



Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los títulos de deuda soberana a nivel global continuaron registrando fuertes desvalorizaciones durante el último mes. La expectativa de tasas de interés de la Fed más altas por más tiempo, el riesgo de un rebrote inflacionario, la mayor exigencia de prima de riesgo intertemporal de los inversionistas, y un evidente exceso de oferta de Tesoros en el mercado de EEUU, están creando una tormenta perfecta para los mercados de deuda.*
- *Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes fueron negativos en septiembre y algunos indicadores adelantados sugieren que la reversión de dichos flujos habría continuado en octubre. No obstante, y a pesar del estrés en la renta fija mundial, la preferencia de los inversionistas en los mercados emergentes todavía se concentra en títulos de deuda.*
- *En línea con este entorno adverso, la curva de rendimientos TES COP se desvalorizó ligeramente durante el último mes. Por su parte, los TES UVR se valorizaron, especialmente los de duración media y larga de la curva. Los rendimientos de los TES USD se incrementaron, especialmente los de más largo plazo, en línea con una mayor prima de riesgo y el aumento en las tasas de interés de los Tesoros de EEUU.*
- *Los volúmenes negociados en el mercado secundario descendieron nuevamente en octubre, hasta el nivel más bajo desde enero del presente año. Las necesidades de liquidez en el sistema financiero disminuyeron ligeramente, por lo que las condiciones de liquidez del mercado siguen balanceadas.*
- *Cálculos preliminares dan cuenta de una demanda nula por TES de parte 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 técnicamente ofrecen títulos con menores duraciones.*

investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co

CONTENIDO

Contexto internacional	2
Mercado local	6
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

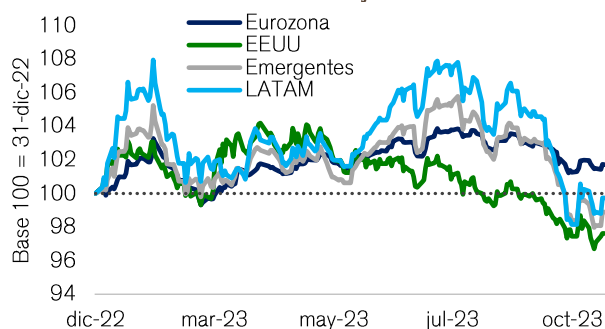


Contexto internacional

Las desvalorizaciones de los títulos de deuda a nivel internacional se aceleraron durante el último mes. En promedio, los índices de renta fija soberana registraron caídas promedio de 1% (Gráfico 1), donde el mayor retroceso lo tuvo el índice de bonos soberanos de mercados emergentes (EM) con una caída de 1.6%.

En lo corrido de 2023, el único índice que registra valorizaciones es el de la Eurozona, con un avance de 1.7%. Todos los demás, en el balance, registran desvalorizaciones año corrido del orden de 1.2%, siendo el índice de deuda pública de EEUU el que registra la mayor caída con un retroceso acumulado de 2.4%.

Gráfico 1. Índices de renta fija soberana en 2023



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

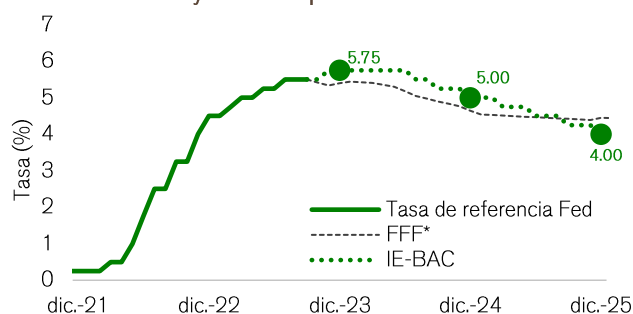
Gran parte de esta menor demanda de Tesoros en EEUU se sustenta por el ajuste de expectativas de tasas de interés más altas por más tiempo que produjo la última reunión de la Fed (ver “Más altas por más tiempo” en [CE – Septiembre 26 de 2023](#)).

Otros factores se han sumado a este desincentivo de los inversionistas por renta fija, principalmente de Tesoros. A saber: i) las fuertes ventas acumuladas de acreedores de la deuda de EEUU como China; ii) aumentos en las expectativas de inflación, presionadas por los recientes incrementos en los precios del petróleo; y iii) una mayor exigencia natural por prima de riesgo inter-temporal, algo que tiende a presionar con mayor intensidad las tasas de interés de los títulos de mayor duración.

En lo fundamental, los Bancos Centrales (BC) de economías avanzadas siguen resaltando la necesidad de

continuar con tasas de interés elevadas por un tiempo prolongado, sin dar señales claras sobre cuándo comenzarían a disminuir. La inflación en estas economías persiste en niveles elevados y por encima de las metas de los BC, razón suficiente que refuerza las perspectivas de tasas de interés altas por más tiempo.

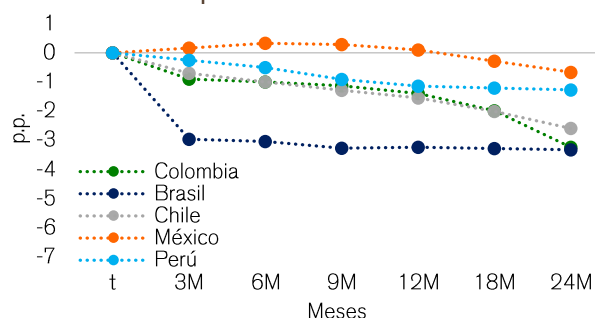
Gráfico 2. Trayectoria esperada en la tasa de la Fed



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Trayectoria implícita al corte del 25 de octubre de 2023.

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. Para el caso particular de EEUU, el mercado de Futuros de Fondos Federales (FFF) descuenta estabilidad de tasas en los próximos meses y descensos muy graduales hacia mediados de 2024 (Gráfico 2). En nuestro escenario base, las tasas de la Fed podrían aumentar 25 pbs antes de cerrar 2023 y se mantendrían estables junio del próximo año.

