



Deuda pública
Mercado de TES

fixed
income

Marzo 27 de 2024

El menú de las duraciones

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 particular los de mercados emergentes y de mayor riesgo implícito, registraron valorizaciones en marzo, favorecidos por unas condiciones financieras menos restrictivas y un mayor apetito por riesgo de los inversionistas. Los Tesoros en EEUU también registraron leves valorizaciones, aunque en magnitudes sustancialmente inferiores a las de sus pares en otros mercados. Los rendimientos de la referencia a 10 años de los Tesoros se mantienen por encima del 4.2%.

Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes continuaron siendo positivos en febrero. La información disponible de marzo sugiere un ritmo de entradas de estos flujos que se estaría acelerando gracias a la mayor demanda por riesgo de los inversionistas. Excluyendo China, las preferencias de los inversionistas en mercados emergentes se sigue inclinando en tendencia hacia activos de 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 del tramo medio. Por su parte, los rendimientos de los TES USD descendieron, en particular los de largo plazo, algo que contrasta con el aumento registrado de la prima de riesgo-país.

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

Cálculos preliminares en marzo dan cuenta de una demanda de inversionistas extranjeros por TES que se estaría recuperando, favorecida por un contexto internacional de mayor apetito por riesgo. Diferentes estimaciones muestran un margen de valorización estrecho para la curva TES COP y TES UVR. Sin embargo, algunos diferenciales en el tramo medio de ambas curvas sugieren un atractivo relativo ajustando por duración.



Contexto internacional

Los títulos de deuda a nivel internacional presentaron valorizaciones en el balance durante el mes de marzo, en un entorno de condiciones financieras que se siguen suavizando gradualmente y un mayor apetito por riesgo de los inversionistas. Esto último fue el principal determinante para que los índices de LATAM hayan sido, una vez más, los de mejor desempeño, apoyados por un ciclo agresivo de recortes en las tasas de interés de política monetaria.

Bajo este contexto, los índices globales de renta fija se valorizaron en promedio 2.1% durante el último mes. En mercados avanzados, el índice de EEUU aumentó 0.2% y el índice de la Eurozona registró un avance de 1.3% en comparación a la fecha de corte de nuestro último informe. Los índices de LATAM y emergentes (EM) registraron valorizaciones promedio de 2.5% (Gráfico 1).

En lo que va corrido de 2024, los índices de renta fija soberana registran valorizaciones promedio del orden de 1.2%. En contraste, el índice de deuda pública de EEUU es el que presenta el mayor retroceso con desvalorizaciones acumuladas de 1.4%.

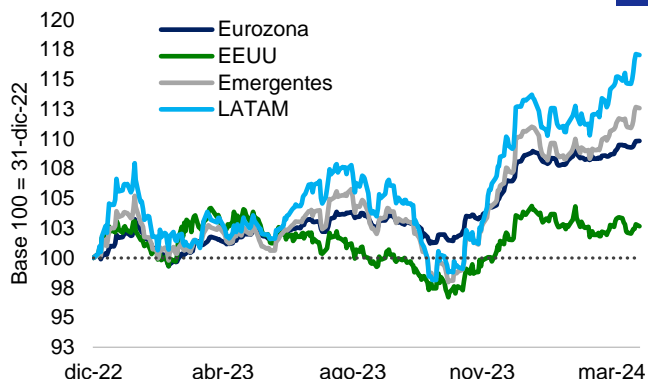
En EEUU, la Fed mantuvo estable su tasa de interés en marzo en el rango 5.25% - 5.5% y reiteró que las condiciones actuales no están dadas para una reducción en las tasas de interés. El material de proyecciones económicas de los miembros del comité federal de mercado abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) ratificó la expectativa de un ciclo de recortes de tasas de interés de 75 pbs en todo 2024, sin cambios frente a las perspectivas que se tenían en diciembre pasado.

Aunque tampoco se tomaron decisiones en torno al programa de reducción de tenencias de activos (conocido por sus siglas en inglés como QT), la Fed advirtió que relativamente pronto podrían darse anuncios al respecto. Esto se encuentra en línea con lo que habíamos anticipado meses atrás, donde explicamos que la Fed primero tendrá que modificar la magnitud del QT antes de recortar sus tipo de interés (ver “La Fed sin apuros” en [CE – Febrero 5 de 2024](#)).

Las expectativas de tasas Fed implícitas en la curva OIS y en los futuros de fondos federales siguen descontando

Evolución de los índices de renta fija soberana

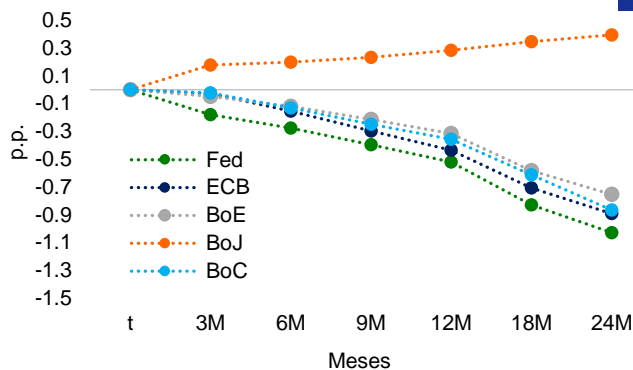
1



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.



un primer recorte de tasas de interés en 2T24. Asimismo, los mercados descuentan un ciclo de recortes de tipos de 100 pbs en todo 2024 hasta 4.25% - 4.5%, sin cambios importantes frente a lo visto el mes pasado.

En nuestro escenario base, **seguimos esperando que el primer recorte de 25 pbs en las tasas de interés de la Fed ocurra hacia el mes de junio** y que los siguientes movimientos (en la misma magnitud y dirección) se ejecuten trimestralmente hasta finales de año. También ratificamos nuestra expectativa que anuncios sobre el QT llegarán antes de los movimientos en las tasas de interés, lo cual deja a mayo como el mes más probable para que esto ocurra.

En Europa, la mayoría de los principales Bancos Centrales (BC) tampoco modificaron sus tasas de referencia y mantienen su intención de extender su postura contractiva por más tiempo. El Banco Nacional de Suiza (BNS) ha sido la única excepción y redujo en 1 p.p. su tasa de referencia hasta 1.5%, siendo el primer BC europeo que recorta las tasas de interés.

