



Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los títulos de deuda soberana globales iniciaron el año con ajustes importantes tras un eufórico cierre de 2023. El tono de los principales bancos centrales, así como los fundamentos macroeconómicos, continúan sugiriendo que el ciclo de recortes de tasas de interés comenzará más adelante este año y no necesariamente en 1T24. En EEUU, la probabilidad implícita de un recorte de tasas de la Fed en marzo descendió hasta 42%, desde 90% en diciembre.*
- *Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes continúan siendo positivos y en todo 2023 registraron entradas netas significativas. Sin embargo, la información disponible en enero sugiere una moderación en el ritmo de entradas de estos flujos. Excluyendo China, la preferencia de los inversionistas por títulos en emergentes se sigue inclinando en tendencia hacia la renta fija.*
- *La curva de rendimientos TES COP se valorizó durante el último mes, pese al contexto de los mercados externos. Los TES UVR se desvalorizaron, especialmente los de media y larga duración de la curva. Los rendimientos de los TES USD también aumentaron, en particular los de más largo plazo, algo coherente con una desmejora en la percepción de riesgo-país y con el alza en las tasas de interés de los bonos del Tesoro de EEUU.*
- *Los volúmenes de negociación en el mercado secundario alcanzaron máximos desde octubre de 2018. Lo anterior es consistente con una demanda fuerte por TES de los inversionistas locales, especialmente de fondos de pensiones y compañías de seguros, que han cubierto más que proporcionalmente las ventas de inversionistas extranjeros.*
- *Cálculos preliminares en enero dan cuenta de una demanda de inversionistas extranjeros por TES que seguiría siendo nula. Diferentes estimaciones sugieren un margen de valorización estrecho para la curva de TES COP. De hecho, algunas mediciones indican incluso correcciones técnicas al alza en las tasas de negociación.*

investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co

CONTENIDO

Contexto internacional	2
Mercado local	6
Inversión extranjera y liquidez	10
Aspectos técnicos	13
Expectativas de corto plazo	14

Gabriel F. Granados

P.S. – Mercados Financieros

gabriel.granados@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

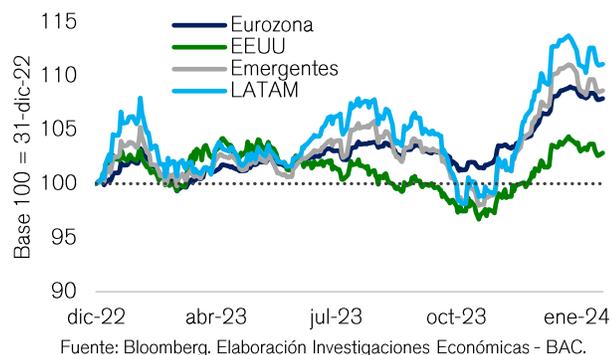


Contexto internacional

Tras un cierre de 2023 eufórico en los mercados de deuda internacionales, el arranque de 2024 ha estado caracterizado por correcciones no despreciables en la mayoría de los índices de renta fija soberana a nivel internacional, tal como lo habíamos anticipado (ver “Valorizaciones que vienen y otras que se van” en [IMDP – Diciembre de 2023](#)).

El fin del endurecimiento monetario de los principales Bancos Centrales (BC), si bien no implica más incrementos de tasas de interés, tampoco sugiere recortes inminentes de tipos de interés tan pronto como 1T24, pues no serían consistentes con los fundamentos macroeconómicos. En casos como el de EEUU, los mercados alcanzaron a anticipar dicho evento con una probabilidad de ocurrencia cercana al 90% a finales de diciembre pasado, pero esta se ha venido diluyendo significativamente hasta el actual 41%.

Gráfico 1. Evolución reciente de la renta fija soberana



En promedio, los índices de renta fija soberana se desvalorizaron 1.5% (Gráfico 1). Los índices de bonos soberanos de LATAM y emergentes (EM) han sido los que registran los mayores retrocesos, con desvalorizaciones promedio de 2.1% en el último mes.

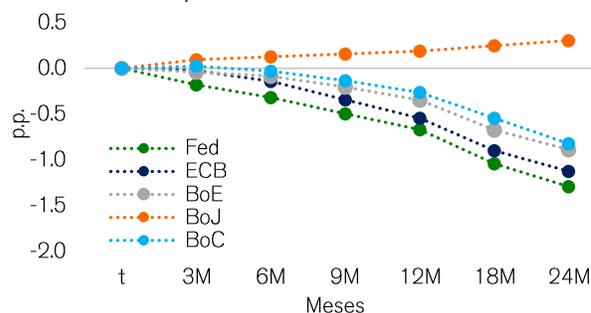
En lo corrido de 2024, todos los índices registran desvalorizaciones promedio de 1.7%. El índice de deuda pública EM fue el de mayor retroceso, con un descenso acumulado de 2.3%.

En EEUU, si bien las condiciones del mercado laboral se han suavizado, el desempleo se mantiene por debajo de

sus niveles estructurales, al tiempo que la inflación salarial permanece por encima del 5% anual. Asimismo, la tendencia de la inflación al consumidor sigue siendo bajista, pero se sitúa aún en niveles superiores a la meta de la Fed de 2%. Algunos miembros del FOMC han reafirmado la necesidad de mantener las tasas de interés en los niveles actuales por un periodo de tiempo adicional.

Seguimos esperando que la Fed inicie los recortes de sus tasas de interés en 2T24 y ejecute un ciclo completo de -75 pbs en todo el año, con lo cual el rango de tasa terminal para 2024 sería de 4.5% - 4.75%. Es de esperar que, en el marco de coordinación de las herramientas de política monetaria, la Fed también haga algún anuncio sobre el ritmo al que viene normalizando sus tenencias de activos, reduciéndolo desde los actuales USD 95 mil millones mensuales.

Gráfico 2. Expectativas de tasas BC en avanzados*



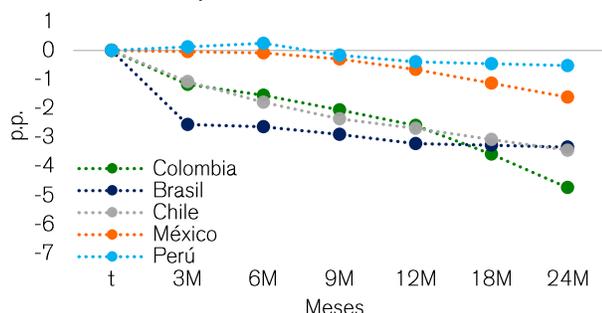
En Europa, la inflación rebotó en el último mes, por lo que se mantiene por encima de la meta de los BC. Estos últimos, al igual que la Fed, ratificaron su postura más cautelosa respecto al proceso de flexibilización monetaria, por lo que los primeros movimientos del Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) y del Banco de Inglaterra (BoE) también se esperan hacia el 2T24.

