



Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los títulos de deuda soberana a nivel global se recuperaron significativamente durante el último mes. El tono menos restrictivo de los faros monetarios mundiales, así como una continua corrección de la inflación y sus expectativas, han favorecido la mayor demanda relativa por renta fija a nivel internacional.*
- *Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes fueron negativos en octubre, pero la información disponible en noviembre sugiere una recuperación importante. La preferencia de los inversionistas en los mercados emergentes sigue concentrada en títulos de deuda.*
- *La curva de rendimientos TES COP se valorizó durante el último mes, en línea con el contexto de los mercados externos. Los TES UVR también se valorizaron, especialmente los de duración media y larga de la curva. Los rendimientos de los TES USD disminuyeron, especialmente los de más largo plazo, algo coherente con una mejora en la percepción de riesgo-país y la caída de las tasas de interés de los bonos del Tesoro de EEUU.*
- *Los volúmenes negociados en el mercado secundario se recuperaron en noviembre, alcanzando máximos desde agosto del presente año. Las necesidades de liquidez en el sistema financiero se siguen suavizando, por lo que las condiciones de liquidez del mercado estuvieron más holgadas durante el último mes.*
- *Cálculos preliminares dan cuenta de una demanda de inversionistas extranjeros por TES que se estaría recuperando en noviembre. Diferentes estimaciones sugieren un margen adicional de valorizaciones en los TES con vencimientos de mayor duración. En contraste, los TES con duraciones cortas estarían muy cerca de sus valores justos.*

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

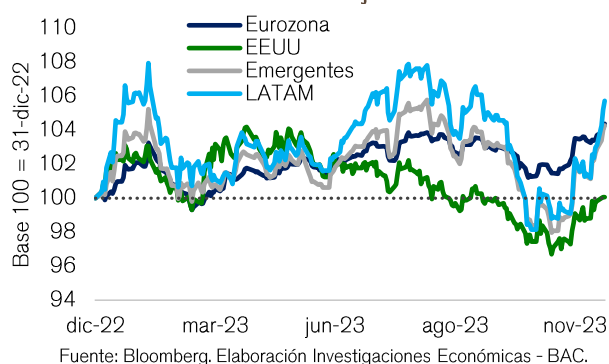


Contexto internacional

Los títulos de deuda a nivel internacional evidenciaron una fuerte recuperación durante el último mes. En promedio, los índices de renta fija soberana registraron aumentos de 4.4% (Gráfico 1), donde el mayor avance lo tuvo el índice de bonos soberanos de LATAM con un alza de 6.4%.

En lo corrido de 2023, todos los índices en el balance registran valorizaciones del orden de 3.6%, siendo el índice de deuda pública de LATAM el de mayores avances con un incremento acumulado de 5.7%.

Gráfico 1. Índices de renta fija soberana en 2023

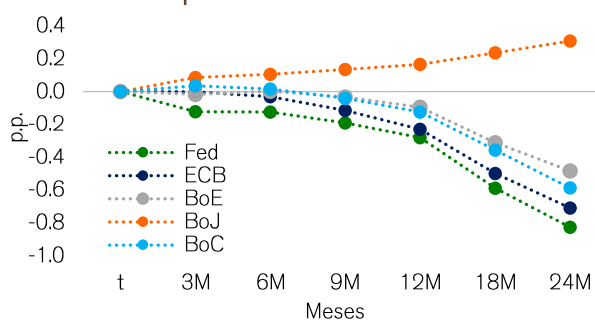


La recuperación de los mercados de deuda durante el último mes obedece, principalmente, a un tono menos restrictivo de los Bancos Centrales (BC) de economías avanzadas, que parecen haber alcanzado su techo en el actual ciclo monetario. La continua reducción en los niveles de inflación global, así como una corrección de expectativas de inflación favorecida por las caídas en los precios de bienes energéticos, también refuerzan este comportamiento de la renta fija.

En EEUU, la Fed mantuvo estable su tasa de interés durante su reunión de noviembre en el rango 5.25% - 5.5%, en línea con lo que esperaba el mercado. Aunque la posibilidad de un aumento adicional de tasas en diciembre no se puede descartar, los mercados ya tienen incorporado en buena medida no sólo este potencial incremento de tipos de interés, sino también un contexto de tasas elevadas por más tiempo (ver "Más altas por más tiempo" en [CE – Septiembre 26 de 2023](#)) que no cambia la perspectiva de una flexibilización monetaria en 2024 o 2025.

En nuestro escenario base, seguimos esperando que la Fed aumente sus tasas de interés hasta el rango 5.5% - 5.75% en diciembre. Los recortes de las tasas de referencia iniciarían durante la primera mitad del próximo año, en la medida que la inflación consolide su convergencia hacia la meta de 2%.

Gráfico 2. Expectativas de tasas BC en avanzados*



En Europa, al igual que la Fed en EEUU, los BC mantienen una postura contractiva, pero han dado las primeras puntadas de lo que sería la futura flexibilización monetaria cuando la inflación lo permita. En ese entorno, el Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) y el Banco de Inglaterra (BoE) mantuvieron estable sus tasas de interés en 4.5% y 5.25%, respectivamente.

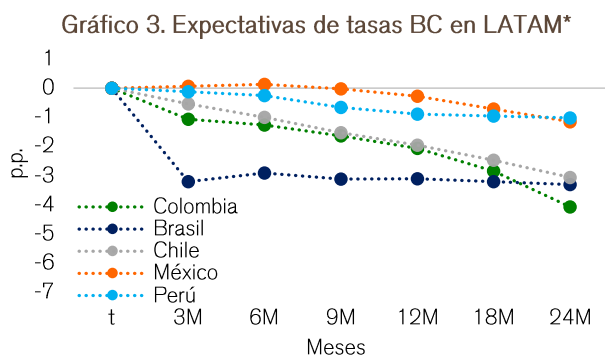
El Banco de Japón (BoJ) también dejó inalterados su tasa de intervención en -0.1% y su programa de control de curva de rendimientos (YCC, por sus siglas en inglés). No obstante, existen algunas señales que sugieren que el BoJ estaría dispuesto a abandonar su postura de tipos de interés negativos y relajar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

De esta forma, las expectativas implícitas en los mercados descuentan para el caso de la Fed recortes de tasas de interés en los próximos 3-6 meses. Para el BCE, BoE y Banco de Canadá (BoC), los mercados anticipan recortes de sus tipos de interés en horizontes superiores a 6 meses. El BoJ es la única excepción, pues los mercados anticipan incrementos en su tasa de referencia para los distintos horizontes a 1 y 2 años (Gráfico 2).

