



Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Las negociaciones del techo de la deuda en EEUU han creado presiones importantes sobre el mercado de bonos del Tesoro, especialmente en las notas de más corto plazo. Esto se ha extendido al resto de activos de renta fija de EEUU vía aumentos en las tasas de interés de mercado. La deuda en el resto del mundo avanzado se ha visto parcialmente afectada por el estrés de los Tesoros, contenida en gran medida por las expectativas que siguen incorporando los mercados en torno al fin del ciclo monetario-nominal.*
- *La demanda por activos de mercados emergentes se mantiene fuerte y los flujos de inversión de portafolio siguen siendo positivos, concentrados particularmente sobre títulos de deuda. Los atractivos diferenciales de tasas de interés, así como una corrección relativamente rápida de la inflación en la mayoría de estas economías, refuerza los fundamentos de esta sólida demanda.*
- *En este entorno, toda la curva de rendimientos TES COP se valorizó durante el último mes, especialmente los títulos de menor duración. Los TES UVR, por el contrario, se desvalorizaron en el balance. Los rendimientos de los TES USD registraron también desvalorizaciones, en línea con el desempeño de la renta fija de EEUU y el deterioro de la percepción de riesgo-país de Colombia.*
- *Los volúmenes negociados en el mercado secundario se incrementaron en mayo, en medio de una demanda de TES que sigue siendo alta. Las condiciones de liquidez del mercado han estado balanceadas y seguirán apoyando la demanda de TES de los inversionistas locales.*
- *Cálculos preliminares siguen dando cuenta de una débil demanda por TES de los inversionistas extranjeros. Diferentes estimaciones sugieren un margen de valorización limitado en los TES con vencimientos de largo plazo, relativo al que muestran los de duraciones cortas.*

investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co

CONTENIDO

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

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

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

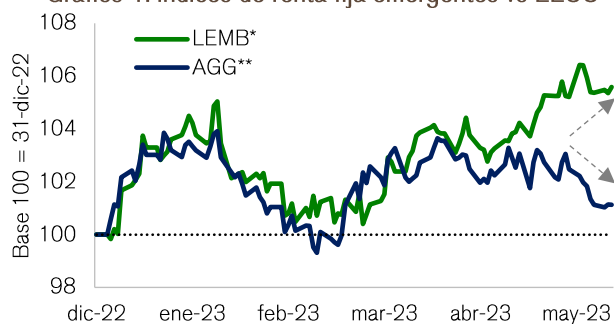
Felipe Naveros S.
Practicante
felipe.naveros@bancoagrario.gov.co



Contexto internacional

El ruido que ha suscitado las negociaciones del techo de la deuda en EEUU, afectó el comportamiento de los títulos de renta fija a nivel mundial durante el último mes. En particular, los rendimientos de los bonos del Tesoro, en especial los de maduraciones inferiores a 1 año, han aumentado significativamente en semanas recientes, en línea con el mayor riesgo asociado a un eventual impago y sus efectos sobre el mercado de EEUU (ver “Nubarrones sobre el techo” en [CE – Mayo de 2023](#)).

Gráfico 1. Índices de renta fija emergentes vs EEUU



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Índice RF de emergentes en moneda local. **Índice RF IG en EEUU.

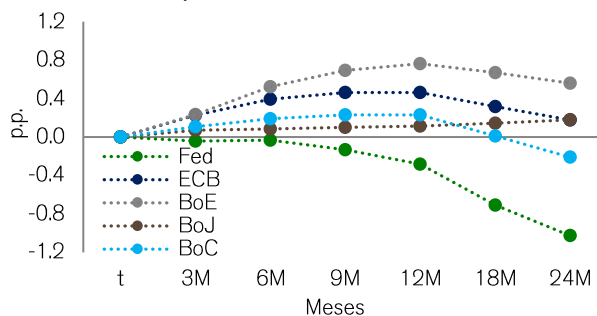
Estas mayores afectaciones relativas en el mercado de deuda de EEUU han implicado una divergencia importante frente al comportamiento de la renta fija de mercados emergentes. En efecto, según lo muestran algunos índices agregados de renta fija, mientras que los títulos de deuda en moneda local de mercados emergentes (LEMB) se han valorizado cerca de un 1.3% en mayo, la renta fija con grado de inversión en EEUU (AGG) se ha desvalorizado 1.87% durante el mismo periodo de tiempo (Gráfico 1).

Lo anterior es consistente con una mayor demanda por activos de riesgo de los inversionistas. Específicamente, los atractivos diferenciales de tasas en los mercados emergentes, así como unas dinámicas de la inflación que están favoreciendo las rentabilidades reales de estos activos, han alimentado el apetito por riesgo a pesar del estrés del mercado de EEUU.

La postura monetaria de los Bancos Centrales (BC) sigue siendo contractiva y mantiene presiones en los precios de

los activos. Sin embargo, estas presiones se han ido suavizando en meses recientes y necesariamente se seguirán diluyendo en el futuro cercano.

Gráfico 2. Expectativas de tasas BC en avanzados*

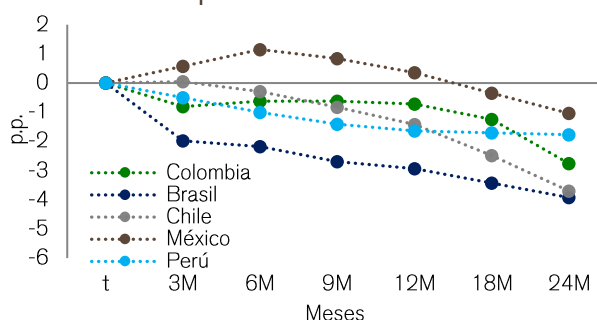


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

En nuestra opinión, los mercados han descontado ampliamente este ciclo monetario y su incidencia de corto plazo es relativamente baja. Además, la atención de muchos inversionistas se ha ido trasladando en el tiempo hacia 2024-2025, donde la probabilidad de recortes en las tasas de política es relativamente más elevada en comparación con 2023.

En este entorno, la Fed de EEUU elevó su tasa de interés de referencia en 25 pbs hasta 5% - 5.25%, en línea con nuestras expectativas (ver “Coqueteando con las duraciones” en [IMDP – Abril de 2023](#)). Las próximas decisiones de política de la Fed seguirán siendo data-dependientes, pero creemos que sobre los niveles actuales estaría la tasa terminal de este ciclo.

