



Mayo 28 de 2024

Una lectura compleja

Autores:

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Natalia Ossa M.

P.S. - Macroeconomía

natalia.ossa@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 algunas leves valorizaciones en mayo, en medio de unas condiciones financieras que mejoraron tras la reciente reunión de la Fed y la calibración de su programa de normalización de tenencias de activos. Aunque la demanda de bonos sigue restringida por la expectativa de tasas de interés más altas por más tiempo, el apetito por bonos de mayor riesgo-rendimiento se mantiene.

Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes fueron negativos en abril. La información disponible de mayo sugiere una leve recuperación, en línea con las importantes valorizaciones que han registrado los activos de estos mercados. Las entradas acumuladas de estos flujos continúan concentradas 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 al alza, a pesar del contexto externo. Los TES UVR también se desvalorizaron y lo hicieron en una magnitud ampliamente superior a la de los TES COP. La curva de rendimientos de los TES USD registró leves valorizaciones, pero con un patrón de empinamiento que se ha extendido a lo largo del año. Todo lo anterior es consistente con un deterioro tendencial de la prima de riesgo-país durante los últimos 2 meses.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario volvieron a disminuir en mayo, en línea con las desvalorizaciones de los TES. 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 lentamente.

Cálculos preliminares sugieren ventas netas de TES por parte de inversionistas extranjeros. Diferentes estimaciones muestran un margen de valorización estrecho para la curva TES COP en el muy corto plazo, algo que se acota aún más dado el creciente pesimismo de los inversionistas locales. La demanda por TES UVR también seguirá descendiendo en la medida que la inflación se siga moderando y que los diferenciales relativos contra los TES COP continúen cerrándose.



Contexto internacional

Los títulos de deuda a nivel internacional presentaron valorizaciones durante el mes de mayo, favorecidos por un relajamiento en las condiciones financieras internacionales y unas menores presiones sobre los rendimientos de los bonos para distintos perfiles crediticios.

Las recientes decisiones de la Fed en EEUU, en particular lo que refiere a la calibración de los parámetros de su programa de normalización de tenencias de activos, ha favorecido la demanda por bonos del Tesoro y un entorno más favorable para los mercados de deuda globales (ver “Un respiro no es olvido” en [CE – Mayo 8 de 2024](#)).

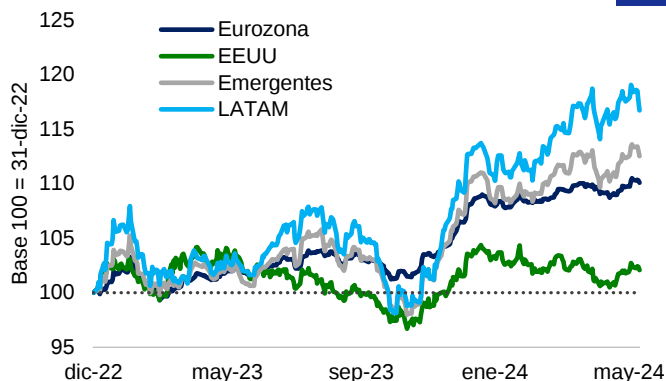
Bajo este contexto, los índices globales de renta fija soberana se valorizaron en promedio 1.1% durante el último mes. En los mercados avanzados, el índice de EEUU aumentó 1.3% (Gráfico 1), mientras que el índice de bonos soberanos en la Eurozona registró un avance de 1% en comparación a la fecha de corte de nuestro último informe. Los índices de LATAM y emergentes (EM), referencias de títulos de deuda de alto rendimiento, registraron valorizaciones promedio de 0.9%.

En lo que va corrido de 2024, el índice de renta fija soberana en EEUU registra una desvalorización de 1.9%, afectado por el ciclo fuerte de EEUU (elevado crecimiento, bajo desempleo e inflación y tasas de interés altas). Los índices de deuda pública en la Eurozona y en mercados emergentes muestran valorizaciones acumuladas promedio de 1.2%, en contraste a lo que se observa en EEUU. El índice de bonos soberanos de LATAM se ha valorizado 3%, favorecido por la reducción de tasas de política monetaria e inflación que sigue siendo más pronunciada en estas economías.

En EEUU, la Fed continúa dando señales de no tener afán por iniciar los recortes sobre la tasa de interés en el corto plazo. Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS de EEUU, descuentan recortes de tasas hacia 4T24 e incluso 1T25. La magnitud del ciclo completo de recortes en 2024 ahora se anticipa en 25 pbs, por debajo de los 75 pbs que se infiere del material de proyecciones de la Fed de su reunión de marzo. Consistente con estas expectativas del mercado, **nuestro escenario base**

Evolución de los índices de renta fija soberana

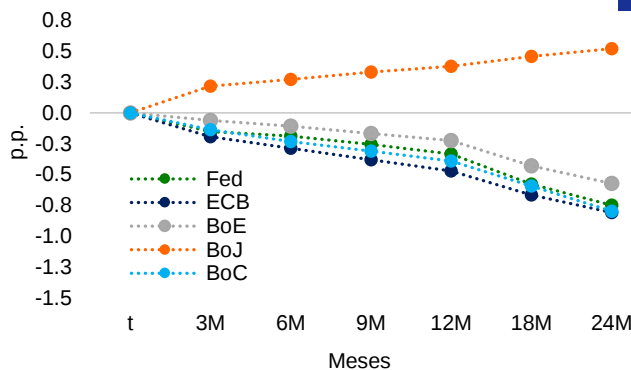
1



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.



contempla un primer recorte de tasas de interés de la Fed en 4T24-1T25.

En Europa, los principales Bancos Centrales (BC) tampoco modificaron sus tasas de referencia. La tasa de intervención del Banco Central Europeo (BCE) permaneció en 4.5% y la tasa de interés de política monetaria del Banco Central de Inglaterra (BoE) se mantuvo en 5.25%. **Seguimos esperando que los BC europeos sean los primeros de las economías desarrolladas en recortar los tipos de interés**, con una probabilidad de ocurrencia relativamente alta para 3T24.

El Banco de Canadá (BoC) dejó inalterada su tasa de interés en 5% y mantiene su intención de extender su postura contractiva por más tiempo. En Asia, la tasa de intervención del Banco de Japón (BoJ) tampoco cambió y permaneció en el rango 0% - 0.1%. No obstante, los mercados continúan descontando más incrementos de tasas de política monetaria del BoJ en el futuro cercano (Gráfico 2).

