



## Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

### Resumen

- *Los títulos de deuda soberana a nivel global registraron un comportamiento sobresaliente durante el último mes. El tono menos restrictivo de los principales faros monetarios mundiales, y un creciente optimismo en los mercados que ha incentivado el apetito por riesgo de los inversionistas, ha impulsado significativamente la demanda por bonos soberanos de mercados emergentes.*
- *Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia los mercados emergentes confirman lo anterior y en noviembre registraron una fuerte entrada. La información disponible en diciembre sugiere continuidad en estas dinámicas de los flujos. 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 de la curva. Los rendimientos de los TES USD también disminuyeron, en particular los de más largo plazo, algo coherente con una mejora en la percepción de riesgo-país y con la caída en las tasas de interés de los bonos del Tesoro de EEUU.*
- *Los volúmenes negociados en el mercado secundario continuaron recuperándose en diciembre, alcanzando máximos desde julio del presente año. Las necesidades de liquidez en el sistema financiero se siguen suavizando y las condiciones de liquidez del mercado de TES se mantuvieron holgadas, favoreciendo la demanda de inversionistas locales.*
- *Cálculos preliminares dan cuenta de una demanda de inversionistas extranjeros por TES que se habría debilitado en diciembre. Diferentes estimaciones sugieren un margen de valorización relativa más holgado en TES de mayor duración. Sin embargo, creemos que dicho espacio es, en realidad, más holgado para títulos de baja duración.*

[investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co](mailto: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](mailto:gabriel.granados@bancoagrario.gov.co)

**Fabio D. Nieto**  
Economista Jefe  
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)



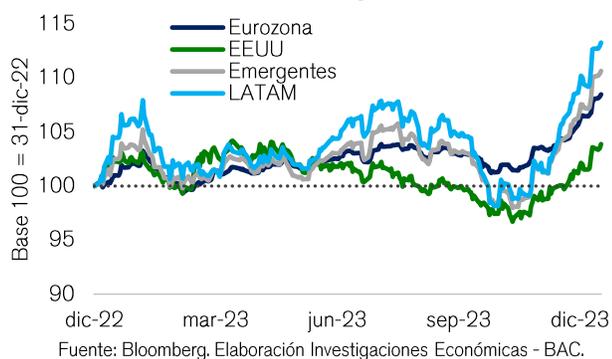
## Contexto internacional

Los títulos de deuda a nivel internacional registraron un comportamiento sobresaliente durante el último mes, favorecidos por un tono menos restrictivo de los principales faros monetarios del mundo y un notable optimismo en los mercados financieros (ver “Focos de inversión 2024” en [CE – Diciembre 6 de 2023](#)).

En promedio, los índices de renta fija soberana se valorizaron 5% y alcanzaron valores máximos del año (Gráfico 1). Una vez más, el índice de bonos soberanos de LATAM se destacó frente a sus pares de mercados desarrollados y registró un alza mensual de 5.4%.

En lo corrido de 2023, todos los índices, en el balance, registran valorizaciones del orden de 9.1%. El índice de deuda pública de LATAM fue el de mayor avance, con un incremento acumulado de 13.3%. En términos prácticos, el positivo desempeño de los bonos de LATAM triplicó la valorización del índice de deuda pública de EEUU.

Gráfico 1. Índices de renta fija soberana en 2023



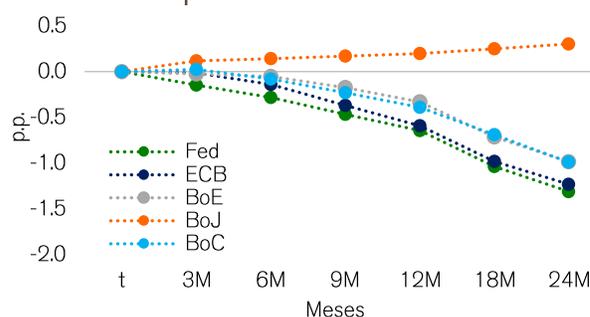
En EEUU, la Fed mantuvo estable su tasa de interés durante su reunión de diciembre en el rango 5.25% - 5.5%, en línea con lo que esperaba el mercado. Ahora se espera que la velocidad del proceso de flexibilización monetaria para 2024 sea mayor, pues la nueva trayectoria trazada por el FOMC sugiere un ciclo de recortes de tasas completo de 75 pbs para el próximo año (ver “El techo es un hecho” en [CE – Diciembre 14 de 2023](#)).

Lo anterior es consistente con nuestro escenario base, en el cual seguimos suponiendo que la Fed iniciará los

recortes de sus tasas de interés en 2T24 y finalizará el año en el rango 4.5% - 4.75%.

En Europa, los Bancos Centrales (BC) tampoco modificaron las tasas de referencia y mantienen una postura contractiva, resaltando la necesidad de mantener las tasas elevadas durante un periodo de tiempo prolongado. En ese entorno, el Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) y el Banco de Inglaterra (BoE) dejaron estables sus tasas de interés en 4.5% y 5.25%, respectivamente.

Gráfico 2. Expectativas de tasas BC en avanzados\*



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, persisten algunas señales que sugieren que el BoJ estaría dispuesto a abandonar su postura de tipos de interés negativos y relajar aún más el YCC.

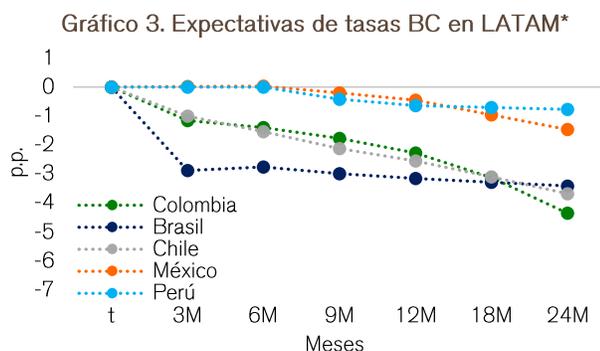
Las expectativas implícitas en la curva OIS de EEUU descuentan que la Fed ejecutará los primeros recortes de tasas de interés en 1T24 y que el ciclo completo de reducciones en 2024 sería de 50 – 75 pbs. Según las tasas de los Futuros de Fondos Federales, dicho ciclo podría llegar a ser de hasta 150 pbs.

