



Junio 26 de 2024

# Empinamiento después del caos

## Autores:

Camila Martínez K.

P.S. – Mercados Financieros

[camila.martinez@bancoagrario.gov.co](mailto:camila.martinez@bancoagrario.gov.co)

Los títulos de deuda a nivel internacional presentaron valorizaciones durante el mes de junio, apoyados por unas condiciones financieras que se mantienen favorables, principalmente en las economías avanzadas, en donde las recientes reducciones de las tasas de interés de los Bancos Centrales han contribuido a este resultado, en línea con una inflación global que continúa descendiendo.

Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes fueron positivos en mayo. La información disponible de junio sugiere que las entradas netas continuarán, en línea con las 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 levemente a la baja, a pesar del deterioro de la percepción de riesgo-país. Los TES UVR también se valorizaron, principalmente el tramo corto de la curva. La curva de rendimientos de los TES USD registró valorizaciones con un empinamiento que se mantuvo relativamente estable.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario volvieron a disminuir en junio, en línea con el incremento en volatilidad y deterioro de la percepción riesgo-país. 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 compras 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. Ajustando por duración y valor relativo, algunos diferenciales en el tramo medio de ambas curvas sugieren oportunidades interesantes.

Investigaciones Económicas  
Tesorería

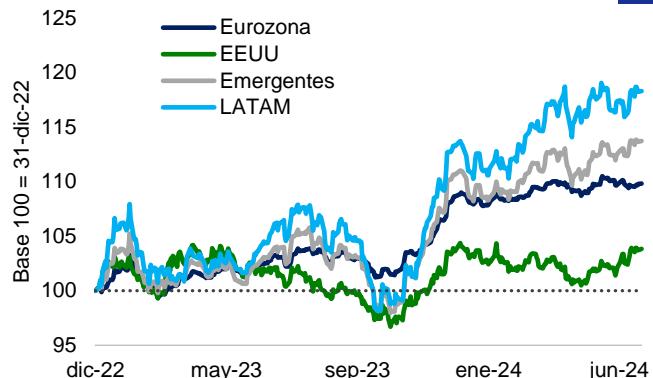
## Contexto internacional

Los títulos de deuda a nivel internacional presentaron valorizaciones durante el mes de junio, apoyados por unas condiciones financieras que se mantienen favorables, principalmente en las economías avanzadas (ver sección de “Contexto externo” en IMCE – [Junio de 2024](#)), en donde las recientes reducciones de tasas de interés de los Bancos Centrales (BC) han contribuido a este resultado, en línea con una inflación global que continúa descendiendo.

Bajo este contexto, los índices globales de renta fija soberana se valorizaron en promedio 1.2% durante el último mes. En los mercados avanzados, el índice de EEUU aumentó 2% (Gráfico 1), mientras que el índice de bonos soberanos en la Eurozona registró un retroceso de 0.3% 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 1.4%.

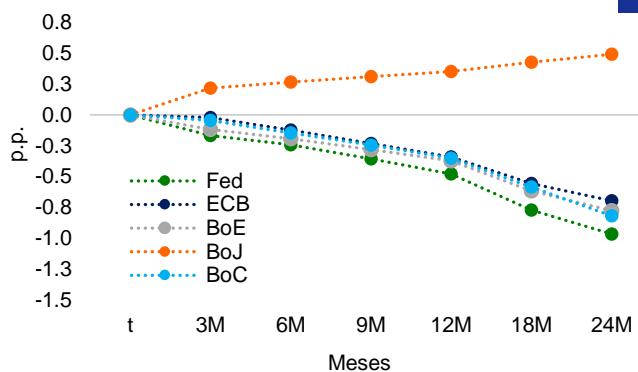
En lo que va corrido de 2024, el índice de renta fija soberana en EEUU registra una desvalorización de 0.2%. Los índices de deuda pública en la Eurozona y en mercados emergentes muestran valorizaciones acumuladas promedio de 1.7%, en contraste a lo que se observa en EEUU. El índice de bonos soberanos de LATAM se ha valorizado 4.3%, favorecido por la reducción de tasas de política monetaria e inflación que sigue siendo más pronunciada en estas economías.

En EEUU, la Fed mantuvo estable su tasa de interés en junio en el rango 5.25% - 5.5% y sigue considerando inapropiado recortar los tipos de interés en el corto plazo. El nuevo material de proyecciones de los miembros del FOMC ahora anticipa un ciclo de recortes de tasas de interés de 25 pbs en todo 2024, muy por debajo de los 75 pbs estimados previamente, por lo cual es de esperar que las tasas de interés de los mercados continúen altas por más tiempo (ver “Postura prudente” en [CE – Junio 14 de 2024](#)). Consistente con estas expectativas del FOMC, **nuestro escenario base contempla un primer recorte de tasas de interés de la Fed hacia finales de 2024 y/o principios de 2025.**



Fuente: Bloomberg. Elaboración: Investigaciones Económicas - BAC.

## *Trayectorias de tasas de política en avanzados\**



Fuente: Bloomberg. Elaboración: Investigaciones Económicas - BAC.

\*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS de EEUU, descuentan recortes de tasas hacia 4T24. La



magnitud del ciclo completo de recortes en 2024 se anticipa en 50 pbs, superior frente a los 25 pbs que se infiere del nuevo material de proyecciones de la Fed.

En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) redujo sus tasas de referencia en 25 pbs hasta 4.25%, después de 9 meses de estabilidad. El mercado descuenta dos recortes de 25 pbs adicionales en los tipos de interés por parte del BCE para lo que resta de 2024. Por otra parte, la tasa de interés del Banco Central de Inglaterra (BoE) se mantuvo en 5.25%.