Gráfico 3. Expectativas de tasas BC en LATAM*



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

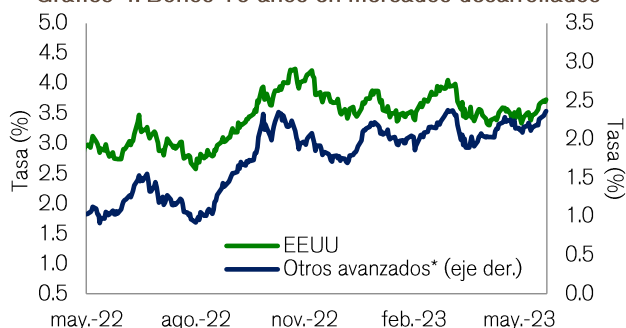
En Europa, el Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) y el Banco de Inglaterra (BoE) hicieron lo propio



y aumentaron sus tasas de interés en sendos 25 pbs. Para el caso del ECB, los tipos alcanzaron niveles de 3.75%, mientras que en el caso del BoE la tasa de referencia alcanzó un nivel de 4.5%.

Según las expectativas implícitas en los mercados, el ECB y el BoE serían los únicos BC con un margen de aumentos adicionales en las tasas de referencia para 2023. En contraste, para la Fed y el Banco de Canadá (BoC) se anticipa estabilidad para lo que resta de 2023 y potenciales recortes durante la primera mitad de 2024 (Gráfico 2). En Japón, por su parte, las probabilidades de un cambio en la postura monetaria del Banco de Japón (BoJ) son mínimas en el corto plazo.

Gráfico 4. Bonos 10 años en mercados desarrollados



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

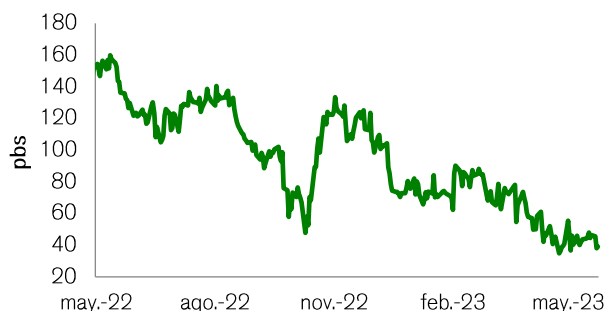
En LATAM, BanRep fue el único BC que aumentó su tasa de interés en 25 pbs hasta 13.25%, en línea con lo que anticipábamos (ver sección de “Precios y política monetaria” en [IMCE – Abril de 2023](#)). Existen razones fuertes para pensar que en este nivel el actual ciclo finalizaría, tal como lo descuenta la curva OIS (Gráfico 3).

El BC de México mantuvo su tasa de interés estable en 11.25%, poniendo fin al ciclo contractivo de política monetaria. De cara a las próximas decisiones de los BC de la región, los mercados anticipan estabilidad de tasas en la mayoría de casos, con potenciales recortes que se materializarían a partir de la segunda mitad de este año.

Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU subieron hasta niveles del orden de 3.73% en jornadas recientes (Gráfico 4), superando el nivel objetivo (valor de corto plazo) que estimamos en 3.5%.

Frente al corte de nuestro último informe, el movimiento en las tasas de estos títulos ha sido alcista en 24 pbs. No obstante, en lo corrido del año el movimiento acumulado registra una reducción de 14 pbs en las tasas de estos bonos.

Gráfico 5. Diferenciales de tasas EEUU vs Europa*

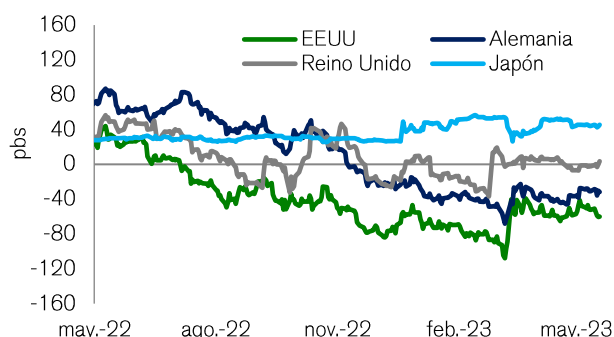


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio de spreads contra bonos 10 años de Alemania y Reino Unido.

Por su parte, los rendimientos de otros bonos soberanos de mercados desarrollados presentaron un desempeño mixto durante el último mes (Gráfico 4).

En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años subieron 43 pbs hasta 4.21%. Por su parte, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, cayeron 4 pbs y se sitúan en niveles de 2.47%.

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



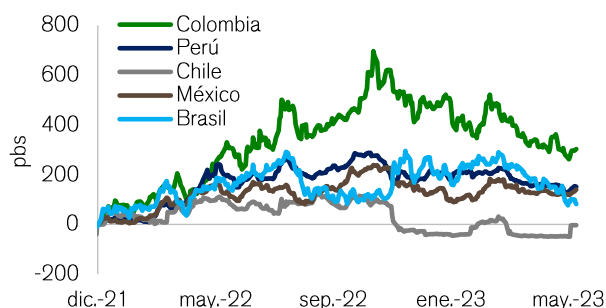
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En Japón, las tasas de los bonos cayeron 6 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 los bonos del Tesoro de EEUU contra sus pares europeos se incrementó ligeramente en el último mes, pero permanece muy por debajo de los niveles vistos un año atrás (Gráfico 5). En promedio, este diferencial se sitúa alrededor de 40 pbs, que son valores mínimos no observados desde enero de 2014.

Gráfico 7. Rendimientos de bonos 10 años en LATAM*



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en tasas durante lo corrido desde 2021

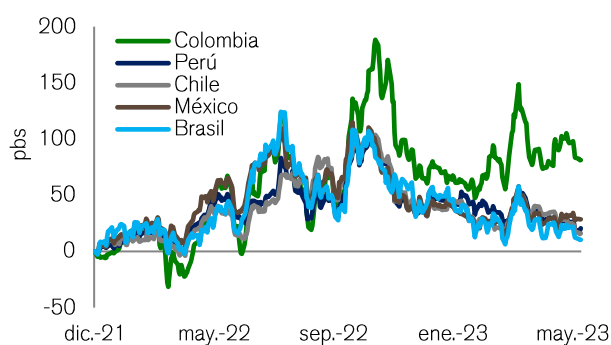
Los diferenciales inter-temporales en las curvas de deuda pública de mercados avanzados, presentaron comportamientos mixtos durante el último mes (Gráfico 6). La curva de Tesoros en EEUU sigue siendo la más invertida, con un *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años que se ubica en -63 pbs y que sigue alimentando los temores de recesión.

