



## Aplanamiento pasajero

Julio 26 de 2024

### Autores:

**Camila Martínez K.**  
P.S. – Mercados Financieros  
[camila.martinez@bancoagrario.gov.co](mailto:camila.martinez@bancoagrario.gov.co)

**Fabio D. Nieto**  
Economista Jefe  
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto: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](http://www.bancoagrario.gov.co)

**Investigaciones Económicas**  
Tesorería

Los bonos soberanos a nivel internacional registraron valorizaciones en julio, en medio de unas condiciones financieras que se siguen suavizando y una mayor apuesta de los inversionistas para un recorte anticipado de tasas de interés de la Fed el próximo mes de septiembre. El mayor apetito por riesgo de los inversionistas ha sido otro determinante que sustenta las valorizaciones en los títulos de deuda de mercados emergentes.

Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes completaron 8 meses consecutivos en terreno positivo. La información disponible de julio sugiere continuidad en este flujo comprador de inversionistas extranjeros por activos de estos mercados, consistente con el mayor apetito por riesgo global. Las entradas acumuladas de estos flujos en 2024 siguen concentradas en instrumentos de deuda, los cuales continúan ofreciendo rentabilidades atractivas y relativamente más seguras en un entorno de alta incertidumbre.

La curva de rendimientos TES COP se desplazó a la baja, principalmente en los títulos de baja y media duración. En contraste, los TES UVR se desvalorizaron fuertemente en su tramo corto. La curva de rendimientos de los TES USD también se desplazó a la baja y lo hizo en una magnitud inferior a la de los TES COP. Todo lo anterior fue consistente con una mejora en la percepción de riesgo-país durante el último mes.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario se mantuvieron relativamente estables en julio. A su vez, la liquidez del mercado permaneció en condiciones adecuadas. Los fondos de pensiones siguen consolidando su posición como los mayores tenedores de TES y la demanda de inversionistas extranjeros se deterioró en julio, una situación contrasta con el buen comportamiento de estos flujos en el resto de los mercados emergentes.

Diferentes estimaciones muestran un margen de valorización atractivo para los títulos del tramo medio de la curva TES COP, según ajustes por duración y valor relativo. Los diferenciales entre la deuda privada y los TES de corto plazo aumentaron en el último mes, afectando la demanda de estos últimos.



## Contexto internacional

Los títulos de deuda a nivel internacional presentaron valorizaciones durante el mes de julio, favorecidos por unas condiciones financieras internacionales que se siguen suavizando y expectativas de tasas de interés que continúan anticipando un proceso de flexibilización monetaria en las economías avanzadas para los próximos meses.

Bajo este contexto, los índices globales de renta fija soberana se valorizaron en promedio 0.5% en comparación a la fecha de corte de nuestro último informe. En los mercados avanzados, los índices de bonos soberanos de EEUU y la Eurozona aumentaron 0.6% y 0.8%, respectivamente (Gráfico 1). Por su parte, los índices de deuda pública de LATAM y emergentes (EM) registraron valorizaciones promedio de 0.4%.

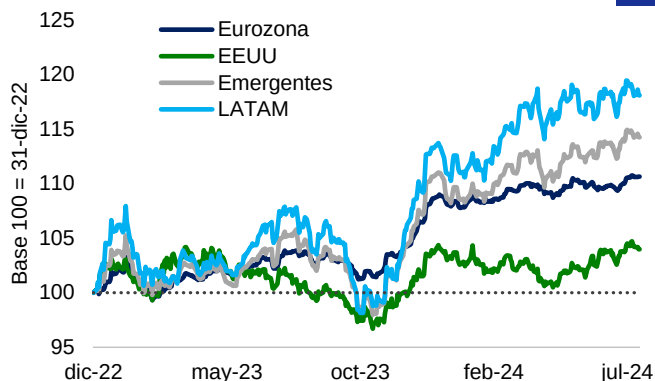
En lo que va corrido de 2024, todos los índices de renta fija soberana registran valorizaciones, en promedio de 2.2%. El índice de EEUU registra la menor valorización acumulada del año con apenas un incremento de 0.1%. Los índices de deuda pública en la Eurozona y EM, por su parte, muestran valorizaciones acumuladas de 2.3% en promedio. El índice de bonos soberanos de LATAM se ha valorizado 4.2%, favorecido por una reducción de tasas de política monetaria e inflación que sigue siendo más pronunciada en comparación a las de economías desarrolladas.

En EEUU, la Fed sigue considerando inapropiado recortar los tipos de interés en el futuro próximo (ver “Milagro por calendario” en [IMCE – Julio de 2024](#)). Sin embargo, ante los recientes datos de inflación y del mercado laboral que sugieren una economía menos recalentada, las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, han comenzado a descontar recortes de tasas de interés a partir del próximo mes de septiembre.

En Europa, los principales Bancos Centrales (BC) no realizaron modificaciones sobre sus tasas de referencia. El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterada su tasa de política en 4.25%, dando de esta forma una pausa a su proceso de flexibilización monetaria. El mercado monetario descuenta un reinicio de recortes en los tipos del BCE hacia finales de 2024. El Banco Central de

*Evolución de los índices de renta fija soberana*

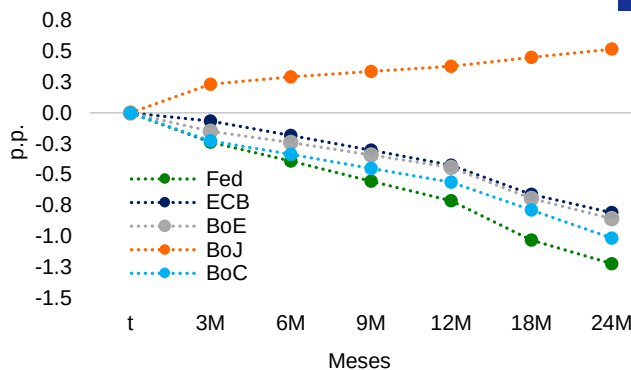
1



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.



Inglaterra (BoE) no tomó decisión de tasas de interés durante el mes de julio, pero se espera que comience a recortar sus tasas de interés en los próximos meses.

El Banco de Canadá (BoC) volvió a reducir su tasa de referencia en 25 pbs hasta 4.5%. En Asia, el Banco de Japón (BoJ) tampoco tomó decisión de tasas de interés durante el mes de julio. Para el caso del BoJ, el mercado continúa descontando incrementos de tasas de política monetaria en el futuro cercano (Gráfico 2).

Por su parte, los BC en LATAM siguen frenando su proceso de flexibilización monetaria. En julio, el Banco Central de Perú (BCRP) y el Banco Central de México (BCM) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de política monetaria en 5.75% y 11%, respectivamente.