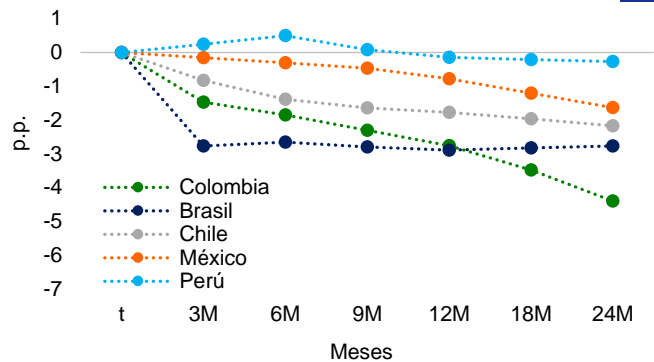
En este entorno, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BoE) dejaron estables sus tasas de interés en 4.5% y 5.25%, respectivamente. Otro faro monetario mundial como el Banco de Canadá (BoC) tampoco modificó su tasa de interés de referencia y la mantuvo en 5%.

En Asia, tal como lo venía anticipando el mercado, el Banco de Japón (BoJ) incrementó su tasa de referencia por primera vez en 17 años hasta 0.1%, desde el nivel previo de -0.1% que mantuvo sin cambios por 8 años. Consistente con lo anterior, el BoJ también finalizó su programa de control de curva de rendimientos alrededor de 0% (YCC, por sus siglas en inglés), aunque continuará comprando bonos soberanos al ritmo que lo ha hecho en el pasado reciente.

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 todos los casos después de la Fed, donde el primer recorte de tasas se anticipa en los próximos 3 meses (Gráfico 2). El BoJ es la única excepción, pues los mercados anticipan que más incrementos en su tasa de referencia llegarían en los próximos meses.

Trayectorias de tasas de política en LATAM*

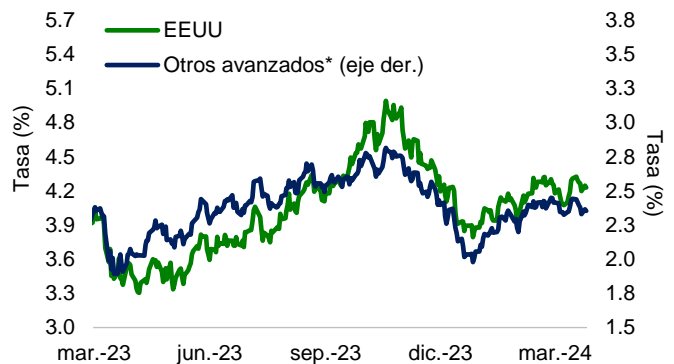
3



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

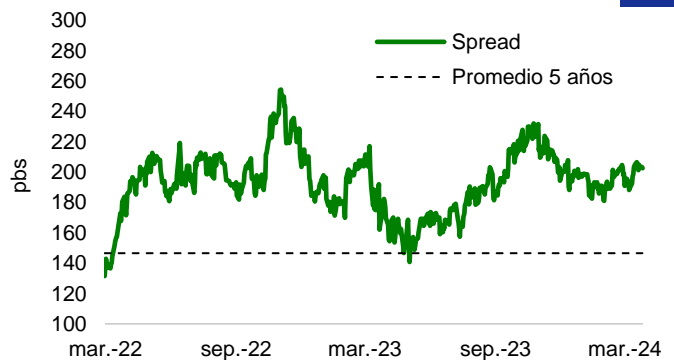
4



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.



En LATAM, los BC de Brasil, Perú y Colombia recortaron las tasas de interés en marzo y es previsible que continúen este ciclo en el futuro cercano. A este grupo se le sumó recientemente México con un recorte de 25 pbs en la tasa de referencia de su BC, siendo el último de los principales países de la región que aún mantenía inalterada su tasa de interés. El BC de Chile tomará decisiones de tipos de interés a comienzos de abril y también se espera otra reducción.

De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, el ciclo de recortes de tasas de política monetaria continuará durante los próximos 12-24 meses, con mayor intensidad en el caso particular de Colombia (Gráfico 3). El BC de Perú sería el primero en frenar el proceso de flexibilización monetaria de la región, según lo anticipan los mercados.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU descendieron hasta niveles de 4.23%. Controlando por la postura monetaria de la Fed, estos niveles se sitúan por encima de nuestras estimaciones de nivel justo (valor de corto plazo) de 4.1%¹.

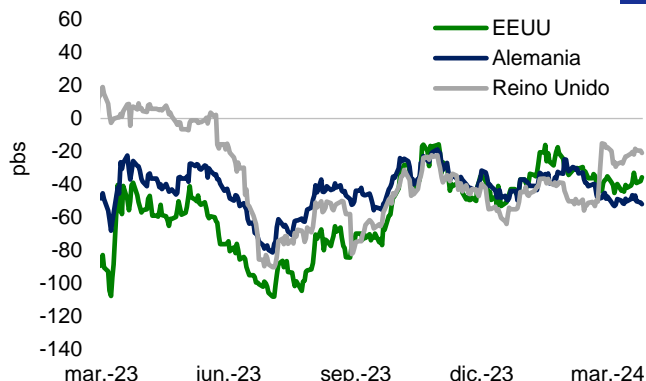
Frente al corte de nuestro último informe, la tasa de interés de los Tesoros a 10 años se redujo en 4 pbs. En lo corrido del año, el incremento acumulado de estos rendimientos desciende a 35 pbs, desde los 39 pbs de febrero.

En línea con lo anterior, las tasas de interés a 10 años de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados presentaron reducciones promedio de 11 pbs durante el último mes (Gráfico 4). En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* disminuyeron 21 pbs hasta 3.97%, al igual que las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, en donde el rendimiento del bono a 10 años de Alemania cayó 11 pbs y se sitúan en niveles de 2.35%. En cambio, en Japón las tasas de los bonos aumentaron 4 pbs frente al corte de nuestro último informe y se sitúan en niveles de 0.74%.

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 5 pbs durante el último mes y permanece por encima del

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

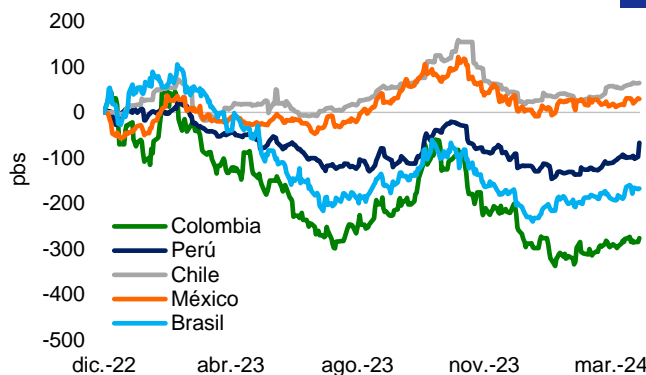
6



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.



promedio de los últimos 5 años (Gráfico 5). El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* se sitúa en 440 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 bonos alemanes es la más invertida, con un *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años de -52 pbs. El mismo diferencial para las curvas de los Tesoros en EEUU y Reino Unido se sitúan en -36 y -21 pbs, respectivamente. La pendiente de la curva de Japón se mantiene positiva y se sitúa en niveles de 54 pbs.

