



Wake me up when September ends

Septiembre 30 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

Los mercados de deuda pública globales tuvieron un muy buen comportamiento en septiembre, apoyados por el inicio del ciclo de flexibilización monetaria de la Fed y unas condiciones financieras más holgadas. Los bonos más favorecidos han sido los de mercados emergentes, muy en particular los de LATAM. Las curvas de deuda pública se siguen empujando, en línea con el ciclo monetario internacional, y en mercados avanzados alcanzaron valores positivos que no se observaban desde julio de 2022.

Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes, excluyendo a China, se mantienen elevados, favorecidos por un contexto de mayor apetito por riesgo. La información disponible de septiembre sugiere continuidad en este flujo comprador. Las entradas acumuladas de estos flujos en 2024 siguen concentradas en instrumentos de deuda, que continúan ofreciendo rentabilidades atractivas y naturalmente más seguras frente a las participaciones de capital.

La curva de rendimientos TES COP presentó un desplazamiento a la baja, principalmente en títulos de corta y media duración. De forma similar, los TES UVR presentaron valorizaciones, 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 de la Nación. 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.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario disminuyeron ligeramente en septiembre, al tiempo que la liquidez permaneció en condiciones adecuadas. La demanda de inversionistas en mercado primario por TES COP y TES UVR sigue superando la de TCO, estos últimos afectados además por unas bajas rentabilidades frente a la deuda privada. Los fondos de pensiones siguen consolidando su posición como los mayores tenedores de TES, al tiempo que el apetito de inversionistas extranjeros seguiría siendo débil e irregular.

Diferentes estimaciones técnicas siguen mostrando un margen de valorización muy atractivo para TES COP y TES UVR del tramo medio de las curvas. Técnicamente, los TES de menor duración exhiben señales de sobre-compra fuerte y los de largo plazo lucen poco atractivos por el mayor riesgo implícito.



Contexto internacional

Los rendimientos de los títulos de deuda a nivel global extendieron su racha de reducciones en septiembre, favorecidos por el inicio del ciclo de recortes de tasas de interés de la Fed, pero también por la sorpresa en la magnitud de dicho recorte. Las condiciones financieras internacionales continúan mejorando, gracias a una inflación global que mantiene una tendencia bajista y unos mercados que siguen descontando más recortes en los tipos de interés de los Banco Centrales (BC) en el futuro cercano.

Bajo este contexto, los índices globales de renta fija soberana se valorizaron en promedio 1.5% 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 en sendos 0.8% (Gráfico 1). Por su parte, los índices de deuda pública de LATAM y emergentes (EM) registraron valorizaciones promedio de 2.2%, favorecidos por un mayor apetito por riesgo mundial.

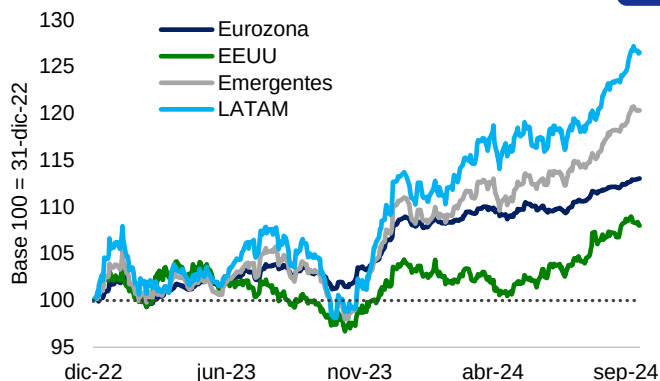
En lo que va corrido de 2024, todos los índices de renta fija soberana registran valorizaciones del orden de 6.9%. El índice de EEUU registra un incremento de 3.8%, el más rezagado frente a sus pares. Los índices de deuda pública en la Eurozona y EM muestran valorizaciones acumuladas de 6.1%, en promedio. El índice de bonos soberanos de LATAM se ha valorizado 11.6%, soportado por la reducción de tasas de política monetaria e inflación que ha sido relativamente más pronunciadas en estas economías.

En EEUU, la Fed inició su ciclo de flexibilización monetaria, en línea con lo esperado por la amplia mayoría de los analistas. No obstante, el recorte de tasas de interés fue de 50 pbs hasta el rango 4.75% - 5%, sorprendiendo la expectativa de analistas que anticipaban una reducción de 25 pbs. La mediana de pronósticos de los miembros del FOMC dan cuenta ahora de tasas terminales para 2024 y 2025 en rangos de 4.25% - 4.5% y 3.25% - 2.5%, respectivamente, niveles inferiores a los previstos en meses anteriores.

Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, sugieren un ciclo monetario que podría ser más agresivo al que esperan los

Evolución de los índices de renta fija soberana

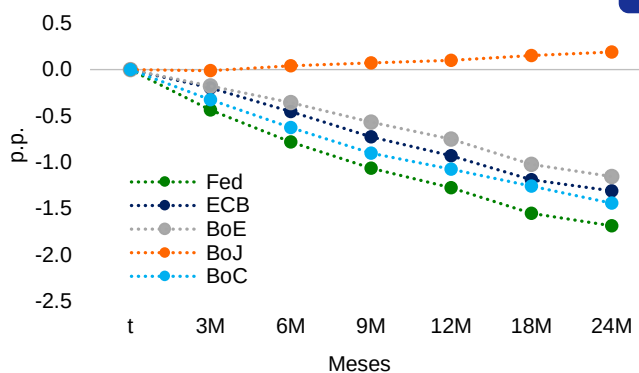
1



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.



miembros del FOMC. En efecto, para el cierre de 2024 la tasa terminal implícita se sitúa en el rango 4% - 4.25%, unos 25 pbs por debajo de las previsiones de la Fed.

El Banco Central Europeo (BCE) retomó sus recortes de tasas de referencia en septiembre. La tasa de interés de depósitos la redujo en 25 pbs hasta 3.5%, mientras que las de refinanciamiento y facilidades marginales de crédito las recortó en 60 pbs hasta 3.65% y 3.9%, respectivamente, con el objetivo de cerrar el diferencial entre sus principales tasas de política monetaria. Por su parte, el Banco Central de Inglaterra (BoE) mantuvo inalterada su tasa de referencia en 5%.