Gráfico 3. Expectativas de tasas BC en LATAM*



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

En los mercados EM, especialmente los BC de LATAM, las tasas de política siguen descendiendo. De manera implícita, los mercados descuentan más recortes en los

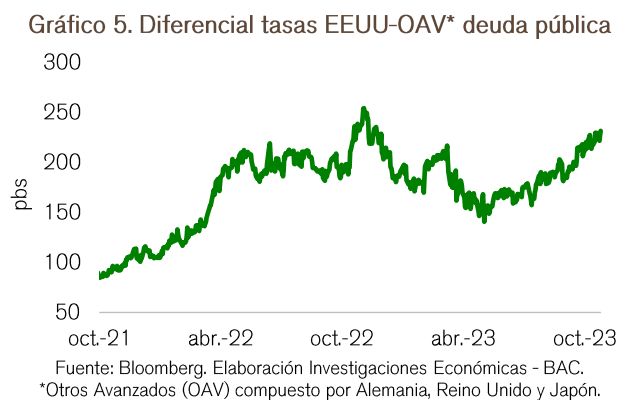


próximos meses, con particular intensidad en Brasil (Gráfico 3).



No obstante, la percepción de riesgo-país se ha deteriorado en estas economías, como consecuencia del reciente incremento en los niveles de aversión al riesgo global. Esta situación, sumada la fortaleza del USD de meses previos, ha contenido el margen potencial de valorizaciones de estos bonos.

Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU alcanzaron niveles del 5%, máximos no observados 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 4.3%¹.



Frente al corte de nuestro último informe, la tasa de estos títulos se incrementó 38 pbs. En lo corrido del año, el

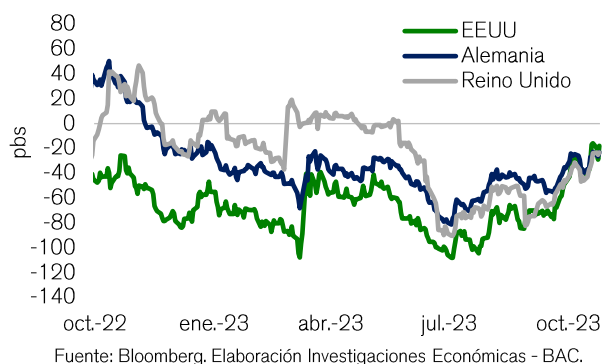
movimiento acumulado de los Tesoros a 10 años registra un alza de 108 pbs en sus tasas de interés de mercado.

Los rendimientos de otros bonos soberanos de mercados desarrollados no fueron ajenos al movimiento de los Tesoros y presentaron un comportamiento similar durante el último mes (Gráfico 4).

En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años aumentaron 13 pbs hasta 4.61%. 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 5 pbs y se sitúan en niveles de 2.89%.

En Japón, las tasas de los bonos aumentaron 10 pbs frente al corte de nuestro último informe hasta 0.86%, continuando en 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.

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



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 22 pbs durante el último mes y alcanzó máximos no vistos desde noviembre de 2022 (Gráfico 5). El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* se incrementó hasta 409 pbs, lo que equivale al nivel más alto desde el 2000.

Los diferenciales inter-temporales en las curvas de mercados avanzados (sin Japón) continúan en terreno

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

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

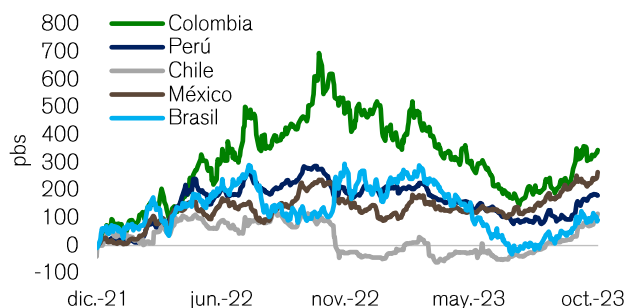


negativo (Gráfico 6), pero se siguen recuperando y completaron 3 meses en un franco ajuste. La curva de Tesoros en EEUU ya no es la más invertida, pues su *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años se incrementó hasta niveles de -18 pbs, algo no observado desde julio de 2022.

En Europa, el mismo diferencial para Alemania y el Reino Unido aumentó hasta sendos niveles de -23 pbs. La pendiente de la curva de Japón sigue siendo positiva y se incrementó ligeramente hasta niveles de 78 pbs, siendo éste el mayor empinamiento observado desde julio de 2013.

Buena parte de esta “desinversión” de las curvas de rendimientos obedece a un aumento de la prima de riesgo inter-temporal que en esta coyuntura están exigiendo los inversionistas. Como lo mencionamos anteriormente, el *sell-off* de la renta fija internacional está siendo muy significativo en 2023, contrario a lo que se esperaba hace varios meses atrás. Al conjugarse esto con el contexto de tasas altas por más tiempo, la demanda por estos títulos se afecta negativamente.

Gráfico 7. Evolución bonos locales 10 años en LATAM*



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

En consecuencia, cuando las perspectivas de los mercados se deterioran y el apetito por deuda a muy largo plazo se reduce, las tasas de interés de los bonos con mayor duración son las más expuestas.

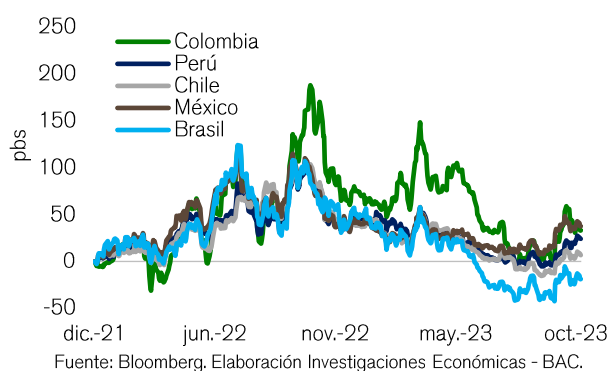
En LATAM, los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo registraron movimientos alcistas durante el último mes (Gráfico 7). En promedio, los rendimientos de

los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5)² aumentaron 25 pbs.