Los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo en LATAM, en el balance, 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 17 pbs.

Lo anterior es coherente con unas primas de riesgo-país que aumentaron durante el último mes, pese a unas condiciones financieras menos estrechas. En efecto, los CDS a 5 años de LA5 registraron incrementos promedio de 5 pbs (Gráfico 8).

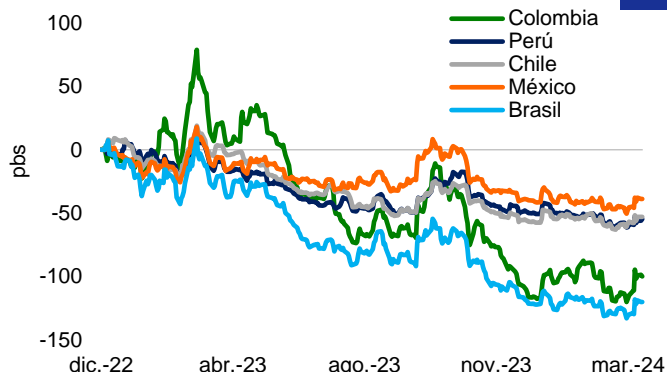
En este contexto, los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) completaron cuatro meses consecutivos en terreno positivo. Asia (sin China) y Europa emergente fueron los destinos preferidos por los inversionistas, aunque con un flujo de entrada que se desaceleró a USD 19,000 millones.

En el consolidado, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la dinámica de flujos de entrada a EM se moderó a USD 22,200 millones. Por clase de títulos, USD 17,200 millones fueron compras de acciones, mientras USD 5,000 millones fueron compras direccionadas hacia bonos³.

Excluyendo China, la dinámica de los flujos hacia EM también fue positiva. En efecto, el flujo neto de entradas fue de USD 19,100 millones, de los cuales USD 7,600 millones fueron compras de acciones y USD 11,500

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

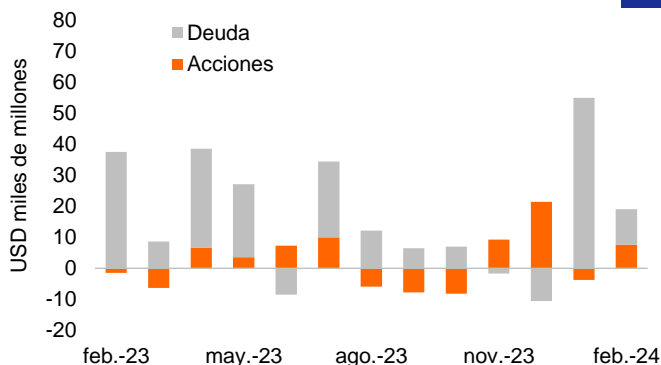
8



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 – February 2024.



millones compras en títulos de deuda, de los más altos desde agosto de 2023 (Gráfico 9).

La demanda de los inversionistas extranjeros por bonos volvió a superar la de renta variable. La información preliminar de marzo sugiere que el ritmo de entradas de flujos de inversión de portafolio hacia EM se estaría acelerando.



Mercado local

En contraste con el contexto externo, la curva de rendimientos de los TES presentó un desplazamiento al alza en marzo. Como lo habíamos advertido en meses recientes, la única excepción fue el tramo de menor duración, donde los títulos presentaron valorizaciones en tasa favorecidos por el ciclo nominal local (ver “Hallando valor en la curva” en [IMDP – Febrero de 2024](#)). Este comportamiento de la curva fue consistente con el aumento que tuvo la prima de riesgo-país en el último mes.

Los volúmenes de negociación se mantuvieron elevados, en medio de unas condiciones de liquidez holgadas en el mercado. La demanda de inversionistas institucionales locales se mantiene fuerte, especialmente la de fondos de pensiones.

De esta forma, el nivel de la curva de rendimientos de los TES COP, excluyendo los TES2024, aumentó en 10 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 10). Lo anterior se sigue dando en medio de un patrón de empinamiento que implicó un incremento de 46 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles históricos de 208 pbs (Gráfico 11).

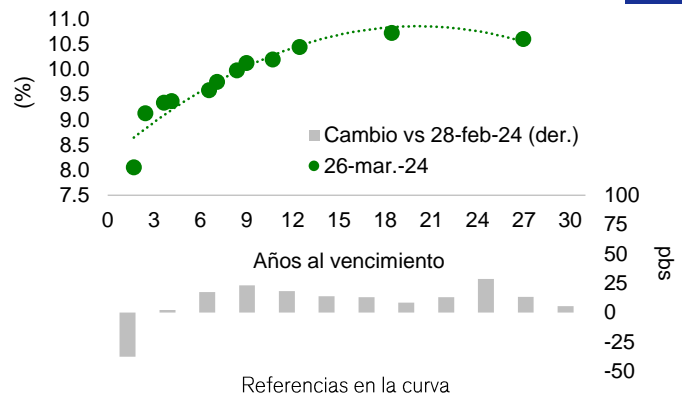
En el tramo corto de la curva, los rendimientos de los TES2025, la referencia de menor duración de la curva TES COP excluyendo los TES2024, descendieron 38 pbs en el último mes hasta 8.06%. Estos niveles son mínimos no observados desde enero de 2022.

El comportamiento de los TES2025 sigue siendo consistente con las reducciones que registraron las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO), que cayeron a niveles promedio de 9.99%. Las tasas implícitas en los swaps IBR a 12 meses descendieron hasta 10.34%, situándose 191 pbs por debajo del nivel actual de la tasa repo (12.25%). 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 9.3% (Gráfico 12).

Las tasas de interés de títulos de deuda privada a 360 días se redujeron hasta 10.53%, también por debajo de la tasa repo y alcanzando mínimos desde junio de 2022. El diferencial a 1 año entre estos títulos y los TCO se

Evolución mensual de la curva TES COP

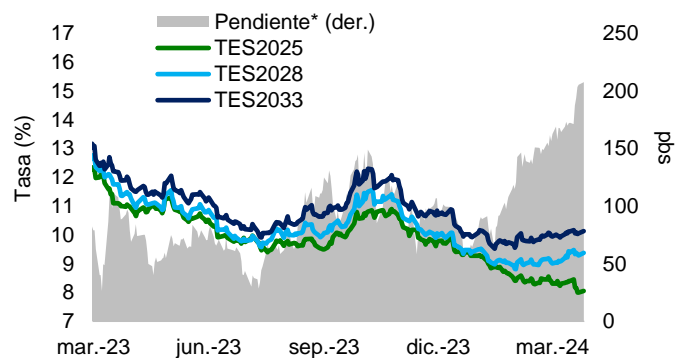
10



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.



ubica en 113 pbs, levemente por debajo de su promedio histórico de 115 pbs. Esta situación ha venido erosionando el atractivo de la deuda privada en favor de la deuda pública de más corto plazo.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones de 14 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo, se desvalorizó apenas 2 pbs hasta 9.13%. Los rendimientos de los TES2027 y TES2028 subieron 20 pbs en promedio hasta 9.34% y 9.37%, respectivamente.