Otros faros monetarios, como el Banco de Canadá (BoC), redujo su tasa de referencia en 25 pbs hasta 4.25%. En Asia, el Banco de Japón (BoJ) mantuvo estable su tipo de interés en 0.25%, pero las expectativas implícitas en los mercados siguen anticipando incrementos en la tasa de referencia del BoJ en un horizonte de 12 meses (Gráfico 2).

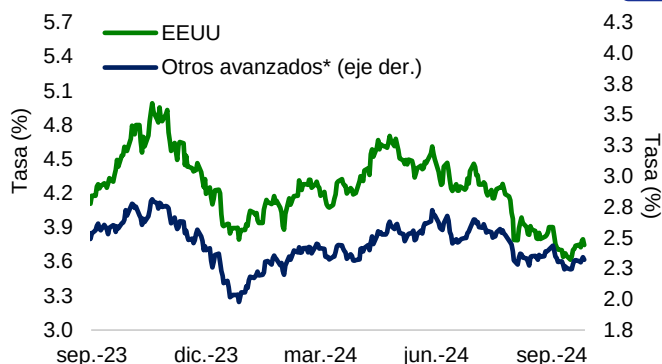
Las tasas de política monetaria en LATAM siguen descendiendo, en el balance. En Perú, México y Chile, los BC recortaron en sendos 25 pbs sus tasas referencia hasta 5.25%, 10.5% y 5.5% respectivamente. La excepción del último mes fue el BC de Brasil, el cual decidió elevar su tasa de referencia en 25 pbs hasta 10.75% en medio de unas crecientes preocupaciones de riesgos inflacionarios estructurales.

De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, los recortes de tasas de interés continuarían durante los próximos 12 meses. El ciclo de flexibilización monetaria en Colombia sigue siendo el de más espacio en la región, según lo anticipan los inversionistas.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU descendieron 9 pbs en el último mes hasta niveles de 3.75%. Controlando por la postura monetaria de la Fed, estos niveles se sitúan cerca de nuestras estimaciones de nivel justo (valor de corto plazo) que apuntan a niveles de 3.7%¹. El movimiento de estos rendimientos en el año corrido acumula un descenso de apenas 13 pbs.

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados

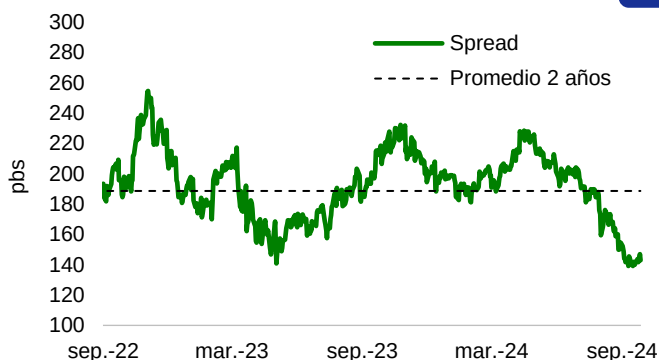
3



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.

¹ Para el cálculo utilizamos modelos de regresión simple entre los Tesoros a 10 años y tres regresores: tasa Fed, tenencias de activos Fed y condiciones de liquidez en mercado de Tesoros. Los datos son series mensuales desde enero de 2008.



Las tasas de interés a 10 años de los bonos de otros mercados desarrollados también registraron movimientos bajistas (Gráfico 3). En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* disminuyeron 2 pbs hasta 3.97%, mientras que el rendimiento del bono a 10 años de Alemania, que es la tasa de interés de referencia de la deuda soberana en la Eurozona, descendió 13 pbs y se sitúa en niveles de 2.13%. Las tasas de los bonos a 10 años en Japón bajaron 5 pbs hacia niveles de 0.85%.

El *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas volvió a descender y alcanzó mínimos no vistos desde comienzos de 2022 (Gráfico 4). El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* se sitúa en 321 pbs.

Las curvas de bonos soberanos en mercados avanzados volvieron a mostrar una pendiente positiva, situación que no se observaba desde julio de 2022 (Gráfico 5). Las pendientes de las curvas de Japón y EEUU son las más elevadas con niveles de 49 pbs y 19 pbs, respectivamente. Las curvas de deuda pública en Alemania y Reino Unido muestran una pendiente de 6 y 4 pbs, en ese mismo orden.

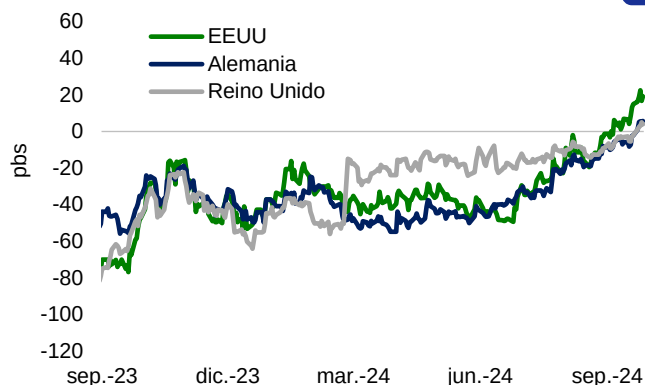
Los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo en LATAM también registraron descensos, en línea con el contexto internacional de la renta fija (Gráfico 6). En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) descendieron 14 pbs.

La percepción riesgo-país en estos mercados se deterioró levemente en septiembre. En efecto, los CDS a 5 años de LA5 aumentaron en promedio 11 pbs durante el último mes, aunque se mantienen por debajo de los promedios del año pasado (Gráfico 7).