De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, los recortes de tasas de política monetaria se reanudarían para la mayoría de los países en un horizonte de tiempo no menor a 6 meses, a diferencia de Colombia y Brasil donde el mercado estima que continuarán las reducciones en los tipos durante los próximos 9-12 meses.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU descendieron 7 pbs en el último mes hasta niveles de 4.24%. Controlando por la postura monetaria de la Fed, estos niveles se sitúan ligeramente por debajo de nuestras estimaciones de nivel justo (valor de corto plazo) que apuntan a niveles de 4.3%<sup>1</sup>. No obstante, en lo que va corrido del año el movimiento de estos rendimientos acumula un alza de 36 pbs.

Las tasas de interés a 10 años de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados registraron leves movimientos bajistas en el balance (Gráfico 3). En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* disminuyeron 1 pb hasta 4.13%. El rendimiento del bono a 10 años de Alemania, que es la tasa de interés de referencia de la deuda soberana en la Eurozona, descendió 4 pbs y se sitúa en niveles de 2.42%. En contraste, las tasas de los bonos a 10 años en Japón subieron 3 pbs hacia niveles de 1.1%.

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados

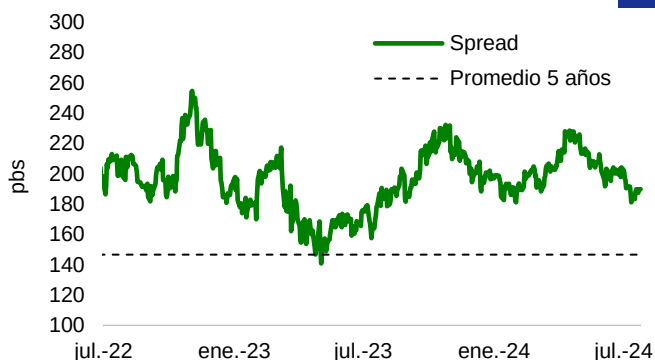
3



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

Diferencial de tasas EEUU-OAV\* deuda pública

4



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



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 4). El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* se sitúa en 406 pbs.

La mayoría de las curvas de bonos soberanos en mercados avanzados siguen invertidas, aunque en niveles no tan negativos como los registrados en 2023 (Gráfico 5). La curva de los bonos alemanes sigue siendo la más invertida, con un *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años de -21 pbs. El mismo diferencial para las curvas de los Tesoros en EEUU se sitúan en -19 pbs. Por otra parte, las pendientes de las curvas de Japón y Reino Unido son positivas en niveles de 67 pbs y 18 pbs, respectivamente.

Los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo en LATAM, en el balance, registraron reducciones durante el último mes favorecidos por el contexto internacional de mayor apetito por riesgo de los inversionistas (Gráfico 6). En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) descendieron 5 pbs.

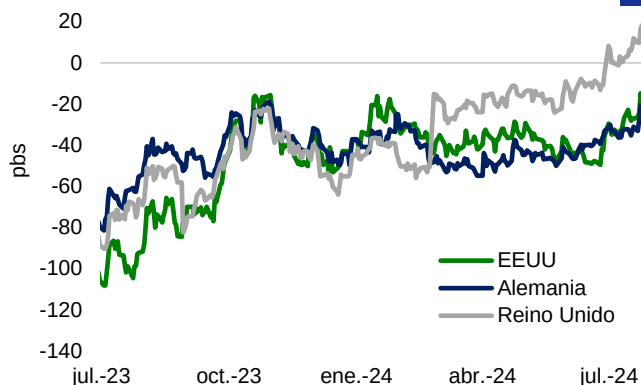
Lo anterior fue coherente con las leves mejoras vistas en la percepción de riesgo-país en estos mercados. En efecto, los CDS a 5 años de LA5 descendieron en promedio 2 pbs (Gráfico 7) y se mantienen por debajo de los registros del año pasado.

En este contexto, los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) habrían registrado ocho meses consecutivos en terreno positivo. No obstante, los ritmos de entrada de estos flujos siguen siendo inferiores frente a los registros de principios de año.

Según las cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la entrada de flujos en junio ascendió a USD 16,100 millones. Por clase de títulos, las compras estuvieron concentradas en instrumentos de deuda con un flujo de USD 11,200 millones, mientras que los restantes USD 4,900 millones fueron compras de acciones<sup>2</sup>.

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

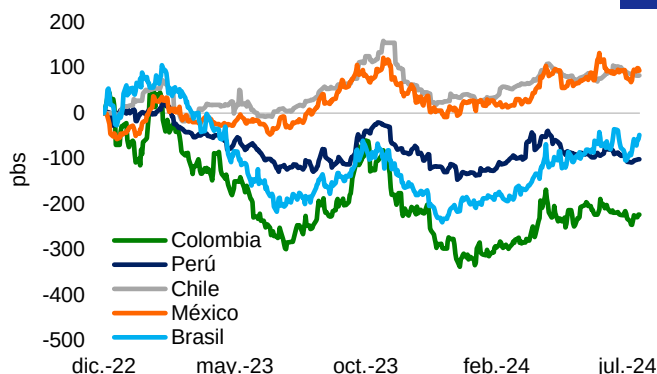
5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5\*

6

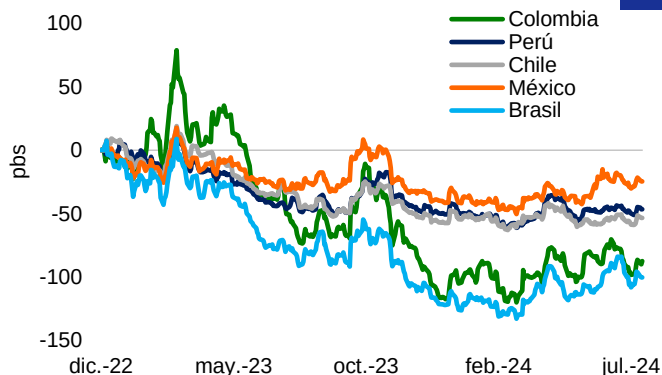


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

\*Series son el cambio en tasas desde diciembre de 2022.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM\*

7



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

\*Series son el cambio en puntos básicos desde diciembre de 2022.