Los rendimientos de los TES COP de más largo plazo también registraron incrementos promedio de 14 pbs, siendo los TES2036 los que más se desvalorizaron con un aumento en tasa de 29 pbs hasta 10.45%. En promedio, las tasas de interés de estos papeles se sitúan en 10.18%.

La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento al alza de 27 pbs. En el tramo corto de la curva, el más expuesto a la inflación y sus expectativas, las tasas de los TESUVR2025 aumentaron 13 pbs hasta 2.75%.

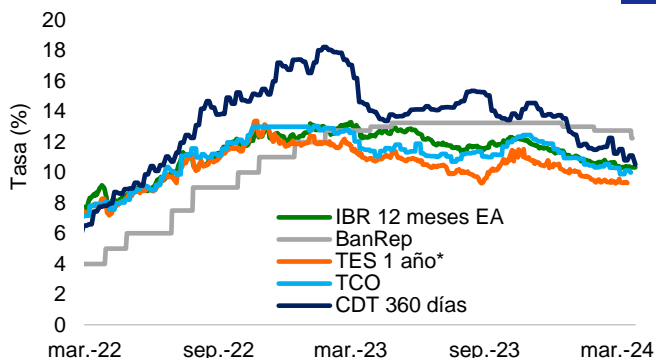
El tramo medio de la curva TES UVR registró la mayor desvalorización, en línea con el comportamiento de la curva de TES COP. Allí sobresale los rendimientos de los TESUVR2027, los cuales registraron un fuerte incremento de 52 pbs hasta 4.36% (Gráfico 13). En el tramo largo de la curva, el movimiento promedio de los rendimientos de los títulos fue de 25 pbs al alza, donde el de los TESUVR2029 aumentó 48 hasta niveles de 4.59%.

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES disminuyó hasta 5.35%, sus niveles más bajos desde febrero de 2022, aunque se sitúan todavía muy por encima de la meta de 3% de BanRep. A 2 años, las implícitas se ubican en 5.31% y el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 5.36% (Gráfico 14).

El promedio de las inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES disminuyó hasta niveles del orden de 5.8%, también mostrando descensos frente a meses previos y reflejando un menor apetito por TES UVR. Sin embargo, los niveles de estas inflaciones

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

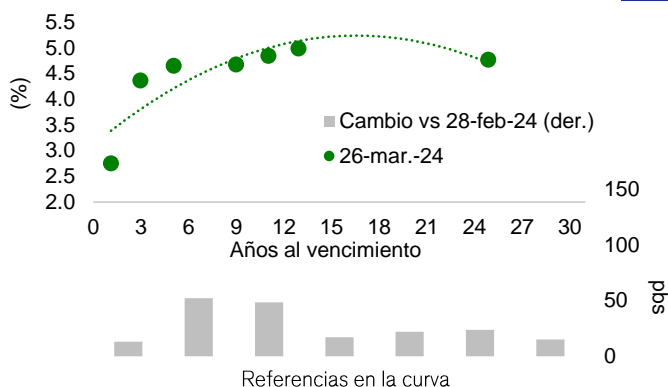
12



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

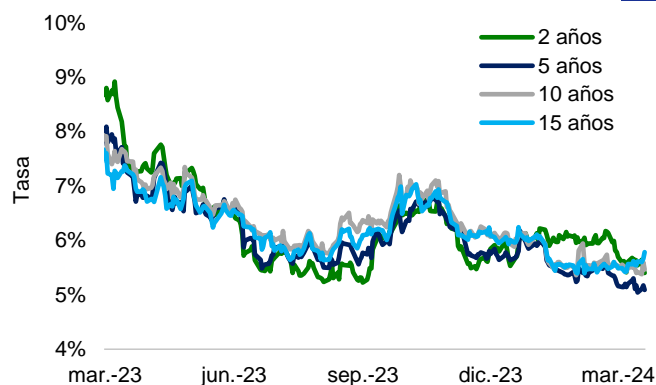
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.



implícitas permanecen también por encima de la meta de política monetaria.

En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN aumentó hasta COP 6.6 billones en marzo, desde los COP 6.1 billones de febrero. Los volúmenes de negociación siguen siendo históricamente altos y el monto de marzo supera ampliamente los COP 3.9 billones del mismo mes del año pasado (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.

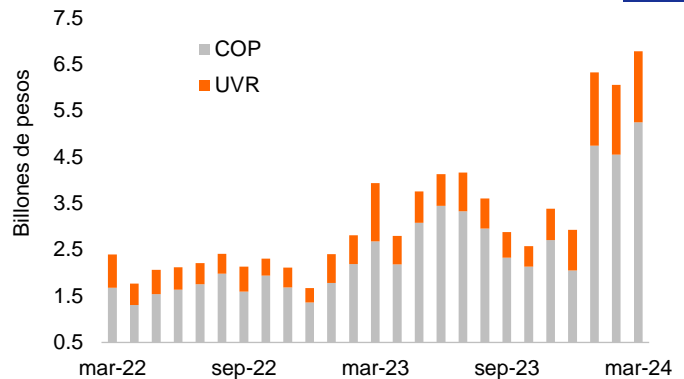
Por su parte, y en contraste con lo observado en las curvas TES COP y TES UVR, la curva TES USD registró un movimiento bajista en todo su nivel de 14 pbs durante el último mes. En la parte larga de la curva se observaron las mayores valorizaciones, generando un patrón de aplanamiento que también difiere del comportamiento de las tasas de interés de largo plazo de los títulos de deuda pública internacional y de la prima de riesgo-país.

Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva registraron valorizaciones promedio de 10 pbs, alcanzando niveles de 5.40% y 5.97%, respectivamente. En la parte larga de la curva, las tasas de interés disminuyeron en promedio 15 pbs hasta 7.20%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, la tasa de interés mostró una caída en tasa de 18 pbs y se ubicó en 7.26%.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2024, el monto total hasta el 20 de marzo asciende a COP 11.4 billones, lo que representa un cumplimiento del 29.9% de la meta estipulada en el Plan Financiero 2024 para la actual vigencia (38 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es inferior al 34.4% del acumulado para el mismo periodo de 2023 y similar al promedio del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 16).