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, completaron tres meses consecutivos en terreno positivo. Según las cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la entrada de flujos en agosto fue por USD 31,000 millones, dejando el promedio-mes de 3T24 en USD 36,100 millones de manera preliminar. En tendencia central, estos flujos de entrada contrastan con las salidas de USD 5,600 millones

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

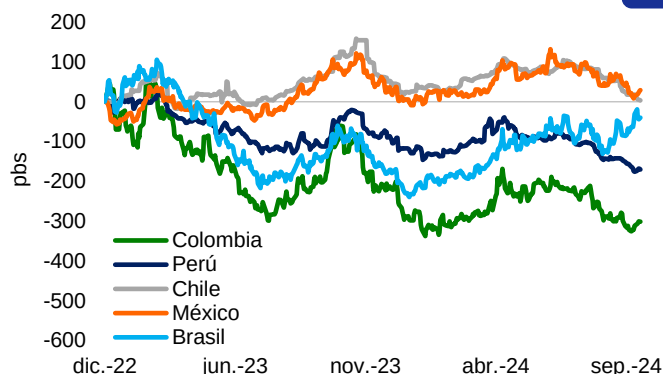
5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5*

6

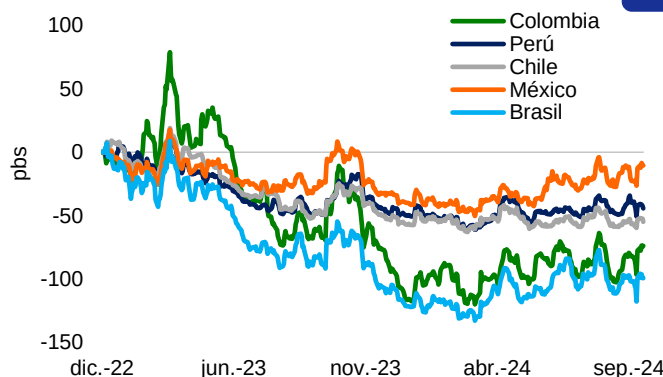


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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.



de 2T24 y son consistente con unas condiciones financieras globales menos restrictivas.

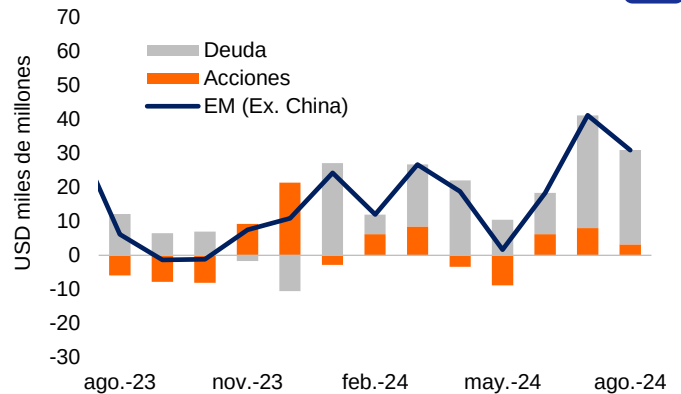
Por clase de activos, las compras de agosto volvieron a estar concentradas en títulos deuda con un flujo mensual de USD 27,800 millones, mientras que los restantes USD 3,200 millones fueron compras de acciones². En lo corrido de 2024, las compras netas de títulos de deuda ascienden a 156,800 millones, muy por encima de los flujos de USD 17,200 millones hacia participaciones de capital.

La información preliminar de septiembre de EPFR da cuenta de entradas netas que rondarían los USD 12,500 millones, dando continuidad al flujo comprador de meses previos. Las compras de acciones ascienden a USD 3,000 millones, mientras que las de bonos sugieren entradas alrededor de USD 9,000 millones.

Otros índices que anticipan estos flujos también sugieren posiciones largas de los inversionistas en activos EM. 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 31,300 millones.

Flujos de inversión de portafolio hacia EM

9



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

² IIF Capital Flows Tracker – September 2024.



Mercado local

En línea con el contexto internacional, la curva de rendimientos de los TES se desplazó a la baja durante el último mes. Las tasas de los TES COP y TES UVR de más corto plazo siguen presionadas a la baja por las operaciones no explícitas de manejo de deuda de la Nación, retirando de circulación TES COP y TES UVR de menor duración por un valor que en lo corrido del año asciende a COP 19.2 billones.

La expectativa de que BanRep acelere los recortes mensuales de tasas de interés en su reunión de septiembre, también estaría influyendo en este comportamiento del tramo corto de la curva (ver “Llegó la hora de acelerar” en [CE – Septiembre 24 de 2024](#)).

Los volúmenes de negociación descendieron levemente en septiembre y las condiciones de liquidez en el mercado permanecen en niveles adecuados. La demanda de inversionistas locales en mercado primario y secundario se mantiene fuerte, alentada por factores locales y externos favorables para la renta fija global.

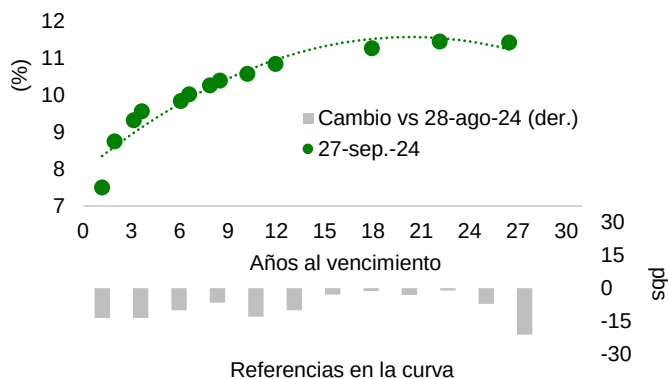
Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP disminuyó 8 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 9). La pendiente de la curva aumentó 12 pbs hasta niveles de 289 pbs y permanece en niveles históricamente altos (Gráfico 10). Como lo mencionamos previamente, parte de este comportamiento sigue afectado por los canjes de deuda de la Nación en TES COP, cuya recompra acumulada al corte de agosto asciende a COP 12.8 billones.

En el tramo corto de la curva, los rendimientos de los TES2025, los más susceptibles a los canjes de deuda, disminuyeron 14 pbs hasta niveles promedio de 7%. Las tasas de los TES2026 se redujeron también 14 pbs hasta 8.25%.

