



Reforzando la tendencia estructural

Agosto 28 de 2024

Autores:

Camila Martínez K.
P.S. – Mercados Financieros
camila.martinez@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas
Tesorería

El comportamiento de los mercados de deuda en agosto estuvo muy favorecido por una mayor demanda de activos de refugio y un reajuste de expectativas de tasas de política monetaria. Los rendimientos de los bonos soberanos descendieron a mínimos no vistos desde principios de año, tendencia que continuaría para lo que resta de 2024 en la medida que el proceso de flexibilización monetaria en la mayoría de las economías avanzadas continúe.

Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes completaron 9 meses consecutivos en terreno positivo. La información disponible de agosto sugiere que este flujo comprador se habría mantenido, aunque a ritmos levemente inferiores a los vistos en meses previos. Las entradas acumuladas de estos flujos en 2024 siguen concentradas en instrumentos de deuda, que continúan ofreciendo rentabilidades atractivas y naturalmente más seguras.

La curva de rendimientos TES COP presentó un significativo desplazamiento a la baja, principalmente en títulos de baja y media duración en medio de un constante empinamiento. De igual forma, los TES UVR se valorizaron fuertemente, especialmente en su tramo corto que, al igual que en la curva TES COP, ha resultado beneficiado por las operaciones de manejo de la deuda pública. La curva de rendimientos de los TES USD también se desplazó a la baja, aunque en una magnitud inferior a la de los TES COP y TES UVR. 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 agosto, al tiempo que la liquidez permaneció en condiciones adecuadas. Los fondos de pensiones siguen consolidando su posición como los mayores tenedores de TES y el apetito de los inversionistas extranjeros se sigue deteriorando. Esta situación ha vuelto a contrastar con la sólida demanda de los extranjeros por activos en otros mercados emergentes.

Diferentes estimaciones muestran un margen de valorización muy atractivo para los títulos del tramo medio en las curvas TES COP y TES UVR. Técnicamente, los TES de menor duración exhiben señales de sobre-compra fuerte. Los diferenciales entre la deuda privada y los TES de corto plazo se mantienen altos, desincentivando por esta vía la demanda de estos últimos.



Contexto internacional

Los rendimientos de los títulos de deuda globales registraron fuertes reducciones en agosto, motivadas por un significativo incremento en los niveles de aversión al riesgo, crecientes temores de recesión en EEUU y la consecuente expectativa de un recorte de tasas de interés de la Fed en su próxima reunión de septiembre. El reciente lenguaje de la Fed apunta a un ajuste inminente de su postura de política monetaria, lo que cual está confirmando estas expectativas implícitas en el mercado y hace altamente probable que el ciclo de flexibilización monetaria en EEUU inicie el próximo mes¹.

Bajo este contexto, los índices globales de renta fija soberana se valorizaron en promedio 2.7% en comparación a la fecha de corte de nuestro último informe. En los mercados avanzados, los índices de bonos soberanos de EEUU y de la Eurozona aumentaron 2.6% y 1.3%, respectivamente (Gráfico 1). Por su parte, los índices de deuda pública de LATAM y emergentes (EM) registraron valorizaciones promedio de 3.5%.

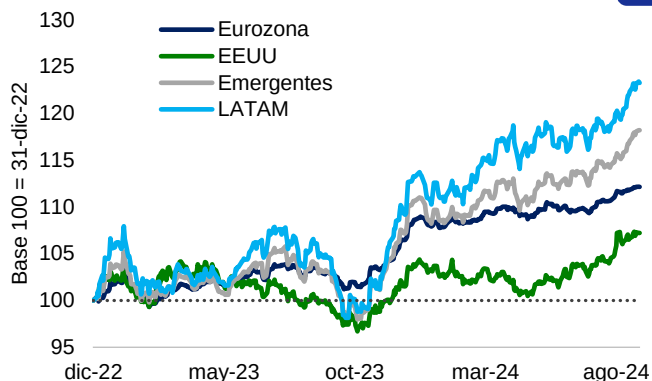
En lo que va corrido de 2024, todos los índices de renta fija soberana registran valorizaciones del orden de 5.3%. El índice de EEUU registra un incremento de 3%. Los índices de deuda pública en la Eurozona y EM muestran valorizaciones acumuladas de 4.8%, en promedio. El índice de bonos soberanos de LATAM se ha valorizado 8.8%, favorecido por la reducción de tasas de política monetaria e inflación que sigue siendo relativamente más pronunciada en estas economías.

En EEUU, la Fed decidió en julio mantener inalterada su tasa de intervención en 5.25% - 5.5%. No obstante, como lo explicamos anteriormente, una reducción de tasas de interés en septiembre no sólo es muy probable, sino además está ampliamente descontada por los mercados.

En efecto, las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, anticipan recortes de tasas de interés a partir del próximo mes y niveles terminales de tasas de interés este año en el rango 4.25% - 4.5%, es decir, 100 pbs por debajo de los niveles actuales. La magnitud del ciclo de recortes de tasas de interés en EEUU, anticipado en los mercados

Evolución de los índices de renta fija soberana

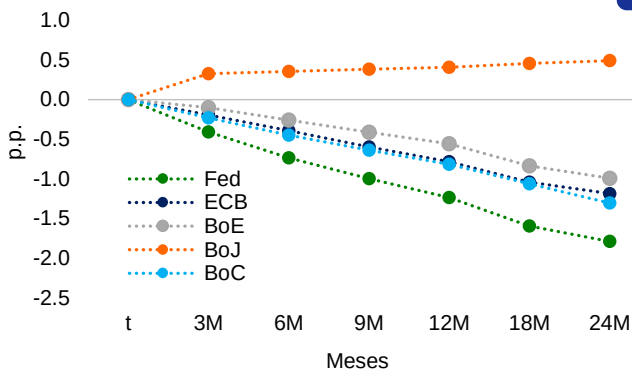
1



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.

¹ Memorias del simposio anual de Jaskon Hole: "Día 2: Discurso de apertura a cargo del presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell".



monetarios, se estima ahora más fuerte frente al de otras economías avanzadas (Gráfico 2).

El Banco Central Europeo (BCE) no tomó decisión de tasas durante el mes de agosto, pero se espera que reinicie su ciclo de recortes de tasas de interés en su reunión de septiembre. Por su parte, el Banco Central de Inglaterra (BoE) redujo su tasa de referencia en 25 pbs hasta 5%, después de 1 año de estabilidad. El mercado descuenta 2 recortes de 25 pbs adicionales en los tipos de interés por parte del BoE para lo que resta de 2024. El Banco de Canadá (BoC) tampoco tomó decisión de tasas de interés y en Asia el Banco de Japón (BoJ) sorprendió al mercado con un aumento de 15 pbs en su tasa de referencia hasta 0.25%, máximos no vistos en los últimos 15 años.