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

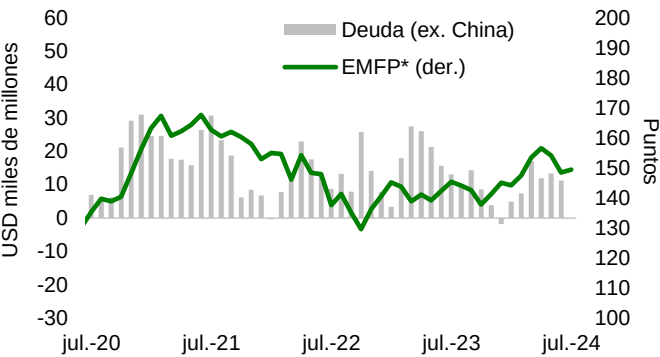


La información preliminar de julio de EPFR da cuenta de unas entradas netas por USD 40,400 millones, sugiriendo una aceleración significativa en comparación a meses previos. Las compras de acciones han sido las más altas registradas desde marzo, mientras que las entradas hacia bonos rondan los USD 21,600 millones.

Otros índices que anticipan estos flujos también sugieren una aceleración (Gráfico 8). Por ejemplo, el índice de Bloomberg EMFP, que funciona como variable *proxy* de estos flujos de inversión de portafolio hacia EM, anticipa entradas netas por cerca de USD 18,200 en julio.

Inversión de portafolio hacia deuda en EM

8



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



## Mercado local

La curva de rendimientos de los TES presentó un desplazamiento a la baja en julio en todo su nivel, principalmente en los títulos de baja-media duración. Como lo habíamos advertido recientemente, en la medida que las tasas del mercado se coordinen nuevamente con el ciclo nominal (descensos en inflación y tasa de política) y se decanten varios riesgos externos-locales, los TES de menor duración volverían a ser los más atractivos (ver “Una lectura compleja” en [IMDP – Mayo de 2024](#)).

Los volúmenes de negociación se mantuvieron bajos, en medio de unas condiciones de liquidez en el mercado monetario que permanecieron en niveles adecuados. La demanda de inversionistas locales en mercado primario y secundario se recuperó levemente tras un mes de junio volátil.

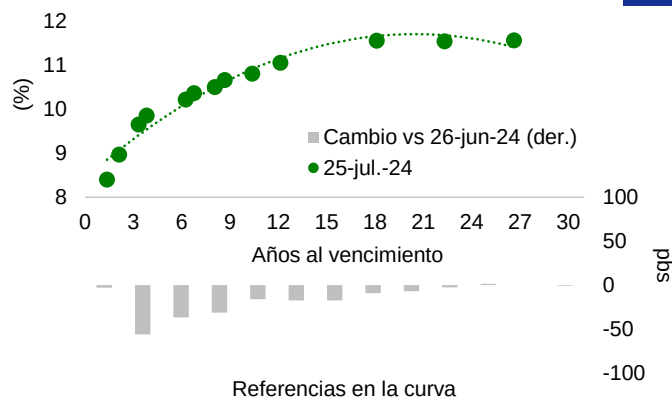
De esta forma, el nivel de la curva de rendimientos de los TES COP, excluyendo los TES2024, disminuyó 16 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 9). La pendiente de la curva se redujo 6 pbs hasta niveles de 227 pbs, producto de una distorsión generada por operaciones de manejo de deuda de la Nación que afectó las tasas de negociación de los TES de más corto plazo. En cualquier caso, los niveles de la pendiente de la curva siguen siendo elevados (Gráfico 10).

En el tramo corto de la curva, los rendimientos de los TES2026 disminuyeron 56 pbs hasta niveles promedio de 8.97%. En contraste, las tasas de los TES2025, la referencia de menor duración en la curva TES COP, se mantuvieron relativamente estables en 8.4%, lo que responde a una corrección técnica tras la fuerte caída registrada hacia finales del mes de junio.

Las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) disminuyeron hasta niveles promedio de 9.95% en julio, en línea con las reducciones en las tasas de los swaps IBR a 12 meses que se redujeron hasta 9.35%. Las tasas de los TES a 1 año en la curva cero-cupón también descendieron hasta 9.31% (Gráfico 11).

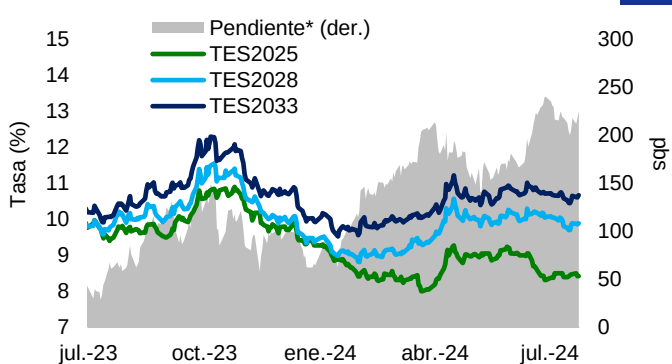
Contrario a este comportamiento, las tasas de interés de los títulos de deuda privada a 360 días se incrementaron hasta niveles promedio de 10.75%. Así, el diferencial a 1

Evolución mensual de la curva TES COP



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y diferencial intertemporal



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

\*Diferencial entre los rendimientos de los TES2033 y TES2025.





año entre estos títulos y los TCO aumentó a niveles de 145 pbs, lo que ha alimentado el apetito a favor de la deuda privada a 1 año en contra de los TES.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron valorizaciones en tasa de 34 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2028, una de las referencias más líquidas de este tramo, presentó una reducción de 31 pbs hasta 9.86%. Adicionalmente, los rendimientos de los TES2027 bajaron también 37 pbs hasta 9.66%.

Los rendimientos de los TES COP de más largo plazo registraron reducciones promedio de 9 pbs, muy en línea con el comportamiento de la renta fija internacional a largo plazo. Los TES2031 fueron los que más se valorizaron en este tramo con una bajada en tasa de 18 pbs hasta 10.37%. En promedio, las tasas de interés de los TES de más larga duración se sitúan en 10.92%.

Por su parte, la curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento al alza de 14 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 31 pbs hasta 3.49% (Gráfico 12).

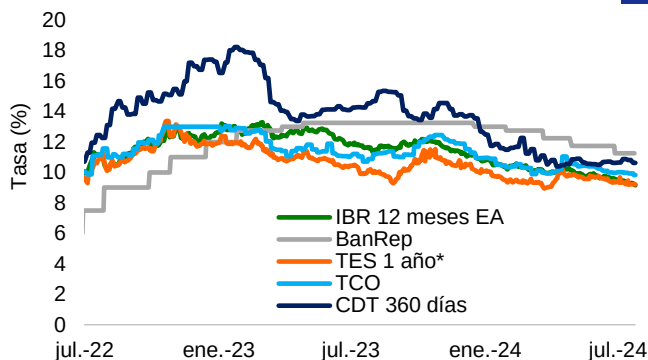
En el tramo medio de la curva TES UVR, los rendimientos de los títulos disminuyeron en promedio 2 pbs. Allí sobresalen los rendimientos de los TESUVR2029, los cuales registraron una reducción de 3 pbs hasta 5.45%. En el tramo largo de la curva, el movimiento promedio de los rendimientos de los títulos fue de 18 pbs al alza, donde sobresale el movimiento de 23 pbs de las tasas de los TESUVR2035 hasta niveles de 5.81%.

