



Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los Bancos Centrales desarrollados enviaron durante el último mes un claro mensaje respecto a que “aún queda trabajo por hacer”, lo anterior, se dio en medio de varias decisiones sorpresivas en materia de política monetaria. Esto ha significado desvalorizaciones importantes en la deuda pública desarrollada, en especial en las referencias de más corto plazo.*
- *La demanda por activos de mercados emergentes se ha mantenido fuerte y los flujos de inversión de portafolio siguen siendo positivos, concentrados particularmente sobre títulos de deuda. Los atractivos deferenciales de tasas de interés, y el mayor apetito por riesgo que tuvo lugar la mayor parte del mes favorecieron este escenario.*
- *En este entorno, toda la curva de rendimientos TES COP se valorizó durante el último mes, especialmente los títulos de mediano plazo. Los TES UVR, por su parte se valorizaron a un ritmo más moderado. Los rendimientos de los TES USD registraron también valorizaciones, en línea con la menor percepción de riesgo-país de Colombia.*
- *Los volúmenes negociados en el mercado secundario han registrado en marzo niveles no observados desde 2018, en medio de una demanda de TES que sigue siendo alta. Las condiciones de liquidez del mercado siguen balanceadas y seguirán apoyando la demanda de TES de los inversionistas locales.*
- *Cálculos preliminares siguen dando cuenta de una demanda por TES que continúa débil por parte de los inversionistas extranjeros. Diferentes estimaciones sugieren un margen de valorización limitado en los TES con vencimientos de largo plazo, relativo al que mostrarían los de duraciones cortas 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

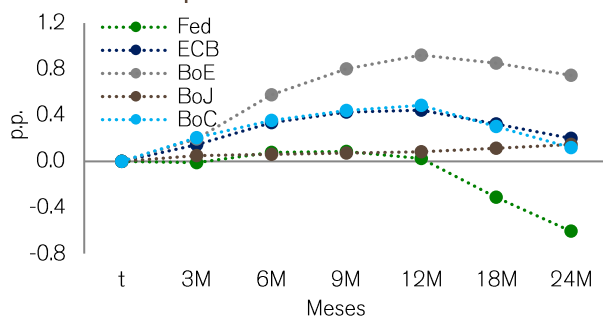


Contexto internacional

“Aún queda trabajo por hacer” fue el mensaje que enviaron buena parte de los Bancos Centrales (BC) desarrollados durante el último mes, dejando claro que llevar la inflación hacia sus respectivas metas sigue siendo su principal objetivo, en medio de un entorno de actividad económica que se ha desacelerado menos de lo esperado, y un riesgo de recesión relativamente más bajo.

Coherente con esto, la divergencia entre las expectativas del mercado y los BC respecto al futuro de la política monetaria se ha ido cerrando, implicando correcciones de los activos a nivel global, que para el caso de la renta fija de economías desarrolladas significó desvalorizaciones, en especial de las referencias de más corto plazo.

Gráfico 1. Expectativas de tasas BC en avanzados*



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

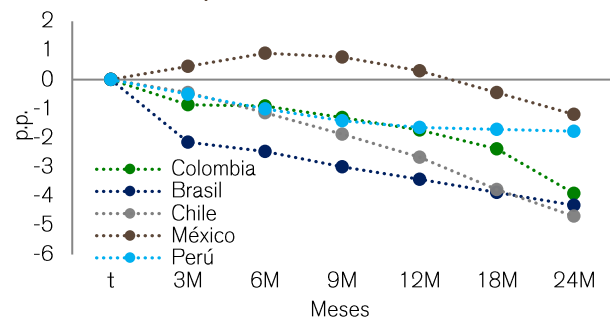
En EEUU, la Fed mantuvo su tasa de interés de referencia en el rango 5% - 5.25%, decisión que estuvo en línea con nuestras expectativas. Sin embargo, la sorpresa se dio tras el nuevo material de proyecciones del FOMC que da cuenta de una tasa terminal en el rango 5.5% - 5.75% en 2023, lo que sugiere que restaría un ajuste adicional de 50 pbs en la tasa de interés dentro de este ciclo monetario.

En línea con esto, los mercados ahora anticipan una tasa de final del ciclo en 5.25% - 5.5%, e incluso ya no esperan que se materialicen reducciones en los tipos durante el 2S23 (Gráfico 1).

Como lo habíamos mencionado en otros informes, la tasa de la Fed no bajará en lo que resta del 2023, sin embargo, dadas las nuevas expectativas de este BC, y los

comentarios realizados por los diferentes miembros del FOMC creemos que en julio podría materializarse un nuevo ajuste de 25 pbs, y que este sería a nuestro juicio el nivel máximo que alcanzaría la Fed en materia de tasas de interés en el presente ciclo.

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 núcleo ha sido la clave en el proceso de ajustes de los BC, pues continúa siendo elevada y ha provocado que la magnitud de los ajustes se haya intensificado, como es el caso del Banco de Inglaterra (BoE) que sorprendió con una suba de 50 pbs en su tasa de interés hasta el 5%. Por su parte, el Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) hizo lo propio y aumentó sus tasas de interés en 25 pbs hasta el 4%. En ambos casos, la probabilidad de más ajustes en el corto plazo es alta.

El Banco de Canadá (BoC), sorprendió al mercado en junio con un aumento de 25 pbs en su tasa de interés, llevándola hasta el 4.75%, la decisión se da tras 4 meses de estabilidad por parte del BC.

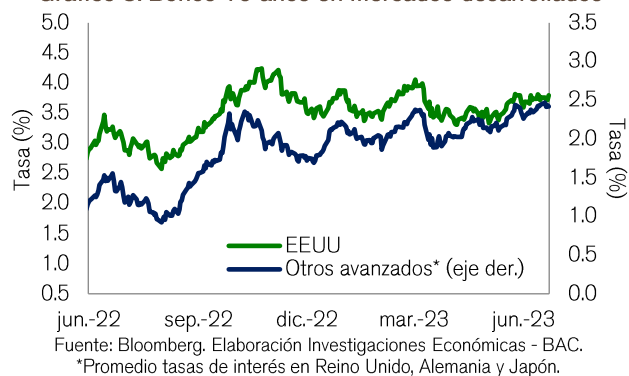
Según las expectativas implícitas en los mercados, el ECB, el BoE y ahora el BoC serían los BC con el mayor margen de aumentos adicionales en las tasas de referencia para 2023. En contraste, el Banco de Japón (BoJ) continuaría con una postura ultra expansiva (Gráfico 1).