Para el BCE, BoE y Banco de Canadá (BoC), los mercados anticipan recortes de sus tipos de interés en horizontes mayores o iguales 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 Chile, Brasil y Perú recortaron nuevamente sus tasas de interés en 75, 50 y 25 pbs,

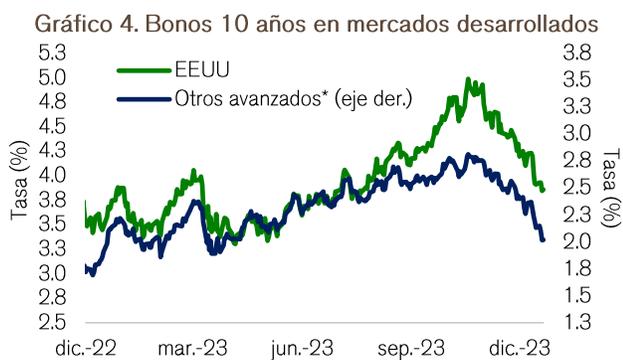


respectivamente. A este grupo se le sumó recientemente BanRep, con un recorte sorpresivo de 25 pbs en su tasa de referencia (ver “Regalo de navidad” en [CE – Diciembre 20 de 2023](#)).



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

Es previsible que estos BC continúen recortando las tasas de referencia en los próximos meses, en la medida que la inflación y sus expectativas le sigan otorgando espacio. La desaceleración de estas economías también seguirá ejerciendo presión a los BC para recortas tipos de interés. El único BC de la región que aún mantiene estable las tasas es el de México.



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

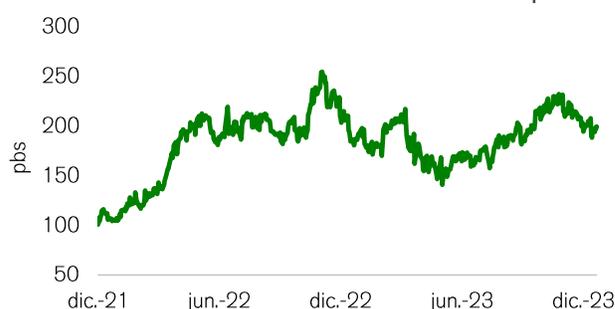
De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados, se espera que los recortes en los tipos de política monetaria continúen durante los próximos 12 meses. Según lo anticipan estas curvas, el BC de Brasil sería el que más espacio tendría en el corto plazo para recortar más rápidamente su tasa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

3). Por el contrario, para el caso de los BC de México y Perú se anticipa estabilidad durante los próximos 6 meses.

Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU descendieron hasta niveles del 3.86%, alejándose de los máximos del orden de 5% registrados en octubre. Controlando por la postura monetaria de la Fed, estos niveles se sitúan por debajo de nuestras estimaciones de nivel justo (valor de corto plazo) de 4%<sup>1</sup> en estos títulos.

Frente al corte de nuestro último informe, la tasa de interés de los Tesoros a 10 años se redujo significativamente en 54 pbs. Por lo anterior, para lo corrido del año el movimiento acumulado de los rendimientos de estos títulos disminuyó sólo 3 pbs.

Gráfico 5. Diferencial tasas EEUU-OAV\* deuda pública



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

Los rendimientos de otros bonos soberanos de mercados desarrollados no fueron ajenos al movimiento de los Tesoros. En promedio, las tasas de interés de largo plazo en estos mercados presentaron reducciones de 51pbs (Gráfico 4).

En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años descendieron 57 pbs hasta 3.68%. 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 60 pbs y se sitúan en niveles de 2.02%. En Japón, las tasas de los bonos se redujeron 3 pbs frente al corte de

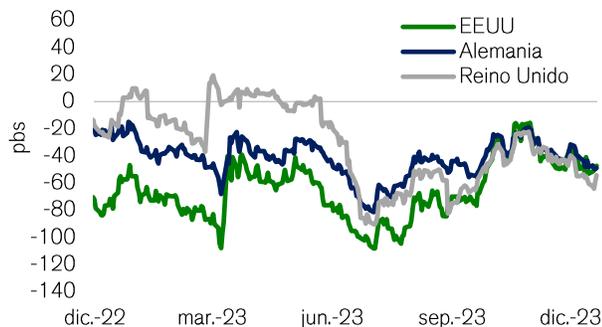
<sup>1</sup> Para el cálculo utilizamos modelos de regresión simple entre los Tesoros a 10 años y tres regresores: tasa Fed, tenencias de activos Fed

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



nuestro último informe hasta 0.7%, aunque continúan muy cerca de máximos desde 2013.

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

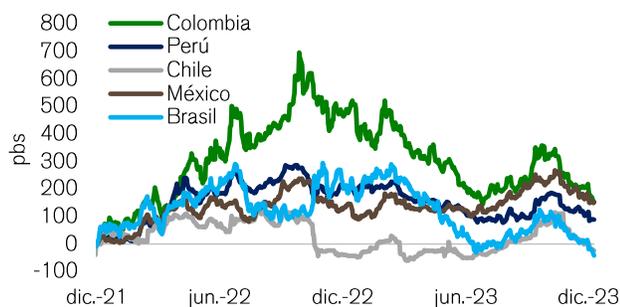


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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 7 pbs durante el último mes (Gráfico 5). El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* se redujo hasta 329 pbs, alejándose de los máximos registrados recientemente.

