



Tercera ola de reajustes

Octubre 24 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 bonos soberanos mundiales se desvalorizaron durante el último mes, afectados principalmente por una tercera ola de reajustes en las expectativas del mercado en torno a la velocidad de flexibilización monetaria de la Fed. Las cifras de actividad y del mercado laboral siguen reafirmando un buen comportamiento de la economía norteamericana, al tiempo que la inflación se ha estabilizado en niveles ligeramente por encima de la meta de la Fed. El exceso de oferta de Tesoros ha persistido y podría exacerbarse en los próximos meses, generando presiones adicionales a los rendimientos de la renta fija internacional.

Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia mercados emergentes, excluyendo a China, siguen favorecidos por un contexto de mayor apetito por riesgo. No obstante, la información disponible de octubre sugiere una moderación en la demanda de estos activos. Las entradas acumuladas de estos flujos en 2024 siguen concentradas en instrumentos de deuda.

La curva de rendimientos TES COP presentó un fuerte desplazamiento al alza, principalmente en títulos con vencimientos de mediano plazo, con excepción de los títulos de menores duraciones que siguen beneficiados por las operaciones de manejo de deuda pública. De forma similar, los TES UVR presentaron desvalorizaciones significativas. La curva de rendimientos de los TES USD también se desplazó al alza y mantiene un patrón de empinamiento, consistente con el empinamiento de las curvas de deuda pública globales.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario disminuyeron y la liquidez permaneció en condiciones balanceadas. Faltando sólo las colocaciones de TES verdes, en octubre se alcanzó la meta programada de emisiones de TES por subasta para 2024, gracias a una fuerte demanda de inversionistas locales que mantuvo activas las cláusulas de sobre-adjudicación durante buena parte del año. Los fondos de pensiones siguen consolidando su posición como los mayores tenedores de TES, al tiempo que el apetito de inversionistas extranjeros por TES permanece débil.

Diferentes estimaciones de valor justo sugieren márgenes de ganancia muy estrechos en las curvas TES COP y TES UVR. Técnicamente, los TES de menor duración exhiben señales de sobre-compra fuerte. Además, los TES de más largo plazo siguen expuestos al mayor riesgo implícito.

Contexto internacional

Los bonos soberanos de largo plazo a nivel mundial se desvalorizaron durante el último mes, afectados principalmente por una nueva ola de reajustes en las expectativas del mercado en torno a la velocidad de flexibilización monetaria de la Fed en EEUU (la tercera en menos de 1 año). El persistente exceso de oferta de Tesoros también mantiene presiones al alza en los rendimientos de estos títulos.

Bajo este contexto, los índices globales de renta fija soberana se desvalorizaron en promedio 1.3% 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 disminuyeron 2.1% y 0.5%, respectivamente (Gráfico 1). Por su parte, los índices de deuda pública de LATAM y de mercados emergentes (EM) registraron desvalorizaciones promedio de 1.3%.

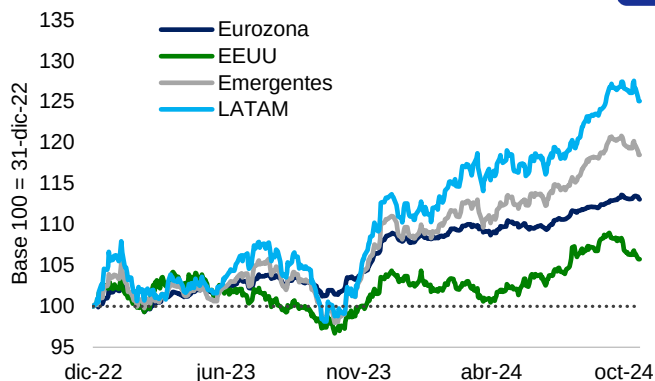
A pesar de lo anterior, en lo que va corrido de 2024 todos los índices de renta fija soberana registran valorizaciones del orden de 5.2%. El índice de EEUU registra un incremento de 2.3%, el más rezagado frente a sus pares. En efecto, los índices de deuda pública en la Eurozona y EM muestran valorizaciones acumuladas de 4.4%, en promedio. El índice de bonos soberanos de LATAM se ha valorizado 9.7%, soportado por las reducciones de tasas de interés e inflación que han sido relativamente más pronunciadas en estas economías y un mayor apetito por riesgo global.

En EEUU, la Fed ha dado recientemente señales de cautela en su proceso de flexibilización monetaria, ciclo que inició en su pasada reunión de septiembre con un recorte de 50 pbs. De hecho, la mayoría de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) han desestimado la probabilidad de que los próximos recortes de tasas de referencia tengan la misma magnitud, en un entorno donde las cifras de actividad y del mercado laboral siguen sorprendiendo los estimativos y la inflación se ha estabilizado en niveles ligeramente por encima de la meta de 2% de la Fed.

Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, sugieren una reducción adicional de 50 pbs para lo que resta de 2024, lo que

Evolución de los índices de renta fija soberana

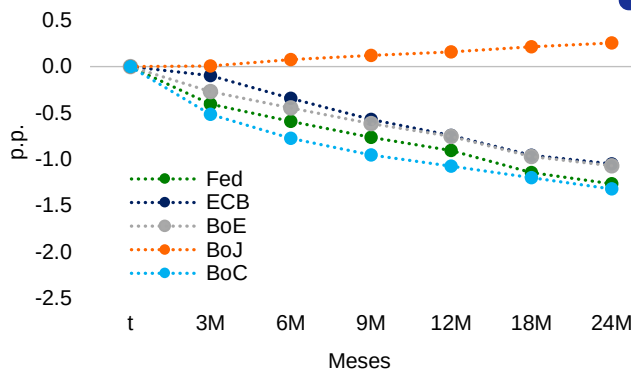
1



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.

aumenta la probabilidad de sendos recortes de 25 pbs en sus reuniones de noviembre y diciembre, muy en línea con nuestro escenario base (ver “Tiempo de relajamiento” en [CE – Septiembre 19 de 2024](#)). Para el cierre de 2025, la tasa terminal implícita en el mercado monetario se sitúa en el rango 3.25% - 3.5%, lo que equivale a un ciclo completo de 100 pbs de recortes en las tasas Fed el próximo año.

El Banco Central Europeo (BCE) redujo nuevamente sus tasas de referencia en 25 pbs hasta 3.4% en octubre. El mercado descuenta otro recorte de la misma magnitud para la reunión de diciembre y un ciclo completo de 125 pbs en la tasa de referencia para 2025. El Banco de Canadá (BoC), por su parte, redujo su tasa de referencia en 50 pbs hasta 3.75%.