En LATAM, los BC de Brasil y Perú recortaron nuevamente sus tasas de interés en 50 y 25 pbs,

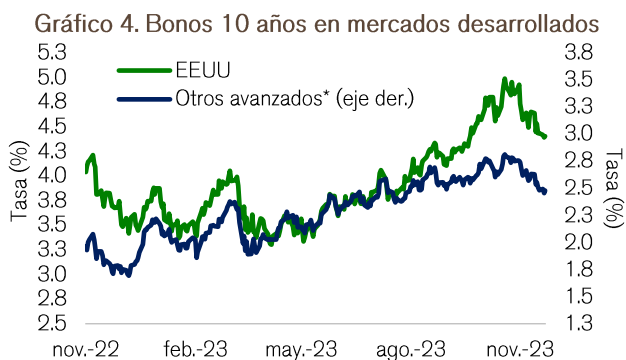


respectivamente. Es previsible que estos BC, junto con el de BC de Chile, continúen recortando las tasas de referencia en los próximos meses, en la medida que la inflación y sus expectativas le siguen otorgando margen. Los únicos BC que por el momento han mantenido estables sus tasas de interés son el de Colombia y México.



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

De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados, se espera que los recortes en los tipos de política monetaria continúen durante los próximos 12 meses. Según lo anticipan estas curvas, el BC de Brasil sería el que más espacio tendría en el corto plazo para recortar más rápidamente su tasa de referencia (Gráfico 3).

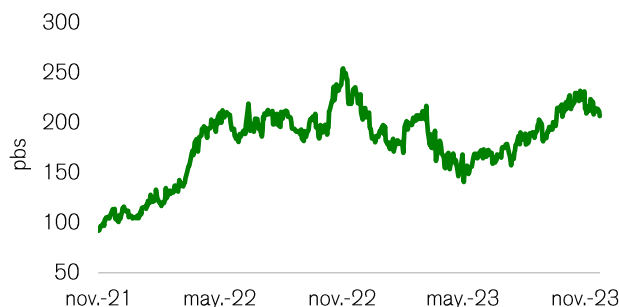


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio tasas de interés en Reino Unido, Alemania y Japón.

Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU retornaron a niveles del 4.4%, alejándose de los máximos del orden de 5% registrados el mes anterior. Controlando por la postura monetaria de la Fed,

estos niveles se sitúan levemente por debajo de nuestras estimaciones de nivel objetivo (valor de corto plazo) de 4.5%¹ en estos títulos.

Gráfico 5. Diferencial tasas EEUU-OAV* deuda pública



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

Frente al corte de nuestro último informe, la tasa de interés de los Tesoros a 10 años disminuyó 55 pbs. En lo corrido del año, el movimiento acumulado de los rendimientos de estos títulos es de un alza de 53 pbs.

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 descendieron 36 pbs hasta 4.25%. Por su parte, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, disminuyeron 27 pbs y se sitúan en niveles de 2.62%. En Japón, las tasas de los bonos se redujeron 13 pbs frente al corte de nuestro último informe hasta 0.72%, pero continúan muy cerca de máximos desde 2013.

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, disminuyó en promedio unos 25 pbs durante el último mes (Gráfico 5). El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* se incrementó hasta un máximo de 23 años de 423 pbs.

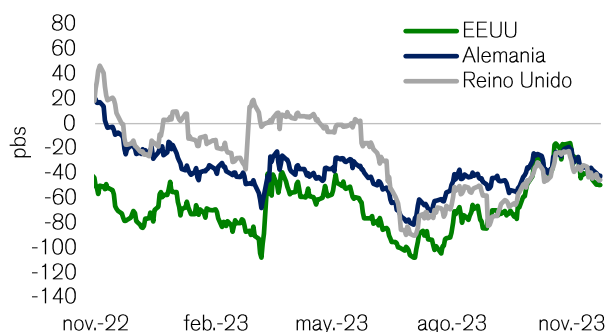
¹ Para el cálculo utilizamos modelos de regresión simple entre los Tesoros a 10 años y tres regresores: tasa Fed, tenencias de activos Fed

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



Los diferenciales inter-temporales en las curvas de mercados avanzados (sin Japón) continúan en terreno negativo (Gráfico 6). La curva de Tesoros en EEUU sigue siendo la más invertida, pues su *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años disminuyó hasta niveles de -50 pbs.

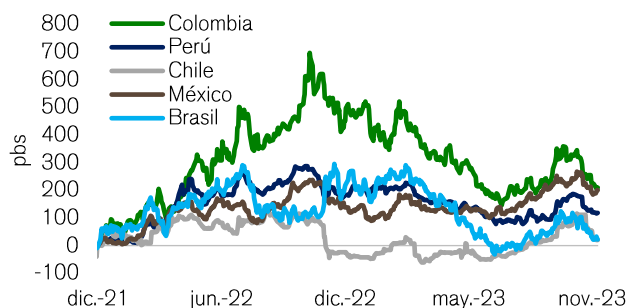
Gráfico 6. Pendiente 10Y-2Y deuda pública avanzados



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En Europa, el mismo diferencial para Alemania y el Reino Unido disminuyó hasta niveles de -42 y -45 pbs, respectivamente. La pendiente de la curva de Japón se mantiene positiva, pero disminuyó ligeramente hasta niveles de 68 pbs.

