



Deuda pública
Mercado de TES

fixed
income

Febrero 28 de 2024

Hallando valor en la curva

Autores:

Camila Martínez K.

P.S. - Mercados Financieros

camila.martinez@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas

Tesorería

Los índices de renta fija soberana a nivel internacional, en el balance, registraron leves valorizaciones en febrero, particularmente en los títulos de menor duración, que siguen favorecidos por una inflación global en franco descenso y una menor necesidad de la política monetaria de mantener posturas restrictivas. La curva de rendimientos de los Tesoros en EEUU tuvo un movimiento al alza, lo que sigue siendo consistente con un reajuste de expectativas en el mercado que ahora anticipan recortes de tasas de la Fed hacia mediados de año.

Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia los mercados emergentes continuaron siendo positivos y registraron entradas netas significativas en el arranque de año. La información disponible de febrero sugiere un ritmo de entradas de estos flujos que se estaría acelerando. Excluyendo China, la preferencia de los inversionistas por títulos en emergentes se sigue inclinando en tendencia hacia la renta fija.

Con excepción de los títulos de más baja duración, la curva de rendimientos TES COP se desvalorizó durante el último mes. Los TES UVR emularon este comportamiento y también se desvalorizaron, especialmente los de duraciones largas en la curva. Los rendimientos de los TES USD también se incrementaron, en particular los de corto y mediano plazo.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario permanecieron altos en febrero. Lo anterior sigue siendo consistente con unas condiciones de liquidez favorables en el mercado y una fuerte demanda por TES de inversionistas locales, especialmente de los fondos de pensiones que siguen consolidando su posición como los mayores tenedores de TES.

Cálculos preliminares en febrero dan cuenta de una demanda de inversionistas extranjeros por TES que seguiría siendo nula. Diferentes estimaciones muestran un margen de valorización estrecho para la curva de TES COP y TES UVR. Sin embargo, algunos diferenciales en el tramo corto-medio de la curva TES COP sugieren un atractivo relativo en títulos con vencimientos estrictamente inferiores a 2 años.



Contexto internacional

Los títulos de deuda a nivel internacional, en el balance, presentaron ligeras valorizaciones en el mes de febrero. En particular, los bonos de menor duración se han visto beneficiados en sus tasas de interés por un contexto de desinflación global y condiciones financieras menos restrictivas. Este patrón ha sido más marcado en LATAM, donde los Bancos Centrales (BC) llevan varios meses recortando sus tipos de interés (ver “Un mayor margen” en [IMCE - Febrero de 2024](#)).

Bajo este contexto, los índices globales de renta fija soberana se valorizaron, en promedio, 1% durante el último mes. En mercados avanzados, el índice de EEUU retrocedió 0.5% y fue el único que exhibió este comportamiento. El índice de la Eurozona tuvo un avance de 0.6% en comparación a la fecha de corte de nuestro último informe, mientras que los índices de LATAM y emergentes (EM) registraron valorizaciones promedio de 1.6% (Gráfico 1).

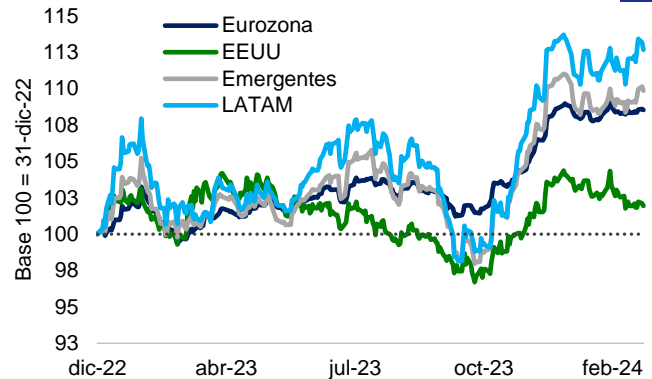
En lo que va corrido de 2024, los índices de renta fija soberana registran desvalorizaciones del orden de 1.2%. El índice de deuda pública de EEUU es el que presenta el mayor retroceso con desvalorizaciones acumuladas de 2.2%, debido en su totalidad al fuerte ajuste de expectativas en el mercado tras un final de 2023 eufórico.

En EEUU, la Fed mantuvo estable su tasa de interés en enero en el rango 5.25% - 5.5% y volvió a desestimar la posibilidad de un eventual recorte de tasas tan pronto como en su próxima reunión del mes de marzo. Las expectativas de tasas Fed implícitas en la curva OIS y en los Futuros de Fondos Federales descuentan ahora: i) el primer recorte de tasas de interés hacia 2T24; y ii) un ciclo completo de reducciones de tipos de interés este año de 50 - 100 pbs, muy en contraste con los casi 175 pbs que se anticipaban a principios de enero.

Lo anterior es consistente con nuestro escenario base de tasas de interés de la Fed para 2024, en el cual seguimos esperando el inicio del ciclo de recortes de tasas de interés en 2T24, probablemente en magnitudes graduales de 25 pbs trimestrales que iniciarían el próximo mes de junio (ver “La Fed sin apuros” en CE – [Febrero 5 de 2024](#)). También anticipamos que en marzo se ejecuten algunas modificaciones del programa de reducciones de tenencias

Evolución de los índices de renta fija soberana

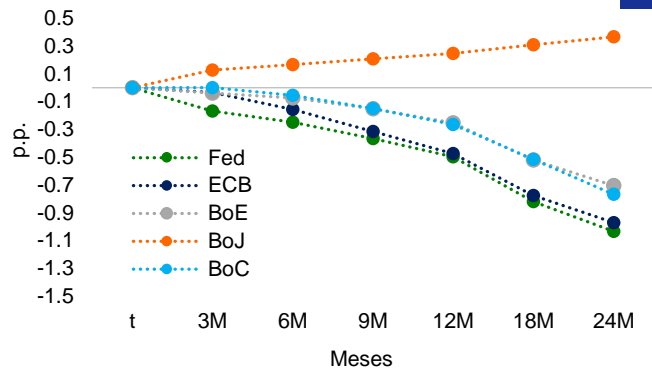
1



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Trayectorias de tasas de política en avanzados*

2



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



de activos de la Fed, pues no sería coherente iniciar el ciclo de reducciones de tasas de interés al tiempo que se contrae la base monetaria.

En Europa, los 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 este entorno, El Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BoE) dejaron estables sus tasas de interés en 4.5% y 5.25%, respectivamente. Otro faro monetario como el Banco de Canadá (BoC) tampoco modificó su tasa de interés de referencia y la dejó estable en 5%.