Los diferenciales inter-temporales en las curvas de mercados avanzados (sin Japón) siguen en terreno negativo (Gráfico 6). 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 -47 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

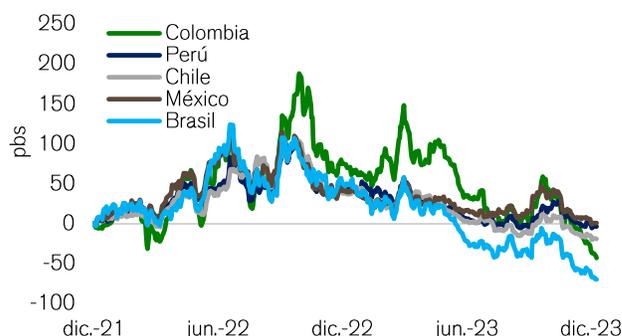
En Europa, el mismo diferencial para Alemania y el Reino Unido se redujo hasta niveles de -49 y -54 pbs,

respectivamente. La pendiente de la curva de Japón se mantiene positiva, pero cayó ligeramente hasta niveles de 54 pbs.

En este entorno, los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo en LATAM también registraron fuertes 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)<sup>2</sup> descendieron 49 pbs.

Lo anterior es coherente con unas primas de riesgo-país de LATAM que también disminuyeron en el último mes, apoyados por un mayor apetito por riesgo y unas condiciones financieras internacionales menos estrechas. En efecto, los CDS a 5 años de las economías LA5 registraron caídas de 14 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 positivos en noviembre, por primera vez en cuatro meses. Asia y LATAM fueron los destinos preferidos por los inversionistas, con un flujo total de USD 34,900 millones.

En el consolidado, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)<sup>3</sup>, el ingreso de flujos ascendió a USD 43,400 millones, el monto más alto desde enero del presente año. Por clase de títulos, USD 14,800 millones fueron compras de acciones y los restantes USD 28,600 millones fueron compras direccionadas hacia bonos.

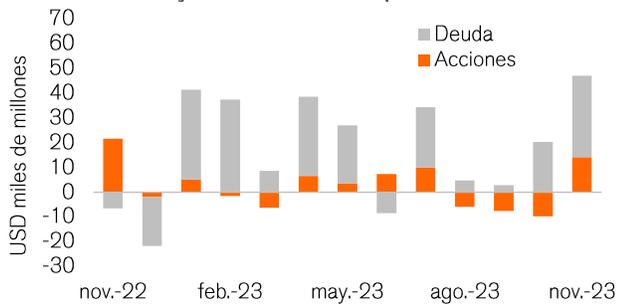
<sup>2</sup> Brasil, México, Colombia, Chile y Perú.

<sup>3</sup> IIF Capital Flows Tracker – December 2023.



Excluyendo China, la dinámica de los flujos hacia EM también fue positiva y alcanzó un máximo no visto en 13 meses. En efecto, el flujo neto de entradas fue de USD 47,000 millones, de los cuales USD 14,200 millones fueron compras de acciones y USD 32,900 millones compras en títulos de deuda (Gráfico 9). Por onceavo mes consecutivo, la demanda de los inversionistas extranjeros por bonos superó la de renta variable.

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.

En el acumulado hasta noviembre de 2023, los flujos de capitales hacia EM sin China suman USD 230,400 millones. Esta entrada neta supera significativamente los USD 129,300 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2022, de los cuales USD 32,600 millones corresponden a flujos hacia LATAM.

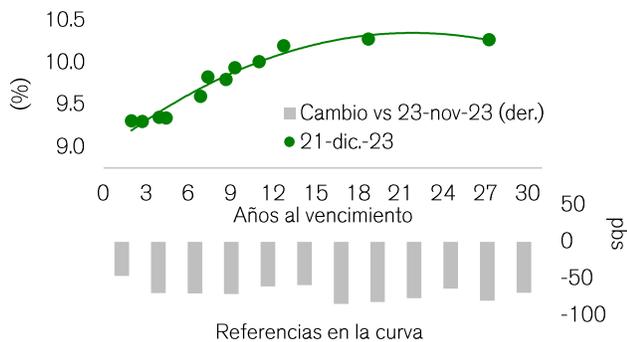
La información preliminar de diciembre sugiere que la dinámica de los flujos de inversión de portafolio hacia EM se estaría acelerando. Probablemente, teniendo en cuenta las tendencias del pasado reciente, la demanda por activos de EM se seguiría concentrando en títulos de deuda, coherente con el buen desempeño de la renta fija durante el último mes.



## Mercado local

El mercado de TES mostró un muy positivo comportamiento en el último mes, favorecido por el entorno de la renta fija global y la sorpresa monetaria de BanRep. La demanda por TES de los inversionistas extranjeros se recuperó significativamente, en línea con el aumento del apetito por riesgo global. Asimismo, los volúmenes de negociación continuaron recuperándose, coherente con una demanda de inversionistas locales que aumentó a pesar de la época de fin de año.

**Gráfico 10. Evolución reciente de la curva de TES COP**



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

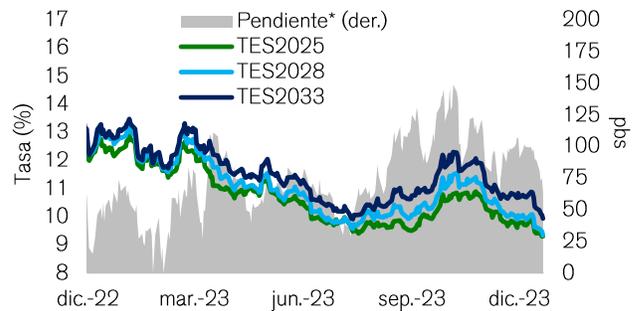
En efecto, frente a nuestro último informe, el nivel de la curva de rendimientos de los TES COP, excluyendo los TES2024, se desplazó a la baja 69 pbs (Gráfico 10). Lo anterior se dio en medio de un patrón de aplanamiento que implicó una reducción de 36 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles de 63 pbs (Gráfico 11).

Las tasas de los TES COP de más corto plazo siguen anticipando el ciclo de flexibilización monetaria de 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 IBR a 12 meses se ubican en 11.19%, unos 181 pbs por debajo del nivel actual de la tasa repo (13%). 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 10.22% (Gráfico 12).