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

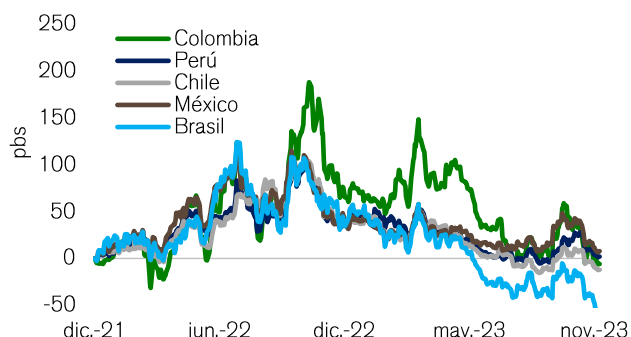
En línea con lo anterior, los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo en LATAM registraron descensos durante el último mes (Gráfico 7). En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5)² descendieron 86 pbs.

² Brasil, México, Colombia, Chile y Perú.

³ IIF Capital Flows Tracker – November 2023.

Lo anterior es coherente con unas primas de riesgo-país de LATAM que disminuyeron en el último mes. En efecto, los CDS a 5 años de las economías LA5 registraron caídas de 30 pbs, en promedio (Gráfico 8).

Gráfico 8. Cambio CDS 5 años LATAM desde 2021

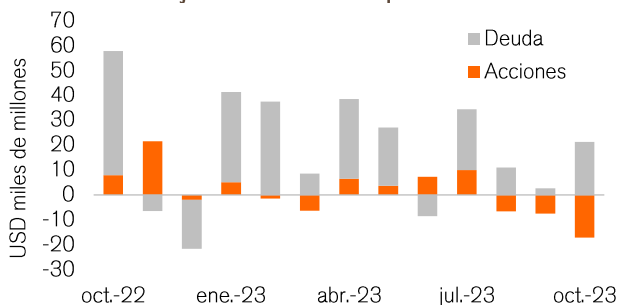


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) fueron negativos en octubre por tercer mes consecutivo. La mayor salida de estos capitales se observó en Asia, con un egreso de USD 5,700 millones.

En el consolidado, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)³, las salidas de flujos ascendieron a USD 3,400 millones. Por clase de títulos, USD 17,200 millones fueron ventas de acciones, las cuales fueron compensadas parcialmente por compras de USD 13,800 millones en 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, la dinámica de los flujos hacia EM fue positiva. En efecto, el flujo neto de las entradas ascendió



a USD 10,800 millones. Cerca de USD 9,700 millones fueron ventas de acciones, mientras que en títulos de deuda se registraron compras por USD 20,500 millones (Gráfico 9). Por décimo mes consecutivo, la demanda de los inversionistas extranjeros por bonos superó la de acciones.

En el acumulado hasta octubre de 2023, los flujos de capitales hacia EM sin China suman USD 188,000 millones. Esta entrada neta supera significativamente los USD 114,200 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2022.

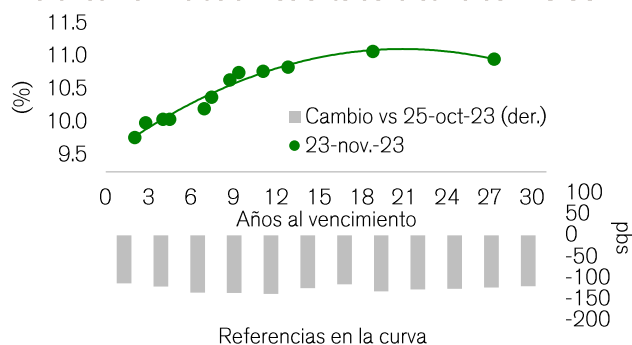
La información preliminar de noviembre sugiere que los flujos inversión de portafolio hacia EM se estarían recuperando significativamente. Esto se estaría sintiendo con particular intensidad en la demanda por títulos de deuda, coherente con el buen desempeño de la renta fija durante el último mes.



Mercado local

El mercado de TES no fue ajeno al favorable entorno de la renta fija global durante el último mes. Los movimientos de la curva de rendimientos fueron marcadamente bajistas, en medio de un incremento de los volúmenes de negociación y de la demanda de inversionistas locales y extranjeros.

Gráfico 10. Evolución reciente de la curva de TES COP



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

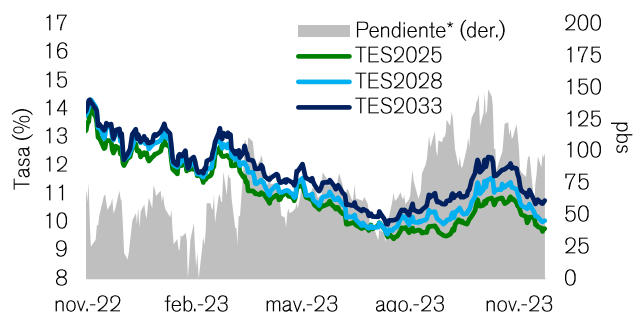
En efecto, frente a nuestro último informe, el nivel de la curva de rendimientos de los TES COP, excluyendo los TES2024, se desplazó a la baja 126 pbs (Gráfico 10). Lo anterior se dio en medio de un patrón de aplanamiento que implicó una reducción de 19 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles de 99 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 11.62%, unos 163 pbs por debajo del nivel actual de la tasa repo (13.25%). Otras tasas de interés de corto plazo sugieren lo mismo, como las tasas de los TES a 1 año en la curva cero-cupón que se ubican en 10.49% (Gráfico 12).

Las tasas de interés de títulos de deuda privada a 360 días se sitúan en 13.74%, por encima de la tasa repo. Sin embargo, siguen siendo inferiores a los máximos de 17.9% alcanzados en la primera parte de este año. Las presiones asociadas a las exigencias de depósitos a vista del Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN) han

desaparecido, lo que sumado a unas condiciones de liquidez holgadas favorecen este comportamiento.