En LATAM, los BC de Perú, Chile, Brasil y México mantuvieron nuevamente sus respectivas tasas de interés sin cambios, con muy pocas señales de algún posible recorte en el corto plazo. El BanRep por su parte, no tomó decisión en el último mes, aunque creemos que el nivel de



13.25% se mantendrá hasta el 1T24 (ver “Actualización de proyecciones” en [CE – Junio 9 de 2023](#)).

Gráfico 3. Bonos 10 años en mercados desarrollados



Los mercados por su parte descuentan que todos los BC de la región, excepto el de México, comenzarían a bajar sus tasas de interés entre los siguientes 3 a 12 meses (Gráfico 2), escenario que al menos para lo que resta del 2023, creemos que luce poco probable.

Bajo este contexto, el rendimiento de los Tesoros a 10 años en EEUU se incrementó hasta niveles del orden de 3.73% (Gráfico 3), manteniéndose por encima del nivel objetivo (valor de corto plazo) que estimamos en 3.5%.

Frente al corte de nuestro último informe, la tasa de estos títulos se ha mantenido estable. No obstante, en lo corrido del año el movimiento acumulado registra una reducción de 14 pbs en las tasas de estos bonos.

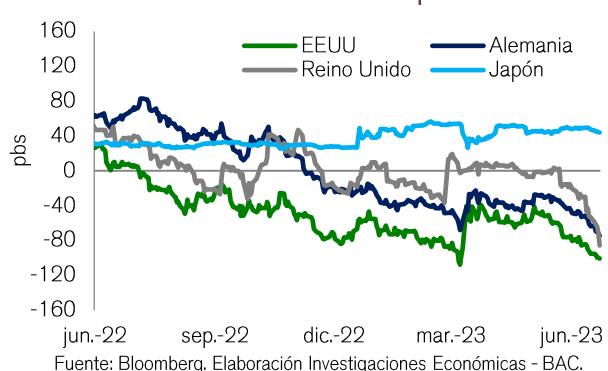
Gráfico 4. Diferenciales de tasas EEUU vs Europa*



Por su parte, los rendimientos de otros bonos soberanos de mercados desarrollados también presentaron un desempeño mixto durante el último mes (Gráfico 3).

En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años subieron 11 pbs hasta 4.32%. En contraste, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, bajaron 12 pbs y se sitúan en niveles de 2.35%.

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



En Japón, las tasas de los bonos se cayeron en apenas 5 pbs frente al corte de nuestro último informe. Lo anterior, coherente con 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 disminuyó ligeramente en el último mes, y permanece muy por debajo de los niveles vistos un año atrás (Gráfico 4). En promedio, este diferencial se sitúa alrededor de 37 pbs, que son valores mínimos no observados desde enero de 2014.

Gráfico 6. Rendimientos de bonos 10 años en LATAM*



Los diferenciales inter-temporales en las curvas de deuda pública de mercados avanzados, presentaron



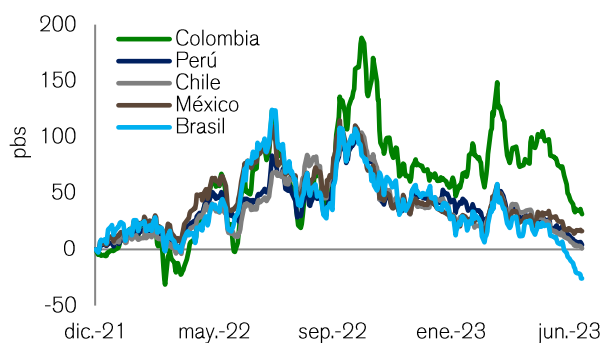
comportamientos similares durante el último mes (Gráfico 5). La curva de Tesoros en EEUU sigue siendo la más invertida, con un *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años que se ubica en -101 pbs y que sigue alimentando los temores de recesión.

En Europa, el mismo diferencial para Alemania cayó hasta niveles de -75 pbs, el nivel más bajo desde 1992. Por su parte, el *spread* en el Reino Unido disminuyó hasta niveles de -86 pbs, el nivel más bajo desde el 2000. La pendiente de la curva de Japón se mantuvo relativamente estable en niveles del orden de 44 pbs (Gráfico 5).

Los bonos soberanos de largo plazo en LATAM, por su parte, registraron fuertes movimientos a la baja durante el último mes (Gráfico 6). El mejor desempeño lo registró el bono de Colombia, con una reducción en tasa de 103 pbs, seguido por los bonos de Brasil, Chile, Perú y México con reducciones de 60, 50, 50 y 45 pbs, respectivamente.

En el balance, las primas de riesgo-país de LATAM descendieron en el último mes. En efecto, los CDS a 5 años de Colombia, Chile, Perú, México y Brasil registraron reducciones de 27 pbs, en promedio (Gráfico 7).

Gráfico 7. Cambio CDS 5 años LATAM desde 2021

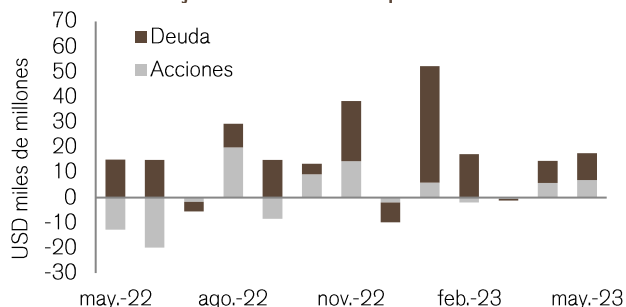


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En línea con un mayor apetito por riesgo, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)¹, en mayo los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) anotaron entradas por quinto mes consecutivo. El flujo total ascendió a USD 10,400 millones, de los cuales USD

6,900 millones fueron inversión hacia acciones y los restantes USD 3,500 millones hacia bonos.