En Europa, el mismo diferencial para Alemania aumentó hasta niveles de -37 pbs. Por su parte, el *spread* en el Reino Unido se mantuvo relativamente disminuyó hasta niveles de -16 pbs. La pendiente de la curva de Japón disminuyó en 4 pbs, lo que ubica su pendiente en niveles del orden de 48 pbs.

Los bonos soberanos de largo plazo en LATAM, por su parte, registraron movimientos mixtos durante el último mes (Gráfico 7). El mejor desempeño lo registró el bono de Brasil, con una reducción en tasa de 73 pbs, seguido por el bono de Perú con una reducción de apenas 3 pbs. En contraste, los títulos con el mismo vencimiento en Chile, Colombia y México registraron aumentos en tasa de 23 pbs, en promedio.

En el balance, las primas de riesgo-país de LATAM descendieron en el último mes. En efecto, los CDS a 5 años de Chile, Perú, México y Brasil registraron reducciones de 10 pbs, en promedio. La prima de riesgo de Colombia fue la única que registró un movimiento mensual alcista de 4 pbs (Gráfico 8).

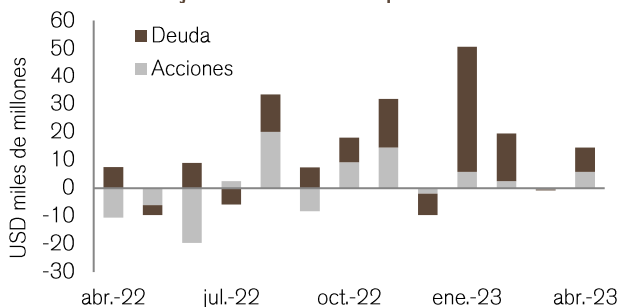
Gráfico 8. Cambio CDS 5 años LATAM desde 2021



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En línea con un mayor apetito por riesgo, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)¹, en abril los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) anotaron entradas por séptimo mes consecutivo. El flujo total ascendió a USD 9,800 millones, de los cuales USD 2,100 millones fueron inversión hacia acciones y los restantes USD 7,700 millones hacia bonos.

Gráfico 9. Flujos de inversión de portafolio hacia EM*



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

Excluyendo China, los flujos hacia EM fueron positivos por USD 14,600 millones. Cerca de USD 5,900 millones fueron compras de acciones, mientras que los restantes

¹ IIF Capital Flows Tracker – May 2023.



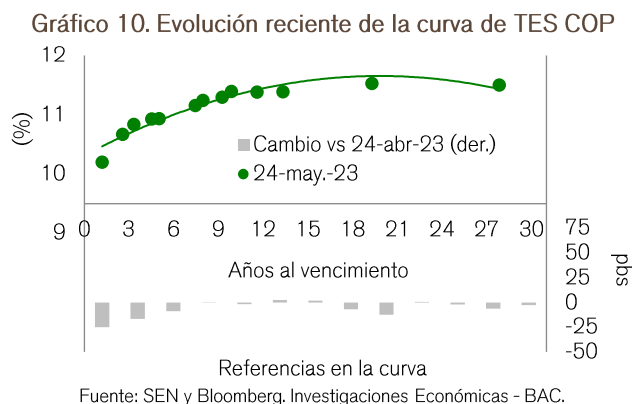
USD 8,700 millones, la mayoría, fueron entradas hacia bonos (Gráfico 9).

En lo corrido de 2023, los flujos de capitales hacia EM sin China suman USD 84,100 millones. Esta entrada neta supera significativamente los USD 8,700 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2022. La información preliminar de mayo sugiere entradas adicionales de inversión de portafolio hacia EM, aunque algo más moderadas.



Mercado local

A pesar de algunos eventos locales que incrementaron la volatilidad y deterioraron la percepción de riesgo-país, los TES registraron valorizaciones durante el último mes. De hecho, las tasas de interés de los TES COP, en algunas referencias, descendieron a mínimos no vistos desde junio de 2022.



Frente a nuestro último informe, la curva de rendimientos de los TES COP, en todo su nivel, se desplazó a la baja 6 pbs (Gráfico 10). Lo anterior se dio en medio de un patrón de empujamiento que implicó un aumento de 4 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles de 72 pbs (Gráfico 11).

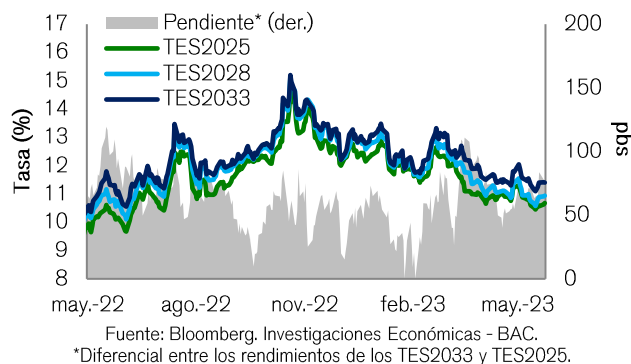
Las tasas de los TES COP de más corto plazo siguen descontando probables recortes en la tasa de interés del BanRep en periodos superiores a 1 año. Esto es consistente con lo que registran las tasas de interés del mercado monetario, donde las implícitas en los swaps de IBR a 12 meses se ubican en 12.77%, que son niveles en 48 pbs inferiores al nivel actual de la tasa repo (13.25%).

Otras tasas de interés de corto plazo sugieren lo mismo. Por ejemplo, las tasas de los TES a 1 año en la curva cero-cupón disminuyeron hasta 10.88%, mientras que las tasas de los CDTs a 360 días en el mercado de fondos prestables se sitúan en 14.11%, muy por debajo de los niveles de casi 18% que alcanzaron a comienzos del año (Gráfico 12).

De esta forma, las tasas de los TES2024 y TES2025, las referencias de más corto plazo de la curva TES COP,

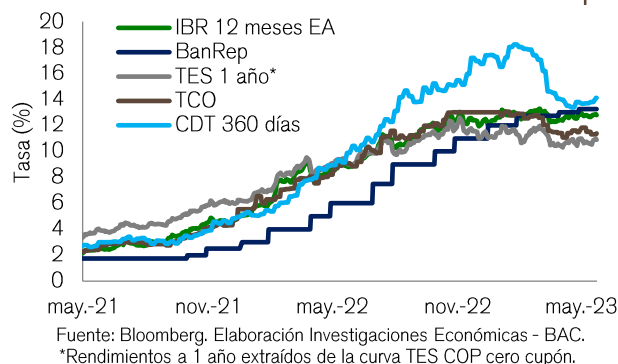
bajaron en promedio 21 pbs hasta niveles de 10.2% y 10.67%, respectivamente.

