



Deuda pública
Mercado de TES

fixed
income

Abril 25 de 2024

Turbulencia no tan pasajera

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 registraron desvalorizaciones importantes en abril, afectados principalmente por el significativo aumento que tuvieron los rendimientos de los Tesoros en EEUU. La demanda de bonos sigue restringida por la expectativa de tasas de interés más altas por más tiempo, pero la preferencia revelada de los inversionistas sigue manifestando apetito por aquellos bonos de mayor riesgo-rendimiento.

Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes continuaron siendo positivos en marzo. La información disponible de abril sugiere un ritmo de entradas de estos flujos que se habría acelerado levemente, a pesar del contexto internacional de estrés para la renta fija. Las entradas de estos flujos volvieron a concentrarse en instrumentos de deuda, cuyas rentabilidades siguen siendo atractivas y relativamente más seguras en un entorno de alta volatilidad.

La curva de rendimientos TES COP se desplazó fuertemente al alza en este contexto. Los TES UVR también se desvalorizaron, especialmente los del tramo corto que se siguen ajustando a unas expectativas de menor inflación local en los próximos meses. Los rendimientos de los TES USD también se incrementaron, en particular los de medio y largo plazo, consistente con un deterioro de la prima de riesgo-país.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario disminuyeron en abril, en línea con un relativo menor apetito de los inversionistas locales. Pese a lo anterior, la liquidez del mercado se mantiene en condiciones adecuadas. Los fondos de pensiones siguen consolidando su posición como los mayores tenedores de TES y la demanda de inversionistas extranjeros se sigue recuperando.

Cálculos preliminares en abril dan cuenta de más entradas de inversionistas extranjeros al mercado de TES. Diferentes estimaciones muestran un margen de valorización estrecho para la curva TES COP y TES UVR en el muy corto plazo, luego de las correcciones observadas en jornadas recientes. Ajustando por duración y valor relativo, algunos diferenciales en el tramo medio de ambas curvas sugieren oportunidades interesantes.



Contexto internacional

Los títulos de deuda a nivel internacional presentaron desvalorizaciones durante el mes de abril, afectados principalmente por el incremento que mostraron los rendimientos de los bonos del Tesoro en EEUU. Una vez más, el reajuste de expectativas en torno a unas tasas de la Fed que se mantendrían más altas por más tiempo ha detonado un significativo *sell off* de renta fija internacional.

A lo anterior se han sumado renovadas presiones inflacionarias de oferta que están haciendo mella en los precios al consumidor. Como lo analizamos en un informe reciente, el conflicto en Medio Oriente ha incrementado los costos de transporte marítimo global y los precios de varias materias primas, situación que ha revertido la tendencia deflacionaria de costos al productor del último año. Es previsible que esta situación tenga efectos alcistas sobre la inflación mundial al consumidor en el corto plazo, tal como lo analizamos en un informe reciente (ver “No estaba muerta, estaba de parranda” en [CE – Abril 12 de 2024](#)).

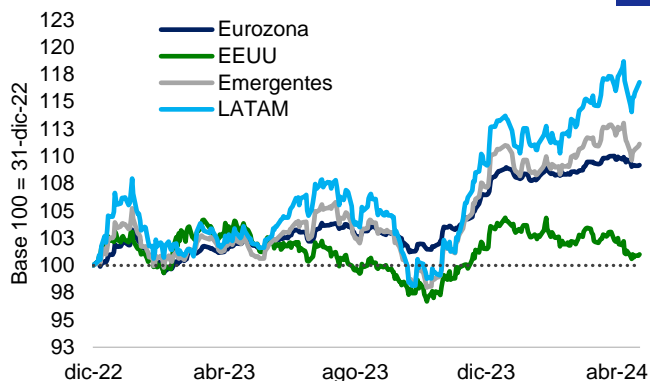
Bajo este contexto, los índices globales de renta fija soberana se desvalorizaron en promedio 1.2% durante el último mes. En los mercados avanzados, el índice de EEUU cayó 2% hasta mínimos del año en curso (Gráfico 1). El índice de bonos soberanos en la Eurozona registró un retroceso de 0.7% en comparación a la fecha de corte de nuestro último informe. Los índices de LATAM y emergentes (EM) también registraron desvalorizaciones, con caídas promedio de 1%.

En lo que va corrido de 2024, el índice de renta fija soberana en EEUU registra una desvalorización de 2.9%. Los índices de deuda pública en la Eurozona y en mercados emergentes muestran leves valorizaciones acumuladas promedio de 0.2%, mientras que el índice de bonos soberanos de LATAM se ha valorizado 3%, favorecido por un ciclo nominal (reducción de tasas de política monetaria e inflación) más pronunciado en estos países.

En EEUU, la Fed continúa dando señales de no tener afán por iniciar los recortes sobre la tasa de interés en el corto plazo. El entorno macroeconómico sugiere riesgos alcistas sobre la inflación de oferta y demanda, pues el mercado laboral continúa estrecho y el sólido crecimiento

Evolución de los índices de renta fija soberana

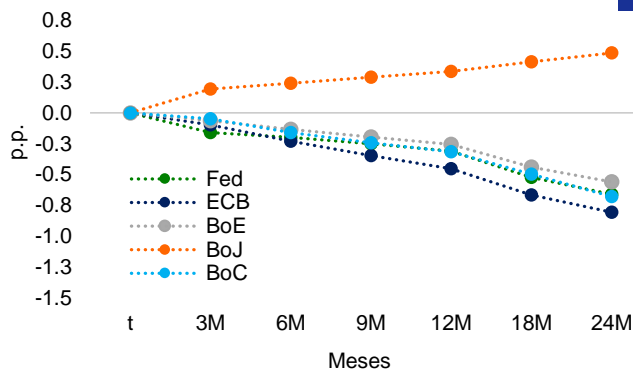
1



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.



en el arranque de año está superando los registros de 2023.

Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS de EEUU, ahora descuentan los recortes de tasas de interés hacia 3T24, cuando un mes atrás la expectativa del inicio de la flexibilización apuntaba hacia 2T24. Asimismo, la magnitud del ciclo completo de recortes en 2024 ahora se anticipa en 50 pbs, más modesto que los 75 pbs que se infiere del material de proyecciones de la Fed en su reunión de marzo y muy por debajo de los casi 175 pbs que descontaba el mercado a comienzos de año.