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.

Excluyendo China, los flujos hacia EM fueron positivos por USD 17,700 millones. Cerca de USD 7,000 millones fueron compras de acciones, mientras que los restantes USD 10,700 millones, la mayoría, fueron entradas hacia bonos (Gráfico 8).

En lo corrido de 2023, los flujos de capitales hacia EM sin China suman USD 98,700 millones. Esta entrada neta supera significativamente los USD 38,000 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2022. La información preliminar de junio sugiere continuidad en las entradas fuertes de inversión de portafolio hacia EM.

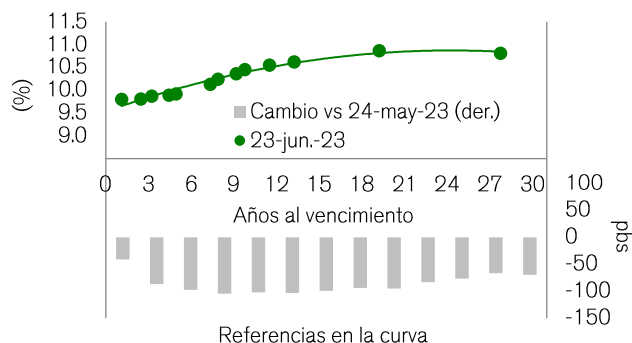
¹ IIF Capital Flows Tracker – June 2023.



Mercado local

En línea con la dinámica de la región, los activos locales no fueron ajenos a las valorizaciones del último mes, aunque llama la atención que durante el año corrido la renta fija local ha tenido el mejor desempeño incluso frente a otros países EM.

Gráfico 9. Evolución reciente de la curva de TES COP



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 86 pbs (Gráfico 9). Lo anterior se dio en medio de un patrón de aplanamiento que implicó una reducción de 8 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles de 64 pbs (Gráfico 10).

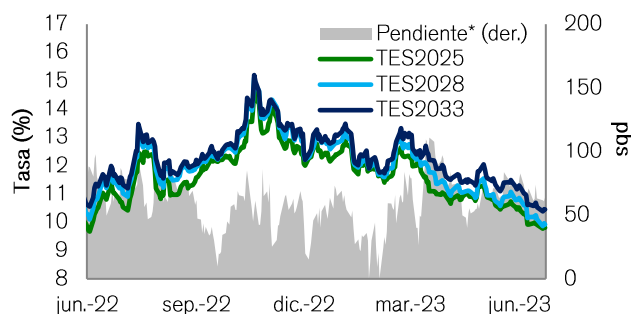
Las tasas de los TES COP de más corto plazo siguen descontando probables recortes en la tasa de interés del BanRep en periodos superiores a 3 meses. Esto es consistente con lo que registran las tasas de interés del mercado monetario, donde las implícitas en los swaps de IBR a 12 meses se ubican en 9.45%, que son niveles en 380 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 10.44%, mientras que las tasas de los CDTs a 360 días en el mercado de fondos prestables se sitúan en 14.14%, muy por debajo de los niveles de casi 18% que alcanzaron a comienzos del año (Gráfico 11).

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

bajaron en promedio 64 pbs hasta niveles de 9.8% y 9.81%, respectivamente.

Gráfico 10. Curva TES COP y diferencial intertemporal

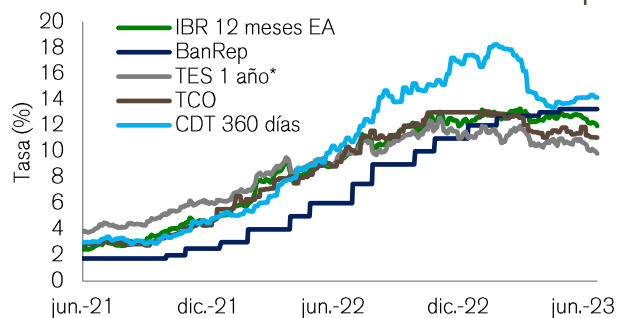


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2033 y TES2025.

En el nodo de mediano plazo, las valorizaciones de los TES COP fueron de 101 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo de la curva, disminuyeron 98 pbs hasta 9.87%, mientras que los de los TES2027 cayeron en 104 pbs hasta 9.89%.

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.

Los rendimientos de los TES COP del tramo largo de la curva registraron reducciones promedio de 88 pbs, siendo los TES2030 los que registraron el mayor descenso en una magnitud de 103 pbs hasta 10.13%, mientras que los de la referencia TES2033 disminuyeron 95 pbs hasta 10.45%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 10.44%, 281 pbs por debajo de la tasa repo.

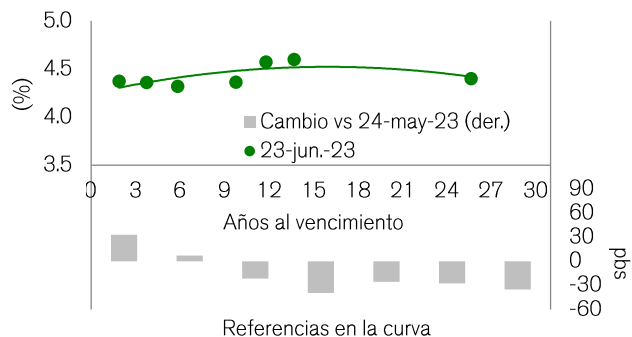
La curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento a la baja de 15 pbs, en promedio, inferior de la curva TES COP. Este resultado es coherente con la



sorpesa bajista de la inflación en el último mes (ver sección de “Precios y política monetaria” en [IMCE – Junio de 2023](#)), que afectó principalmente los títulos de menor duración en la curva.

En efecto, el rendimiento de los TESUVR2025, la referencia de la parte corta de la curva, aumentó en 33 pbs hasta 4.37% (Gráfico 12).

