



Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los títulos de deuda soberana a nivel internacional extendieron las desvalorizaciones durante el último mes. El ajuste de expectativas de tasas de interés de la Fed más altas por más tiempo, el riesgo de un cierre de Gobierno en EEUU y las presiones alcistas sobre las tasas de mercado que se derivan de unos precios del petróleo en máximos de un año, han sido las principales causas de este reciente comportamiento.*
- *Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes fueron negativos en agosto y algunos indicadores adelantados sugieren un comportamiento similar en septiembre. No obstante, y a pesar del estrés en la renta fija mundial, la preferencia de los inversionistas todavía se concentra en títulos de deuda.*
- *En este entorno, la curva de rendimientos TES COP se desvalorizó significativamente durante el último mes. En el balance, los TES UVR también se desvalorizaron, aunque a un ritmo más moderado al de los TES COP. Los TES UVR de menor duración siguen siendo los preferidos como cobertura a las recientes sorpresas de la inflación local. Los rendimientos de los TES USD también se incrementaron, en línea con un deterioro importante de la prima de riesgo-país.*
- *Los volúmenes negociados en el mercado secundario descendieron nuevamente en septiembre. Las necesidades de liquidez en el sistema financiero han aumentado, pero las condiciones de liquidez del mercado siguen balanceadas gracias a la intervención activa de BanRep vía compras definitivas de TES.*
- *Cálculos preliminares siguen dando cuenta de una débil demanda por TES de inversionistas extranjeros. Diferentes estimaciones continúan sugiriendo un margen adicional de desvalorizaciones en los TES con vencimientos de mediano y largo plazo, en contraste con el amplio margen de valorización que ofrecen títulos con menores duraciones.*

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

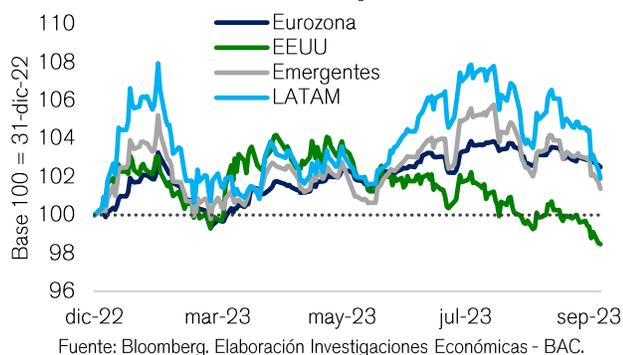


Contexto internacional

Los títulos de deuda a nivel internacional extendieron su racha de desvalorizaciones durante el último mes. En promedio, los índices de renta fija soberana registraron caídas promedio de 2.6%, afectados principalmente por un fuerte retroceso de 4.4% del índice de bonos soberanos de LATAM (Gráfico 1).

Lo anterior dobla la desvalorización de 2.2% que tuvo el índice de deuda pública de EEUU, el referente internacional. No obstante, en lo corrido de 2023 es justamente el índice de bonos soberanos de EEUU el único que registra una caída acumulada de 1.5%. Todos los demás, en el balance, registran valorizaciones año corrido del orden de 2%.

Gráfico 1. Índices de renta fija soberana en 2023

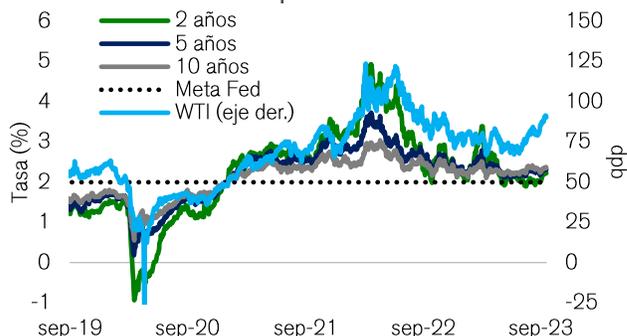


Buena parte de este comportamiento se sustenta por el ajuste de expectativas de tasas de interés que produjo la última reunión de la Fed en EEUU. Sin embargo, algunos factores puntuales, como el reciente repunte de los precios del petróleo, también han ejercido presiones alcistas sobre las tasas de interés de la deuda.

Los recortes voluntarios de producción de crudo por parte de Arabia Saudita y Rusia han creado un exceso de demanda en el balance mundial de crudo que ha bordeado los 300 mil barriles producidos al día en los últimos 3 meses. Esto presionó al alza en casi 30% los precios del petróleo desde finales de junio (Gráfico 2), hasta niveles que ya superaron los 95 dólares por barril (dpb) y que muy probablemente lleguen a los 100 dpb.

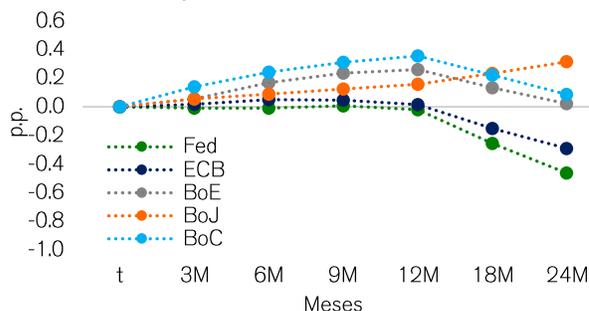
Como históricamente ocurre, aumentos en los precios del petróleo generan presiones al alza en las expectativas de inflación en los mercados. Y por esta vía, las tasas de interés de los mercados de deuda también se han visto presionadas al alza, aunque parcialmente.

Gráfico 2. Inflaciones implícitas en el mercado de EEUU



En lo fundamental, los Bancos Centrales (BC) en economías avanzadas siguen resaltando la necesidad de continuar con tasas de interés elevadas durante un tiempo prolongado y todavía no dan señales claras sobre cuándo deberían comenzar a disminuir. En los mercados EM, en particular los BC de LATAM, las tasas de política siguen descendiendo.

Gráfico 3. Expectativas de tasas BC en avanzados*



En EEUU, la Fed mantuvo estable su tasa de interés durante su reunión de septiembre en el rango 5.25% - 5.5%, en línea con lo que esperaban los mercados. No obstante, se espera que los tipos puedan aumentar otra vez en el corto plazo, probablemente en la próxima reunión de noviembre.