Nuestro escenario base sigue contemplando un primer recorte de tasas de interés de la Fed en 3T24. Sin embargo, **no descartamos que la Fed postergue para finales de año el inicio del ciclo de reducciones en tasas de interés.**

En Europa, la mayoría de los principales Bancos Centrales (BC) tampoco modificaron sus tasas de referencia. El Banco Central Europeo (BCE) dejó estable su tasa de referencia en 4.5%, aunque abrió la puerta para un inicio de la flexibilización monetaria en junio. **Seguimos esperando que el BCE sea el primer emisor de economías desarrolladas en recortar los tipos de interés.**

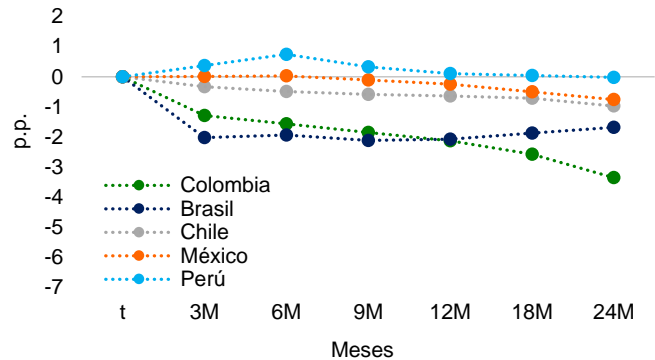
El Banco Central de Inglaterra (BoE) y el Banco de Canadá (BoC) mantienen su intención de extender su postura contractiva por más tiempo y dejaron inalteradas sus tasas de interés en 5.25% y 5%, respectivamente. En Asia, el Banco de Japón (BoJ) no tomó decisiones de tasas de interés durante el mes de abril.

Los mercados anticipan que el primer movimiento a la baja de tasas de política monetaria lo ejecute el BCE en un horizonte de tiempo no mayor a 6 meses y en cualquier caso antes de la Fed, el BoE y el BoC (Gráfico 2). El BoJ sigue siendo la única excepción, pues los mercados anticipan más incrementos en su tasa de referencia durante los próximos meses.

En LATAM, los BC de Chile y Perú volvieron a recortar sus tasas de interés en abril y es previsible que mantengan la dirección de este ciclo en el futuro cercano. Los emisores de Brasil, Colombia y México tomarán decisiones de tasas de interés a finales de abril y

Trayectorias de tasas de política en LATAM*

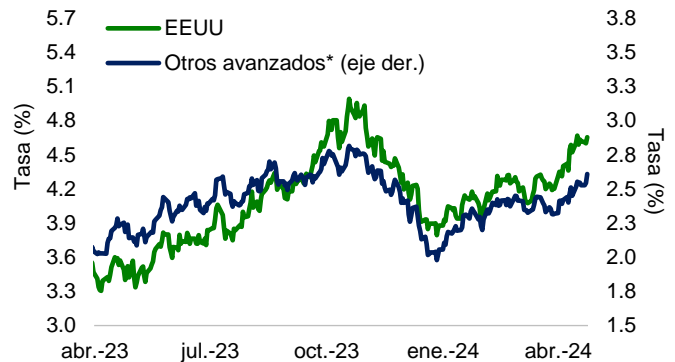
3



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

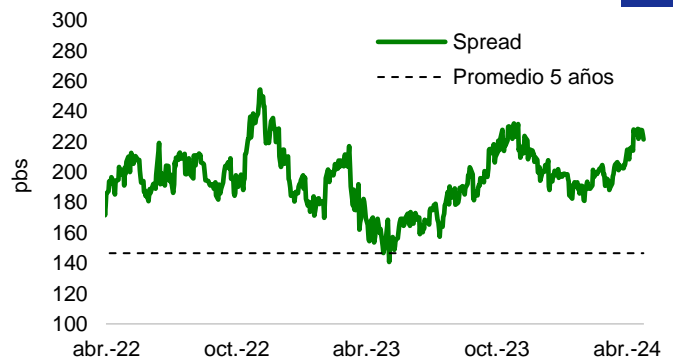
4



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.



comienzos de mayo, donde también se esperan más reducciones en sus tasas de política monetaria.

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 ascendieron hasta niveles de 4.65%, alcanzando máximos no vistos desde noviembre de 2023. Controlando por la postura monetaria de la Fed, estos niveles se sitúan por debajo de nuestras estimaciones de nivel justo (valor de corto plazo) que apuntan a niveles del 5%¹.

Frente al corte de nuestro último informe, la tasa de interés de los Tesoros a 10 años se incrementó significativamente en 46 pbs. En lo que va corrido del año, el movimiento acumulado de estos rendimientos asciende a 77 pbs.

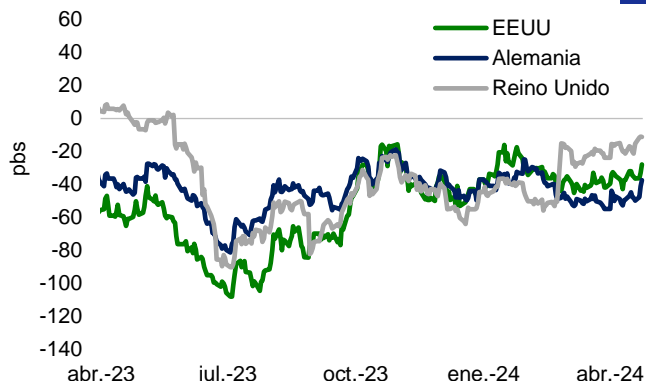
En línea con lo anterior, las tasas de interés a 10 años de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados presentaron aumentos promedio de 28 pbs durante el último mes (Gráfico 4).

En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* se incrementaron 40 pbs hasta 4.33%, 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 subió 30 pbs y se sitúan en niveles de 2.59%. En Japón se observó esta misma tendencia y las tasas de los bonos a 10 años aumentaron 18 pbs frente al corte de nuestro último informe, alcanzando niveles de 0.9%.

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 19 pbs durante el último mes y permanece por encima del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 5). El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* asciende hasta los 463 pbs.

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

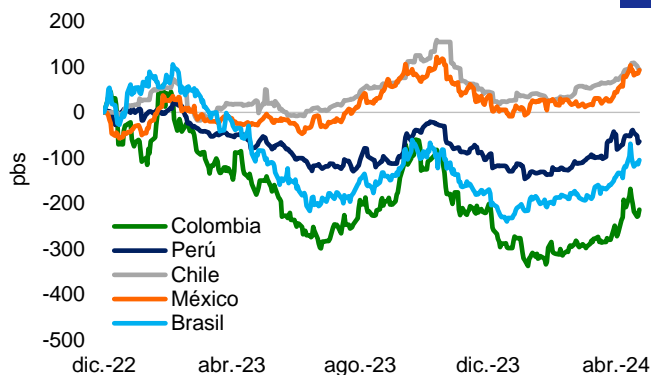
6



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.