Para el caso del BCE, BoE y BoC, los mercados continúan anticipando los primeros recortes de tasas de interés en horizontes de 6 meses y en cualquier caso después de la Fed, donde el primer recorte de tasas llegaría en 3 meses (Gráfico 2). El Banco de Japón (BoJ) es la única excepción, pues los mercados anticipan incluso incrementos en su tasa de referencia para los distintos horizontes a 1 y 2 años (Gráfico 2).

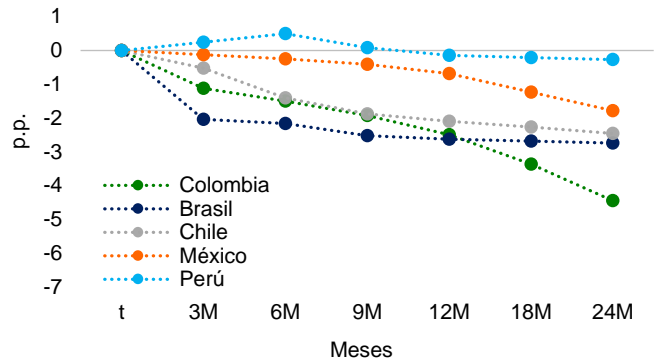
En LATAM, los BC de Chile, Brasil, Perú y Colombia volvieron a recortar sus tasas de interés en el último mes y es previsible que continúen este ciclo en el futuro cercano, en la medida que la inflación, sus expectativas y la desaceleración de sus economías sigan otorgando espacio. La única excepción en la región es el BC de México, que aún mantiene inalterada su tasa de interés de referencia.

De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, se espera que estos recortes en los tipos de política monetaria continúen durante los próximos 12-24 meses, con mayor intensidad en el caso de Colombia (Gráfico 3). Para el caso de México, los mercados anticipan el primer recorte de tasas de política en los próximos 3 meses, mientras que para el caso del BC de Perú se anticipa estabilidad en los tipos durante los próximos meses.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU aumentaron hasta niveles del orden de 4.3%, registrando de esta forma máximos desde noviembre de 2023. Controlando por la postura monetaria de la Fed, estos niveles se sitúan relativamente en línea

Trayectorias de tasas de política en LATAM*

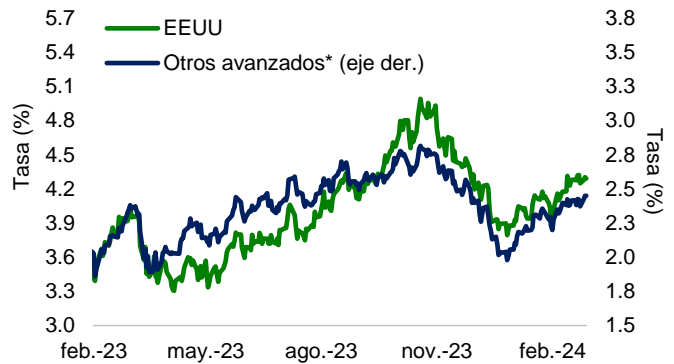
3



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

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados

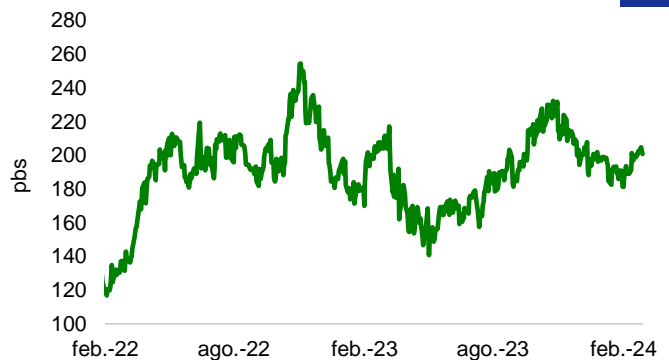
4



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

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

5



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



con respecto a nuestras estimaciones de nivel justo (valor de corto plazo) de 4.3%¹ en estos títulos.

Frente al corte de nuestro último informe, la tasa de interés de los Tesoros a 10 años se incrementó en 11 pbs. En lo corrido del año, el movimiento alcista acumulado de estos rendimientos asciende a 41 pbs.

Los rendimientos de otros bonos soberanos de largo plazo en los mercados desarrollados no fueron ajenos al movimiento de los Tesoros. En promedio, las tasas de interés a 10 años en estos mercados de deuda pública presentaron incrementos de 9 pbs durante el último mes (Gráfico 4).

En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años aumentaron 18 pbs hasta 4.19%, así mismo, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, ascendieron 12 pbs y se sitúan en niveles de 2.46%. En Japón, las tasas de los bonos permanecieron relativamente estables frente al corte de nuestro último informe y se sitúan en niveles de 0.73%.

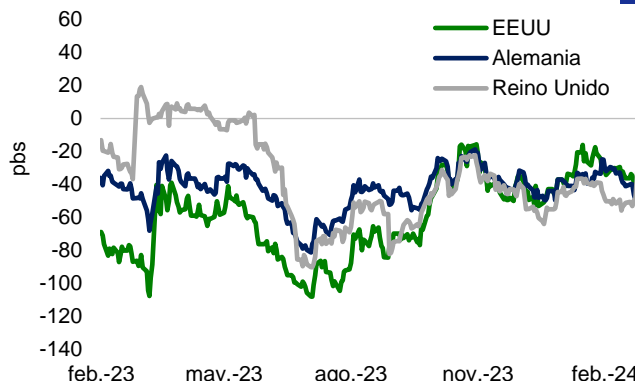
De esta manera, el *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas, aumentó en promedio unos 10 pbs durante el último mes (Gráfico 5). El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* se incrementó hasta 450 pbs.

Las curvas de bonos soberanos en mercados avanzados (sin Japón) siguen invertidas, aunque en niveles no tan negativos como los registrados en 2023 (Gráfico 6). La curva de los Tesoros en EEUU es la más invertida, con un *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años de -38 pbs. El mismo diferencial para las curvas de Alemania y Reino Unido se sitúan en -45 y -15 pbs, respectivamente. La pendiente de la curva de Japón se mantiene positiva y se sitúa en niveles de 53 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

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

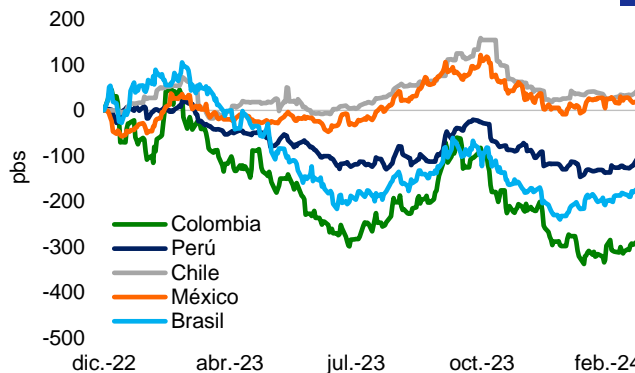
6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5*

7



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en tasas desde diciembre de 2022.