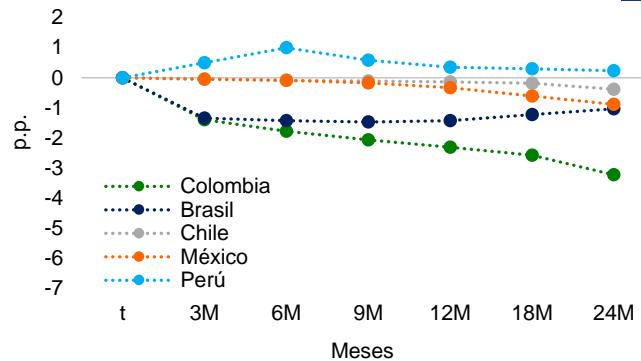
El Banco de Canadá (BoC) también redujo su tasa de referencia en 25 pbs hasta 4.75% y el mercado anticipa que este emisor continuaría con el ciclo de reducciones para ubicar la tasa de interés en 4% al finalizar el 2024. En Asia, la tasa de intervención del Banco de Japón (BoJ) permaneció en el rango 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, algunos de los BC en LATAM ya comenzaron a frenar su proceso de flexibilización monetaria. En junio, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y el Banco Central de Brasil (BCB) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de política monetaria en 5.75% y 10.5%, respectivamente. Por otra parte, el BC de Chile volvió a recortar sus tasas de interés en el último mes hasta 5.75%.

De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, el ciclo de recortes de tasas de política monetaria ya habría finalizado para la mayoría de los países, a diferencia de Colombia donde el mercado estima que continuarán las reducciones en los tipos durante los próximos 12-24 meses (Gráfico 3).

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU descendieron en el último mes hasta niveles de 4.25%. 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 4.5%<sup>1</sup>.

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.

<sup>1</sup> 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 30 pbs. En lo que va corrido del año, el movimiento acumulado de estos rendimientos es de 37 pbs al alza.

Las tasas de interés a 10 años de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados registraron reducciones promedio de 12 pbs durante el último mes (Gráfico 4). En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* descendieron 21 pbs hasta 4.07%, al igual 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, que disminuyó 18 pbs y se sitúa en niveles de 2.41%. En Japón, las tasas de los bonos a 10 años bajaron 8 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 11 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 445 pbs.

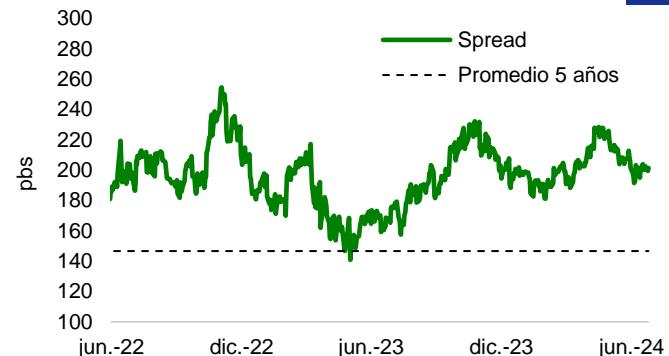
Las curvas de bonos soberanos en mercados avanzados (sin Japón) siguen invertidas, aunque en niveles no tan negativos como los registrados en 2023 (Gráfico 6). La curva de los Tesoros en EEUU es la más invertida, con un *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años de -50 pbs. El mismo diferencial para las curvas de los bonos en Alemania y Reino Unido se sitúan en -39 y -13 pbs, respectivamente. La pendiente de la curva de Japón se mantiene positiva y se sitúa en niveles de 70 pbs.

Por otra parte, 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) incrementaron 11 pbs.

Lo anterior fue coherente con unas primas de riesgo-país que presentaron un deterioro durante el último mes. En efecto, los CDS a 5 años de LA5 aumentaron promedio 9 pbs, e incluso los CDS en México, Brasil y Colombia alcanzaron máximos no vistos desde finales de 2023 (Gráfico 8).

Diferencial de tasas EEUU-OAV\* deuda pública

5

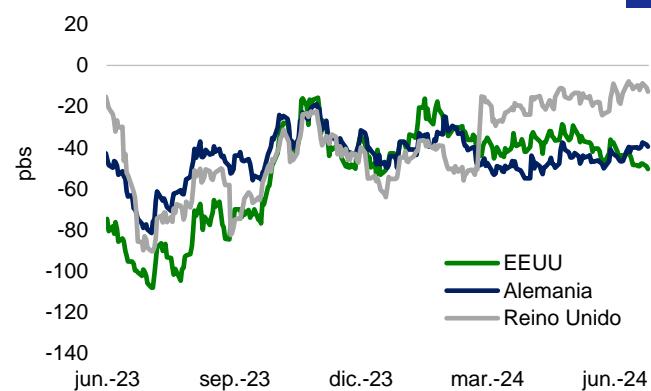


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

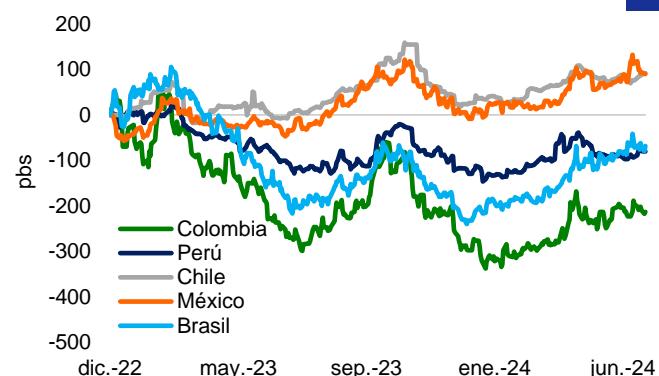
6



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.