Por otro lado, el Banco Central de Inglaterra (BoE) no tomó decisión de tasas de interés durante el último mes, aunque se espera que retome su senda de recortes de tasas en la reunión de noviembre. En Asia, el Banco de Japón (BoJ) tampoco tomó decisión de tasas de interés, pero las expectativas implícitas en los mercados siguen anticipando leves incrementos en la tasa de referencia del BoJ para los próximos 12 – 24 meses (Gráfico 2).

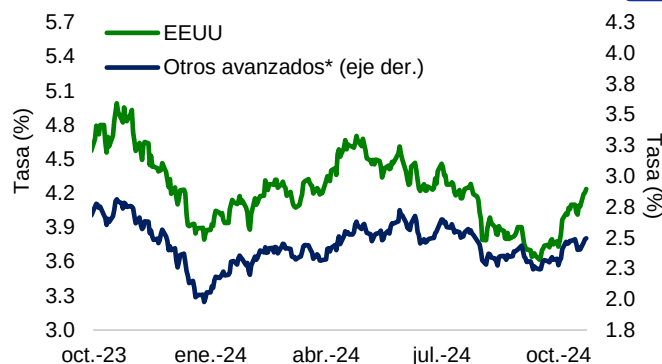
La mayoría de los Bancos Centrales (BC) en LATAM siguen frenando su proceso de flexibilización monetaria. En octubre, el BC de Chile recortó en 25 pbs su tasa de referencia hasta 5.25% y el de Perú sorprendió al mercado manteniéndola inalterada en 5.25%.

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 aumentaron 46 pbs en el último mes hasta niveles de 4.24%, alcanzando máximos no vistos desde el pasado mes de julio. Controlando por la postura monetaria de la Fed, estos niveles se sitúan por encima de nuestras estimaciones de nivel justo (valor de corto plazo) que apuntan a niveles de 4.1%¹. El movimiento de

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados

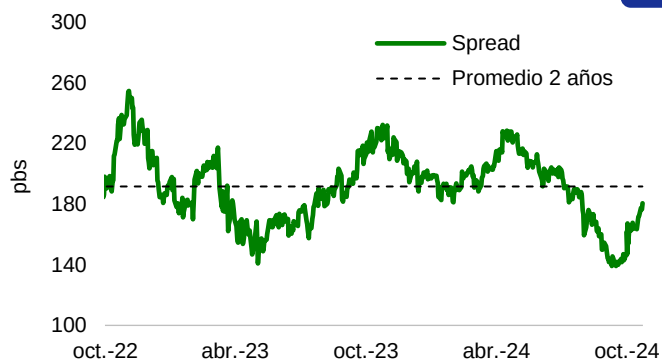
3



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.

estos rendimientos en el año corrido acumula un aumento de 36 pbs.

Las tasas de interés a 10 años de los bonos de otros mercados desarrollados también registraron movimientos alcistas (Gráfico 3). En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* aumentaron 20 pbs hasta 4.2%, mientras que en los bonos a 10 años de Alemania, la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, sus tasas de interés ascendieron 18 pbs hasta 2.3%. Los rendimientos de los bonos a 10 años en Japón aumentaron 12 pbs hacia niveles de 0.98%.

El *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas aumentó 33 pbs en octubre, después de haber alcanzado mínimos en septiembre (Gráfico 4). El mayor *spread* continúa siendo contra los bonos de Japón, el cual se sitúa en 363 pbs.

Las curvas de bonos soberanos en mercados avanzados mantuvieron un marcado patrón de empinamiento, en línea con el ciclo nominal y aumentos en la percepción de riesgo a plazo (Gráfico 5). Las pendientes de las curvas de Japón y Alemania son las más elevadas con niveles de 53 pbs y 21 pbs, respectivamente. Las curvas de deuda pública en EEUU y Reino Unido muestran una pendiente positiva de 16 y 11 pbs, en ese mismo orden.

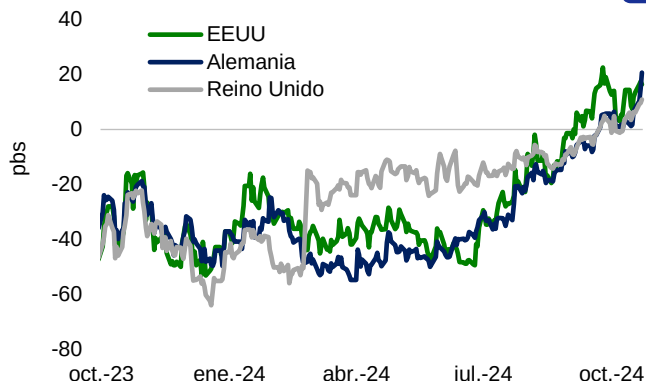
Los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo en LATAM también registraron aumentos importantes, en línea con el contexto internacional de la renta fija (Gráfico 6). En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) ascendieron 52 pbs, especialmente los títulos de Brasil, México y Colombia.

La percepción riesgo-país en los mercados de LA5, medidos a través de los CDS a 5 años, aumentó levemente durante el último mes, aunque en promedio permanece por debajo de los registros del año pasado. Las primas de riesgo en México y Colombia han sido las que más han aumentado en los últimos meses (Gráfico 7).

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, completaron cuatro meses consecutivos en terreno positivo. Según las cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

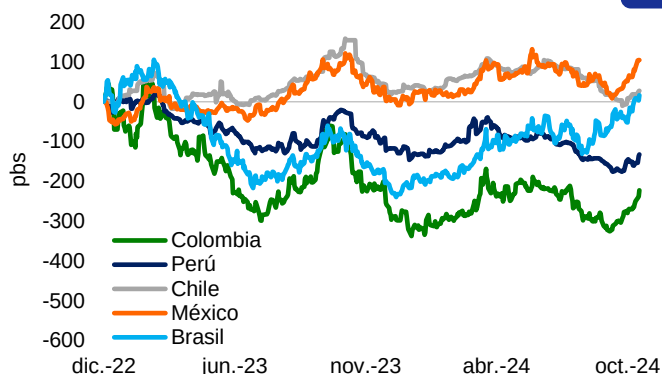
5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5*

6

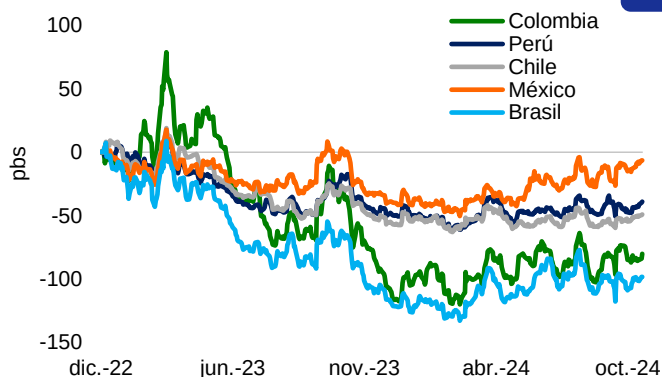


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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.

entrada de flujos en septiembre fue por USD 28,700 millones, dejando el promedio-mes de 3T24 en USD 34,600 millones. En tendencia central, estos flujos de entrada contrastan con las salidas de USD 6,300 millones de 2T24 y son consistentes con unas condiciones financieras globales menos restrictivas.