Las tasas de interés de títulos de deuda privada a 360 días se sitúan en 13.55%, por encima de la tasa repo. Sin embargo, estas tasas de interés siguen siendo inferiores a los máximos de 17.9% alcanzados en la primera parte

de este año. Las tasas de interés de la deuda privada superior a 12 meses se sitúan en 11.46%.

**Gráfico 11. Curva TES COP y diferencial intertemporal**



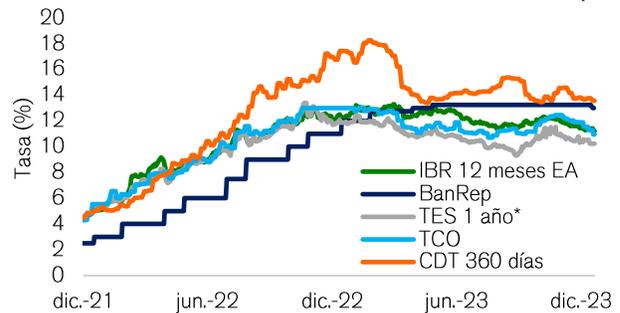
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

\*Diferencial entre los rendimientos de los TES2033 y TES2025.

A pesar de lo anterior, las tasas de interés de la deuda privada 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 333 pbs, muy por encima de su promedio histórico de 109 pbs.

De esta forma, la tasa de los TES2025, la referencia de más corto plazo de la curva TES COP, descendió 46 pbs en el último mes hasta niveles de 9.31%.

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



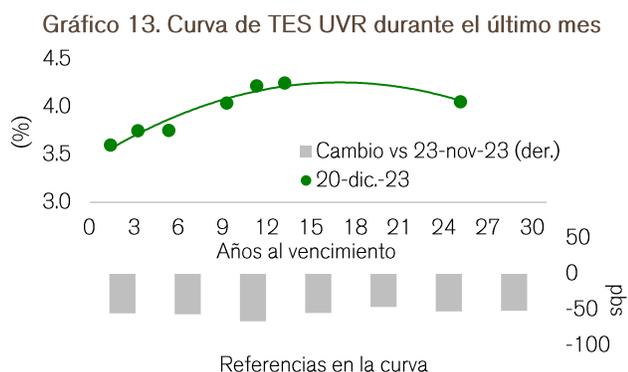
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

\*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 70 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo, disminuyó 70 pbs hasta 9.3%, mientras que los de los TES2027 y TES2028 bajaron 70 pbs en promedio hasta 9.35% y 9.34%, respectivamente.



Los rendimientos de los TES COP del tramo largo de la curva registraron caídas promedio de 72 pbs, siendo los TES2032 los que presentaron la mayor disminución en una magnitud de 84 pbs hasta 9.8%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 9.99%, unos 301 pbs por debajo de la tasa repo.



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento a la baja de 55 pbs, influenciada por el movimiento de la curva TES COP. Se destaca el movimiento de la curva en el tramo corto y medio, pues estas referencias se han visto beneficiadas por el componente estacional de la inflación.

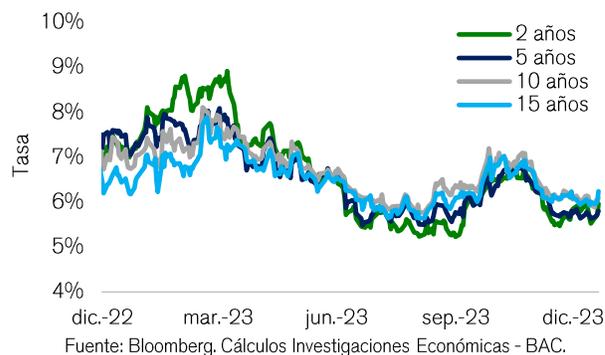
El rendimiento de los TESUVR2025, la referencia de la parte corta, disminuyó 55 pbs hasta 3.6% (Gráfico 13). En el tramo medio de la curva, donde estimábamos el mayor margen de valorización en meses pasados, los TESUVR2027 cayeron 56 pbs hasta 3.75%.

Por su parte, en el tramo largo de la curva el movimiento promedio fue de 54 pbs a la baja, donde el rendimiento de los TESUVR2033 se redujo 55 pbs hasta 4.04%. Los TESUVR2049 se ubicaron en niveles de 4.05%, lo que significa una valorización de 51 pbs en tasa (Gráfico 13).

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se redujo hasta 6.02%, aunque 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 5.97%, mientras que el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 6.04% (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 6.29%. Esta medida de inflación implícita también se sitúa muy por encima de la meta de política monetaria.

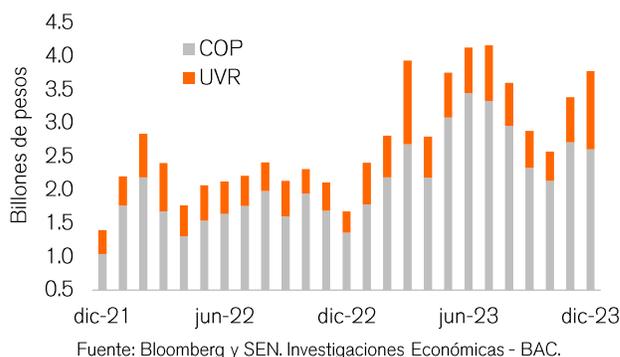
**Gráfico 14. Inflaciones implícitas en el mercado de TES**



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN aumentó hasta COP 3.8 billones en diciembre, desde los de COP 3.4 billones de noviembre, lo que equivale al monto negociado más alto desde julio del presente año. El importe transado del último mes también es superior a los COP 1.7 billones de diciembre de 2022 (Gráfico 15).