Gráfico 11. Curva TES COP y diferencial intertemporal



En el nodo de mediano plazo, las valorizaciones de los TES COP fueron de apenas 4 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo de la curva, disminuyeron 9 pbs hasta 10.84%, mientras que los de los TES2027 se mantuvieron estables en 10.93%.

Gráfico 12. Evolución de las tasas de interés de corto plazo



Los rendimientos de los TES COP del tramo largo de la curva registraron reducciones promedio de tan solo 3 pbs, siendo los TES2033 los que registraron el mayor descenso en una magnitud de 12 pbs hasta 11.4%, mientras que los de la referencia TES2050 disminuyeron apenas 3 pbs hasta 11.5%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 11.32%, 193 pbs por debajo de la tasa repo.

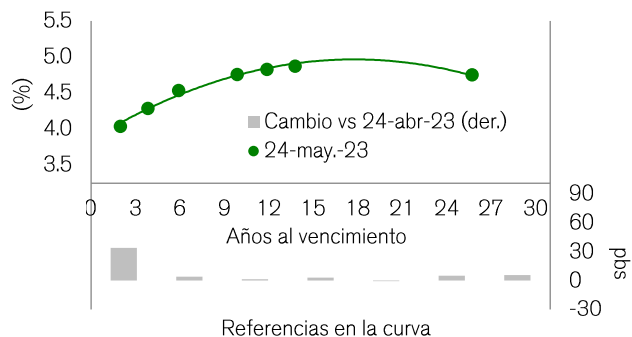
La curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento al alza de 7 pbs, en promedio, contrario a la dirección del movimiento de la curva TES COP. Este



resultado es coherente con la sorpresa bajista de la inflación en el último mes (ver sección de “Precios y política monetaria” en [IMCE – Mayo de 2023](#)), que afectó específicamente el título de menor duración en la curva.

En efecto, el rendimiento de los TESUVR2025, la referencia de la parte corta de la curva, aumentó en 34 pbs hasta 4.04% (Gráfico 13).

Gráfico 13. Curva de TES UVR durante el último mes



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

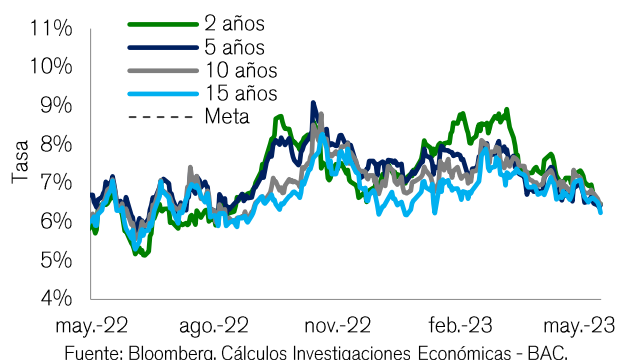
En el tramo medio, los TESUVR2027 permanecieron relativamente estables alrededor de 4.29%. En la parte larga de la curva, el movimiento promedio fue de apenas 3 pbs a la baja, donde los rendimientos de los TESUVR2033 aumentaron 3 pbs hasta 4.76%. Por su parte, los TESUVR2049 se ubicaron en niveles de 4.75%, lo que significa una desvalorización de 5 pbs (Gráfico 13).

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES disminuyó hasta 6.62%, pero permanece muy por encima de la meta de 3% del BanRep. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 6.63%, mientras que el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 6.62% (Gráfico 14).

El promedio de las inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES, y que es una alternativa más apropiada para medirlas, disminuyó hasta 6.99%.

En este entorno, el volumen transado en SEN se incrementó en mayo hasta COP 3.6 billones, el segundo mayor monto de lo corrido del año. Este importe también supera los COP 2.1 billones de mayo de 2022 (Gráfico 15).

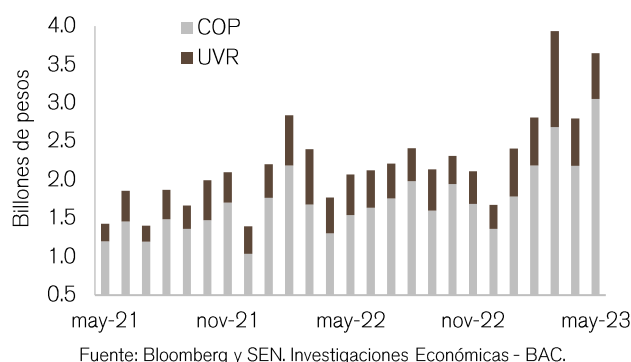
Gráfico 14. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Los TES COP que más se han negociado en el mercado secundario en mayo 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 TESUVR2029, TESUVR2037 y TESUVR2049, referencias que también están incluidas en las subastas de mercado primario.

Gráfico 15. Volumen promedio-día de negociación en SEN



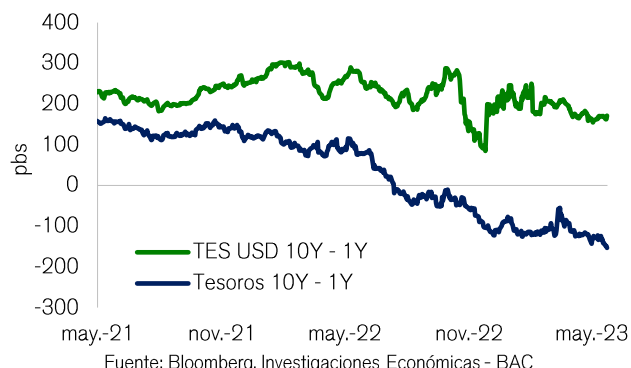
Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Las tasas de interés de los TES USD se vieron afectadas por el aumento de la prima de riesgo-país y de las tasas de interés de los Tesoros. En efecto, toda la curva registró un desplazamiento al alza de 32 pbs, en promedio.

La pendiente de la curva descendió en 3 pbs, lo cual contrasta con el ligero incremento de nuestra prima de riesgo, pero está en línea con el aplanamiento que sigue presentando la curva de Tesoros (Gráfico 16).