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 hasta 125 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, algo que recientemente la presidente del BCE sugirió en el Foro Económico Mundial en Davos. 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).

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 LATAM, el BC de Perú recortó nuevamente su tasa de interés en 25 pbs hasta 6.5%. Es previsible que este BC, junto con los de Brasil, Colombia y Chile, continúen recortando sus tasas de interés en los próximos meses, en la medida que la inflación y sus expectativas sigan otorgando espacio.

Gráfico 4. Bonos 10 años en mercados desarrollados



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

La desaceleración de estas economías también seguirá ejerciendo presión a los BC para recortar los tipos de

interés. El único BC de la región que aún mantiene estable su tasa de referencia es el de México.

De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados, se espera que los recortes en los tipos de política monetaria en LATAM 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 acelerar el ritmo de reducciones en 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.

Gráfico 5. Diferencial tasas EEUU-OAV* deuda pública



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

Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU ascendieron hasta niveles de 4.14%. Controlando por la postura monetaria de la Fed, estos niveles se sitúan ligeramente por debajo de nuestras estimaciones de nivel justo (valor de corto plazo) de 4.2%¹ en estos títulos.

Frente al corte de nuestro último informe, la tasa de interés de los Tesoros a 10 años se incrementó en 25 pbs. Asimismo, para los primeros días del año el movimiento acumulado de los rendimientos de estos títulos aumentó 26 pbs.

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 alzas de 30 pbs, muy parecido al movimiento de los bonos de EEUU (Gráfico 4).

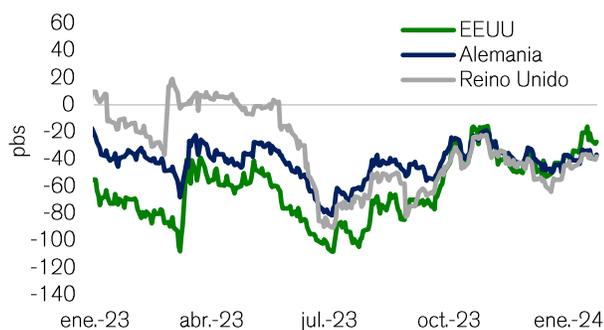
¹ Para el cálculo utilizamos modelos de regresión simple entre los Tesoros a 10 años y tres regresores: tasa Fed, tenencias de activos Fed

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



En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años aumentaron 45 pbs hasta 3.83%. Por su parte, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, se incrementaron 37 pbs hasta niveles de 2.33%. En Japón, las tasas de los bonos subieron 9 pbs frente al corte de nuestro último informe y se sitúan en niveles de 0.67%, por debajo de los máximos registrados en noviembre de 0.96%.

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 9 pbs durante el último mes (Gráfico 5). El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* se incrementó hasta 348 pbs.

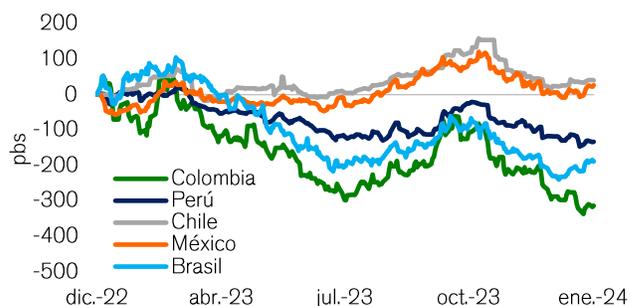
Los diferenciales inter-temporales en las curvas de mercados avanzados (sin Japón) siguen en terreno negativo, pero es previsible que en 1T24 puedan converger a 0 pbs dada su tendencia de los últimos 6 meses (Gráfico 6). La curva de Tesoros en EEUU ya no es la más invertida, pues su *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años aumentó hasta -27 pbs.

En Europa, el mismo diferencial para Alemania y el Reino Unido subieron en sendos -38 pbs. La pendiente de la curva de Japón se mantiene positiva y también aumentó ligeramente hasta niveles de 63 pbs.

En este entorno, los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo en LATAM, en el balance, también

registraron aumentos 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 ascendieron 9 pbs.

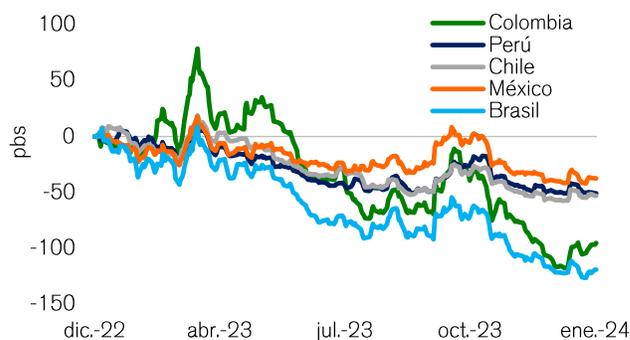
Gráfico 7. Evolución bonos locales 10 años en LATAM*



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en tasas durante lo corrido desde 2022

Lo anterior es coherente con unas primas de riesgo-país de LATAM que también mostraron algunos leves incrementos durante el último mes, pese a unas condiciones financieras internacionales menos estrechas. En efecto, los CDS a 5 años de las economías LA5 registraron alzas promedio de apenas 4 pbs (Gráfico 8).

Gráfico 8. Cambio CDS 5 años LATAM desde 2022



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Los flujos de inversión de portafolio hacia EM fueron nuevamente positivos en diciembre. Asia (sin China) y LATAM fueron los destinos preferidos por los inversionistas, con un flujo total de USD 31,400 millones.

En el consolidado, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)³, el ingreso de

² Brasil, México, Colombia, Chile y Perú.

³ IIF Capital Flows Tracker – January 2024.



flujos ascendió a USD 29,000 millones. Por clase de títulos, USD 18,000 millones fueron compras de acciones y los restantes USD 11,000 millones fueron compras direccionadas hacia bonos.