Además, según lo anticipan las expectativas del FOMC, es de esperar que las tasas se mantengan altas por más tiempo (ver “Más altas por más tiempo” en [CE – Septiembre 26 de 2023](#)).

En Europa, aunque la inflación continúa descendiendo, permanece elevada y muy por encima de las metas de los BC. Estos últimos, al igual que la Fed, mantienen una postura contractiva para combatirla. El Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) incrementó sus tipos de interés en 25 pbs hasta 4.5%, mientras que el Banco de Inglaterra (BoE) mantuvo estable su tasa de interés en 5.25%.

El Banco de Japón (BoJ) también dejó inalterada su tasa de intervención en -0.1% y continuará con su programa de control de curva de rendimientos (YCC, por sus siglas en inglés). No obstante, existen algunas señales que sugieren que el emisor estaría dispuesto a abandonar la política de tipos de interés negativos, tras el reciente repunte de la inflación.

anticipan incrementos en la tasa de interés de referencia en los próximos 6-9 meses.

Gráfico 5. Bonos 10 años en mercados desarrollados

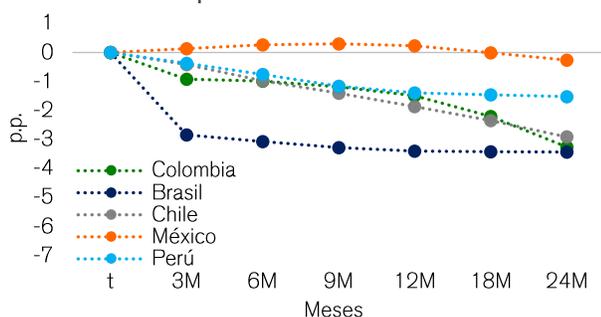


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio tasas de interés en Reino Unido, Alemania y Japón.

En LATAM, el BC de Chile recortó su tasa de interés en 75 pbs hasta 9.5%, pero moderó la magnitud del ajuste. La reducción de la inflación observada y sus expectativas, así como un pronunciado ajuste de su desbalance externo, sustentan en buena medida estas decisiones del emisor. No obstante, estas podrían tener algunos efectos colaterales en el corto plazo, algo que analizamos en un informe reciente (ver “Temprano para cantar victoria” en [CE – Septiembre 6 de 2023](#)).

El BC de Brasil redujo, por segundo mes consecutivo, los tipos de interés en 50 pbs y los llevó hasta 12.75%. A este grupo de emisores en la región se sumó el BC de Perú, el cual recortó su tasa de referencia en 25 pbs hasta 7.5%.

Gráfico 4. Expectativas de tasas BC en LATAM*



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

De esta forma, las expectativas implícitas en los mercados descuentan unas tasas que se mantendrían relativamente estables durante los próximos 12 meses, en especial para el caso de los BC avanzados (Gráfico 3). En horizontes estrictamente superiores a 12 meses, los mercados incorporan recortes en las tasas de interés en todos los casos.

El BoJ es la única excepción, donde los mercados descuentan incrementos en las tasas de interés en periodos de tiempo inferiores a 1 año. En específico, se

Gráfico 6. Diferencial tasas EEUU-OAV* deuda pública



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Otros Avanzados (OAV) compuesto por Alemania, Reino Unido y Japón.

Las expectativas de los mercados en LATAM apuntan a que las tasas de política monetaria continuarán descendiendo en los próximos meses (Gráfico 4). El BanRep aún no ha comenzado su ciclo de recortes en las

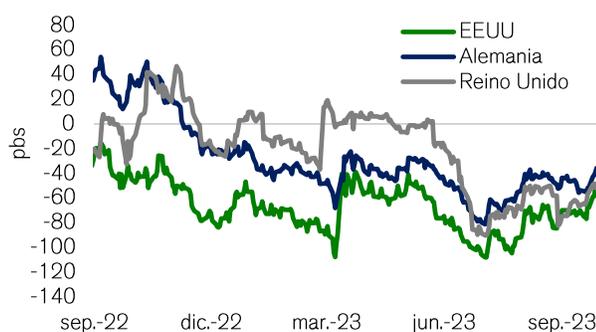


tasas de interés, pero los mercados ya están anticipando futuros recortes en los próximos 3 meses.

A pesar de lo anterior, seguimos advirtiendo que la materialización de estas expectativas, implícitas en los mercados, dependerá de las decisiones futuras de la Fed y las dinámicas internas de la inflación.

Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU alcanzaron niveles de 4.57%, nuevos máximos desde 2007. Controlando por la postura monetaria de la Fed, estos niveles se sitúan muy por encima de nuestro nivel objetivo (valor de corto plazo) que estimamos alrededor de 4%¹.

Gráfico 7. Pendiente 10Y-2Y deuda pública avanzados



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Frente al corte de nuestro último informe, la tasa de estos títulos se incrementó en 34 pbs. En lo corrido del año, el movimiento acumulado de los Tesoros a 10 años registra un alza de 70 pbs en sus tasas de interés de mercado.

Los rendimientos de otros bonos soberanos de mercados desarrollados no fueron ajenos al movimiento de los Tesoros, por lo que presentaron un comportamiento similar durante el último mes (Gráfico 5).

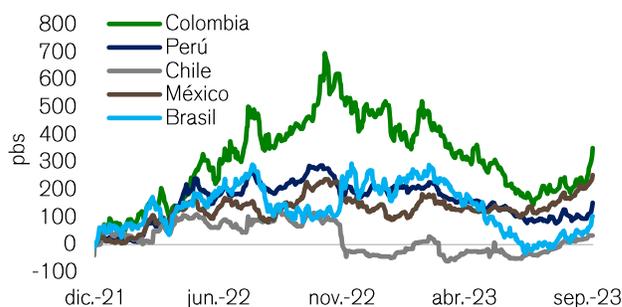
En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años aumentaron 6 pbs hasta 4.48%. Por su parte, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, aumentaron 42 pbs y se sitúan en niveles de 2.93%.