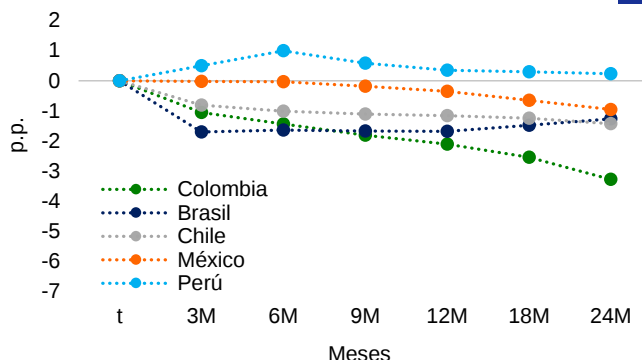
Por su parte, los BC en LATAM continuaron con su ciclo de flexibilización monetaria y es previsible que mantengan esta dirección en el futuro cercano. En mayo, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y el Banco Central de Brasil (BCB) redujeron su tasa de interés de política monetaria en 25 pbs. No obstante, frente a meses pasados, la magnitud de estos recientes recortes de tasas de interés en LATAM se está moderando.

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 BCRP ya habría frenado su proceso de flexibilización monetaria, según lo anticipan los mercados.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU descendieron en el último mes hasta niveles de 4.48%. 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 4.7%¹.

Trayectorias de tasas de política en LATAM*

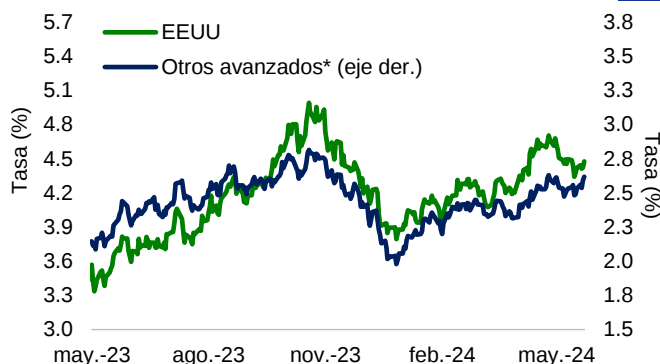
3



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.

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.



Frente al corte de nuestro último informe, la tasa de interés de los Tesoros a 10 años se redujo en 17 pbs. En lo que va corrido del año, el movimiento acumulado de estos rendimientos asciende a 60 pbs al alza.

Las tasas de interés a 10 años de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados registraron movimientos mixtos (Gráfico 4). En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* descendieron 7 pbs hasta 4.26%, mientras que el rendimiento del bono a 10 años de Alemania, que es la tasa de interés de referencia de la deuda soberana en la Eurozona, aumentó 3 pbs y se sitúa en niveles de 2.62%. En Japón, las tasas de los bonos a 10 años aumentaron 10 pbs hacia niveles de 1%.

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 se redujo en promedio 13 pbs, pero permanece por encima del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 5). El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* se sitúa en 460 pbs.

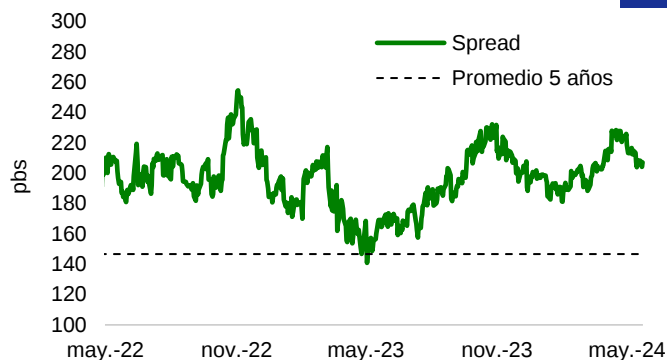
Las curvas de bonos soberanos en mercados avanzados (sin Japón) siguen invertidas, aunque en niveles no tan negativos como los registrados en 2023 (Gráfico 6). La curva de los bonos alemanes es la más invertida, con un *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años de -48 pbs. El mismo diferencial para las curvas de los Tesoros en EEUU y Reino Unido se sitúan en -46 y -24 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 reducciones 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) descendieron 10 pbs.

Lo anterior fue coherente con unas primas de riesgo-país que también se redujeron, favorecidas por los menores rendimientos de las referencias internacionales de la renta fija y un mayor apetito por riesgo de los inversionistas. En efecto, los CDS a 5 años de LA5 descendieron en promedio 6 pbs (Gráfico 8).

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

5

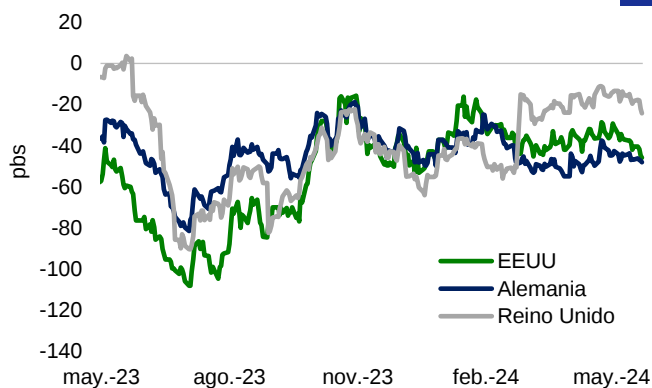


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Otros Avanzados (OAV) compuesto por Alemania, Reino Unido y Japón.

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

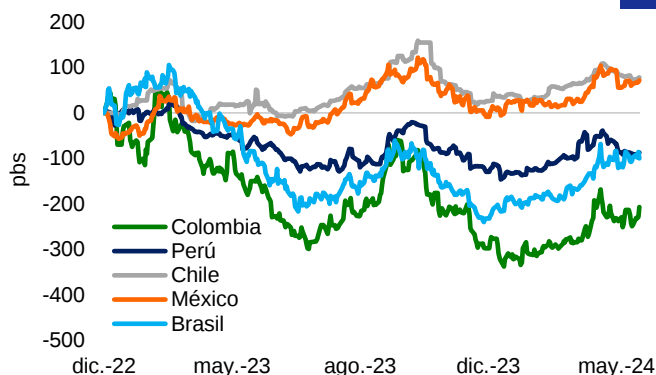
6



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.