Excluyendo China, la dinámica de los flujos hacia EM también fue positiva por tercer mes consecutivo. En efecto, el flujo neto de entradas fue de USD 32,300 millones, de los cuales USD 21,400 millones fueron compras de acciones y USD 10,900 millones compras en títulos de deuda (Gráfico 9). La demanda de los inversionistas extranjeros por renta variable superó la de bonos, por primera vez, en seis meses.

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 de 2023, los flujos de capitales hacia EM sin China sumaron USD 261,100 millones. Esta entrada neta supera significativamente los USD 107,600 millones que ingresaron durante todo 2022, de los cuales USD 41,900 millones corresponden a flujos hacia LATAM.

La información preliminar de enero sugiere que el ritmo de entradas de flujos de inversión de portafolio hacia EM se estaría moderando.

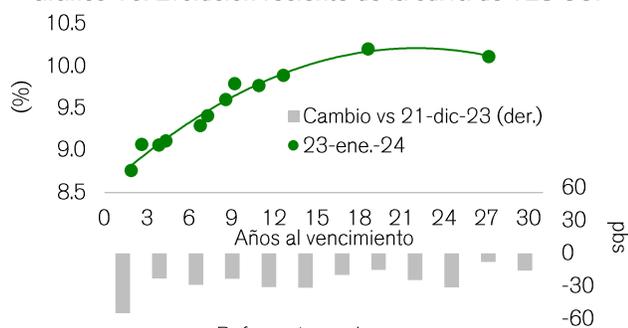


Mercado local

En contraste con lo observado en los mercados de deuda externos, los TES tuvieron un positivo desempeño en el inicio del año. Las sorpresas nominales de diciembre sustentan en gran medida este comportamiento, con una inflación que cerró 2023 en niveles inferiores a los previstos y un BanRep anticipando el ciclo de recortes de tasas de interés de política (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE Enero de 2024](#)).

La demanda de inversionistas locales por TES también se mantiene sólida, los cuales continúan rebalancando portafolios en favor de TES ante el relativo menor atractivo de la deuda privada, especialmente la indexada. Esto contrasta con la salida de inversionistas extranjeros, cuya demanda es más sensible al riesgo-país.

Gráfico 10. Evolución reciente de la curva de TES COP



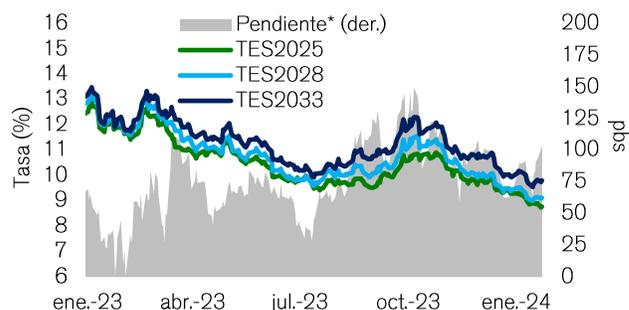
Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Al respecto, en semanas recientes S&P Global Ratings revisó la perspectiva crediticia de Colombia a negativa desde estable. La calificadora advirtió que el país podría perder otro escalón en la nota soberana durante los próximos 2 años, si el crecimiento económico decepciona sus estimativos.

En este entorno, frente a la fecha de corte de nuestro último informe el nivel de la curva de rendimientos de los TES COP, excluyendo los TES2024, se desplazó a la baja 25 pbs (Gráfico 10). Esto se dio en medio de un patrón de empinamiento que implicó un alza de 40 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles de 103 pbs (Gráfico 11).

Las tasas de los TES COP de menor duración han sido las más beneficiadas por las recientes dinámicas de la inflación y las decisiones de BanRep, y siguen descontando el ciclo de flexibilización monetaria previsto en 2024-2025.

Gráfico 11. Curva TES COP y diferencial intertemporal

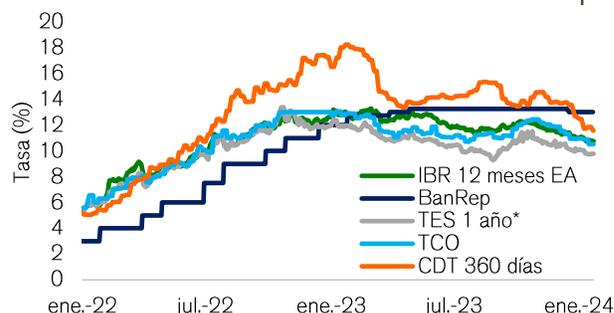


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2033 y TES2025.

Lo anterior también 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 10.78%, unos 222 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 9.77% (Gráfico 12).

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.

Las tasas de interés en títulos de deuda privada tasa fija a 360 días se sitúan en 11.59%, también por debajo de la tasa repo. Estas tasas de interés siguen siendo inferiores a los máximos de 17.9% alcanzados en la primera parte del 2023, algo que también se observa en las tasas de interés de la deuda privada superior a 12 meses, que se

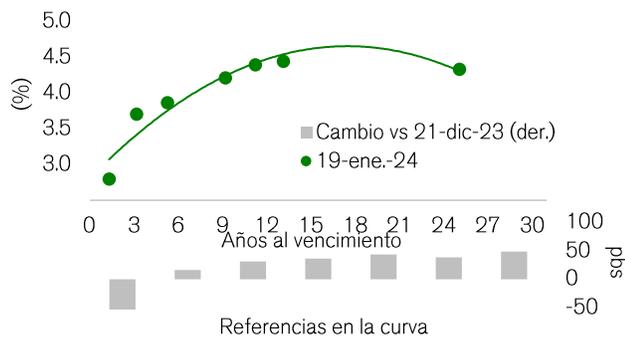


sitúan en 10.38%. El diferencial a 1 año entre la deuda privada y la deuda pública se sitúa en 209 pbs, aún por encima de su promedio histórico de 110 pbs, pero se ha venido cerrando en meses recientes.

De esta forma, las tasas de los TES2025, la referencia de más corto plazo de la curva TES COP, descendieron 55 pbs en el último mes hasta niveles de 8.76%, un mínimo no observado desde abril de 2022.

En el nodo de mediano plazo de la curva se registraron valorizaciones de 25 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo, disminuyó 23 pbs hasta 9.07%, mientras que las tasas de los TES2027 y TES2028 bajaron 26 pbs en promedio hasta 9.06% y 9.11%, respectivamente.