Gráfico 12. Curva de TES UVR durante el último mes



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

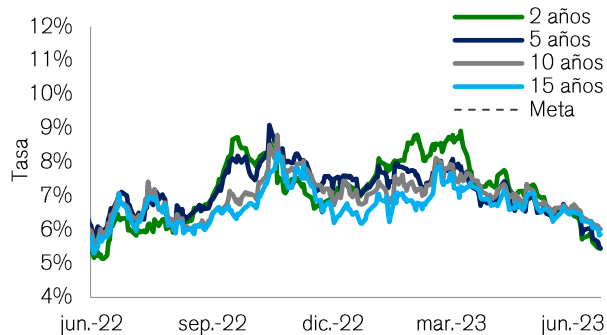
En el tramo medio, los TESUVR2027 aumentaron 7 pbs hasta 4.36%. En la parte larga de la curva, el movimiento promedio fue de 30 pbs a la baja, donde el rendimiento de los TESUVR2033 disminuyó 40 pbs hasta 4.37%. Por su parte, los TESUVR2049 se ubicaron en niveles de 4.4%, lo que significa una valorización de 35 pbs (Gráfico 12).

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES disminuyó hasta 5.69%, pero permanece muy por encima de la meta de 3% del BanRep. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 5.43%, mientras que el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 5.9% (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 6.51%.

En este entorno, el volumen transado en SEN se incrementó en junio hasta COP 4 billones, el mayor monto de lo corrido del año, y desde octubre de 2018 (Gráfico 14).

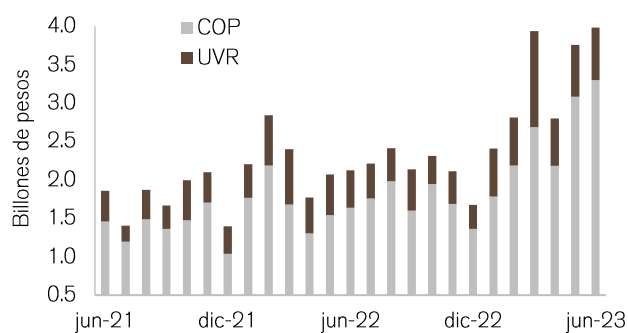
Gráfico 13. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Los TES COP que más se han negociado en el mercado secundario en junio 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 14. Volumen promedio-día de negociación en SEN



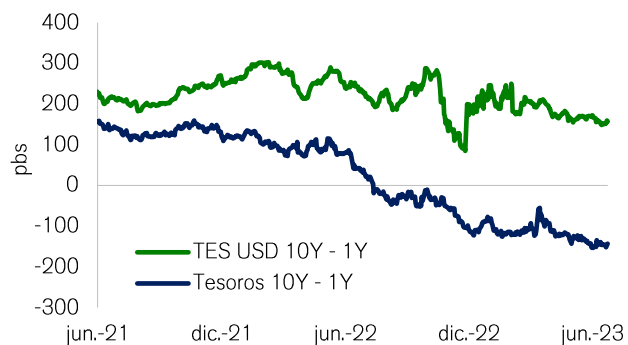
Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Las tasas de interés de los TES USD se vieron beneficiadas por la reducción de la prima de riesgo-país. En efecto, toda la curva registró un desplazamiento a la baja de 39 pbs, en promedio.

La pendiente de la curva descendió en apenas 2 pbs, lo cual es coherente con la menor prima de riesgo, y con el aplanamiento que sigue presentando la curva de Tesoros (Gráfico 15).



Gráfico 15. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



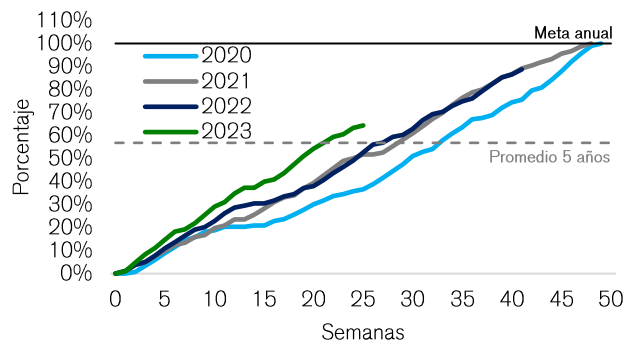
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva registraron caídas promedio de 31 pbs y alcanzaron niveles de 5.96% y 6.43%, respectivamente. En la parte larga de la curva, las tasas de interés disminuyeron en promedio 41 pbs hasta 7.56%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas bajaron 33 pbs hasta 8.04%.

En la presentación del Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2023 (MFMP 2023), el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) anunció la prefinanciación de parte de las subastas del 2024, esto debido a la buena dinámica en el cumplimiento del cronograma de subastas de TES internos en mercado primario de 2023, por lo que el monto inicial (COP 28 billones) se incrementó en COP 7 billones adicionales.

En efecto, hasta el 23 de junio el monto subastado ascendió a COP 23.4 billones. Esto representa un cumplimiento del 67% de la nueva meta estipulada en el MFMP 2023 (COP 35 billones).

Gráfico 16. Cumplimiento de colocaciones por subastas



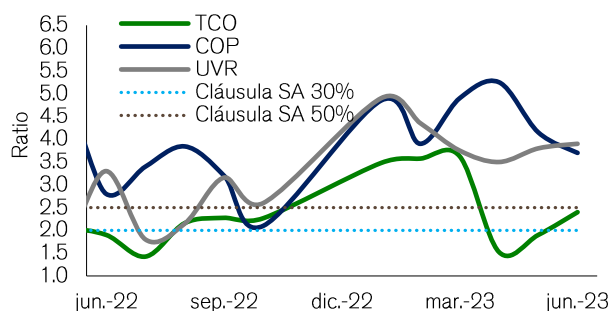
Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Este porcentaje de cumplimiento es superior al 53% 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 14 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 9.9 billones en TES COP; y ii) COP 4.1 billones en TES UVR. Las colocaciones no competitivas ascienden a COP 9.4 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 junio de las subastas registran un promedio de 10.8%, por debajo del promedio de 11.4% de mayo. Por su parte, el *bid-to-cover* del mes registra un promedio de 3.7 veces, que si bien es inferior 4.2 del mes anterior, sigue reflejando un apetito elevado (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 junio descendieron hasta 4.5%. El *bid-to-cover* de estas subastas se incrementó ligeramente hasta 3.9 veces (Gráfico 17).