**Gráfico 15. Volumen promedio-día de negociación en SEN**



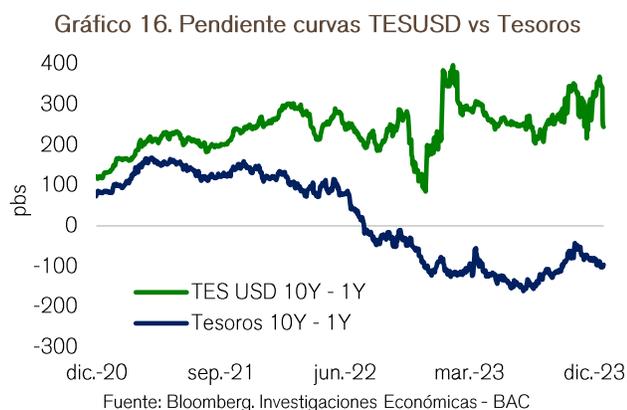
Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario en diciembre fueron los TES2033, TES2042 y TES2050, todas referencias del tramo largo de la curva y que hicieron parte de las subastas en mercado primario en 2023.

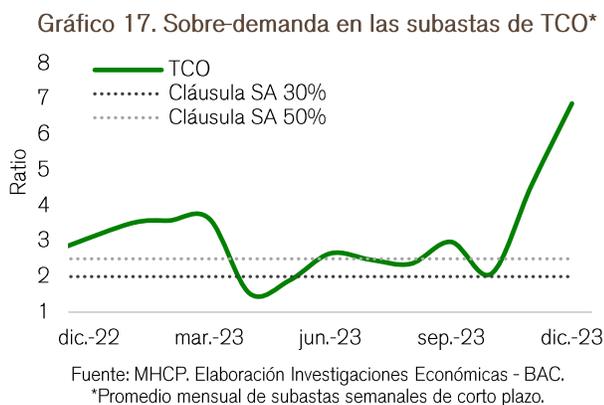
Por su parte, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2029, TESUVR2037 y TESUVR2049. Estas referencias también están



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 85 pbs durante el último mes. La pendiente de la curva TES USD cayó 66 pbs, lo cual es coherente con el aplanamiento registrado en la curva de Tesoros (Gráfico 16) y con la menor percepción de riesgo país. Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva registraron reducciones promedio de 39 pbs y alcanzaron niveles de 5.01% y 5.47%, respectivamente.

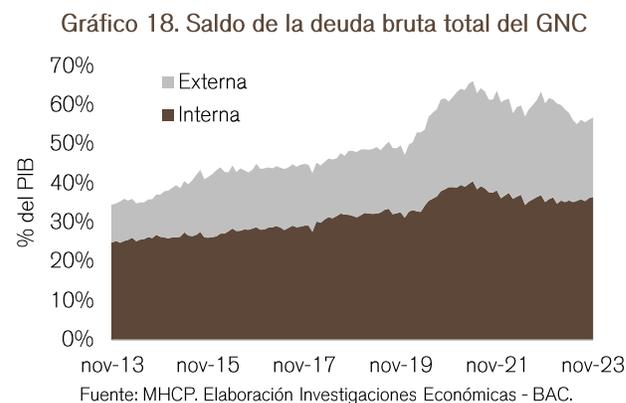


Asimismo, en la parte larga de la curva las tasas de interés cayeron en promedio 92 pbs hasta 6.84%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, la tasa de interés bajó 54 pbs hasta 7.49%.

Con relación a las subastas de TES de corto plazo (TCO), las colocaciones del año terminaron con un importe de COP 11.7 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de diciembre registraron un promedio de 11.26% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-*

*to-cover* promedio de 6.9 veces, el más alto desde que se tiene registro (Gráfico 17).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de noviembre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 882 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 56.9%, inferior al 60.4% del mismo mes de 2022.



Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se sitúa en 36.5% del PIB, superior al 35.3% del mismo mes del año anterior. Por su parte, la proporción de la deuda externa cayó hasta 20.4% del PIB, inferior al 25.2% 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 COP.

Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 64.2% del saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles del 35.8%.

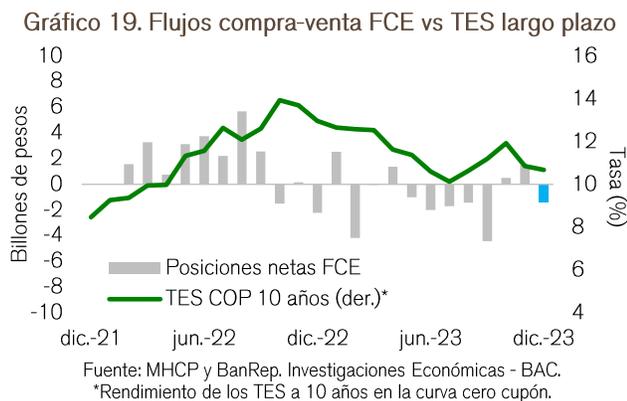


## Inversión extranjera y liquidez

En línea con el comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, en noviembre hubo un ingreso neto de flujos de inversión de portafolio hacia Colombia. En efecto, los datos de balanza cambiaria evidenciaron ingresos por USD 255 millones, la primera entrada mensual en seis meses.

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 dieron cuenta de una sólida recuperación de la demanda de los Fondos de Capital Extranjero (FCE) por TES.

En efecto, las compras netas de los FCE en noviembre fueron por COP 1.5 billones, el monto más alto desde enero del presente año. A pesar de lo anterior, las ventas acumuladas de los FCE en lo corrido del año ascienden a COP 8.9 billones.



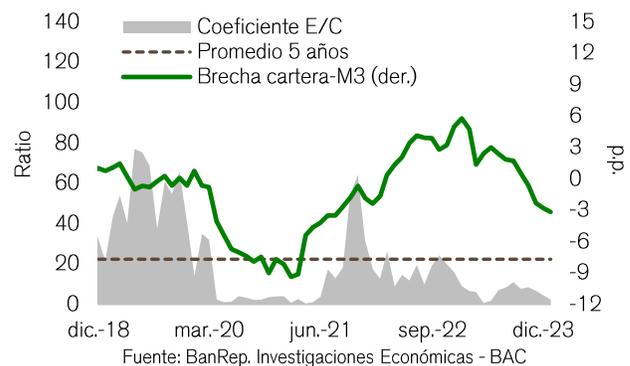
El saldo de tenencias netas de los FCE aumentó hasta COP 109.1 billones, pero se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Así, su participación se incrementó ligeramente hasta 21.9% del saldo total de la deuda pública interna.