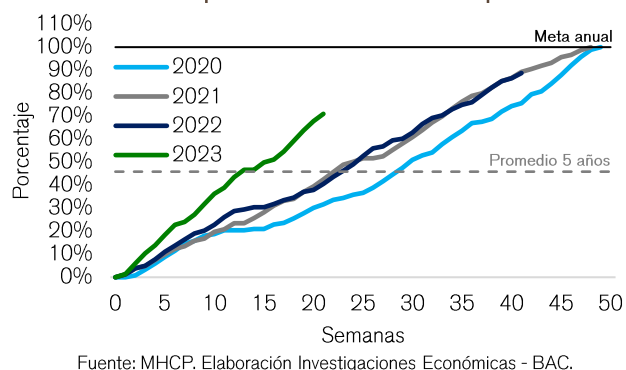
Gráfico 16. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva registraron aumentos promedio de 38 pbs y alcanzaron niveles de 6.23% y 6.76%, respectivamente. En la parte larga de la curva, las tasas de interés aumentaron en promedio 30 pbs hasta 8.01%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas subieron 37 pbs hasta 8.37%.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2023, el monto total de colocaciones, hasta el 24 de mayo, ascendió a COP 19.9 billones. Esto representa un cumplimiento sobresaliente del 71% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2023 (COP 28 billones).

Gráfico 17. Cumplimiento de colocaciones por subastas



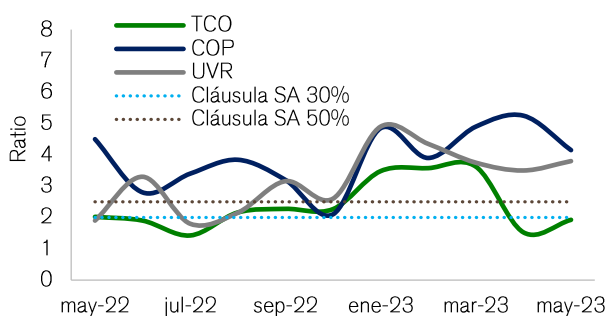
Este porcentaje de cumplimiento es muy superior al 41% del mismo periodo de 2022 y al promedio del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 17).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones durante el año corrido alcanzan los COP 12.4 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 9 billones en

TES COP; y ii) COP 3.4 billones en TES UVR. Las colocaciones no competitivas ascienden a COP 7.5 billones.

La demanda de los inversionistas en mercado primario se mantuvo fuerte en el último mes. En los TES COP, las tasas de corte en mayo de las subastas registran un promedio de 11.4%, ligeramente por debajo del promedio de 11.7% de abril. Por su parte, el *bid-to-cover* del mes registra un promedio de 4.2 veces, que si bien es inferior 5.3 del mes anterior, sigue reflejando un apetito elevado (Gráfico 18).

Gráfico 18. 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 la subasta de mayo descendieron hasta 4.64%. El *bid-to-cover* de estas subastas se incrementó hasta 3.8 veces.

En las subastas de TES de corto plazo (TCO), las colocaciones año corrido suman COP 5.8 billones. Las tasas de corte de estos títulos en mayo se ubican en 11.51% y su demanda en mercado primario aumentó ligeramente en las últimas semanas, marcando un *bid-to-cover* promedio de 1.9 veces (Gráfico 18).

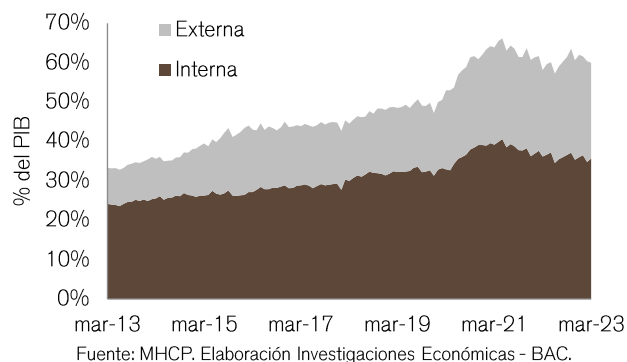
Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de marzo, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 878 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda bruta se sitúa en 60%, superior a los niveles de 58.1% del mismo mes de 2022.

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna representa un 35.6% del PIB, por debajo del registro del mismo mes del año anterior (36.2%). Por su parte, la



proporción de la deuda externa fue de 24.3%, superando el 21.9% de hace un año (Gráfico 19). 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 19. Saldo de la deuda bruta total del GNC



Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 59.4% del saldo. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, se mantiene alta en niveles que bordean el 40.6%.

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.

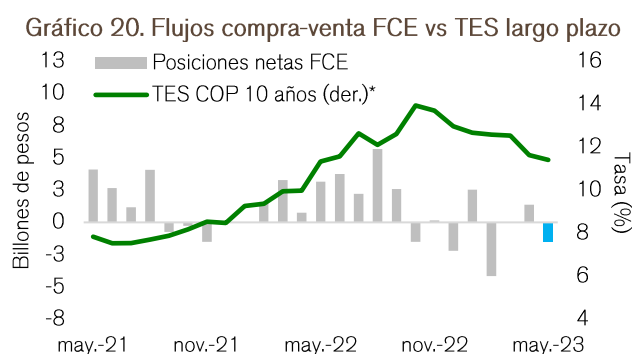


Inversión extranjera y liquidez

En contraste con el buen comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, en abril hubo una reversión de flujos de inversión de portafolio en Colombia. En efecto, los datos disponibles al 30 de abril de balanza cambiaria evidenciaron flujos negativos por USD 195 millones, completando de esta manera tres meses consecutivos de salidas netas.

Las cifras del perfil de tenedores de TES, que publica el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), siguen dando cuenta de una demanda débil de los Fondos de Capital Extranjero (FCE) por TES, en línea con las cifras de inversión de portafolio en balanza cambiaria.

En efecto, las compras netas de los FCE en abril fueron por COP 1.4 billones, la entrada más alta desde enero de 2023. No obstante, en tendencia central, las ventas acumuladas de los FCE en lo corrido del año ascienden a COP 307 mil millones, contrario a los COP 5.6 billones de compras del primer cuatrimestre de 2022.



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

El saldo de tenencias netas de los FCE se incrementó hasta COP 118 billones y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Así, su participación se mantuvo estable en 25.2% del saldo total de la deuda pública interna.