Otras tasas de interés de corto plazo, especialmente en el mercado monetario que no está sujeto a la distorsión de los canjes y funciona netamente por expectativas del ciclo monetario, también descendieron. Las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) disminuyeron hasta un promedio de 8.53% en septiembre, en línea con las reducciones en las tasas de los swaps IBR a 12 meses que se redujeron hasta 8.37%. Asimismo, las tasas de los

Evolución mensual de la curva TES COP

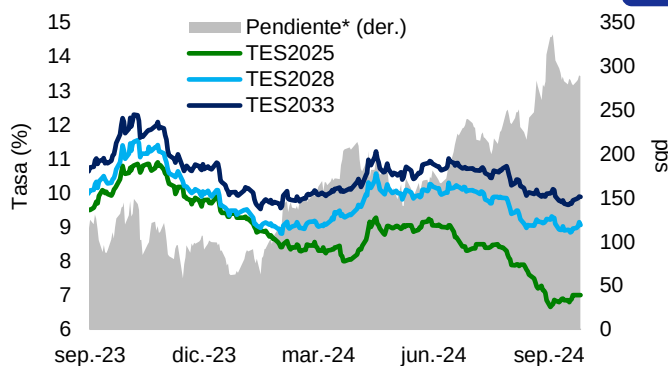
9



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.



TES a 1 año en la curva cero-cupón descendieron hasta 8% (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 9.92%. El diferencial a 1 año entre estos títulos y los TCO aumentó a niveles de 139 pbs, lo que mantiene un atractivo relativamente mayor hacia títulos de deuda privada.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron valorizaciones en tasa de 8 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2028, una de las referencias más líquidas de este tramo, presentó una disminución de 6 pbs hasta 9.06%. Adicionalmente, los rendimientos de los TES2027 bajaron 10 pbs hasta 8.82%.

Los rendimientos de los TES COP de más largo plazo registraron también reducciones, en promedio de 7 pbs, lo cual se sustenta por unas presiones fiscales e idiosincráticas que le han restado atractivo a estos papeles. Los TES2046 fueron los que más se valorizaron en este tramo con caídas en tasa de 21 pbs hasta 10.94%. En promedio, las tasas de interés de los TES de más larga duración se sitúan en 10.17%.

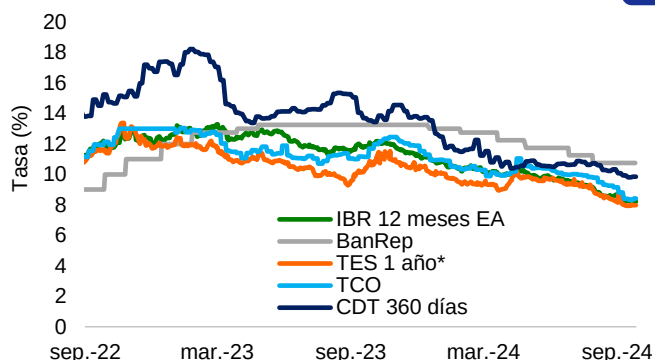
La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró también un movimiento a la baja de 10 pbs. En el tramo corto de la curva, las tasas de los TESUVR2025 disminuyeron 39 pbs hasta 1.63%, la más fuerte por referencias individuales en esta curva (Gráfico 12). Similar a lo que ocurre en la curva 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 a COP 6.4 billones al corte de agosto.

En el tramo medio de la curva TES UVR, los rendimientos de los títulos se mantuvieron relativamente estables. Allí sobresalen los rendimientos de los TESUVR2029, los cuales registraron una reducción de 6 pbs hasta 4.87%. En el tramo largo de la curva, el movimiento promedio de los rendimientos de los títulos fue de 8 pbs a la baja, donde sobresale el movimiento de 16 pbs de las tasas de los TESUVR2035 hasta niveles de 4.91%.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES ascendió levemente hasta niveles del orden de 5.02%, pero su tendencia a distintos plazos se mantiene

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

11

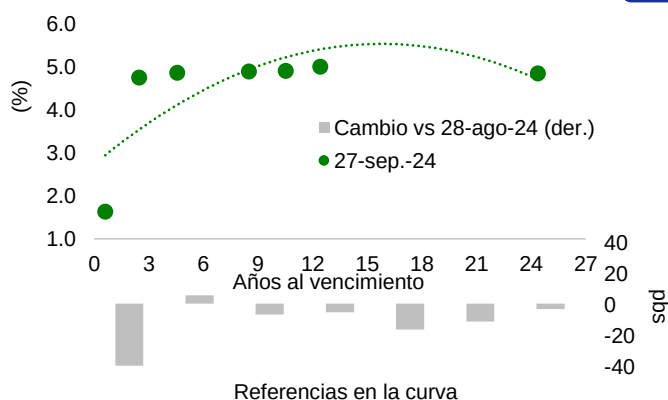


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Evolución mensual de la curva TES UVR

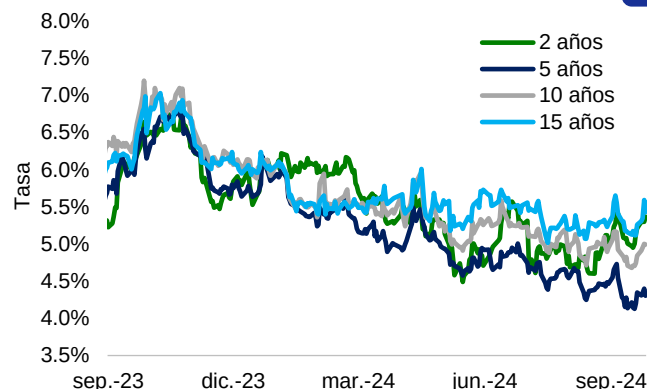
12



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

13



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.



bajista (Gráfico 13). El promedio de las inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES se redujo en septiembre hasta 5.06%, mínimos no vistos desde finales de 2021.

El volumen promedio-día transado en SEN en septiembre fue de COP 3.2 billones, levemente inferior frente a los volúmenes de agosto. En comparación con el mismo mes del año anterior, estos volúmenes de septiembre fueron ligeramente más bajos en COP 400 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, TESUVR2027 y TESUVR2029.

La curva TES USD registró un movimiento bajista en todo su nivel de 6 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.