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.



10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5)² ascendieron 17 pbs.

Lo anterior se dio a pesar de que las primas de riesgo-país de LATAM mostraron algunas leves reducciones durante el último mes, apoyadas por unas condiciones financieras internacionales que se han suavizado frente a meses previos. En efecto, los CDS a 5 años de las economías LA5 registraron caídas de 10 pbs, en promedio (Gráfico 8).

En este contexto, los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) completaron tres meses consecutivos en terreno positivo. Asia (sin China) y Europa emergente fueron los destinos preferidos por los inversionistas, con un flujo de entrada que ascendió USD 32,500 millones.

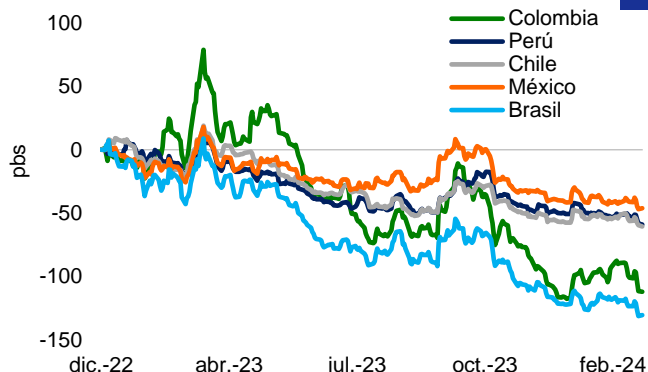
En el consolidado, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), el ingreso de flujos ascendió a USD 35,700 millones. Por clase de títulos, USD 6,900 millones fueron ventas de acciones, mientras USD 42,700 millones fueron compras direccionadas hacia bonos³, el monto más alto desde junio de 2021.

Excluyendo China, la dinámica de los flujos hacia EM también fue positiva. En efecto, el flujo neto de entradas fue de USD 43,600 millones, de los cuales USD 3,800 millones fueron ventas de acciones y USD 47,300 millones compras en títulos de deuda, máximos no vistos desde octubre de 2022 (Gráfico 9).

La demanda de los inversionistas extranjeros por bonos volvió a superar la de renta variable, retomando así la tendencia histórica tras un mes de diciembre donde las compras se concentraron en renta variable. La información preliminar de febrero sugiere que el ritmo de entradas de flujos de inversión de portafolio hacia EM se estaría acelerando.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

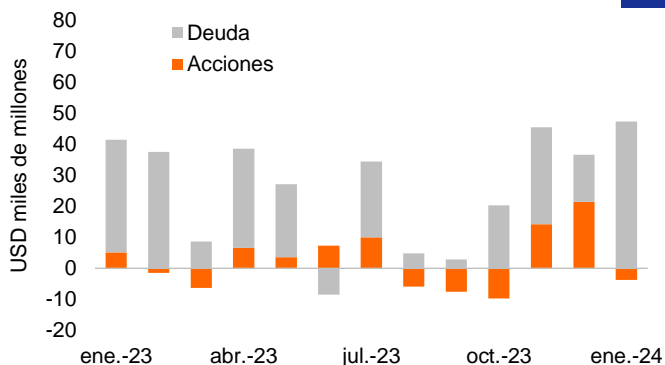
8



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en puntos básicos desde diciembre de 2022.

Flujos de inversión de portafolio hacia EM*

9



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Excluyendo flujos de inversión de portafolio hacia bonos y acciones de China.

² Brasil, México, Colombia, Chile y Perú.

³ IIF Capital Flows Tracker – January 2024.



Mercado local

Las tasas de interés en el mercado de TES, con excepción de los rendimientos más baja duración, mostraron incrementos importantes en febrero. En particular, los TES COP de más largo plazo fueron los que mayores desvalorizaciones en tasa registraron, en línea con lo observado en el contexto internacional y con el aumento que ha tenido la prima de riesgo-país en lo corrido de 2024.

Los volúmenes de negociación se mantuvieron elevados, coherente con unas condiciones de liquidez holgadas en el mercado y una demanda de inversionistas locales que sigue fuerte, especialmente la de TES COP de duraciones bajas-medias.

Frente a nuestro último informe, el nivel de la curva de rendimientos de los TES COP, excluyendo los TES2024, se desplazó al alza 23 pbs (Gráfico 10). Lo anterior se dio en medio de un patrón de empinamiento que implicó un incremento de 64 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles que no se alcanzaban desde octubre de 2023 (Gráfico 11).

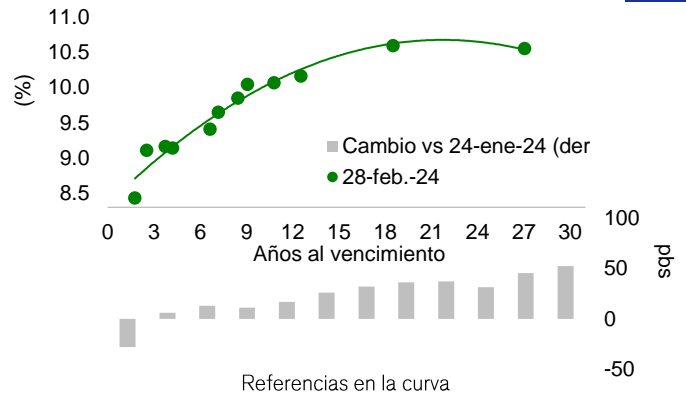
Las tasas de los TES COP de menor duración, siguen favorecidas por el ciclo de flexibilización monetaria de BanRep y la senda bajista de la inflación, que incluso ha sido más baja frente a las expectativas del mercado en meses recientes. Así, los rendimientos de los TES2025, la referencia de más corto plazo de la curva TES COP, descendieron 28 pbs en el último mes hasta niveles de 8.44%.

Esto es consistente con las reducciones que registraron las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario y las de los TES de corto plazo (TCO), que cayeron a niveles de 10.30%. Las tasas implícitas en los swaps IBR a 12 meses descendieron hasta 10.51%, situándose 224 pbs por debajo del nivel actual de la tasa repo (12.75%). Otras tasas de interés de corto plazo han seguido el mismo camino, como las tasas de los TES a 1 año en la curva cero-cupón, las cuales cayeron hasta 9.35% (Gráfico 12).