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES volvió a descender hasta niveles del orden de 4.97%, mínimos no vistos desde finales de 2021. El promedio de las inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también se redujo en julio hasta mínimos de 5.16%, algo que tampoco se registraba 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 13).

En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN en julio fue de COP 3.3 billones, superior frente los COP 2.9 billones del mes previo. En comparación el

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

11

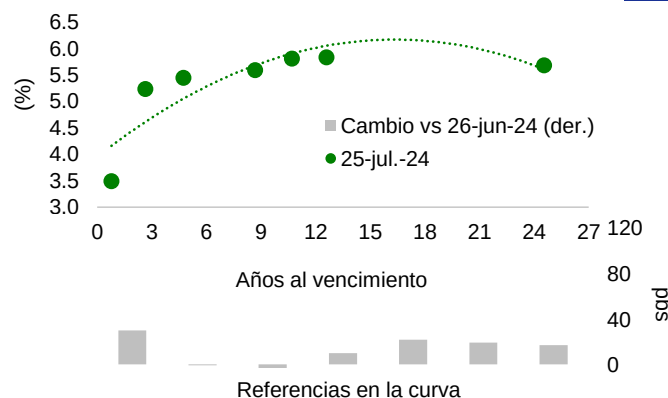


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

### Evolución mensual de la curva TES UVR

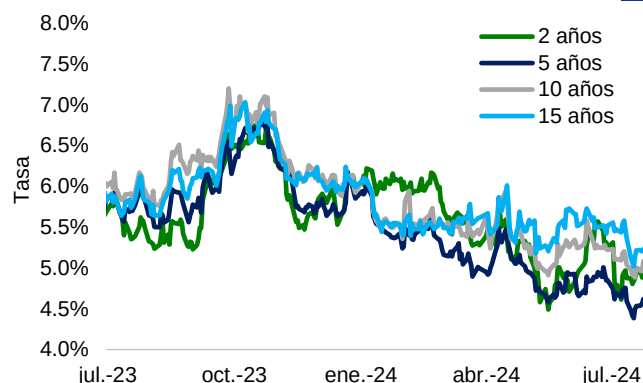
12



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

### Inflaciones implícitas en el mercado de TES

13



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.



mismo mes del año pasado, los volúmenes de julio han sido inferiores en COP 800 mil millones (Gráfico 14).

Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2036, TES2042 y TES2050, todas referencias del tramo largo de la curva. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, TESUVR2029 y TESUVR2049.

En línea con lo observado en las curvas TES COP, la curva TES USD registró en julio un movimiento bajista en todo su nivel de 12 pbs. En la parte corta y media de la curva se observaron las mayores valorizaciones, generando un empinamiento consistente con el comportamiento de las tasas de interés de la deuda pública internacional.

Los rendimientos del tramo corto de la curva TES USD registraron reducciones de 23 pbs, alcanzando niveles de 5.88%. En la parte media y larga de la curva, las tasas de interés se redujeron en promedio 11 pbs hasta 7.34%. Los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, mostraron una reducción en tasa de 17 pbs hasta 7.03%.

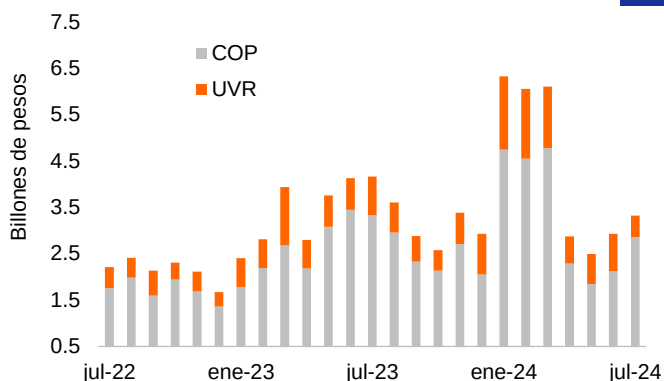
De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2024, el monto total hasta el 24 de julio asciende a COP 32.7 billones, lo que representa un cumplimiento del 79.7% de la meta estipulada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2024 (MFMP24) para la actual vigencia (COP 41 billones). Este porcentaje de cumplimiento es inferior al 81.3% del acumulado para el mismo periodo de 2023, aunque supera el promedio de 70.5% para el mismo horizonte de tiempo durante los últimos 5 años (Gráfico 15).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 19.8 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 13.5 billones de TES COP; y ii) COP 6.3 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascienden a COP 12.8 billones.

Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en julio registraron un promedio de 11.49%, por encima del promedio de junio y alcanzan máximos no vistos desde abril 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 3.7 veces

Volumen de negociación promedio-día en SEN

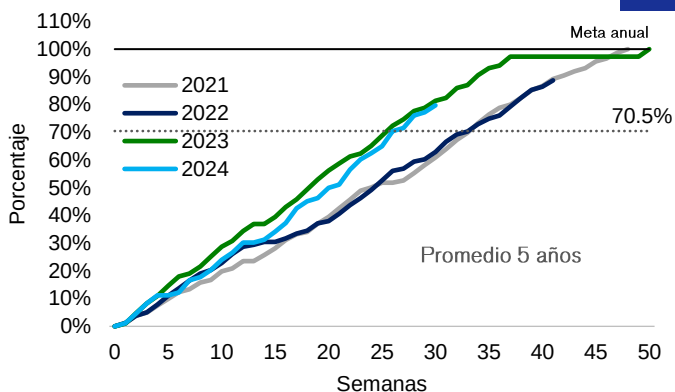
14



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

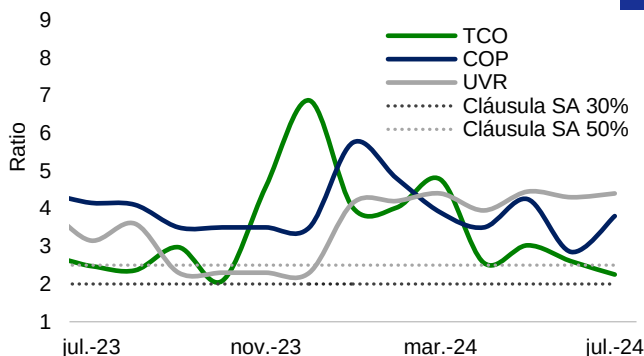
15



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bid to cover en las subastas primarias de TES

16



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





(Gráfico 16). En las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas promedio igualmente aumentaron hasta 5.59%, las más altas desde octubre de 2022, pero el *bid-to-cover* aumentó hasta niveles de 4.4 veces.