Consistente con lo anterior, el BoJ también anunció que comenzará a reducir las compras de deuda pública en JPY 400 mil millones por trimestre (cerca de USD 2.8 mil millones), situación que influyó en el *sell-off* de los mercados mundiales durante la primera semana de agosto. El BoJ tuvo que reversar parcialmente este anuncio posteriormente, al menos mientras persiste la volatilidad en los mercados.

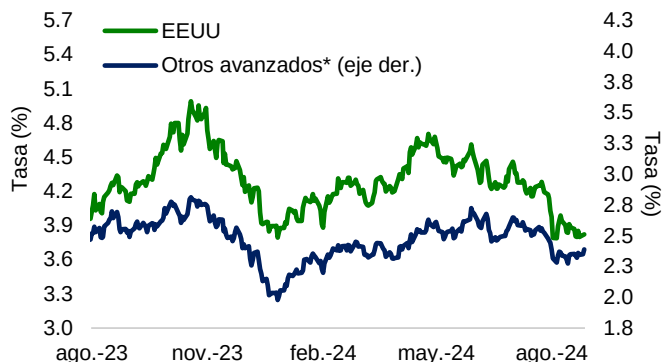
Por su parte, los BC en LATAM siguen expresando cautela en su proceso de flexibilización monetaria ante los recientes rebrotes inflacionarios (ver “Mejoras tangibles, pero no suficientes” en [IMCE – Agosto de 2024](#)). En Perú y México, los BC recortaron en sendos 25 pbs sus tasas referencia hasta 5.5% y 10.75%, respectivamente, mientras que en Chile y Brasil las tasas de política monetaria permanecieron estables en 5.75% y 10.5%, en ese mismo orden.

De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, los recortes de tasas de política monetaria continuarán para la mayoría de los países durante los próximos 12 meses, aunque a una menor velocidad frente a los recortes vistos en el pasado reciente. El ciclo de flexibilización monetaria en Colombia sigue siendo el que más espacio tiene en los próximos 3-12 meses, según lo anticipan los inversionistas.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU descendieron 37 pbs en el último mes hasta niveles de 3.82%, alcanzando mínimos no vistos desde principios de 2024. Controlando por la postura

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados

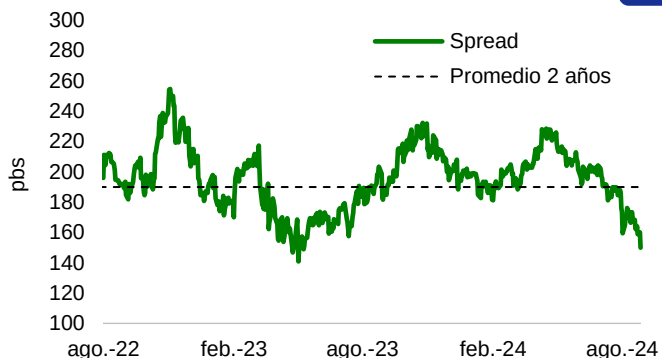
3



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.



monetaria de la Fed, estos niveles se sitúan por debajo de nuestras estimaciones de nivel justo (valor de corto plazo) que apuntan a niveles de 4%². Tras este fuerte retroceso de agosto, el movimiento de estos rendimientos en el año corrido acumula un descenso de apenas 6 pbs.

Las tasas de interés a 10 años de los bonos de otros mercados desarrollados también registraron reducciones importantes y varios de ellos alcanzaron mínimos del año (Gráfico 3). En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* disminuyeron 10 pbs hasta 3.99%. 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 12 pbs y se sitúa en niveles de 2.29%. Las tasas de los bonos a 10 años en Japón bajaron 27 pbs hacia niveles de 0.88%.

El *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas, aceleró su tendencia bajista en agosto y retrocedió 35 pbs, cayendo por debajo del promedio de los últimos 2 años (Gráfico 4). El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* se sitúa en 354 pbs.

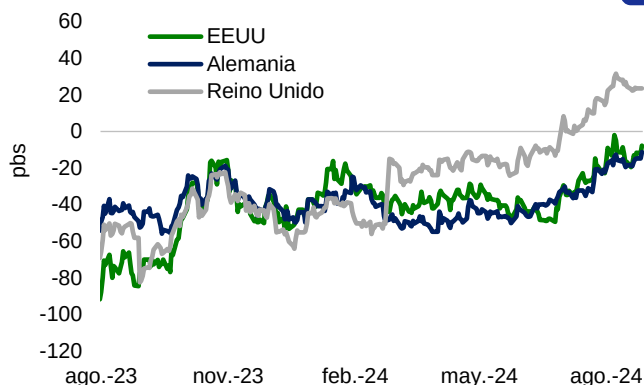
La mayoría de las curvas de bonos soberanos en mercados avanzados siguen invertidas, pero sus diferenciales inter-temporales se siguen cerrando (Gráfico 5). La curva de los bonos alemanes y la de los Tesoros en EEUU son las más invertidas con un *spread* negativo de 11 y 8 pbs, respectivamente. Las pendientes de las curvas de Japón y Reino Unido son positivas en niveles de 52 pbs y 24 pbs, respectivamente.

Los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo en LATAM también registraron descensos notables, en línea con el contexto internacional de la renta fija (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 41 pbs.

Lo anterior también fue coherente con las mejoras evidenciadas en la percepción de riesgo-país en estos mercados. En efecto, los CDS a 5 años de LA5 descendieron en promedio 8 pbs durante el último mes y y

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

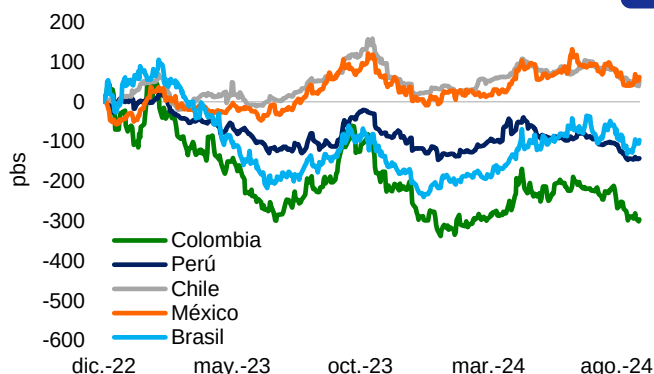
5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5*

6

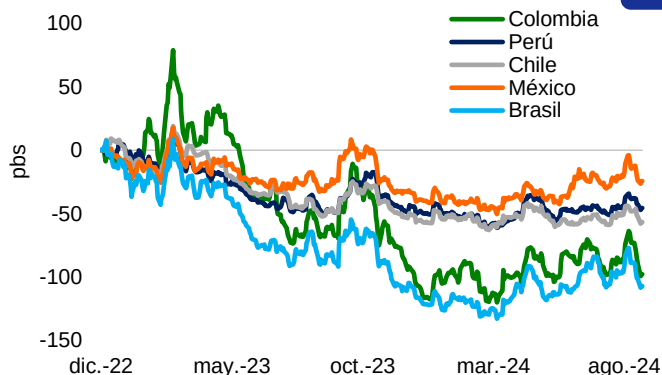


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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.