Las tasas de interés de títulos de deuda privada a 360 días se redujeron hasta 11.24%, incluso situándose por debajo de la tasa repo. El diferencial a 1 año entre estos

Evolución mensual de la curva TES COP

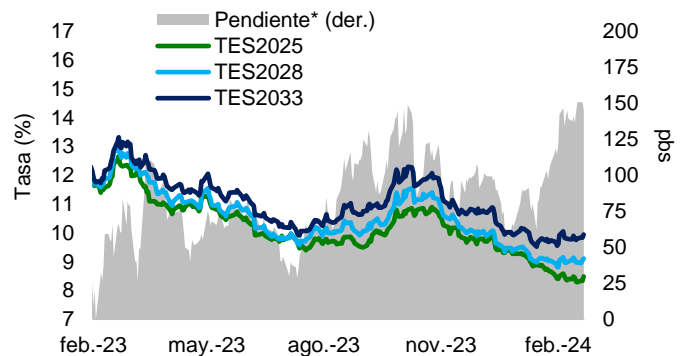
10



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y diferencial intertemporal

11



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial entre los rendimientos de los TES2033 y TES2025.



títulos y los TCO se sitúa en 94 pbs, por debajo de su promedio histórico de 115 pbs, situación que ha erosionado el atractivo de la deuda privada e incrementado el de la deuda pública.

En el nodo de mediano plazo de la curva se registraron desvalorizaciones de 10 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo, aumentó 6 pbs hasta 9.11%. De igual manera, el rendimiento de los TES2027 y TES2028 subieron 12 pbs en promedio hasta 9.17% y 9.14%, respectivamente.

Los rendimientos de los TES COP de más largo plazo registraron incrementos promedio de 35 pbs, siendo los TES2050 los que más se desvalorizaron en una magnitud de 53 pbs hasta 10.56%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 10.05% y han sido las más afectadas por el contexto internacional de la renta fija.

La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento al alza de 26 pbs. Los rendimientos del tramo corto de esta curva, que son los más expuestos a coberturas contra inflación, también mostraron incrementos que están en línea con las recientes sorpresas negativas de la inflación. Allí sobresale los rendimientos de los TESUVR2025 que aumentaron 6 pbs hasta 2.62% (Gráfico 13).

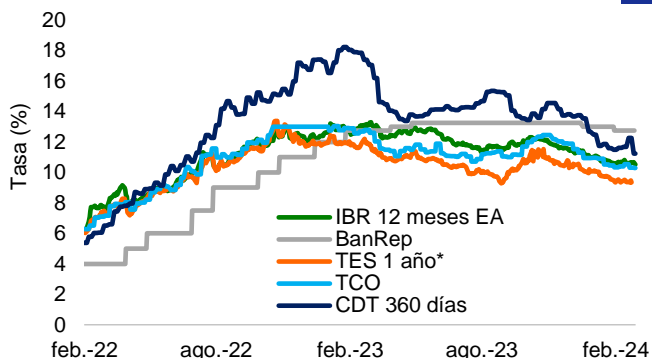
En el tramo medio de la curva, el rendimiento de los TESUVR2027 subió 18 pbs hasta 3.84%. Por su parte, en el tramo largo de la curva el movimiento promedio fue de 32 pbs al alza, donde el rendimiento de los TESUVR2049 se ubicó en niveles de 4.62%, lo que significa una desvalorización de 34 pbs en tasa.

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES disminuyó levemente hasta 5.55%, 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 5.82%, mientras que el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 5.46% (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

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

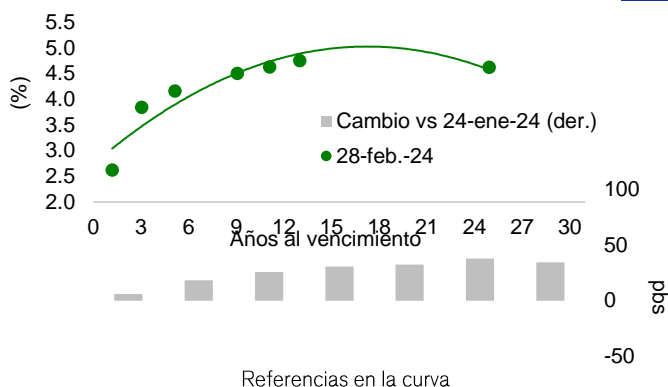
12



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

Evolución mensual de la curva TES UVR

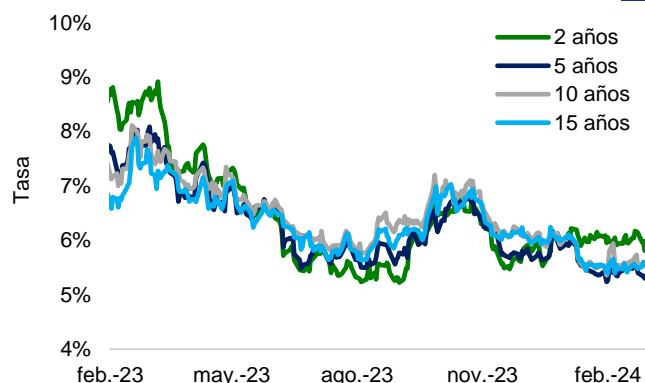
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.



niveles del orden de 6%, pero permanece muy por encima de la meta de política monetaria.

En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN disminuyó levemente hasta COP 6 billones en febrero, desde los COP 6.3 billones de enero. No obstante, los volúmenes de negociación siguen siendo históricamente altos y el monto de febrero superó ampliamente los COP 2.8 billones de febrero de 2023 (Gráfico 15).

Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron 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.

A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2029, TESUVR2037 y TESUVR2049. Estas referencias en UVR también están incluidas en las subastas del esquema de creadores de mercado.

Por su parte, el nivel de la curva TES USD no presentó cambios significativos en el último mes, aunque en la parte larga se observaron unas leves valorizaciones que contrastan con el comportamiento de las tasas de interés de largo plazo de los títulos de deuda internacional.

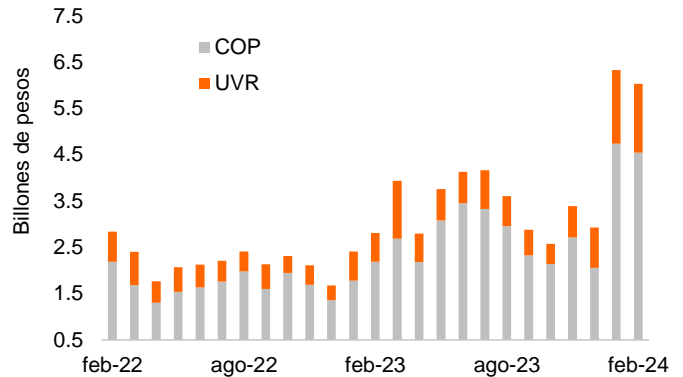
Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva registraron desvalorizaciones promedio de 8 pbs, alcanzando niveles de 5.64% y 5.98%, respectivamente. En la parte larga de la curva, las tasas de interés disminuyeron en promedio 2 pbs hasta 7.36%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, la tasa de interés se mantuvo relativamente estable y se ubicó en 7.45%.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2024, el monto total hasta el 22 de febrero asciende a COP 6.5 billones, lo que representa un cumplimiento del 17.2% de la meta estipulada en el Plan Financiero 2024 para la actual vigencia (38 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es inferior al 21.6% del acumulado para el mismo periodo de 2023 y al promedio del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 16).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 4.9 billones,