Con relación a las subastas de TCO, en el transcurso de 2024 el monto colocado asciende a COP 10.7 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de julio registraron un promedio de 9.94% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 2.4 veces. La demanda de TCO no solamente volvió a ser inferior a la de TES COP y TES UVR, sino que también se mantiene 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 junio, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 948 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 56.3%, superior al 53.7% del mismo mes de 2023.

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se sitúa en 36.7% del PIB, superior al 33.7% del mismo mes del año anterior. La proporción de la deuda externa fue de 19.6% del PIB, levemente inferior al 20% que se registró en el junio de 2023 (Gráfico 17).

Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 65.2% del saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles del 34.8%.

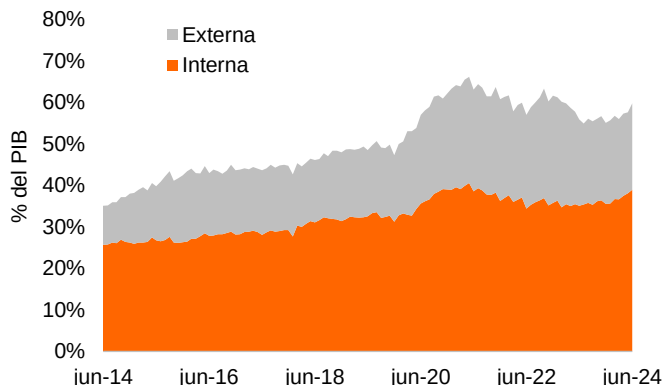
Los datos de junio de tenedores de TES, publicados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), volvieron a dar cuenta de una sólida demanda de institucionales locales. Esta demanda sigue cubriendo más que proporcionalmente la ausencia de flujos extranjeros.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) aumentaron su posición como los mayores tenedores de TES hasta un 31.1% del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron de COP 2.6 billones. Así, las AFP completaron 18 meses consecutivos de incrementos netos en sus posiciones (Gráfico 18).

Los bancos comerciales fueron compradores en COP 2.2 billones y su participación sobre el saldo total se mantuvo

Saldo de la deuda bruta total del GNC

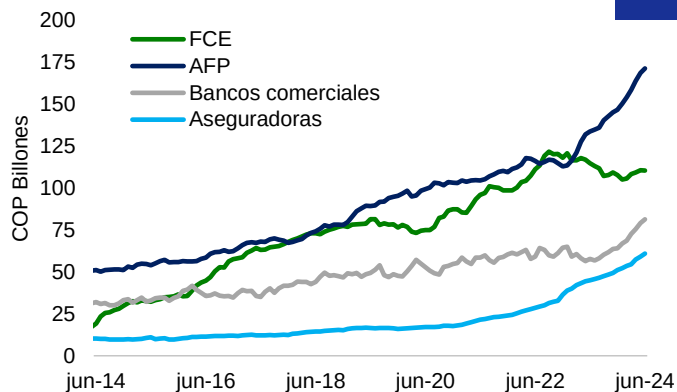
17



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

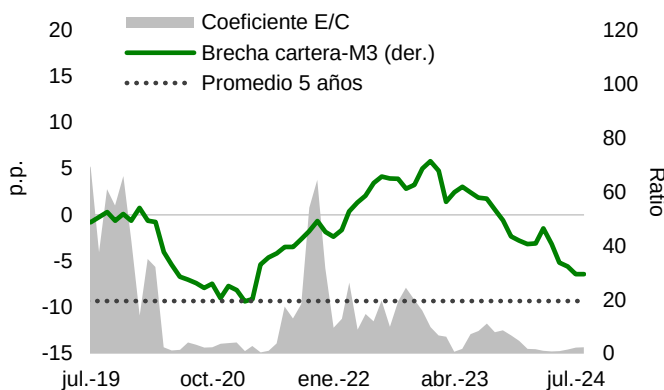
18



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

19



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC



en 14.8%. Las compañías de seguros y capitalización también fueron compradoras netas en COP 1.8 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total se incrementó a un nuevo máximo histórico de 11.1%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó compras netas por COP 6.9 billones, el más alto en la historia y que se explica por las operaciones de manejo de la deuda que anunció el Gobierno en la reciente publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2024 (MFMP24). Por su parte, BanRep no realizó ni compras ni ventas importantes de TES en el mes de junio.

Los Fondos de Capital Extranjeros (FCE) disminuyeron su posición en COP 100 mil millones, lo que contrasta con los 3 meses consecutivos que llevaban siendo compradores netos. El saldo de tenencias netas de los FCE disminuyó hasta COP 110.3 billones, aunque se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 20.1% del saldo total de la deuda pública interna.

Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo vendedores netos por COP 693 mil millones en julio. Las cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria confirman lo anterior, con salidas acumuladas por USD 102 millones.

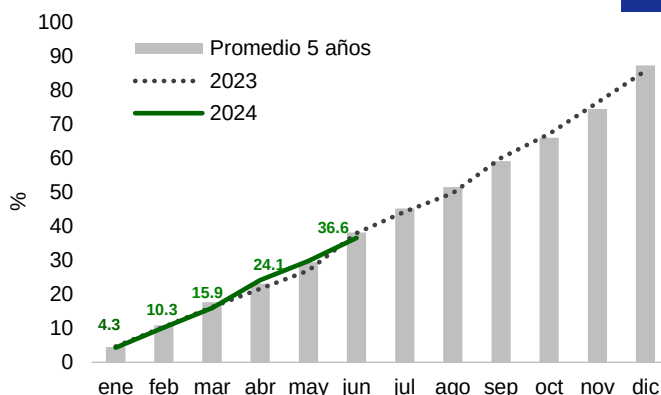
En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep aumentó en julio por efecto estacional hasta un promedio-día de COP 17 billones. No obstante, frente al mismo mes del año pasado (COP 17.8 billones), la demanda de liquidez fue inferior y no sugiere condiciones más restrictivas de liquidez.