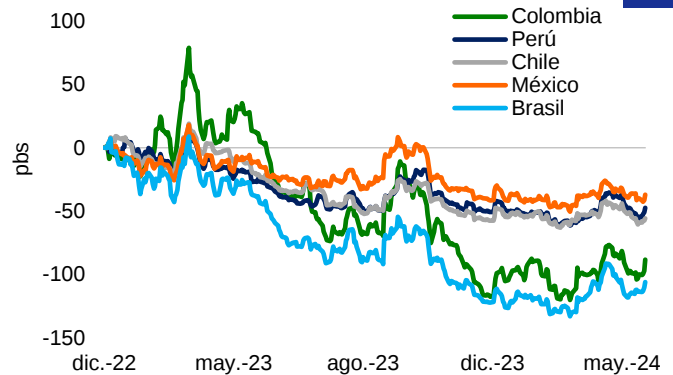
En este contexto, los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) habrían registrado salidas netas en abril. Según cifras preliminares del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la reversión de flujos en abril fue de USD 14,620 millones. Por clase de títulos, USD 9,440 millones fueron ventas de acciones, mientras que los USD 5,180 millones restantes fueron ventas de instrumentos de deuda².

La información preliminar del IIF mayo da cuenta de entradas netas por USD 6,650 millones, un flujo débil frente a los registros de 1T24. No obstante, esta información da cuenta de una leve recuperación de la demanda extranjera por activos EM.

Otros índices que anticipan estos flujos sugieren algo similar (Gráfico 9). Un índice de Bloomberg que funciona como variable *proxy* de estos flujos anticipa, en promedio, entradas netas por USD 5,000 millones mensuales durante el mes de mayo.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

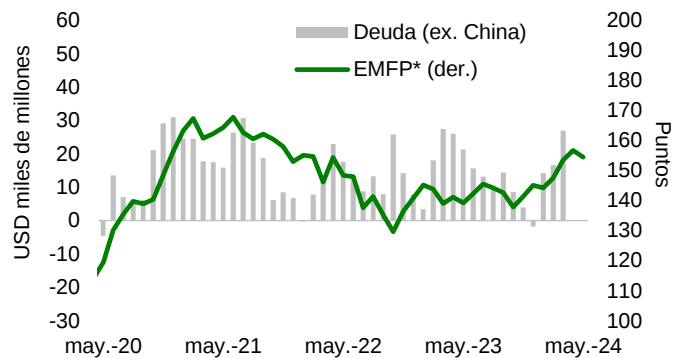
8



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

Inversión de portafolio hacia deuda en EM

9



Fuente: IIF y Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Índice que incorpora 4 clases de activos que determinan flujos hacia EM.

² IIF Daily Capital Flows Tracker.



Mercado local

La curva de rendimientos de los TES presentó un desplazamiento al alza en mayo, dando continuidad a la tendencia que inició el pasado mes de abril. En particular, los títulos de duraciones altas registraron las desvalorizaciones más importantes, afectados por factores idiosincráticos locales.

Los volúmenes de negociación volvieron a descender, afectados por el estrés del mercado en los últimos dos meses. Las condiciones de liquidez en el mercado monetario 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 13 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 12 pbs en la pendiente de la curva, la cual disminuyó hasta niveles de 170 pbs que, en cualquier caso, siguen siendo elevados (Gráfico 11).

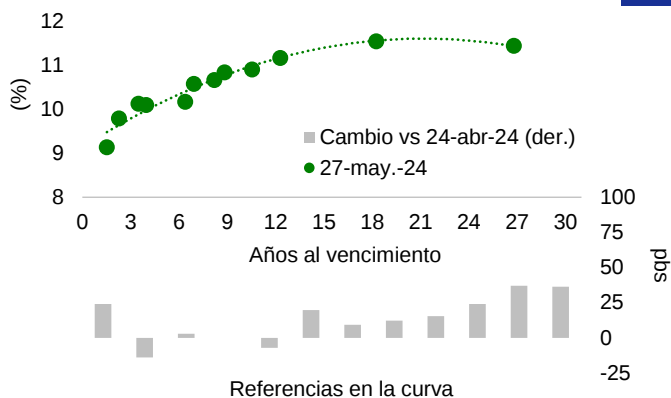
En el tramo corto de la curva, los rendimientos de los TES2025 y TES2026 aumentaron 5 pbs hasta niveles promedio de 9.47%. El comportamiento de los TES2025, la referencia de menor duración en la curva TES COP, evidenció un incremento de 24 pbs en sus tasas, afectados por factores técnicos que sugerían niveles de venta.

Otras tasas de interés de corto plazo, contrario a lo que mostraron las tasas de los TES de menor duración en la curva TES COP, continuaron descendiendo en línea con la flexibilización monetaria de BanRep. Las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) disminuyeron hasta niveles promedio de 10.44% en mayo, mientras que las tasas implícitas en los swaps IBR a 12 meses también se redujeron hasta 10.01%. 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 se descendieron hasta 9.58% (Gráfico 12).

Las tasas de interés de los títulos de deuda privada a 360 días permanecieron relativamente estables y se sitúan en niveles de 10.57%. El diferencial a 1 año entre estos

Evolución mensual de la curva TES COP

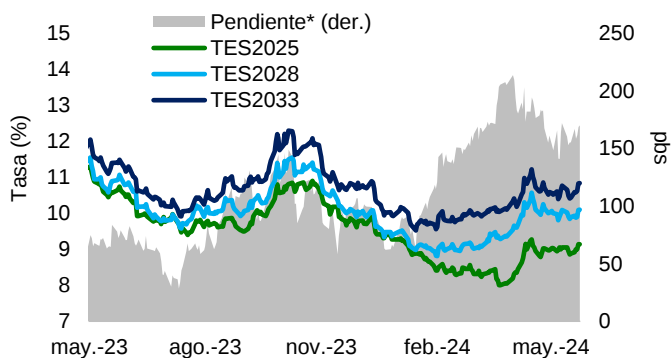
10



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 aumentó levemente a niveles de 29 pbs, alimentando el apetito a favor de la deuda privada en contra de los TES.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones en tasa de 2 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2028, una de las referencias más líquidas de este tramo, se mantuvo relativamente estable en niveles de 10.1%, por debajo de los niveles de los TES2027 que se sitúan en 10.13%.

Por su parte, los rendimientos de los TES COP de más largo plazo registraron incrementos promedio de 18 pbs, siendo los TES2042 los que más se desvalorizaron con un aumento en tasa de 37 pbs hasta 11.55%. En promedio, las tasas de interés de los TES de más larga duración se sitúan en 10.92%.