Volumen de negociación promedio-día en SEN

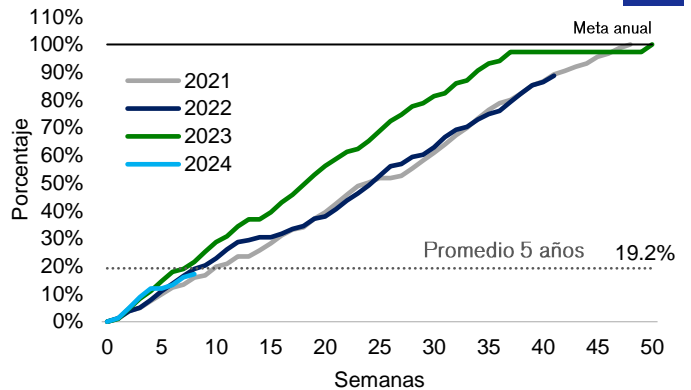
15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

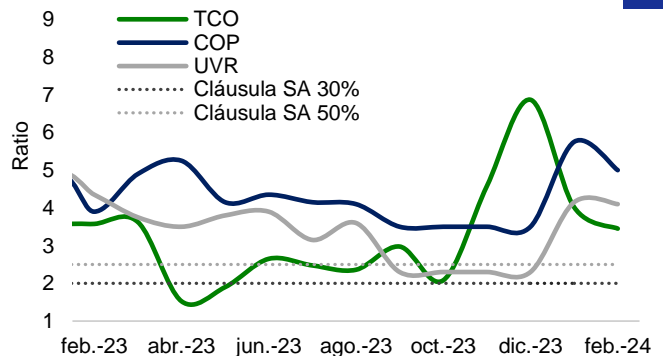
16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bid to cover en las subastas primarias de TES

17



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



repartidas de la siguiente manera: i) COP 3.1 billones de TES COP; y ii) COP 1.8 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 1.6 billones.

Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en febrero registraron un promedio de 10.04%, las más bajas desde marzo de 2022. Esto es consistente con una demanda fuerte de los inversionistas que se tradujo en un *bid-to-cover* promedio de 5 veces (Gráfico 17). En las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte promedio se ubicaron en 4.2% y el *bid-to-cover* fue de 4.1 veces.

Con relación a las subastas de TCO, en el transcurso de 2024 el monto colocado asciende a COP 2.1 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de febrero registraron un promedio de 10.42% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 3.5 veces.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de enero, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 875 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 55.6%, inferior al 61.2% del mismo mes de 2023.

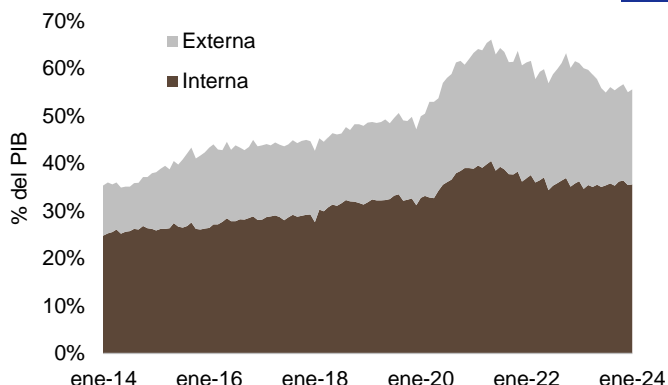
Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se sitúa en 35.6% del PIB, inferior al 36.3% del mismo mes del año anterior. Por su parte, la proporción de la deuda externa cayó hasta 20% del PIB, desde niveles de 24.9% de hace un año (Gráfico 18). La apreciación acumulada de la tasa de cambio 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 64.1% del saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles del 35.9%.

Los datos de enero de tenedores de TES, publicados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), dieron cuenta, una vez más, de una sólida demanda de institucionales locales. Esta demanda sigue cubriendo más que proporcionalmente las ventas netas de TES ejecutadas por los Fondos de Capital Extranjero (FCE).

Saldo de la deuda bruta total del GNC

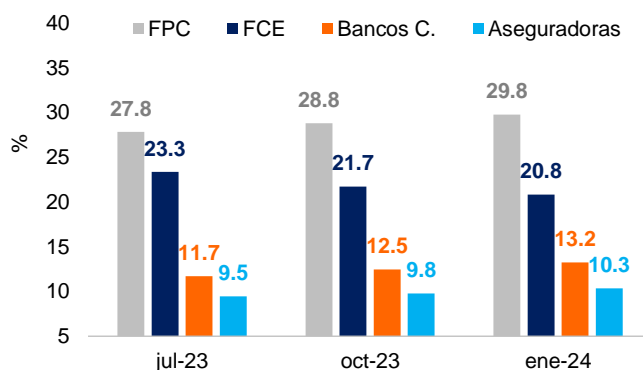
18



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Participación de principales tenedores de TES

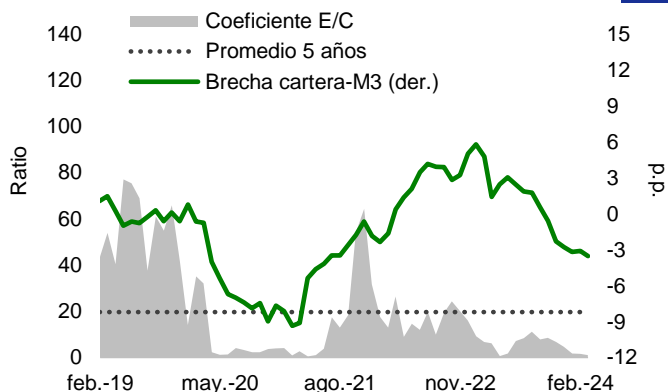
19



Fuente: MHCP. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

20



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC



Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) siguen aumentando su posición como los mayores tenedores de TES, con una participación que alcanzó en enero el 29.8% del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron de COP 3.6 billones, completando así 13 meses consecutivos de incrementos netos en sus posiciones (Gráfico 19).

Los bancos comerciales fueron compradores en COP 2.9 billones y su participación sobre el saldo total aumentó hasta 13.2%. Las compañías de seguros también fueron compradoras netas en COP 1.2 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total aumentó hasta 10.3%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó compras netas por COP 2.1 billones. Por su parte, BanRep realizó ventas definitivas de TES por COP 1.1 billones. En el neto, lo anterior equivale a compras por COP 1 billón que siguen contribuyendo a unas condiciones de liquidez adecuadas en el mercado.

