



Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *El comportamiento de los activos de renta fija a nivel internacional continúa dominado por el ciclo nominal. La postura restrictiva de los Bancos Centrales se mantendrá en el muy corto plazo, en algunos casos incluso con más aumentos de tasas a la vista. Sin embargo, la inflación observada y sus expectativas siguen descendiendo, lo que se constituye en el principal determinante para el espacio de valorización previsto en los títulos de deuda durante los próximos meses.*
- *La demanda por activos de mercados emergentes sigue fuerte y los flujos de inversión de portafolio han vuelto a ser positivos, concentrados particularmente en bonos. Los atractivos diferenciales de tasas de interés, así como un apetito por riesgo que se ha mantenido elevado, son factores que seguirán favoreciendo la demanda de estos activos.*
- *En este entorno, la curva de rendimientos TES COP se valorizó a un ritmo más moderado durante el último mes. Los TES UVR, por su parte, se valorizaron con mayor fuerza que los TES COP. Los rendimientos de los TES USD registraron también valorizaciones, en línea con una menor percepción de riesgo-país de los inversionistas.*
- *Los volúmenes negociados en el mercado secundario anotaron nuevos máximos del año en julio. Las condiciones de liquidez del mercado siguen balanceadas y seguirán apoyando la demanda de TES de los inversionistas locales, especialmente TES COP con vencimientos de corto-medio plazo.*
- *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 mediano y largo plazo, relativo al mayor espacio que revelan títulos con menores duraciones.*

investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co

CONTENIDO

Contexto internacional	2
Mercado local	5
Inversión extranjera y liquidez	9
Aspectos técnicos	11
Expectativas de corto plazo	12

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

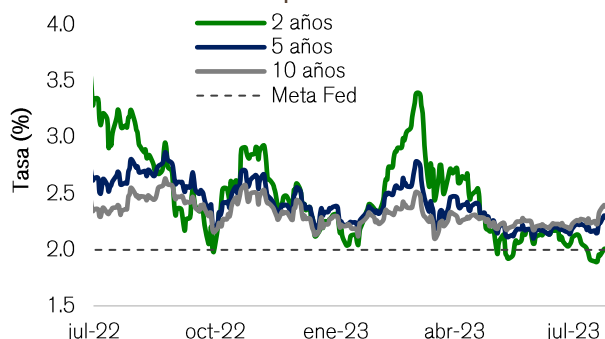
Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co



Contexto internacional

El lenguaje restrictivo de los principales Bancos Centrales (BC) continúa cosechando beneficios en materia de inflación, tal como se ha visto en meses recientes (ver sección de “Contexto externo” en [IMCE – Julio de 2023](#)). En particular, el proceso de ajuste en la inflación ha sido más marcado en las economías de mercados emergentes (EM), donde justamente los títulos de deuda han sido los más favorecidos.

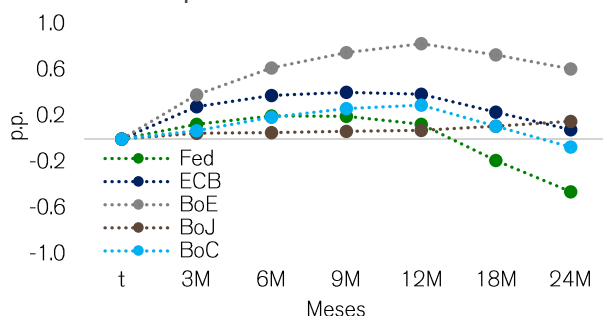
Gráfico 1. Inflaciones implícitas en el mercado de EEUU



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

A pesar de los riesgos alcistas que se ciernen alrededor de la velocidad de convergencia de la inflación núcleo (inflación de demanda), las expectativas de inflación también se han moderado. Esto refleja una mayor confianza de los mercados de un retorno gradual y no traumático de la inflación hacia los objetivos de política.

Gráfico 2. Expectativas de tasas BC en avanzados*



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

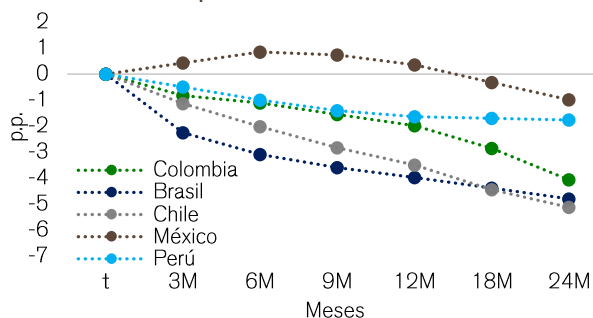
En el caso de EEUU, las inflaciones implícitas en el mercado completan cerca de tres meses prácticamente ancladas a la meta de 2% de la Fed (Gráfico 1), liberando

por esta vía presiones en los rendimientos de los Tesoros. Se espera que la Fed incremente en 25 pbs su tasa de referencia este mes hasta el rango 5.25% - 5%, algo que en el mercado monetario parece ampliamente descontado y no debería crear volatilidad.

En este nivel, creemos que la Fed finalizaría su ciclo de aumentos de tasas de interés. Allí las mantendría estables hasta comienzos de 2024, donde se espera que el proceso de desinflación de EEUU haya cobrado más fuerza (ver sección de “Contexto internacional” en [IMDP – Junio de 2023](#)).

En Europa, la inflación permanece elevada y los BC, al igual que la Fed, mantienen una postura contractiva para combatirla. Más aumentos en los tipos de interés de política son previsibles en el corto plazo. Tanto en Inglaterra como en la Eurozona, los excesos de demanda persisten y siguen generando fuertes presiones para el Banco de Inglaterra (BoE) y el Banco Central Europeo (ECB).