En Japón, las tasas de los bonos aumentaron 11 pbs frente al corte de nuestro último informe hasta 0.76%,

nuevos máximos desde 2013. El desempeño de estos rendimientos es consistente con la flexibilización del programa YCC del BoJ y las expectativas de aumentos futuros en la tasa de interés de referencia.

De esta manera, el *spread* de tasas de interés de largo plazo de los bonos del Tesoro de EEUU contra sus pares de otras economías avanzadas aumentó, en promedio, unos 29 pbs durante el último mes y alcanzó máximos no vistos desde marzo pasado (Gráfico 6). El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* se incrementó hasta 382 pbs, el cual equivale al nivel más alto desde noviembre de 2022.

Gráfico 8. Evolución bonos locales 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 mercados avanzados (sin Japón) continúan en terreno negativo (Gráfico 7). La curva de Tesoros en EEUU sigue siendo la más invertida, con un *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años que continúa en niveles de -48 pbs, relativamente estable frente a los niveles registrados un mes atrás.

En Europa, el mismo diferencial para Alemania y el Reino Unido aumentó hasta niveles de -35 y -46 pbs, respectivamente. La pendiente de la curva de Japón sigue siendo positiva y se incrementó ligeramente hasta niveles de 73 pbs, siendo éste el mayor empinamiento observado desde julio de 2013.

En LATAM, los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo registraron movimientos al alza durante el último mes (Gráfico 8), en línea con el comportamiento de

y condiciones de liquidez en mercado de Tesoros. Los datos son series mensuales desde enero de 2008.

¹ Para el cálculo utilizamos modelos de regresión simple entre los Tesoros a 10 años y tres regresores: tasa Fed, tenencias de activos Fed

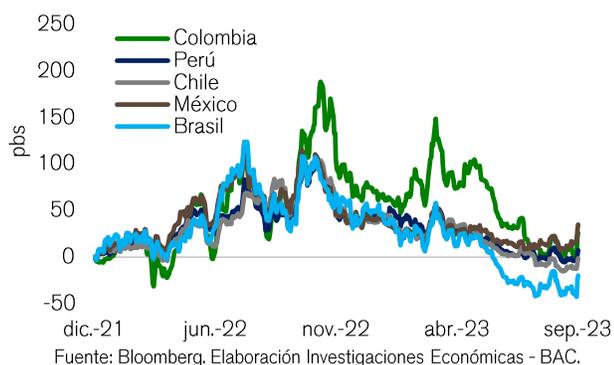


la renta fija en mercados avanzados. En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos de México, Colombia, Brasil, Chile y Perú aumentaron 72 pbs.

Lo anterior es coherente con unas primas de riesgo-país de LATAM que aumentaron de manera importante en el último mes. En efecto, los CDS a 5 años de México, Colombia, Chile, Brasil y Perú registraron aumentos de 13 pbs, en promedio (Gráfico 9).

Debido al contexto menos favorable para los EM, los flujos de inversión de portafolio hacia estos mercados fueron negativos en agosto por primera vez en 5 meses. La mayor salida de estos capitales se observó en los mercados de África y Asia, con un egreso de USD 10,400 millones.

Gráfico 9. Cambio CDS 5 años LATAM desde 2021

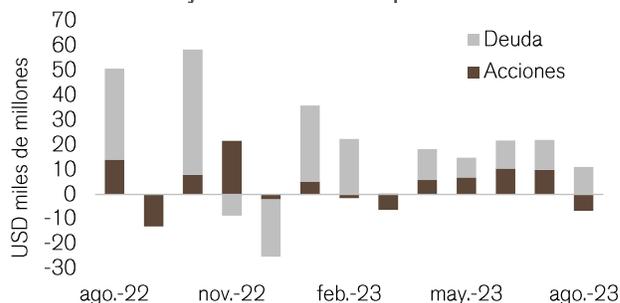


En el consolidado, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)², las salidas de flujos ascendieron a USD 15,500 millones, siendo esta la reversión de flujos más fuerte desde septiembre de 2022. Por clase de títulos, USD 21,500 millones fueron ventas de acciones, las cuales fueron compensadas por compras de USD 6,000 millones en bonos.

Excluyendo China, la dinámica de los flujos hacia EM fue positiva. En efecto, el flujo neto de entrada fue de USD 4,500 millones. Cerca de USD 11,100 millones fueron compras en títulos de deuda, mientras que en acciones se registraron ventas por USD 6,600 millones, la primera desde el pasado mes de marzo (Gráfico 10). Por octavo

mes consecutivo, la demanda de los inversionistas extranjeros por bonos superó la de acciones.

Gráfico 10. 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.

En el corrido de 2023, los flujos de capitales hacia EM sin China suman USD 132,500 millones. Esta entrada neta supera significativamente los USD 78,400 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2022. La información preliminar de septiembre sugiere algunos ingresos de inversión de portafolio hacia EM, pero que en cualquier caso serían muy bajos.

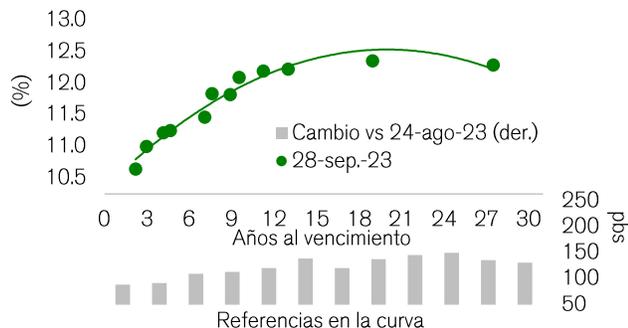
² IIF Capital Flows Tracker – September 2023.



Mercado local

Las desvalorizaciones de los TES se aceleraron durante el último mes, en línea con el comportamiento de la renta fija internacional. En particular, la correlación de los TES COP con los Tesoros de EEUU ascendió hasta un 94%, algo no visto desde febrero.

Gráfico 11. Evolución reciente de la curva de TES COP



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Frente a nuestro último informe, el nivel de la curva de rendimientos de los TES COP, excluyendo los TES2024, se desplazó al alza 124 pbs (Gráfico 11). Lo anterior se dio en medio de un patrón de empinamiento que implicó un aumento de 49 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles de 145 pbs (Gráfico 12).