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 -38 pbs. El mismo diferencial para las curvas de los Tesoros en EEUU y Reino Unido se sitúan en -28 y -11 pbs, respectivamente. La pendiente de la curva de Japón se mantiene positiva y se sitúa en niveles de 59 pbs.

Los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo en LATAM, en el balance, también registraron aumentos importantes durante el último mes motivados por el contexto global (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 44 pbs.

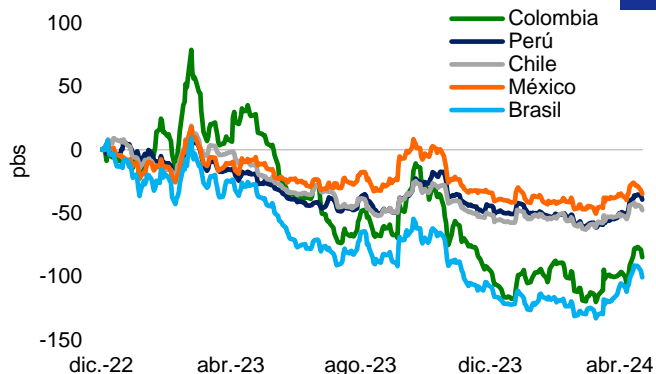
Lo anterior fue coherente con unas primas de riesgo-país que también aumentaron durante el último mes, presionadas al alza por los incrementos en los rendimientos de la renta fija en los mercados desarrollados. En efecto, los CDS a 5 años de LA5 registraron incrementos promedio de 12 pbs (Gráfico 8).

En este contexto, los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) completaron cinco meses consecutivos en terreno positivo. Según las últimas cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la entrada en marzo ascendió a USD 32,700 millones. Por clase de títulos, USD 22,500 millones fueron compras de instrumentos de deuda, mientras que los USD 10,200 millones restantes fueron compras de acciones³.

Excluyendo China, la entrada neta de flujos fue por USD 28,900 millones, de los cuales USD 20,400 millones fueron compras de bonos y USD 8,500 millones de acciones (Gráfico 9). Asia (sin China) y LATAM fueron los destinos preferidos por los inversionistas, concentrando cerca del 81% del flujo total. La información preliminar de abril sugiere que el ritmo de entradas de estos flujos se habría acelerado levemente hasta USD 29,600 millones.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

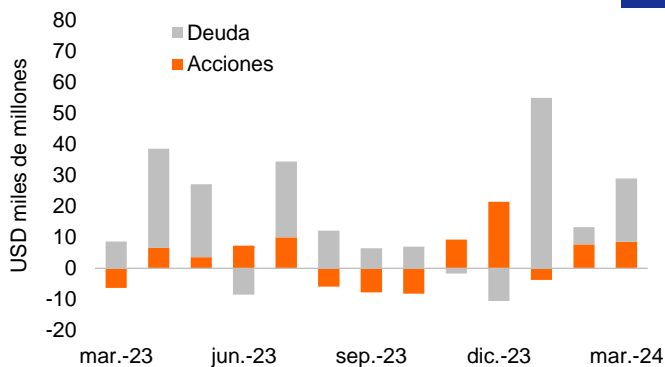
8



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 – March 2024.



Mercado local

En línea con el contexto externo, la curva de rendimientos de los TES presentó un importante desplazamiento al alza en abril, particularmente los títulos con menores duraciones que habían sido los más favorecidos por las condiciones del mercado en meses recientes.

Los volúmenes de negociación se redujeron, afectados por el estrés de las últimas semanas, aunque las condiciones de liquidez en el mercado se mantienen en niveles adecuados. La demanda de inversionistas locales en mercado primario y secundario se redujo como consecuencia del contexto.

De esta forma, el nivel de la curva de rendimientos de los TES COP, excluyendo los TES2024, aumentó 64 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 10). Lo anterior se dio en medio de un patrón de aplanamiento que implicó una reducción de 23 pbs en la pendiente de la curva, la cual disminuyó hasta niveles de 182 pbs (Gráfico 11).

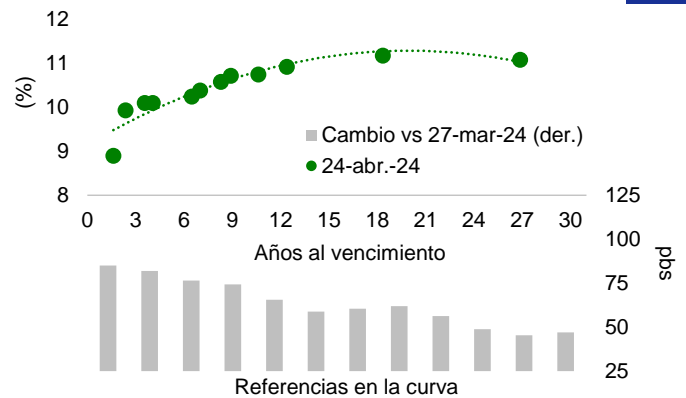
En el tramo corto de la curva, los rendimientos de los TES2025, la referencia de menor duración de la curva TES COP, aumentaron 85 pbs hasta 8.9%. El máximo de esta referencia en abril alcanzó niveles cercanos al 9.3%, algo no observado desde enero de este año.

El comportamiento de los TES2025 fue consistente con los incrementos que registraron las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO), las cuales subieron a niveles promedio de 10.58% en abril. Las tasas implícitas en los swaps IBR a 12 meses también se incrementaron hasta 10.36% (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 subieron hasta 9.88% (Gráfico 12).

Las tasas de interés de los títulos de deuda privada a 360 días se incrementaron hasta 10.57% y dieron continuidad a la tendencia de meses previos, a pesar de una menor necesidad de fondeo entre establecimientos de crédito en el mercado y los recortes en la tasa de referencia de BanRep. El diferencial a 1 año entre estos títulos y los TCO se mantiene prácticamente igual a cero, lo que eventualmente reforzaría la demanda no sólo de TCO sino también de TES2025.

Evolución mensual de la curva TES COP

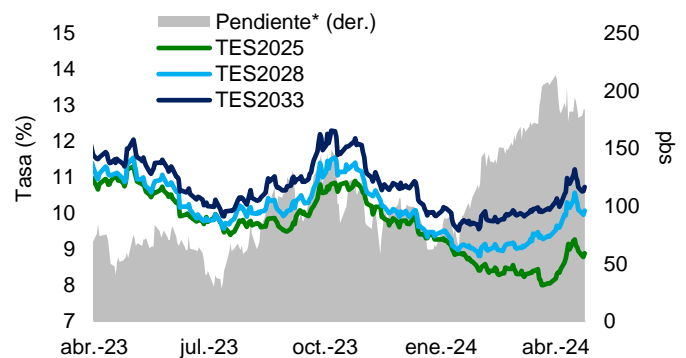
10



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.