Gráfico 3. Expectativas de tasas BC en LATAM*



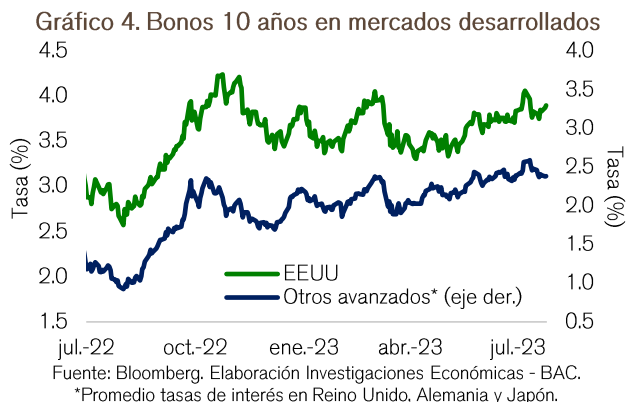
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y de deuda pública.

El Banco de Canadá (BoC) hizo lo propio en julio con un aumento de 25 pbs en su tasa de interés, llevándola hasta 5%. El BoC fue uno de los emisores que había frenado el ajuste de tasas a principios de este año, pero lo reanudó hace un par de meses atrás como respuesta a unas perspectivas de convergencia más lenta de la inflación a su objetivo de política.

De esta forma, las expectativas implícitas en los mercados descuentan un mayor margen de aumentos en los tipos del ECB y el BoE, relativo a lo que anticipan para el caso del BoC y la Fed. Sin embargo, en horizontes

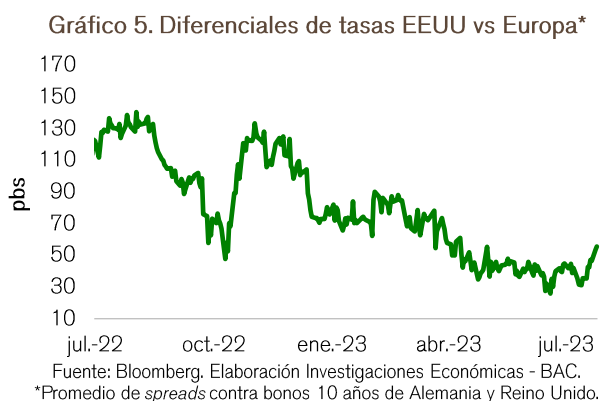


estrictamente superiores a 12 meses, los mercados incorporan los primeros recortes en las tasas de interés (Gráfico 2), lo que coincide con finales de 2024 y comienzos de 2025.



En LATAM, las tasas de interés de los BC más importantes se mantuvieron estables durante el último mes. Sin embargo, los emisores de Brasil y Chile han comenzado a enviar mensajes de posibles recortes en las tasas de interés antes de que finalice este año. Los mercados en la región descuentan, precisamente, que sean estos dos BC los que más recorten los tipos en los próximos 3-6 meses (Gráfico 3).

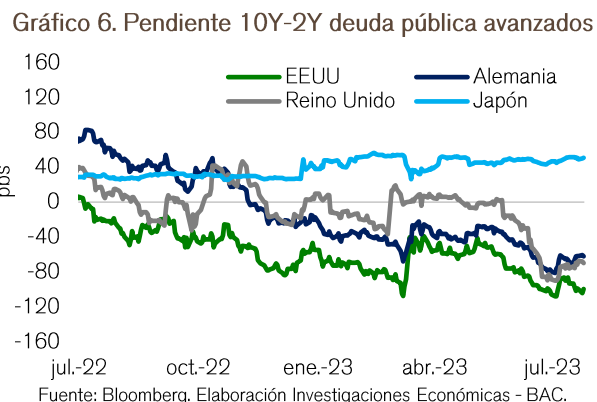
Bajo este contexto, el rendimiento de los Tesoros a 10 años en EEUU continuó al alza hasta niveles del orden de 3.9% (Gráfico 4), incluso registrando un máximo durante el mes de 4.09%. Estos niveles se mantienen por encima del nivel objetivo (valor de corto plazo) que estimamos en 3.5%.



Frente al corte de nuestro último informe, la tasa de estos títulos se incrementó en 17 pbs. En lo corrido del año, el movimiento acumulado de estos títulos registra un incremento de apenas 3 pbs en las tasas de interés.

Los rendimientos de otros bonos soberanos de mercados desarrollados presentaron un desempeño mixto durante el último mes. Sin embargo, en el balance, la tendencia continúa siendo alcista (Gráfico 4).

En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años bajaron 5 pbs hasta 4.26%. En contraste, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, subieron 7 pbs y se sitúan en niveles de 2.43%. En Japón, las tasas de los bonos aumentaron 10 pbs frente al corte de nuestro último informe.



De esta manera, el *spread* de tasas de interés de largo plazo de los bonos del Tesoro de EEUU contra sus pares europeos aumentó en 15 pbs en el último mes, aunque permanece por debajo de los niveles vistos un año atrás (Gráfico 5). En promedio, este diferencial se sitúa alrededor de 56 pbs, nivel relativamente cercano a los valores mínimos registrados algunas semanas atrás.

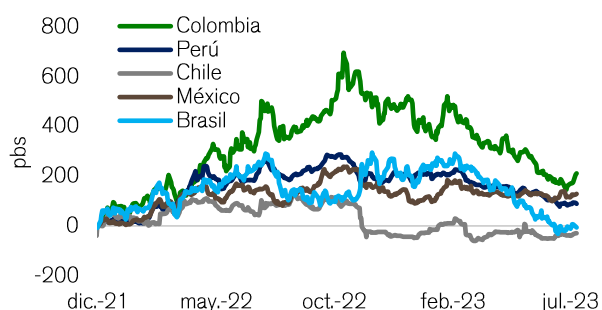
Los diferenciales inter-temporales en las curvas de mercados avanzados siguen siendo negativos (Gráfico 6). La curva de los Tesoros en EEUU sigue siendo la más invertida, con un *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años que continúa en niveles de -100 pbs y que alimenta los temores de recesión entre los inversionistas.