Gráfico 11. Curva TES COP y diferencial intertemporal



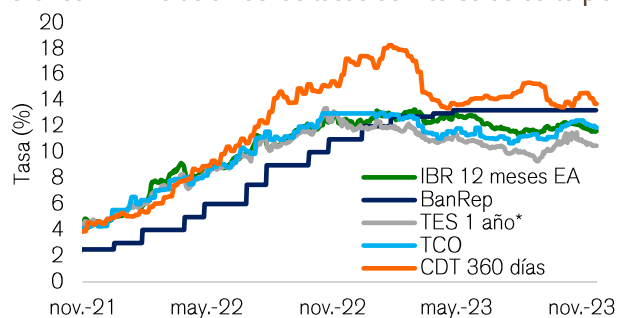
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2033 y TES2025.

No obstante, estas tasas de interés todavía permanecen por encima de las tasas de los TES COP en el mercado secundario, lo que explica en parte el menor apetito relativo hacia TES de baja duración. En efecto, el diferencial a 1 año entre la deuda privada y la deuda pública se sitúa en 325 pbs, muy por encima de su promedio histórico de 107 pbs.

De esta forma, la tasa de los TES2025, la referencia de más corto plazo de la curva TES COP, disminuyó 113 pbs en el último mes hasta niveles de 9.77%.

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



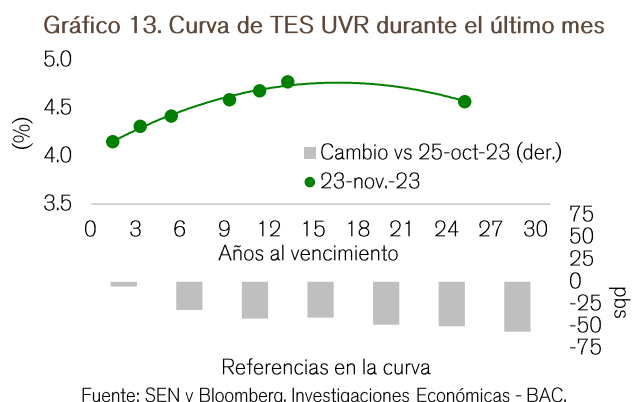
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

En el nodo de mediano plazo de la curva se registraron valorizaciones de 131 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo, disminuyó 121 pbs hasta 10%, mientras que los de los TES2027 y TES2028 bajaron 135 pbs en promedio hasta sendos 10.05%.



Los rendimientos de los TES COP del tramo largo de la curva registraron caídas promedio de 126 pbs, siendo los TES2033 los que presentaron la mayor disminución en una magnitud de 132 pbs hasta 10.76%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 10.71%, unos 254 pbs por debajo de la tasa repo.



La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento a la baja de 39 pbs, inferior a lo observado en la curva TES COP. Esto se explica, en parte, por la sorpresa bajista de inflación en octubre (ver sección de “Precios y política monetaria” en [IMCE – Noviembre de 2023](#)), afectando especialmente los TES UVR de menores duraciones.

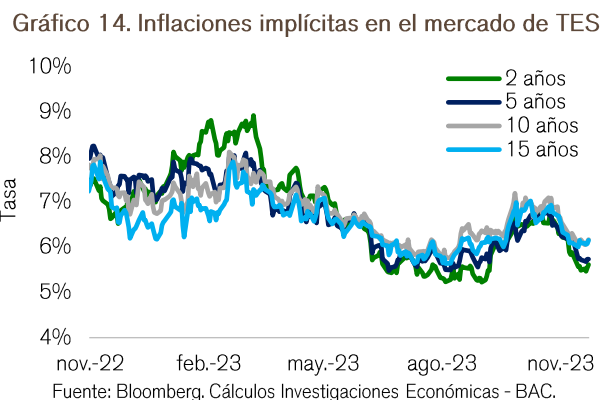
El rendimiento de los TESUVR2025, la referencia de la parte corta, en el último mes disminuyó 5 pbs hasta 4.15% (Gráfico 13). En el tramo medio de la curva, donde estimábamos el mayor margen de valorización, los TESUVR2027 cayeron 32 pbs hasta 4.31%.

Por su parte, en el tramo largo de la curva el movimiento promedio fue de 47 pbs a la baja, muy influenciado por el comportamiento de la curva TES COP, donde el rendimiento de los TESUVR2033 disminuyó 41 pbs hasta 4.59%. Los TESUVR2049 se ubicaron en niveles de 4.57%, lo que significa una valorización de 56 pbs en tasas de interés (Gráfico 13).

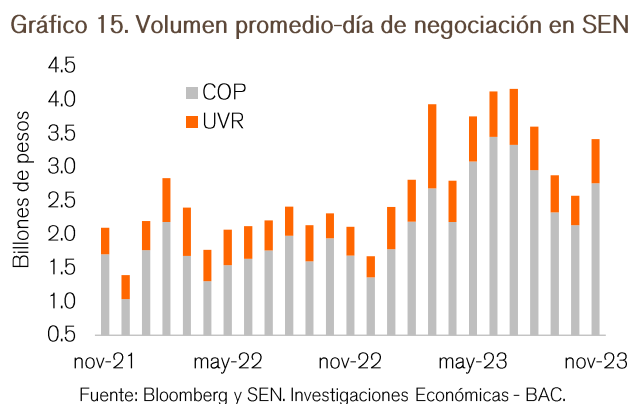
Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se redujo hasta 5.92%, casi 100 pbs por debajo de los máximos alcanzados un mes atrás. No obstante, sus niveles se sitúan todavía muy por encima de la meta de 3% de BanRep. A plazos de 2

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 6.02% (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 6.43%. Esta medida de inflación implícita también se sitúa muy por encima de la meta de política monetaria.



En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN se incrementó hasta COP 3.4 billones en noviembre, desde los de COP 2.6 billones de octubre, lo que equivale al monto promedio negociado más alto desde agosto del presente año. El importe transado del último mes es también superior a los COP 2.1 billones de noviembre de 2022 (Gráfico 15).