En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones en tasa de 78 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo, presentó un incremento de 82 pbs hasta 9.93%. Los rendimientos de los TES2027 y TES2028 subieron 75 pbs en promedio hasta 10.1%, en ambas referencias.

Por su parte, los rendimientos de los TES COP de más largo plazo registraron incrementos promedio de 56 pbs, siendo los TES2030 los que más se desvalorizaron con un aumento en tasa de 66 pbs hasta 10.25%. En promedio, las tasas de interés de estos papeles se sitúan en 10.73%, pero alcanzaron a cotizar en niveles muy cercanos al 11.5%.

La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento al alza de 61 pbs. El tramo corto de la curva, el más expuesto a la inflación y sus expectativas, registró las mayores desvalorizaciones. En particular, las tasas de los TESUVR2025 aumentaron 83 pbs hasta 3.6% (Gráfico 13).

En el tramo medio de la curva TES UVR, los rendimientos de los títulos aumentaron en promedio 58 pbs, inferior al movimiento del mismo tramo de la curva de TES COP. Allí sobresalen los rendimientos de los TESUVR2027, los cuales registraron un fuerte incremento de 62 pbs hasta 4.98%. En el tramo largo de la curva, el movimiento promedio de los rendimientos de los títulos fue de 57 pbs al alza, donde sobresale el movimiento alcista de 61 pbs de las tasas de los TESUVR2033 hasta niveles de 5.3%.

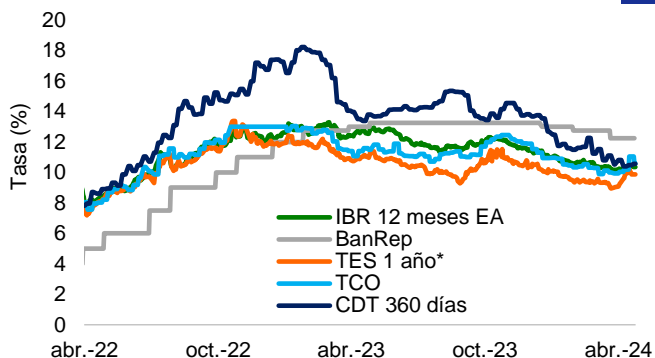
Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se mantuvo relativamente estable hasta valores de 5.34%, aunque se sitúa todavía muy por encima de la meta de 3% de BanRep (Gráfico 14).

El promedio de las inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES se mantuvo en niveles del orden de 5.76%.

En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN disminuyó significativamente en abril hasta COP 2.8 billones, los más bajos en lo que va corrido de 2024 (Gráfico 15). De hecho, estos volúmenes representan mínimos no registrados desde octubre de 2023. En

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

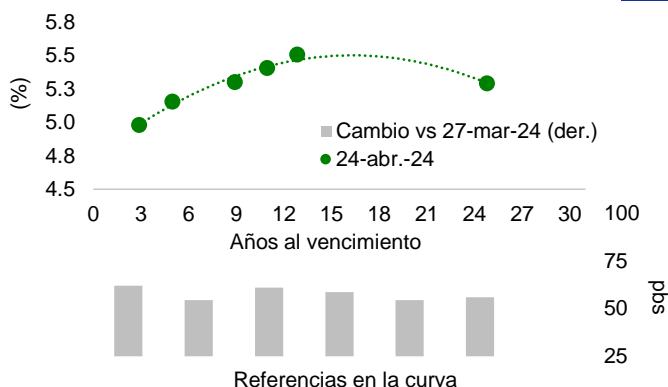
12



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

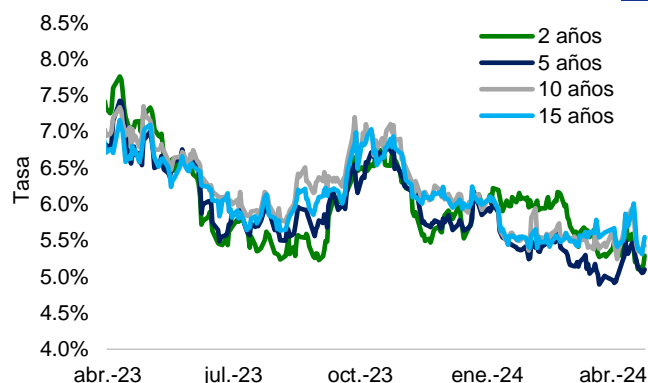
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.



comparación al mismo mes del año pasado, los volúmenes registraron niveles similares.

Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2026, TES2033 y TES2042, todas referencias del tramo medio y largo de la curva. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2029, TESUVR2037 y TESUVR2049. Estas referencias en UVR están incluidas en las subastas del esquema de creadores de mercado.

En línea con lo observado en las curvas TES COP y TES UVR, la curva TES USD registró un movimiento alcista en todo su nivel de 46 pbs en promedio durante el último mes. En la parte media y larga de la curva se observaron las mayores desvalorizaciones, generando un patrón de empinamiento que es consistente con el comportamiento de las tasas de interés de largo plazo de los títulos de deuda pública internacional y el deterioro de la prima de riesgo-país.

Los rendimientos de los tramos corto de la curva TES USD registraron leves reducciones de 2 pbs, alcanzando niveles de 5.24%. En la parte media y larga de la curva, las tasas de interés aumentaron en promedio 50 pbs hasta 7.57%. Los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, mostraron un aumento en tasa de 36 pbs hasta 7.55%.

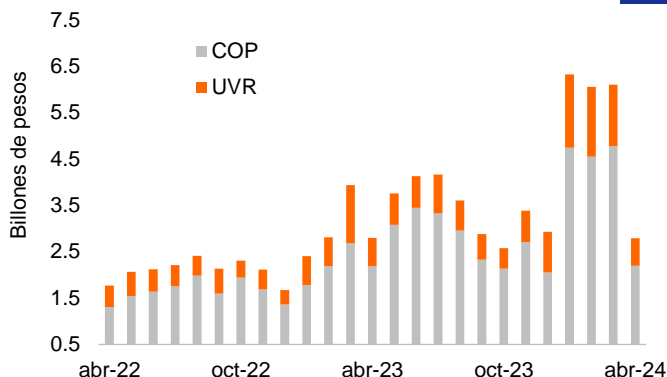
De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2024, el monto total hasta el 24 de marzo asciende a COP 16.3 billones, lo que representa un cumplimiento del 43% de la meta estipulada en el Plan Financiero 2024 para la actual vigencia (38 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es inferior al 45.8% del acumulado para el mismo periodo de 2023, aunque relativamente similar al promedio del mismo horizonte de tiempo para los últimos 5 años (Gráfico 16).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 10.9 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 7.3 billones de TES COP; y ii) COP 3.6 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 5.4 billones.

Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en abril registraron un promedio de 11.06%, por encima del

Volumen de negociación promedio-día en SEN

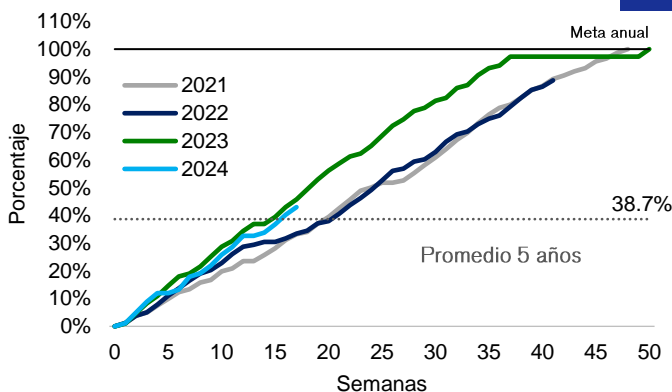
15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

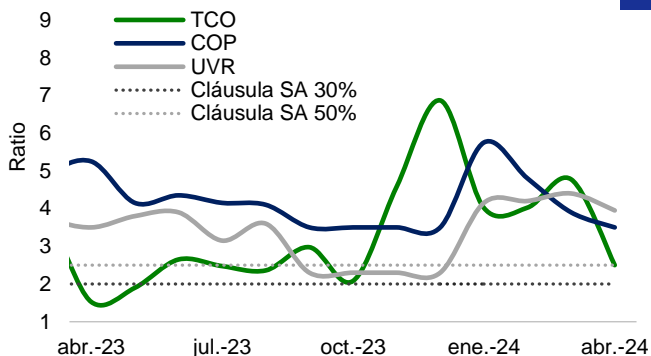
16



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.



promedio de 10.36% de marzo y alcanzando máximos no vistos desde mayo de 2023. A pesar de lo anterior, la demanda de los inversionistas se ha mantenido relativamente fuerte con un *bid-to-cover* promedio de 3.5 veces (Gráfico 17). En las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte promedio aumentaron hasta 5.25% y el *bid-to-cover* se redujo hasta 4 veces.

Con relación a las subastas de TCO, en el transcurso de 2024 el monto colocado asciende a COP 4.7 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de abril registraron un promedio de alrededor de 10.46% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 2.5 veces. La demanda de TCO no solamente fue inferior a la de TES COP y TES UVR en mercado primario, sino que también es la más débil desde octubre del año pasado.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de marzo, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 887 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 56.4%, inferior al 59.7% del mismo mes de 2023.

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se sitúa en 36.9% del PIB, superior al 35.5% del mismo mes del año anterior. La proporción de la deuda externa cayó hasta 19.5% del PIB, niveles mínimos no vistos desde mayo de 2020 y que explican en gran medida la reducción del saldo total de la deuda pública (Gráfico 18). La apreciación acumulada de la tasa de cambio desde finales de 2022 sustenta en gran medida la reducción del valor nominal de la deuda externa expresada en COP.

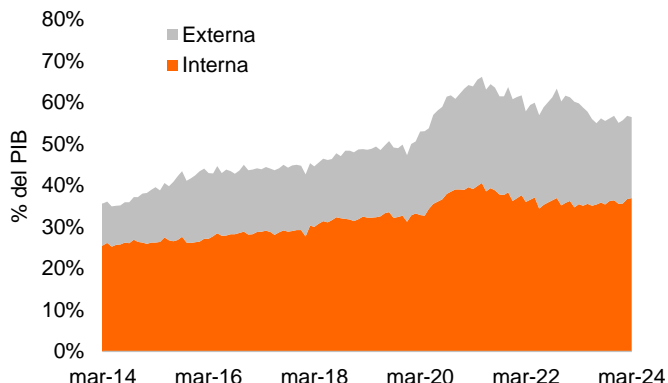
Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 65.4% del saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles del 34.6%.

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

Saldo de la deuda bruta total del GNC

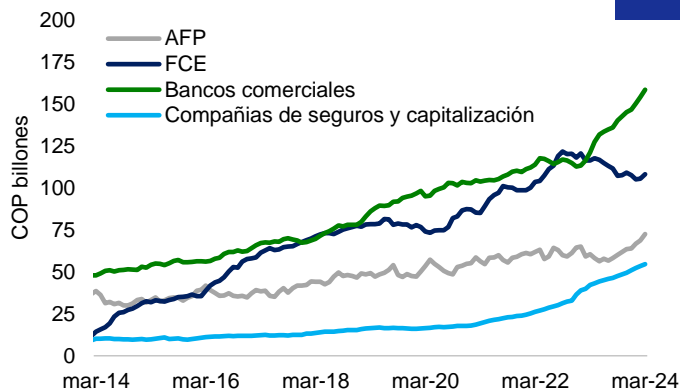
18



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

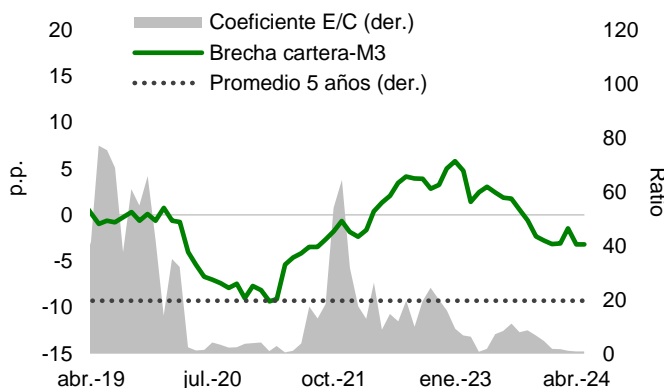
19



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

20



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC



alcanzó en marzo el 30.7% del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron de COP 4.3 billones, el flujo de compra más alto desde septiembre de 2023. Así, las AFP completan 15 meses consecutivos de incrementos netos en sus posiciones (Gráfico 19).

Los bancos comerciales fueron compradores en COP 3.9 billones, el más alto desde julio de 2022 y su participación sobre el saldo total aumentó hasta 14%. Las compañías de seguros también fueron compradoras netas en apenas COP 1 billón, con lo cual su participación sobre el saldo total se mantuvo en 10.5%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó compras netas por COP 2.6 mil millones. Por su parte, BanRep realizó ventas definitivas de TES por COP 11 billones. En el neto, lo anterior equivale a ventas por COP 8.4 billones, algo que resulta de unas condiciones de liquidez en el mercado ampliamente holgadas.