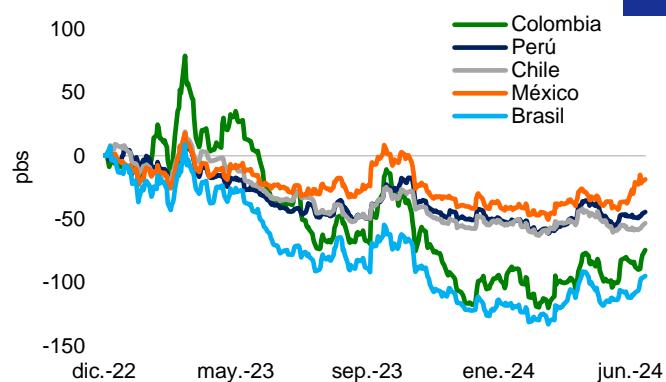
En este contexto, los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) completaron siete meses consecutivos en terreno positivo. Según cifras preliminares del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la entrada de flujos en mayo fue de USD 5,500 millones. Por clase de títulos, USD 6,000 millones fueron ventas de acciones, mientras que los USD 11,500 millones restantes fueron compras de instrumentos de deuda<sup>2</sup>.

Excluyendo China, la entrada neta de flujos fue por USD 4,900 millones, de los cuales USD 10,200 millones fueron compras de bonos y USD 5,300 millones fueron ventas en acciones (Gráfico 9). Europa emergente y LATAM fueron los destinos preferidos por los inversionistas, con un flujo de entrada de USD 7,800 millones.

Un índice de Bloomberg que funciona como variable proxy de estos flujos anticipa, en promedio, entradas netas por USD 4,700 millones mensuales durante el mes de junio (Gráfico 9).

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM\*

8

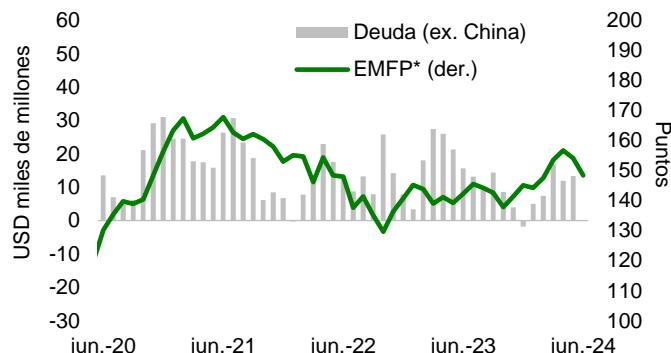


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

\*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.

<sup>2</sup> IIF Daily Capital Flows Tracker.



## Mercado local

A pesar de algunos eventos locales que incrementaron la volatilidad y deterioraron la percepción riesgo-país, la curva de rendimientos de los TES presentó un desplazamiento a la baja durante el mes de junio.

Las condiciones de liquidez en el mercado monetario permanecen en niveles adecuados. Sin embargo, los volúmenes de negociación se mantienen en mínimos, afectados por el estrés del mercado en los últimos días. Adicionalmente, la demanda de inversionistas locales en mercado primario y secundario se redujo como consecuencia de este contexto.

De esta forma, el nivel de la curva de rendimientos de los TES COP, excluyendo los TES2024, disminuyó 16 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 10). Lo anterior se dio en medio de un patrón de empinamiento que implicó un incremento de 66 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles históricos de 230 pbs (Gráfico 11).

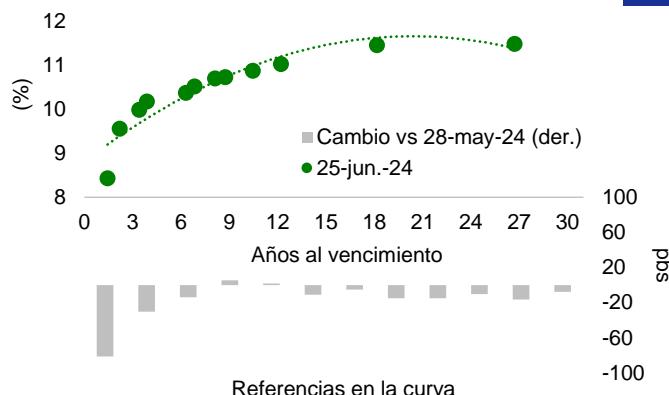
En el tramo corto de la curva, los rendimientos de los TES2025 y TES2026 disminuyeron significativamente en 56 pbs hasta niveles promedio de 9%. El comportamiento de los TES2025, la referencia de menor duración en la curva TES COP evidenció una reducción de 81 pbs en sus tasas. Estos niveles son mínimos no observados desde marzo de este año.

El comportamiento de las tasas de interés de corto plazo fue consistente con lo que mostraron las tasas de los TES de menor duración en la curva TES COP, 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% en junio y las tasas implícitas en los swaps IBR a 12 meses también se redujeron hasta 9.62%. 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 descendieron hasta 9.41% (Gráfico 12).

Las tasas de interés de los títulos de deuda privada a 360 días se incrementaron hasta 10.62%. El diferencial a 1 año entre estos títulos y los TCO aumentó a niveles de 62 pbs, alimentando el apetito a favor de la deuda privada en contra de los TES.

Evolución mensual de la curva TES COP

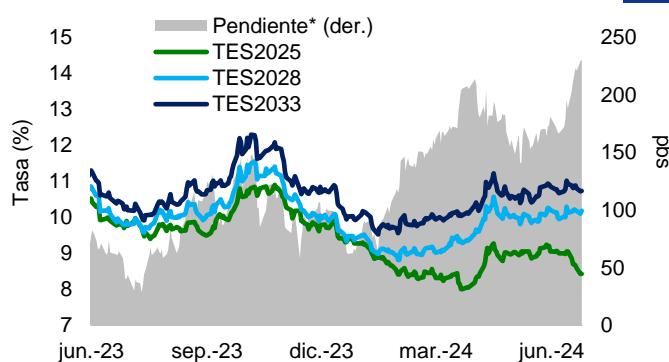
10



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 valorizaciones en tasa de apenas 4 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2028, una de las referencias más líquidas de este tramo, presentó un incremento en 6 pbs hasta 10.18%. Por otra parte, los rendimientos de los TES2027 bajaron 14 pbs hasta 9.99%.