Lo anterior es coherente con unas primas de riesgo-país de LATAM que volvieron a aumentar en el último mes. En efecto, los CDS a 5 años de las economías LA5 registraron aumentos de 5 pbs, en promedio (Gráfico 8).

Consistente con lo anterior, los flujos de inversión de portafolio hacia mercados EM fueron negativos en septiembre por segundo mes consecutivo. La mayor salida de estos capitales se observó en los mercados de África y Asia, con un egreso de USD 12,600 millones.

Gráfico 8. Cambio CDS 5 años LATAM desde 2021



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En el consolidado, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)³, las salidas de flujos ascendieron a USD 13,800 millones. Por clase de títulos, USD 12,000 millones fueron ventas de acciones y los restantes USD 1,800 millones ventas de bonos, siendo su primer egreso en 6 meses.

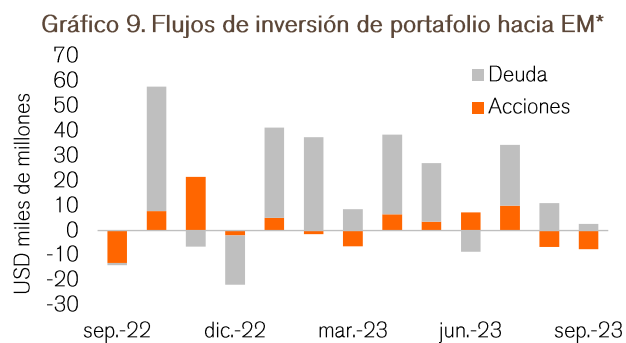
Excluyendo China, la dinámica de los flujos hacia EM también fue negativa. En efecto, el flujo neto de las salidas ascendió a USD 4,900 millones. Cerca de USD 7,500 millones fueron ventas de acciones, mientras que en títulos de deuda se registraron compras por USD 2,600 millones (Gráfico 9). Por noveno mes consecutivo, la demanda de los inversionistas extranjeros por bonos superó la de acciones.

² Brasil, México, Colombia, Chile y Perú.

³ IIF Capital Flows Tracker – October 2023.



En el acumulado hasta septiembre de 2023, los flujos de capitales hacia EM sin China suman USD 178,000 millones. Esta entrada neta supera significativamente los USD 56,300 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2022.



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

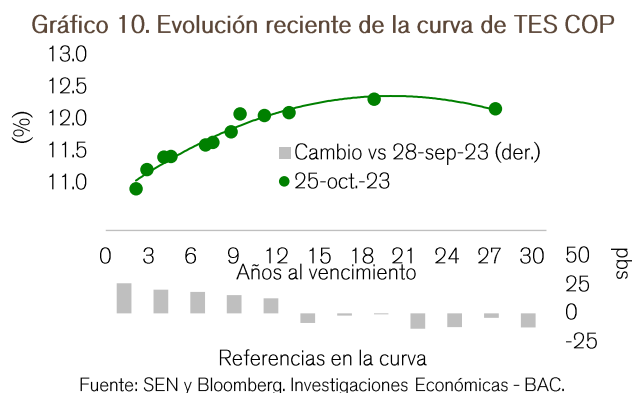
*Excluyendo flujos de inversión de portafolio hacia bonos y acciones de China.

La información preliminar de octubre sugiere que la reversión de flujos inversión de portafolio desde EM se habría extendido.



Mercado local

La volatilidad en el mercado de TES continúa siendo elevada, en medio de unos volúmenes de negociación que se han reducido significativamente. En línea con esto, tras un mes de septiembre con fuertes desvalorizaciones, la curva de rendimientos de los TES nuevamente se desplazó ligeramente al alza durante el último mes, especialmente las referencias de corto y mediano plazo.



En efecto, frente a nuestro último informe, el nivel de la curva de rendimientos de los TES COP, excluyendo los TES2024, se desplazó al alza 3 pbs (Gráfico 10). Lo anterior se dio en medio de un patrón de aplanamiento que implicó una disminución de 27 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles de 118 pbs (Gráfico 11).

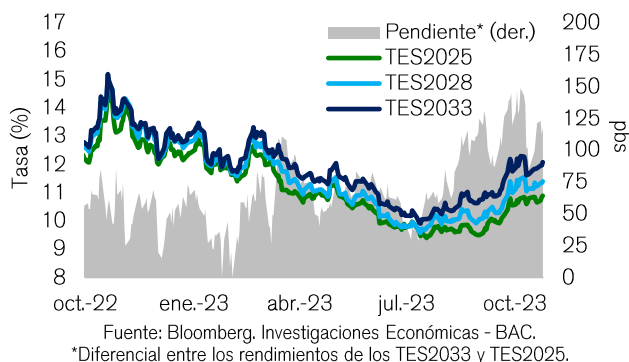
Las tasas de los TES COP de más corto plazo siguen descontando recortes en la tasa de interés del BanRep hacia 2024-2025. Esto es consistente con lo que registran las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario, donde las implícitas en los swaps de IBR a 12 meses se ubican en 12.16%, unos 139 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 11.29%, mientras que las de títulos a 360 días en el mercado de deuda privada se sitúan en 14.15% (Gráfico 12).

Las tasas de los títulos de deuda privada se han mantenido relativamente estables en semanas recientes, luego de las importantes reducciones observadas tras 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). No obstante, todavía permanecen por encima de la tasa repo y de las tasas de los TES COP en el mercado secundario. En efecto, el diferencial a 1 año entre la deuda privada y la deuda pública se sitúa en 286 pbs, muy por encima de su promedio histórico de 106 pbs.