Gráfico 13. Curva de TES UVR durante el último mes



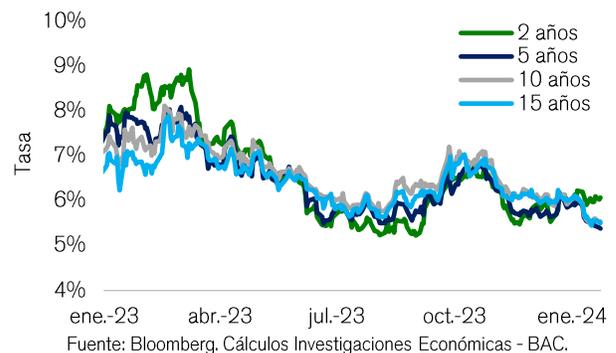
Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Los rendimientos de los TES COP del tramo largo de la curva registraron caídas promedio de 16 pbs, apenas una tercera parte del movimiento de las tasas de interés de los TES COP de menor duración. Los TES2030, TES2032 y TES2036 fueron los que presentaron la mayor disminución en sendos 31 pbs hasta 9.29%, 9.41% y 9.89%, respectivamente. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 9.76%, unos 324 pbs por debajo de la tasa repo.

Por su parte, la curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento al alza de 23 pbs. Se destaca el comportamiento de la curva en el tramo corto, pues si bien el dato de IPC de diciembre decepcionó las estimaciones del mercado, estas referencias se han visto beneficiadas por el componente estacional de la inflación en la parte final del año.

El rendimiento de los TESUVR2025, la referencia de la parte corta, disminuyó 65 pbs hasta 2.69% (Gráfico 13). En el tramo medio de la curva, el rendimiento de los TESUVR2027 aumentó 19 pbs hasta 3.73%.

Gráfico 14. Inflaciones implícitas en el mercado de TES

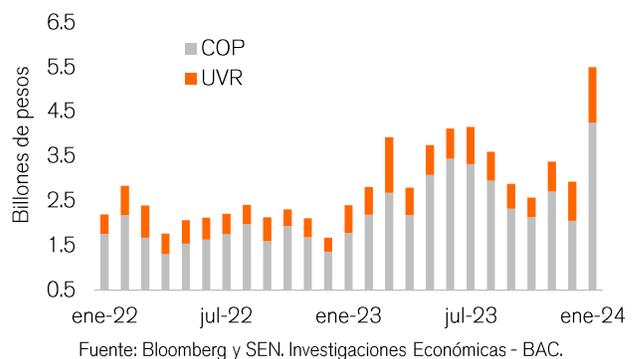


Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Por su parte, en el tramo largo de la curva el movimiento promedio fue de 41 pbs al alza, donde el rendimiento de los TESUVR2033 se incrementó 41 pbs hasta 4.26%. Los TESUVR2049 se ubicaron en niveles de 4.32%, lo que significa una desvalorización de 47 pbs en tasa (Gráfico 13).

Con lo anterior, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se redujo hasta 5.62%, 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 6.07%, mientras que el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 5.47% (Gráfico 14).

Gráfico 15. Volumen promedio-día de negociación en SEN



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

El promedio de las inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES, y que es una alternativa

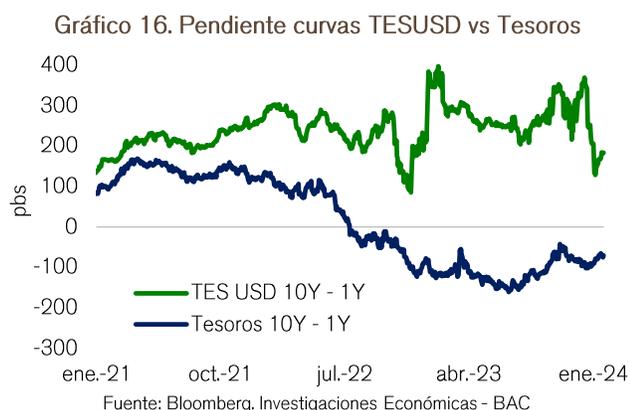


más apropiada para medirlas, disminuyó hasta 6.19%. Esta medida de inflación implícita también se sitúa muy por encima de la meta de política monetaria.

En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN aumentó hasta COP 5.5 billones en enero, lo que equivale al monto negociado más alto desde octubre de 2018. Los volúmenes de enero también superan ampliamente los COP 2.9 billones de diciembre y los COP 2.4 billones de enero de 2023 (Gráfico 15).

Los TES COP que más se han negociado en el mercado secundario son los TES2033, TES2042 y TES2050, todas referencias del tramo largo de la curva y que hacen parte de las subastas en mercado primario en 2024.

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.

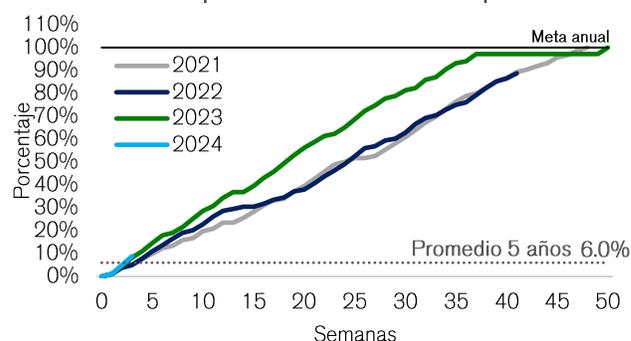


La curva TES USD registró un movimiento alcista en todo su nivel de 50 pbs durante el último mes, coherente con un aumento en las tasas de interés de los Tesoros y en la prima de riesgo-país. La pendiente de la curva TES USD cayó 64 pbs, algo que contrasta con el empinamiento registrado en la curva de Tesoros (Gráfico 16).

Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva registraron incrementos promedio de 49 pbs y alcanzaron niveles de 5.61% y 5.83%, respectivamente. En la parte larga de la curva TES USD, las tasas de interés aumentaron en promedio 50 pbs hasta 7.31%. Los TESUSD2033, que es la referencia natural de 10 años en

esta curva, mostraron una caída en tasa de 3 pbs hasta 7.44%.

Gráfico 17. Cumplimiento de colocaciones por subastas



De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2024, el monto total hasta el 23 de enero asciende a COP 3.4 billones, lo que representa un cumplimiento del 8.9% de la meta estipulada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2023 para la actual vigencia (38 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es superior al 8.3% del acumulado para el mismo periodo de 2023 y al promedio del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 17).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en enero alcanzan los COP 2 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 1.1 billón de TES COP; y ii) COP 900 mil millones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 1.4 billones.

Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en enero registraron un promedio de 10.04%. El bid-to-cover del mes registró un promedio de 5.5 veces, el valor más alto desde abril de 2020 (Gráfico 18). En las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte promedio se ubicaron en 4.09% y el bid-to-cover fue de 4.2 veces, también alcanzando un máximo no visto desde febrero de 2022.

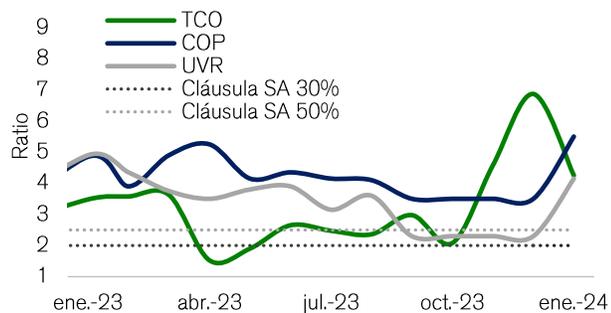
Con relación a las subastas de TES de corto plazo (TCO), en el transcurso del 2024 el monto colocado asciende a COP 1.1 billones. Las tasas de corte de estos títulos registraron un promedio de 10.71% y su demanda marcó



un bid-to-cover promedio de 4.3 veces, que si bien es inferior frente al registro de diciembre, continúa siendo un nivel de demanda elevado.

saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles del 35.4%.

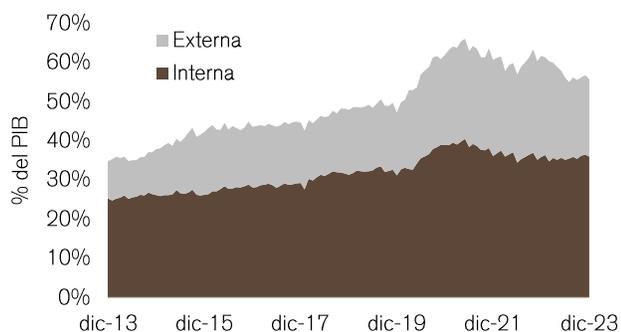
Gráfico 18. Sobre-demanda en las subastas de TES*



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

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de diciembre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 865 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 55.8%, inferior al 61.8% del mismo mes de 2022.

Gráfico 19. Saldo de la deuda bruta total del GNC



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se sitúa en 36% del PIB, ligeramente superior al 35.9% del mismo mes del año anterior. Por su parte, la proporción de la deuda externa cayó hasta 19.8% del PIB, inferior al 25.9% de un año atrás (Gráfico 19). 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 64.6% del



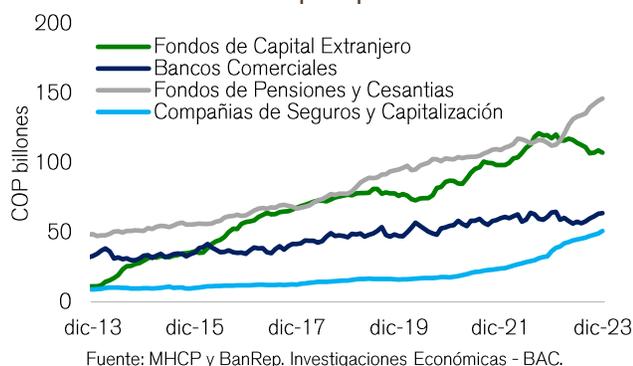
Inversión extranjera y liquidez

Como fue la norma durante gran parte del año 2023, y en contraste con el comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, en diciembre se registró un nuevo egreso neto de flujos de inversión de portafolio hacia Colombia. En efecto, los datos de balanza cambiaria evidenciaron salidas por USD 551 millones, el mayor egreso mensual desde septiembre de 2023.

Lo anterior 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, una vez más, de ventas netas de TES por parte de los Fondos de Capital Extranjero (FCE).

En efecto, las ventas netas de los FCE en diciembre fueron por COP 1.5 billones, las más elevadas desde septiembre de 2023. Con lo anterior, las ventas acumuladas de los FCE en todo 2023 ascendieron a COP 10.4 billones, la mayor salida de estos agentes en posiciones en TES desde que se tienen registros.

Gráfico 20. Evolución de principales tenedores de TES

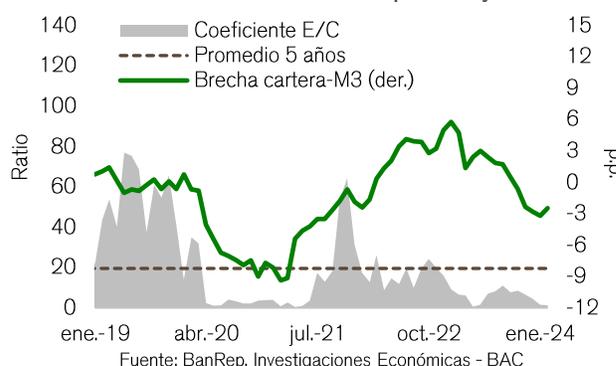


El saldo de tenencias netas de los FCE disminuyó hasta COP 107.6 billones, aunque se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Así, su participación se redujo hasta 21.6% del saldo total de la deuda pública interna, la más baja desde julio de 2016.

El apetito de los FCE por TES locales seguiría siendo nulo en enero. Según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado, las ventas netas estarían alrededor de COP 2.2 billones. La información disponible de inversión en portafolio en lo corrido de enero también es

consistente con lo anterior, y da cuenta de salidas acumuladas por USD 322 millones.

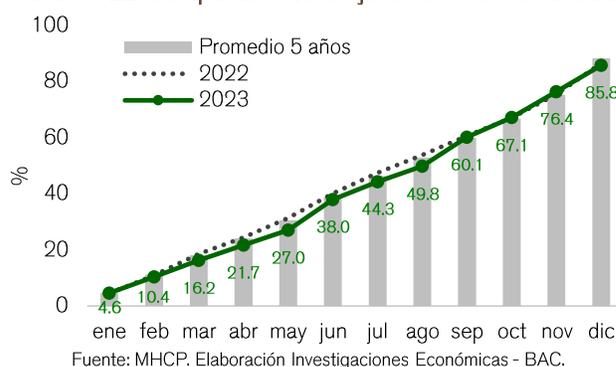
Gráfico 21. Relación recursos de expansión y contracción



Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) se mantienen como los mayores tenedores de TES, con una participación del 29.4% del saldo total de la deuda pública. En el último mes, estos agentes fueron compradores netos por un total de COP 1.5 billones, completando así 12 meses consecutivos de incrementos netos en sus posiciones.