Los rendimientos de los TES COP de más largo plazo registraron reducciones promedio de 10 pbs durante el último mes, siendo los TES2042 los que más se valorizaron con una reducción en tasa de 16 pbs hasta 10.46%. En promedio, las tasas de interés de los TES de más larga duración se sitúan en 10.9%.

La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento a la baja de 29 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 valorizaciones. Esto también se explica por las operaciones de canje de deuda con el mercado que ha venido realizando el Ministerio de Hacienda. En particular, las tasas de los TESUVR2025 disminuyeron 133 pbs hasta 2.99% (Gráfico 13).

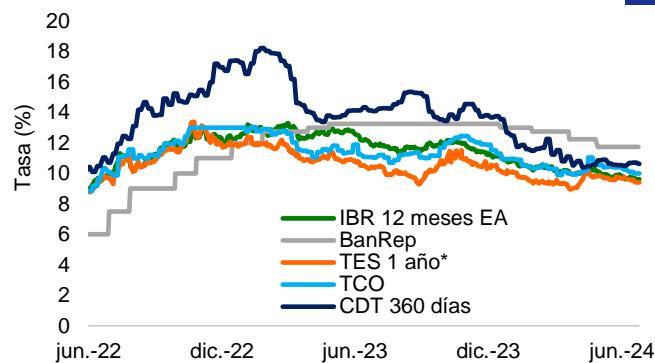
En el tramo medio de la curva TES UVR, los rendimientos de los títulos disminuyeron en promedio 15 pbs. Allí sobresalen los rendimientos de los TESUVR2027, los cuales registraron una reducción de 23 pbs hasta 5.17%. Por otra parte, en el tramo largo de la curva, el movimiento promedio de los rendimientos de los títulos fue de 11 pbs a la baja, siendo los TESUVR2033 los que más se valorizaron con una reducción de 13 pbs en tasa hasta 5.48%.

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES ascendió hasta niveles del orden de 5.31%. El promedio de las inflaciones implícitas que se sustraen de la curva cero-cupón de los TES también aumentó en junio hasta 5.39%. Estas medidas continúan situándose por encima de la meta de 3% de BanRep (Gráfico 14).

En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN en junio fue de COP 2.8 billones, de los más bajos en lo que va corrido de 2024 (Gráfico 15). En comparación al mismo mes del año pasado, los

### Evolución de las tasas de interés de corto plazo

12

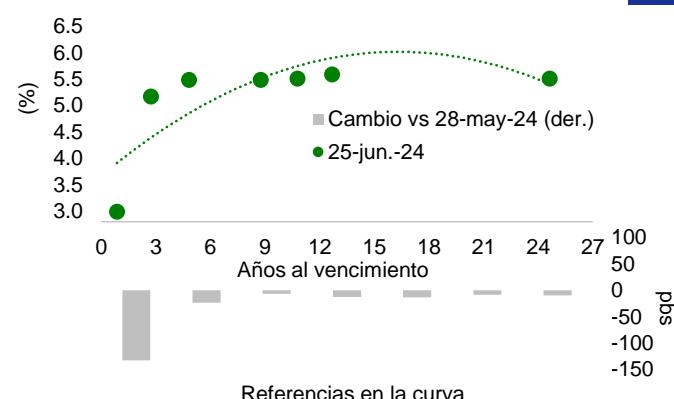


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

### Evolución mensual de la curva TES UVR

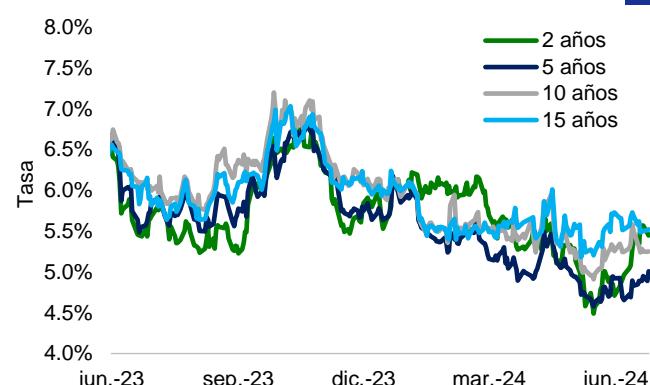
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

### Inflaciones implícitas en el mercado de TES

14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.



volúmenes promedio-día fueron inferiores en COP 1.4 billones.

Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2028, TES2042 y TES2050. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2025, TESUVR2029 y TESUVR2049.

En línea con lo observado en las curvas TES COP y TES UVR, la curva TES USD en junio dio continuidad a su tendencia bajista en todo su nivel de 23 pbs. En la parte media de la curva se observaron las mayores valorizaciones, así el empinamiento se mantuvo relativamente estable durante el último mes.

Los rendimientos del tramo corto de la curva TES USD registraron reducciones de 21 pbs, alcanzando niveles de 6.08%. En la parte media y larga de la curva, las tasas de interés se redujeron en promedio 23 pbs hasta 7.41%. Los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, mostraron una reducción en tasa de 16 pbs hasta 7.17%.

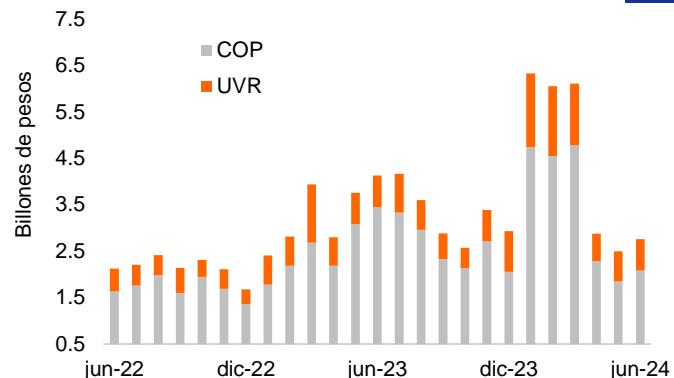
De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2024, el monto total hasta el 20 de junio asciende a COP 26.1 billones, lo que representa un cumplimiento del 63.6% de la meta estipulada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2024 (MFMP24) para la actual vigencia (COP 41 billones). Este porcentaje de cumplimiento es inferior al 68.7% del acumulado para el mismo periodo de 2023, aunque supera el promedio de 59% 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 15.8 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 10.4 billones de TES COP; y ii) COP 5.4 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascienden a COP 10.3 billones.

Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en junio registraron un promedio de 11.41%, superior al promedio de mayo y alcanzan máximos no vistos desde abril de 2023. A su vez, la demanda de los inversionistas se redujo y el *bid-to-cover* promedio en las subastas fue de 2.2 veces en junio, la más baja de los últimos 18 meses (Gráfico 17). Por otra parte, en las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas promedio disminuyeron

Volumen de negociación promedio-día en SEN

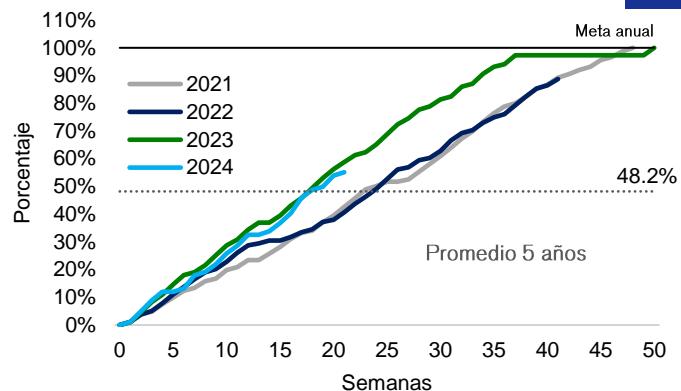
15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

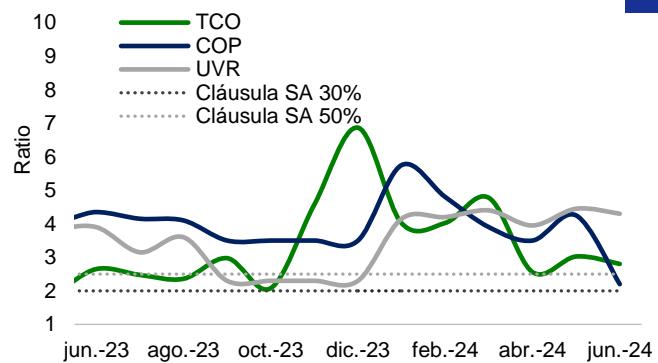
16



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.



levemente hasta 5.52% y el *bid-to-cover* se situó en niveles de 4.3 veces.

Con relación a las subastas de TCO, en el transcurso de 2024 el monto colocado asciende a COP 8.5 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de junio registraron un promedio de 10.41% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 2.8 veces, manteniéndose 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 mayo, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 913 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 57.6%, inferior al 59.9% del mismo mes de 2023.

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se sitúa en 38.1% del PIB, superior al 37.1% del mismo mes del año anterior. La proporción de la deuda externa fue de 19.5% del PIB, de los más bajos desde mayo de 2020 (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.

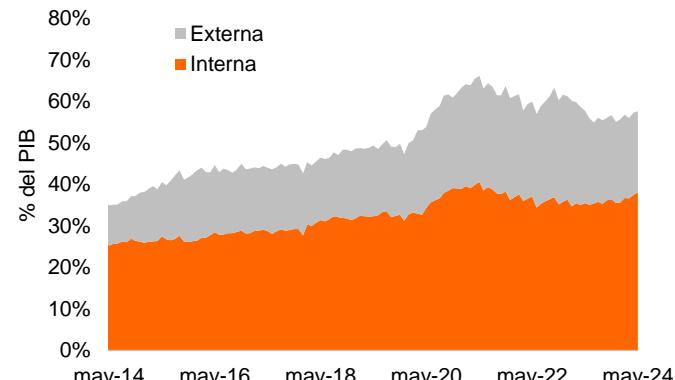
Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 66.1% del saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles del 33.9%.

Los datos de mayo 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.

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 31.5% en mayo del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron de COP 4.8 billones, de los flujos de compra más alto desde abril de 2023. Así, las AFP completaron 17 meses consecutivos de incrementos netos en sus posiciones (Gráfico 19).