La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento al alza de 28 pbs que superó ampliamente el de la curva TES COP. 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 44 pbs hasta 4.14% (Gráfico 13).

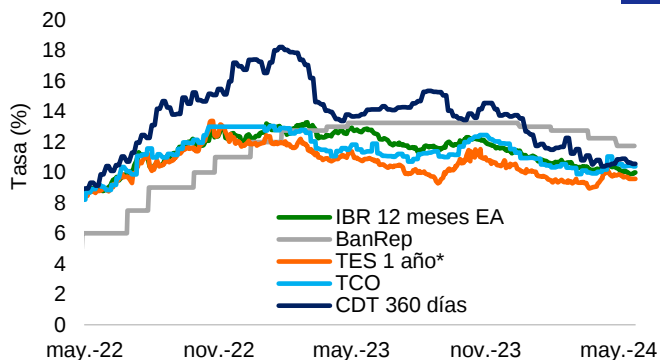
En el tramo medio de la curva TES UVR, los rendimientos de los títulos aumentaron en promedio 33 pbs. Allí sobresalen los rendimientos de los TESUVR2027, los cuales registraron un incremento de 22 pbs hasta 5.29%. En el tramo largo de la curva, el movimiento promedio de los rendimientos de los títulos fue de 27 pbs al alza, donde sobresale el movimiento alcista de 42 pbs de las tasas de los TESUVR2033 hasta niveles de 5.71%.

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES volvió a descender hasta niveles del orden de 5%, mínimos no vistos desde comienzos de 2022. El promedio de las inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también se redujo en mayo hasta mínimos de 5.22% que no se registraban desde finales de 2021. A pesar de lo anterior, estas medidas se sitúan todavía muy por encima de la meta de 3% de BanRep (Gráfico 14).

En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN disminuyó en mayo hasta COP 2.5 billones, los más bajos en lo que va corrido de 2024 (Gráfico 15). De hecho, estos volúmenes representan mínimos no registrados

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

12

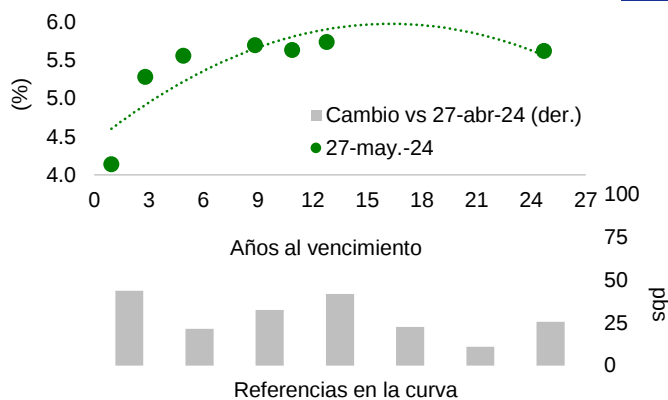


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

Evolución mensual de la curva TES UVR

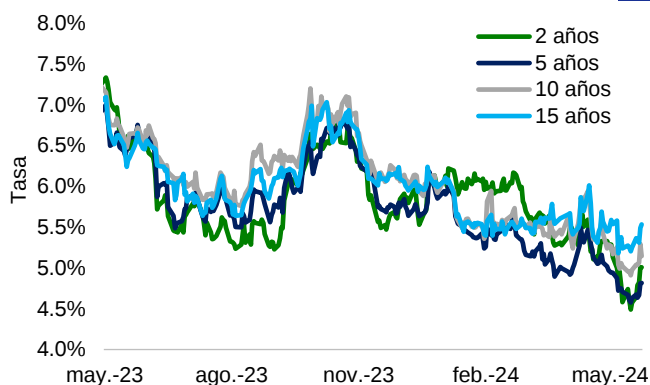
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.



desde enero de 2023. En comparación al mismo mes del año pasado, los volúmenes promedio-día fueron inferiores en COP 1.2 billones.

Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2042, TES2033 y TES2036, todas referencias del tramo largo de la curva. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2029, TESUVR2049 y TESUVR2037, todas referencias incluidas en las subastas de TES UVR del esquema de creadores de mercado.

En contraste con lo observado en las curvas TES COP y TES UVR, la curva TES USD registró en mayo un movimiento bajista en todo su nivel de 8 pbs. En la parte corta y media de la curva se observaron las mayores desvalorizaciones, generando un empinamiento consistente con el comportamiento de las tasas de interés de largo plazo de la deuda pública internacional y los altos niveles de la prima de riesgo-país.

Los rendimientos del tramo corto de la curva TES USD registraron reducciones de 21 pbs, alcanzando niveles de 6.25%. En la parte media y larga de la curva, las tasas de interés se redujeron en promedio 9 pbs hasta 7.33%. Los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, mostraron una reducción en tasa de 24 pbs hasta 7.31%.

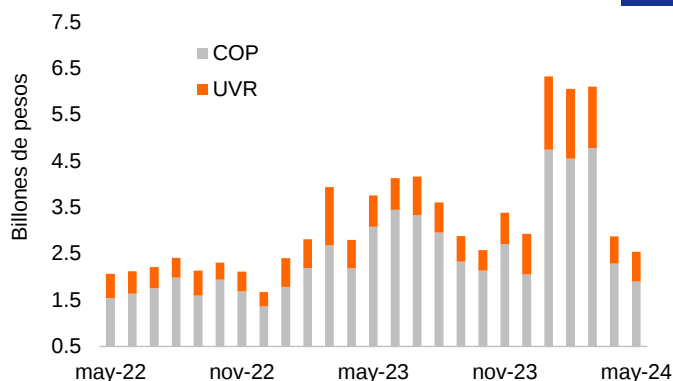
De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2024, el monto total hasta el 22 de mayo asciende a COP 20.9 billones, lo que representa un cumplimiento del 55.1% de la meta estipulada en el Plan Financiero 2024 para la actual vigencia (COP 38 billones). Este porcentaje de cumplimiento es inferior al 58.7% del acumulado para el mismo periodo de 2023, aunque supera el promedio de 48.2% para el mismo horizonte de tiempo durante los últimos 5 años (Gráfico 16).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 12.9 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 8.4 billones de TES COP; y ii) COP 4.5 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascienden a COP 8 billones.

Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en mayo registraron un promedio de 11.05%, similar al

Volumen de negociación promedio-día en SEN

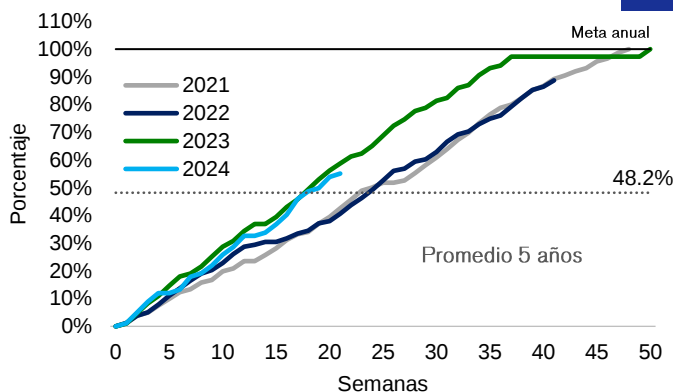
15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

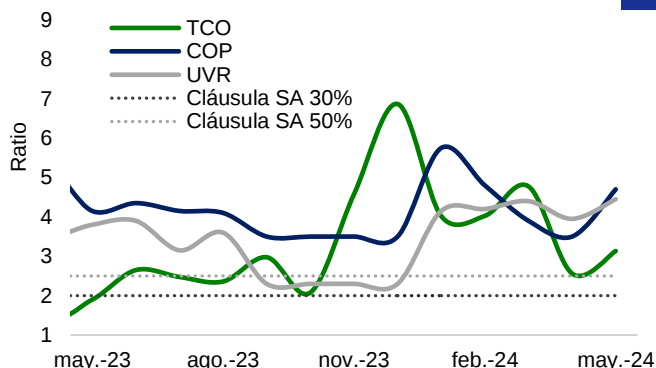
16



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 abril y todavía en máximos no vistos desde mayo de 2023. A pesar de lo anterior, la demanda de los inversionistas se ha recuperado levemente y el *bid-to-cover* promedio en las subastas aumentó hasta 4.7 veces en mayo (Gráfico 17). En las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas promedio aumentaron hasta 5.54%, las más altas desde octubre de 2022, y el *bid-to-cover* se situó en niveles de 4.5 veces que son similares a los registros de abril.

Con relación a las subastas de TCO, en el transcurso de 2024 el monto colocado asciende a COP 6.7 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de mayo registraron un promedio de 10.41% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 3.1 veces. La demanda de TCO no solamente volvió a ser inferior a la de TES COP y TES UVR, sino que también se mantienen en niveles mínimos desde 4T23.

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 55.9%, inferior al 59.7% del mismo mes de 2023.

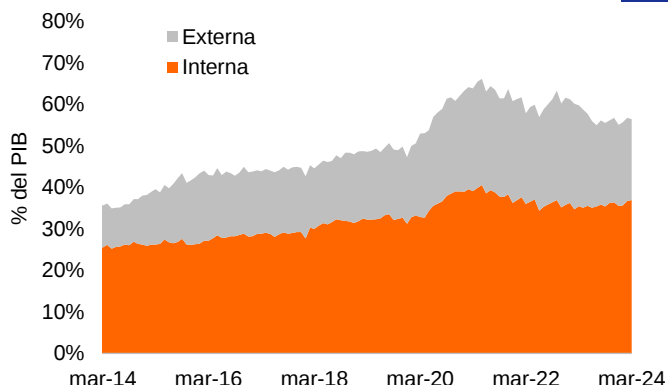
Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se sitúa en 36.6% del PIB, superior al 35.5% del mismo mes del año anterior. La proporción de la deuda externa cayó hasta 19.3% del PIB, niveles mínimos no vistos desde mayo de 2020 y que explican en gran medida la reducción del saldo total de la 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 abril de tenedores de TES, publicados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), volvieron a dar 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.

Saldo de la deuda bruta total del GNC

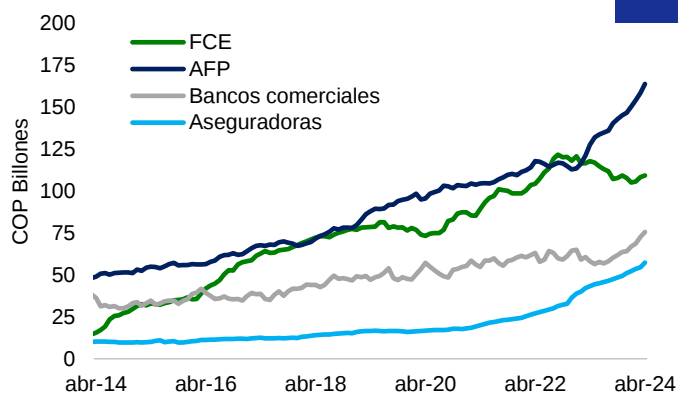
18



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

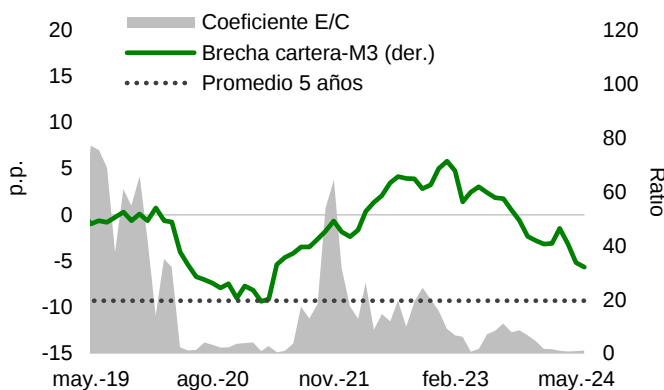
19



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

20



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC



Las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) siguen aumentando su posición como los mayores tenedores de TES, con una participación que alcanzó un 31.1% en abril del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron de COP 5.3 billones, el flujo de compra más alto desde abril de 2023. Así, las AFP completaron 16 meses consecutivos de incrementos netos en sus posiciones (Gráfico 19).

Los bancos comerciales fueron compradores en COP 3 billones y su participación sobre el saldo total aumentó hasta 14.4%. Las compañías de seguros y capitalización también fueron compradoras netas en COP 2.8 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total se incrementó a un nuevo máximo histórico de 10.9%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 69 mil millones. Por su parte, BanRep realizó ventas definitivas de TES por COP 4.3 billones. En el neto, lo anterior equivale a ventas por COP 4.4 billones, algo que resulta de respuestas de política ante unas condiciones de liquidez en el mercado ampliamente holgadas.