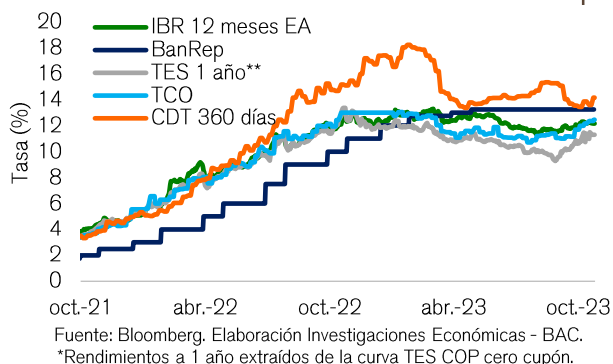
Gráfico 11. Curva TES COP y diferencial intertemporal



De esta forma, la tasa de los TES2025, la referencia de más corto plazo de la curva TES COP, aumentó 26 pbs en el último mes hasta niveles de 10.9%.

En el nodo de mediano plazo de la curva se registraron desvalorizaciones de 18 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo, aumentó 21 pbs hasta 11.21%, y los de los TES2027 y los TES2028 subieron 17 pbs en promedio, hasta 11.4% y 11.41%, en ese mismo orden.

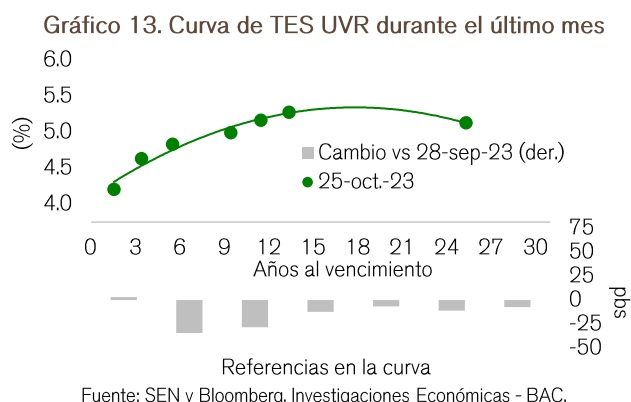
Gráfico 12. Evolución de las tasas de interés de corto plazo



Los rendimientos de los TES COP del tramo largo de la curva, en contraste, registraron caídas promedio de 5 pbs,



siendo los TES2034 los que presentaron la mayor disminución en una magnitud de 13 pbs hasta 12.06%. En la referencia natural de 10 años, los TES2033, la tasa de interés disminuyó 1 pb hasta 11.97%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 11.75%, unos 128 pbs por debajo de la tasa repo.



La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento a la baja de 14 pbs, contrario frente a lo observado en la curva TES COP, lo que se explica por las valorizaciones que registraron los títulos del nodo de mayor duración.

Buena parte de este resultado estuvo en línea con el comportamiento de la curva TES COP, aunque también por el aumento reciente de las expectativas de inflación que siguen favoreciendo la demanda de TES UVR (ver sección de “Precios y política monetaria” en [IMCE – Octubre de 2023](#)).

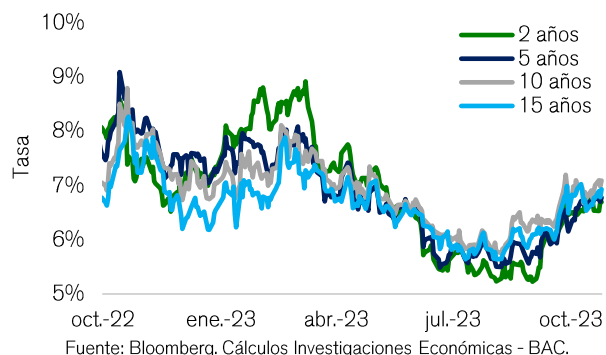
El rendimiento de los TESUVR2025, la referencia de la parte corta, se incrementó 3 pbs en el último mes hasta 4.21% (Gráfico 13). En el tramo medio de la curva, donde estimábamos el mayor margen de valorización, los TESUVR2027 cayeron 34 pbs hasta 4.63%.

Por su parte, en el tramo largo de la curva el movimiento promedio fue de 13 pbs a la baja, donde el rendimiento de los TESUVR2033 disminuyó 12 pbs hasta 4.99%. Los TESUVR2049 se ubicaron en niveles de 5.13%, lo que significa una valorización de 7 pbs (Gráfico 13).

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se incrementó hasta 6.88% y se sitúa muy por encima de la meta de 3% del

BanRep. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 6.7%, mientras que el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 6.93% (Gráfico 14).

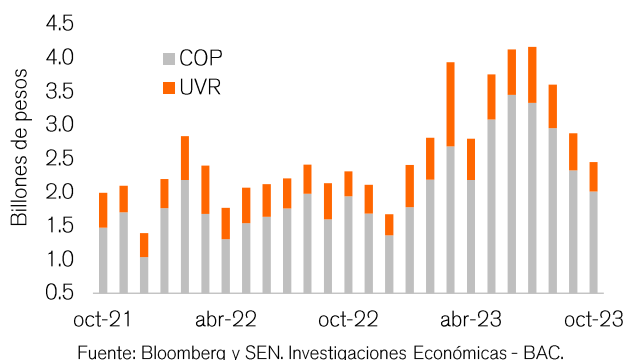
Gráfico 14. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



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 6.98%. 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 2.5 billones en octubre, desde los de COP 2.9 billones de septiembre, lo que equivale al monto promedio negociado más bajo desde enero del presente año. Sin embargo, el importe transado del último mes es ligeramente superior a los COP 2.3 billones de octubre de 2022 (Gráfico 15).

Gráfico 15. Volumen promedio-día de negociación en SEN

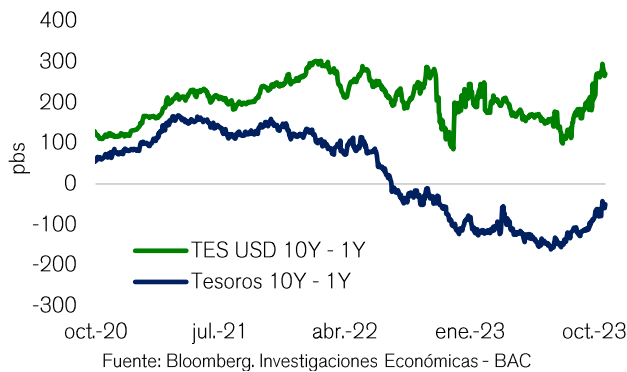


Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario en octubre fueron los TES2033, TES2042 y TES2050, todas referencias de la parte larga de la curva y que hacen parte de las subastas en mercado primario.