El cupo de repos de expansión a un día se redujo levemente a COP 11.1 billones, con una utilización que se incrementó a 72%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 16.7% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados bajó a COP 7.3 billones, alcanzando mínimos desde febrero de 2024.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) aumentó hasta niveles no vistos desde finales de 2023, que si bien permanecen por debajo del promedio de los últimos 5 años sugieren mejoras en las condiciones de liquidez. La brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos se redujo a

Comparativo del ritmo de ejecución del PGN

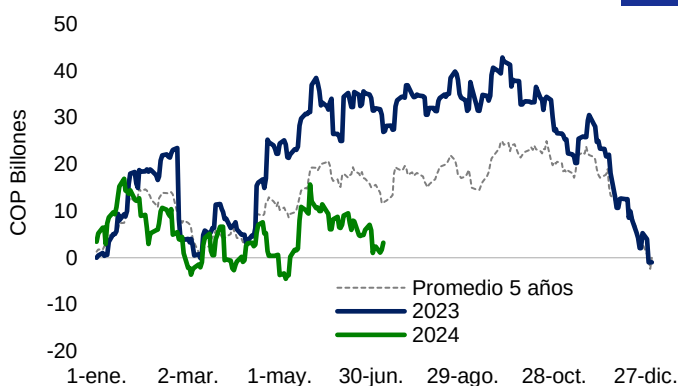
20



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio año corrido de los depósitos de la DTN

21



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



mínimos no vistos desde la pandemia, situación que también sigue liberando presiones de liquidez asociadas al ciclo de la cartera de créditos (Gráfico 19).

De acuerdo con cifras de la DIAN, el recaudo tributario acumulado al corte de junio asciende a COP 126.3 billones, lo que refleja un cumplimiento del 49.2% de la meta establecida en el MFMP24. Frente al acumulado de 2023, el recaudo total registra una caída de 14.6% (cerca de un -20.4% en términos reales), muy por debajo del crecimiento acumulado de 30.3% del mismo periodo del año pasado.

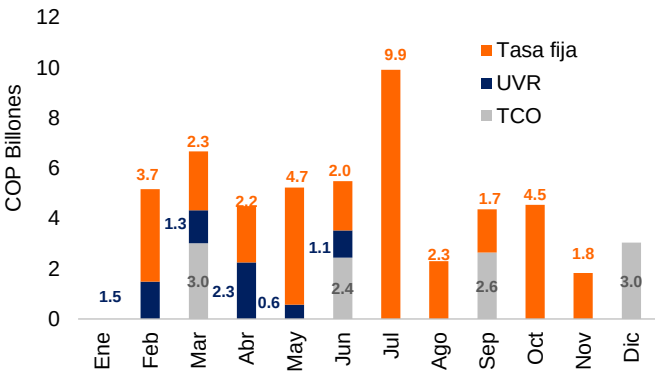
Por su parte, la ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) al mes de junio, excluyendo servicio de deuda, asciende a 36.6% de la meta (Gráfico 20). Este ritmo de ejecución es inferior al 38% de 2023 y al promedio de 38.2% de los últimos 5 años, lo que es consistente con el ajuste de gasto anunciado en el MFMP24 para garantizar el cumplimiento de la Regla Fiscal.

Bajo este contexto, el saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep registra un incremento año corrido de COP 3.2 billones al corte del 12 de julio (Gráfico 21). Esta cifra es sustancialmente inferior a los cerca de COP 27 billones que se acumularon en caja durante el mismo periodo de 2023.

Esperamos que las condiciones de liquidez permanezcan relativamente holgadas en agosto, en parte gracias al pago de cupón de los TES2026 por COP 2.3 billones que entrarían al mercado (Gráfico 22).

Pago de cupones y vencimientos en 2024

22



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



## Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM, se deterioró levemente durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años disminuyó desde niveles de 3.24% hasta 3.04% y se mantiene por debajo de la tasa promedio de 3.33% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 101 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 5.85% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.75%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -1 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de -0.5 p.p.

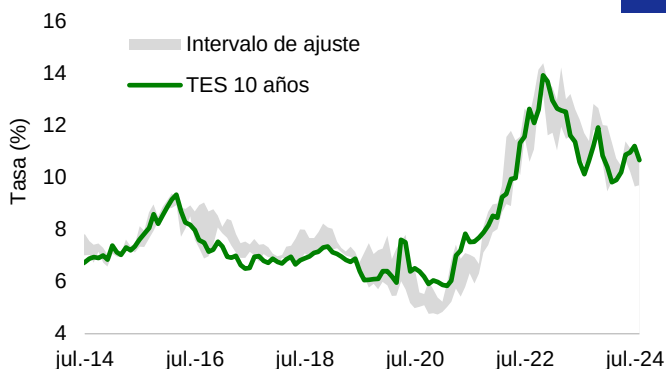
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES2027 y TES2028, con un espacio de valorización de hasta 27 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un estrecho margen de valorización de 11 pbs, en promedio. Según el modelo de eficiencia-duración, algunos *spreads* en la curva serían aprovechables como el caso de los TESUVR2027 y TESUVR2029, con un espacio de valorización de 51 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media indican un estrecho margen de valorización en la parte larga de la curva de 6 pbs en promedio. En la frontera de eficiencia-duración se

Niveles justos de los TES de largo plazo

23



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



destacan los TESUSD2033, TESUSD2034 y TESUSD2061 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 16 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 10.5% (Gráfico 23).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 10.67%, lo anterior sugiere un margen de valorización de 18 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es media-alta.





## Expectativas de corto plazo

En el plano externo, el mercado ya tiene ampliamente descontado el inicio de recortes de tasas Fed en 4T24. De hecho, como lo advertimos en este informe, el mercado está incluso descontando un primer recorte tan pronto como en septiembre, situación que de no materializarse podría generar alguna presión al alza en las tasas de negociación del mercado de deuda pública. La contienda electoral en EEUU también podría generar presiones adicionales.

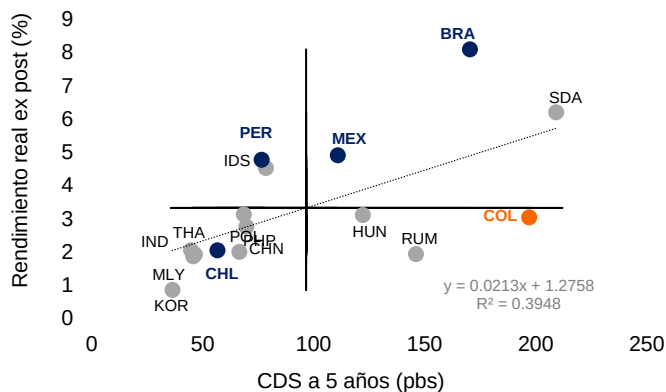
En el plano local, el riesgo fiscal continúa siendo el principal determinante del mercado de TES, especialmente en los títulos de mayor duración. Seguimos viendo oportunidades de compra interesantes en los TES de menor duración, muy en particular en títulos del tramo medio de la curva, cuyos diferenciales con las tasas de negociación de TES de baja duración continúan muy atractivos.