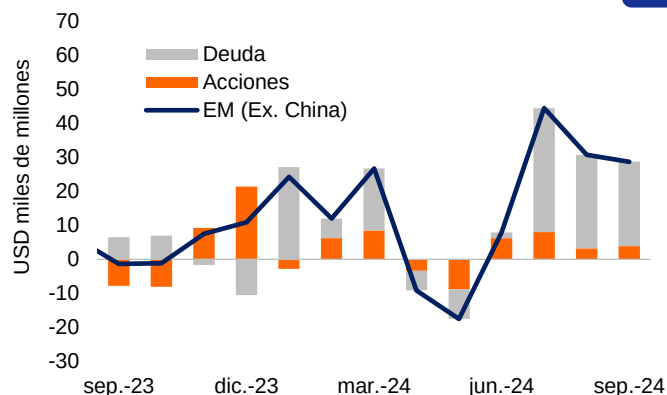
Por clase de activos, las compras de septiembre volvieron a estar concentradas en títulos deuda con un flujo mensual de USD 24,800 millones, mientras que los restantes USD 3,900 millones fueron compras de acciones² (Gráfico 8). En lo corrido de 2024, las compras netas de títulos de deuda ascienden a USD 127,100 millones, muy por encima de los flujos de USD 21,100 millones hacia compras de participaciones de capital.

La información preliminar de octubre del IIF da cuenta de ventas netas por USD 16,300 millones. En acciones se evidencian salidas de estos flujos que rondarían los USD 16,600 millones, mientras que las compras de bonos sugieren entradas alrededor de USD 300 millones.

Otros índices adelantados de estos flujos sugieren una moderación en la demanda de activos hacia EM, no necesariamente ventas. 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 29,700 millones, inferior al promedio mes de 3T24 reportado por el IIF.

Flujos de inversión de portafolio hacia EM

8



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

² IIF Capital Flows Tracker – October 2024.

Mercado local

En línea con el contexto internacional, la curva de rendimientos de los TES se desplazó fuertemente al alza durante el último mes, principalmente los títulos de media duración. Las operaciones no explícitas de manejo de deuda de la Nación, retirando de circulación TES COP y TES UVR de menor duración, ascendieron hasta COP 21.1 billones con corte a septiembre. Según nuestros cálculos, estas recompras habrían continuado en octubre, concentradas en un 76% en TES COP.

Los volúmenes de negociación descendieron en octubre y las condiciones de liquidez en el mercado permanecen en niveles balanceados. La demanda de inversionistas locales en el mercado primario se debilitó en octubre en medio de la finalización el programa de colocaciones de TES de largo plazo (excepto TES verdes), aunque la del secundario se mantiene fuerte.

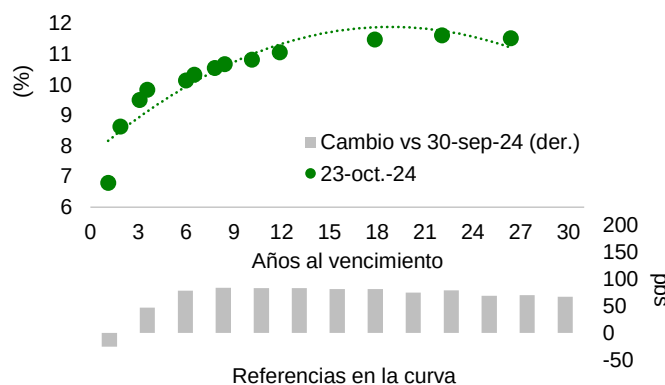
Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP aumentó 67 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 9). La pendiente de la curva se incrementó 106 pbs hasta niveles de 388 pbs y permanece en niveles históricamente altos (Gráfico 10).

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 septiembre asciende a COP 14.5 billones. En el tramo corto de la curva, los rendimientos de los TES2025, los más susceptibles a estos canjes de deuda, disminuyeron 25 pbs hasta niveles promedio de 6.8%. En contraste, las tasas de los TES2026 se incrementaron 47 pbs hasta 8.64%.

Las tasas de interés de más corto plazo en el mercado de TES registraron leves incrementos, afectados por la coyuntura adversa para el mercado de deuda pública y también por una menor demanda de inversionistas locales. Las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) aumentaron hasta un promedio de 8.66% en octubre, algo que las tasas de los TES a 1 año en la curva cero-cupón también hicieron hasta niveles de 8.42% (Gráfico 11).

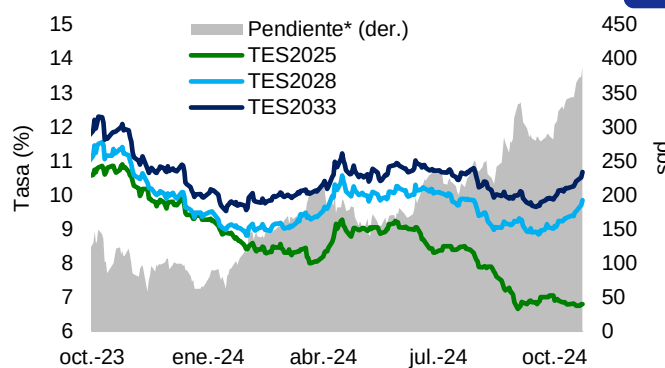
En contraste, las tasas de interés de corto plazo en el mercado monetario y de deuda privada registraron

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.

descensos. Las tasas de los swaps IBR a 12 meses disminuyeron hasta niveles promedio de 8.35%, favorecidas por unas expectativas del mercado que siguen apostando a recortes ligeramente más agresivos en la tasa de BanRep durante los próximos meses. Asimismo, las tasas de interés de los títulos de deuda privada a 360 días se redujeron hasta niveles promedio de 9.78%.