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.

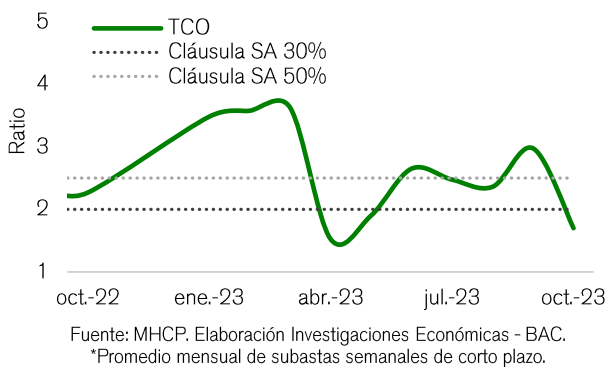
Gráfico 16. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



La curva TES USD, por su parte, registró un movimiento alcista en todo su nivel de 31 pbs durante el último mes. La pendiente de la curva TES USD aumentó 6 pbs, lo cual es coherente con el empinamiento registrado en la curva de Tesoros (Gráfico 16) y con el deterioro reciente de la percepción de riesgo-país.

Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva registraron aumentos promedio de 11 pbs y alcanzaron niveles de 5.26% y 5.89%, respectivamente.

Gráfico 17. Sobre-demanda en las subastas de TCO*

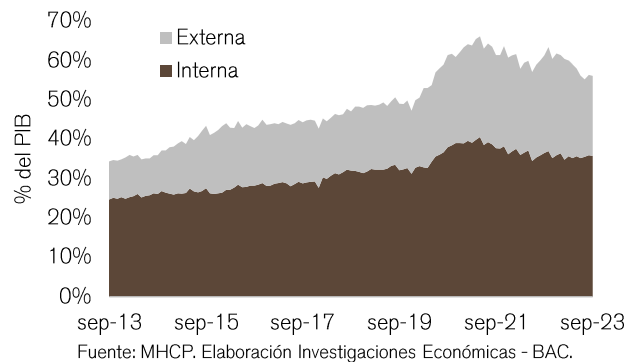


Asimismo, en la parte larga de la curva las tasas de interés aumentaron en promedio 34 pbs hasta 8.46%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, la tasa se incrementó 10 pbs hasta 8.48%.

Con relación a las subastas de TES de corto plazo (TCO), las colocaciones año corrido suman COP 9.9 billones. Las tasas de corte de estos títulos en lo corrido de octubre se situaron en 12.24% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 1.8 veces, el nivel más bajo desde abril de este año (Gráfico 17).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de septiembre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 862 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 56.1%, inferior al 61.3% del mismo mes de 2022.

Gráfico 18. Saldo de la deuda bruta total del GNC



Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se sitúa en 35.8% del PIB, inferior al 36.5% del mismo mes del año anterior. Por su parte, la proporción de la deuda externa fue de 20.3%, inferior al 24.8% de hace un año (Gráfico 18). 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 total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles del 36.2%.

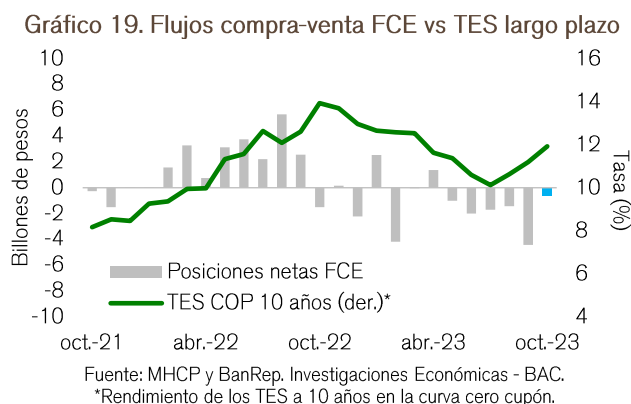


Inversión extranjera y liquidez

En línea con el comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, en septiembre hubo un nuevo egreso de flujos de inversión de portafolio desde Colombia. En efecto, los datos de balanza cambiaria evidenciaron salidas por USD 1,336 millones, el mayor egreso mensual desde enero de 2020.

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

En efecto, las ventas netas de los FCE en septiembre fueron por COP 4.4 billones, la mayor salida registrada desde que se tiene información. De esta manera, las ventas acumuladas de los FCE en lo corrido del año ascienden a COP 10.9 billones.



El saldo de tenencias netas de los FCE disminuyó hasta COP 107.1 billones, pero se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Así, su participación se redujo hasta 21.8% del saldo total de la deuda pública interna.

El apetito de los FCE por TES locales habría sido nulo otra vez en octubre. Según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado, las ventas netas se habrían mantenido por cerca de COP 609 mil millones (Gráfico 19). La información disponible de inversión en portafolio en lo corrido de octubre también es consistente con lo

anterior, y da cuenta de salidas acumuladas por USD 89 millones.

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) se mantienen como los mayores tenedores de TES, con una participación del 27.5% del saldo total de la deuda pública. En el último mes, estos agentes fueron compradores netos por un total de COP 4.3 billones, el monto más alto desde mayo del presente año.



Por su parte, los Bancos Comerciales fueron compradores en COP 2.1 billones, aunque las ventas acumuladas de estos agentes en lo corrido del año ascienden a COP 4.3 billones. Su participación sobre el saldo total aumentó ligeramente hasta 12.2%.

El MHCP realizó ventas netas por COP 563 mil millones. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por tan solo COP 61 mil millones, el monto más bajo desde abril del presente año.