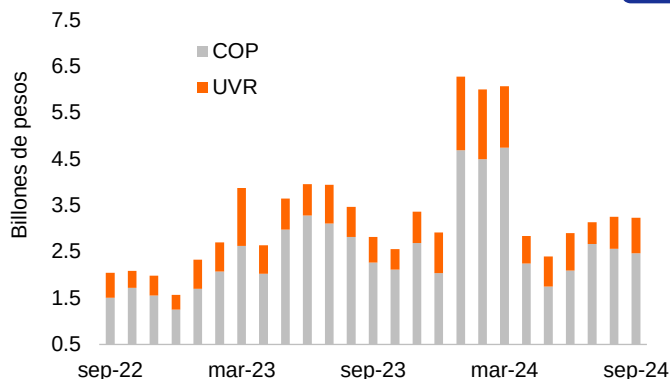
Los rendimientos del tramo corto de la curva TES USD registraron reducciones de 13 pbs, alcanzando niveles de 5.35%. En la parte media y larga de la curva, las tasas de interés disminuyeron en promedio 5 pbs hasta 6.98%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés se redujeron apenas 1 pb hasta 7.28%.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2024, el monto total hasta el 25 de septiembre asciende a COP 37.7 billones, lo que representa un cumplimiento del 91.9% 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 97.2% del acumulado para el mismo periodo de 2023, pero supera el promedio de 82.7% para el mismo horizonte de tiempo de los últimos 5 años (Gráfico 15).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 24.8 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 16.7 billones de TES COP; y ii) COP 8.1 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascienden a COP 12.9 billones.

Volumen de negociación promedio-día en SEN

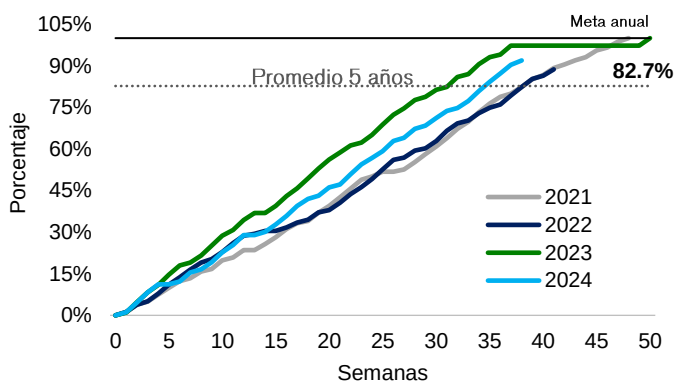
14



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

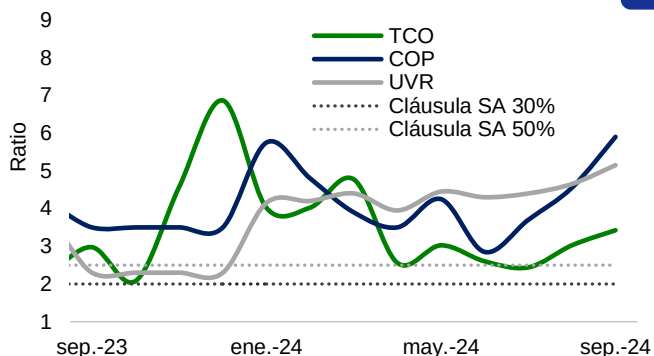
15



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.



Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en septiembre registraron un promedio de 10.53%, por debajo del promedio de agosto. La demanda de los inversionistas aumentó, con un *bid-to-cover* promedio que se situó en 5.9 veces (Gráfico 16). En las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas promedio también bajaron hasta 4.83% y el *bid-to-cover* sigue alcanzando máximos históricos, llegando a niveles de 5.9 veces.

Con relación a las subastas de TCO, en el transcurso de 2024 el monto colocado asciende a COP 13.7 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de septiembre registraron un promedio de 8.49% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 3.4 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 agosto, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 960 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 57%, superior al 53.9% del mismo mes de 2023 y alcanza máximos desde abril de 2023.

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se sitúa en 37.3% del PIB, superior al 34.4% del mismo mes del año anterior. La proporción de la deuda externa fue de 19.7% del PIB, levemente por encima al 19.5% de agosto de 2023 (Gráfico 17).

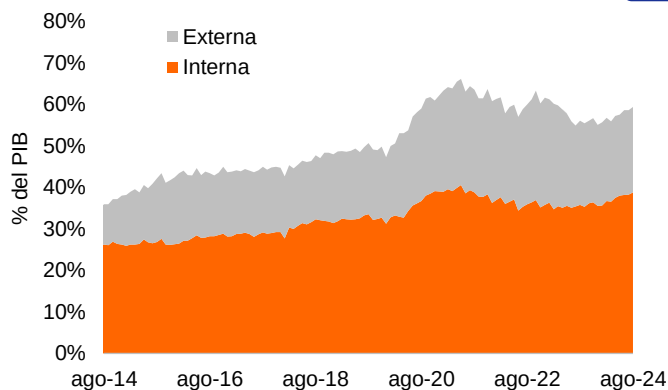
Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 65.4% del saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles del 34.6%.

Los datos de agosto de tenedores de TES, publicados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), dieron cuenta de una recuperación de la demanda de los Fondos de Capital Extranjeros (FCE), en medio de un sólido y continuo apetito de los institucionales locales.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) aumentaron su posición como los 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 por COP 2.9 billones, completando 20

Saldo de la deuda bruta total del GNC

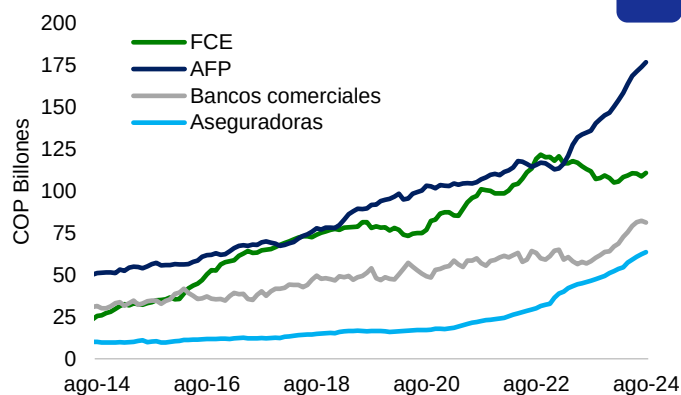
17



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

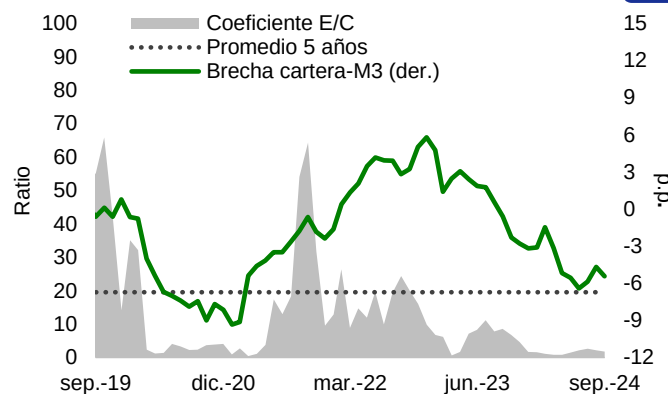
18



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

19



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC



meses consecutivos de incrementos netos en sus posiciones de TES (Gráfico 18).