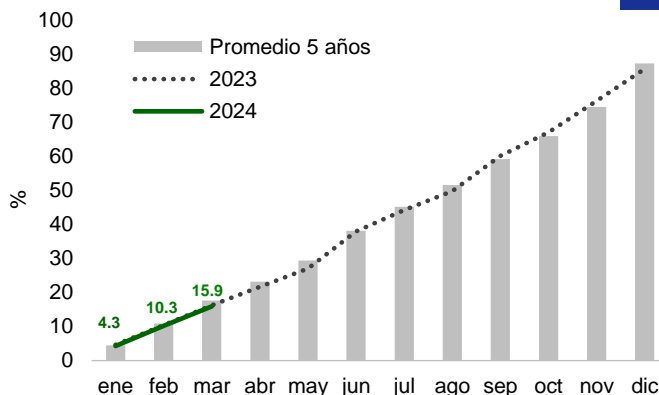
Los FCE fueron compradores netos por COP 2.7 billones, algo que no se observaba desde agosto de 2022, pero es un flujo de compra que sigue siendo significativamente más bajo frente al monto de compras netas de los institucionales. El saldo de tenencias netas de los FCE aumentó hasta COP 108.1 billones y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Así, su participación subió hasta 20.9% del saldo total de la deuda pública interna.

Las compras de TES por parte de los FCE en abril habrían continuado, pero a ritmos inferiores a los registrados en marzo. Según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado, las compras netas acumuladas en abril ascienden a niveles del orden de COP 1.3 billones, por debajo de la demanda del mes anterior. Asimismo, las cifras preliminares de abril de inversión de portafolio en balanza cambiaria dan cuenta de salidas por USD 11 millones.

En este entorno, las necesidades de liquidez de los intermediarios financieros se redujeron en abril. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep disminuyó hasta un promedio-día de COP 7.1 billones, inferior a los COP 7.7 billones de febrero y a los COP 10.4 billones de abril de 2023.

Comparativo del ritmo de ejecución del PGN

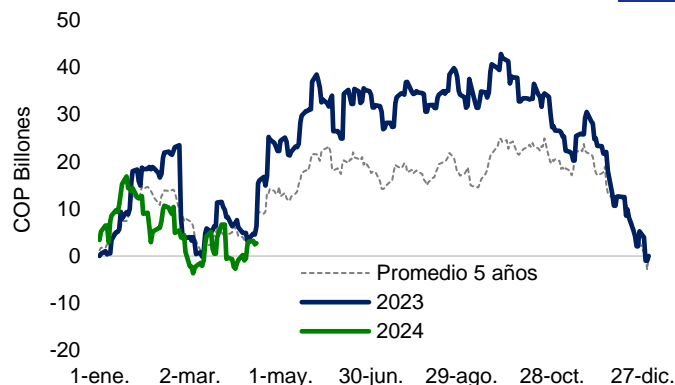
21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio año corrido de los depósitos de la DTN

22



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



El cupo de repos de expansión a un día se incrementó a COP 6.3 billones, con una utilización que, si bien fue de apenas un 40%, contribuyó a mantener estable la liquidez. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos, pero con una utilización de apenas 12.5%. Por su parte, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) aumentó frente a marzo y se situó en COP 7.6 billones.

El coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) permanece en niveles históricamente bajos (0.8 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 monetario 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 febrero fue de COP 46 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para la actual vigencia se sitúa en 16%. Frente al mismo mes de 2023, el recaudo total registró un crecimiento de 4% (cerca de un -3.5% en términos reales).

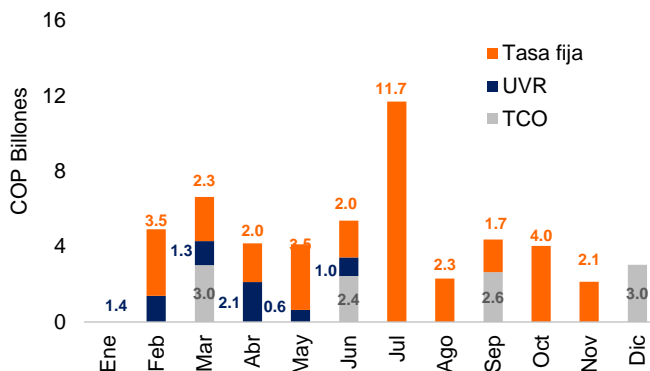
La ejecución del presupuesto general de la nación con corte a marzo, excluyendo el servicio de la deuda, asciende a 15.9% de la meta (Gráfico 21). Este ritmo de ejecución es el más bajo desde 2017 y también es inferior al promedio de 17.6% de los últimos 5 años.

Bajo este contexto, de acuerdo con la información de los Depósitos del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep, el saldo de la DTN registra un incremento año corrido de COP 2.8 mil millones al corte del 19 de abril. Esta cifra es inferior a los COP 16.9 billones del acumulado del mismo periodo del año pasado (Gráfico 22).

Esperamos que las condiciones de liquidez se mantengan estables en mayo. Por pago de cupones de TES COP y TES UVR, al mercado entrarían COP 4.2 billones distribuidos así: i) COP 3.6 billones del cupón de los TES2042 el 28 de mayo; y ii) COP 0.6 billones del cupón de los TESUVR2025 el 7 de mayo (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 1.54% hasta 2.23%, pero se mantiene por debajo de la tasa promedio de 3.11% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 78 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 4.89% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.4%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -2.6 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -2.5 p.p.

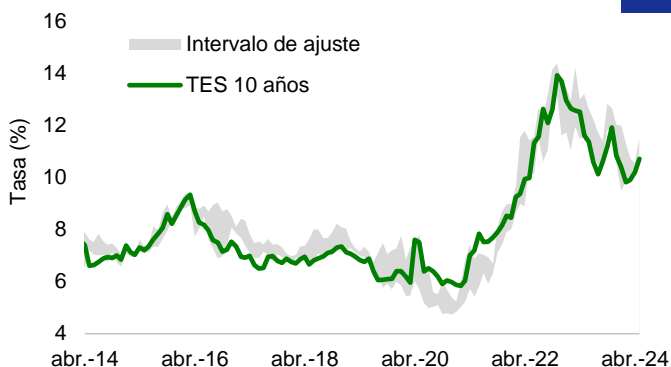
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES2026 y TES2027, con un espacio de valorización de hasta 27 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un estrecho margen de valorización de apenas 9 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 40 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media indican un margen de valorización en la parte larga de la curva en 5 pbs en promedio. En la

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.



frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2030, TESUSD2033 y TESUSD2061 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 25 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 equilibrio de los TES a 10 años se estiman cerca de 11% (Gráfico 24).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 10.72%, lo anterior sugiere una potencial corrección técnica al alza de 27 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es media.