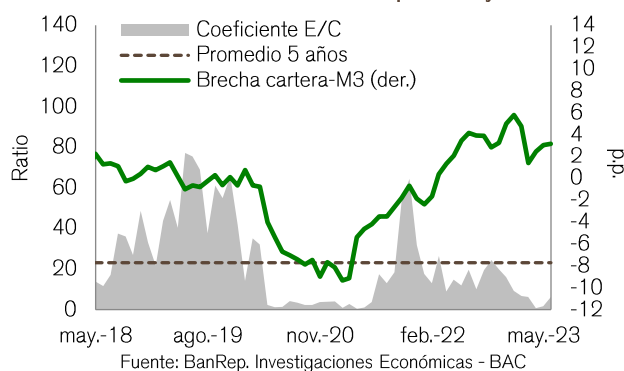
El apetito de los FCE por TES locales se ha mantenido bajo durante mayo. De hecho, según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado, durante el mes en curso se estarían registrando ventas netas que sumarían COP 1.5 billones (Gráfico 20). La

información disponible de inversión en portafolio en lo corrido de mayo es consistente con lo anterior, y da cuenta de salidas acumuladas por USD 19 millones.

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) se mantienen como los mayores tenedores de TES, con una participación del 27.2% (la más alta desde junio de 2022) del saldo total de la deuda pública. Por tercer mes consecutivo, estos agentes fueron los mayores compradores con un total de COP 6.4 billones, lo que equivale a un nuevo registro histórico a frecuencia mensual. Los Bancos Comerciales fueron los mayores vendedores durante el mes con liquidaciones por COP 2.4 billones y su participación sobre el saldo total disminuyó hasta 12.4%, la más baja desde que se tiene registro.

El MHCP completó dos meses consecutivos realizando ventas netas, esta vez por COP 1.8 billones, concentradas en su totalidad en TES COP. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por COP 90 mil millones.

Gráfico 21. Relación recursos de expansión y contracción



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

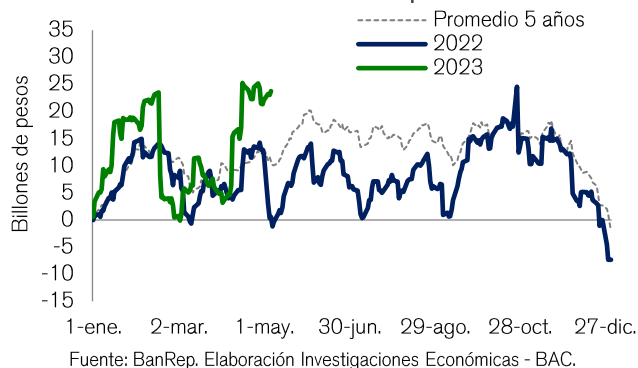
Las condiciones de liquidez del sistema permanecieron balanceadas en mayo, pese al incremento en las necesidades de algunos agentes. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep aumentó hasta un promedio-día de COP 17.1 billones, superior a los COP 10.5 billones de abril y a los 13.2 billones de mayo de 2022.

El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor se situó cerca de COP 17.3 billones, con una utilización del 81% que superó levemente el 78% de abril. Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización relativamente baja del 3.9%.



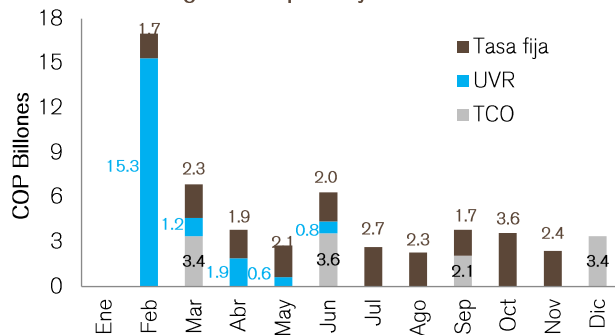
En línea con lo anterior, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) disminuyó hasta COP 2.8 billones, desde los niveles de COP 6.1 billones de abril.

Gráfico 22. Cambio año corrido depósitos de la DTN



De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) se incrementó en mayo, pero permanece en niveles históricamente bajos (6.2 veces). Esto es consistente con una brecha en la dinámica de la cartera y de los depósitos del sistema que aumentó ligeramente en el último mes, pero que en tendencia central se sigue cerrando y moderando las necesidades de liquidez asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 21).

Gráfico 23. Pagos de cupones y vencimientos en 2023



Por otra parte, de acuerdo con las cifras preliminares de la DIAN, el recaudo tributario hasta el mes de abril fue de COP 95.9 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo 2023 ascendió al 34%. Frente al acumulado del mismo periodo de 2022, el recaudo total registró un crecimiento del 28.7% (cerca de un 14.1% en términos reales).

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 23.8 billones al corte del 12 de mayo. Esta cifra supera ampliamente los COP 1.3 billones del acumulado del mismo periodo del año pasado y los COP 11.4 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 22), algo que es consistente con una buena dinámica del recaudo y un ritmo de ejecución de gasto relativamente bajo.

Esperamos que las condiciones de liquidez se mantengan balanceadas en lo que resta de 2T23. Para el mes de junio se estima una entrada de recursos al sistema por COP 6.3 billones, distribuida en: i) COP 3.6 billones del vencimiento de TCO el 6 de junio; ii) COP 800 mil millones del pago de cupón de los TESUVR2049 el 16 de junio; y iii) COP 2 billones del cupón de los TES2032 el 30 de junio (Gráfico 23).



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 -1.9% hasta -1.2%, pero se ubica por debajo de la tasa promedio de -0.9% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 165 pbs a la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, los resultados de abril sugieren que la tasa REP de los títulos de deuda pública de Colombia continúan lejos de títulos comparables como los de Sudáfrica y Brasil. Estos presentan condiciones similares en términos de prima de riesgo, pero con un rendimiento ampliamente superior.



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 está lejos de la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES aumentaron hasta 4.6% y se mantienen por encima de la media muestral de 0.9. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -1.6 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -0.4 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 6 pbs. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-

duración sugiere también algunos niveles de entrada, especialmente en los TES2026, TES2027, TES2033 y TES2050 con un espacio de valorización de 9 pbs en promedio.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR estaría sobrevendida en el tramo medio y largo en cerca de 3 pbs. Según el modelo de eficiencia-duración, algunos *spreads* en la curva serían aprovechables como el caso de los TESUVR2029, con un espacio de valorización de 5 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también sugieren un margen de valorización, en promedio, de 25 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2027, TESUSD2033 y TESUSD2061 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 64 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 11.6% (Gráfico 24).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 11.4%, lo anterior sugiere un espacio de desvalorización de hasta 20 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es relativamente alta.



Expectativas de corto plazo

Los recientes movimientos del mercado han acelerado el *rally* que anticipábamos para la segunda mitad de 2023. Buena parte de este comportamiento responde a factores técnicos que desde hace varios meses atrás sugerían una fuerte sobre-venta de toda la curva, pero también a una recomposición de portafolios de muchos inversionistas institucionales que han reaccionado anticipadamente al cambio del ciclo monetario local.