El apetito de los FCE por TES locales se habría deteriorado nuevamente en diciembre. Según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado, las ventas netas estarían alrededor de COP 1.4 billones (Gráfico 19). La información disponible de inversión en portafolio en lo corrido de diciembre también es

consistente con lo anterior, y da cuenta de salidas acumuladas por USD 59 millones.

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) se mantienen como los mayores tenedores de TES, con una participación del 29.1% del saldo total de la deuda pública. En el último mes, estos agentes fueron compradores netos por un total de COP 2.4 billones, completando así 11 meses consecutivos de incrementos netos en sus posiciones.

**Gráfico 20. Relación recursos de expansión y contracción**



Por su parte, los Bancos Comerciales fueron compradores en COP 1.9 billones, aunque las ventas acumuladas de estos agentes en lo corrido del año ascienden a COP 811 mil millones. Su participación sobre el saldo total aumentó ligeramente hasta 12.8%.

El MHCP realizó ventas netas por COP 2.4 billones. Asimismo, BanRep realizó ventas definitivas de TES por COP 3.9 billones, las más elevadas desde marzo de 2021. Esto es consecuente con una situación de liquidez del mercado que se ha tornado muy holgada en meses recientes.

En este entorno, las necesidades de liquidez de los intermediarios financieros se redujeron en diciembre. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep disminuyó hasta un promedio-día de COP 9 billones, inferior a los COP 13.8 billones de noviembre y a los COP 9.4 billones de diciembre de 2022.

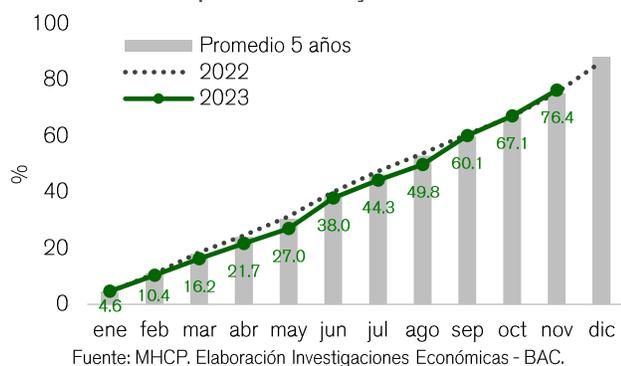
El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor se situó en COP 7 billones, con una utilización del 63% que es inferior al 72% de noviembre. Los repos de



expansión a 7 días se mantienen abiertos, pero con una utilización de apenas el 9%.

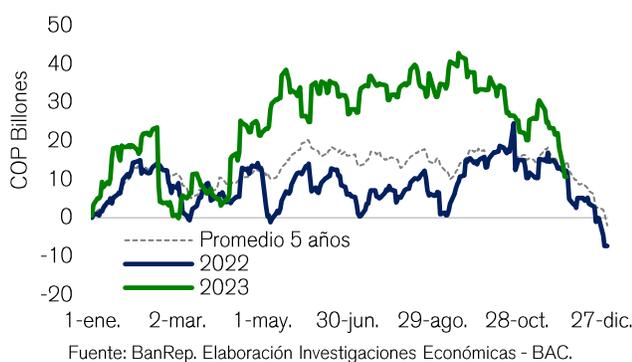
En línea con lo anterior, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) se incrementó hasta COP 3.7 billones.

**Gráfico 21. Comparativo de la ejecución PGN sin deuda**



De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) disminuyó en diciembre y permanece en niveles históricamente bajos (2.4 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**



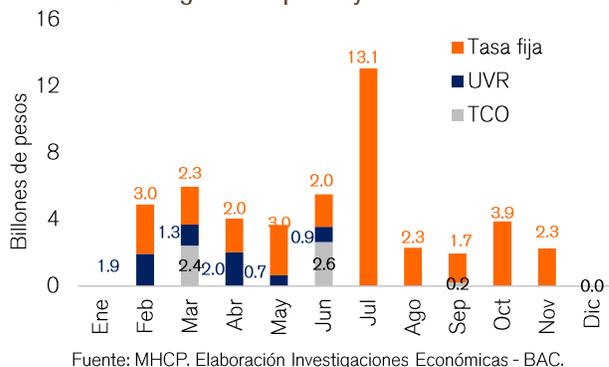
Por otra parte, de acuerdo con las cifras recientes de la DIAN, el recaudo tributario al corte de octubre ascendió hasta COP 240.1 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo 2023 se sitúa en 88%. Frente al acumulado del mismo periodo de 2022, el recaudo total

registró un crecimiento del 25.3% (cerca de un 13.4% 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 en noviembre y ascendió hasta 76.4% de la meta (Gráfico 21). Este ritmo de ejecución es superior al 75.4% registrado en el mismo periodo de 2022 y también supera el promedio de los últimos 5 años (75.2%).

Bajo este contexto, 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 10.7 billones al corte del 8 de diciembre. Esta cifra supera ampliamente los COP 2.6 billones del acumulado del mismo periodo del año pasado y los COP 9.9 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 22).

**Gráfico 23. Pagos de cupones y vencimientos en 2024**



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.

Para enero de 2024 no se espera que ingresen recursos al sistema financiero, asociado al vencimiento o pago de cupones de títulos de deuda de la Nación (Gráfico 23).



## Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM, desmejoró ligeramente durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años disminuyó desde niveles de 0.7% hasta 0%, y se mantuvo por debajo de la tasa promedio de 2.2% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 92 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 disminuyeron hasta 4.5% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.1%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -3.1 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -2.2 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP presenta un margen estrecho de valorización de apenas 7 pbs, en promedio. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada, especialmente en los

TES2025 y TES2036, 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 27 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2028 y TESUSD2061 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 47 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 9.95% (Gráfico 24).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 9.94%, lo anterior sugiere que los niveles actuales estarían muy cerca de sus valores justos.