Las ventas netas de los FCE en enero fueron por COP 2.5 billones, la salida más fuerte desde septiembre de 2023. El saldo de tenencias netas de los FCE disminuyó hasta COP 105 billones, pero se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Así, su participación cayó hasta 20.8% del saldo total de la deuda pública interna, el nivel más bajo desde junio de 2016.

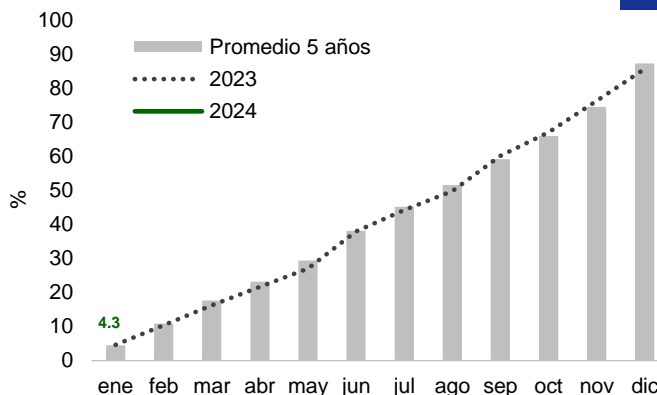
El apetito de los FCE por TES locales habría sido prácticamente nulo en febrero. Según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado, las compras netas acumuladas del mes ascienden apenas a COP 28 mil millones. La información disponible de febrero de inversión de portafolio en balanza cambiaría da cuenta de salidas acumuladas por USD 239 millones, inferior a las salidas de USD 1,003 millones de enero.

En este entorno, las necesidades de liquidez de los intermediarios financieros se redujeron en febrero. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep disminuyó hasta un promedio-día de COP 7.8 billones, inferior a los COP 10.2 billones de enero y a los COP 13.3 billones de febrero de 2023.

El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor se situó en COP 7.4 billones, con una utilización de 60% que es inferior al 72% de enero. Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos, pero con una

Comparativo del ritmo de ejecución del PGN

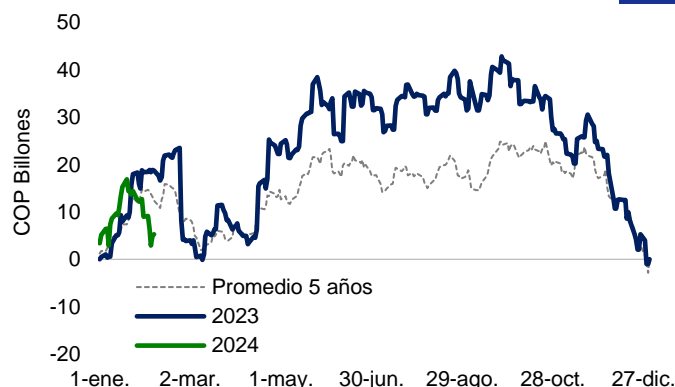
21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio año corrido de los depósitos de la DTN

22



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



utilización en el mes de apenas 5.1%. Por su parte, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contratación (depósitos remunerados) se redujo levemente hasta COP 2.8 billones.

El coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) permanece en niveles históricamente bajos (1.1 veces). La brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos del sistema se mantuvo en terreno negativo y sigue liberando presiones de liquidez en el mercado (Gráfico 20).

Por otra parte, de acuerdo con las cifras recientes de la DIAN, el recaudo tributario para 2023 ascendió hasta COP 279 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo el año se situó en 96.1%. Así, el recaudo total registró un crecimiento de 22.1% frente a 2022 (cerca de un 11.8% en términos reales).

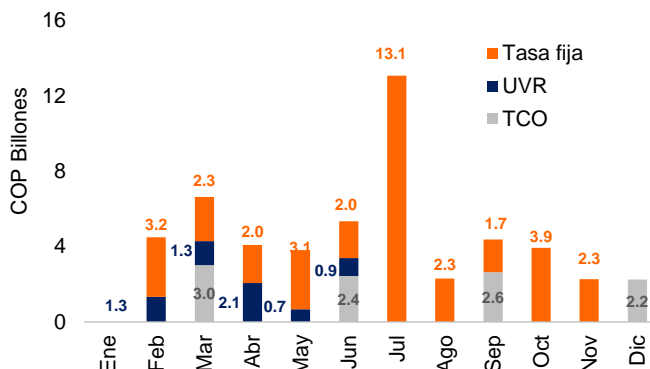
Con la información de enero de 2024, la ejecución del presupuesto general de la nación, excluyendo el servicio de la deuda, fue de 4.3% de la meta en enero (Gráfico 21). Este ritmo de ejecución es similar al 4.6% de enero 2023 y al promedio de los últimos 5 años (4.5%).

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 7.3 billones al corte del 16 de febrero. Esta cifra es inferior los COP 21.9 billones del acumulado del mismo periodo del año pasado (Gráfico 22).

Esperamos que las condiciones de liquidez se mantengan holgadas en marzo. Es importante señalar que en marzo se estima una entrada de recursos al sistema por COP 6.6 billones, distribuida en: i) COP 2.3 billones del cupón de los TES2031 el 26 de marzo; ii) COP 1.3 billones del cupón de los TESUVR2027 y de los TESUVR2033 el 17 y 25 de marzo; y iii) COP 3 billones del vencimiento de TCO's el 5 de marzo (Gráfico 23).

Pago de cupones y vencimientos en 2024

23



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



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 0.2% hasta 0.6%, pero se mantiene muy por debajo de la tasa promedio de 2.7% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 80 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.

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 3.84% y se mantienen por encima de la media muestral de 2.9%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -3.78 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -2.6 p.p.

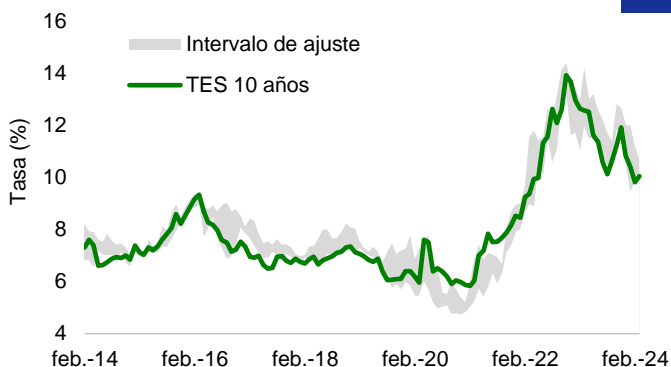
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada, especialmente en los TES2026 y TES2033, con un espacio de valorización de 21 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un estrecho margen de valorización de apenas 7 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 32 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media indican también que se encuentra muy cerca de sus valores justo. En la frontera de

Niveles justos de los TES de largo plazo

24



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



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 23 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 10.05%, lo anterior sugiere una corrección técnica al alza de 10 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es media-alta.