Las compras netas de los FPC en 2023 ascendieron a COP 33.8 billones, lo que equivale al mayor monto adquirido durante un año por parte de estos agentes desde que se tienen registros. Este flujo comprador de los FPC compensó más que proporcionalmente las ventas de los extranjeros el año pasado.

Gráfico 22. Comparativo de la ejecución PGN sin deuda



Por su parte, los Bancos Comerciales fueron compradores en COP 325 mil millones, pero las ventas acumuladas de estos agentes en 2023 fueron de COP 486 mil millones,



el primer egreso neto desde 2016. Su participación sobre el saldo total se mantuvo estable en 12.8%.

La demanda por TES de las compañías de seguros sigue siendo muy alta y en diciembre compraron COP 1.7 billones. Después de los FPC, las aseguradoras fueron los segundos mayores compradores de TES en 2023 con un monto de COP 14.6 billones. Su participación sobre el saldo total aumentó hasta un nuevo máximo histórico de 10.2% y le sigue recortando terreno a los Bancos Comerciales, que permanecen en el tercer puesto del podio de tenedores de TES (Gráfico 20).

Gráfico 23. Cambio año corrido depósitos de la DTN



En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 541 mil millones. Asimismo, BanRep realizó ventas definitivas de TES por tercer mes consecutivo, las cuales ascendieron a COP 845 mil millones. Lo anterior sigue contribuyendo a unas condiciones de liquidez holgadas en el mercado.

En este entorno, la demanda de liquidez de los intermediarios financieros aumentó levemente en enero, sin afectar las condiciones financieras del mercado. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep aumentó hasta un promedio-día de COP 9.7 billones, superior a los COP 8.1 billones de diciembre y a los COP 8 billones de enero de 2023.

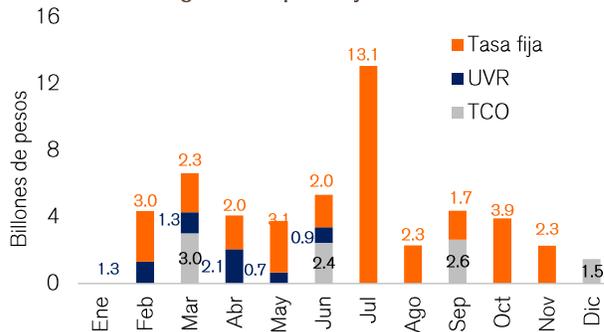
El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por BanRep se amplió hasta COP 8.7 billones, con una utilización del 69% que es superior al 63% de diciembre. Los repos de expansión a 7 días se volvieron a abrir el 12 de enero y han tenido una utilización promedio de 7.8%.

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 7.5 billones.

De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) disminuyó en enero y permanece en niveles históricamente bajos (1.3 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 21).

Por otra parte, de acuerdo con las cifras recientes de la DIAN, el recaudo tributario al corte de noviembre ascendió hasta COP 263.3 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo 2023 se sitúa en 96%. Frente al acumulado del mismo periodo de 2022, el recaudo total registró un crecimiento del 23.4% (cerca de un 12.1% en términos reales).

Gráfico 24. Pagos de cupones y vencimientos en 2024



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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 diciembre y ascendió hasta 85.8% de la meta (Gráfico 22). Sin embargo, este ritmo de ejecución es inferior al 86.5% registrado en el mismo periodo de 2022 y también es inferior al promedio de los últimos 5 años (88.3%).

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 2.9



billones al corte del 12 de enero. Esta cifra es inferior a los COP 5.7 billones del acumulado del mismo periodo del año pasado y los COP 5.2 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 23).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, esperamos que las condiciones de liquidez se mantengan holgadas en 1T24, favorecidas por el efecto estacional, pero también por la debilidad persistente en la cartera de créditos (ver “Mercados de crédito” en [IMCE – Enero de 2024](#)). 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.

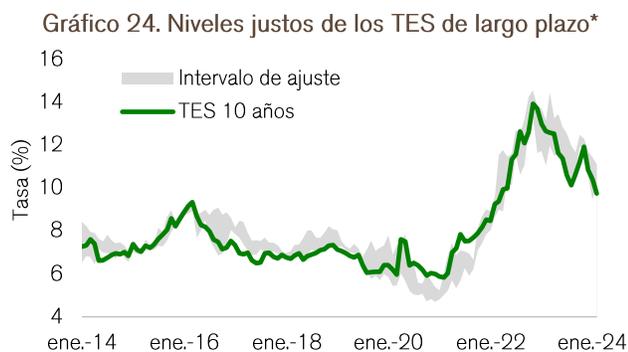
Para el mes de febrero se estima una entrada de recursos al sistema por COP 4.3 billones, distribuida en: i) COP 3 billones del cupón de los TES2033 el 9 de febrero; y ii) COP 1.3 billones del cupón de los TESUVR2037 el próximo 25 de febrero (Gráfico 24).



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 aumentó desde niveles de 0% hasta 0.3%, pero se mantiene muy por debajo de la tasa promedio de 2.8% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 69 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 real ampliamente superior.



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

Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2024, y tomando el diferencial de tasas de los bonos con la tasa repo en cada país (RS), la posición técnica de Colombia en la muestra está lejos de la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES disminuyeron hasta 4% y se mantienen por encima de la media muestral de 2.8%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -3.4 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -2.6 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. 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 14 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un estrecho margen de valorización de apenas 6 pbs, en promedio. Según el modelo de eficiencia-duración, algunos *spreads* en la curva serían aprovechables como el caso de los TESUVR2027 y TESUVR2029, con un espacio de valorización de 24 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media indican un margen de valorización, en promedio, de 17 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2028, TESUSD2033, TESUSD2034 y TESUSD2061 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 26 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 10.15% (Gráfico 24).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 9.79%, lo anterior sugiere una corrección técnica al alza de 36 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es media-alta.



Expectativas de corto plazo

Creemos que una corrección alcista en las tasas de interés de los TES podría llegar durante el mes de febrero, teniendo en cuenta que, más allá de algunas condiciones favorables pero transitorias en el mercado local, existe un optimismo exagerado por parte de los inversionistas.