² 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.



se mantienen por debajo de los promedios del año pasado (Gráfico 7).

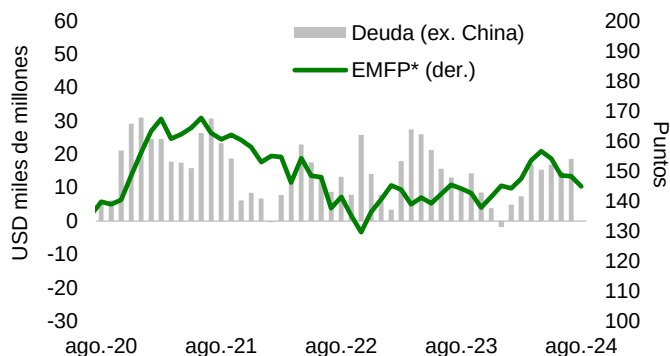
Bajo este contexto, los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) completaron nueve meses consecutivos en terreno positivo. Según las cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la entrada de flujos en julio ascendió a USD 41,200 millones, alcanzando máximos no vistos desde 1T23. Por clase de activos, las compras siguen concentradas en deuda con un flujo mensual de USD 33,200 millones, mientras que los restantes USD 8,000 millones fueron compras de acciones³.

La información preliminar de agosto de EPFR da cuenta de entradas netas que rondarían los USD 1,900 millones, sugiriendo una desaceleración frente a los meses previos. Las compras de acciones ascienden a USD 2,300 millones, mientras que las de bonos sugieren salidas alrededor de USD 400 millones.

Otros índices que anticipan estos flujos también sugieren una desaceleración en agosto (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 39,200 millones.

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.

³ IIF Capital Flows Tracker – August 2024.



Mercado local

En línea con el contexto internacional, los títulos de deuda pública locales presentaron fuertes valorizaciones durante el último mes. Las curvas de rendimientos en TES COP y TES UVR presentaron desplazamientos mensuales a la baja en todo su nivel, principalmente en títulos de baja-media duración. Aunque en el arranque de mes se observó un deterioro en la percepción de riesgo-país asociado a la turbulencia global de los mercados, este fue transitorio y la prima de riesgo se ajustó rápidamente a los niveles tendenciales de meses previos.

Aunque los volúmenes de negociación se mantuvieron relativamente bajos frente a los registros de principios de año, las condiciones de liquidez en el mercado permanecen en niveles adecuados. La demanda de inversionistas locales en mercado primario y secundario se ha recuperado, alentada por un favorable contexto para la renta fija global pero también por factores locales. Las operaciones no explícitas de manejo de deuda de la Nación, retirando TES COP y TES UVR de menor duración, también han influido en este comportamiento y ascienden a valores cercanos a los COP 14.9 billones.

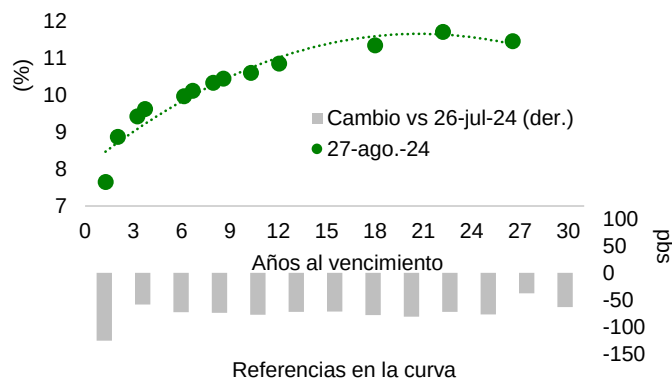
En el caso de los TES COP, el nivel de la curva de rendimientos disminuyó 74 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 9). La pendiente de la curva aumentó 47 pbs hasta niveles de 279 pbs y permanece en niveles históricamente altos (Gráfico 10). Parte de este comportamiento sigue afectado por los canjes de deuda de la Nación, cuya recompra por TES COP asciende al corte de este informe hasta COP 11.3 billones año corrido.

En el tramo corto de la curva, los rendimientos de los TES2025, los más susceptibles a los canjes de deuda, disminuyeron 125 pbs hasta niveles promedio de 7.15%. Las tasas de los TES2026 se valorizaron en 59 pbs hasta 8.37%.

Otras tasas de interés de corto plazo en el mercado también descendieron de forma importante, en línea con el comportamiento de los TES COP de baja duración. Las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) disminuyeron hasta niveles promedio de 9.42% en agosto, en línea con las reducciones en las tasas de los swaps IBR a 12 meses que se redujeron hasta 8.67%.

Evolución mensual de la curva TES COP

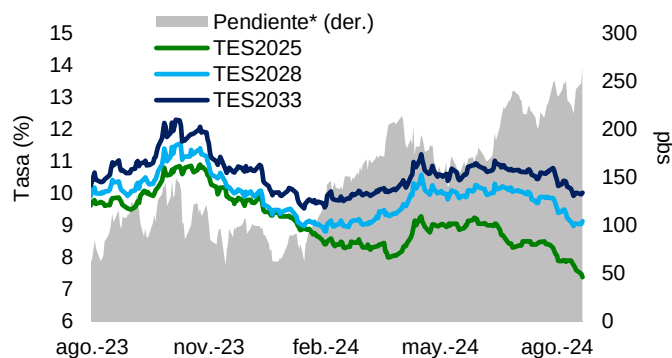
9



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y diferencial intertemporal

10



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2033 y TES2025.



Asimismo, las tasas de los TES a 1 año en la curva cero-cupón descendieron hasta 8.6% (Gráfico 11).