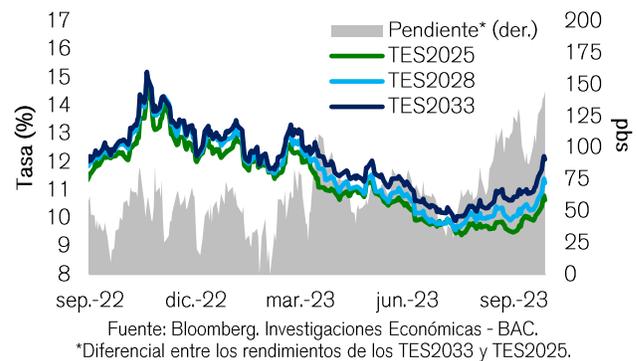
Las tasas de los TES COP de más corto plazo siguen descontando recortes en la tasa de interés del BanRep hacia 2024-2025. Esto es consistente con lo que registran las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario, donde las implícitas en los swaps de IBR a 12 meses se ubican en 12.02%, unos 123 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 se ubican en 10.39%, mientras que las de los CDT a 360 días en el mercado de deuda privada se sitúan en 13.55%.

Estas últimas descendieron con fuerza en el último mes (Gráfico 13), motivadas por el anuncio de la Superintendencia Financiera de Colombia de incrementar el ponderador de exigencias de depósitos a vista del Coeficiente de Fondo Estable Neto (CFEN).

La corrección en las tasas de interés de la deuda privada y otras tasas de interés de corto plazo, también han sido apoyadas por las medidas adoptadas por BanRep para mitigar las presiones asociadas a las condiciones de liquidez del mercado.

Gráfico 12. Curva TES COP y diferencial intertemporal



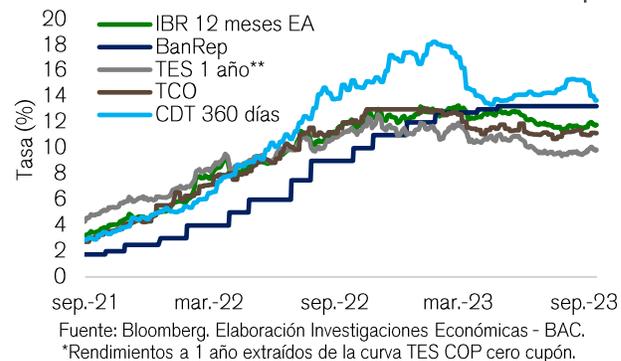
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2033 y TES2025.

De esta forma, las tasas de los TES2025, la referencia de más corto plazo de la curva TES COP, aumentaron 89 pbs hasta un nivel de 10.64%.

En el nodo de mediano plazo de la curva se registraron desvalorizaciones de 105 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo de la curva, aumentó 92 pbs hasta 11%, mientras que los de los TES2027 y los TES2028 aumentaron 112 pbs en promedio, hasta 11.22% y 11.25%, en ese mismo orden.

Gráfico 13. Evolución de las tasas de interés de corto plazo



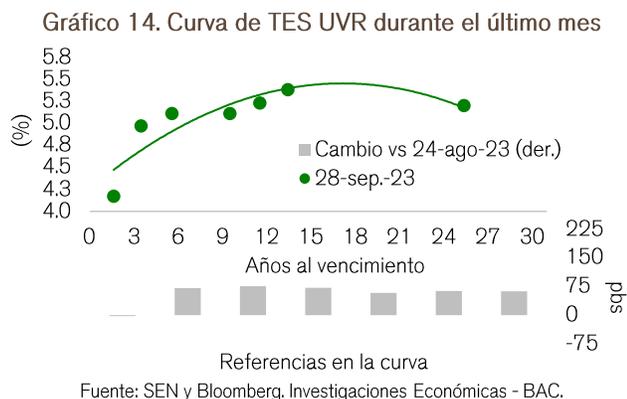
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

**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 aumentos promedio de 135 pbs, siendo los TES2036 los que presentaron el mayor incremento en una magnitud de 151 pbs hasta 12.22%. En la referencia



natural de 10 años, los TES2033, la tasa de interés aumentó 138 pbs hasta 12.09%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 12.03%, unos 114 pbs por debajo de la tasa repo.



La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento al alza de 57 pbs, inferior frente a lo observado en la curva TES COP, lo que se explica por las valorizaciones que registraron los títulos del nodo de menor duración. La sorpresa alcista de la inflación en agosto explicó en su totalidad esto último (ver sección de “Precios y política monetaria” en [IMCE – Septiembre de 2023](#)).

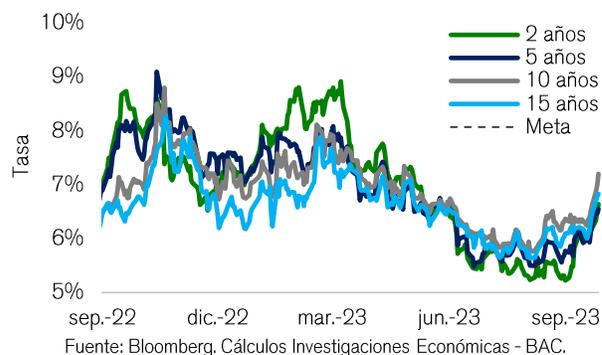
El rendimiento de los TESUVR2025, la referencia de la parte corta, se redujo 3 pbs hasta 4.17% (Gráfico 14). Dentro de todas las referencias de la curva TES UVR, estos títulos fueron los únicos que ganaron terreno favorecidos por una mayor demanda contra riesgo de inflación.

En el tramo medio de la curva, los TESUVR2027 aumentaron 70 pbs hasta 4.97%. Por su parte, en el tramo largo de la curva el movimiento promedio fue de 66 pbs al alza, donde el rendimiento de los TESUVR2033 aumentó 71 pbs hasta 5.11%. Los TESUVR2049 se ubicaron en niveles de 5.2%, lo que significa una desvalorización de 62 pbs (Gráfico 14).

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se incrementó hasta 6.68%, muy por encima de la meta de 3% del BanRep. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 6.47%,

mientras que el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 6.75% (Gráfico 15).