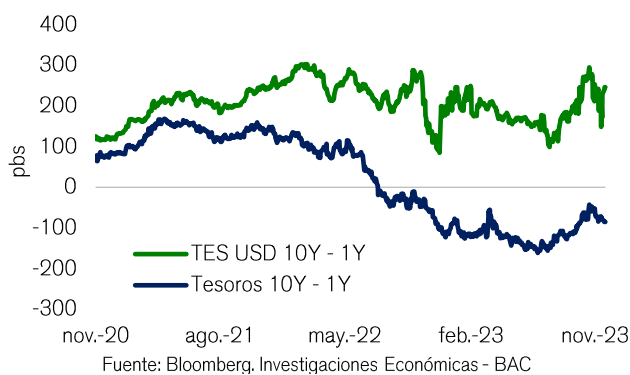
Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario en noviembre fueron los TES2033, TES2042 y TES2050, todas referencias de la parte larga de la curva y que hacen parte de las subastas en mercado primario.



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 bajista en todo su nivel de 67 pbs durante el último mes. La pendiente de la curva TES USD disminuyó 17 pbs, lo cual es coherente con el aplanamiento registrado en la curva de Tesoros (Gráfico 16) y con la menor percepción de riesgo-país.

Gráfico 16. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva registraron reducciones promedio de 42 pbs y alcanzaron niveles de 4.89% y 6.36%, respectivamente.

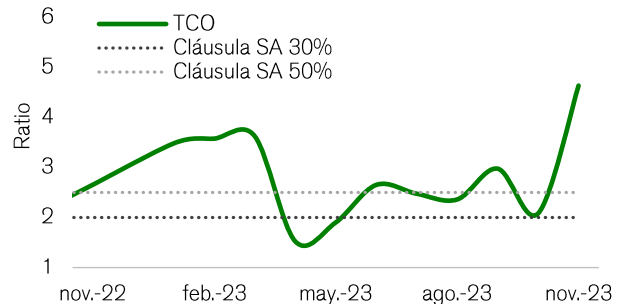
Asimismo, en la parte larga de la curva las tasas de interés cayeron en promedio 71 pbs hasta 7.87%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, la tasa de interés bajó 47 pbs hasta 8.03%.

Vale la pena destacar la emisión de bonos sociales que realizó la Nación en los mercados internacionales, cuyo monto ascendió a USD 2,500 millones. Los títulos subastados tienen vencimientos de 12 y 30 años, y la demanda por estas referencias fue de 5.1 veces el monto ofertado, lo que sugiere un muy buen apetito de los inversionistas en un entorno también favorable para la renta fija.

Con relación a las subastas de TES de corto plazo (TCO), las colocaciones año corrido suman COP 10.8 billones. Las tasas de corte de estos títulos en lo corrido de noviembre se situaron en 12.04% y su demanda en

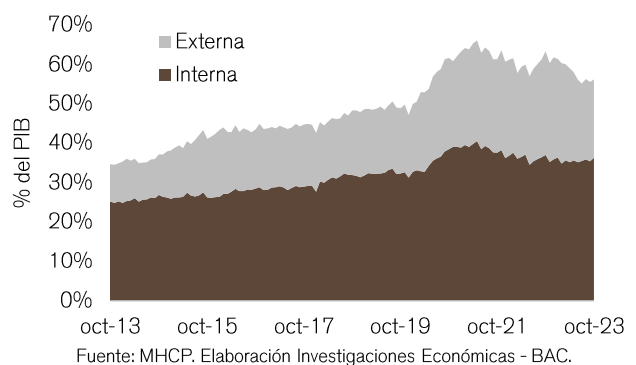
mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 4.6 veces, el más alto desde agosto de 2021 (Gráfico 17).

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



Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de octubre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 872 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 56.3%, inferior al 63.4% 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 36.3% del PIB, inferior al 37.1% del mismo mes del año anterior. Por su parte, la proporción de la deuda externa cayó hasta 20% del PIB, inferior al 26.4% de hace un año (Gráfico 18). La apreciación acumulada de la tasa de cambio en los últimos meses explica en gran medida la 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 64.5% del



saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles del 35.5%.



Inversión extranjera y liquidez

En línea con el comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, en octubre hubo un nuevo egreso de flujos de inversión de portafolio desde Colombia. En efecto, los datos de balanza cambiaria evidenciaron salidas por USD 317 millones, aunque vale la pena resaltar que ha sido el egreso mensual más bajo desde agosto.

Lo anterior contrasta con las cifras recientes del perfil de tenedores de TES que publica el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), las cuáles dieron cuenta de una ligera recuperación de la demanda de los Fondos de Capital Extranjero (FCE) por TES.

En efecto, las compras netas de los FCE en octubre fueron por COP 511 mil millones, la primera entrada registrada en los últimos 6 meses. De esta manera, las ventas acumuladas de los FCE en lo corrido del año ascienden a COP 10.4 billones.

Gráfico 19. Flujos compra-venta FCE vs TES largo plazo



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

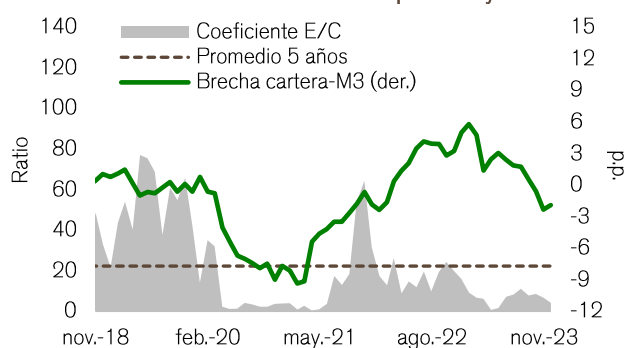
El saldo de tenencias netas de los FCE aumentó hasta COP 107.6 billones, pero se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Así, su participación se redujo ligeramente hasta 21.7% del saldo total de la deuda pública interna.

El apetito de los FCE por TES locales habría seguido recuperándose en noviembre. Según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado, las compras netas estarían alrededor de COP 1.1 billones (Gráfico 19). La información disponible de inversión en portafolio en lo corrido de noviembre también es

consistente con lo anterior, y da cuenta de entradas acumuladas por USD 54 millones.