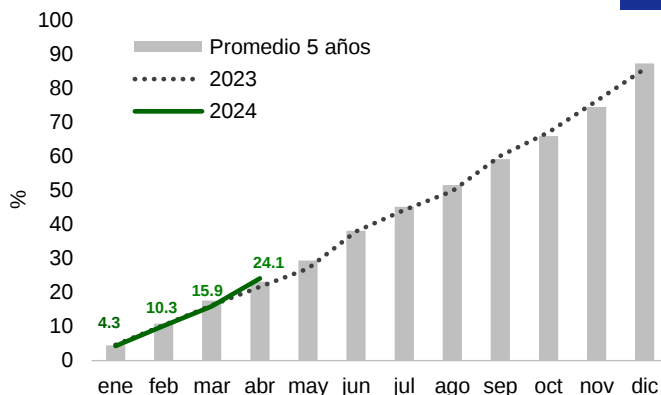
Los FCE aumentaron su posición en COP 1 billón y completaron 3 meses consecutivos siendo compradores netos. Aun así, este flujo de compra sigue siendo significativamente más bajo frente al monto de compras netas de los institucionales y de lo registrado por los mismos FCE en años previos. El saldo de tenencias netas de los FCE aumentó hasta COP 109.1 billones y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 20.8% del saldo total de la deuda pública interna.

Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo vendedores netos por COP 261 mil millones en mayo, rompiendo la tendencia del último trimestre móvil. Las cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria confirman lo anterior, con salidas acumuladas por USD 303 millones.

En este entorno, las necesidades de liquidez del sistema aumentaron en mayo. La demanda de recursos de expansión en BanRep aumentó hasta un promedio-día de COP 11.4 billones, el más alto desde noviembre de 2023. No obstante, frente al mismo mes del año pasado (COP

Comparativo del ritmo de ejecución del PGN

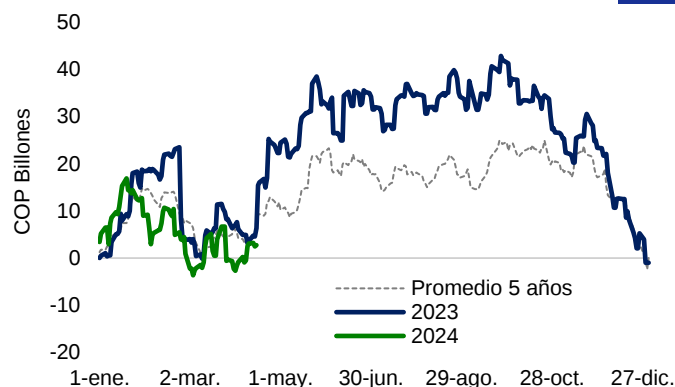
21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio año corrido de los depósitos de la DTN

22



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



19 billones), la demanda estos recursos sigue siendo sustancialmente inferior.

El cupo de repos de expansión a un día se incrementó a COP 9.9 billones, con una utilización del 74% que es la más alta desde noviembre de 2023. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 10.2% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados se situó en COP 9.4 billones, cerca de sus máximos históricos.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) aumentó hasta niveles no vistos desde principios de año, pero permanece muy por debajo del promedio de los últimos 5 años. Asimismo, la brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos se redujo a mínimos no vistos desde la pandemia, situación que sigue liberando presiones de liquidez asociadas a la cartera de créditos (Gráfico 20).

De acuerdo con cifras de la DIAN, el recaudo tributario acumulado al corte de marzo asciende a COP 67.2 billones, lo que refleja un cumplimiento del 21.5% de la meta para 2024. Frente al acumulado de 2023, el recaudo total registra un crecimiento de 4.7% (cerca de un -2.5% en términos reales), muy por debajo del crecimiento acumulado de 20.5% del mismo periodo del año pasado.

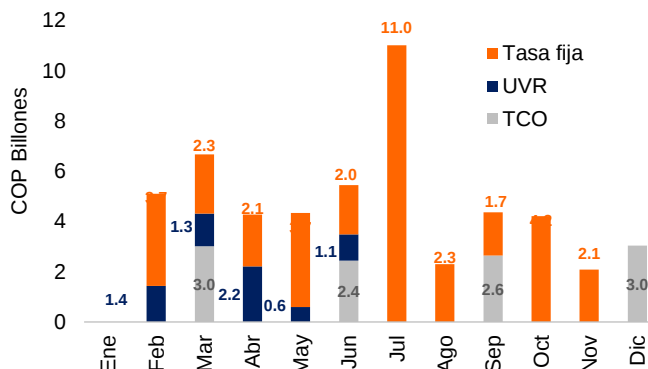
Por su parte, la ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) al mes de abril, excluyendo servicio de deuda, asciende a 24.1% de la meta (Gráfico 21). Este ritmo de ejecución supera el 21.7% de 2023 y el promedio de 23.2% de los últimos 5 años.

Bajo este contexto, el saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep registra un incremento año corrido de COP 1.9 billones al corte del 17 de mayo (Gráfico 22). Esta cifra es inferior en COP 28.9 billones al acumulado del mismo periodo de 2023.

Esperamos que las condiciones de liquidez mejoren en junio. Por pago de cupones de TES COP y TES UVR, al mercado entrarían COP 5.5 billones distribuidos así: i) COP 3 billones de pago de cupones de TES COP y TES UVR; y ii) COP 2.4 billones de vencimientos de TCO (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 durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años aumentó desde niveles de 2.23% hasta 2.98%, pero se mantiene por debajo de la tasa promedio de 3.47% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 93 pbs a la media muestral, pero cuya brecha se ha venido cerrando.

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 5.47% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.73%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -1.61 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de -2.07 p.p.

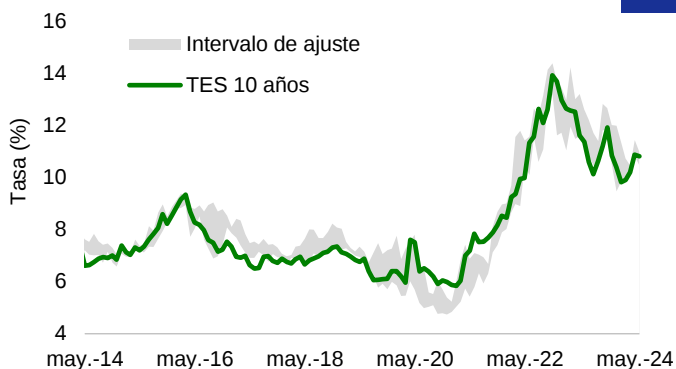
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES2027 y TES2028, con un espacio de valorización de hasta 17 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un estrecho margen de valorización de apenas 8 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 38 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 2 pbs en promedio. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los

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.