Los bancos comerciales fueron vendedores en COP 1 billón y su participación sobre el saldo total disminuyó hasta 14.5%. En contraste, las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.3 billones mensuales, con lo cual su participación sobre el saldo total se incrementó a un nuevo máximo histórico de 11.4%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 800 mil millones. Por otra parte, el BanRep realizó compras definitivas de TES por COP 3.3 billones, la más alta desde agosto de 2023, 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) aumentaron su posición en COP 2.1 billones, la compra mensual más alta desde marzo de 2024. El saldo de tenencias netas de los FCE aumentó hasta COP 110.6 billones, aunque se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 19.8% del saldo total de la deuda pública interna.

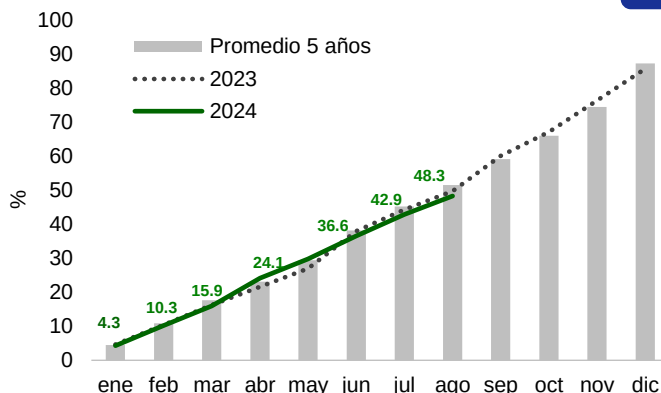
Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo vendedores netos por COP 2.3 billones en septiembre. Las cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria confirman lo anterior, con salidas acumuladas por USD 58 millones en septiembre.

En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep disminuyó en septiembre hasta un promedio-día de COP 17.1 billones. Frente al mismo mes del año pasado (COP 17.8 billones), la demanda de liquidez también fue inferior, aunque no necesariamente sugiere condiciones más restrictivas en la liquidez.

El cupo de repos de expansión a un día se redujo levemente a COP 11.9 billones, con una utilización que aumentó a 77%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 11.6% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados se mantuvo relativamente estable en COP 9.6 billones.

Comparativo del ritmo de ejecución del PGN

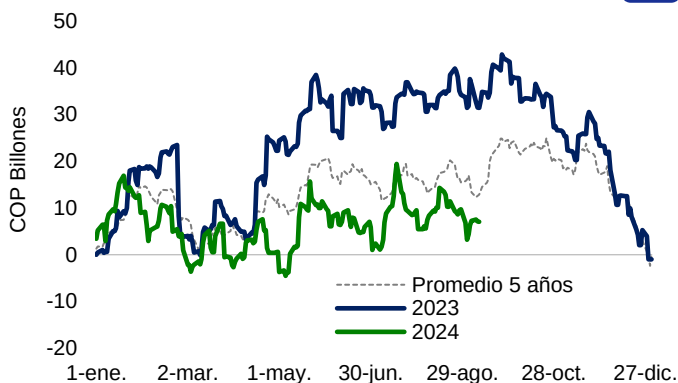
20



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio año corrido de los depósitos de la DTN

21



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) disminuyó en septiembre 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 al sistema financiero (Gráfico 19).

De acuerdo con cifras de la DIAN, el recaudo tributario acumulado al corte de agosto asciende a COP 178.6 billones, lo que refleja un cumplimiento de 69.3% de la meta establecida en el MFMP24. Frente al acumulado de 2023, el recaudo total registra una caída de 9.3% (cerca de un -14.6% en términos reales), muy por debajo del crecimiento acumulado de 29.7% del mismo periodo del año pasado.

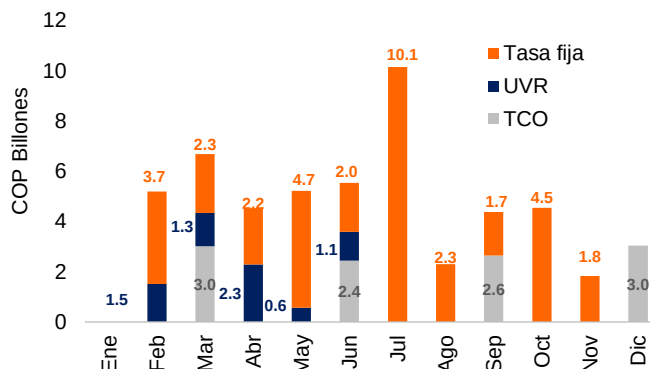
Por su parte, la ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) al mes de agosto, excluyendo servicio de deuda, asciende a 48.3% de la meta (Gráfico 20). Este ritmo de ejecución es levemente inferior al 49.8% de 2023 y al promedio de 51.6% de los últimos 5 años, lo que es consistente con el ajuste 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 7.1 billones al corte del 13 de septiembre (Gráfico 21). Esta cifra es sustancialmente inferior a los cerca de COP 34.6 billones que se acumularon en la caja de la DTN durante el mismo periodo de 2023.

Esperamos que las condiciones de liquidez permanezcan relativamente holgadas en octubre, en parte gracias al pago de cupón de los TES2034 por COP 4.5 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 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 3.19% hasta 3.46%, en línea con la tasa promedio de 3.46% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 93 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 descendieron hasta 5.42%, pero se mantienen por encima de la media muestral de 3.44%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -1.2 p.p., por debajo del nivel promedio de muestra de 0.3 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 39 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un margen de valorización de 22 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 98 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 4 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 27 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 9.39% (Gráfico 23).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 9.9%, lo anterior sugiere un margen de valorización de 52 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 y el margen de valorizaciones en los títulos a mayor plazo luce amplio, en línea con un ciclo bajista de inflación y tasas de política monetaria.