En el frente externo, las tasas de interés de la deuda pública internacional se han incrementado por un reajuste natural de expectativas, tras el fuerte rally de 4T23. Por un lado, la probabilidad de un recorte de tasas de interés de la Fed el próximo mes de marzo, según las tasas implícitas en los mercados monetarios, ha descendido recientemente a niveles del orden de 42%, muy por debajo del casi 90% al que se situaba a finales de 2023. Además, la presión fiscal en las economías desarrolladas continúa siendo particularmente alta.

En muchos países, el mayor gasto público de los gobiernos está exacerbando el déficit fiscal, como es el caso de EEUU, donde la contribución del impulso fiscal al crecimiento del PIB ha superado el 40% en el último año (ver “Presiones ocultas” en [CE – Agosto 16 de 2023](#)). La carga asociada al pago del servicio de la deuda también es otro elemento que seguirá afectando los mercados de deuda, pues la mayor emisión de bonos soberanos destinada a este renglón de gasto (*rollover* de la deuda) es considerable y puede crear potenciales excesos de oferta.

En el plano local, esperamos que BanRep siga recortando sus tasas de interés en 2024 y que la inflación mantenga su tendencia bajista (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE Enero de 2024](#)). Los rendimientos de los TES continuarán al compás de esta tendencia estructural, pero consideramos que la vigorosidad de la demanda de inversionistas locales vista en enero tendrá que suavizarse en el corto plazo.

Técnicamente, lo anterior abre la puerta a correcciones no despreciables en las tasas de negociación, tal como lo sugieren nuestros modelos de valoración de corto plazo (ver sección de “Aspectos técnicos” en este informe). Además, el apetito de inversionistas extranjeros por TES sigue siendo nulo, por lo que la exposición del mercado a

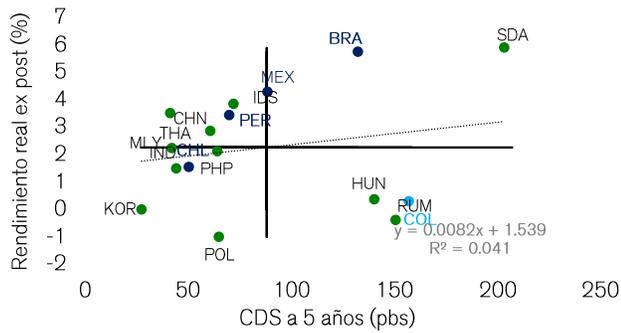
más ventas de estos participantes también puede ser un factor en contra.

De esta manera, estimamos niveles objetivo de corto plazo de 8.5% para los TES2025 y 10% para los TES2033. En esta última referencia, frente a las tasas que actualmente están cotizando, lo anterior implicaría una potencial desvalorización de 20-30 pbs.

Para la curva de TES UVR, consideramos que los títulos de duración media ofrecen el mayor margen de valorización en 1T24, lo que es coherente con algunos ejercicios de valorización relativa COP-UVR. Las medidas de estreches relativa sugieren márgenes de valorización de hasta 24 pbs en estos títulos, en particular la referencia TESUVR2027. En el caso de los TESUVR2025, estas medidas sugieren niveles de sobrecompra.

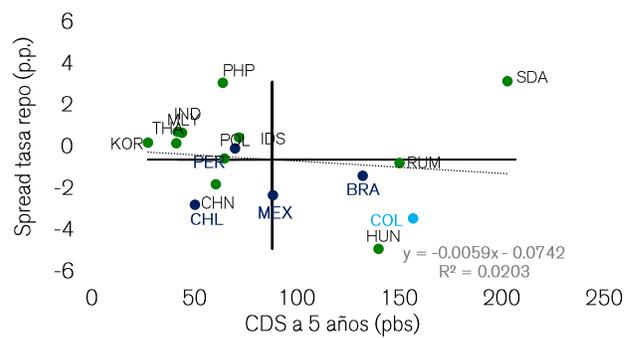


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



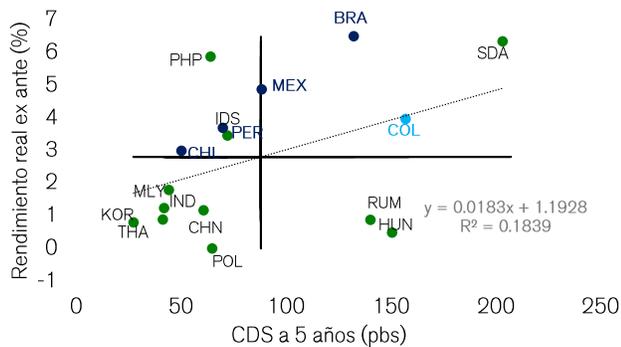
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



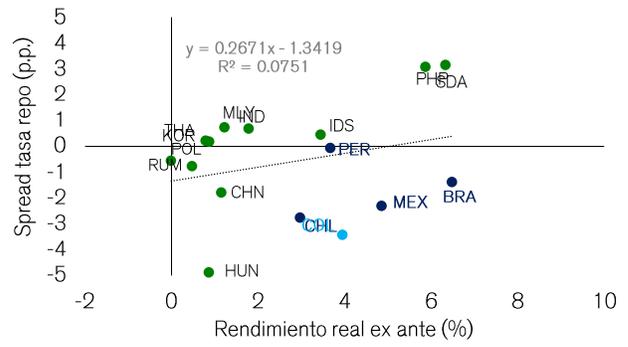
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



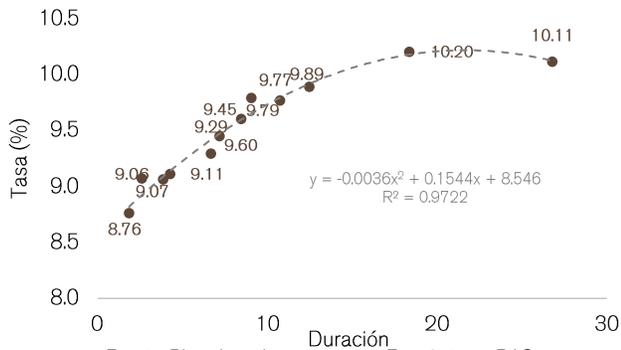
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