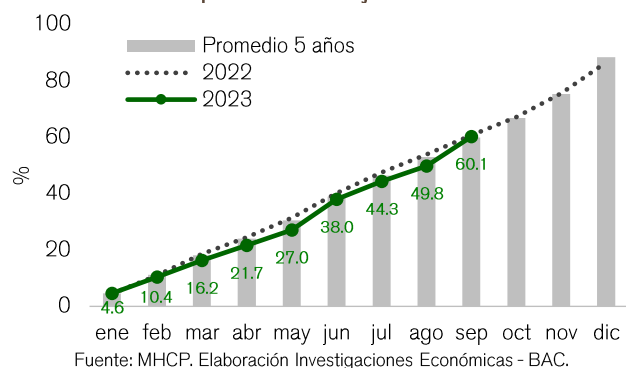
En este entorno, las condiciones de liquidez del sistema continuaron balanceadas en octubre, con una ligera reducción en las necesidades de algunos agentes. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep disminuyó hasta un promedio-día de COP 15.9 billones, inferior a los COP 17.9 billones de septiembre y también a los COP 19 billones de octubre de 2022.

El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor se situó en COP 14.6 billones, con una utilización del 74%, que es inferior al 77% de septiembre. Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización de apenas el 2%.



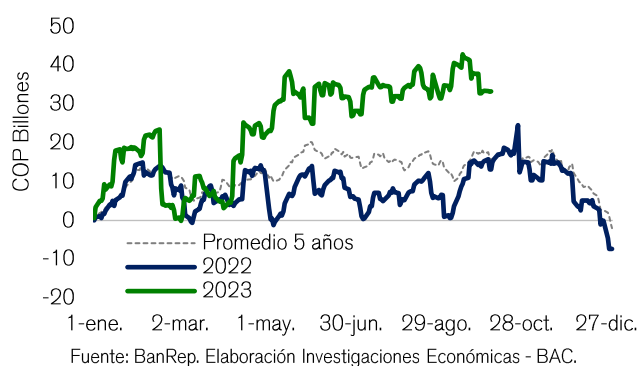
En línea con lo anterior, el saldo de operaciones promedio día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) se mantuvo relativamente estable en COP 2.1 billones.

Gráfico 21. Comparativo de la ejecución PGN sin deuda



De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) disminuyó en octubre y permanece en niveles históricamente bajos (7.6 veces). Asimismo, la brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos del sistema continuó cerrándose y ya se encuentra en niveles negativos, lo que teóricamente libera presiones de liquidez asociadas a las dinámicas del ciclo del crédito (Gráfico 20).

Gráfico 22. Cambio año corrido depósitos de la DTN

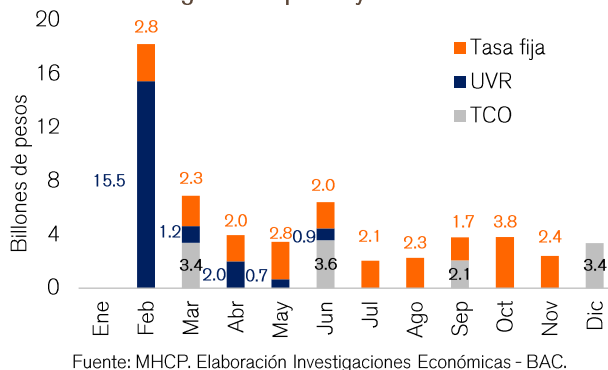


Por otra parte, de acuerdo con las cifras recientes de la DIAN, el recaudo tributario al corte de septiembre ascendió hasta COP 224.5 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo 2023 se sitúa en 82%. Frente al acumulado del mismo periodo de 2022, el recaudo total registró un crecimiento del 27.1% (cerca de un 14.4% en términos reales).

Al mismo tiempo, la ejecución acumulada del presupuesto general de la nación, excluyendo el servicio de la deuda, comenzó a acelerarse y ascendió hasta 60.1% en septiembre (Gráfico 21), en línea con lo que esperábamos. Este ritmo de ejecución se sitúa, además, muy cerca del registro del mismo periodo de 2022 (60.6%) y supera el promedio de los últimos 5 años (59.9%).

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 33.3 billones al corte del 13 de octubre. Esta cifra supera ampliamente los COP 17.2 billones del acumulado del mismo periodo del año pasado y los COP 17.4 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 22).

Gráfico 23. Pagos de cupones y vencimientos en 2023



Teniendo en cuenta todo lo anterior, esperamos que las condiciones de liquidez se mantengan balanceadas en el corto plazo. Nuevas intervenciones de BanRep, a través de compras definitivas de TES, lucen poco probables en la medida que la ejecución del gasto público se siga acelerando.

Adicionalmente, para el mes de noviembre se estima una entrada de recursos al sistema por COP 2.4 billones, distribuida en: i) COP 1.2 billones del cupón de los TES2027 el 3 de noviembre; y ii) COP 1.2 billones del cupón de los TES2025 el próximo 26 de noviembre (Gráfico 23).



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 -1.3% hasta 0.3%, pero se mantuvo por debajo de la tasa promedio de 1.8% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 125 pbs a la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, las cifras disponibles 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 aumentaron hasta 5.2% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.5%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -2 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -1.4 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP presenta un margen estrecho de valorización de 7 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 18 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, con un espacio de valorización de 10 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también sugieren un margen de valorización, en promedio, de 25 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2033, TESUSD2034 y TESUSD2061 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 37 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 12.36% (Gráfico 24).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 12.08%, lo anterior sugiere una corrección técnica al alza de 28 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es moderada.



Expectativas de corto plazo

El balance de riesgos para la renta fija global sigue siendo negativo. Como lo hemos advertido en otros informes, creemos que el entorno continuará siendo desafiante en el corto plazo, en la medida que las tasas de interés de los Tesoros en EEUU sigan presionadas al alza y contaminando por esta vía toda la deuda internacional.