Las tasas de interés de los títulos de deuda privada a 360 días también se redujeron, aunque en menor magnitud, hasta niveles promedio de 10.43%. Así, el diferencial a 1 año entre estos títulos y los TCO aumentó a niveles de 181 pbs, lo que mantiene un atractivo relativo a favor de la deuda privada en comparación de los TES.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron valorizaciones en tasa de 73 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2028, una de las referencias más líquidas de este tramo, presentó una reducción de 74 pbs hasta 9.12%. Adicionalmente, los rendimientos de los TES2027 bajaron también 73 pbs hasta 8.92%.

Los rendimientos de los TES COP de más largo plazo registraron reducciones promedio de 70 pbs, muy en línea con el comportamiento de la renta fija internacional a largo plazo. Los TES2034 fueron los que más se valorizaron en este tramo con caídas en tasa de 81 pbs hasta 10.09%. En promedio, las tasas de interés de los TES de más larga duración se sitúan en 10.25%, valores mínimos no vistos desde febrero de este año.

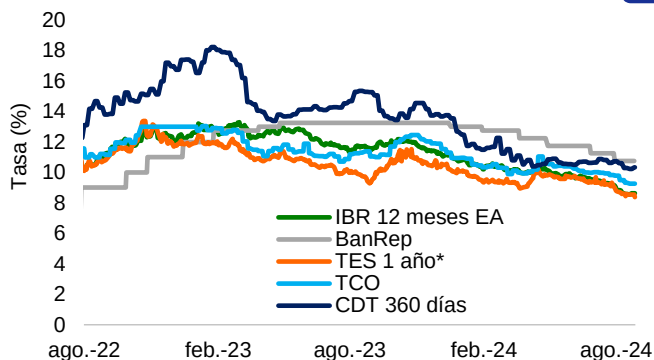
La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró también un movimiento a la baja de 79 pbs. En el tramo corto de la curva, las tasas de los TESUVR2025 disminuyeron 128 pbs hasta 2.13%, la más fuerte por referencias individuales en esta curva (Gráfico 12). Similar a lo que ocurre en la curva TES COP con los TES2025, la fuerte valorización en estos títulos responde a las operaciones de canjes de la Nación retirando TESUVR2025, recompra que asciende hasta COP 3.5 billones en julio.

En el tramo medio de la curva TES UVR, los rendimientos de los títulos disminuyeron en promedio 58 pbs. Allí sobresalen los rendimientos de los TESUVR2029, los cuales registraron una reducción de 62 pbs hasta 4.87%. En el tramo largo de la curva, el movimiento promedio de los rendimientos de los títulos fue de 78 pbs a la baja, donde sobresale el movimiento de 81 pbs de las tasas de los TESUVR2049 hasta niveles de 4.87%.

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES volvió a descender

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

11

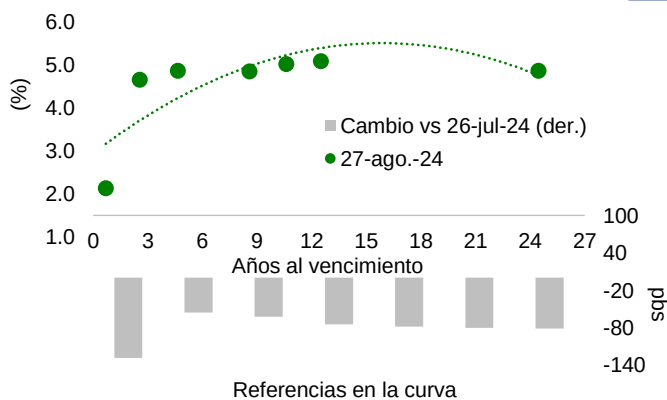


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Evolución mensual de la curva TES UVR

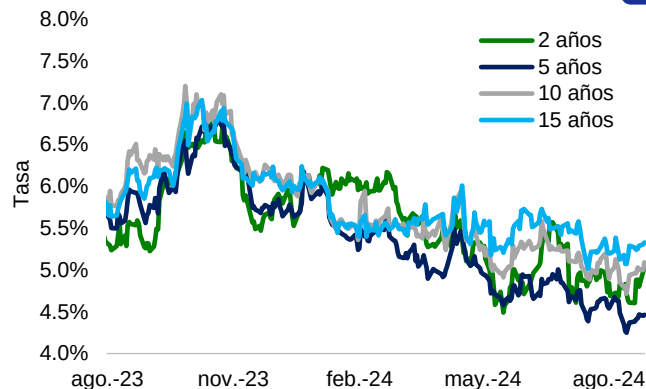
12



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

13



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.



levemente hasta niveles del orden de 4.97%, el más bajo 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 agosto hasta 5.06%, algo que tampoco se registraba desde finales de 2021. A pesar de lo anterior, estas medidas todavía se sitúan muy por encima de la meta de 3% de BanRep (Gráfico 13).

El volumen promedio-día transado en SEN en agosto fue de COP 3.3 billones, relativamente estable frente a los volúmenes de julio. En comparación con el mismo mes del año pasado, los volúmenes de agosto han sido inferiores en COP 300 mil millones (Gráfico 14).

Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2036, TES2042 y TES2046, todas referencias del tramo largo de la curva. 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 registró un movimiento bajista en todo su nivel de 32 pbs. En la parte corta y media de la curva se observaron las mayores valorizaciones, generando un empinamiento consistente con el comportamiento de las curvas de la deuda pública a nivel internacional.

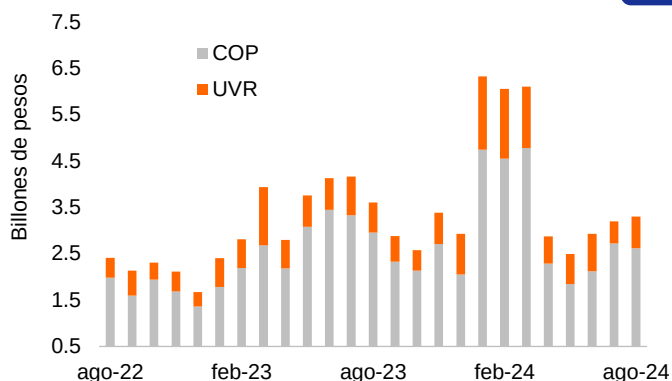
Los rendimientos del tramo corto de la curva TES USD registraron reducciones de 38 pbs, alcanzando niveles de 5.47%. En la parte media y larga de la curva, las tasas de interés disminuyeron en promedio 37 pbs hasta 6.98%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés aumentaron apenas 2 pbs hasta 7.02%.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2024, el monto total hasta el 27 de agosto asciende a COP 33.2 billones, lo que representa un cumplimiento del 80.9% 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 90.6% del acumulado para el mismo periodo de 2023, aunque es superior al promedio de 79.5% para el mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 15).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 21.8 billones,