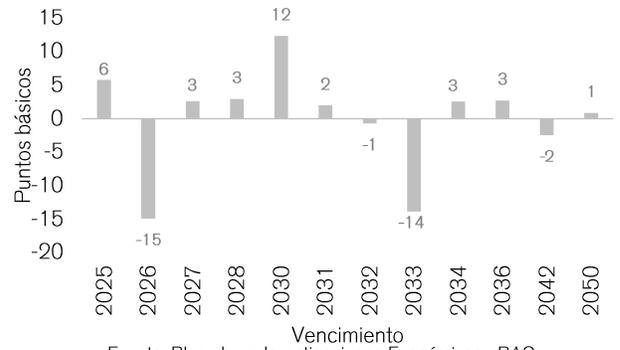
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

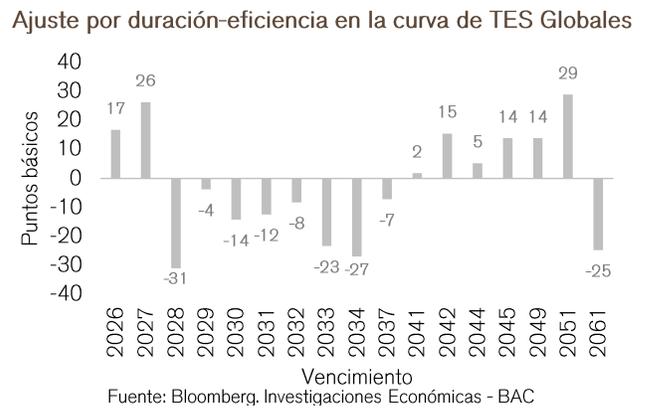
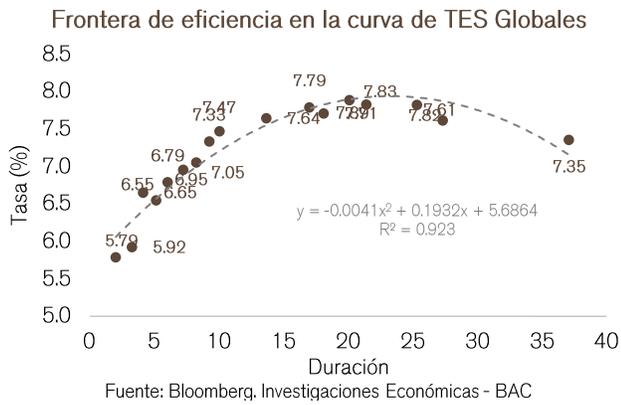
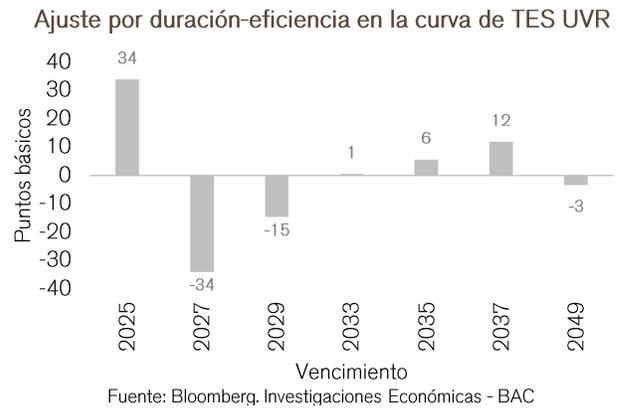
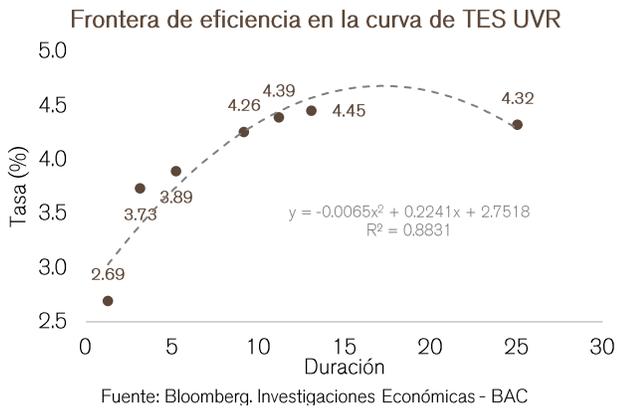


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

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	10.34	31	43	-149	
TFIT08261125	nov-25	6.25	1.6	8.76	-64	-52	-341	
TFIT15260826	ago-26	7.50	2.2	9.07	-37	-31	-320	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.2	9.06	-41	-34	-329	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.4	9.11	-37	-30	-329	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.8	9.29	-40	-28	-321	
TFVT10260331	mar-31	7.00	5.0	9.25	-45	-40	-308	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.0	9.45	-35	-23	-305	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.7	9.60	-27	-28	-293	
TFIT11090233	feb-33	13.25	5.0	9.79	-23	-13	-289	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.7	9.77	-23	-21	-278	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.3	9.89	-29	-22	-261	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.8	10.20	-17	-13	-245	
TFIT31261050	oct-50	7.25	9.4	10.11	-19	-13	-231	

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	1.2	2.69	-67	-61	-108	
TUVT11170327	mar-27	3.30	2.9	3.73	43	17	-77	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.7	3.89	29	20	-97	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.6	4.26	36	26	-65	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.3	4.39	34	27	-103	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.7	4.45	28	28	-82	
TUVT32160649	jun-49	3.75	15.3	4.32	32	28	-78	

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	0.3	5.66	72	41	13	
COLGLB26	ene-26	4.500	1.8	5.78	36	43	-29	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.5	5.17	-146	-137	-277	
COLGLBA27	abr-27	3.875	2.9	5.92	47	56	-45	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.1	6.65	-4	16	0	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.2	6.55	56	61	-9	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.0	6.79	60	68	3	
COLGLB31	abr-31	3.125	5.9	6.95	57	64	21	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.5	7.05	57	63	18	
COLGLB33	ene-33	10.375	5.6	7.50	3	19	-78	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.1	7.34	63	71	-2	
COLGLB34	feb-34	7.500	6.4	7.47	67	76		
COLGLB37	sep-37	7.375	8.2	7.64	65	73	17	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.7	7.79	68	77	-2	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.3	7.71	75	83	27	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.0	7.89	68	78	5	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.8	7.83	71	80	16	
COLGLB49	may-49	5.200	11.2	7.82	71	79	14	
COLGLB51	may-51	4.125	12.2	7.61	72	79	48	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.1	7.35	71	77	46	

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.