En Europa, el mismo diferencial para Alemania se incrementó hasta niveles de -62 pbs, muy cerca de los



mínimos registrados recientemente de -80 pbs. Por su parte, el *spread* en el Reino Unido aumentó hasta niveles de -70 pbs. La pendiente de la curva de Japón se incrementó ligeramente hasta niveles del orden de 51 pbs (Gráfico 6).

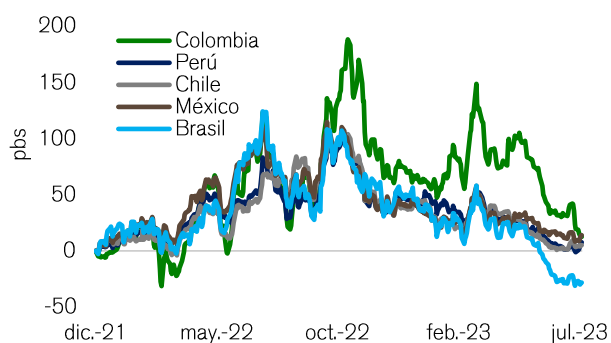
Gráfico 7. Rendimientos de bonos 10 años en LATAM*



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

Los bonos soberanos de largo plazo en LATAM, por su parte, registraron movimientos mixtos durante el último mes (Gráfico 7). El mejor desempeño lo registró nuevamente el bono de Brasil, con una reducción en tasa de 20 pbs, seguido por el bono de Perú con una reducción de 17 pbs. En contraste, los rendimientos de los bonos de Colombia, México y Chile aumentaron 19 pbs, en promedio.

Gráfico 8. Cambio CDS 5 años LATAM desde 2021



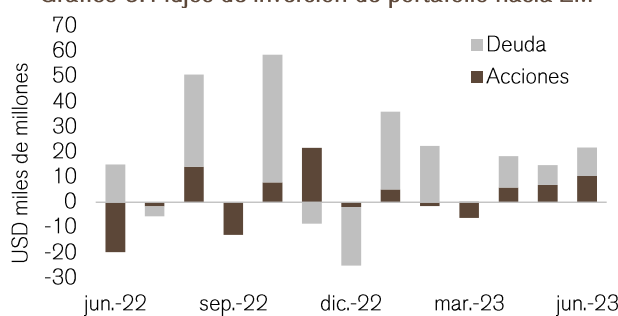
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Las primas de riesgo-país de LATAM también registraron movimientos mixtos, aunque en el balance siguen descendiendo. En efecto, los CDS a 5 años de Colombia, México, Brasil y Chile registraron reducciones de 9 pbs,

en promedio (Gráfico 8). Por su parte, la prima de Perú aumentó en apenas 1 pb.

El apetito por riesgo y el buen momento de los EM se prolongó durante el último mes. En efecto, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)¹, en junio los flujos de inversión de portafolio hacia EM sumaron USD 22,100 millones, el monto más alto desde enero de 2023. Por clase de títulos, USD 12,300 millones fueron inversión hacia acciones y los restantes USD 9,800 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 21,800 millones. Cerca de USD 10,400 millones fueron compras de acciones, mientras que los restantes USD 11,400 millones fueron entradas hacia títulos de deuda (Gráfico 9). Por sexto mes consecutivo, la demanda de los inversionistas extranjeros por bonos EM superó la de acciones.

En lo corrido de 2023, los flujos de capitales hacia EM sin China suman USD 105,900 millones. Esta entrada neta supera significativamente los USD 33,100 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2022. La información preliminar de julio sugiere continuidad en las entradas de inversión de portafolio hacia EM.

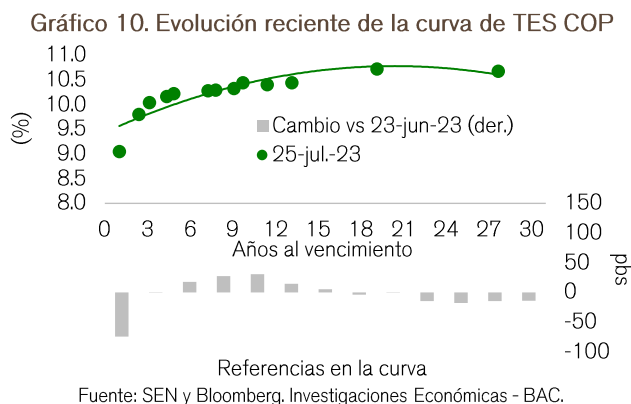
¹ IIF Capital Flows Tracker – July 2023.



Mercado local

Las valorizaciones de la deuda pública local se extendieron durante el último mes, aunque en días recientes la magnitud de las ventas borró prácticamente en su totalidad lo observado hacia mediados de julio.

En cualquier caso, la valoración relativa sigue favoreciendo los TES COP en comparación a los TES UVR, en un entorno de sorpresas bajistas en la inflación y ajustes en las expectativas del ciclo monetario.



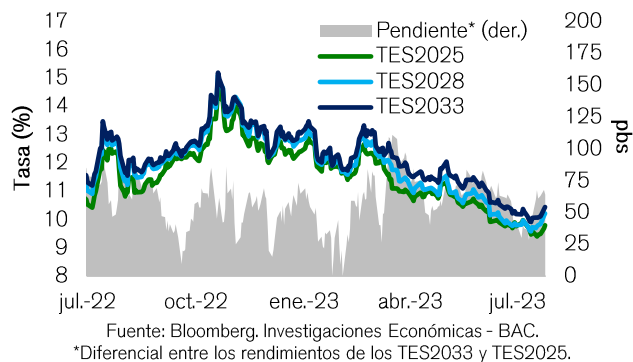
Frente a nuestro último informe, la curva de rendimientos de los TES COP, en todo su nivel, se desplazó a la baja apenas 4 pbs (Gráfico 10). Lo anterior se dio con una pendiente de la curva que se mantuvo estable, y se ubicó en niveles de 64 pbs (Gráfico 11).