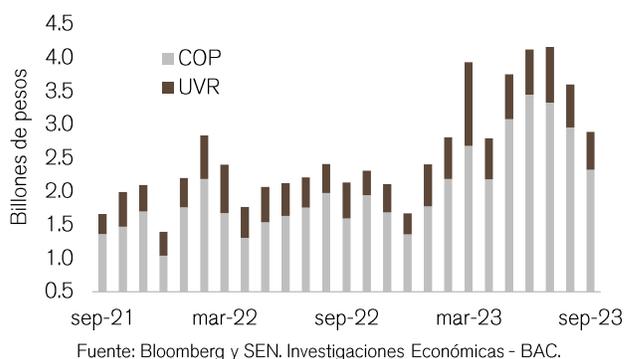
Gráfico 15. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



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, aumentó hasta 6.26%. Esta medida de inflación implícita también se sitúa muy por encima de la meta de BanRep.

En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN se moderó hasta COP 2.9 billones en septiembre, desde los de COP 3.6 billones de agosto. Sin embargo, el importe transado del último mes supera los COP 2.1 billones de septiembre de 2022 (Gráfico 16).

Gráfico 16. Volumen promedio-día de negociación en SEN



Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario en septiembre fueron 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, fueron los TESUVR2029, TESUVR2037



y TESUVR2049. Estas referencias también están incluidas en las subastas del esquema de creadores de mercado.

La curva TES USD, por su parte, registró un movimiento alcista en todo su nivel de 18 pbs durante el último mes. No obstante, los títulos de la parte corta de la curva registraron fuertes valorizaciones, en respuesta al anuncio del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) sobre una redención anticipada por USD 791 millones del bono en dólares que vence el próximo 24 de febrero de 2024 (TESUSD2024). Las tasas de interés de estos títulos cayeron 189 pbs en el último mes.

Excluyendo los TESUSD2024, toda la curva de TES USD registró un desplazamiento al alza de 32 pbs, en promedio. La pendiente de la curva TES USD aumentó 52 pbs, lo cual es coherente con el empujamiento registrado en la curva de Tesoros (Gráfico 17) y con el deterioro reciente de la percepción de riesgo-país. La redención anticipada de los TESUSD2024 también influyó en este comportamiento.

Gráfico 17. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



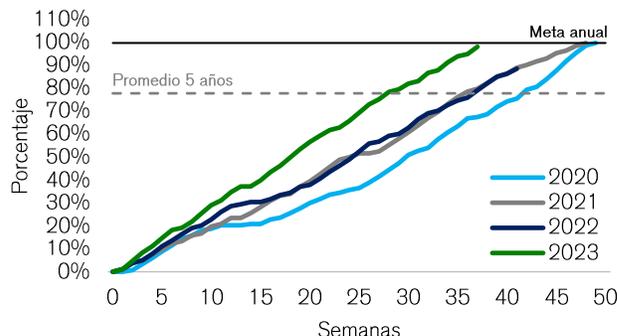
Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva registraron caídas promedio de 41 pbs y alcanzaron niveles de 4.27% y 6.72%, respectivamente.

En contraste, en la parte larga de la curva las tasas de interés aumentaron en promedio 37 pbs hasta 8.14%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, la tasa se incrementó 32 pbs hasta 8.41%.

Por otra parte, de acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2023, el monto total de colocaciones, hasta el 22 de septiembre, ascendió

a COP 34 billones. Esto representa un cumplimiento sobresaliente del 98% de la meta estipulada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2023 (COP 35 billones).

Gráfico 18. Cumplimiento de colocaciones por subastas

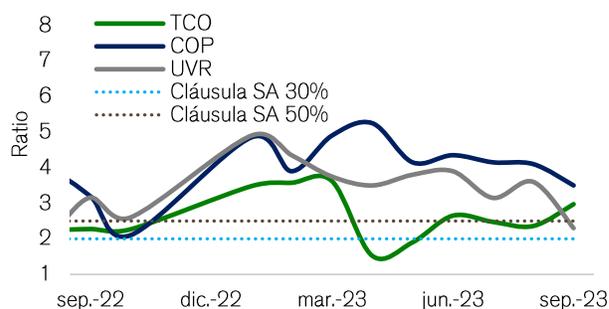


Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En línea con esto, el MHCP anunció el final de las subastas correspondientes a la vigencia actual, quedando un saldo de COP 1 billón de remanente que corresponde a la subasta de TES verdes, la cual se espera se realice antes de finalizar 2023.

Este resultado de las colocaciones por subasta en 2023 es sobresaliente, teniendo en cuenta que el porcentaje de cumplimiento durante el mismo periodo de 2022 era del 82%. Ese mismo porcentaje de cumplimiento equivale al promedio del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 18).

Gráfico 19. Sobre-demanda en las subastas de TES*



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio mensual de subastas semanales de corto y largo plazo.

Lo anterior es resultado de una sólida demanda de los inversionistas que permitió mantener activas las cláusulas de sobre-adjudicación durante gran parte del año.



En las subastas competitivas de TES, las colocaciones durante el año 2023 alcanzaron los COP 21 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 15 billones en TES COP; y ii) COP 6 billones en TES UVR. Las colocaciones no competitivas fueron por COP 13 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 septiembre registraron un promedio de 10.94%, superior al promedio de 10.73% de agosto. El *bid-to-cover* del mes registró un promedio de 3.5 veces, inferior frente al mes anterior, pero suficiente para activar las cláusulas de sobre-adjudicación (Gráfico 19).

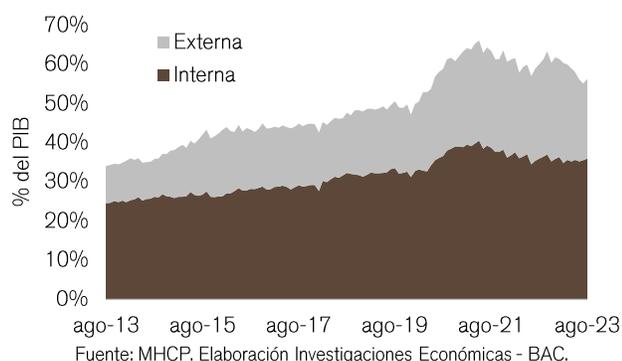
Respecto a las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte en las subastas de septiembre ascendieron hasta 4.71%. El *bid-to-cover* de estas subastas disminuyó hasta 2.3 veces.