En las subastas de TES de corto plazo (TCO), las colocaciones año corrido suman COP 6.5 billones. Las tasas de corte de estos títulos en lo corrido de junio se ubican en 11.14% y su demanda en mercado primario aumentó en las últimas semanas, marcando un *bid-to-cover* promedio de 2.4 veces (Gráfico 17).

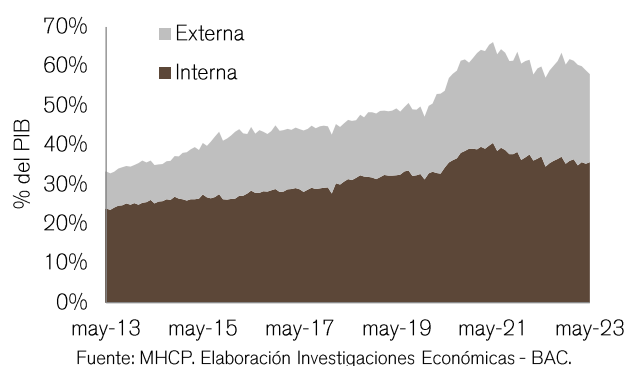
Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de mayo, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 876 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el



saldo de la deuda bruta se sitúa en 58%, inferior a los niveles de 59.9% del mismo mes de 2022.

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna representa un 35.7% del PIB, por debajo del registro del mismo mes del año anterior (37.1%). Por su parte, la proporción de la deuda externa fue de 22.3%, inferior al 22.8% de hace un año (Gráfico 18). La reciente apreciación de la tasa de cambio ha favorecido la moderación del engorde del valor nominal de la deuda externa expresada en pesos.

Gráfico 18. 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 61.5% del saldo. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, se mantiene alta en niveles que bordean el 38.5%.

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.

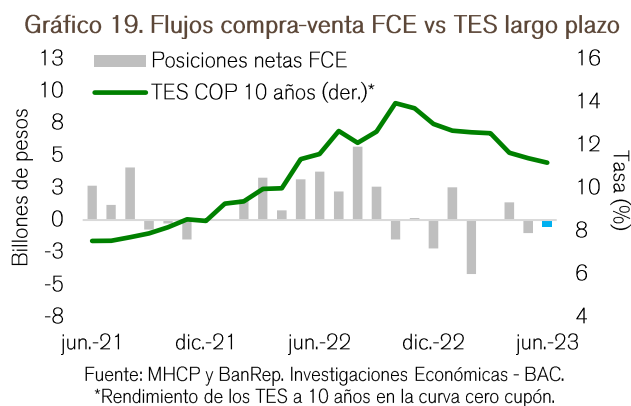


Inversión extranjera y liquidez

En línea con el buen comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, en mayo hubo un ingreso de flujos de inversión de portafolio en Colombia. En efecto, los datos disponibles al 31 de mayo de balanza cambiaria evidenciaron flujos positivos por USD 210 millones, el monto más alto desde enero de 2023.

Las cifras del perfil de tenedores de TES, que publica el 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 ventas netas de los FCE en mayo fueron por COP 1 billón, el mayor egreso desde febrero de 2023. De esta manera, en tendencia central, las ventas acumuladas de los FCE en lo corrido del año ascienden a COP 1.3 billones, contrario a los COP 8.8 billones de compras de los primeros 5 meses del 2022.



El saldo de tenencias netas de los FCE disminuyó hasta COP 117 billones y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Así, su participación se redujo hasta 24.6% del saldo total de la deuda pública interna.

El apetito de los FCE por TES locales se ha mantenido relativamente bajo durante junio. De hecho, según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado, durante el mes en curso se estarían registrando ventas netas que sumarían COP 483 mil millones (Gráfico 19).

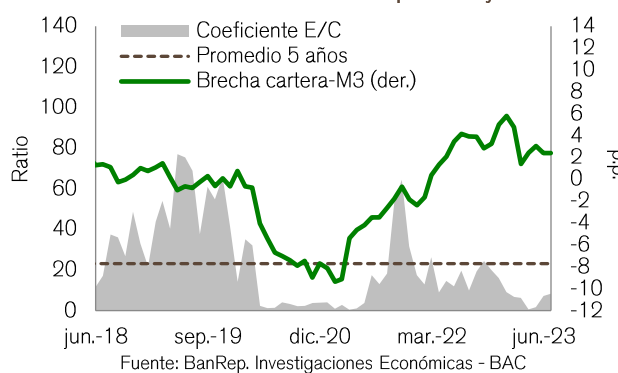
Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) se mantienen como los mayores tenedores de TES, con una

participación del 27.7% (la más alta desde mayo de 2022) del saldo total de la deuda pública. Por cuarto mes consecutivo, estos agentes fueron los mayores compradores con un total de COP 4.3 billones.

En contraste, los Bancos Comerciales nuevamente fueron los mayores vendedores durante el mes con liquidaciones por COP 1.8 billones y su participación sobre el saldo total disminuyó hasta 11.9%, nuevo mínimo histórico.

El MHCP realizó compras netas por COP 598 mil millones, concentradas casi en su totalidad en TES COP. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por COP 3.6 billones, el monto más alto desde octubre de 2022.