Expectativas de corto plazo

En el frente externo, las tasas de interés en los mercados de deuda se han incrementado por un reajuste natural de expectativas tras diluirse la probabilidad de recortes de tasas de la Fed en marzo. Es de esperar que esta presión externa se mantenga en el corto plazo en la medida que los fundamentos de EEUU sigan fuertes y el inicio de la flexibilización monetaria de la Fed se postergue hacia mediados de año.

En el plano local, esperamos que BanRep siga recortando sus tasas de interés en 2024 y que la inflación mantenga su tendencia bajista. Para la reunión de marzo esperamos que BanRep acelere el ciclo de recortes de tasas de interés y la reduzca 50 pbs hasta 12.25% (ver “Un mayor margen” en [IMCE – Febrero de 2024](#)).

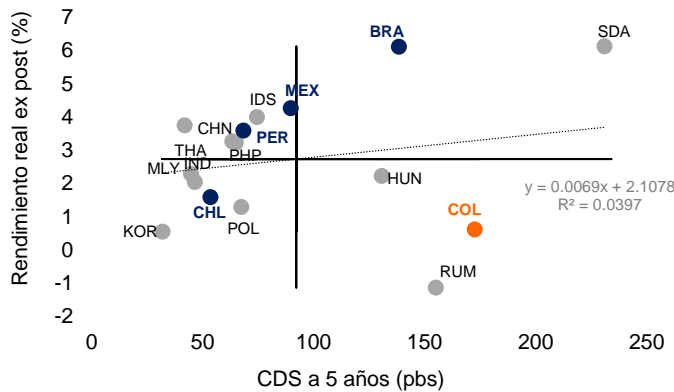
El tramo medio de la curva TES COP se encuentra prácticamente plano (pendiente cerca de 0 pbs), sin dar señales que puedan favorecer en términos relativos la demanda por alguno de estos títulos. Sin embargo, teniendo en cuenta que el diferencial de tasas entre los TES2026 y los TES2025 se sitúa en máximos de 68 pbs (muy por encima de su promedio histórico de 32 pbs), y que por su vencimiento los factores nominales deberían ganar preponderancia, los TES2026 lucen como una opción atractiva en este tramo de la curva.

Estimamos niveles objetivo de 8% para los TES2025 y de 9.8% para los TES2033 en marzo, lo que incorpora de manera implícita un mayor empinamiento de la curva.

Para la curva de TES UVR, y en línea con nuestra perspectiva para la curva TES COP, consideramos que los títulos de duración media ofrecen el mayor margen de valorización. Algunos cálculos sugieren márgenes de valorización de hasta 37 pbs en la referencia TESUVR2027. Para los TESUVR2025, estas medidas sugieren niveles de sobrecompra que podrían acarrear algunas desvalorizaciones en el corto plazo.

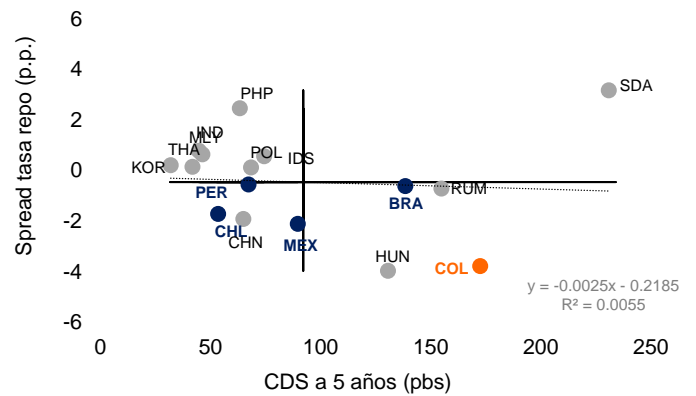


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



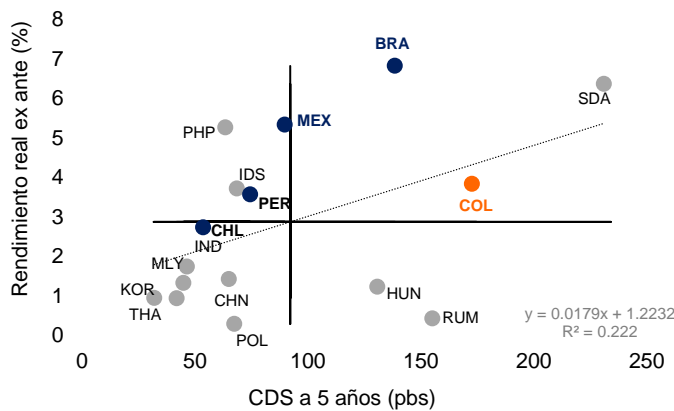
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



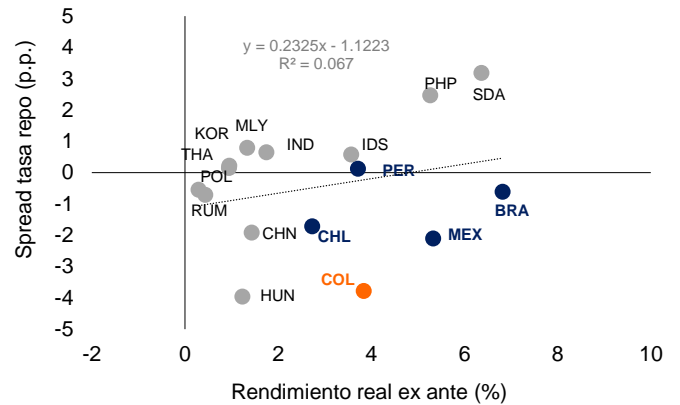
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



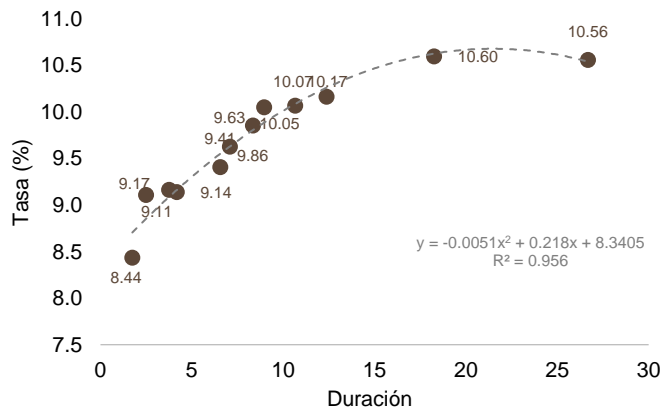
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