En las subastas de TES de corto plazo (TCO), las colocaciones año corrido suman COP 9.2 billones. Las tasas de corte de estos títulos en lo corrido de septiembre se ubican en 11.26% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 3 veces.

la deuda externa fue de 20.4%, inferior al 24.2% de hace un año (Gráfico 20). La apreciación acumulada de la tasa de cambio en los últimos meses ha favorecido esta reducción del valor nominal de la deuda externa expresada en pesos.

Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 63.8% del saldo. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, bordea niveles del 36.2%.

Gráfico 20. Saldo de la deuda bruta total del GNC



Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de agosto, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 865 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda se sitúa en 56.3%, inferior frente a los niveles del mismo mes de 2022 (60.1%).

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna representa un 36% del PIB, estable frente al registro del mismo mes del año anterior. Por su parte, la proporción de



Inversión extranjera y liquidez

En línea con el comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, en agosto hubo un nuevo egreso de flujos de inversión de portafolio desde Colombia. En efecto, los datos disponibles al 31 de agosto de balanza cambiaria evidenciaron salidas por USD 294 millones.

Lo anterior es coherente con las cifras recientes del perfil de tenedores de TES que publica el MHCP, las cuáles siguen dando cuenta de una demanda débil de los Fondos de Capital Extranjero (FCE) por TES.

En efecto, las ventas netas de los FCE en agosto fueron por COP 1.4 billones, completando 4 meses consecutivos de reducciones sistemáticas de sus tenencias. De esta manera, las ventas acumuladas de los FCE en lo corrido del año ascienden a COP 6.5 billones, dando continuidad a la mayor salida de estos agentes durante los primeros 8 meses de un año desde que se tienen registros.

Gráfico 21. Flujos compra-venta FCE vs TES largo plazo



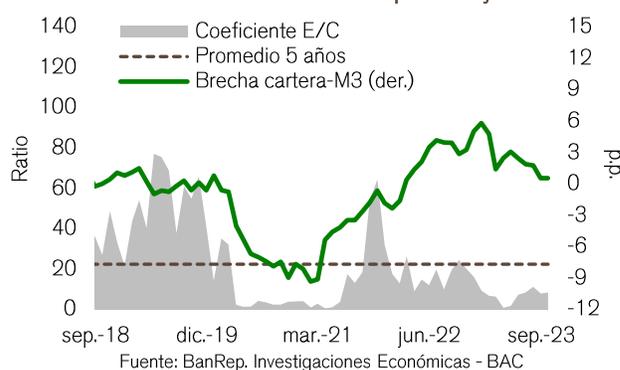
El saldo de tenencias netas de los FCE disminuyó hasta COP 111.5 billones, pero se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Así, su participación se redujo hasta 22.8% del saldo total de la deuda pública interna.

El apetito de los FCE por TES locales se ha mantenido relativamente bajo durante septiembre. De hecho, según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado, en septiembre se habrían registrado ventas netas por cerca de COP 4.7 billones (Gráfico 21), la mayor salida desde febrero de este año. La información

disponible de inversión en portafolio en lo corrido de septiembre también es consistente con lo anterior, y da cuenta de salidas acumuladas por USD 126 millones.

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) se mantienen como los mayores tenedores de TES, con una participación del 27.8% del saldo total de la deuda pública. En el último mes, estos agentes fueron compradores netos por un total de COP 1.2 billones.

Gráfico 22. Relación recursos de expansión y contracción



Por su parte, los Bancos Comerciales fueron compradores en COP 1.4 billones, aunque las ventas acumuladas de estos agentes en lo corrido del año ascienden a COP 6.3 billones. Su participación sobre el saldo total aumentó ligeramente hasta 11.9%.

El MHCP realizó ventas netas por COP 1.3 billones, las más altas desde abril. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por COP 3.4 billones y fue el mayor comprador del último mes. Esto último obedece a intervenciones directas de BanRep en el mercado monetario para garantizar unas adecuadas condiciones de liquidez en la economía.

En este entorno, las condiciones de liquidez del sistema continuaron balanceadas en septiembre, con un ligero aumento en las necesidades de algunos agentes. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep se incrementó hasta un promedio-día de COP 17.4 billones, superior a los COP 16.2 billones de agosto y también a los COP 14.8 billones de septiembre de 2022.

El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor se situó en COP 14.8 billones, con una utilización del 76% que superó el 64% de agosto. Los repos de



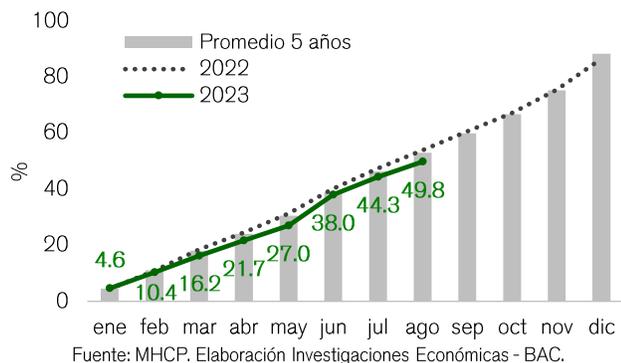
expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización significativamente baja del 3.7%, al igual que los repos de expansión a plazos de 14, 30, 90 y 180 días.

En línea con lo anterior, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) se mantuvo estable en COP 2.1 billones.

De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) aumentó en septiembre y permanece en niveles históricamente bajos (8.3 veces). Asimismo, la brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos del sistema se cerró por completo en el último mes, liberando presiones de liquidez asociados a las dinámicas del ciclo del crédito.

Todo lo anterior es consistente con unas condiciones de liquidez que, pese al aumento reciente en la demanda de recursos del sistema, permanecen relativamente holgadas.

Gráfico 23. Comparativo de la ejecución PGN sin deuda



Por otra parte, de acuerdo con las cifras de la DIAN, el recaudo tributario hasta el mes de agosto fue de COP 197.2 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo 2023 ascendió al 72%. Frente al acumulado del mismo periodo de 2022, el recaudo total registró un crecimiento del 29.8% (cerca de un 16.4% en términos reales).