En este entorno, el diferencial entre las tasas de los títulos de deuda privada a 1 año y los TCO se redujo a niveles de 112 pbs, levemente por debajo de su promedio histórico de 113 pbs. Situación que erosiona el atractivo de la deuda privada en favor de la deuda pública de corto plazo.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones en tasa de 81 pbs, en promedio. El rendimiento de los TES2028, una de las referencias más líquidas de este tramo, presentó un aumento de 84 pbs hasta 9.85%. Adicionalmente, los rendimientos de los TES2027 se elevaron en 78 pbs hasta 9.51%.

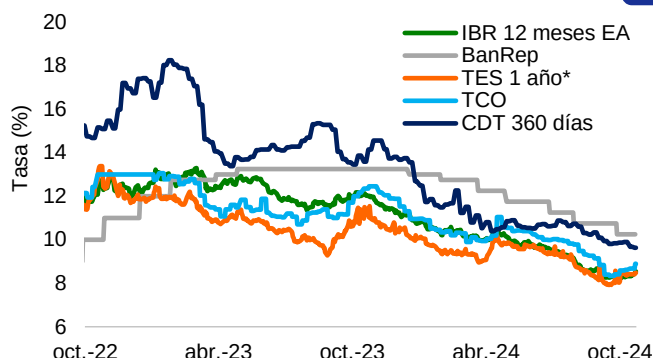
Los rendimientos de los TES COP de más largo plazo registraron también incrementos, en promedio de 77 pbs. Los TES2030 y TES2031 fueron los que más se desvalorizaron en este tramo con aumentos en tasa de 83 pbs hasta 10.14% y 10.33%, respectivamente. En promedio, las tasas de interés de los TES de más larga duración se sitúan en 10.91%.

La curva de rendimientos de los TES UVR registró también un movimiento alcista en todo su nivel de 35 pbs. En el tramo corto de la curva, las tasas de los TESUVR2025 aumentaron 49 pbs hasta 2.01%, la más fuerte por referencias individuales en esta curva (Gráfico 12). La recompra acumulada de estos títulos por operaciones de canjes de la Nación este año asciende a COP 8.6 billones al corte de septiembre y según nuestros cálculos, estas recompras continuaría en octubre, aunque estarían concentradas principalmente en TES COP.

En el tramo medio de la curva TES UVR se registraron también desvalorizaciones de 26 pbs, en promedio. Allí sobresalen los rendimientos de los TESUVR2029, los cuales se incrementaron 28 pbs hasta 5.2%. En el tramo largo de la curva, el movimiento promedio de los

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

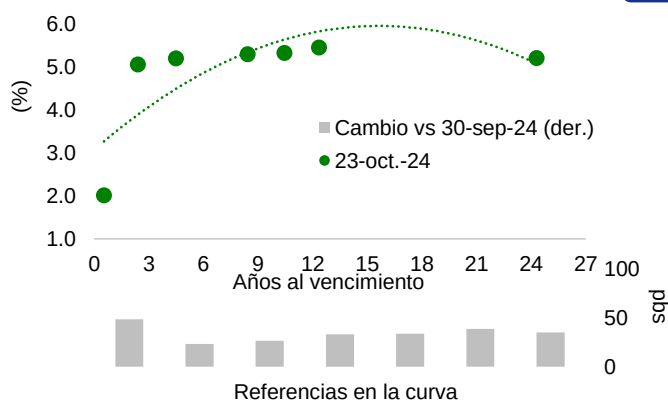
11



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

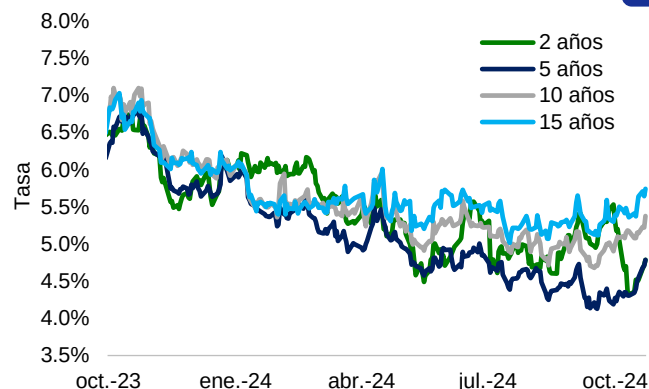
12



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

13



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

rendimientos de los títulos fue de 36 pbs al alza, donde sobresale el aumento de 35 pbs en las tasas de los TESUVR2035 hasta niveles de 5.33%.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES ascendió hasta niveles del orden de 5.17%, afectas en parte por el estrés del mercado y el fuerte aumento en los TES de mayores vencimientos (Gráfico 13). El promedio de las inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES, que resulta una medida más precisa, se redujo en octubre hasta 5.03%, mínimos no vistos desde finales de 2021.

El volumen promedio-día transado en SEN en octubre fue de COP 2.4 billones, inferior a los volúmenes registrados en septiembre. En comparación con el mismo mes del año anterior, estos volúmenes fueron similares (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 TESUVR2027, TESUVR2029 y TESUVR2049.

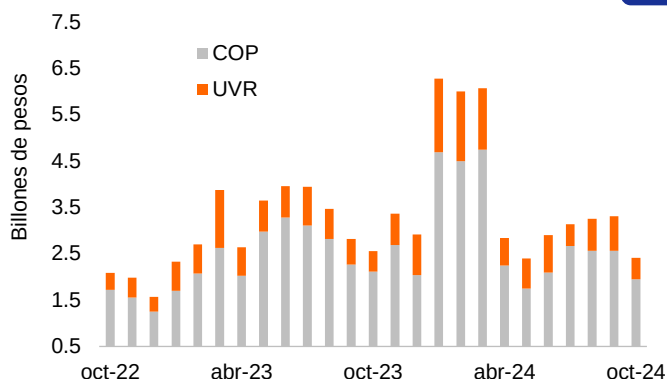
La curva TES USD registró un movimiento mensual alcista de 42 pbs en todo su nivel. En la parte larga de la curva se observaron las mayores desvalorizaciones, generando un empinamiento consistente con el comportamiento de las curvas de la deuda pública a nivel internacional y el reciente deterioro en la percepción de riesgo-país.

