.

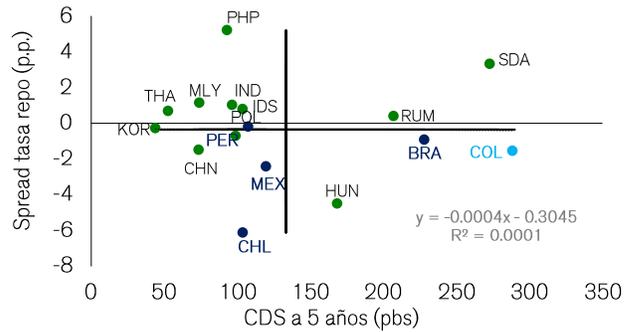


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



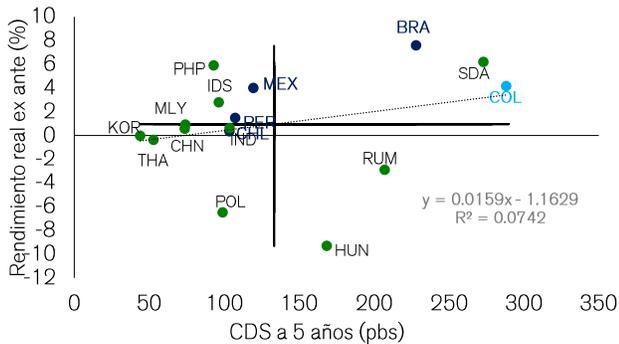
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



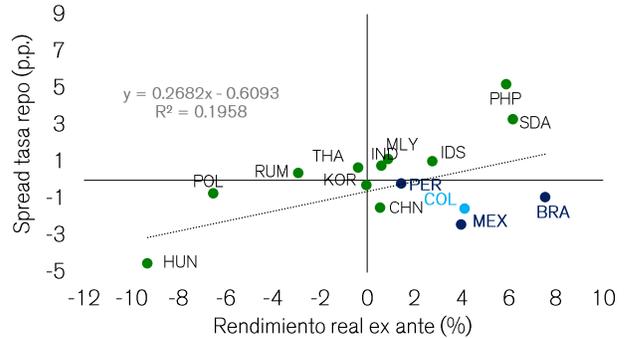
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



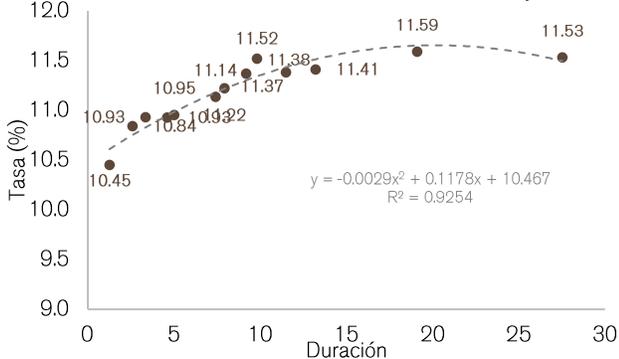
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



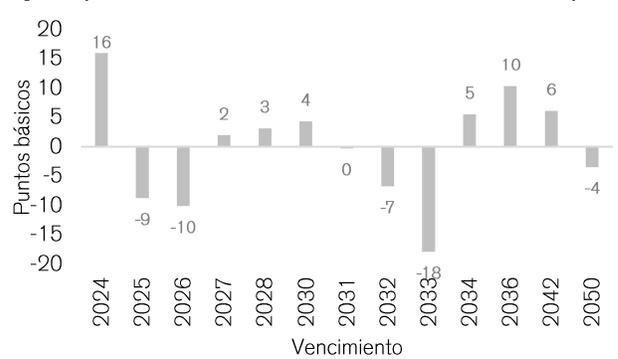
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