Al mismo tiempo, la ejecución del presupuesto general de la nación, excluyendo el servicio de la deuda, se situó en 49.8% en agosto. Este ritmo de la ejecución se sitúa muy por debajo del registro del mismo periodo de tiempo en

2022 (53.8%) y del promedio de los últimos 5 años (53%) (Gráfico 23).

Gráfico 23. Cambio año corrido depósitos de la DTN



Bajo este contexto, y de acuerdo con la información de los Depósitos del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep, el saldo de la DTN registra un incremento año corrido de COP 34.6 billones al corte del 15 de septiembre.

Esta cifra supera ampliamente los COP 8.8 billones del acumulado del mismo periodo del año pasado y los COP 12.5 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 24), denotando algunas presiones de liquidez asociadas al manejo de los recursos del Gobierno (buena dinámica del recaudo y baja ejecución de gasto primario).

Gráfico 25. Pagos de cupones y vencimientos en 2023



Esperamos que las condiciones de liquidez se mantengan balanceadas en el corto plazo, apoyadas por una posición mayoritariamente acreedora de BanRep con el mercado para mantener el equilibrio en el mercado de dinero.

Para el mes de octubre se estima una entrada de recursos al sistema por COP 3.8 billones, distribuida en: i) COP 2



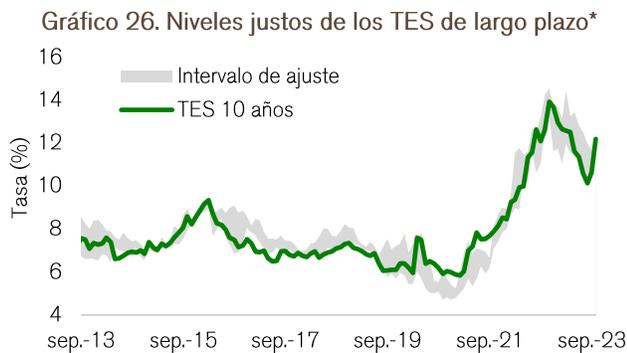
billones del cupón de los TES2034 el 18 de octubre; y ii) COP 1.8 billones del cupón de los TES2050 el próximo 26 de octubre (Gráfico 25).



Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM, mejoró ligeramente durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años se incrementó desde niveles de -1.8% hasta -1.3%, pero se mantuvo por debajo de la tasa promedio de 0.8% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 103 pbs a la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, los resultados de septiembre 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.



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
*Ajustes mínimos y máximos de modelos de regresiones múltiples.

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 aumentaron hasta 4.1% y se mantienen por encima de la media muestral de 3%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -3.1 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -1.7 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP presenta un margen estrecho de valorización de 8 pbs, en promedio. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere

también algunos niveles de entrada, especialmente en los TES2033, con un espacio de valorización de 17 pbs.

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 TESUVR2027 y TESUVR2029, con un espacio de valorización de 24 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también sugieren un margen de valorización, en promedio, de 16 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2028, TESUSD2033 y TESUSD2061 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 25 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 12.45% (Gráfico 26).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 12.09%, lo anterior sugiere una corrección técnica al alza de 35 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es relativamente alta.



Expectativas de corto plazo

En un informe reciente resaltamos varios argumentos sobre el porqué las tasas de los BC se mantendrán elevadas durante un periodo de tiempo más prolongado (ver “Más altas por más tiempo – Parte 2” en [CE – Septiembre 27 de 2023](#)). El tono de los BC seguirá siendo un elemento clave en la dinámica de la deuda pública global, en la medida que la flexibilización monetaria sea muy gradual en los próximos años y que el mercado no tenga eso adecuadamente descontado.

La probabilidad de que el rendimiento de los Tesoros a 10 años alcance niveles del 5% se ha incrementado significativamente. Buena parte obedece al ajuste de expectativas suscitado por la reciente decisión de la Fed, pero también existe una presión adicional ligada al riesgo de un cierre temporal del Gobierno en EEUU a partir del primer día de octubre. Este es un efecto fiscal que afecta negativamente la deuda pública en EEUU, tal como lo analizamos en un informe pasado (ver “Nubarrones sobre el techo” en [CE – Mayo 16 de 2023](#)).

En este entorno, sumado al incremento en los niveles de aversión al riesgo global y la fortaleza que esto ha producido en el USD, la demanda por TES de inversionistas extranjeros se estaría debilitando significativamente.

En el plano local, la inflación podría volver a sorprender al mercado en lo que resta del año y presionar los TES COP, especialmente los títulos de menor duración. En consecuencia, la cobertura contra riesgo favorecerá los TES UVR de más corto plazo.

Mantenemos nuestra perspectiva de una tendencia estructural positiva para el mercado de TES. No obstante, el margen de valorizaciones en lo que resta del año se ha acotado sustancialmente frente a lo que esperábamos meses atrás. Dicha tendencia se recuperaría desde 1T24.

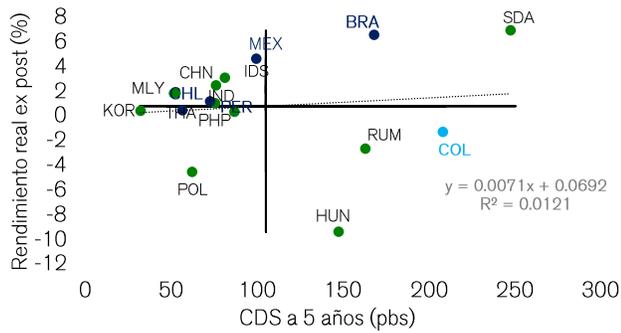
De esta forma, revisamos al alza nuestras estimaciones de cierre de año para la curva de TES COP y ahora esperamos cierres de 10% en las tasas de interés de los TES2025 y 11.5% en las de los TES2033. En el corto plazo, anticipamos algunos niveles de estrés/entrada en

el rango 10.75% - 11% para los TES2025 y 12.25% - 12.5% para los TES2033.