Expectativas de corto plazo

Las tasas de interés de la deuda pública mundial continuarán presionadas al alza en el muy corto plazo. Advertimos que futuros episodios de volatilidad podrían generar aumentos no despreciables sobre los rendimientos de los bonos soberanos, aunque en una magnitud inferior a la observada en semanas recientes.

Sin embargo, la tendencia estructural en las tasas de interés sigue siendo necesariamente bajista por la naturaleza del ciclo monetario. Aumentos en las tasas de mercado serían transitorias, abriendo oportunidades de compra especialmente en bonos de alto rendimiento, que son los más demandados por inversionistas con un mayor apetito por riesgo.

En el plano local, es de esperar que el contexto externo siga ejerciendo presiones al mercado de TES en el corto plazo. En particular, los títulos con vencimientos de mayor plazo serán los más expuestos a esta turbulencia que podría prolongarse hasta mediados de año. Factores internos idiosincráticos también jugarían en contra de los títulos de más largo plazo.

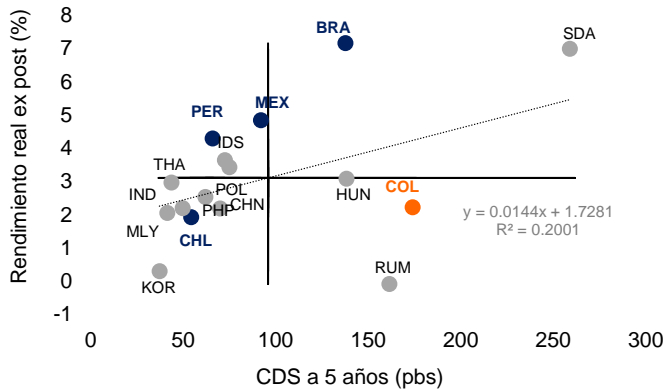
La segunda parte del año luce más favorable para el mercado. En la medida que las tasas del mercado se coordinen con el ciclo nominal (descensos en inflación y tasas de política) y el apetito de los inversionistas extranjeros aumente, vemos oportunidades interesantes especialmente en los TES de corto y mediano plazo.

Estimamos niveles de estrés de 9% para los TES2025 y de 11.3% para los TES2033 en mayo, inferiores a los registrados recientemente. Advertimos precaución en duraciones largas por los factores descritos previamente, lo que abre teóricamente un margen relativo de mayores valorizaciones para los TES COP de vencimientos cortos.

La valoración en la curva TES UVR mantiene un atractivo interesante en títulos de duración media. Los diferenciales relativos de estos papeles frente a los TES COP y a niveles ajustados por duración sugieren niveles de sobreventa.

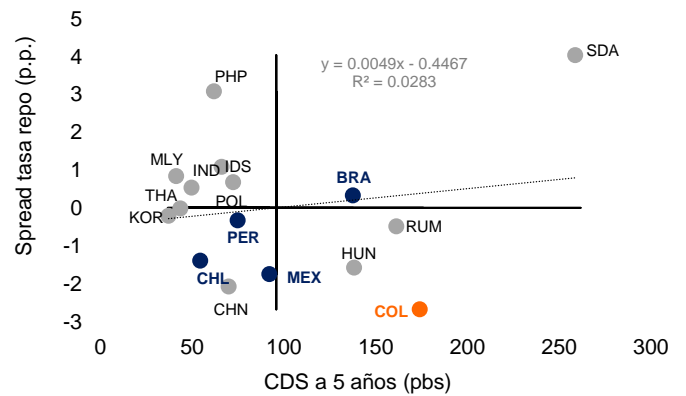


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



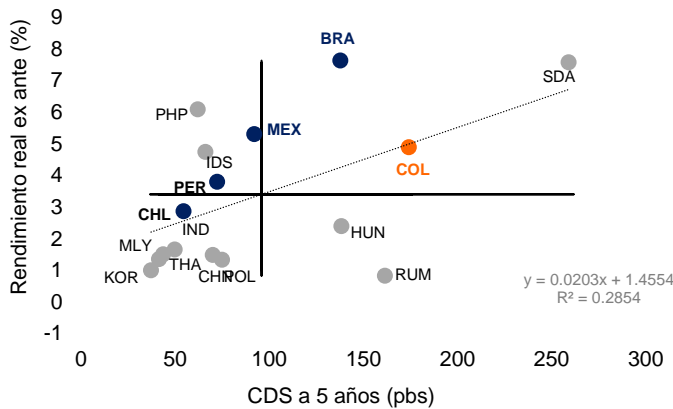
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



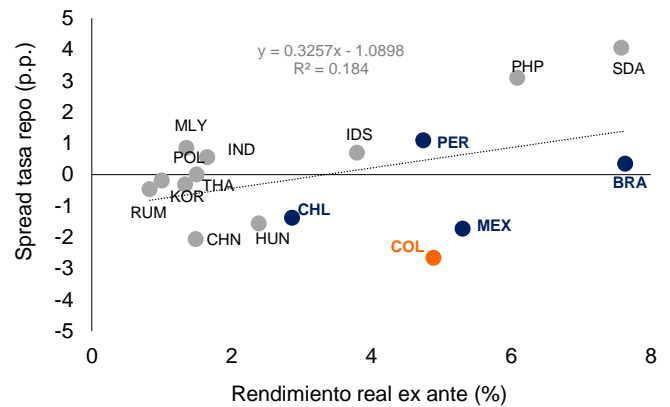
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



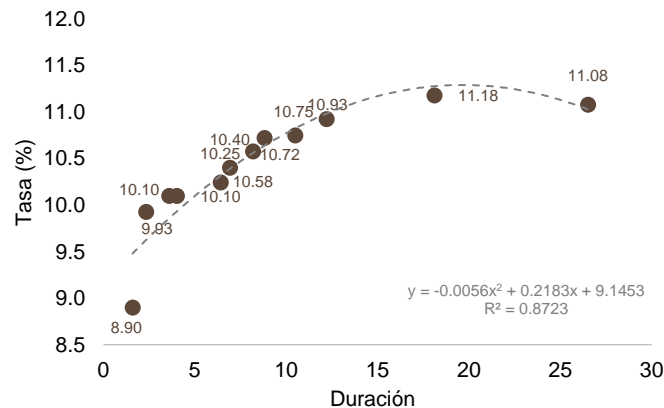
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