Gráfico 20. Relación recursos de expansión y contracción



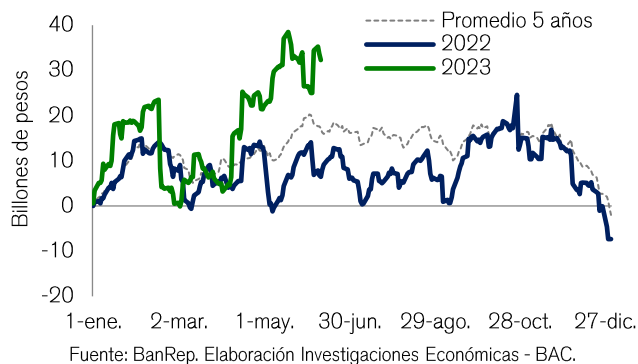
Las condiciones de liquidez del sistema continúan balanceadas en junio, con una ligera disminución en las necesidades de algunos agentes. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep disminuyó hasta un promedio-día de COP 18.2 billones, inferior a los COP 19 billones de mayo y a los 18.4 billones de junio de 2022.

El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor se situó cerca de COP 18.1 billones, con una utilización del 73% que es inferior al 83% de mayo. Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización relativamente baja del 5.9%.

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 2.3 billones, desde los niveles de COP 2.7 billones de mayo.

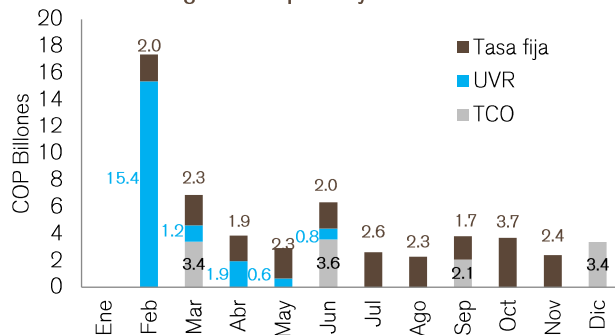


Gráfico 21. Cambio año corrido depósitos de la DTN



De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) se incrementó ligeramente en junio, pero permanece en niveles históricamente bajos (7.9 veces). Esto es consistente con una brecha en la dinámica de la cartera y de los depósitos del sistema que se ha mantenido estable en el último mes, pero que en tendencia central se sigue cerrando y moderando las necesidades de liquidez asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 20).

Gráfico 22. Pagos de cupones y vencimientos en 2023



Por otra parte, de acuerdo con las cifras 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 28.9% (cerca de un 14.3% 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 32.3 billones al corte del

16 de junio. Esta cifra supera ampliamente los COP 10.9 billones del acumulado del mismo periodo del año pasado y los COP 17.5 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 21), 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 mantendrán balanceadas en 3T23, durante este periodo se espera una entrada de recursos por COP 8.7 billones asociada a pago de cupones de TES y vencimiento de TCO, lo que representa el 16% de las amortizaciones del año (Gráfico 22). Teniendo en cuenta la adición presupuestal que se tramitó en el congreso, esperamos que la ejecución de gasto aumente en 2S23.

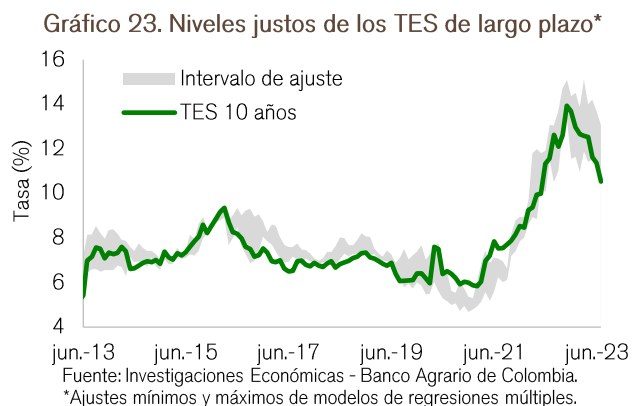
Nada más para el mes de julio se estima una entrada de recursos al sistema por COP 2.6 billones, distribuida en: i) COP 753 mil millones del cupón de los TES2036 el 9 de julio; y ii) COP 1.8 billones del pago de cupón de los TES2024 el 24 de julio (Gráfico 22).



Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados emergentes, empeoró ligeramente durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años disminuyó desde -1.2% hasta -1.5%, manteniéndose por debajo de la tasa promedio de -0.2% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 149 pbs a la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, los resultados de mayo 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 disminuyeron hasta 4.2%, aunque se mantienen por encima de la media muestral de 0.9. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -2.4 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -0.5 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 5 pbs. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración

sugiere también algunos niveles de entrada, especialmente en los TES2024 y TES2033 con un espacio de valorización de 10 pbs en promedio.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media y larga, la curva de TES UVR estaría sobrevendida en el tramo medio y largo en cerca de 7 pbs. Según el modelo de eficiencia-duración, algunos *spreads* en la curva serían aprovechables como el caso de los TESUVR2025, TESUVR2035 y TESUVR2037, con un espacio de valorización de 7 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también sugieren un margen de valorización, en promedio, de 20 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2027 y TESUSD2033 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 51 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 10.8% (Gráfico 23).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 10.45%, lo anterior sugiere un espacio de desvalorización de hasta 35 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es relativamente media-baja.



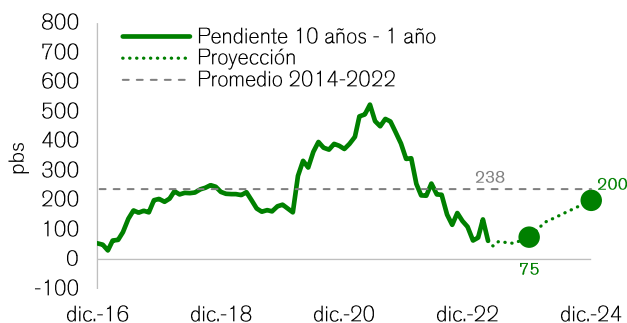
Expectativas de corto plazo

El movimiento reciente de la curva de deuda pública local, como lo mencionamos en el informe anterior, en buena parte se explica por los agentes institucionales locales (Ver sección de “Expectativas de corto plazo” en [IMDP – Mayo de 2023](#)), y la caída de la prima de riesgo.