El recorrido bajista en los rendimientos de los TES de mayor duración a lo largo de 2023 ha sido de casi 160 pbs, superando con creces el movimiento de 90 pbs en las tasas de interés de los títulos de vencimientos cortos. Naturalmente, y en línea con lo que habíamos advertido desde principios de año (ver “Año nuevo, rally nuevo” en [IMDP – Enero de 2023](#)), el aplanamiento durante este periodo fue significativo, llevando el diferencial intertemporal de la curva a mínimos no vistos desde 2016.

Gráfico 25. Diferencial intertemporal curva TES COP*



Bajo este nuevo contexto, el espacio de valorización en los TES de más largo plazo se ha estrechado de manera importante. De hecho, ante el fuerte deterioro que ha tenido la prima de riesgo-país y varios focos de incertidumbre sobre el horizonte, creemos que los títulos de duraciones más cortas exhiben ahora un espacio de valorización comparativamente más alto.

Fundamentalmente, existen dos factores que sustentan esta nueva perspectiva para lo que resta del año. A saber: i) el mercado tiene ampliamente descontado el techo del actual ciclo de BanRep y la atención ya está puesta sobre la velocidad a la cual el emisor recortará los tipos de

interés en 2024-2025; y ii) la inflación se espera que siga descendiendo en el horizonte de 12 – 24 meses, desestimulando posiciones contra inflación (demanda de TES UVR).

Además de lo anterior, la demanda por deuda privada indexada (principalmente IBR e IPC) se ha venido debilitando por los factores monetarios descritos previamente. De hecho, según encuestas recientes, las preferencias de inversión de los agentes revelan un mayor apetito por renta fija denominada en tasa fija, la cual está menos expuesta a riesgos de reinversión y donde los TES COP salen ampliamente favorecidos.

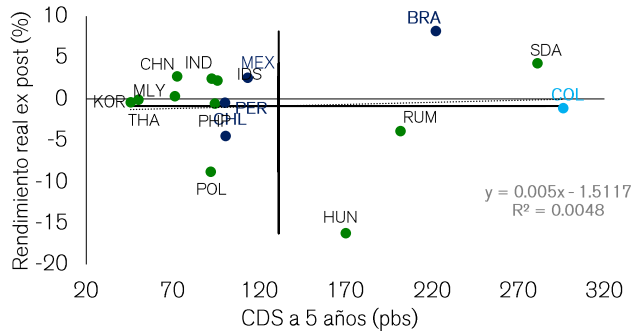
Para los TES COP de corto plazo, en especial los TES2025, estimamos niveles objetivo de 10.5% en los próximos meses. No obstante, para el cierre de 2023 esperamos niveles cercanos al 10%.

Para los TES2033, estimamos niveles objetivo de 11.4% en el futuro cercano y de 11% para finales de año. En consecuencia, la pendiente de la curva ascendería hasta niveles de 75 pbs durante 4T23, desde los niveles actuales de 40 pbs (Gráfico 25).

En la curva de TES UVR, creemos que la tasa actual de los TESUVR2025 está muy cerca de sus valores justos, aunque algunas medidas de estreches relativa sugieren niveles de sobre-compra de 6-8 pbs. Técnicamente, los TES UVR de mayor plazo lucen ligeramente más atractivos, en especial los TESUVR2029, TESUVR2033 y TESUVR2035, con espacios de valorización de 3-5 pbs.

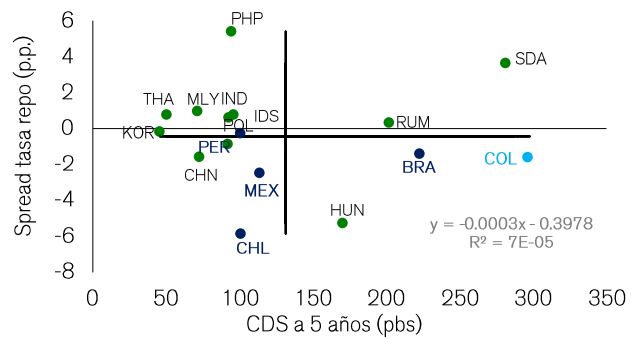


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



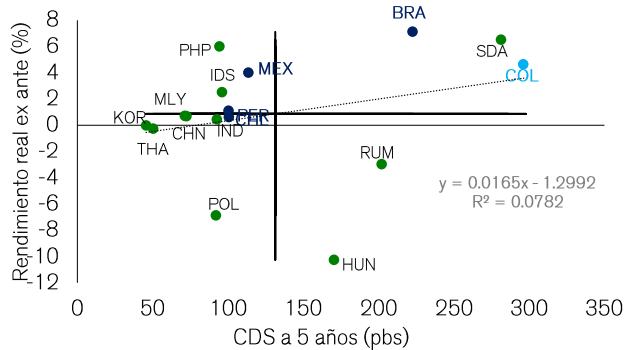
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



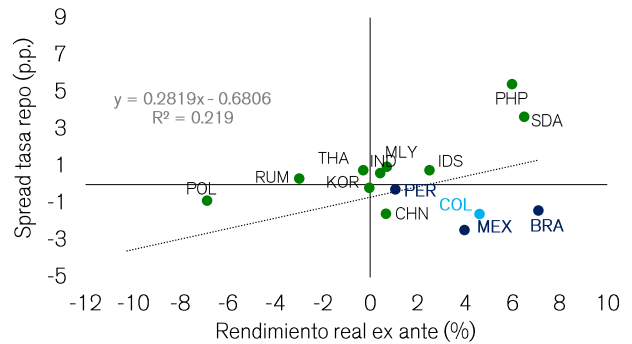
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



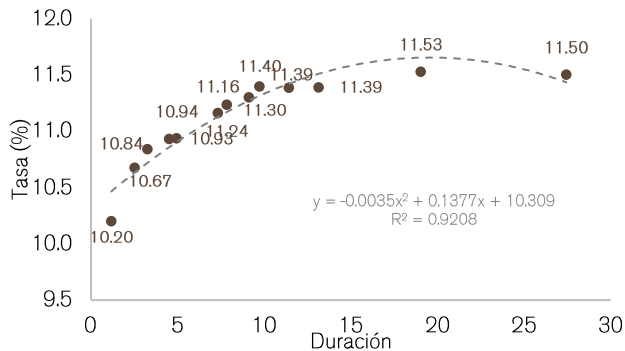
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