Los rendimientos del tramo corto de la curva TES USD registraron aumentos de 35 pbs, alcanzando niveles de 5.69%. En la parte media y larga de la curva, las tasas de interés se incrementaron en promedio 42 pbs hasta 7.38%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés registraron movimientos alcistas de 9 pbs hasta 6.99%.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2024, el monto total hasta el 22 de octubre asciende a COP 40 billones, lo que representa un cumplimiento del 97.6% de la meta estipulada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2024 (MFMP24) para la actual vigencia (COP 41 billones). Con esto, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP)

Volumen de negociación promedio-día en SEN

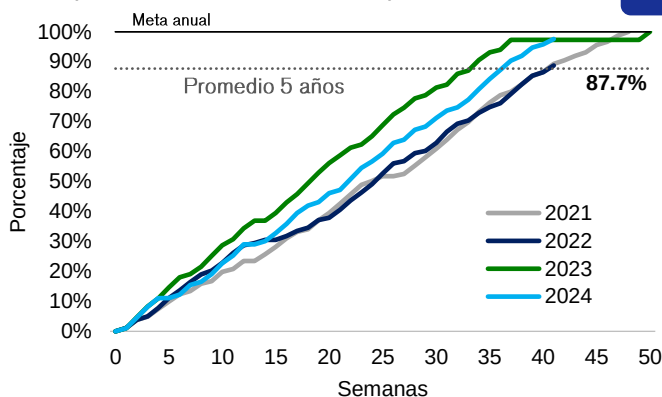
14



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

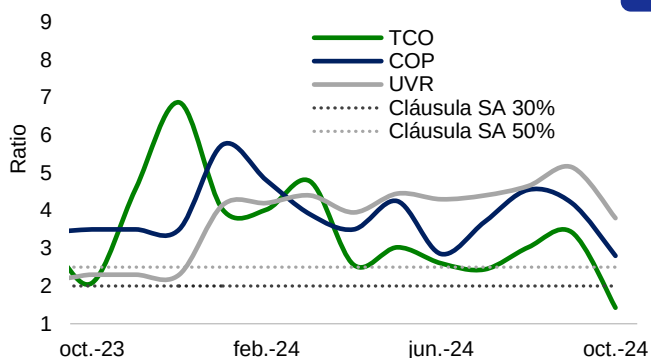
15



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.

anunció el final de las subastas correspondientes a la vigencia actual, quedando un saldo remanente de COP 1 billón correspondiente a la subasta de TES verdes.

Este resultado de las colocaciones por subasta en 2024 fue sobresaliente, teniendo en cuenta que el porcentaje de cumplimiento promedio para el mismo periodo de tiempo en los últimos 5 años es de 87.7% (Gráfico 15). En buena medida, lo anterior fue resultado de una sólida demanda de los inversionistas locales que permitieron activar las cláusulas de sobre-adjudicación durante gran parte del año.

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 27 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 18.4 billones de TES COP; y ii) COP 8.6 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascienden a COP 13 billones.

Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en mercado primario registraron un promedio de 10.8%, por encima del promedio de septiembre. La demanda de los inversionistas disminuyó, con un *bid-to-cover* promedio que se situó en 2.8 veces (Gráfico 16). En las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas promedio también aumentaron hasta 4.95% y el *bid-to-cover* se redujo hasta 3.8 veces.

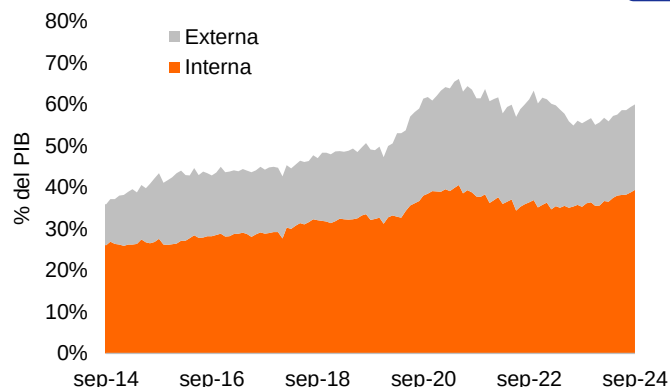
Con relación a las subastas de TCO, en el transcurso de 2024 el monto colocado asciende a COP 15 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de octubre registraron un promedio de 8.69% y su demanda en el mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 1.4 veces. Así, la demanda 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 septiembre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 970 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 57.6%, superior al 53.7% del mismo mes de 2023 y alcanza máximos desde abril del año pasado.

Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna se sitúa en 37.8% del PIB, superior al 34.2% del mismo mes del año anterior. La proporción de la deuda externa fue de 19.8% del PIB, por encima del 19.5% de septiembre

Saldo de la deuda bruta total del GNC

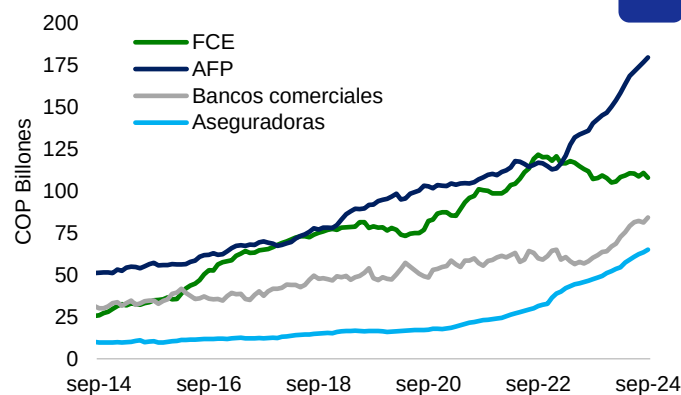
17



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

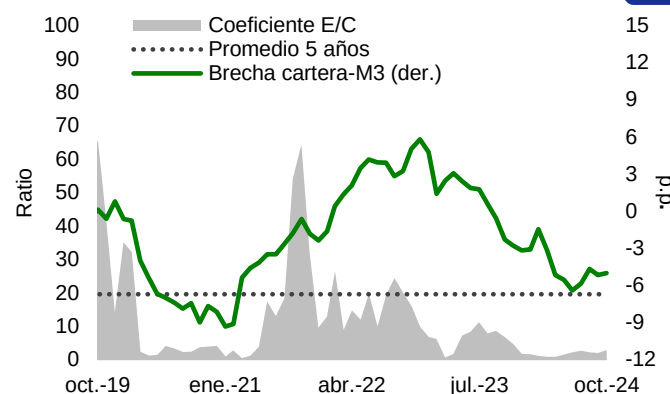
18



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

19



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

de 2023 (Gráfico 17). Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 65.7% del saldo total. La proporción de deuda externa, en consecuencia, bordea niveles de 34.3%.