Sin embargo, es necesario señalar que esta menor prima de riesgo ha estado en línea con el movimiento EM en general, razón por la cual creemos que no existen actualmente factores internos que puedan exacerbar este movimiento en el corto plazo, por lo que ratificamos nuestra expectativa de que el margen de valorización de las referencias de mayor plazo luce cada vez más estrecho, y que la mirada de los agentes en el cambio de ciclo local, favorecerá las duraciones más cortas.

En la curva de TES UVR, creemos que la tasa actual de los TESUVR2025 y TESUVR2027 está por encima de sus valores justos, de hecho, algunas medidas de estreches relativa sugieren niveles de sobre-venta de 30 pbs, en promedio. En contraste, las referencias de mayor plazo tendrían un margen relativamente más acotado e incluso con espacios de desvalorización de hasta 20 pbs para el caso de los TESUVR2033, TESUVR2035 Y TESUVR2049.

Gráfico 24. Diferencial intertemporal curva TES COP*



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

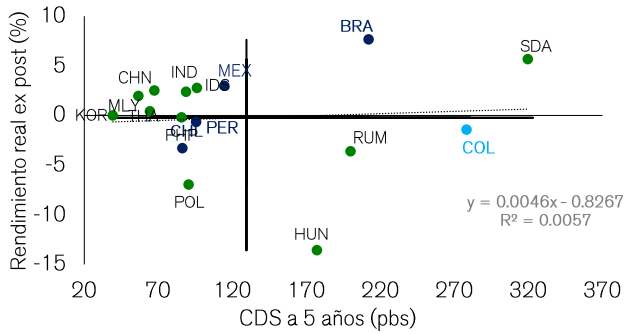
En línea con lo anterior, esperamos que la pendiente de la curva se mantenga muy cerca de los niveles actuales 50 – 70 pbs en el 2S23, y de cara al 2024 el proceso empinamiento se intensifique (Gráfico 24).

Para los TES COP de corto plazo, en especial los TES2025, consideramos que están muy cerca de lo que consideramos sus niveles justos (10%). No obstante, para el cierre de 2023 esperamos niveles cercanos al 9.5%.

Para los TES2033, estimamos niveles objetivo del 10.4%, lo que frente a sus niveles actuales sugiere un margen de valorización muy acotado en el futuro cercano. Aunque para finales de año esperamos incluso niveles cercanos al 10%.

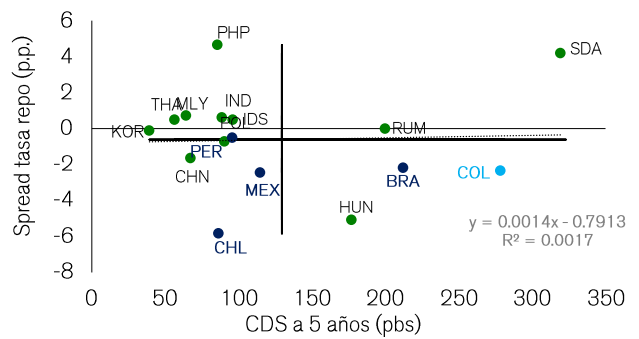


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



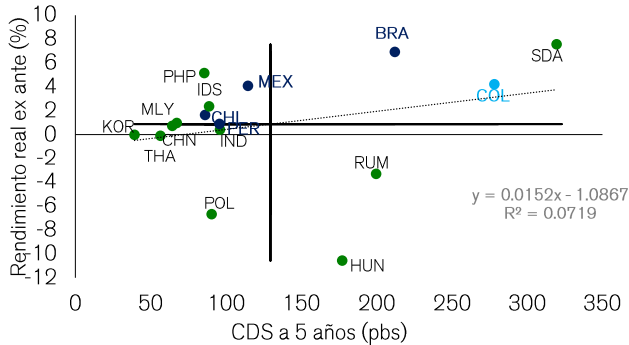
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



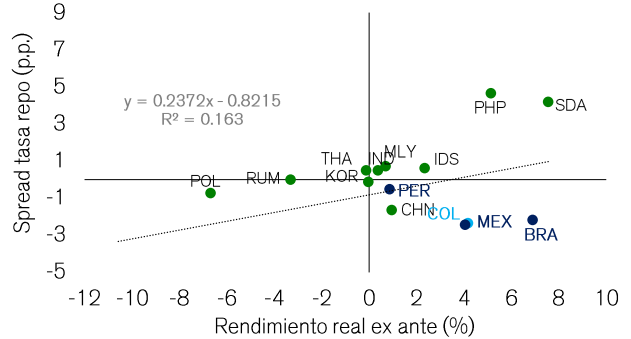
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



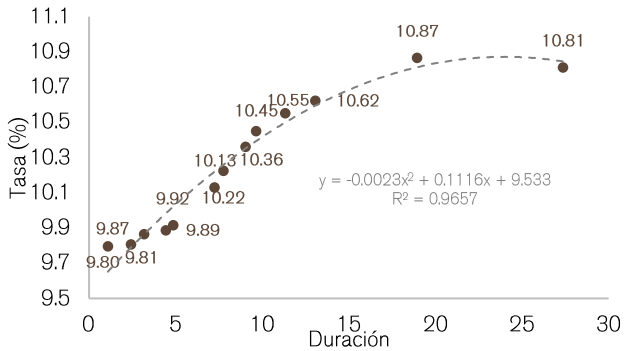
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



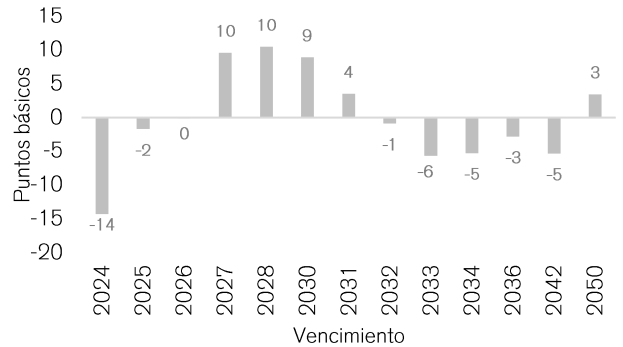
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