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) se mantienen como los mayores tenedores de TES, con una participación del 28.8% del saldo total de la deuda pública. En el último mes, estos agentes fueron compradores netos por un total de COP 2.5 billones, completando así 10 meses consecutivos de compras.

Gráfico 20. Relación recursos de expansión y contracción



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

Por su parte, los Bancos Comerciales fueron compradores en COP 1.6 billones, aunque las ventas acumuladas de estos agentes en lo corrido del año ascienden a COP 2.7 billones. Su participación sobre el saldo total aumentó ligeramente hasta 12.5%.

El MHCP realizó ventas netas por COP 1.8 billones. Asimismo, BanRep realizó ventas definitivas de TES por COP 2.1 billones, la primera reducción de sus tenencias en los últimos 7 meses y consecuente con una situación de liquidez del mercado que se ha tornado más favorable.

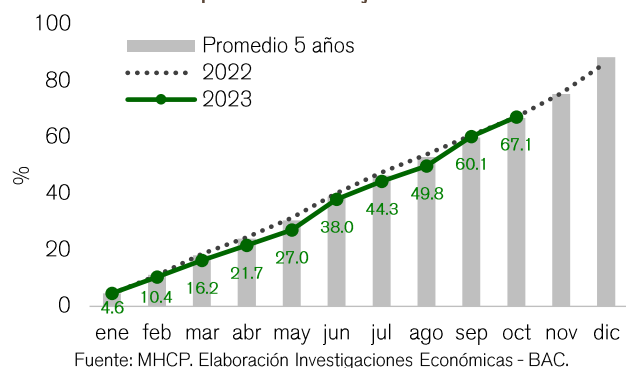
En este entorno, las condiciones de liquidez del sistema financiero estuvieron más holgadas en noviembre, con una reducción importante en las necesidades de algunos agentes. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep disminuyó hasta un promedio-día de COP 13 billones, inferior a los COP 15.2 billones de octubre y también a los COP 13.1 billones de noviembre de 2022.

El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor se situó en COP 10.9 billones, con una utilización del 79% que es superior al 72% de octubre. Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización de apenas el 5.5%.



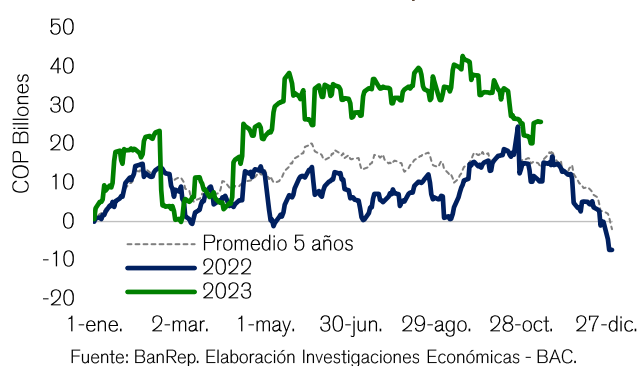
En línea con lo anterior, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) se incrementó hasta COP 3 billones.

Gráfico 21. Comparativo de la ejecución PGN sin deuda



De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) disminuyó en noviembre y permanece en niveles históricamente bajos (4.4 veces). Asimismo, la brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos del sistema se mantuvo en niveles negativos, lo que teóricamente libera presiones de liquidez a los intermediarios asociadas a las dinámicas del ciclo del crédito (Gráfico 20).

Gráfico 22. Cambio año corrido depósitos de la DTN

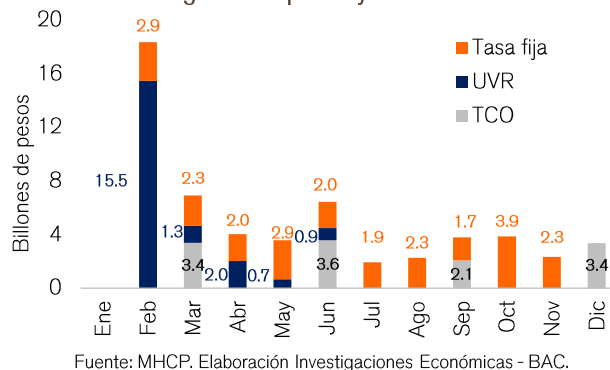


Por otra parte, de acuerdo con las cifras recientes de la DIAN, el recaudo tributario al corte de septiembre ascendió hasta COP 224.3 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo 2023 se sitúa en 82%. Frente al acumulado del mismo periodo de 2022, el recaudo total registró un crecimiento del 27% (cerca de un 14.4% en términos reales).

Al mismo tiempo, y en línea con lo que esperábamos, la ejecución acumulada del presupuesto general de la nación, excluyendo el servicio de la deuda, continuó acelerándose y ascendió hasta 67.1% en octubre (Gráfico 21). Este ritmo de ejecución es similar al registro del mismo periodo de 2022 y supera el promedio de los últimos 5 años (66.7%).

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 25.8 billones al corte del 17 de noviembre. Esta cifra supera ampliamente los COP 14.6 billones del acumulado del mismo periodo del año pasado y los COP 17.7 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 y que las condiciones de liquidez del sistema sigan holgadas.

Adicionalmente, para el mes de diciembre se estima una entrada de recursos al sistema por COP 3.4 billones, correspondientes en su totalidad al vencimiento de TCO el 5 de diciembre (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 0.3% hasta 0.7%, pero se mantuvo por debajo de la tasa promedio de 2.5% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 104 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 5.3% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.6%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -2.1 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -1.5 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP presenta un margen estrecho de valorización de 9 pbs, en promedio. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada, especialmente en los

TES2026 y TES2033, con un espacio de valorización de 12 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, los *spreads* en la curva también sugieren muy poco espacio de valorización.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media indican un margen de valorización, en promedio, de 14 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2028, TESUSD2029 y TESUSD2061 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 24 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 10.9% (Gráfico 24).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 10.76%, lo anterior sugiere una corrección técnica al alza de 14 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es media-alta.