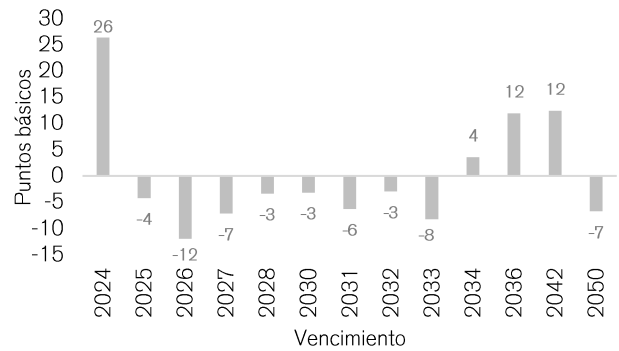
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

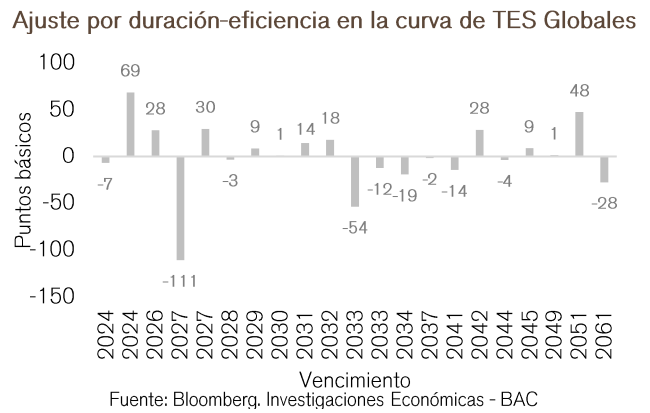
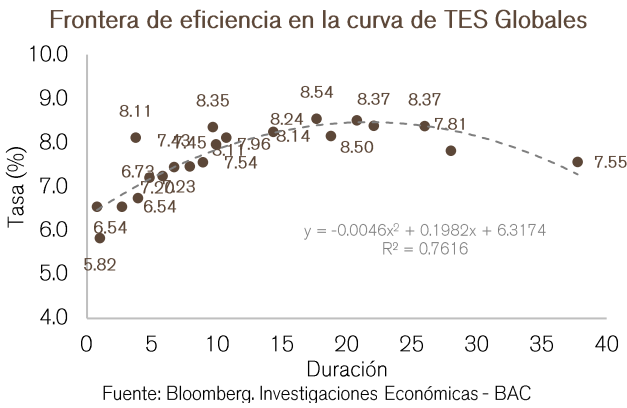
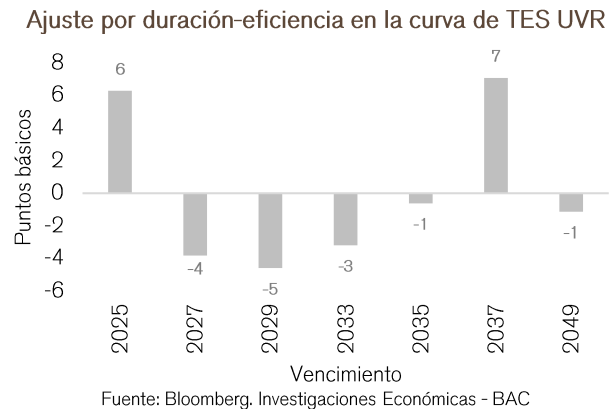
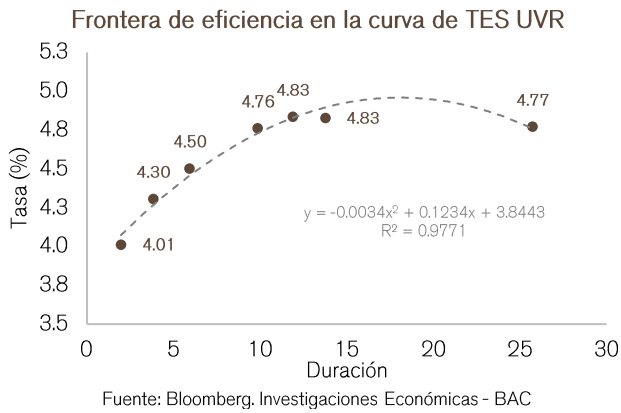


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

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	10.20	-25	-161	44	
TFIT08261125	nov-25	6.25	2.1	10.67	-17	-173	46	
TFIT16080826	ago-26	7.50	2.6	10.84	-9	-188	39	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.5	10.93	0	-182	29	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.9	10.94	-2	-186	14	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.8	11.16	2	-174	5	
TFVT10260331	mar-31	7.00	5.4	11.20	-15	-170	27	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.4	11.24	1	-173	-5	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.6	11.30	-7	-175	-1	
TFIT11030233	feb-33	13.25	5.4	11.40	-12			
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.4	11.39	0	-170	-6	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.9	11.39	-2	-161	-32	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.1	11.53	-6	-169	-42	
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.2	11.50	-3	-152	-41	

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	1.8	4.04	34	-45	47	
TUVT11170327	mar-27	3.30	3.5	4.29	4	-121	9	
TUVT10180429	abr-29	2.25	5.3	4.54	2	-108	10	
TUVT20250333	mar-33	3.00	8.1	4.76	3	-124	-7	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.8	4.83	-1	-159	-51	
TUVT18250237	feb-37	3.75	10.2	4.88	5	-145	-41	
TUVT32160649	feb-49	3.75	15.2	4.75	6	-156	-57	

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	0.7	6.22	60	32	186	
COLGLB24	may-24	8.125	0.9	5.84	40	-4	121	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.4	6.57	37	-3	120	
COLGLB27	feb-27	8.375	3.0	8.02	80	106	292	
COLGLBA27	abr-27	3.875	3.5	6.76	27	-18	100	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.7	7.22	41	1	329	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.8	7.27	23	6	111	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.6	7.47	31	20	126	
COLGLB31	abr-31	3.125	6.4	7.55	34	28	127	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.1	7.62	34	31	133	
COLGLB33	ene-33	10.375	6.1	8.37	37	-30	176	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.6	7.98	22	4		
COLGLB34	feb-34	7.500	6.9	8.14	23			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.0	8.27	27	25	105	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.3	8.57	31	30	122	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.7	8.19	26	31	124	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.2	8.53	30	30	109	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.2	8.42	30	41	113	
COLGLB49	may-49	5.200	11.4	8.40	28	33	114	
COLGLB51	may-51	4.125	12.6	7.85	28	33	121	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.4	7.58	25	30	125	

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.