Volumen de negociación promedio-día en SEN

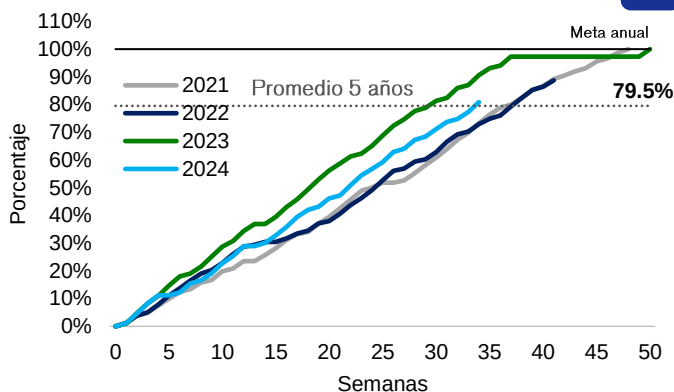
14



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

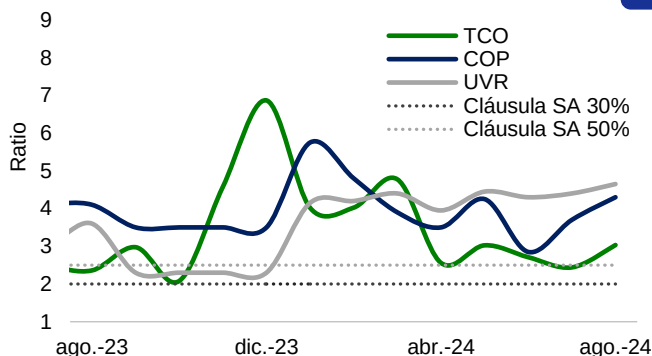
15



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.



repartidas de la siguiente manera: i) COP 14.6 billones de TES COP; y ii) COP 7.2 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascienden a COP 11.4 billones.

Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en agosto registraron un promedio de 10.89%, por debajo del promedio de julio. La demanda de los inversionistas aumentó, con un *bid-to-cover* promedio que se situó en 4.3 veces (Gráfico 16). En las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas promedio también bajaron hasta 5.18% y el *bid-to-cover* alcanzó máximos históricos llegando a niveles de 4.7 veces.

Con relación a las subastas de TCO, en el transcurso de 2024 el monto colocado asciende a COP 11.7 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de agosto registraron un promedio de 9.3% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 3 veces. Así, la demanda de TCO volvió a ser inferior a la de TES COP y TES UVR.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de julio, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 947 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 56.2%, levemente superior al 52.8% del mismo mes de 2023.

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se sitúa en 36.7% del PIB, superior al 34% del mismo mes del año anterior. La proporción de la deuda externa fue de 19.5% del PIB, también superior al 18.8% de julio de 2023 (Gráfico 17).

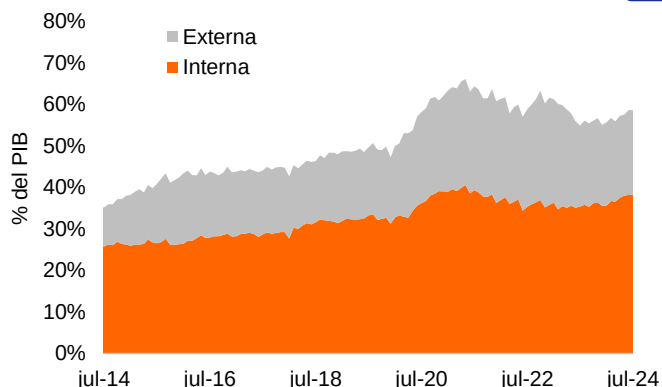
Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 65.3% del saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles del 34.7%.

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

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) aumentaron su posición como los

Saldo de la deuda bruta total del GNC

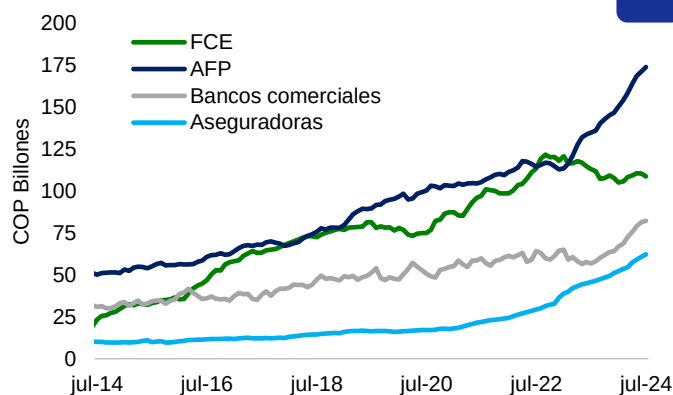
17



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

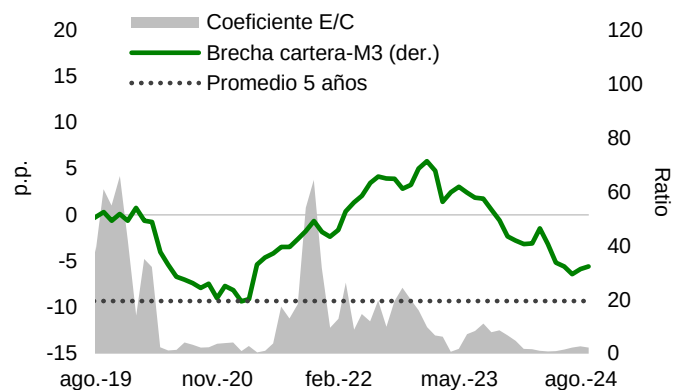
18



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

19



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC



mayores tenedores de TES hasta un 31.6% del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron nuevamente por COP 2.6 billones, completando 19 meses consecutivos de incrementos netos en sus posiciones de TES (Gráfico 18).

Los bancos comerciales fueron compradores en COP 900 mil millones y su participación sobre el saldo total aumentó hasta 14.9%. Las compañías de seguros y capitalización también fueron compradoras netas por COP 1.4 billones mensuales, con lo cual su participación sobre el saldo total se incrementó a un nuevo máximo histórico de 11.3%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 5.6 billones, tras la histórica compra de COP 6.9 billones del mes previo que obedece a sus operaciones de manejo de deuda. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por COP 2.2 billones, lo que responde a intervenciones directas de BanRep en el mercado monetario para garantizar unas adecuadas condiciones de liquidez en la economía.