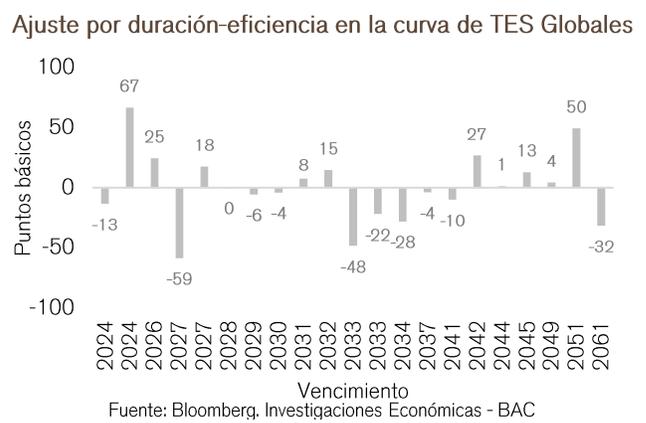
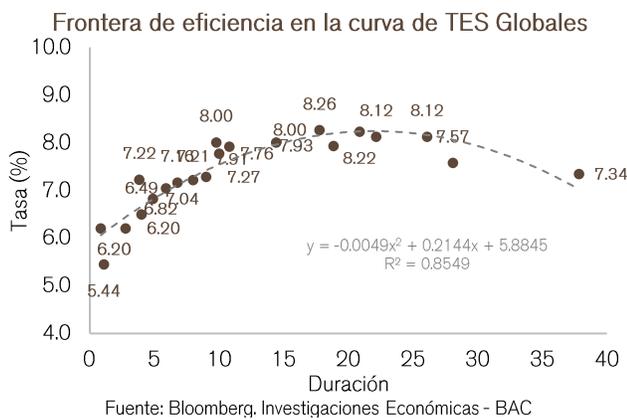
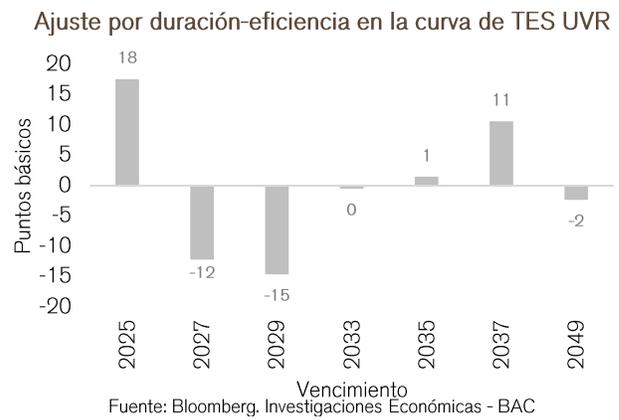
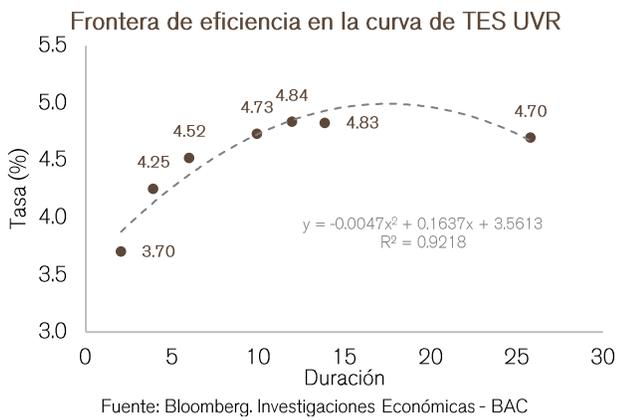


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

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	10.00	1.0	10.45	3	-136	160	
TFIT08261125	nov-25	6.25	2.2	10.84	-15	-156	135	
TFIT16080826	ago-26	7.50	2.6	10.93	-26	-179	130	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.6	10.93	-37	-182	121	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.7	10.95	-40	-185	116	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.9	11.14	-56	-176	129	
<b>TFVT10260331</b>	<b>mar-31</b>	<b>7.00</b>	<b>5.4</b>	<b>11.35</b>	<b>-39</b>	<b>-155</b>	<b>160</b>	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.5	11.22	-56	-174	127	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.6	11.37	-52	-168	144	
TFIT11030233	feb-33	13.25	5.4	11.52	-51			
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.5	11.38	-67	-171	133	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.0	11.41	-64	-159	128	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.1	11.59	-81	-163	131	
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.3	11.53	-86	-149	126	

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	3.70	-3	-79	70	
TUVT11170327	mar-27	3.30	3.6	4.25	-27	-125	88	
TUVT10180429	abr-29	2.25	5.4	4.52	-27	-110	92	
TUVT20250333	mar-33	3.00	8.2	4.73	-18	-127	43	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.9	4.84	-32	-158	28	
TUVT18250237	feb-37	3.75	10.3	4.83	-45	-150	26	
TUVT32160649	feb-49	3.75	15.3	4.70	-37	-161	12	

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	
COLGLF24	feb-24	4.000	0.8	6.20	1	-40	97	
COLGLB24	may-24	8.125	0.9	5.44	13	-44	86	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.5	6.20	1	-40	97	
COLGLB27	feb-27	8.375	3.2	7.22	-34	26	237	
COLGLBA27	abr-27	3.875	3.4	6.49	-20	-45	94	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.8	6.82	-14	-40	316	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.9	7.04	-13	-18	124	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.7	7.16	-16	-11	120	
COLGLB31	abr-31	3.125	6.6	7.21	-11	-7	120	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.2	7.27	-10	-3	117	
COLGLB33	ene-33	10.375	6.2	8.00	-34	-66	189	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.7	7.76	-5	-18		
COLGLB34	feb-34	7.500	7.0	7.91	-3			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.1	8.00	-3	-2	124	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.5	8.26	-2	-1	125	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.9	7.93	0	5	126	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.5	8.22	-6	0	109	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.5	8.12	1	11	110	
COLGLB49	may-49	5.200	10.9	8.12	-6	4	111	
COLGLB51	may-51	4.125	12.1	7.57	-5	6	109	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.8	7.34	0	6	114	

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.

---