## Expectativas de corto plazo

Existen múltiples razones para seguir reforzando recomendaciones de compra en TES. En el frente externo, la menor inflación y el suavizamiento de las condiciones financieras seguirán apoyando la demanda por activos de riesgo de inversionistas extranjeros. Es probable que en 1T24 pueda materializarse alguna turbulencia no deseada, en el entendido que el reciente optimismo en los mercados podría ser excesivo e implicaría correcciones técnicas.

En el plano local, BanRep destapó sus cartas y lo más probable es que seguirá recortando las tasas de interés a lo largo de 2024. Algunos riesgos inflacionarios asociados al fenómeno de El Niño y la indexación a niveles de inflación altos de 2023, podrían contener transitoriamente las valorizaciones de títulos de baja duración en los próximos meses. A pesar de ello, la demanda de los inversionistas locales por estos papeles será relativamente más fuerte que títulos de más largo plazo.

hasta 20 pbs en estos títulos, en particular la referencia TESUVR2025.

Gráfico 25. Diferencial intertemporal curva TES COP\*



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

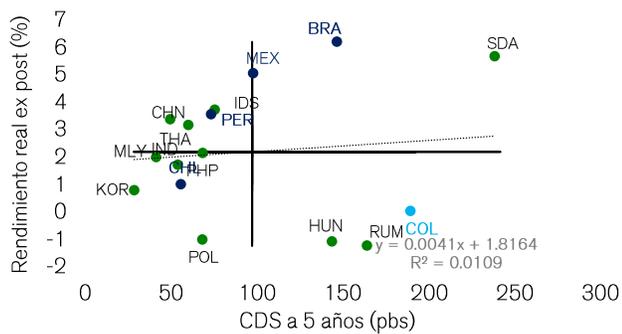
De esta manera, creemos que el proceso de empinamiento de la curva de TES COP se intensificará en 2024, reforzado ahora por el inicio anticipado de la flexibilización monetaria de BanRep (Gráfico 25).

Seguimos siendo optimistas de cara al futuro cercano y para la curva TES COP anticipamos cierres de año de 9% en los TES2025 y 10% en los TES2033.

La valorización relativa COP-UVR favorece principalmente los TES UVR de corto plazo. Algunas medidas de estreches relativa sugieren márgenes de valorización de

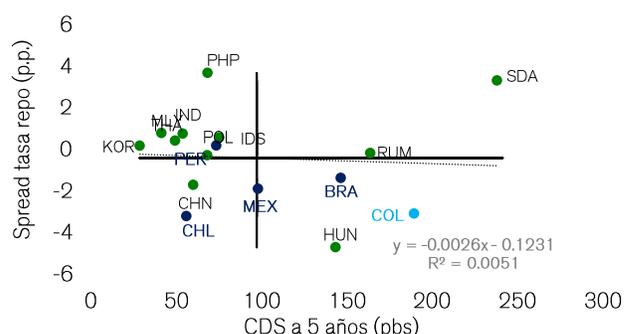


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



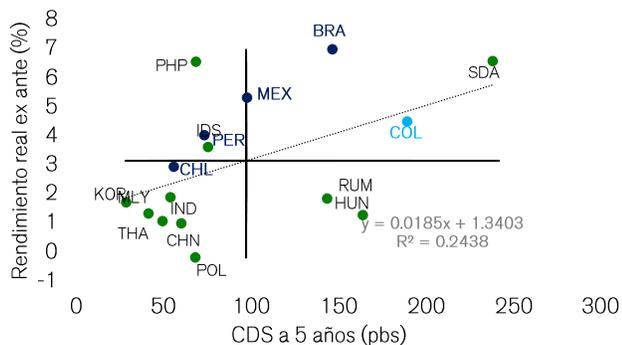
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



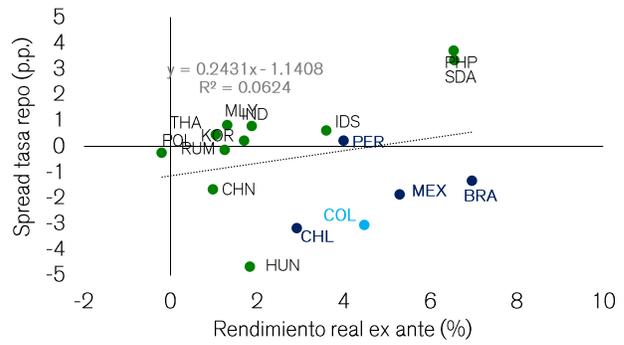
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



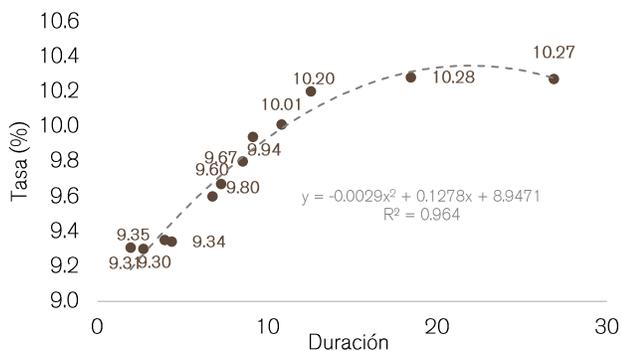
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



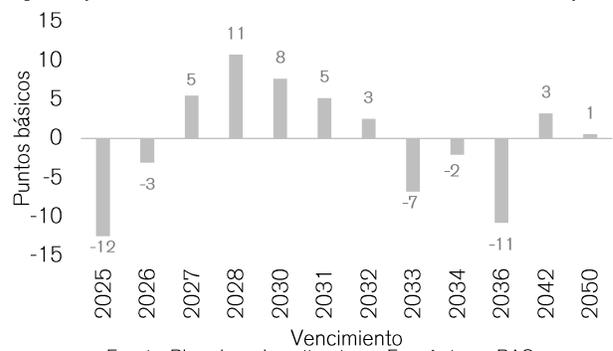
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