Saldo de la deuda bruta total del GNC

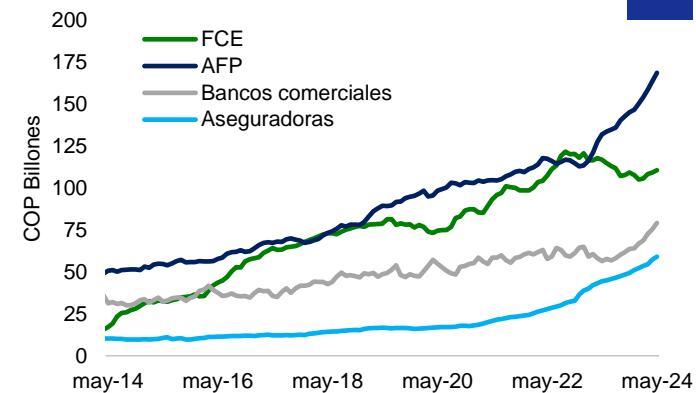
18



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

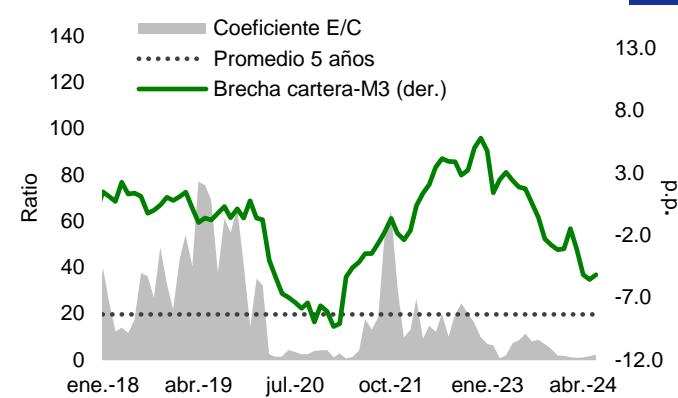
19



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

20



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC



Los bancos comerciales fueron compradores en COP 3.6 billones y su participación sobre el saldo total aumentó hasta 14.8%. Las compañías de seguros y capitalización también fueron compradoras netas en COP 1.7 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total se incrementó a un nuevo máximo histórico de 11%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 2.7 billones. Por su parte, BanRep realizó ventas definitivas de TES por COP 2.4 billones. En el neto, lo anterior equivale a ventas por COP 5.1 billones, algo que resulta de respuestas de política ante unas condiciones de liquidez en el mercado holgadas.

Los FCE aumentaron su posición en COP 1.3 billones y completaron 4 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 110 billones y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 20.6% del saldo total de la deuda pública interna. Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo compradores netos por COP 470 mil millones en junio.

En este entorno, las necesidades de liquidez del sistema continuaron aumentando en junio. La demanda de recursos de expansión en BanRep se incrementó hasta un promedio-día de COP 17.3 billones, el más alto desde septiembre de 2023. No obstante, frente al mismo mes del año pasado (COP 18.9 billones), la demanda de estos recursos sigue siendo inferior.

El cupo de repos de expansión a un día se incrementó a COP 12.7 billones, con una utilización del 48%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 13.7% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados se redujo a COP 7.9 billones.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) aumentó hasta niveles no vistos desde finales de 2023, 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,

Comparativo del ritmo de ejecución del PGN

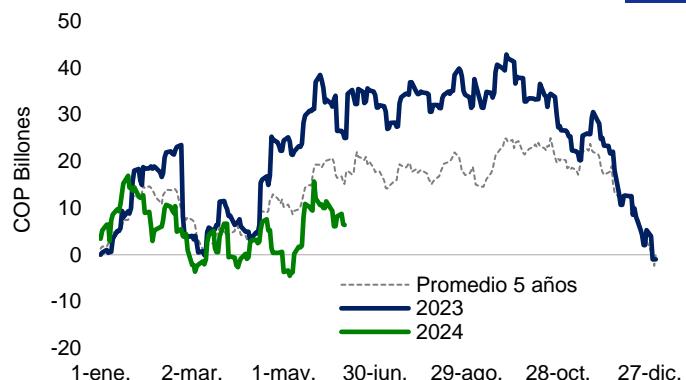
21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio año corrido de los depósitos de la DTN

22



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



situación que sigue liberando presiones de liquidez asociadas a la cartera de créditos (Gráfico 20).

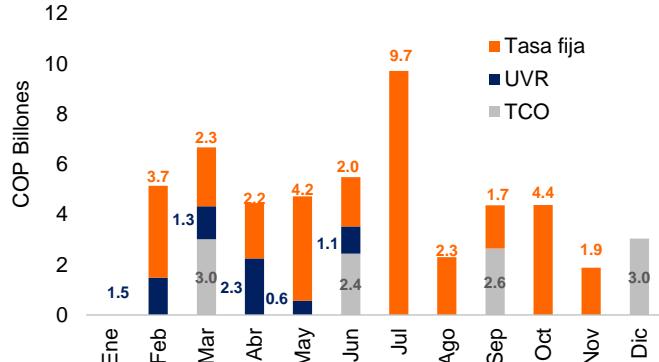
De acuerdo con cifras de la DIAN, el recaudo tributario acumulado al corte de abril asciende a COP 85.9 billones, lo que refleja un cumplimiento del 27.5% de la meta para 2024. Frente al acumulado de 2023, el recaudo total registra una caída de 10.3% (cerca de un -16.3% en términos reales), muy por debajo del crecimiento acumulado de 28.7% del mismo periodo del año pasado.

Por su parte, la ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) al mes de mayo, excluyendo servicio de deuda, asciende a 29.9% de la meta (Gráfico 21). Este ritmo de ejecución supera el 27% de 2023 y se ubica levemente por encima del promedio de 29.4% 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 6.4 billones al corte del 14 de junio (Gráfico 22). Esta cifra es inferior en COP 35.3 billones al acumulado del mismo periodo de 2023.

Esperamos que las condiciones de liquidez mejoren en julio. Por pago de cupones y vencimientos de TES COP, en donde al mercado entrarían COP 9.7 billones distribuidos así: i) COP 1.8 billones de pago de cupones de TES COP; y ii) COP 7.9 billones de vencimientos de TES2024 el 24 de julio (Gráfico 23).

*Pago de cupones y vencimientos en 2024*



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



## Aspectos técnicos

24

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 2.98% hasta 3.24%, pero se mantiene ligeramente por debajo de la tasa promedio de 3.3% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 98 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 5.82% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.72%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -1.35 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de -2.03 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra relativamente 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 38 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un margen de valorización de 15 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 hasta 78 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 3 pbs en promedio. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los

### Niveles justos de los TES de largo plazo



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

\*Ajustes mínimos y máximos de modelos de regresiones múltiples.



TESUSD2030, TESUSD2033 y TESUSD2034 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 10.77% (Gráfico 24).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 11.21%, lo anterior sugiere un margen de valorización fundamental de alrededor de 44 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

Pasada la volatilidad por la reunión de la Fed, las tasas de interés en los mercados de deuda pública continúan en niveles históricamente altos y es previsible que se mantengan en el futuro cercano. De hecho, es probable que pueda materializarse alguna turbulencia no deseada, aunque en una magnitud inferior a la observada en meses recientes, dada la diferencia entre el material de proyecciones del FOMC y las expectativas del mercado.