Los datos de septiembre de tenedores de TES, publicados por el MHCP, volvieron a dar cuenta de una sólida demanda de inversionistas locales. Esta demanda sigue cubriendo más que proporcionalmente la ausencia de compras de inversionistas extranjeros.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) mantuvieron su posición como los mayores tenedores de TES con una participación de 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 21 meses consecutivos de incrementos netos (Gráfico 18).

Los bancos comerciales fueron compradores en COP 3 billones y su participación sobre el saldo total aumentó hasta 14.8%. De igual manera, las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.5 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total permaneció en máximos históricos de 11.4%.

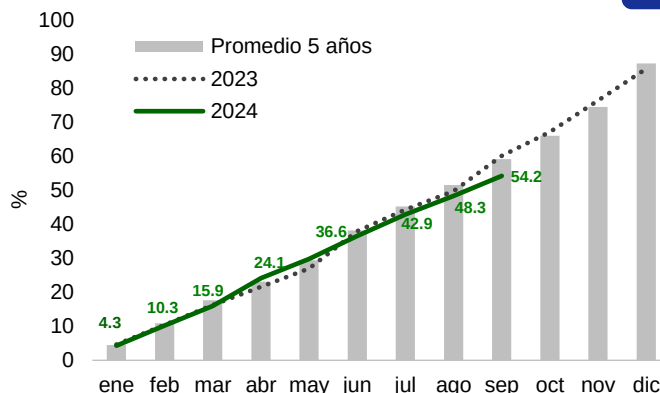
En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó compras netas por COP 700 mil millones. Por otra parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por COP 2.3 billones, lo que responde a intervenciones directas del BanRep en el mercado monetario para garantizar unas adecuadas condiciones de liquidez en la economía.

Los Fondos de Capital Extranjeros (FCE) fueron vendedores netos en COP 2.8 billones, la más alta desde septiembre de 2023. El saldo de tenencias netas de los FCE disminuyó hasta COP 107.8 billones, aunque se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 19% del saldo total de la deuda pública interna.

Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo compradores netos por COP 580 mil millones en octubre. Las cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria confirman lo anterior, con entradas acumuladas por USD 317 millones en octubre.

Comparativo del ritmo de ejecución del PGN

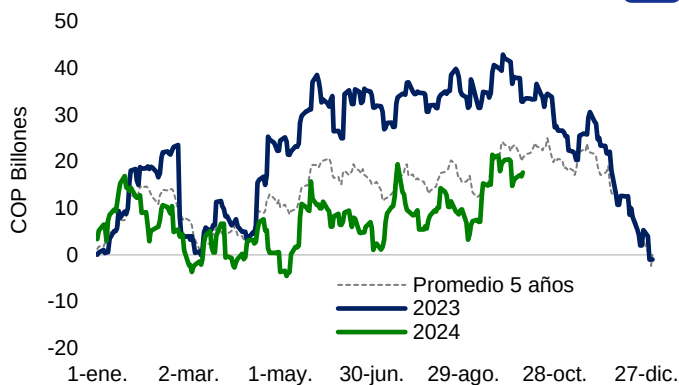
20



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio año corrido de los depósitos de la DTN

21



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep aumentó hasta un promedio-día de COP 21.2 billones. Frente a octubre del año pasado (COP 15.2 billones), la demanda de liquidez también fue superior, aunque no necesariamente sugiere condiciones más apretadas en la liquidez.

El cupo de repos de expansión a un día se incrementó a COP 16.1 billones, con una utilización que bordeó el 66%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 12% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados disminuyó frente a septiembre y se situó en COP 7.4 billones, consistente con una mayor demanda de liquidez en el sistema.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) aumentó ligeramente en octubre, aunque permanece muy por debajo del promedio de los últimos 5 años. La brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos también permanece en niveles negativos, situación que sigue liberando presiones de liquidez asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 19).

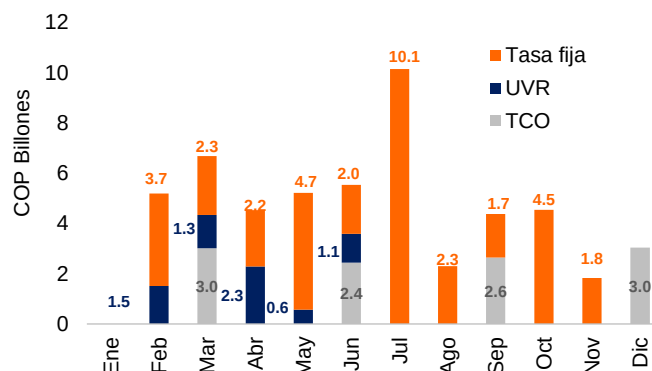
De acuerdo con cifras de la DIAN, el recaudo tributario acumulado a corte de septiembre ascendió a COP 206.8 billones, lo que refleja un cumplimiento de 80.3% de la meta establecida en el MFMP24. Frente al acumulado de 2023, el recaudo total registra una caída de 7.8% (equivalente a -12.9% en términos reales), muy por debajo del crecimiento acumulado de 27% del mismo periodo del año pasado.

Por su parte, la ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) al mes de septiembre, excluyendo servicio de deuda, ascendió a 54.2% de la meta (Gráfico 20). Este ritmo de ejecución es inferior al 60.1% de 2023 y al promedio de 59.2% para el mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años, algo 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 17.6 billones al corte del 11 de octubre (Gráfico 21). Esta cifra es similar al acumulado promedio de los últimos 5 años, pero sustancialmente inferior a los cerca de COP 33.3 billones

Pago de cupones y vencimientos en 2024

22



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

que se acumularon en la caja de la DTN durante el mismo periodo de 2023.

Esperamos que las condiciones de liquidez permanezcan relativamente estables en noviembre, en parte gracias a pagos de cupones de TES2025 y TES2027 por COP 1.8 billones (Gráfico 22). La finalización del pago de impuestos de renta de personas naturales, según calendario tributario, también favorecerán las condiciones de liquidez del sistema.

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 3.46% hasta 3.51%, superior a la tasa promedio de 3.07% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 110 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 5.13%, pero se mantienen por encima de la media muestral de 3.31%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -0.94 p.p., por debajo del nivel promedio de muestra de 0.2 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 63 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR presenta un margen de valorización de 21 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 94 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también indican que la curva de rendimientos se encuentra muy cerca de sus valores justos. En la frontera de eficiencia-duración se destacan

Niveles justos de los TES de largo plazo



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

los TESUSD2033, TESUSD2034 y TESUSD2061 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 26 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 10.45% (Gráfico 23).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 10.52%, lo anterior sugiere un margen de valorización estrecho de apenas 14 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es alta.