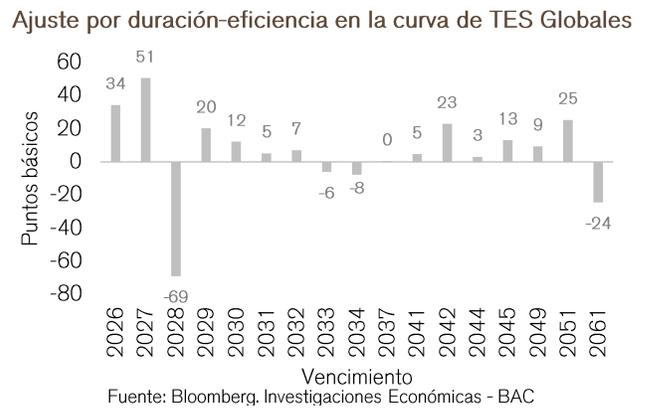
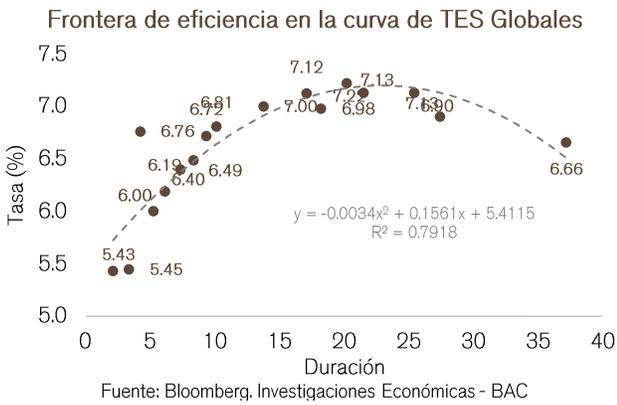
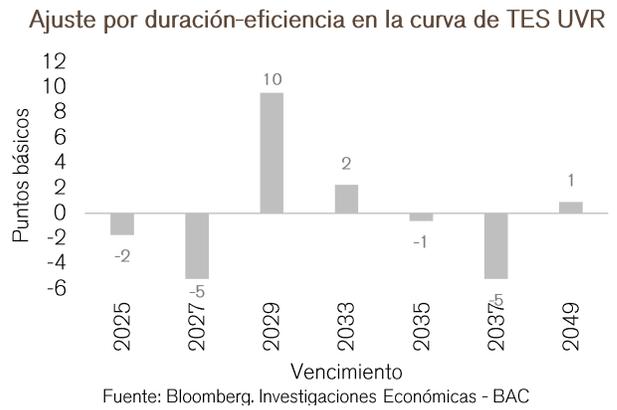
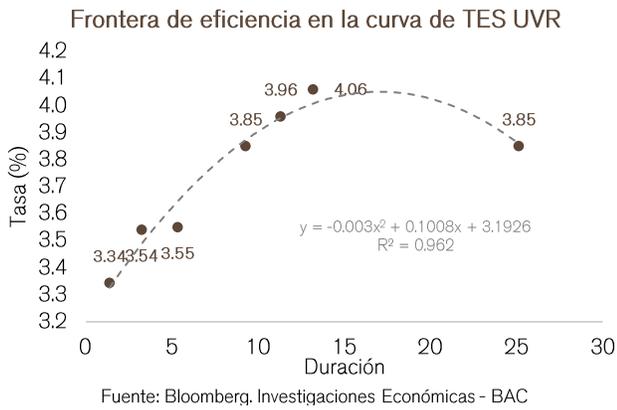


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

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	0.5	10.00	33	-181	-180	
TFIT08261125	nov-25	6.25	1.7	9.31	-36	-309	-314	
TFIT15260826	ago-26	7.50	2.3	9.30	-57	-342	-345	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.3	9.35	-65	-340	-343	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.5	9.34	-66	-346	-356	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.9	9.60	-60	-330	-330	
<b>TFVT10260331</b>	<b>mar-31</b>	<b>7.00</b>	<b>5.0</b>	<b>9.70</b>	<b>-65</b>	<b>-320</b>	<b>-320</b>	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.0	9.67	-68	-329	-325	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.7	9.80	-65	-325	-312	
TFIT11090233	feb-33	13.25	5.1	9.94	-71			
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.7	10.01	-63	-308	-289	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.3	10.20	-50	-280	-270	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.9	10.28	-66	-294	-277	
TFIT31261050	oct-50	7.25	9.3	10.27	-59	-275	-263	

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	1.3	3.34	-86	-114	-142	
TUVT11170327	mar-27	3.30	2.9	3.54	-78	-196	-221	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.8	3.55	-89	-207	-231	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.7	3.85	-72	-215	-230	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.5	3.96	-68	-246	-264	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.9	4.06	-64	-226	-230	
TUVT32160649	jun-49	3.75	15.8	3.85	-75	-246	-235	

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	0.4	5.02	4	-87	-76	
COLGLB26	ene-26	4.500	1.9	5.43	-73	-117	-106	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.6	6.65	172	-30	-13	
COLGLBA27	abr-27	3.875	3.0	5.45	-92	-150	-140	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.1	6.76	-24	-45	-33	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.3	6.00	-106	-121	-105	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.1	6.19	-102	-108	-95	
COLGLB31	abr-31	3.125	6.0	6.40	-97	-88	-74	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.7	6.49	-97	-82	-71	
COLGLB33	ene-33	10.375	5.7	7.47	-57	-120	-119	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.3	6.72	-92	-123	-111	
COLGLB34	feb-34	7.500	6.6	6.81	-93			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.4	7.00	-100	-102	-92	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.4	7.12	-103	-114	-105	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.8	6.98	-100	-90	-81	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.4	7.22	-99	-101	-94	
COLGLB45	jun-45	5.000	11.3	7.13	-98	-88	-78	
COLGLB49	may-49	5.200	11.9	7.13	-98	-94	-87	
COLGLB51	may-51	4.125	13.0	6.90	-93	-61	-55	
COLGLB61	feb-61	3.875	14.2	6.66	-92	-62	-52	

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.

---