Expectativas de corto plazo

Como ha sucedido en repetidas ocasiones este año, el ajuste de expectativas en los mercados mundiales ha suscitado movimientos desproporcionados en ambas direcciones, implicando por esta vía una volatilidad importante. En este sentido, advertimos que puede existir un optimismo exagerado que haga probable una corrección técnica al alza en los rendimientos de los bonos soberanos. Desde el flanco fundamental, la inflación sigue por encima de las metas de los BC y la discusión de recortes en el corto plazo de los tipos de interés aún no está sobre la mesa.

En el plano local, además del contexto externo, es importante tener a la vista ciertos riesgos alcistas en el muy corto plazo. Desde la óptica nominal de los fundamentos macroeconómicos, BanRep podría demorar hasta 3-5 meses el momento de recortar las tasas de interés, decepcionando las expectativas ya implícitas en el mercado. Además, la inflación mensual de 1T24 podría ser más alta frente a la prevista, teniendo en cuenta riesgos de indexación, aumento de precios del ACPM y los potenciales efectos del fenómeno de El Niño sobre los precios.

Pero los riesgos locales no sólo se ciernen sobre estos aspectos. La demanda de los inversionistas extranjeros sigue siendo débil y expuesta a choques de volatilidad en la prima de riesgo-país. Además, existe un creciente pesimismo de los agentes locales que está afectando muy negativamente la inversión (ver “Desaceleración fuerte y dolorosa” en [CE – 21 de noviembre de 2023](#)), algo que impone presiones sobre el costo de financiamiento privado y público.

De esta forma, apuntando hacia el cierre de año y comienzos de 2024, creemos que el espacio de valorización de los TES COP es muy limitado respecto a los niveles actuales. De hecho, **consideramos que, por valorización relativa, los TES UVR lucen más atractivos.** Correcciones técnicas en los TES COP sugieren también potenciales desvalorizaciones.

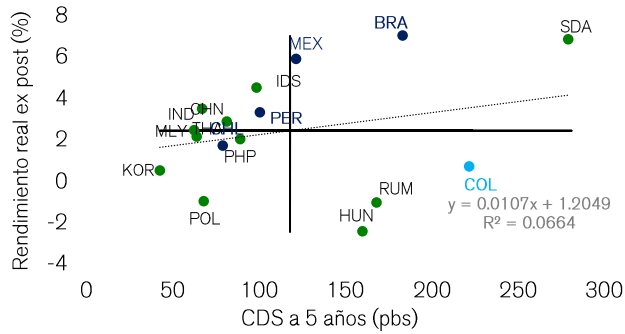
En ese sentido, para el cierre de 2023 estimamos tasas de interés para los TES2033 en 11%, aproximadamente

20 pbs por encima de los niveles actuales. Por su parte, para los TES2025 anticipamos niveles de cierre de 2023 en 9.75%, similar a los niveles corrientes que se cotizan en mercado secundario. Esto último es consistente con nuestra expectativa de estabilidad de tasa repo en 13.25% al cierre de 2023 y recortes muy graduales hasta 9.75% en 2024.

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 34 pbs en estas referencias. De cara al cierre de 2023 y 1T24, aún estimamos un margen de valorización de 28 pbs, especialmente en la referencia TESUVR2025.

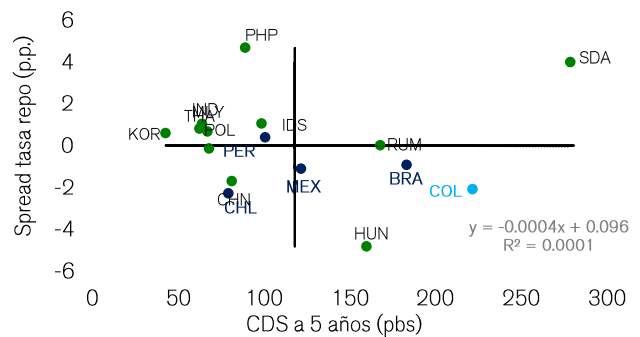


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



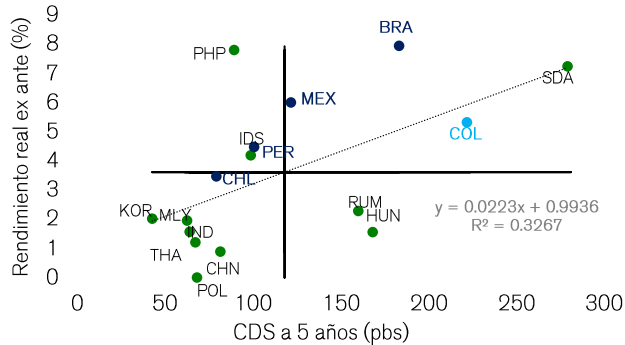
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



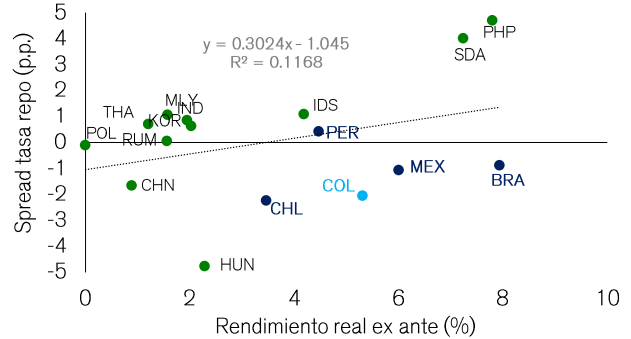
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



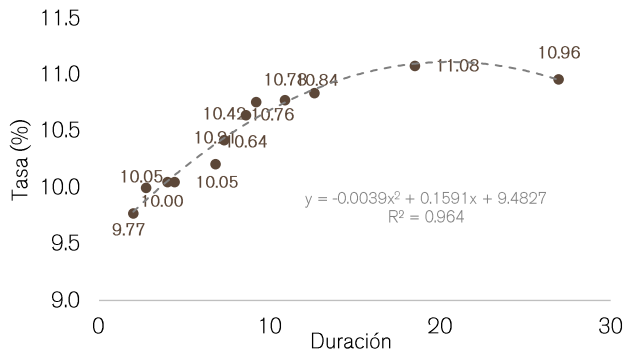
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