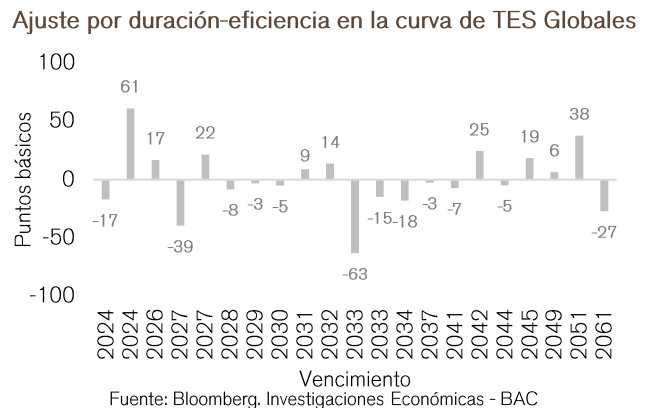
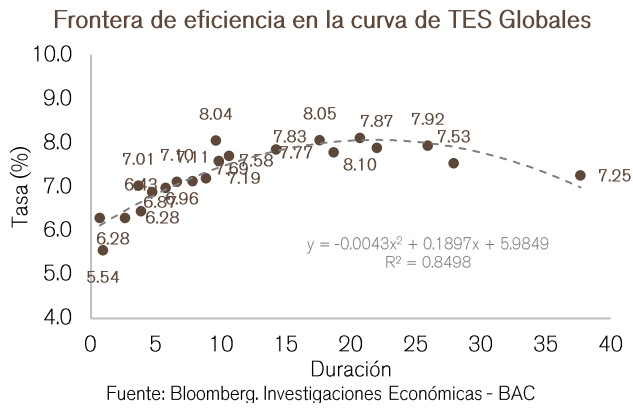
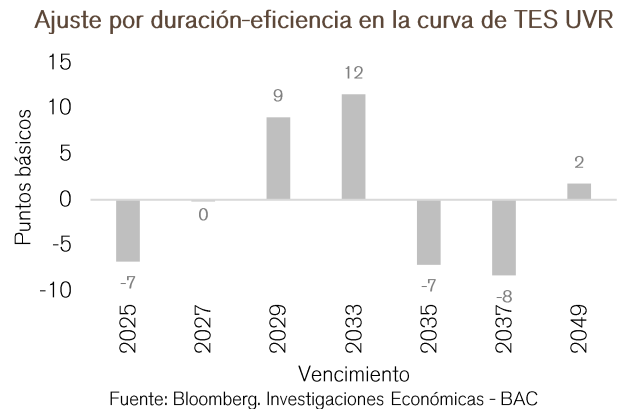
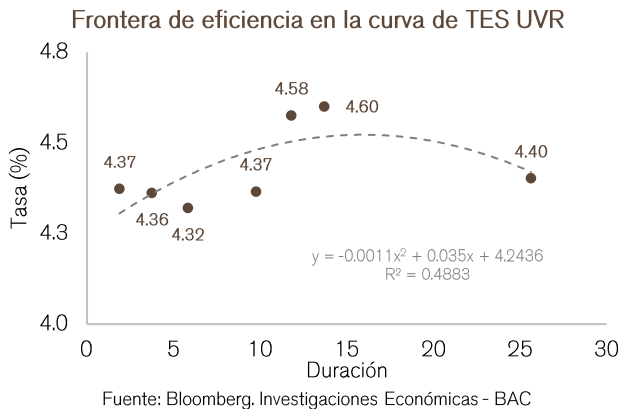


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

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	0.9	9.80	-41	-202	-59	
TFIT08261125	nov-25	6.25	2.0	9.81	-87	-259	-124	
TFIT16080826	ago-26	7.50	2.5	9.87	-98	-286	-136	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.5	9.89	-104	-286	-146	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.9	9.92	-102	-289	-149	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.9	10.13	-103	-277	-138	
TFVT10260331	mar-31	7.00	5.4	10.22	-98	-268	-165	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.4	10.34	-90	-262	-134	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.6	10.36	-94	-269	-129	
TFIT11030233	feb-33	13.25	5.4	10.45	-95			
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.5	10.55	-83	-253	-125	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.1	10.62	-77	-238	-128	
TFIT21280542	may-42	9.25	8.1	10.87	-66	-235	-128	
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.6	10.81	-69	-221	-121	

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	4.37	33	-11	27	
TUVT11170327	mar-27	3.30	3.4	4.36	7	-114	5	
TUVT10180429	abr-29	2.25	5.2	4.32	-22	-130	-28	
TUVT20250333	mar-33	3.00	8.1	4.37	-40	-164	-52	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.8	4.58	-25	-184	-54	
TUVT18250237	feb-37	3.75	10.2	4.60	-28	-172	-60	
TUVT32160649	jun-49	3.75	15.8	4.40	-35	-191	-69	

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	0.6	6.28	6	38	85	
COLGLB24	may-24	8.125	0.9	5.54	-30	-34	-7	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.3	6.28	-30	-32	2	
COLGLB27	feb-27	8.375	3.0	7.01	-105	6	198	
COLGLBA27	abr-27	3.875	3.4	6.43	-33	-51	-9	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.6	6.87	-38	-35	304	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.7	6.96	-31	-25	9	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.5	7.10	-36	-17	20	
COLGLB31	abr-31	3.125	6.4	7.11	-42	-16	21	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.1	7.19	-43	-12	23	
COLGLB33	ene-33	10.375	6.0	8.04	-33	-63	63	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.6	7.58	-41	-37		
COLGLB34	feb-34	7.500	6.9	7.69	-46			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.0	7.83	-44	-19	-12	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.5	8.05	-52	-21	-4	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.8	7.77	-42	-11	18	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.4	8.10	-42	-13	-5	
COLGLB45	jun-45	5.000	11.3	7.87	-54	-14	-11	
COLGLB49	may-49	5.200	11.7	7.92	-48	-15	-2	
COLGLB51	may-51	4.125	12.9	7.53	-32	1	24	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.8	7.25	-34	-3	38	

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.