En nuestro escenario base, esperamos dos recortes de 25 pbs en la tasa de la Fed para sus reuniones de noviembre y diciembre (ver “Tiempo de relajamiento” en [CE – Septiembre 19 de 2024](#)). Sin embargo, no descartamos otra sorpresa de 50 pbs en la magnitud de los recortes mensuales antes de finalizar el año.

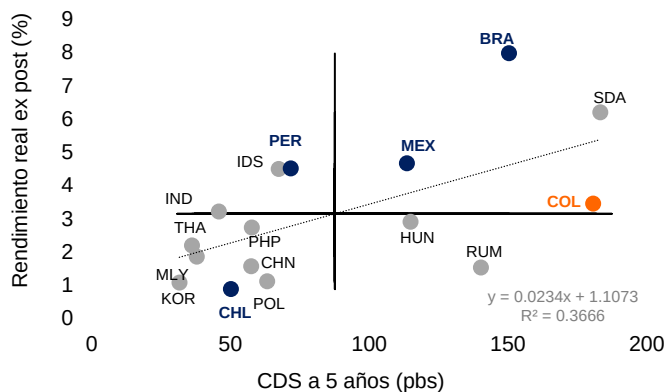
De cara al futuro cercano, es de esperar algo de lateralidad en las tasas de interés de largo plazo en los mercados de deuda. Los mercados han venido anticipando recortes agresivos de tasas de interés de la Fed en el actual ciclo, por lo cual otro recorte de 50 pbs en la tasa Fed no implicaría turbulencia en los precios de los activos.

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 elevados y respaldados por expectativas de menores tasas de interés e inflación. El espacio en los TES de mayor duración exhibe márgenes de valorización limitados, dados unos potenciales deterioros adicionales en la percepción de riesgo-país.

Para octubre **estimamos niveles objetivo de 7.7% para los TES2026 y de 9.9% para los TES2033**. Estas perspectivas siguen incorporando de manera implícita un empinamiento de la curva TES COP.

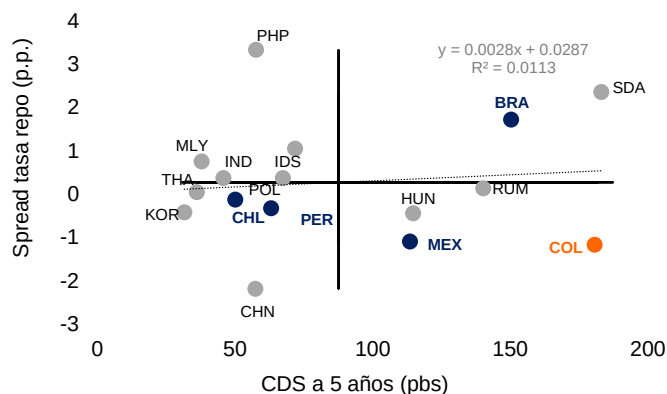


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



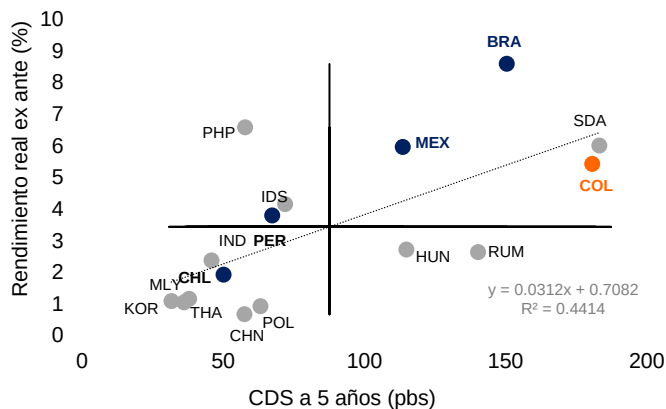
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



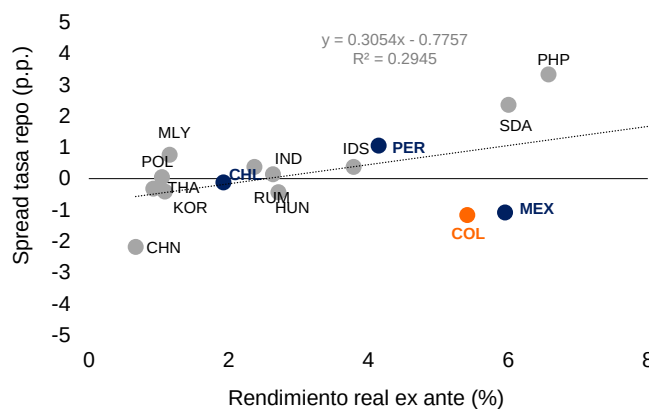
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



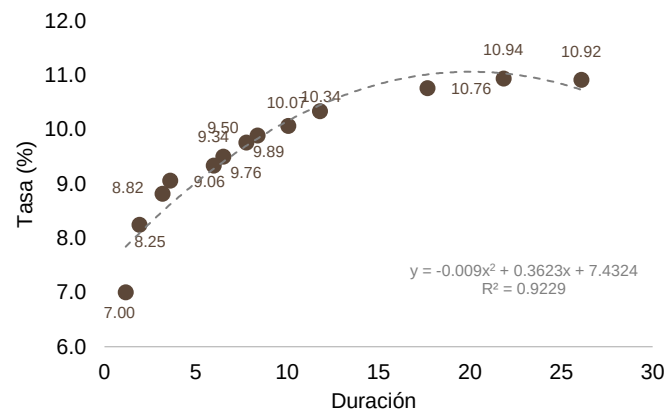
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