Volumen de negociación promedio-día en SEN

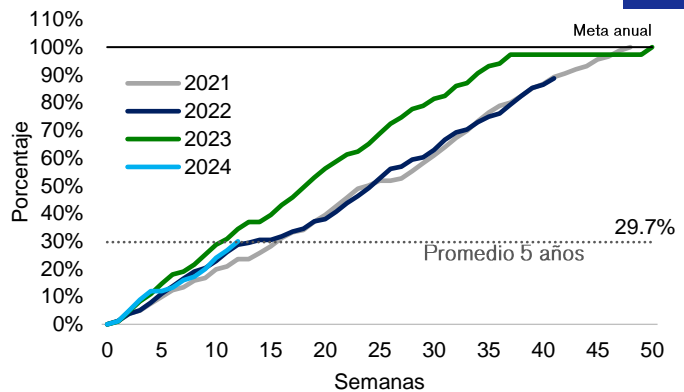
15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

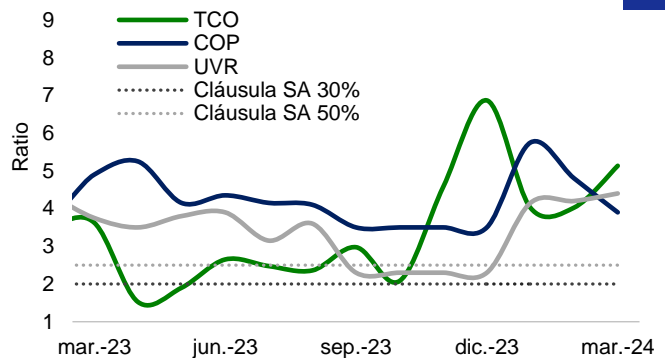
16



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.



En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 8.8 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 5.3 billones de TES COP; y ii) COP 3.5 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 2.6 billones.

Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en marzo registraron un promedio de 10.36%, por encima del promedio de 10.20% de febrero. A pesar de lo anterior, la demanda de los inversionistas se ha mantenido fuerte y se tradujo en un *bid-to-cover* promedio de 3.9 veces (Gráfico 17). En las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte promedio se ubicaron en 4.3% y el *bid-to-cover* fue de 5.1 veces.

Con relación a las subastas de TCO, en el transcurso de 2024 el monto colocado asciende a COP 3.2 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de marzo registraron un promedio de alrededor de 10% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 5.1 veces. Esta demanda superó la de TES COP y TES UVR en mercado primario.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de febrero, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 892 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 56.7%, inferior al 60.1% del mismo mes de 2023.

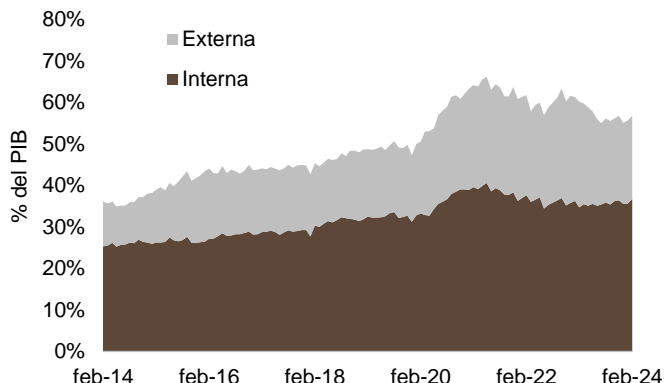
Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se sitúa en 36.7% del PIB, superior al 34.7% del mismo mes del año anterior. La proporción de la deuda externa cayó hasta 20% del PIB, de los más bajos desde mayo de 2020 y que explica en su totalidad la reducción del saldo total de la deuda pública (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 64.7% del saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles del 35.3%.

Los datos de febrero de tenedores de TES, publicados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), dieron cuenta de una ligera recuperación de la demanda

Saldo de la deuda bruta total del GNC

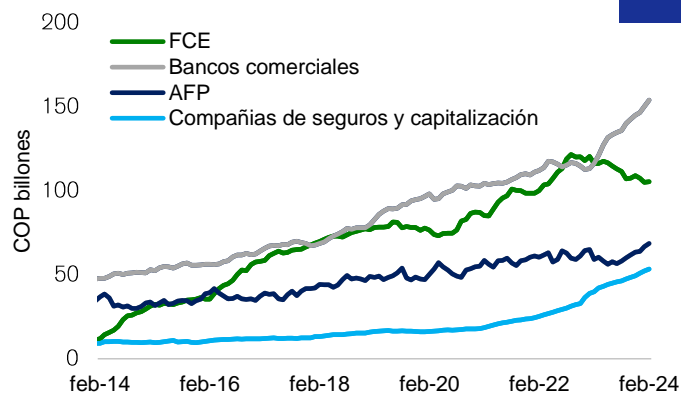
18



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

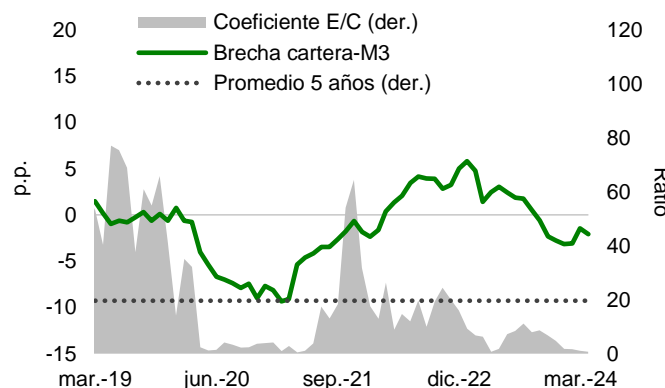
19



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

20



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC



de los Fondos de Capital Extranjero (FCE), en medio de un sólido y continuo apetito de los institucionales locales.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) siguen aumentando su posición como los mayores tenedores de TES, con una participación que alcanzó en febrero el 30.2% del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron de COP 3.9 billones, el flujo de compra más alto desde septiembre de 2023. Así, las AFP completan 14 meses consecutivos de incrementos netos en sus posiciones (Gráfico 19).

Los bancos comerciales fueron compradores en COP 1.8 billones y su participación sobre el saldo total aumentó hasta 13.4%. Las compañías de seguros también fueron compradoras netas en COP 1.3 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total aumentó hasta 10.5%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 409 mil millones. Por su parte, BanRep realizó ventas definitivas de TES por COP 3.6 billones. En el neto, lo anterior equivale a ventas por COP 4.1 billones, algo que resulta de unas condiciones de liquidez en el mercado ampliamente holgadas y que han presionado fuertemente a la baja las tasas de interés de corto plazo.