Expectativas de corto plazo

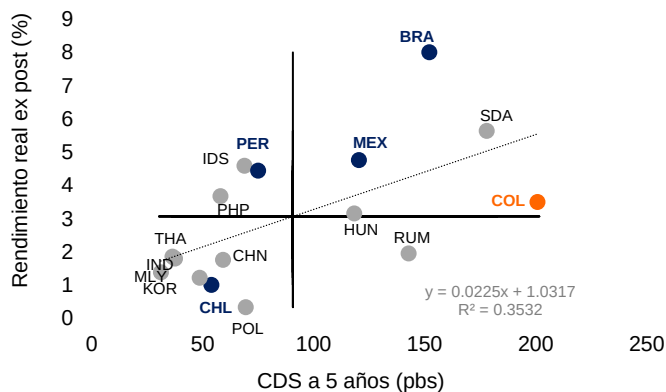
El entorno para la renta fija continuará siendo desafiante en lo que resta de 2024. Además de las presiones alcistas sobre los rendimientos de los Tesoros, que imponen riesgos para la renta fija internacional por ser la referencia libre de riesgo, varios factores fundamentales de oferta y demanda en la deuda pública global mantendrán las tasas de interés de largo plazo altas por un periodo de tiempo prolongado.

Las perspectivas de un USD fuerte, así como una renta variable que sigue ofreciendo rentabilidades de lejos más atractivas que la renta fija, son elementos adicionales que deterioran el panorama de la renta fija de mercados EM. Los inversionistas extranjeros seguirán diversificando el riesgo hacia títulos de deuda EM relativamente más seguros y menos expuestos a vulnerabilidades fiscales e idiosincráticas.

En el plano local, esperamos que BanRep siga recortando sus tasas de interés y que en su reunión de octubre acelere el ritmo de recortes. Al tiempo que la inflación seguirá descendiendo, esto refuerza nuestra expectativa de un espacio de valorizaciones que luce mayor en los TES COP de menores duraciones. El espacio en los TES de mayor duración exhibe márgenes de valorización limitados, dados unos potenciales deterioros adicionales en la percepción de riesgo-país y un contexto adverso para la renta fija internacional.

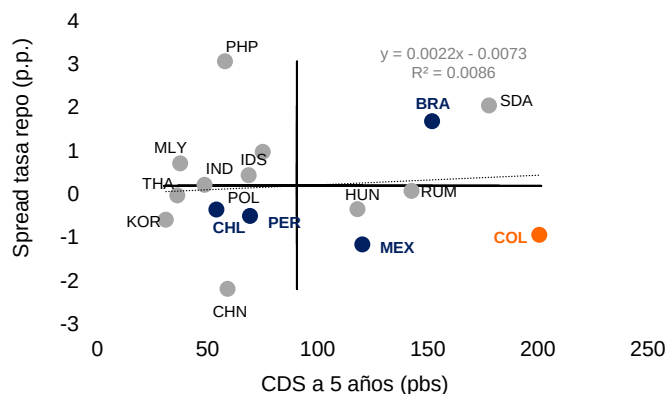
Para noviembre y diciembre **estimamos niveles objetivo de 7.7% para los TES2026 y de 10.2% para los TES2033**. Estas perspectivas siguen incorporando de manera implícita un empujamiento adicional de la curva TES COP, aunque anticipamos que hacia 1T25 podría comenzar a frenarse.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



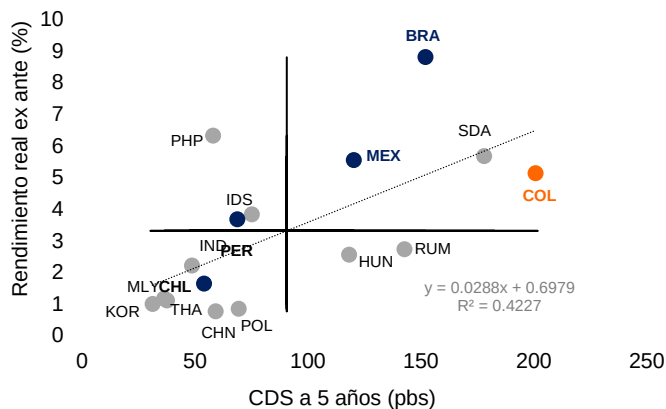
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



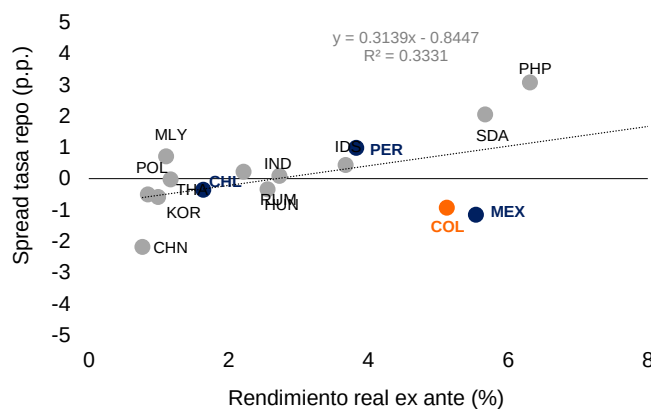
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



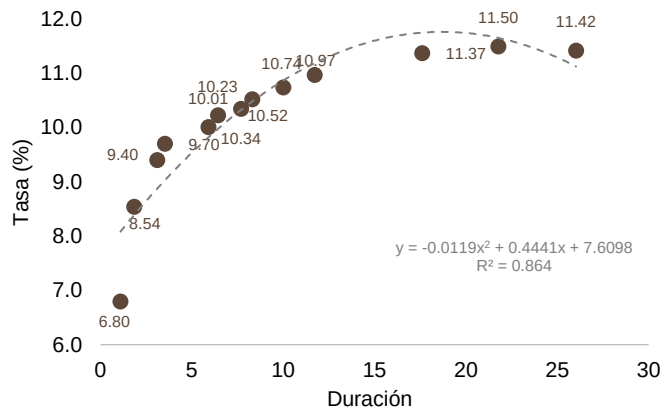
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