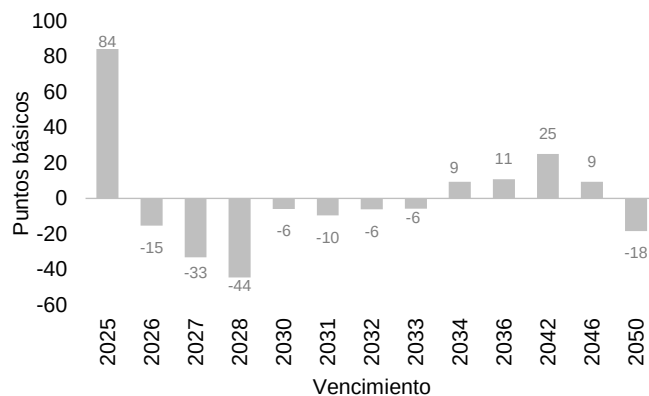
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

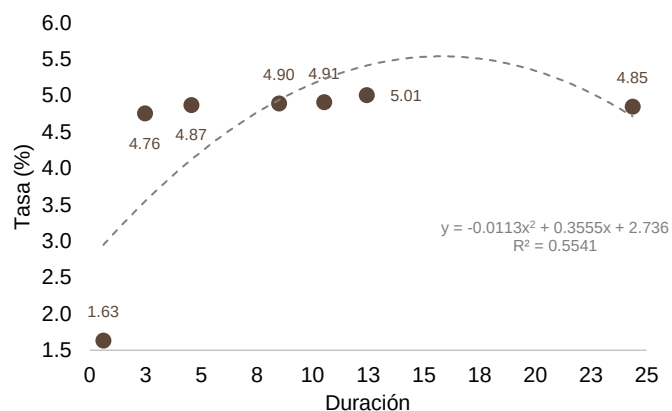
Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

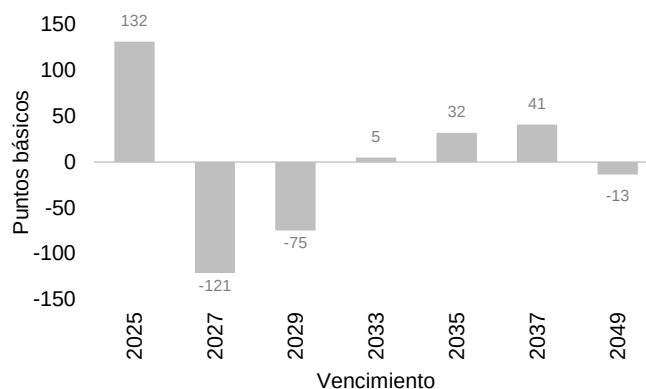


Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



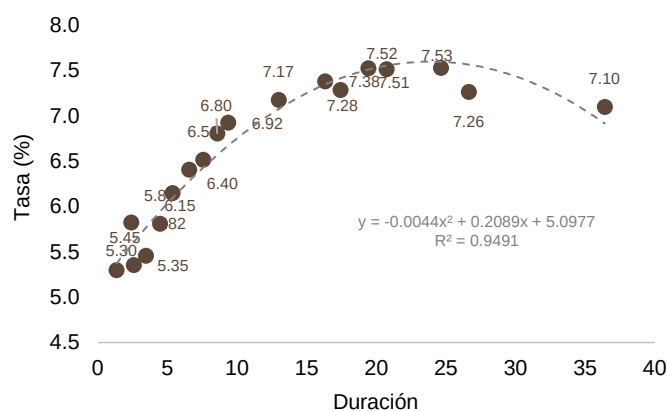
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



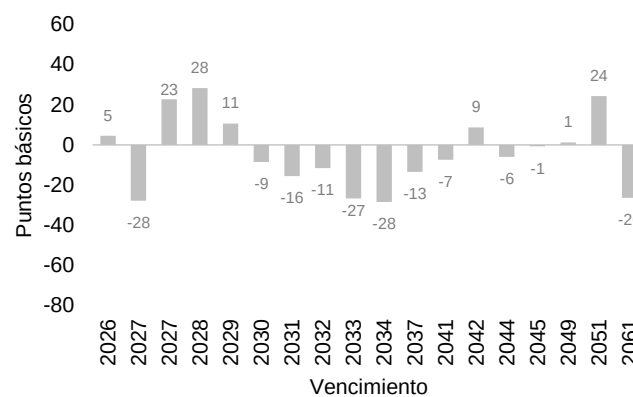
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	1.0	7.00	-28	-227	-360	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.7	8.30	-8	-108	-262	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.6	8.86	-7	-54	-228	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.0	9.15	1	-26	-199	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.5	9.38	-9	-19	-197	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.7	9.45	-2	-20	-205	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.7	9.55	-7	-13	-208	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.5	9.68	-13	-21	-201	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.9	9.90	0	-2	-209	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.0	10.04	-4	6	-198	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.2	10.50	15	39	-144	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.7	10.84	-2	51	-133	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.9	11.05	-15			
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.2	11.05	7	81	-110	

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	0.6	1.70	-60	-160	-239	
TUVT11170327	mar-27	3.30	2.3	4.75	6	119	8	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.1	4.89	-1	120	6	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.1	4.90	-1	90	-11	
TUVT20040435	abr-35	4.75	7.9	4.91	-14	79	-24	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.3	5.10	-3	93	-12	
TUVT32160649	jun-49	3.75	14.8	4.85	-6	81	-15	

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	1.2	5.32	-7	-4	-107	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.1	5.68	-24	-86	-237	
COLGLBA27	abr-27	3.875	2.3	5.33	-13	-3	-131	
COLGLB28	mar-28	11.850	2.8	5.43	-11	-105	-184	
COLGLB29	mar-29	4.500	3.8	5.78	-13	-15	-155	
COLGLB30	ene-30	3.000	4.6	6.12	-9	1	-142	
COLGLB31	abr-31	3.125	5.5	6.36	-4	5	-120	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.2	6.48	-4	5	-117	
COLGLB33	ene-33	10.375	5.5	6.90	-11	-41	-139	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.0	6.77	-4	15	-120	
COLGLB34	feb-34	7.500	6.4	6.90	1	19	-122	
COLGLB37	sep-37	7.375	8.2	7.14	-2	23	-105	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.3	7.34	-2	32	-104	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.6	7.22	0	34	-98	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.3	7.47	-3	37	-97	
COLGLB45	jun-45	5.000	11.1	7.46	-2	43	-87	
COLGLB49	may-49	5.200	11.6	7.48	2	45	-88	
COLGLB51	may-51	4.125	12.8	7.21	4	39	-85	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.8	7.04	5	46	-72	

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.