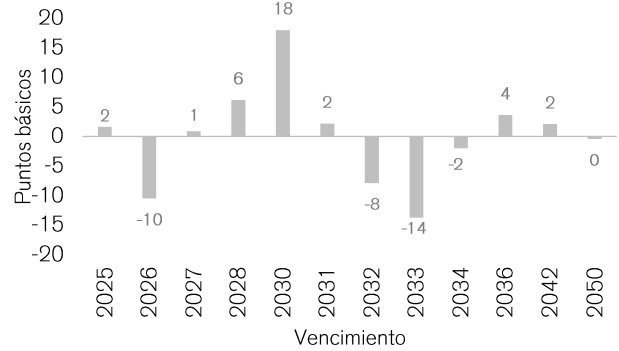
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

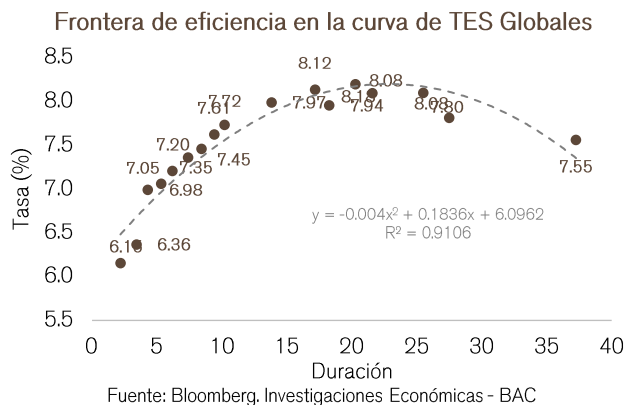
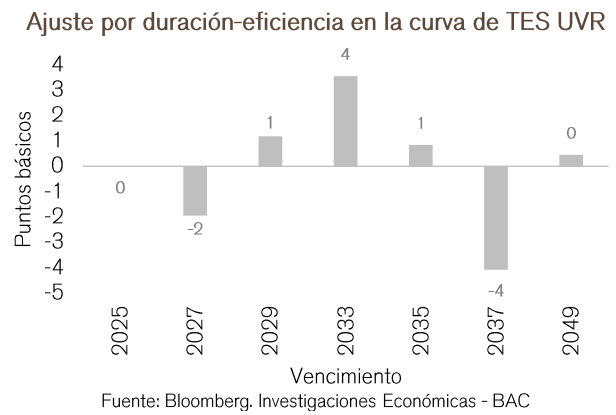
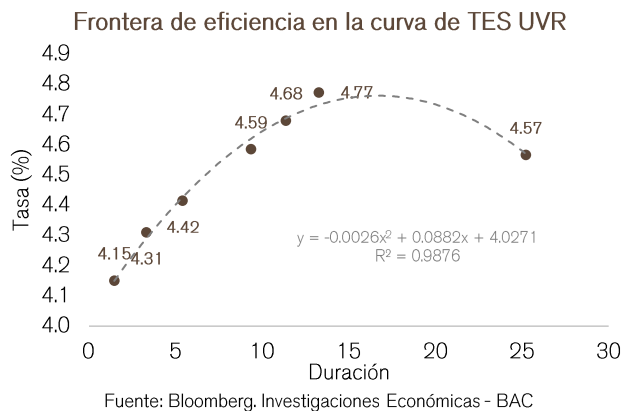


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

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	0.6	9.64	82	-217	-206	
TFIT08261125	nov-25	6.25	1.7	9.77	-108	-263	-267	
TFIT15260826	ago-26	7.50	2.3	10.00	-117	-272	-267	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.1	10.05	-129	-270	-282	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.5	10.05	-130	-275	-285	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.9	10.21	-129	-269	-271	
TFVT10260331	mar-31	7.00	5.0	10.44	-101	-246	-252	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.0	10.42	-116	-254	-253	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.7	10.64	-118	-240	-231	
TFIT11090233	feb-33	13.25	5.0	10.76	-122			
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.7	10.78	-122	-231	-230	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.3	10.84	-117	-216	-216	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.6	11.08	-111	-214	-221	
TFIT31261050	oct-50	7.25	9.0	10.96	-111	-206	-197	

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	4.15	0	-34	-102	
TUVT11170327	mar-27	3.30	3.0	4.31	-34	-119	-119	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.8	4.42	-35	-120	-117	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.7	4.59	-41	-142	-122	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.4	4.68	-54	-174	-177	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.7	4.77	-45	-155	-151	
TUVT32160649	jun-49	3.75	15.2	4.57	-52	-174	-163	

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	4.89	-32	-99	-178	
COLGLB26	ene-26	4.500	1.9	6.15	-37	-45	-90	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.6	7.25	59	29	61	
COLGLBA27	abr-27	3.875	3.0	6.36	-47	-58	-86	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.2	6.98	-55	-23	-44	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.3	7.05	-50	-16	-24	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.1	7.20	-57	-7	-16	
COLGLB31	abr-31	3.125	6.0	7.35	-52	7	7	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.6	7.45	-54	14	10	
COLGLB33	ene-33	10.375	5.6	8.03	-45	-64	-93	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.2	7.61	-82	-33		
COLGLB34	feb-34	7.500	6.5	7.72	-83			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.2	7.97	-68	-5	-31	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.1	8.12	-76	-14	-33	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.4	7.94	-69	6	-9	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.0	8.18	-76	-4	-35	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.8	8.08	-74	7	-12	
COLGLB49	may-49	5.200	11.2	8.08	-75	1	-19	
COLGLB51	may-51	4.125	12.2	7.80	-53	29	14	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.0	7.55	-49	27	20	

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.