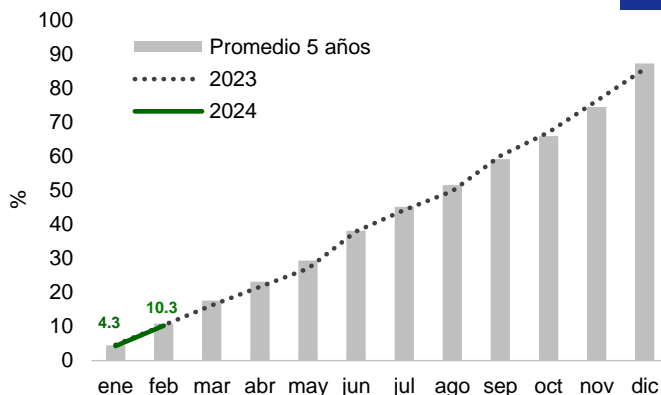
Los FCE fueron compradores netos por COP 399 mil millones, algo que no se observaba desde octubre de 2023, pero es un flujo significativamente más bajo frente al monto de compras netas de los institucionales. El saldo de tenencias netas de los FCE aumentó hasta COP 105.4 billones y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Así, su participación bajó hasta 20.7% del saldo total de la deuda pública interna, el nivel más bajo desde mayo de 2016.

El apetito de los FCE por TES locales continuaría recuperándose en marzo. Según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado, las compras netas acumuladas en marzo ascienden a COP 974 mil millones. Consistente con lo anterior, la información disponible de marzo de inversión de portafolio en balanza cambiaria da cuenta de entradas acumuladas por USD 225 millones, tras 3 meses consecutivos de salidas de estos flujos.

En este entorno, las necesidades de liquidez de los intermediarios financieros se redujeron significativamente

Comparativo del ritmo de ejecución del PGN

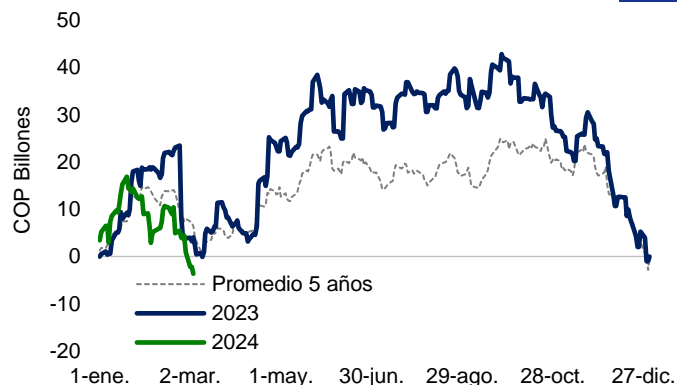
21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio año corrido de los depósitos de la DTN

22



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



en marzo. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep disminuyó hasta un promedio-día de COP 6.6 billones, inferior a los COP 7.8 billones de febrero, pero superior a los COP 4.3 billones de marzo de 2023.

El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor se redujo a COP 5.9 billones, con una utilización de 64%. Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos, pero con una utilización de apenas 8.3%. Por su parte, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) se mantuvo estable frente a febrero, pero en niveles altos del orden de COP 3.7 billones.

El coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) permanece en niveles históricamente bajos (2.1 veces). Asimismo, la brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos del sistema se mantuvo en terreno negativo, situación que sigue liberando presiones de liquidez en el mercado asociadas a la dinámica de la cartera de créditos (Gráfico 20).

Por otra parte, de acuerdo con las cifras recientes de la DIAN, el recaudo tributario al corte de enero fue de COP 30 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para la actual vigencia se sitúa en 9.7%. Frente al mismo mes de 2023, el recaudo total registró un crecimiento de 4.8% (cerca de un 3.3% en términos reales).

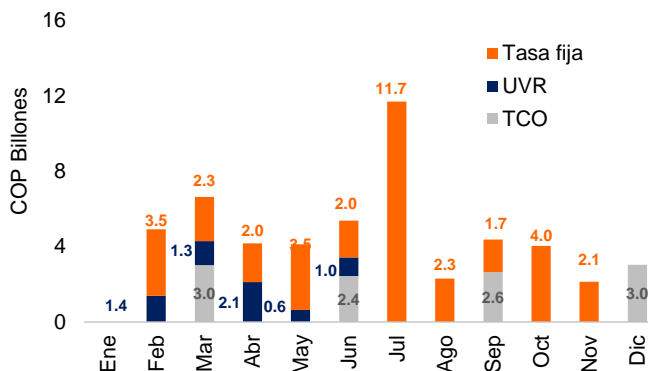
Con la información de febrero de 2024, la ejecución del presupuesto general de la nación, excluyendo el servicio de la deuda, asciende a 10.3% de la meta (Gráfico 21). Este ritmo de ejecución es similar al 10.4% de febrero 2023, aunque inferior al promedio de 10.9% de los últimos 5 años.

Bajo este contexto, de acuerdo con la información de los Depósitos del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep, el saldo de la DTN registra una reducción año corrido de COP 3.6 billones al corte del 8 de marzo. Esta cifra contrasta con el aumento de COP 1 billón del acumulado del mismo periodo del año pasado (Gráfico 22).

Esperamos que las condiciones de liquidez se mantengan holgadas en abril, teniendo en cuenta el importe de recursos que entrarían al sistema asociados al pago de cupones de TES COP y TES UVR. Dicho

Pago de cupones y vencimientos en 2024

23



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



monto se estima en COP 4.1 billones, distribuidos de la siguiente manera: i) COP 2 billones del cupón de los TES2028 el 28 de abril; y ii) COP 2.1 billones del cupón de los TESUVR2029 y de los TESUVR2035 el 18 y 4 de abril; (Gráfico 23).



Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM, mejoró ligeramente durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años aumentó desde niveles de 0.62% hasta 1.54%, pero se mantiene muy por debajo de la tasa promedio de 2.81% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 73 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 aumentaron hasta 4.45% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.16%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -3.47 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -2.5 p.p.

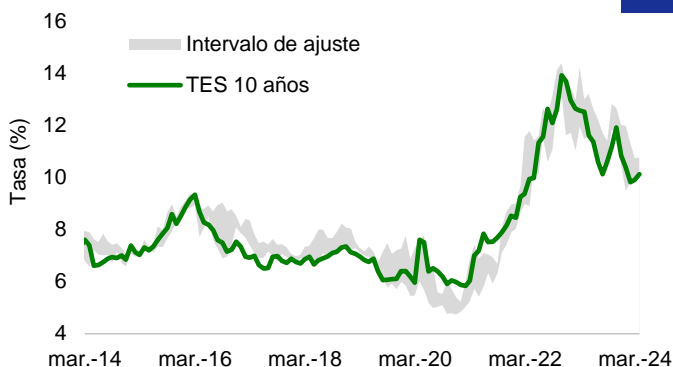
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada, especialmente en los TES2026 y TES2027, con un espacio de valorización de 27 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un estrecho margen de valorización de apenas 11 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 50 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 30 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 10.38% (Gráfico 24).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 10.14%, lo anterior sugiere una corrección técnica al alza de 12 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es media.