De esta manera, **estimamos niveles objetivo de 8.3% para los TES2025 y de 10.5% para los TES2033 en agosto**. Estas perspectivas incorporan de manera implícita un mayor empinamiento de la curva COP.

La valoración en la curva TES UVR sugiere un atractivo bajo a juzgar por los fundamentales. No obstante, algunos cálculos sugieren un espacio técnico de hasta 10 pbs de valorización en las referencias TESUVR2027 y TESUVR2029.

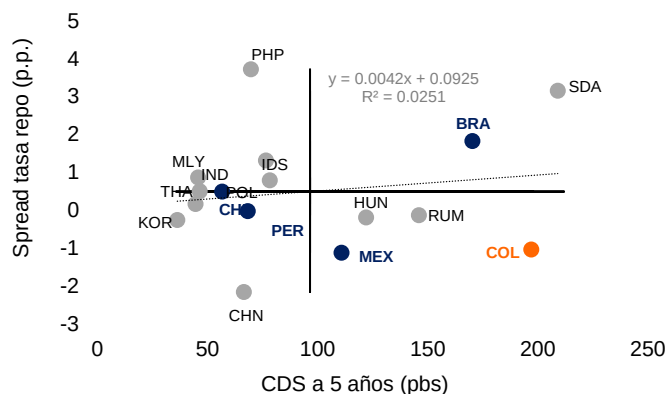


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



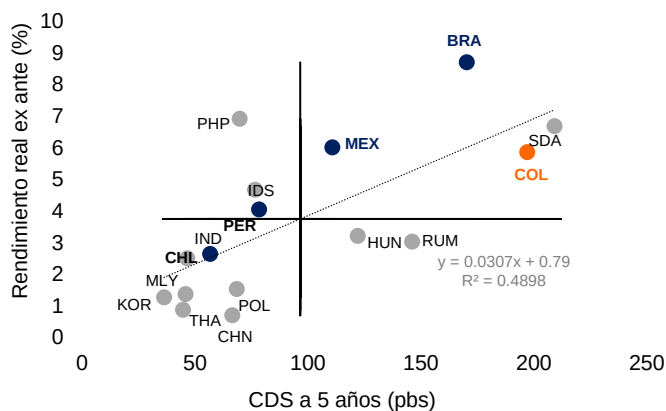
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



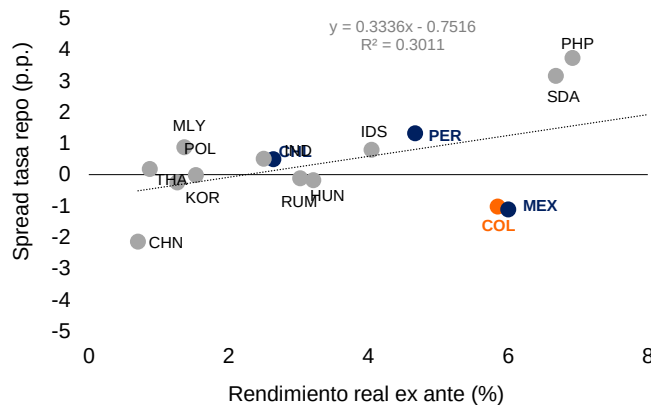
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



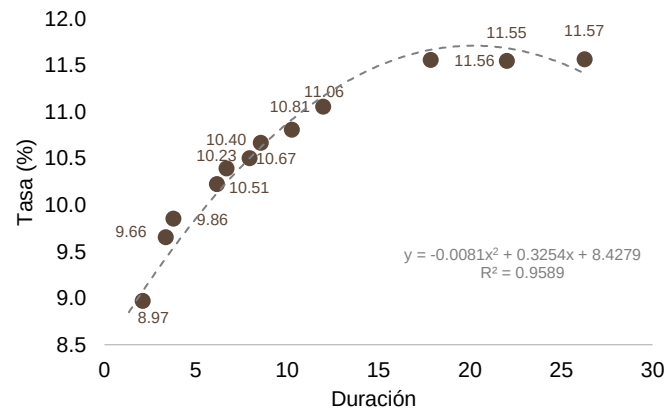
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



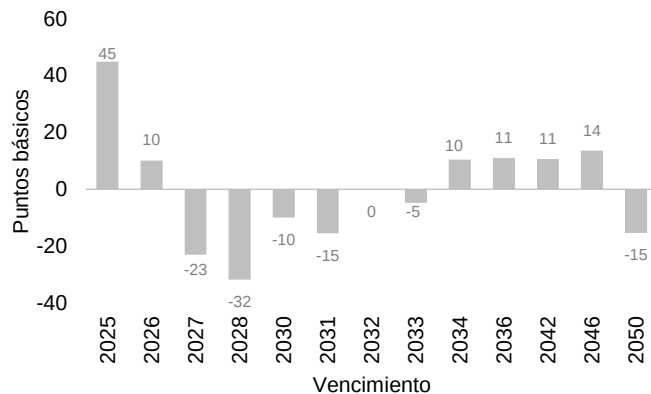
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

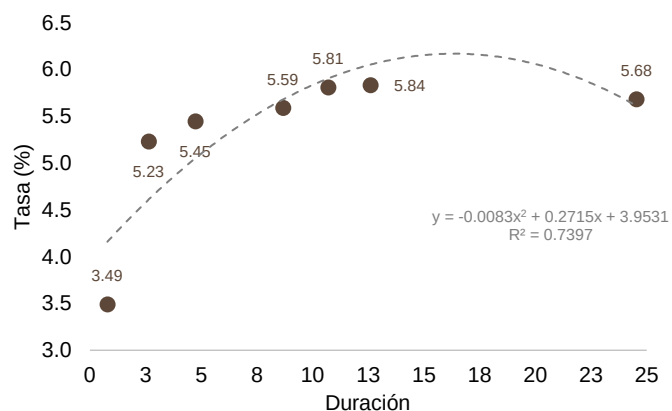
Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