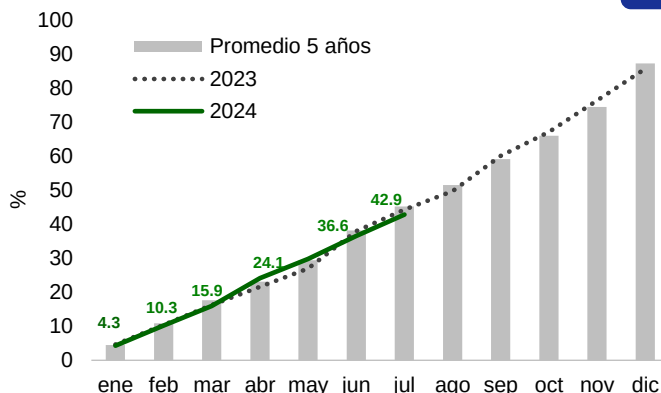
Los Fondos de Capital Extranjeros (FCE) disminuyeron su posición en COP 1.8 billones, la venta mensual más alta desde principios de 2024. El saldo de tenencias netas de los FCE disminuyó hasta COP 108.5 billones, aunque se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 19.7% del saldo total de la deuda pública interna.

Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo compradores netos por COP 1.6 billones en agosto. En contraste, las cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria registran salidas acumuladas por USD 82 millones.

En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep aumentó en agosto hasta un promedio-día de COP 21.3 billones, lo que obedece en parte al menor pago de amortizaciones de TES frente a meses previos, pero también a una menor ejecución de gasto público consistente con el reciente anuncio de congelamiento de recursos del presupuesto de 2024. Frente al mismo mes del año pasado (COP 16.2 billones), la demanda de liquidez también fue superior, aunque no sugiere condiciones más restrictivas de liquidez.

Comparativo del ritmo de ejecución del PGN

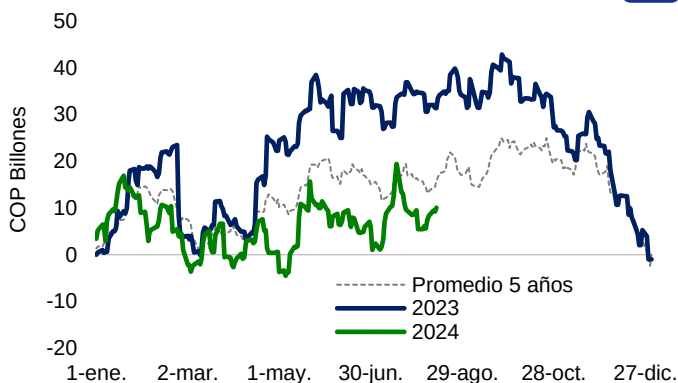
20



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio año corrido de los depósitos de la DTN

21



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



El cupo de repos de expansión a un día aumentó levemente a COP 15.5 billones, con una utilización que se incrementó a 75%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 11.7% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó a COP 9.9 billones, alcanzando máximos históricos.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) disminuyó en agosto y permanece por debajo del promedio de los últimos 5 años. La brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos también permanece en niveles mínimos no vistos desde la pandemia, situación que sigue liberando presiones de liquidez (Gráfico 19).

De acuerdo con cifras de la DIAN, el recaudo tributario acumulado al corte de junio asciende a COP 135.4 billones, lo que refleja un cumplimiento del 52.6% de la meta establecida en el MFMP24. Frente al acumulado de 2023, el recaudo total registra una caída de 8.7% (cerca de un -14.8% en términos reales), muy por debajo del crecimiento acumulado de 30.3% del mismo periodo del año pasado.

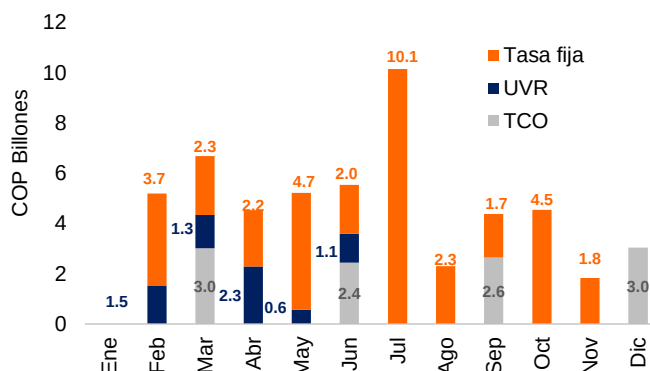
Por su parte, la ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) al mes de julio, excluyendo servicio de deuda, asciende a 42.9% de la meta (Gráfico 20). Este ritmo de ejecución es inferior al 44.3% de 2023 y al promedio de 45.2% de los últimos 5 años, lo que es consistente con el ajuste de gasto 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 10.1 billones al corte del 16 de agosto (Gráfico 21). Esta cifra es sustancialmente inferior a los cerca de COP 35 billones que se acumularon en caja durante el mismo periodo de 2023.

Esperamos que las condiciones de liquidez permanezcan relativamente holgadas en septiembre, en parte gracias al pago de cupón y vencimientos de TCO en donde entrarían COP 4.4 billones al mercado distribuidos así: i) COP 1.7 billones de pago de cupón de los TES2030; y ii) COP 2.6 billones de vencimientos de TCO (Gráfico 22).

Pago de cupones y vencimientos en 2024

22



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



Aspectos técnicos

La posición riesgo-rentabilidad 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 3.04% hasta 3.19%, por encima de la tasa promedio de 2.94% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 95 pbs a la media muestral, pero que ha descendido frente a meses previos.

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 5.76% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.55%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -0.7 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de -2.18 p.p.

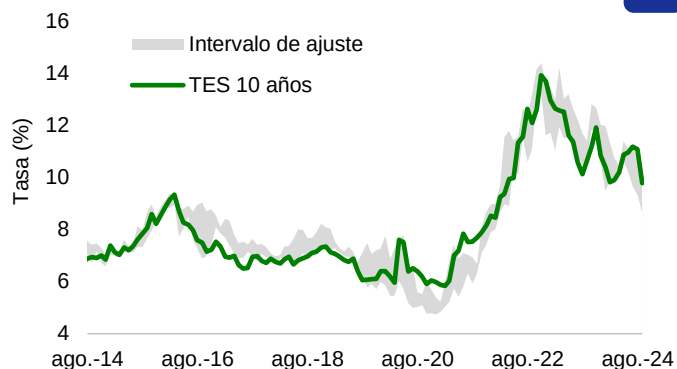
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES2026, TES2027 y TES2028, con un espacio de valorización de hasta 30 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un margen de valorización de 17 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 79 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 de 13 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2033,

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.