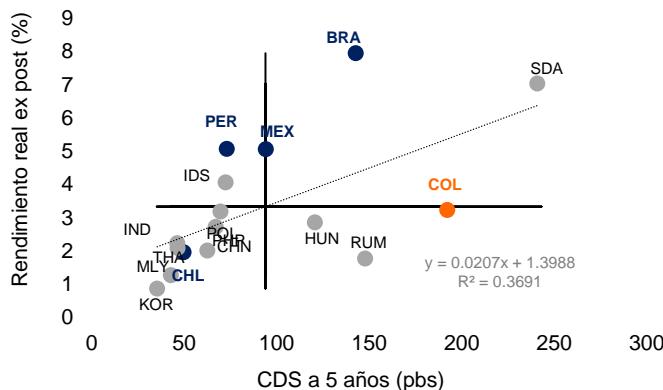
En el plano local también se decantaron varios de los riesgos fiscales, por lo que mantenemos nuestro optimismo para la segunda parte del año y esperamos que las tasas del mercado se coordinen nuevamente con el ciclo nominal (descensos en la inflación y tasas de política monetaria). Vemos oportunidades interesantes especialmente en los TES de corto y mediano plazo, que son los que fundamentalmente lucen más atractivos.

**Estimamos niveles objetivo de 8.25% para los TES2025 y de 10.6% para los TES2033 en julio.** Estas perspectivas incorporan de manera implícita un mayor empinamiento de la curva TES COP. Advertimos precaución en duraciones largas por los factores descritos anteriormente.

La valoración en la curva TES UVR mantiene un atractivo interesante en títulos de duración media. Algunos cálculos sugieren un espacio de hasta 29 pbs en la referencia TESUVR2027.

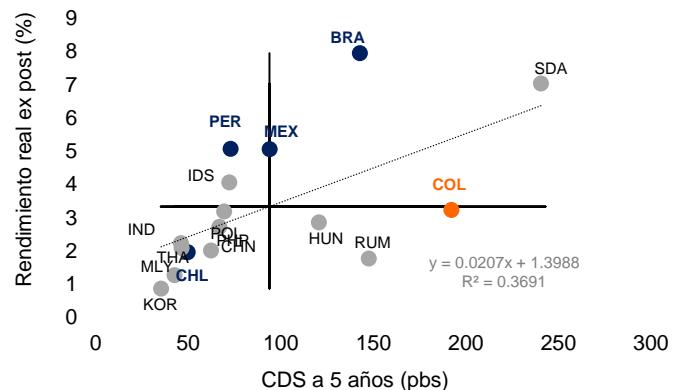


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



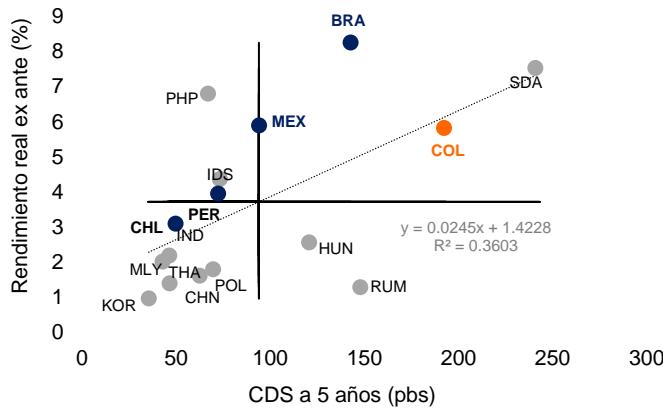
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



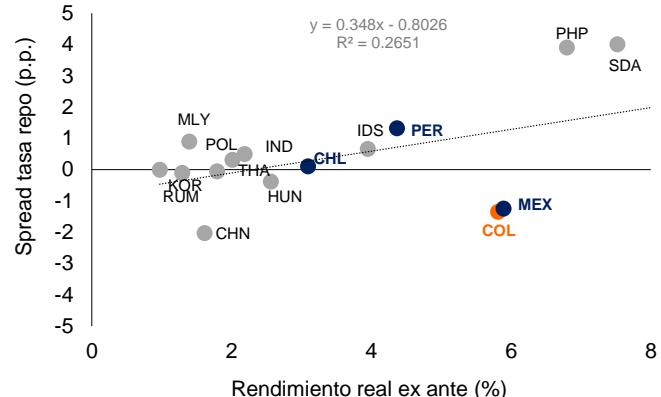
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



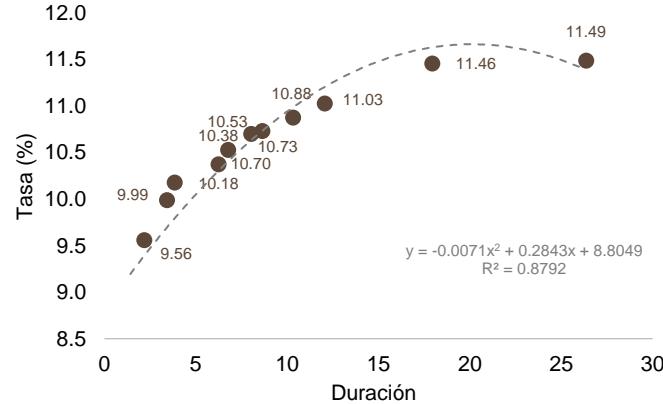
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



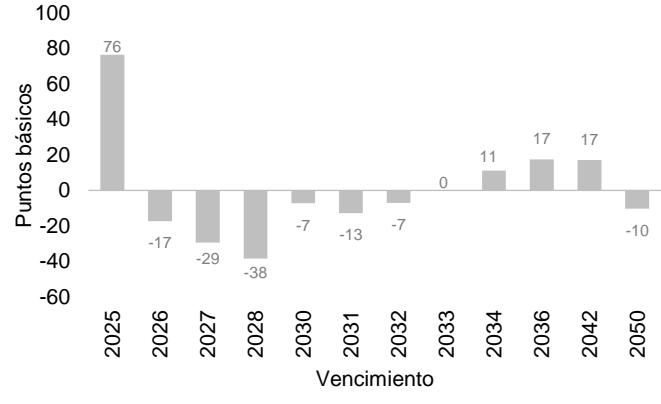
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