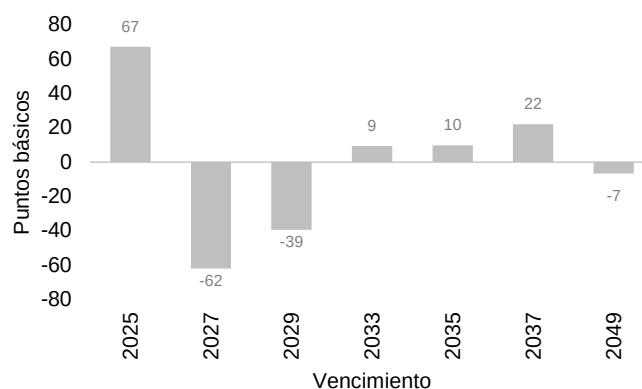


### Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



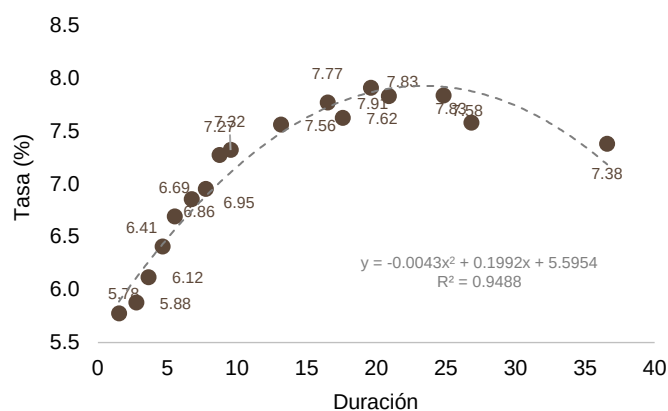
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

### Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



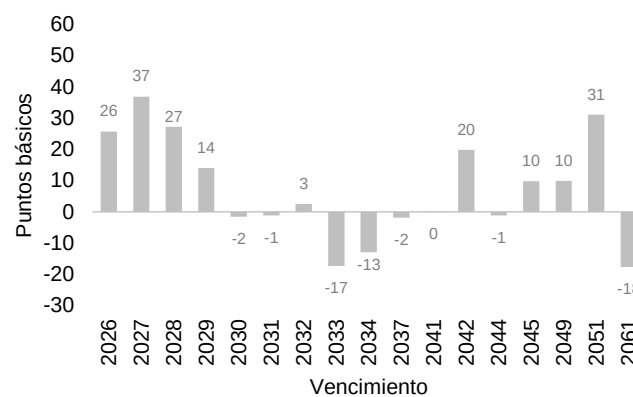
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

### 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      | 1.2                 | 8.40     | -3               | -88         | -138  |                   |
| TFIT15260826 | ago-26      | 7.50      | 1.7                 | 8.97     | -59              | -41         | -106  |                   |
| TFIT08031127 | nov-27      | 5.75      | 2.7                 | 9.66     | -34              | 26          | -45   |                   |
| TFIT16280428 | abr-28      | 6.00      | 3.1                 | 9.86     | -32              | 45          | -28   |                   |
| TFIT16180930 | sep-30      | 7.75      | 4.3                 | 10.23    | -15              | 65          | -4    |                   |
| TFVT10260331 | mar-31      | 7.00      | 4.8                 | 10.20    | -16              | 55          | -5    |                   |
| TFIT10260331 | mar-31      | 7.00      | 4.8                 | 10.40    | -14              | 72          | 8     |                   |
| TFIT16300632 | jun-32      | 7.00      | 5.5                 | 10.51    | -19              | 63          | 26    |                   |
| TFIT11090233 | feb-33      | 13.25     | 5.0                 | 10.67    | -6               | 75          | 27    |                   |
| TFIT16181034 | oct-34      | 7.25      | 6.1                 | 10.81    | -6               | 83          | 44    |                   |
| TFIT16090736 | jul-36      | 6.25      | 7.2                 | 11.06    | 3                | 95          | 69    |                   |
| TFIT21280542 | may-42      | 9.25      | 7.6                 | 11.56    | 10               | 123         | 95    |                   |
| TFIT23250746 | jul-46      | 11.50     | 7.9                 | 11.55    |                  |             |       |                   |
| TFIT31261050 | oct-50      | 7.25      | 8.0                 | 11.57    | 8                | 133         | 96    |                   |

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                 | 3.49     | 51               | 19          | -71   |                   |
| TUVT11170327 | mar-27      | 3.30      | 2.4                 | 5.23     | 6                | 167         | 103   |                   |
| TUVT10180429 | abr-29      | 2.25      | 4.3                 | 5.45     | -3               | 176         | 125   |                   |
| TUVT20250333 | mar-33      | 3.00      | 7.2                 | 5.59     | 11               | 159         | 130   |                   |
| TUVT20040435 | abr-35      | 4.75      | 7.9                 | 5.81     | 30               | 169         | 147   |                   |
| TUVT18250237 | feb-37      | 3.75      | 9.3                 | 5.84     | 25               | 167         | 139   |                   |
| TUVT32160649 | jun-49      | 3.75      | 14.3                | 5.68     | 18               | 164         | 136   |                   |

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     | 1.4                 | 5.77     | -4               | 42          | -35   |                   |
| COLGLB27  | feb-27      | 8.375     | 2.2                 | 5.79     | -6               | -76         | -220  |                   |
| COLGLBA27 | abr-27      | 3.875     | 2.5                 | 5.88     | -20              | 52          | -44   |                   |
| COLGLB28  | mar-28      | 11.850    | 2.9                 | 6.12     | -59              | -142        |       |                   |
| COLGLB29  | mar-29      | 4.500     | 4.0                 | 6.41     | -20              | 47          | -41   |                   |
| COLGLB30  | ene-30      | 3.000     | 4.7                 | 6.69     | -19              | 58          | -10   |                   |
| COLGLB31  | abr-31      | 3.125     | 5.6                 | 6.86     | -13              | 54          | 4     |                   |
| COLGLB32  | abr-32      | 3.250     | 6.3                 | 6.95     | -15              | 52          | 6     |                   |
| COLGLB33  | ene-33      | 10.375    | 5.6                 | 7.03     | -13              | -28         | -81   |                   |
| COLGLBA33 | abr-33      | 8.000     | 6.1                 | 7.27     | -6               | 65          | -2    |                   |
| COLGLB34  | feb-34      | 7.500     | 6.4                 | 7.32     | -9               | 61          | -6    |                   |
| COLGLB37  | sep-37      | 7.375     | 7.7                 | 7.55     | -6               | 64          | 3     |                   |
| COLGLB41  | ene-41      | 6.125     | 9.2                 | 7.76     | 0                | 74          | 3     |                   |
| COLGLB42  | feb-42      | 4.125     | 10.5                | 7.62     | -1               | 74          | 16    |                   |
| COLGLB44  | feb-44      | 5.625     | 10.2                | 7.90     | 2                | 80          | 9     |                   |
| COLGLB45  | jun-45      | 5.000     | 11.0                | 7.82     | 1                | 79          | 16    |                   |
| COLGLB49  | may-49      | 5.200     | 11.5                | 7.83     | 1                | 81          | 19    |                   |
| COLGLB51  | may-51      | 4.125     | 12.6                | 7.58     | 5                | 76          | 32    |                   |
| COLGLB61  | feb-61      | 3.875     | 13.5                | 7.38     | 5                | 80          | 38    |                   |

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.

---