TESUSD2034 y TESUSD2061 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 32 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 8.95% (Gráfico 23).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 9.78%, lo anterior sugiere un margen de valorización de 83 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es media-alta.



Expectativas de corto plazo

Las condiciones financieras globales se siguen tornando cada vez más favorables para los mercados de renta fija. Las rentabilidades de corto plazo continúan siendo muy atractivas, especialmente en entornos de elevada aversión al riesgo como el que registrado recientemente y más descensos esperados en la inflación. Además, el inminente ciclo de flexibilización monetaria de la Fed también está alimentando la demanda por títulos con duraciones de más largo plazo y de mayor rendimiento, como los bonos soberanos de mercados emergentes.

Si bien la tendencia estructural en las tasas de interés de los mercados de deuda seguirá siendo bajista, de cara al futuro cercano es de esperar algo de volatilidad asociada a un reajuste natural de expectativas. Los mercados vienen anticipando recortes muy agresivos de tasas de interés de la Fed en los próximos meses, algo que no luce consistente con los fundamentos de la economía de EEUU ni con el tono de la propia Fed.

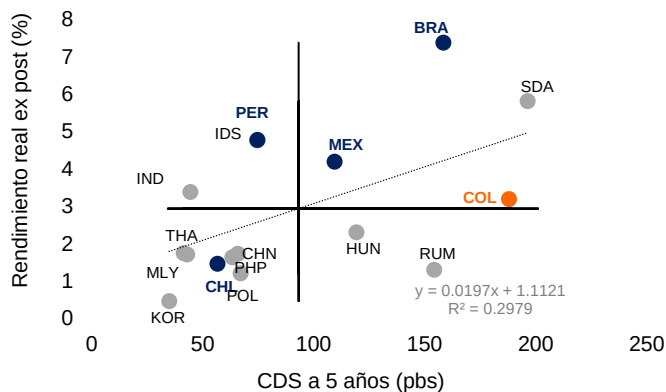
En nuestro escenario base, el primer recorte de tasas Fed ocurrirá en septiembre, pero será de 25 pbs y no de 50 pbs como de manera implícita descuenta el mercado. En adelante, creemos que los recortes de tasas serán graduales, probablemente a frecuencia trimestral y en magnitudes de 25 pbs (ver “Cada vez más cerca” en [CE – Agosto 6 de 2024](#)).

En el plano local, las oportunidades más interesantes en la curva TES COP y TES UVR se vislumbran en el tramo medio, cuyos diferenciales contra títulos de menor duración siguen siendo atractivos y están respaldados por expectativas de menores tasas de interés e inflación. El espacio en los TES de mayor duración exhibe márgenes de valorización estrechos, dadas las presiones fiscales actuales y potenciales deterioros en la percepción de riesgo-país.

Para septiembre **estimamos niveles objetivo de 7.3% para los TES2025 y de 10% para los TES2033**. Estas perspectivas siguen incorporando de manera implícita un empinamiento de la curva TES COP.

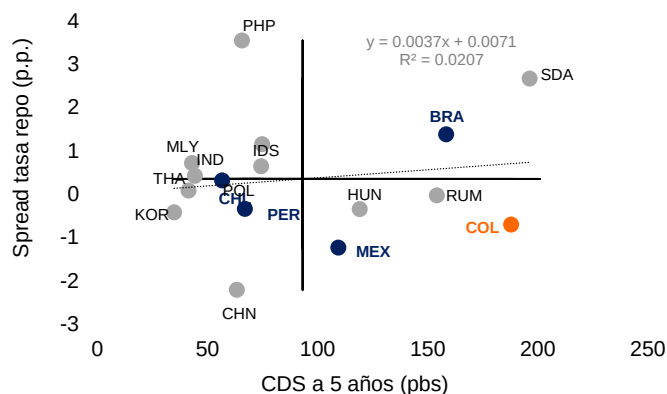


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



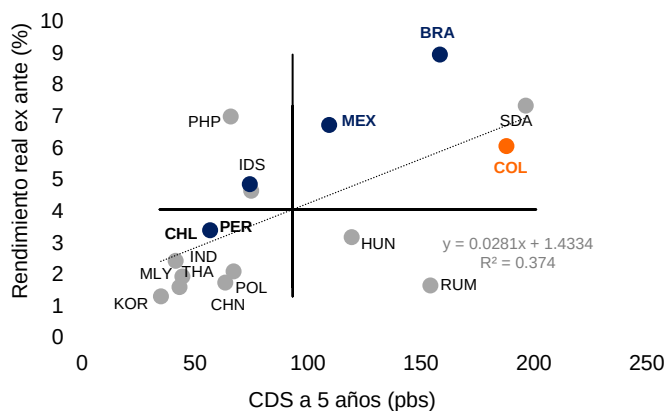
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



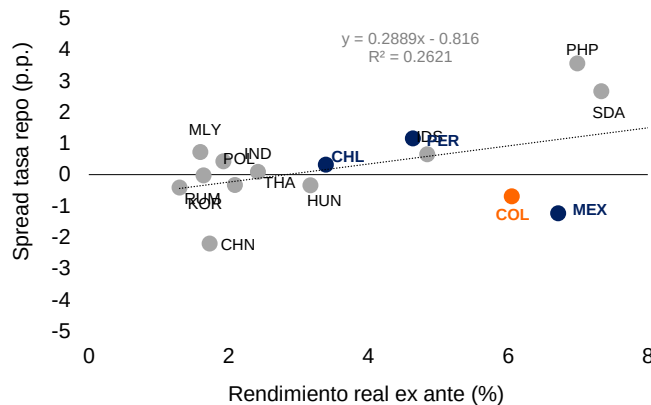
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



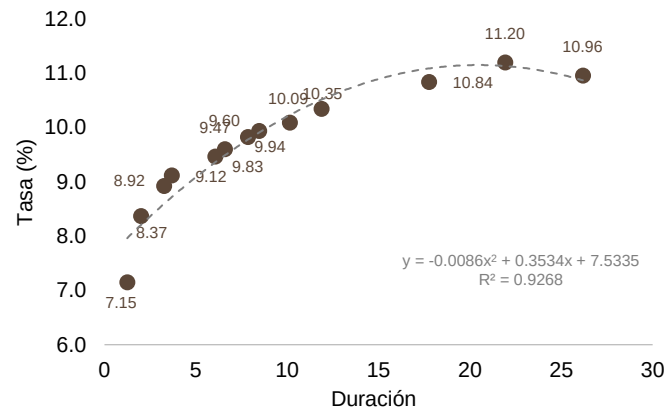
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