Asimismo, en la medida que los niveles de aversión al riesgo sigan aumentando y que el USD se mantenga fuerte, resulta difícil esperar alguna recuperación de la demanda por TES de inversionistas extranjeros.

En el plano local, la demanda de inversionistas continuará débil en los próximos meses, debido a la culminación anticipada del cronograma de subastas en mercado primario y los efectos estacionales de la temporada de fin de año. Además, la inflación mensual de los meses de 4T23 podría volver a sorprender al mercado y crear presiones sobre los TES COP de menor duración. La cobertura contra riesgo continúa favoreciendo la valoración relativa hacia los TES UVR de más corto plazo.

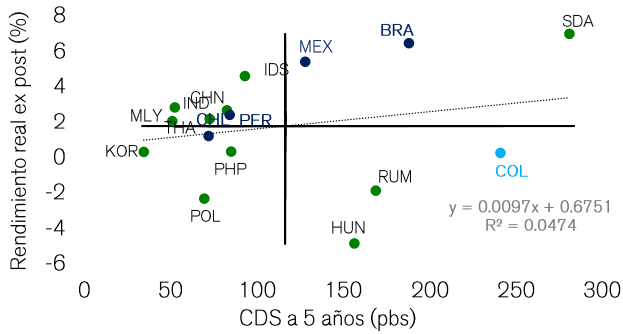
Seguimos advirtiendo que es altamente probable que la tendencia estructural positiva para el mercado de TES sólo se retome hacia 1T24. En consecuencia, creemos que el margen de valorizaciones para lo que resta del año es muy estrecho.

Mantenemos nuestra estimación de cierre de año en 11.5% para las tasas de interés de los TES2033. No obstante, para los TES2025 elevamos nuestra proyección de cierre de 2023 hasta 10.5%, desde el anterior 10%. Esto es consistente no sólo con nuestra expectativa de estabilidad de tasa repo en 13.25%, sino también con el reciente ajuste al alza que han experimentado las expectativas del mercado en cuanto a los niveles de cierre de año de tasas de interés de política.

La valoración relativa COP-UVR favorece principalmente los TES UVR de corto y mediano plazo. Algunas medidas de estreches relativa sugieren niveles de sobre-venta de 28 pbs en estas referencias. De cara a lo que resta de 4T23 y 1T24, estimamos un margen de valorización de 28 pbs, especialmente en la referencia TESUVR2025.

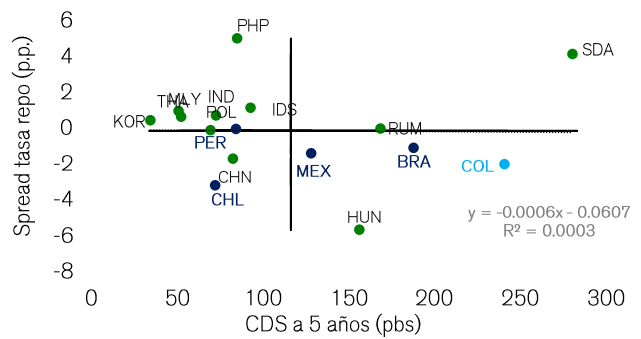


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



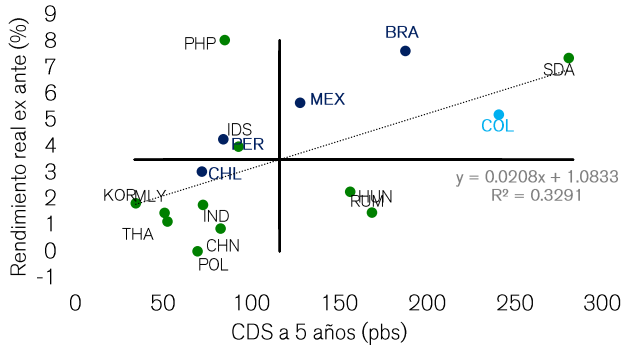
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



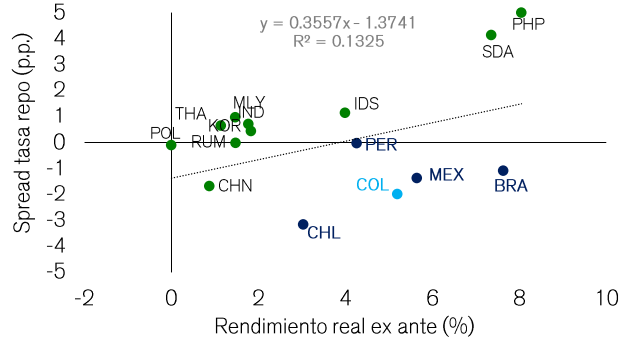
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



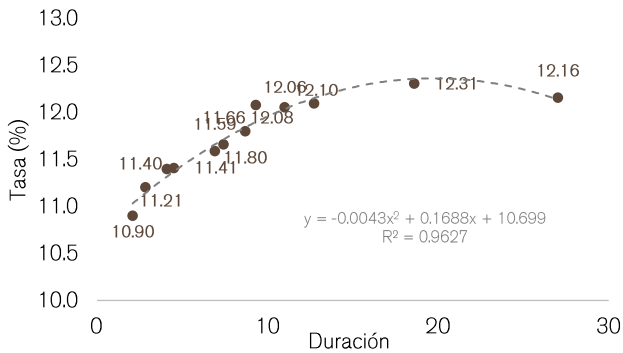
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



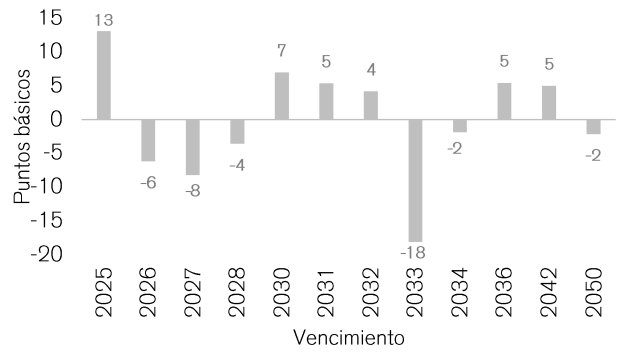
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