Las tasas de los TES COP de más corto plazo siguen descontando recortes en la tasa de interés del BanRep en periodos de 6 meses en adelante, especialmente hacia 2024-2025. Esto es consistente con lo que registran las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario, donde las implícitas en los swaps de IBR a 12 meses se ubican en 11.42%, unos 183 pbs por debajo del 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 9.92%, mientras que las tasas de los CDTs a 360 días en el mercado de fondos prestables se sitúan en 14.54%, muy por debajo de los niveles de 18% que alcanzaron a comienzos de este año (Gráfico 12).

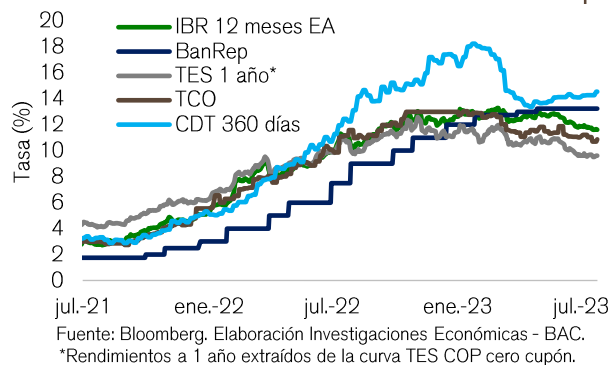
De esta forma, las tasas de los TES2024 y TES2025, las referencias de más corto plazo de la curva TES COP, bajaron en promedio 38 pbs hasta niveles de 9.05% y 9.8%, respectivamente. Estos valores se encuentran por debajo del resto de tasas de interés de corto plazo, lo que sugiere una fuerte demanda de estos títulos que podrían ser niveles de sobre-compra.

Gráfico 11. Curva TES COP y diferencial intertemporal



En contraste, en el nodo de mediano plazo se registraron desvalorizaciones de los TES COP de 25 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo de la curva, aumentaron 17 pbs hasta 10.04%, mientras que los de los TES2027 aumentaron en 27 pbs hasta 10.16%.

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 6 pbs, siendo los TES2036 los que registraron el mayor descenso en una magnitud de 18 pbs hasta 10.44%. En la referencia natural de 10 años, los TES2033, la tasa de interés disminuyó 1 pb hasta 10.44%. En promedio, las tasas de

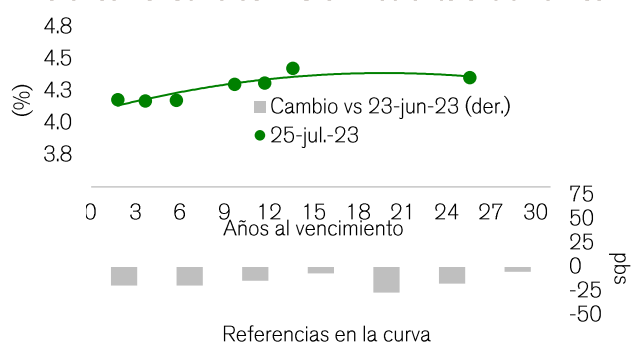


interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 10.45%, unos 280 pbs por debajo de la tasa repo.

La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento a la baja de 15 pbs, superior al de la curva TES COP. Este resultado contrasta con la nueva sorpresa bajista de la inflación en el último mes (ver sección de “Precios y política monetaria” en [IMCE – Julio de 2023](#)).

El rendimiento de los TESUVR2025, la referencia de la parte corta, bajó 19 pbs hasta 4.18% (Gráfico 13), un movimiento comparativamente similar al de otras referencias de duraciones medias.

Gráfico 13. Curva de TES UVR durante el último mes



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

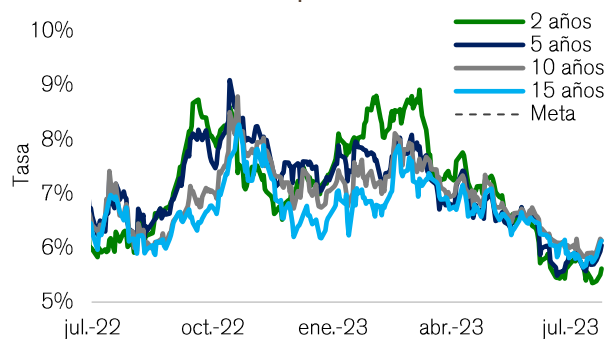
En efecto, en el tramo medio de la curva, los TESUVR2027 disminuyeron 19 pbs hasta 4.17%. Por su parte, en la parte larga de la curva el movimiento promedio fue de 14 pbs a la baja, donde el rendimiento de los TESUVR2033 disminuyó 7 pbs hasta 4.3%. Los TESUVR2049 se ubicaron en niveles de 4.35%, lo que significa una valorización de 5 pbs (Gráfico 13).

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se redujo nuevamente hasta niveles de 5.99%, pero permanece por encima de la meta de 3% del BanRep. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 5.62%, mientras que el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 6.11% (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%.

En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN se incrementó en julio hasta COP 4.2 billones, anotando un nuevo máximo del año (Gráfico 15). Estos niveles son los más altos registrados desde octubre de 2018.

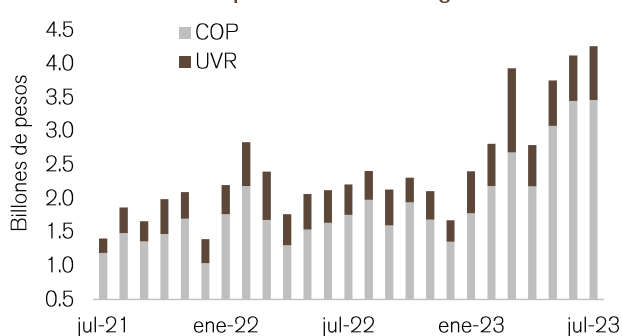
Gráfico 14. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Los TES COP que más se han negociado en el mercado secundario en julio 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 del esquema de creadores de mercado.