Expectativas de corto plazo

La reciente decisión de la Fed de mantener sus tasas de interés inalteradas ha renovado las presiones alcistas sobre los rendimientos de los títulos de deuda a nivel global. Si bien el escenario central de la Fed sigue siendo el de recortar los tipos más adelante este año, su velocidad y magnitud serían más lentas frente a lo anticipado por el mercado. Esto seguirá generando reajustes de expectativas bruscos y volatilidad en el corto plazo.

Es de esperar que esta presión alcista sobre las tasas de interés del mercado se mantenga durante los próximos meses, en la medida que los fundamentos de EEUU sigan fuertes y que el inicio de la flexibilización monetaria de la Fed se postergue hacia mediados de año. No descartamos que este evento pueda incluso retrasarse hasta el segundo semestre de 2024.

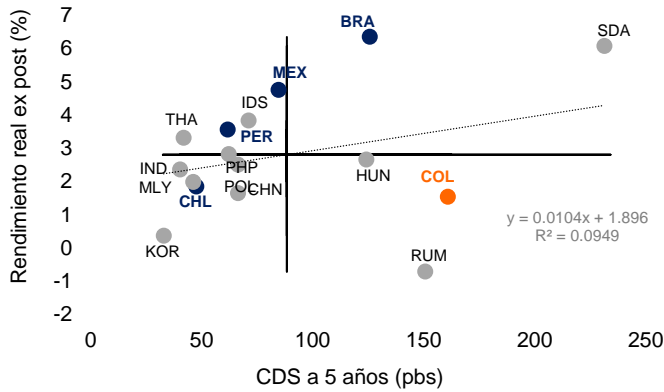
En el plano local, esperamos que BanRep siga recortando sus tasas de interés en 2024 y que vuelva a acelerar el ritmo de recortes de tasas de interés hacia mediados de año. Esto refuerza nuestra expectativa de valorizaciones en los TES COP de menores duraciones, incluso en la parte media de la curva, donde los diferenciales entre referencias mantienen un atractivo relativo en algunos papeles como los TES2026 (ver “Hallando valor en la curva” en [IMDP – Febrero de 2024](#)).

Estimamos niveles objetivo de 7.7% para los TES2025 y de 9.8% para los TES2033 en abril. Estas perspectivas incorporan de manera implícita un mayor empinamiento de la curva TES COP.

Para la curva de TES UVR, consideramos que los títulos de duración media siguen ofreciendo el mayor margen de valorización. Algunos cálculos sugieren un espacio de hasta 15 pbs en la referencia TESUVR2027.

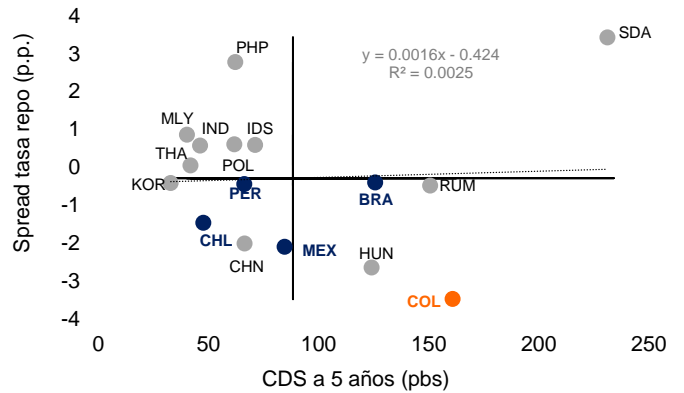


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



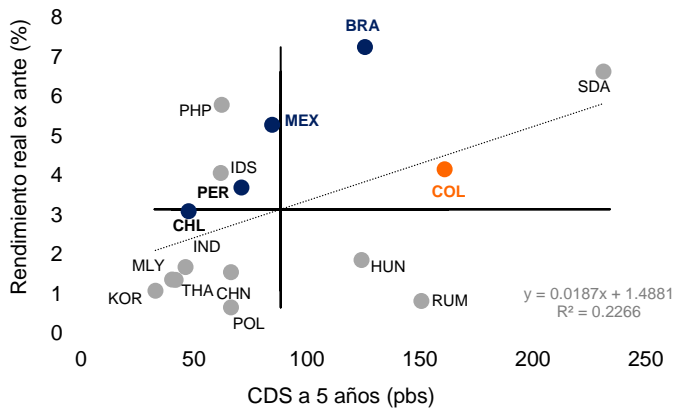
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



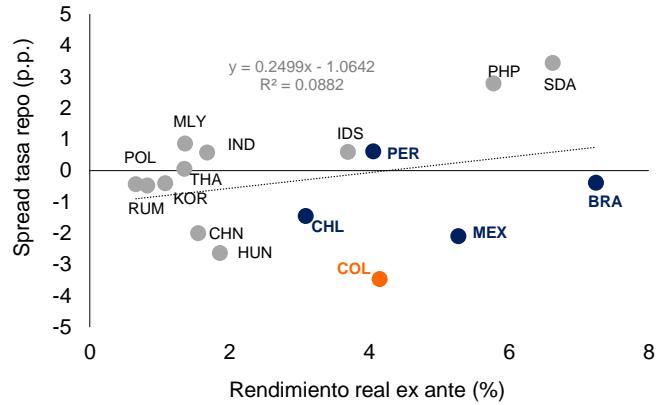
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



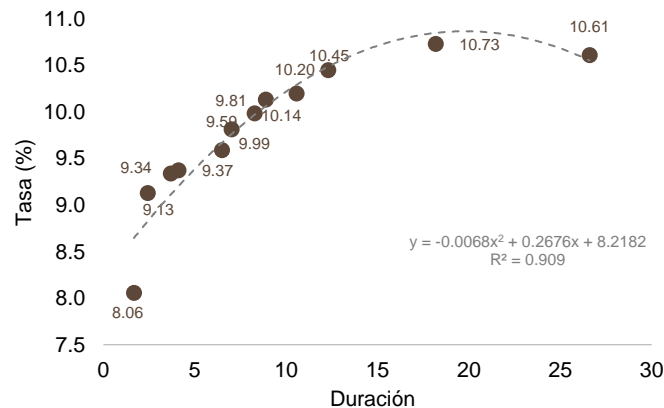
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