TESUSD2030, TESUSD2034 y TESUSD2061 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 24 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 10.65% (Gráfico 24).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 10.82%, lo anterior sugiere un margen de valorización fundamental de 17-20 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es media-baja, dadas las presiones a las que están sujetos los títulos de mayor duración en la curva.



Expectativas de corto plazo

Seguimos advirtiendo que las tasas de interés de los mercados de deuda pública mundiales continuarán presionadas al alza en el muy corto plazo y sometidas a una volatilidad importante. Creemos que la próxima reunión de la Fed en el mes de junio marcará un punto de inflexión en el actual ciclo monetario global, teniendo en cuenta que en otras economías avanzadas los BC podrían anticipar los recortes de tasas de referencia.

En el plano local, el contexto externo seguirá ejerciendo presiones al mercado de TES, especialmente en los títulos de mayor duración. La atención del mercado estará centrada en la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2024 (MFMP24), la cual tendrá lugar a mediados del mes de junio y dará más luces sobre el rumbo futuro de la política fiscal del país.

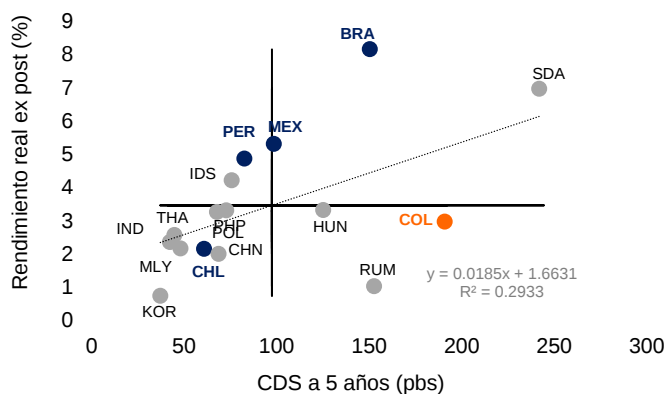
Mantenemos nuestro optimismo para la segunda parte del año, una vez se decanten muchos de los riesgos externos y locales que advertimos previamente. En la medida que las tasas del mercado se coordinen nuevamente con el ciclo nominal (descensos en inflación y tasas de política) y el apetito de los inversionistas extranjeros aumente, vemos oportunidades interesantes especialmente en los TES de corto y mediano plazo, que son los que fundamentalmente lucen más atractivos.

Seguimos estimando niveles de estrés de 9% para los TES2025 y de 11% para los TES2033, valores que serían los máximos de junio y que en cualquier caso estarían por debajo de los niveles de estrés registrados en meses anteriores. 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 menores duraciones.

La valoración en la curva TES UVR mantiene un atractivo interesante en títulos de duración media. No obstante, en la medida que la inflación siga descendiendo y que la deuda privada continúe ofreciendo rentabilidades atractivas, el apetito por TES UVR de vencimientos de corto plazo se seguirá debilitando.

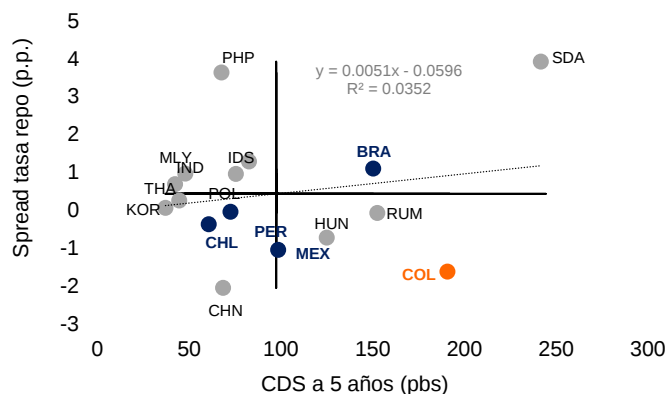


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



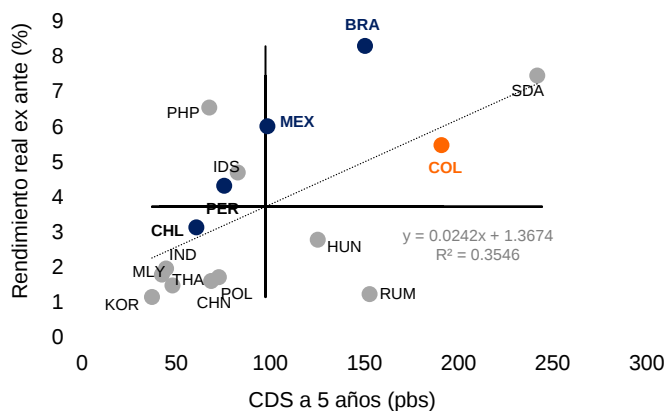
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



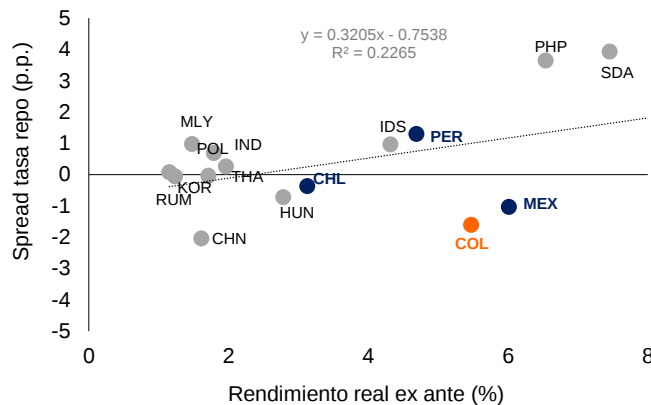
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