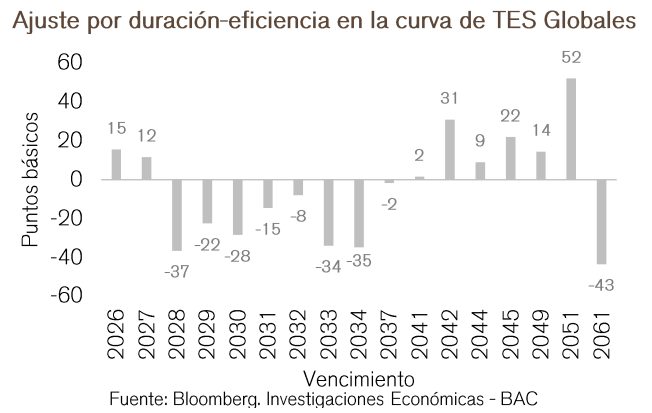
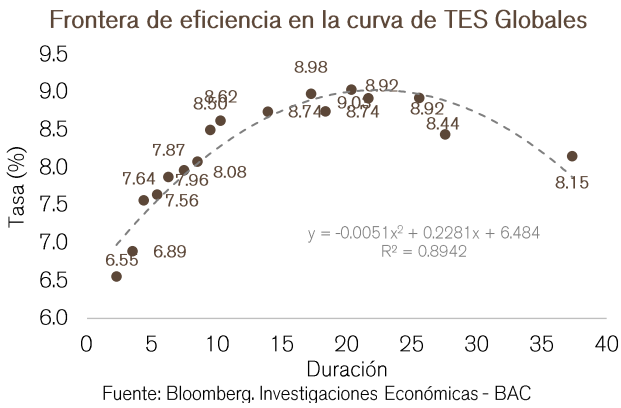
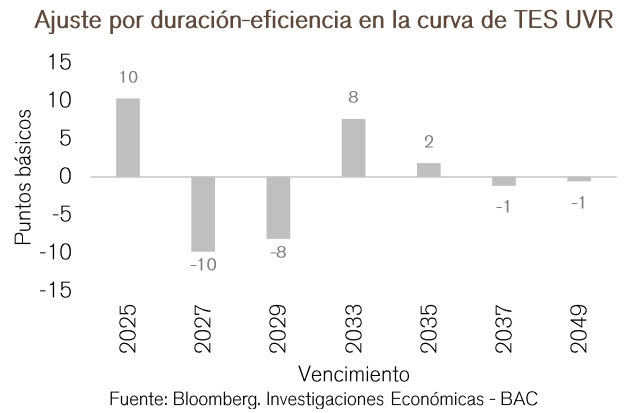
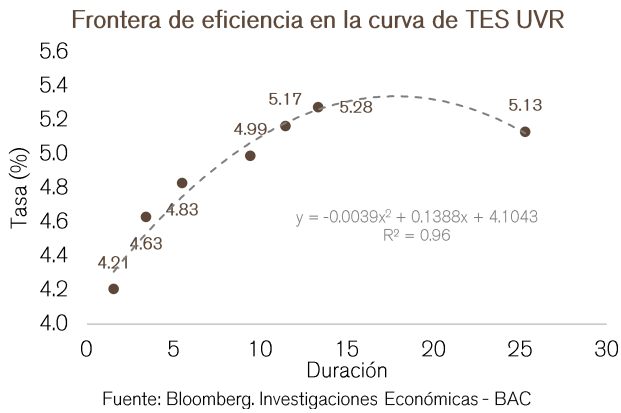


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

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	0.7	8.81	1	-300	-412	
TFIT08261125	nov-25	6.25	1.7	10.90	50	-150	-269	
TFIT15260826	ago-26	7.50	2.4	11.21	44	-152	-260	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.1	11.40	49	-135	-258	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.5	11.41	51	-139	-259	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.8	11.59	44	-131	-246	
TFVT10260331	mar-31	7.00	5.0	11.45	29	-145	-267	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.0	11.66	28	-130	-238	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.6	11.80	30	-125	-222	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.9	12.08	36			
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.5	12.06	36	-103	-194	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.0	12.10	40	-90	-200	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.2	12.31	39	-91	-195	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.5	12.16	26	-86	-205	

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	1.4	4.21	15	-28	-160	
TUVT11170327	mar-27	3.30	3.1	4.63	22	-87	-127	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.9	4.83	10	-79	-122	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.7	4.99	15	-101	-121	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.4	5.17	16	-125	-137	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.7	5.28	16	-105	-128	
TUVT32160649	jun-49	3.75	14.8	5.13	23	-118	-147	

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	
COLGLB24	may-24	8.125	0.5	5.26	-44	-63	-241	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.0	6.55	20	-5	-171	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.7	6.62	-144	-34	-127	
COLGLBA27	abr-27	3.875	3.1	6.89	31	-5	-170	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.3	7.56	455	455	455	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.4	7.64	36	43	-109	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.2	7.87	38	61	-82	
COLGLB31	abr-31	3.125	6.0	7.96	46	69	-68	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.6	8.08	49	77	-61	
COLGLB33	ene-33	10.375	5.7	8.48	22	-19	-100	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.2	8.50	57	55		
COLGLB34	feb-34	7.500	6.4	8.62	57			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.1	8.74	64	72	-82	
COLGLB41	ene-41	6.125	8.8	8.98	69	71	-71	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.0	8.74	64	86	-49	
COLGLB44	feb-44	5.625	9.6	9.03	68	80	-71	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.3	8.92	68	91	-57	
COLGLB49	may-49	5.200	10.6	8.92	65	85	-54	
COLGLB51	may-51	4.125	11.7	8.44	47	93	-35	
COLGLB61	feb-61	3.875	12.3	8.15	47	87	-7	

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.