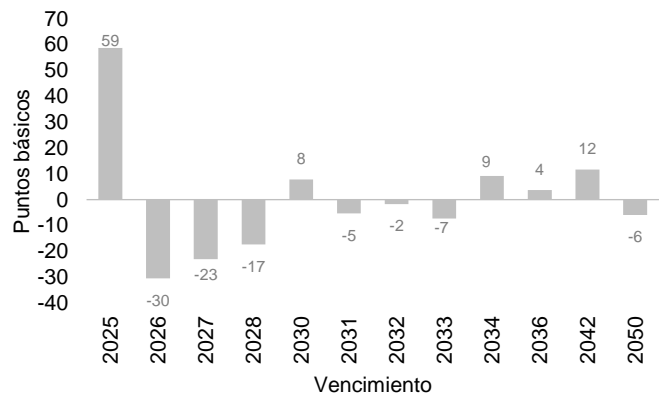
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

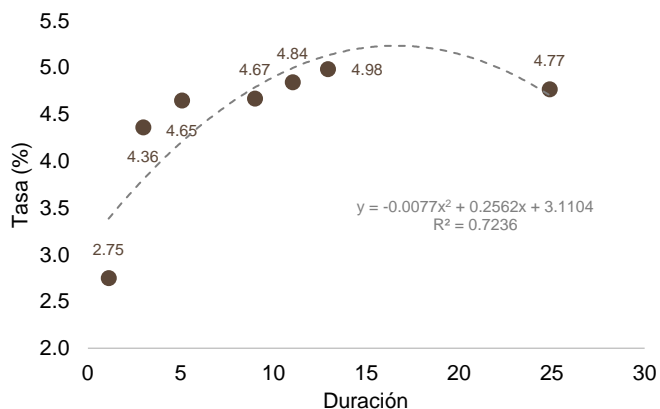
Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

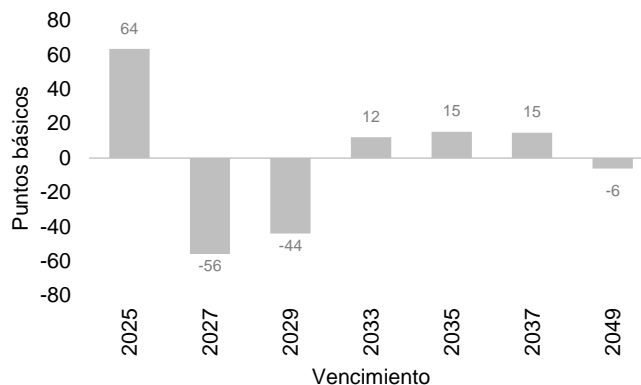


Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



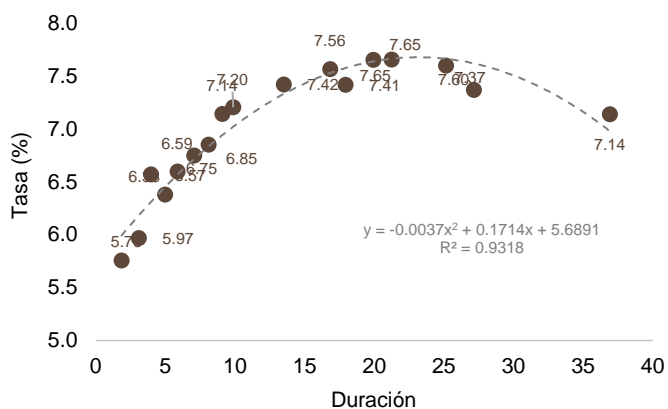
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



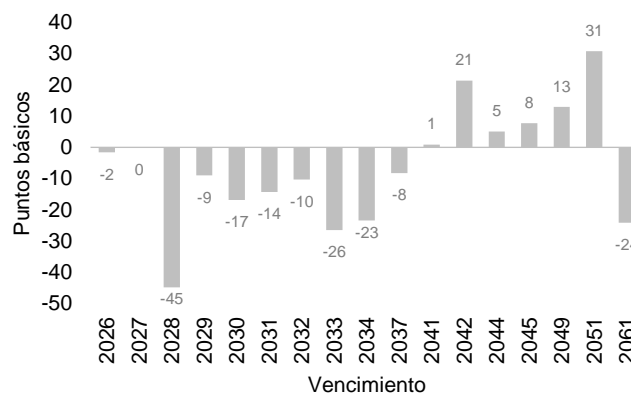
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	8.06	-40	-122	-291	
TFIT15260826	ago-26	7.50	2.0	9.13	2	-25	-204	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.1	9.34	19	-6	-197	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.2	9.37	22	-4	-208	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.6	9.59	24	2	-206	
TFVT10260331	mar-31	7.00	5.2	9.57	17	-8	-230	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.2	9.81	26	13	-197	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.5	9.99	24	11	-191	
TFIT11090233	feb-33	13.25	5.3	10.14	19	21	-183	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.5	10.20	23	22	-175	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.0	10.45	37	34	-159	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.4	10.73	29	40	-160	
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.9	10.61	24	37	-174	

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	2.75	43	-55	-95	
TUVT11170327	mar-27	3.30	2.8	4.36	61	80	-24	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.5	4.65	59	96	-21	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.6	4.67	24	67	-23	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.0	4.84	24	73	-30	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.8	4.98	30	81	-30	
TUVT32160649	jun-49	3.75	14.7	4.77	21	73	-31	

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	0.1	5.40	-32	14	-1	
COLGLB26	ene-26	4.500	1.7	5.76	-8	40	-52	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.6	4.13	-157	-242	-346	
COLGLBA27	abr-27	3.875	2.7	5.97	6	61	-78	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.2	6.57	-4	8	-44	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.3	6.38	-11	44	-84	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.0	6.59	-6	49	-76	
COLGLB31	abr-31	3.125	5.7	6.75	-7	44	-62	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.4	6.85	-8	42	-59	
COLGLB33	ene-33	10.375	5.9	7.26	-10	-5	-114	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.0	7.14	-11	52	-73	
COLGLB34	feb-34	7.500	6.8	7.20	-12	49	-80	
COLGLB37	sep-37	7.375	8.1	7.42	-10	51	-66	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.6	7.56	-5	55	-75	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.9	7.41	-4	54	-58	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.7	7.65	-6	55	-67	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.7	7.65	0	62	-49	
COLGLB49	may-49	5.200	11.2	7.60	0	57	-64	
COLGLB51	may-51	4.125	12.3	7.37	-2	55	-30	
COLGLB61	feb-61	3.875	14.1	7.14	3	56	-24	

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.