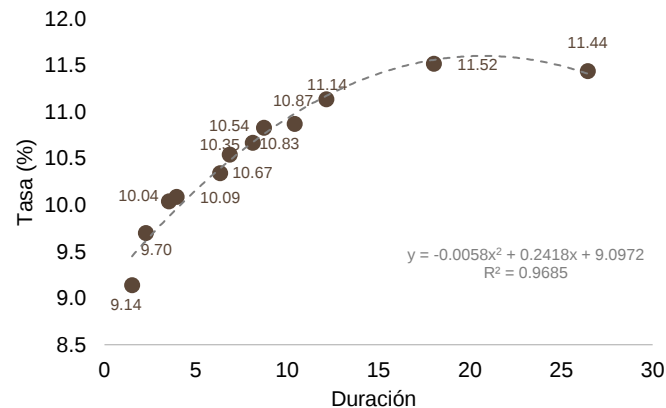
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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

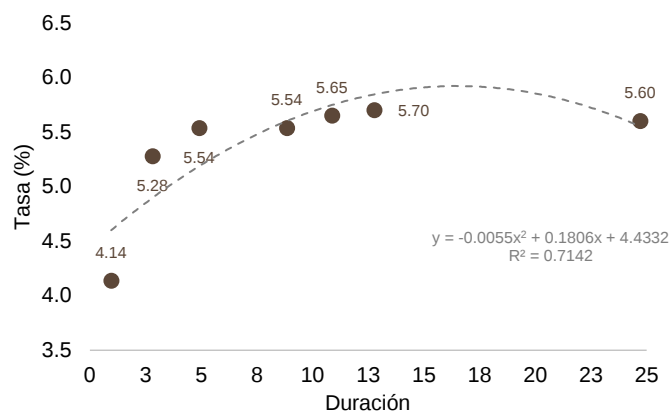
Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



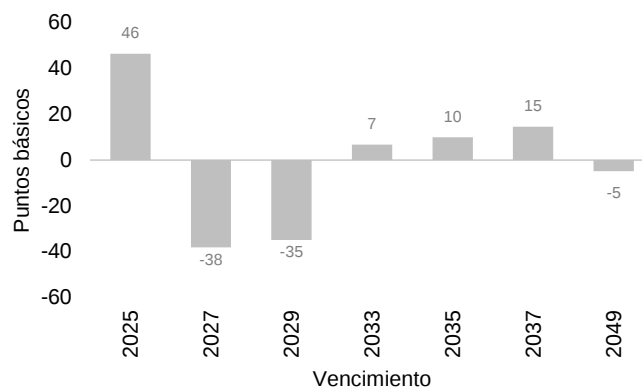
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC



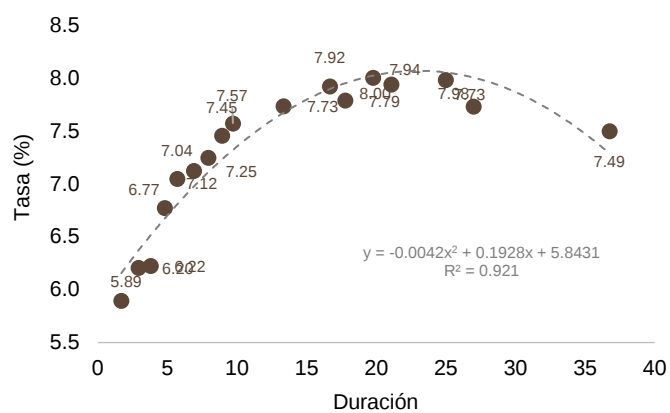
Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



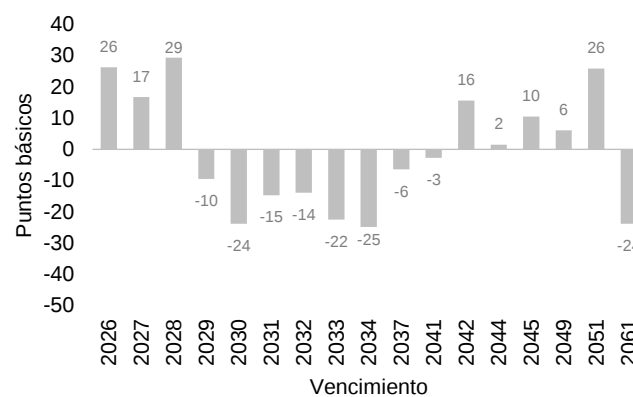
Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales



Ajuste por duración-eficiencia en curva TES Globales





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	1.3	9.17	14	-11	-147	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.9	9.82	-8	44	-104	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.9	10.06	-10	66	-87	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.2	10.06	-8	65	-94	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.4	10.31	-4	73	-86	
TFVT10260331	mar-31	7.00	5.0	10.34	-2	69	-85	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.9	10.60	15	92	-63	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.2	10.67	12	79	-64	
TFIT11090233	feb-33	13.25	5.1	10.87	17	95	-55	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.2	11.03	22	105	-35	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.7	11.21	23	110	-22	
TFIT21280542	may-42	9.25	6.9	11.61	33	128	5	
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.2	11.49	29	125	-6	

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	0.9	4.29	59	99	27	
TUVT11170327	mar-27	3.30	2.6	5.36	29	180	104	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.4	5.53	30	184	94	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.3	5.62	34	162	89	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.1	5.63	22	151	77	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.4	5.75	12	158	86	
TUVT32160649	jun-49	3.75	13.8	5.64	27	160	86	

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	
COLGLB26	ene-26	4.500	1.5	5.88	-53	52	-75	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.3	7.04	106	50	-105	
COLGLBA27	abr-27	3.875	2.6	6.25	-23	90	-56	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.1	6.26	4	-23	-104	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.1	6.83	-15	90	-48	
COLGLB30	ene-30	3.000	4.9	7.07	-12	97	-44	
COLGLB31	abr-31	3.125	5.8	7.19	-11	88	-38	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.5	7.28	-8	86	-35	
COLGLB33	ene-33	10.375	5.8	7.31	-22	0	-109	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.2	7.51	-13	89	-49	
COLGLB34	feb-34	7.500	6.6	7.61	-9	90	-56	
COLGLB37	sep-37	7.375	7.8	7.80	-11	88	-48	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.3	7.98	-8	96	-60	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.6	7.84	-9	96	-36	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.3	8.05	-10	95	-47	
COLGLB45	jun-45	5.000	10.4	7.96	-2	93	-46	
COLGLB49	may-49	5.200	11.5	8.01	-5	98	-40	
COLGLB51	may-51	4.125	12.6	7.77	-6	95	-8	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.4	7.55	-2	96	-4	

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.