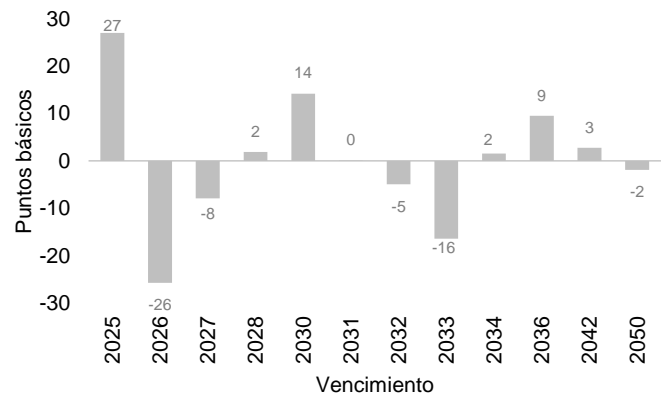
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

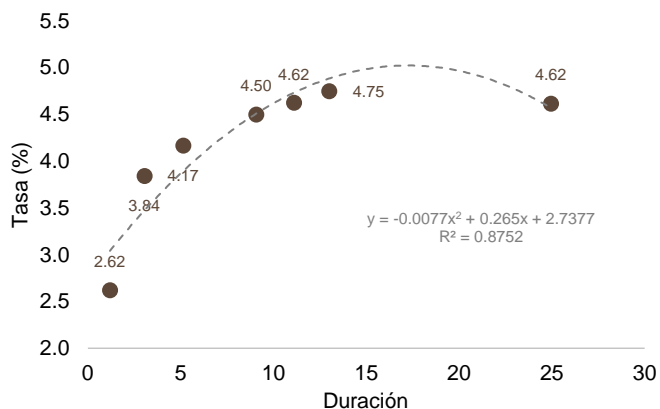
Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

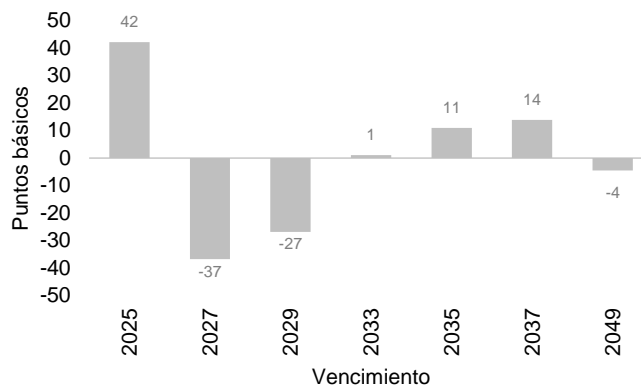


Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



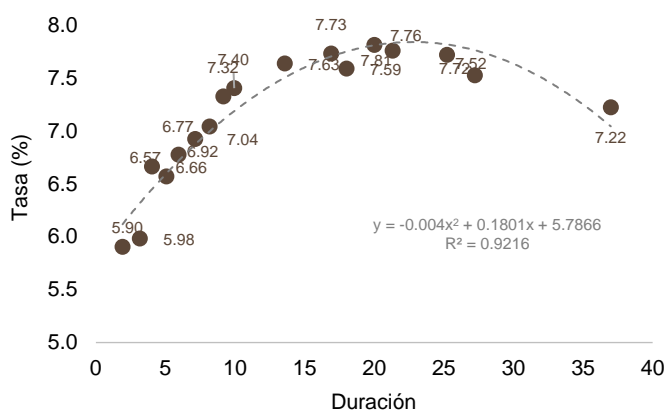
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



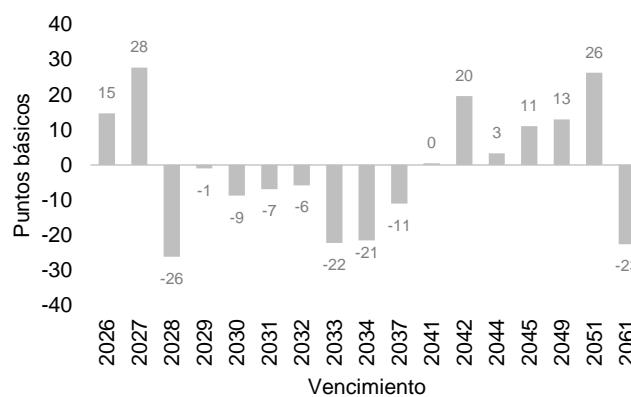
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en curva TES Globales



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	
TFIT08261125	nov-25	6.25	1.5	8.44	-12	-84	-390	
TFIT15260826	ago-26	7.50	2.1	9.11	17	-27	-349	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.1	9.16	21	-24	-354	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.3	9.14	19	-27	-362	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.7	9.41	25	-16	-359	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.9	9.49	26	-16	-331	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.9	9.63	34	-5	-342	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.5	9.86	37	-3	-331	
TFIT11090233	feb-33	13.25	5.4	10.05	35	13	-331	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.6	10.07	36	9	-318	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.2	10.17	28	5	-314	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.6	10.60	45	27	-296	
TFIT31261050	oct-50	7.25	9.0	10.56	49	32	-274	

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	1.1	2.57	8	-73	-106	
TUVT11170327	mar-27	3.30	2.8	3.84	31	28	-100	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.6	4.17	34	48	-101	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.4	4.50	31	50	-92	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.2	4.62	27	51	-101	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.9	4.75	35	58	-81	
TUVT32160649	jun-49	3.75	15.0	4.62	36	58	-68	

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	0.2	5.66	40	40	2	
COLGLB26	ene-26	4.500	1.8	5.90	31	55	-73	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.6	5.64	-36	-90	-250	
COLGLBA27	abr-27	3.875	2.8	5.98	26	62	-98	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.0	6.66	-7	18	-61	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.1	6.57	22	63	-84	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.1	6.77	25	66	-84	
COLGLB31	abr-31	3.125	5.8	6.92	22	61	-79	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.4	7.04	24	61	-67	
COLGLB33	ene-33	10.375	6.0	7.45	14	14	-109	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.0	7.32	20	70	-80	
COLGLB34	feb-34	7.500	6.8	7.40	19	69	-80	
COLGLB37	sep-37	7.375	8.1	7.64	20	72	-57	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.6	7.73	21	71	-74	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.9	7.59	16	71	-55	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.6	7.81	15	71	-63	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.7	7.76	15	73	-63	
COLGLB49	may-49	5.200	11.2	7.72	15	69	-66	
COLGLB51	may-51	4.125	12.2	7.52	21	70	-23	
COLGLB61	feb-61	3.875	14.1	7.22	15	64	-27	

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.