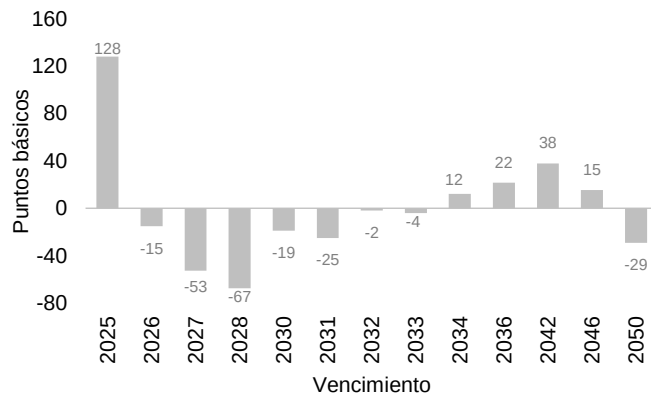
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



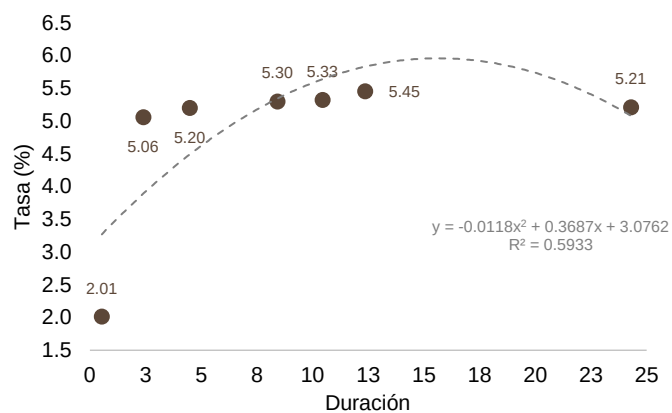
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



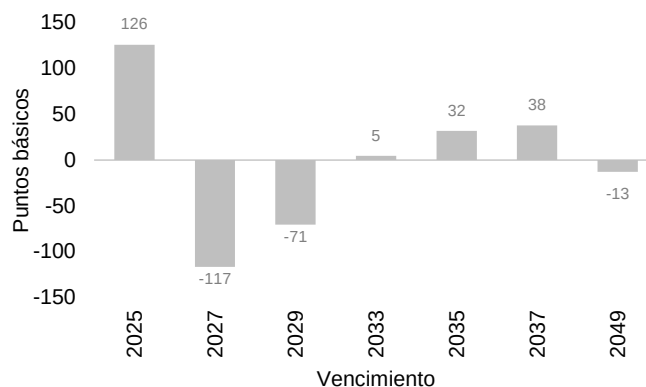
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



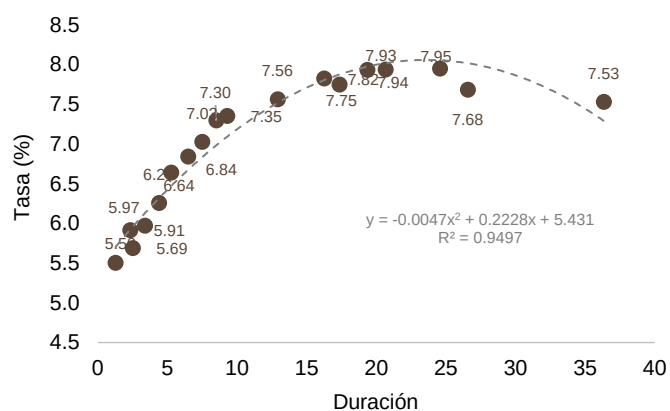
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



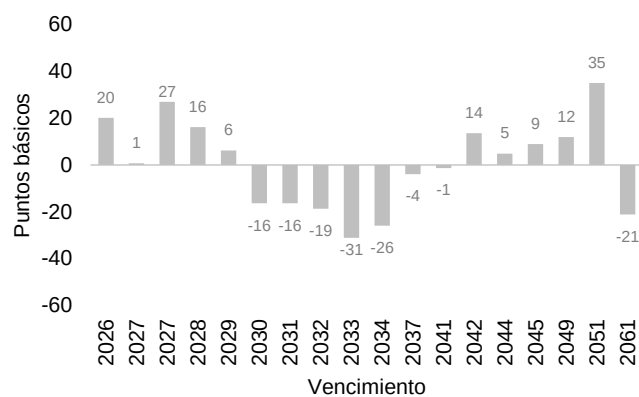
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales



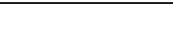
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en curva TES Globales



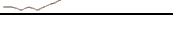
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	6.80	-20	-248	-405	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.6	8.64	48	-74	-253	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.5	9.51	80	11	-184	
TFIT16280428	abr-28	6.00	2.9	9.85	87	44	-151	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.4	10.14	86	57	-135	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.6	10.01	75	36	-144	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.6	10.32	87	64	-126	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.3	10.55	90	67	-127	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.8	10.68	84	75	-130	
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.4	10.82	86	84	-118	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.0	11.07	85	96	-94	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.4	11.48	81	115	-71	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.6	11.62	65			
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.8	11.52	75	128	-54	

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	0.5	2.01	31	-129	-214	
TUVT11170327	mar-27	3.30	2.2	5.06	40	150	42	
TUVT10180429	abr-29	2.25	4.0	5.20	35	151	43	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.0	5.30	38	130	31	
TUVT20040435	abr-35	4.75	7.8	5.33	42	121	11	
TUVT18250237	feb-37	3.75	9.1	5.45	49	128	23	
TUVT32160649	jun-49	3.75	14.4	5.21	51	117	13	

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	4.50	1.2	5.50	20	15	-102	
COLGLB27	feb-27	8.38	2.0	5.91	29	-63	-75	
COLGLBA27	abr-27	3.88	2.3	5.69	37	33	-114	
COLGLB28	mar-28	11.85	2.7	5.97	-12	-157	-159	
COLGLB29	mar-29	4.50	3.7	6.26	49	32	-129	
COLGLB30	ene-30	3.00	4.5	6.64	54	53	-112	
COLGLB31	abr-31	3.13	5.4	6.84	50	53	-103	
COLGLB32	abr-32	3.25	6.1	7.02	59	60	-96	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.4	6.99	10	-32	-148	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.9	7.30	55	67	-114	
COLGLB34	feb-34	7.50	6.2	7.35	52	64	-119	
COLGLB37	sep-37	7.38	8.0	7.56	48	65	-109	
COLGLB41	ene-41	6.13	9.0	7.82	54	81	-106	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.3	7.75	58	87	-89	
COLGLB44	feb-44	5.63	10.0	7.93	51	83	-101	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.7	7.94	52	91	-88	
COLGLB49	may-49	5.20	11.2	7.95	51	92	-88	
COLGLB51	may-51	4.13	12.3	7.68	53	86	-64	
COLGLB61	feb-61	3.88	13.1	7.53	57	95	-51	

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.