La valorización relativa COP-UVR favorece principalmente los TES UVR de corto y mediano plazo. Algunas medidas de estreches relativa sugieren niveles de sobre-venta de 39 pbs en estas referencias. De cara a lo que resta de 2023 y 1T24, estimamos un margen de valorización de 30-40 pbs, especialmente en la referencia TESUVR2025.

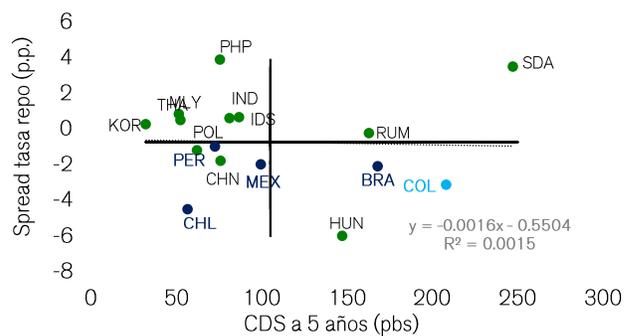


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



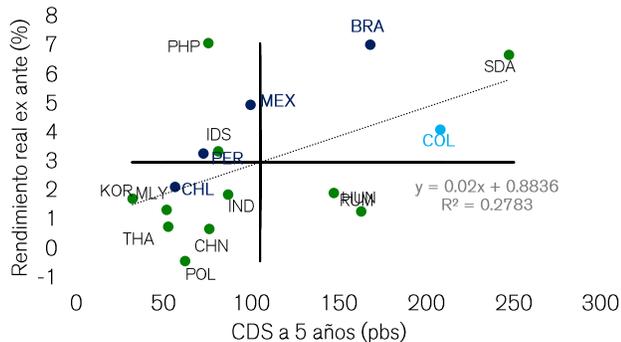
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



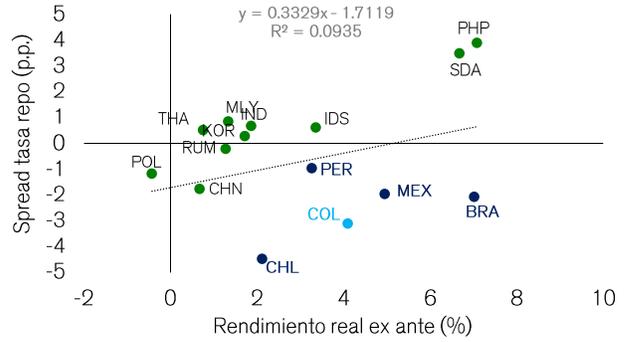
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



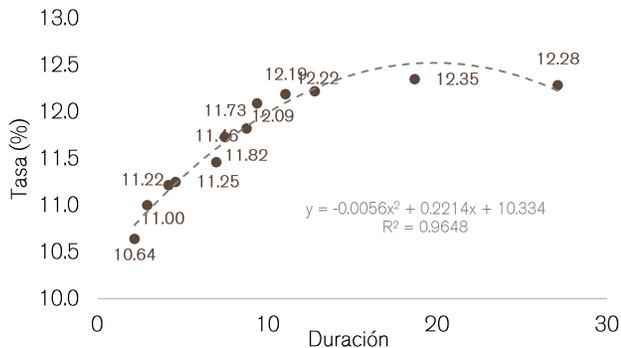
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



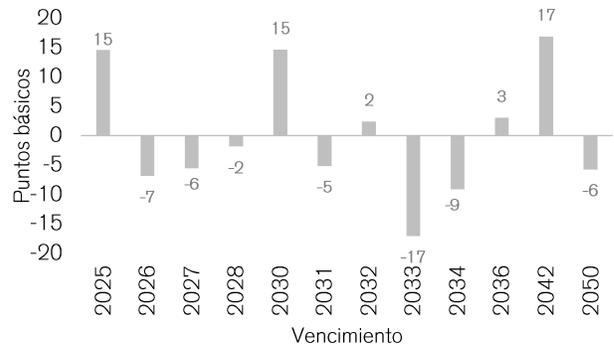
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

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	0.8	8.90	200	-291	-290	
TFIT08261125	nov-25	6.25	1.8	10.64	111	-176	-166	
TFIT15260826	ago-26	7.50	2.4	11.00	116	-172	-147	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.2	11.22	132	-154	-129	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.6	11.25	133	-155	-137	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.9	11.46	143	-144	-128	
TFVT10260331	mar-31	7.00	5.0	11.67	144	-124	-104	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.0	11.73	151	-123	-100	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.7	11.82	138	-123	-92	
TFIT11090233	feb-33	13.25	5.0	12.09	145			
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.0	12.19	157	-90	-57	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.1	12.22	160	-78	-49	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.3	12.35	143	-87	-55	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.5	12.28	143	-74	-52	

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	1.5	4.17	-10	-31	52	
TUVT11170327	mar-27	3.30	3.1	4.97	61	-53	30	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.9	5.11	73	-51	-13	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.7	5.11	64	-89	-55	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.4	5.23	53	-118	-75	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.7	5.38	63	-94	-59	
TUVT32160649	jun-49	3.75	14.8	5.20	61	-111	-74	

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	0.4	4.27	-183	-163	-155	
COLGLB24	may-24	8.125	0.6	5.35	2	-53	-107	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.1	6.45	25	-15	-72	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.7	8.02	22	107	126	
COLGLBA27	abr-27	3.875	3.1	6.72	34	-22	-88	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.3	7.36	42	15	-59	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.5	7.45	44	23	-44	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.2	7.67	54	41	-33	
COLGLB31	abr-31	3.125	6.1	7.70	52	42	-28	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.7	7.79	50	49	-22	
COLGLB33	ene-33	10.375	5.7	8.40	39	-26	76	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.3	8.14	54	19		
COLGLB34	feb-34	7.500	6.6	8.27	54			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.3	8.33	48	31	-50	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.0	8.52	41	25	-53	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.3	8.35	47	47	-33	
COLGLB44	feb-44	5.625	9.9	8.57	41	34	-68	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.7	8.48	41	47	-51	
COLGLB49	may-49	5.200	11.0	8.49	43	42	-46	
COLGLB51	may-51	4.125	12.0	8.18	47	67	-18	
COLGLB61	feb-61	3.875	12.7	7.89	48	61	-1	

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.