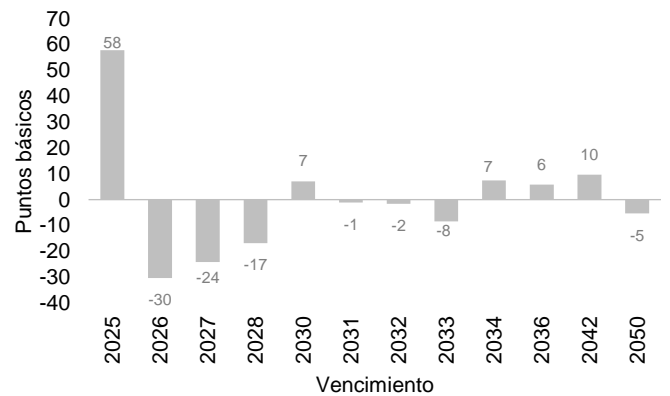
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

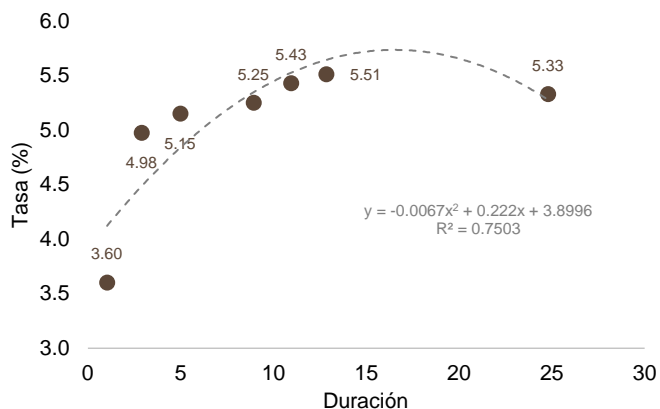
Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

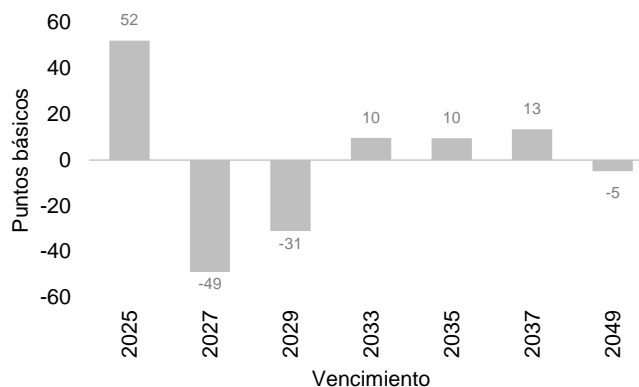


Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



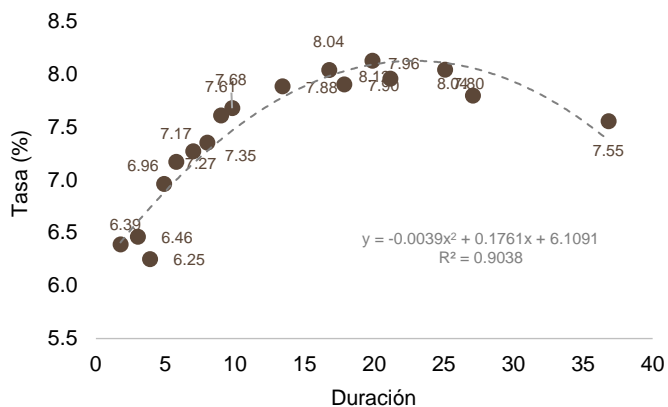
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



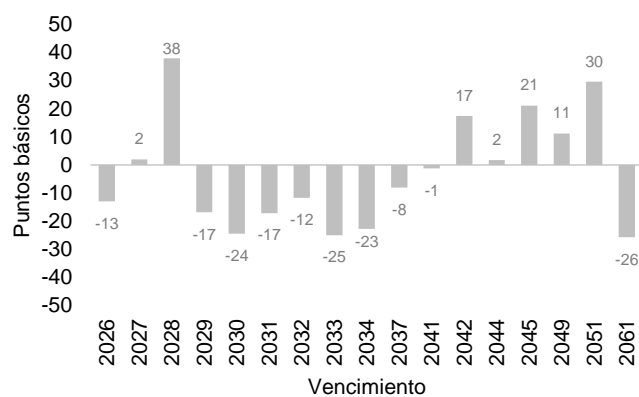
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	1.4	8.90	90	-38	-185	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.9	9.93	87	55	-94	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.0	10.10	84	70	-75	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.1	10.10	82	69	-76	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.5	10.25	69	67	-81	
TFVT10260331	mar-31	7.00	5.0	10.25	68	60	-110	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.0	10.40	64	72	-80	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.3	10.58	68	70	-72	
TFIT11090233	feb-33	13.25	5.2	10.72	67	80	-71	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.3	10.75	66	77	-52	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.9	10.93	60	81	-51	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.2	11.18	58	85	-35	
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.5	11.08	59	84	-41	

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	1.0	3.60	87	30	-15	
TUVT11170327	mar-27	3.30	2.7	4.98	59	142	76	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.5	5.15	56	146	67	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.4	5.25	58	125	65	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.2	5.43	65	131	65	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.6	5.51	60	134	75	
TUVT32160649	jun-49	3.75	14.2	5.33	64	129	71	

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	5.27	-18	1	-13	
COLGLB26	ene-26	4.500	1.6	6.39	63	103	31	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.4	5.98	175	-56	-109	
COLGLBA27	abr-27	3.875	2.6	6.46	52	110	8	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.1	6.25	-38	-23	-44	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.2	6.96	59	102	6	
COLGLB30	ene-30	3.000	4.9	7.17	57	106	14	
COLGLB31	abr-31	3.125	5.8	7.27	53	96	16	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.5	7.35	52	92	17	
COLGLB33	ene-33	10.375	5.8	7.55	30	24	-33	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.3	7.61	48	98	-5	
COLGLB34	feb-34	7.500	6.6	7.68	48	97	-13	
COLGLB37	sep-37	7.375	7.9	7.88	46	97	-2	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.4	8.04	48	102	-10	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.6	7.90	49	103	10	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.3	8.12	48	102	1	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.4	7.96	31	93	-7	
COLGLB49	may-49	5.200	10.8	8.04	45	101	2	
COLGLB51	may-51	4.125	11.8	7.80	43	98	33	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.5	7.55	44	97	32	

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.