Gráfico 15. Volumen promedio-día de negociación en SEN

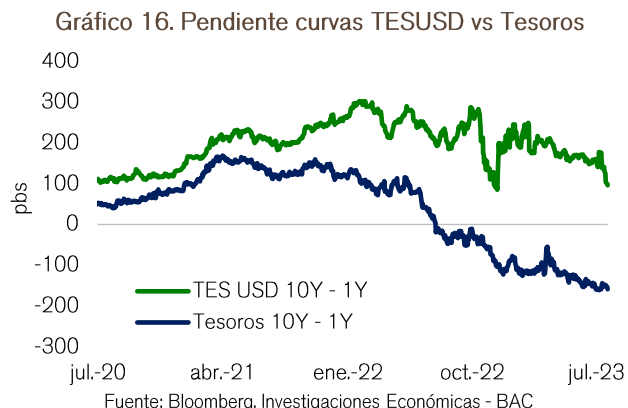


Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

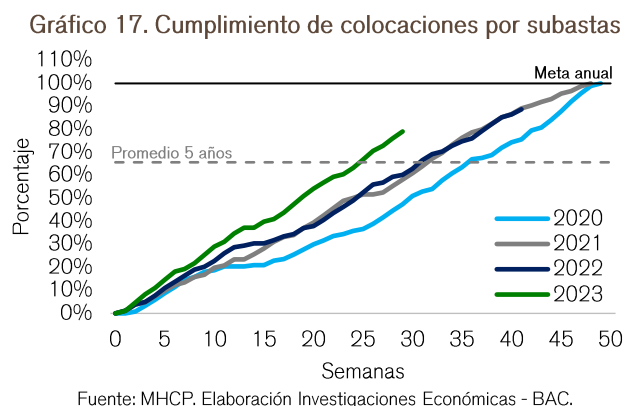
Las tasas de interés de los TES USD también descendieron, en línea con lo observado en la prima de riesgo-país. En efecto, toda la curva registró un desplazamiento a la baja de 18 pbs, en promedio.



La pendiente de la curva TES USD descendió 51 pbs, lo cual es coherente con la menor prima de riesgo-país y con el marcado aplanamiento que sigue presentado la curva de Tesoros (Gráfico 16).



Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva registraron aumentos promedio de 14 pbs y alcanzaron niveles de 6.17% y 6.31%, respectivamente. En la parte larga de la curva, las tasas de interés disminuyeron en promedio 25 pbs hasta 7.34%, reflejando un buen apetito de los inversionistas por mayor duración. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas bajaron 19 pbs hasta 7.85%.



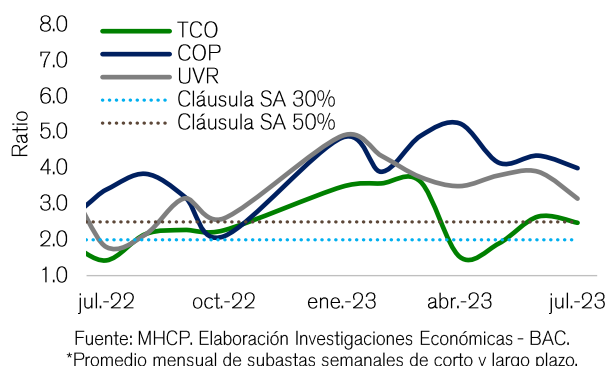
De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2023, el monto total de colocaciones, hasta el 25 de julio, ascendió a COP 27.7 billones. Esto representa un cumplimiento sobresaliente del 79% de la meta estipulada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2023 (COP 35 billones).

Este porcentaje de cumplimiento es superior al 59% del mismo periodo de 2022 y al promedio del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 17). Lo anterior es resultado de una sólida demanda de los inversionistas que ha permitido mantener activas las cláusulas de sobre-adjudicación durante gran parte del año.

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones durante el año corrido alcanzan los COP 17.3 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 11.7 billones en TES COP; y ii) COP 5.6 billones en TES UVR. Las colocaciones no competitivas ascienden a COP 10.4 billones.

La demanda de los inversionistas en el mercado primario se mantuvo fuerte en el último mes. En los TES COP, las tasas de corte en julio registran un promedio de 10%, por debajo del promedio de 10.6% de junio. Por su parte, el *bid-to-cover* del mes registra un promedio de 4 veces, que si bien es inferior al 4.4 del mes anterior, sigue reflejando un apetito elevado (Gráfico 18).

Gráfico 18. Sobre-demanda en las subastas de TES*



Respecto a las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte en las subastas de julio descendieron hasta 4.16%. El *bid-to-cover* de estas subastas disminuyó hasta 3.2 veces (Gráfico 18), en línea con una menor demanda contra cobertura de inflación y apetito por UVR.

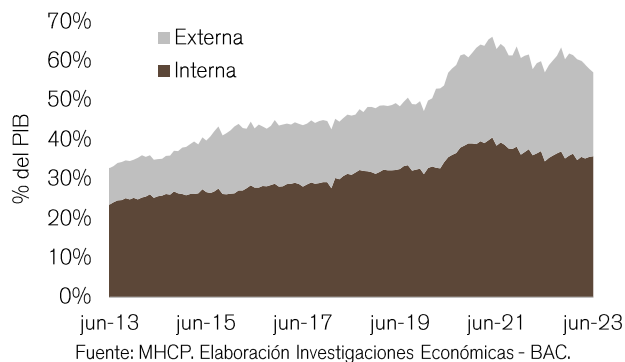
En las subastas de TES de corto plazo (TCO), las colocaciones año corrido suman COP 7.5 billones. Las tasas de corte de estos títulos en lo corrido de julio se ubican en 10.96% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 2.5 veces (Gráfico 18).



Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de junio, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 862 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda se sitúa en 57.1%, estable frente a los niveles del mismo mes de 2022.

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna representa un 35.8% del PIB, superior al registro del mismo mes del año anterior (34.5%). En contraste, la proporción de la deuda externa fue de 21.3%, inferior al 22.6% de hace un año (Gráfico 19). La apreciación acumulada de la tasa de cambio en los últimos meses ha favorecido una moderación 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 62.8% del saldo. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, bordea niveles del 37.2%.

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

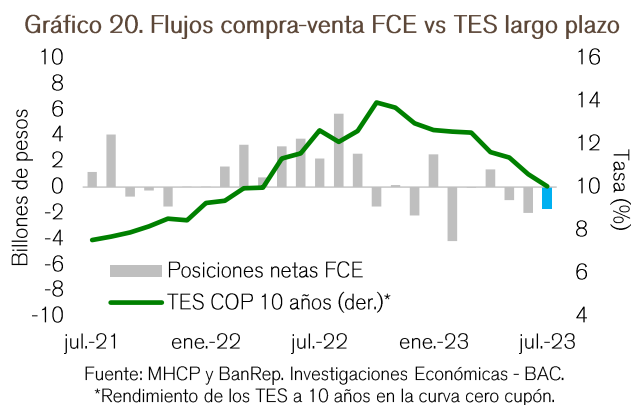


Inversión extranjera y liquidez

En contraste con el buen comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, en junio hubo un nuevo egreso de flujos de inversión de portafolio desde Colombia. En efecto, los datos disponibles al 30 de junio de balanza cambiaria evidenciaron flujos negativos por USD 921 millones, la mayor salida mensual registrada desde diciembre de 2019.

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 ventas netas de los FCE en junio fueron por COP 2 billones. De esta manera, en tendencia central, las ventas acumuladas de los FCE en lo corrido del año ascienden a COP 3.3 billones, significando la mayor salida de estos agentes durante los primeros 6 meses de un año desde que se tiene registro.



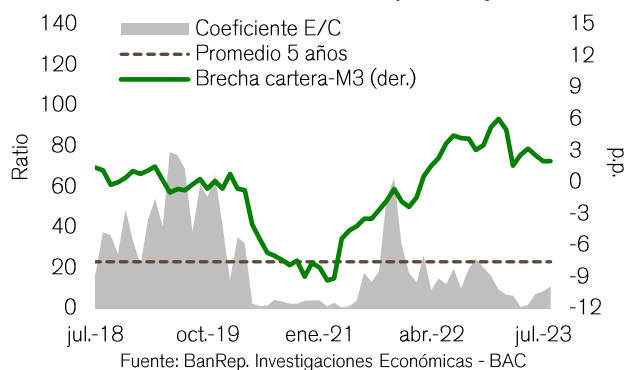
El saldo de tenencias netas de los FCE disminuyó hasta COP 115 billones y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Así, su participación se redujo hasta 24% del saldo total de la deuda pública interna.

El apetito de los FCE por TES locales se ha mantenido relativamente bajo durante julio. De hecho, según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado, durante el mes en curso se estarían registrando ventas netas que sumarían COP 1.7 billones (Gráfico 20). La información disponible de inversión en portafolio en lo

corrido de julio es consistente con lo anterior, y da cuenta de salidas acumuladas por USD 163 millones.

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) se mantienen como los mayores tenedores de TES, con una participación del 27.9% (la más alta desde junio de 2021) del saldo total de la deuda pública. En efecto, estos agentes fueron compradores netos con un total de COP 1.8 billones.

Gráfico 21. Relación recursos de expansión y contracción



Por su parte, los Bancos Comerciales fueron compradores con COP 1.4 billones, luego de 2 meses consecutivos de ventas. Su participación sobre el saldo total aumentó hasta 12.1%.

El MHCP realizó compras netas por COP 1.5 billones, concentradas casi en su totalidad en TES COP. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por COP 1.9 billones y fue el mayor comprador del mes.

Las condiciones de liquidez del sistema continúan balanceadas en julio, con una ligera disminución en las necesidades de liquidez de algunos agentes. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep disminuyó hasta un promedio-día de COP 16.2 billones, inferior a los COP 18.9 billones de junio, aunque superior a los COP 11.7 billones de julio de 2022.

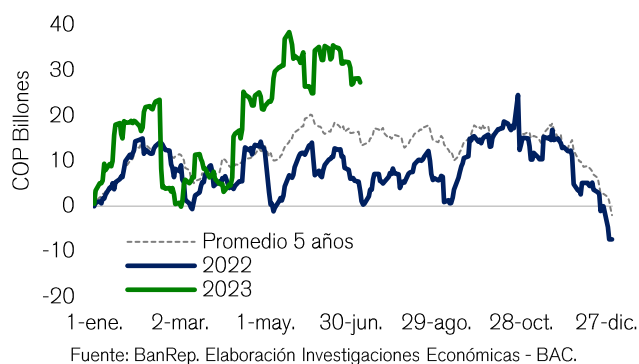
El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor se situó cerca de COP 14.3 billones, con una utilización del 77% que es superior al 73% de junio. Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización relativamente baja del 5.8%.



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 1.5 billones, desde los niveles de COP 2.3 billones de junio.

De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) se incrementó ligeramente en julio, pero permanece en niveles históricamente bajos (11.1 veces).

Gráfico 22. Cambio año corrido depósitos de la DTN

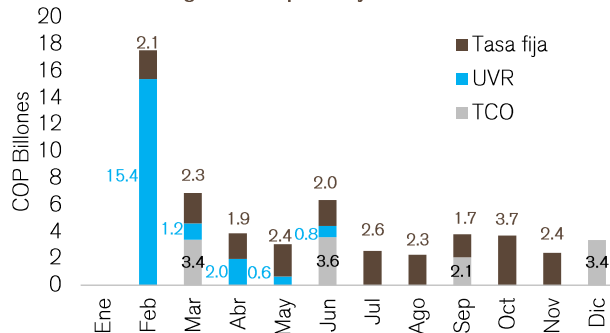


Esto es consistente con una brecha en la dinámica de la cartera y de los depósitos del sistema que se ha mantenido estable en el último mes, pero que en tendencia central se sigue cerrando y moderando las necesidades de liquidez asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 21).