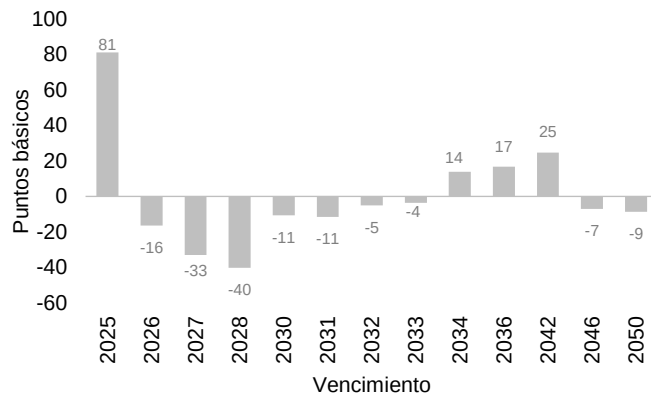
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

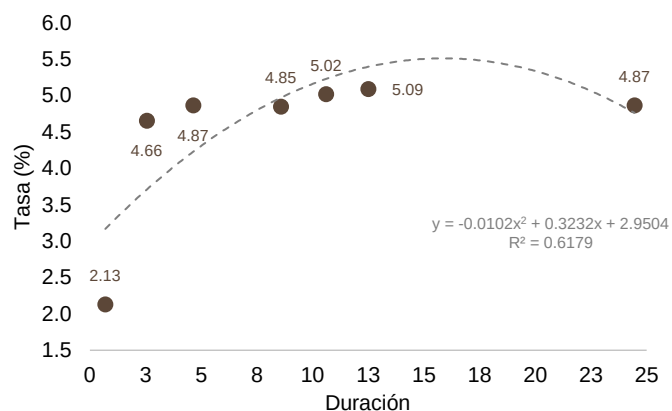
Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

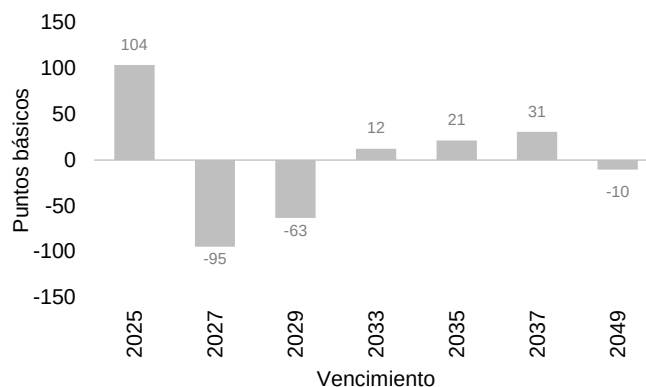


Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



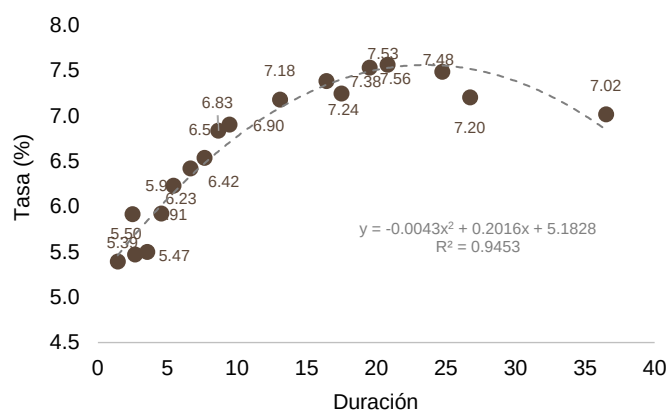
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



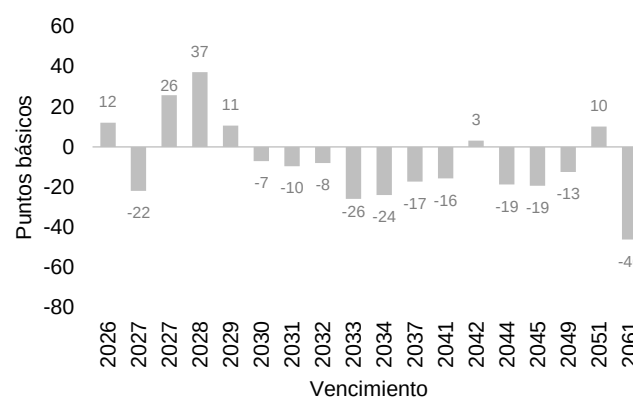
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	1.1	7.15	-115	-212	-238	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.8	8.37	-60	-101	-147	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.7	8.92	-73	-48	-98	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.0	9.12	-73	-29	-80	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.2	9.47	-83	-11	-57	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.8	9.47	-77	-18	-76	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.8	9.60	-88	-8	-62	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.5	9.83	-80	-5	-62	
TFIT11090233	feb-33	13.25	5.0	9.94	-85	2	-70	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.1	10.09	-86	11	-52	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.3	10.37	-77	26	-25	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.8	10.86	-86	53	-6	
TFIT23250746	jul-46	11.50	8.0	11.20	-46			
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.3	10.96	-76	72	10	

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	0.7	2.03	-130	-127	-224	
TUVT11170327	mar-27	3.30	2.3	4.66	-54	110	30	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.2	4.87	-57	118	49	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.2	4.85	-75	85	38	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.0	5.02	-74	90	32	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.3	5.09	-73	92	34	
TUVT32160649	jun-49	3.75	14.9	4.86	-76	82	27	

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	1.3	5.42	-32	6	-79	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.1	5.76	6	-78	-204	
COLGLBA27	abr-27	3.875	2.4	5.47	-36	11	-92	
COLGLB28	mar-28	11.850	2.8	5.55	-50	-93	-139	
COLGLB29	mar-29	4.500	3.9	5.94	-40	1	-106	
COLGLB30	ene-30	3.000	4.7	6.25	-39	15	-88	
COLGLB31	abr-31	3.125	5.6	6.44	-37	13	-73	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.3	6.56	-35	13	-74	
COLGLB33	ene-33	10.375	5.6	7.01	1	-30	-100	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.1	6.85	-35	23	-75	
COLGLB34	feb-34	7.500	6.4	6.92	-35	21	-81	
COLGLB37	sep-37	7.375	7.7	7.19	-32	28	-66	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.3	7.40	-32	38	-71	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.6	7.26	-31	38	-62	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.3	7.54	-30	44	-62	
COLGLB45	jun-45	5.000	11.1	7.57	-21	54	-49	
COLGLB49	may-49	5.200	11.7	7.51	-27	49	-54	
COLGLB51	may-51	4.125	12.8	7.23	-29	41	-48	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.9	7.05	-27	47	-37	

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.