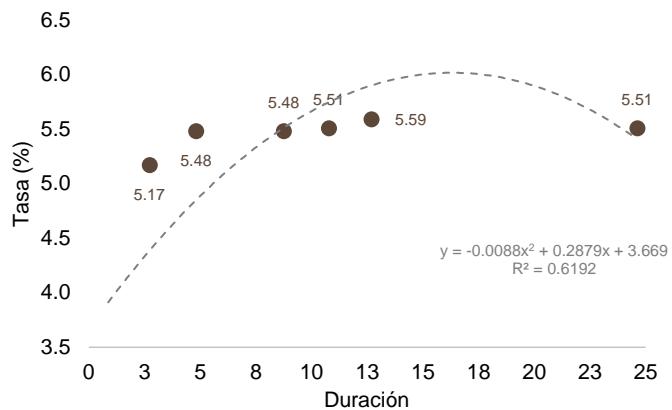
Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

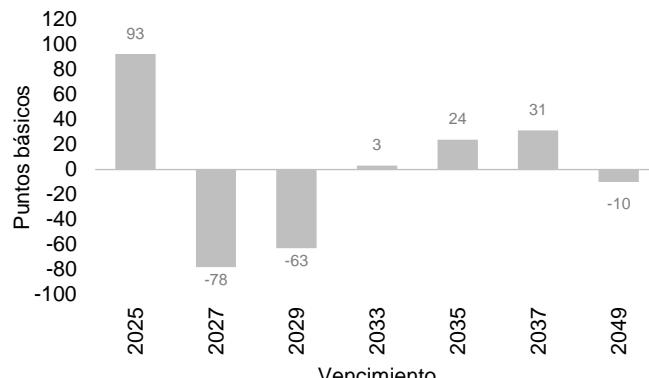


Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



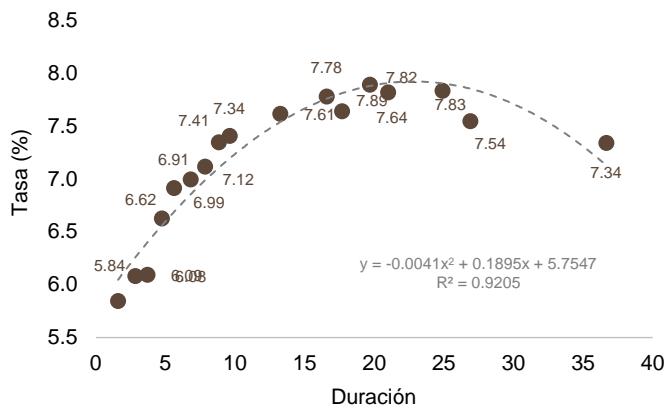
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



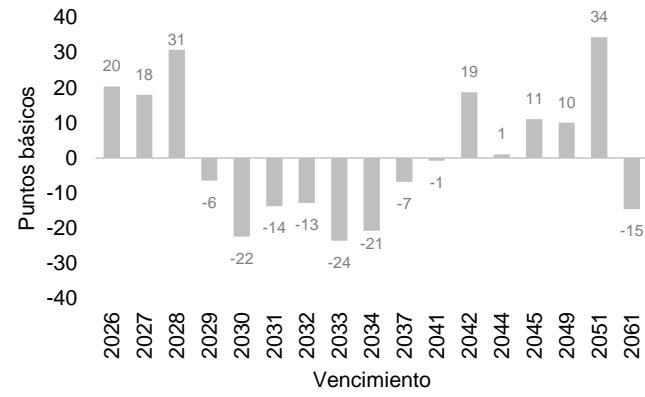
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	1.3	8.43	-71	-85	-136	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.8	9.56	-23	18	-24	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.8	9.99	-14	59	18	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.2	10.18	8	77	37	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.3	10.38	20	81	34	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.9	10.36	2	71	29	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.9	10.53	-5	85	42	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.2	10.70	3	82	42	
TFIT11090233	feb-33	13.25	5.0	10.73	-11	81	35	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.1	10.88	-3	90	44	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.7	11.03	-14	92	48	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.7	11.46	-9	113	64	
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.1	11.49	4	125	70	

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	0.8	2.99	-115	-31	-128	
TUVT11170327	mar-27	3.30	2.5	5.17	-12	161	93	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.3	5.48	-8	179	127	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.3	5.48	-22	148	121	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.1	5.51	-13	139	105	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.4	5.59	-15	142	109	
TUVT32160649	jun-49	3.75	14.5	5.51	-11	147	113	

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	5.84	-4	49	-45	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.3	5.87	-117	-67	-128	
COLGLBA27	abr-27	3.875	2.6	6.08	-18	72	-38	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.0	6.09	-16	-39	-79	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.0	6.62	-21	69	-36	
COLGLB30	ene-30	3.000	4.8	6.91	-16	80	-21	
COLGLB31	abr-31	3.125	5.7	6.99	-19	68	-16	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.4	7.12	-17	69	-8	
COLGLB33	ene-33	10.375	5.7	7.17	-14	-14	-89	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.2	7.34	-17	72	-25	
COLGLB34	feb-34	7.500	6.5	7.41	-21	70	-29	
COLGLB37	sep-37	7.375	7.8	7.61	-18	70	-23	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.3	7.78	-21	76	-27	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.6	7.64	-20	76	-14	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.3	7.89	-17	78	-23	
COLGLB45	jun-45	5.000	11.1	7.82	-14	79	-6	
COLGLB49	may-49	5.200	11.6	7.83	-18	80	-10	
COLGLB51	may-51	4.125	12.7	7.54	-23	72	1	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.6	7.33	-21	75	8	

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.

---