Por otra parte, de acuerdo con las cifras de la DIAN, el recaudo tributario hasta el mes de junio fue de COP 148.5 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo 2023 ascendió al 54%. Frente al acumulado del mismo periodo de 2022, el recaudo total registró un crecimiento del 30.4% (cerca de un 16.3% 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 27.4 billones al corte del 14 de julio. Esta cifra supera ampliamente los COP 3.6 billones del acumulado del mismo periodo del año pasado y los COP 15 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 22), algo que es consistente con una buena dinámica del recaudo este año, y al mismo tiempo, un bajo ritmo de ejecución de gasto primario del Gobierno.

Gráfico 23. Pagos de cupones y vencimientos en 2023



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Esperamos que las condiciones de liquidez se mantengan balanceadas en lo que resta de 3T23. Para el mes de agosto se estima una entrada de recursos al sistema por COP 2.3 billones, asociada al pago del cupón de los TES2026 el próximo 26 de agosto (Gráfico 23).



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 se redujo desde niveles de -1.5% hasta -2.3%, 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 124 pbs a la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, los resultados de junio 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 2024, 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 3.5%, aunque se mantienen por encima de la media muestral de 2.8%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -3.4 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -0.9 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP presenta un margen de valorización, en promedio, de 12 pbs. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere

también algunos niveles de entrada, especialmente en los TES2026, TES2027 y TES2028 con un espacio de valorización de 21 pbs en promedio.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR estaría muy cerca de sus valores justos. Según el modelo de eficiencia-duración, algunos *spreads* en la curva serían aprovechables como el caso de los TESUVR2025, TESUVR2037, con un espacio de valorización de 6 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también sugieren un margen de valorización, en promedio, de 31 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 99 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 10.55% (Gráfico 24).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 10.44%, lo anterior sugiere una corrección técnica al alza de 10 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es relativamente alta.



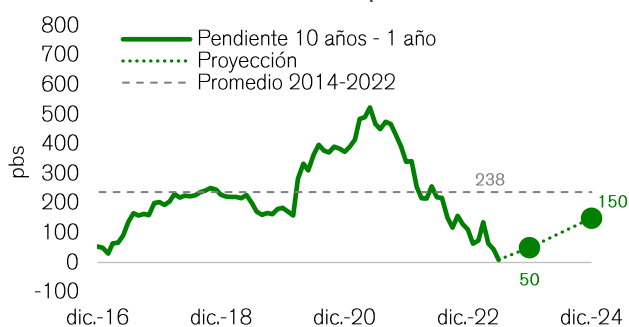
Expectativas de corto plazo

La atención de los inversionistas externos y locales sigue concentrada en 2024-2025. Aún con más incrementos a la vista en los tipos de interés de los BC de economías avanzadas este año, y estabilidad en las tasas de BC de mercados emergentes, la menor inflación esperada resulta en el elemento más importante para la renta fija internacional. Esa perspectiva incluye el mercado de TES, apoyado adicionalmente por una reducción importante en los niveles de aversión al riesgo-país.

Mantenemos nuestra expectativa de un mayor margen de valorización en la parte corta y media de la curva TES COP (ver sección de “Expectativas de corto plazo” en [IMDP de Junio de 2023](#)). El empinamiento esperado de cara al próximo año es otro argumento técnico que refuerza la demanda por TES de corto plazo (Gráfico 25).

apretado. Las referencias de mayor plazo tendrían un margen de desvalorización de hasta 15 pbs, en promedio.

Gráfico 25. Diferencial intertemporal curva TES COP*



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

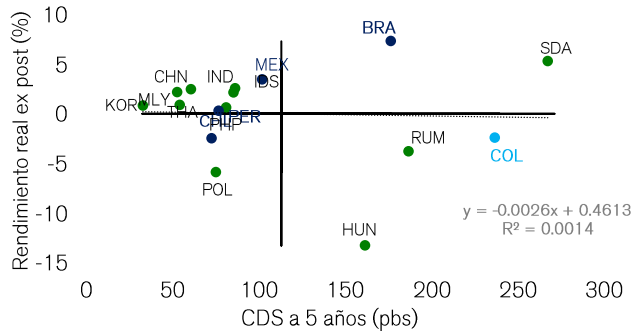
Para los TES COP de corto plazo, en especial los TES2025, estimamos un nivel objetivo de 9,3% en los próximos meses. Para el cierre de 2023, esperamos niveles ligeramente inferiores al 9%.

Para los TES2033, estimamos niveles objetivo del 10%. Frente a sus niveles actuales, lo anterior sugiere un margen de valorización cercano a los 40 pbs en el futuro cercano. Nuestra expectativa de cierre de año para esta referencia es que alcance niveles alrededor del 9,5%.

La valorización relativa COP-UVR no favorece los TES UVR. Algunas medidas de estreches relativa sugieren niveles de sobre-venta de 43 pbs en los TESUVR2025, pero dicho margen podría ser sustancialmente más

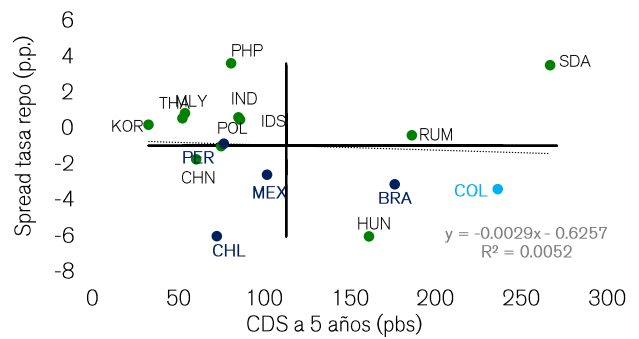


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



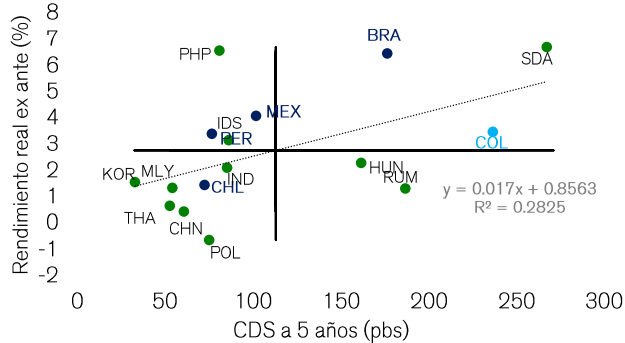
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



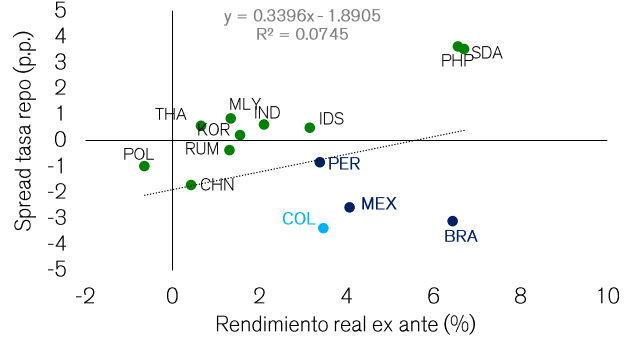
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



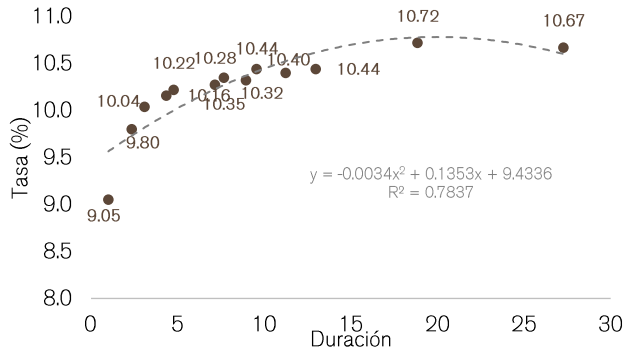
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



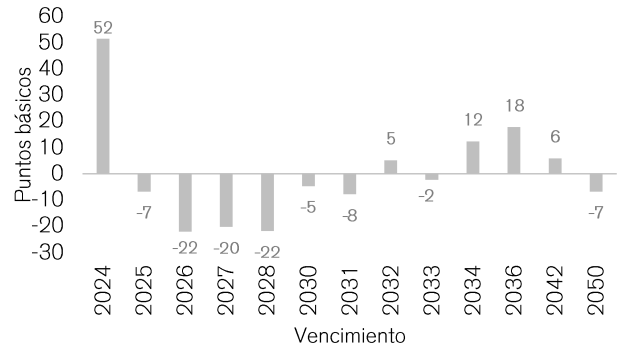
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

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	9.05	-74	-276	-275	
TFIT08261125	nov-25	6.25	2.0	9.80	-1	-260	-260	
TFIT16080826	ago-26	7.50	2.4	10.04	17	-268	-253	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.4	10.16	27	-259	-251	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.8	10.22	31	-258	-249	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.8	10.28	15	-263	-252	
TFVT10260331	mar-31	7.00	5.3	10.25	17	-265	-236	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.3	10.35	13	-261	-251	
TFIT16300632	jun-32	7.00	6.0	10.32	-4	-273	-256	
TFIT11030233	feb-33	13.25	5.4	10.44	-1			
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.5	10.40	-15	-268	-252	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.7	10.44	-18	-256	-246	
TFIT21280542	may-42	9.25	8.0	10.72	-15	-250	-248	
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.6	10.67	-14	-235	-246	

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	1.7	4.18	-19	-31	-132	
TUVT11170327	mar-27	3.30	3.3	4.17	-19	-133	-146	
TUVT10180429	abr-29	2.25	5.2	4.18	-14	-144	-204	
TUVT20250333	mar-33	3.00	8.0	4.30	-7	-170	-199	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.8	4.31	-27	-211	-208	
TUVT18250237	feb-37	3.75	10.2	4.43	-17	-189	-195	
TUVT32160649	jun-49	3.75	15.8	4.35	-5	-196	-203	

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	6.16	21	26	87	
COLGLB24	may-24	8.125	0.8	5.87	33	-1	47	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.2	6.14	-14	-46	8	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.9	8.01	99	105	291	
COLGLBA27	abr-27	3.875	3.3	6.31	-13	-64	2	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.5	6.80	-7	-42	254	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.7	6.84	-12	-38	23	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.5	6.81	-29	-45	17	
COLGLB31	abr-31	3.125	6.4	6.83	-29	-45	20	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.0	6.90	-29	-41	23	
COLGLB33	ene-33	10.375	6.0	7.85	-19	-81	32	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.6	7.32	-26	-63		
COLGLB34	feb-34	7.500	6.9	7.40	-29			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.1	7.55	-29	-48	-29	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.5	7.76	-29	-51	-25	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.9	7.48	-29	-40	2	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.5	7.84	-27	-39	-25	
COLGLB45	jun-45	5.000	11.3	7.68	-19	-33	-11	
COLGLB49	may-49	5.200	11.8	7.67	-26	-41	-9	
COLGLB51	may-51	4.125	13.0	7.27	-25	-24	17	
COLGLB61	feb-61	3.875	14.1	7.01	-24	-27	30	

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.
