



## Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

### Resumen

- *Las tasas de interés en los mercados globales de deuda continúan al alza, presionadas por el contexto global de mayor inflación y endurecimiento monetario. En LATAM, el espacio de ajustes adicionales en los tipos de referencia de los bancos centrales se ha estrechado y las primas de riesgo, en promedio, mostraron leves incrementos*
- *En este entorno, las desvalorizaciones de los TES en pesos se intensificaron durante el último mes. Este resultado se dio en medio de un patrón de empujamiento que podría ser transitorio en la medida que los factores determinísticos están siendo suscitados por un episodio de elevada aversión al riesgo.*
- *La curva de TES UVR también registró un desplazamiento al alza, aunque en una magnitud sustancialmente inferior a la observada en la curva de TES en pesos. La curva de TES en dólares también se desplazó al alza y continúa empujándose, en línea con el comportamiento de la curva de Tesoros americanos.*
- *Los volúmenes en el mercado secundario aumentaron en lo corrido de mayo y el apetito por TES de los inversionistas locales en el mercado primario se incrementó, a pesar de la difícil coyuntura. La dinámica del endeudamiento público como proporción del PIB sigue descendiendo y las recientes operaciones de optimización del servicio de la deuda han generado ahorros adicionales para 2023.*
- *La demanda de TES de inversionistas extranjeros se debilitó en abril y mayo habrían liquidado posiciones. Las diferentes mediciones de riesgo-rentabilidad de los TES siguen posicionando a Colombia como uno de los destinos en emergentes más atractivos. Las perspectivas de corto plazo se han deteriorado a pesar de unos precios del petróleo que se mantienen elevados.*

[investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co](mailto:investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co)

### CONTENIDO

Contexto internacional	2
Mercado local	6
Flujos de inversión y liquidez	10
Aspectos técnicos	12
Expectativas de corto plazo	13

Daniel Lombana G.  
Profesional Senior  
[daniel.lombana@bancoagrario.gov.co](mailto:daniel.lombana@bancoagrario.gov.co)

Camila Martinez K.  
Profesional Universitario  
[camila.martinez@bancoagrario.gov.co](mailto:camila.martinez@bancoagrario.gov.co)

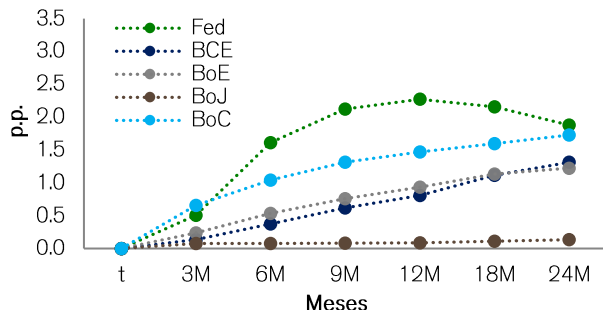
Fabio D. Nieto  
Economista Jefe  
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)



## Contexto internacional

El contexto adverso para la renta fija global se ha mantenido en las últimas semanas, exacerbado por expectativas de una inflación más alta y persistente en el tiempo, y ajustes más agresivos en la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo (Gráfico 1).

**Gráfico 1. Ajuste implícito tasas de Bancos Centrales\***



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y de deuda pública.

El riesgo de una recesión en Europa y Asia, particularmente en China, continúa siendo significativamente más elevado frente al de EEUU, donde la actividad económica y el mercado laboral se mantienen fuertes y mantienen presiones significativas al alza sobre las tasas de interés.

Los mercados en EEUU descuentan un ciclo completo al alza de 275 pbs en la tasa de referencia de la Fed para todo 2022, es decir, 100 pbs por encima de las expectativas del FOMC en su reunión de marzo, reforzando la hipótesis de un ajuste agresivo en 2022 que implicaría una pausa monetaria en 2023. Como resultado, la volatilidad implícita en los futuros de las notas del Tesoro de EEUU sigue siendo atípicamente elevada (Gráfico 2).

En Europa, el BCE recientemente anticipó un fin del programa de compras de activos en 3T22 y un potencial incremento en las tasas de interés de referencia antes de finalizar el año, algo que ya venían revelando las expectativas implícitas en el mercado monetario. Para 2023, los mercados en la Eurozona descuentan hasta 4 incrementos de 25 pbs en las tasas de interés (Gráfico 1).

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU superaron la barrera del 3% hasta máximos de 3.2%, algo que habíamos anticipado recientemente (ver “Un verdadero dilema” en [CE – Marzo 22 de 2022](#)) y que son niveles que no se observaban desde octubre de 2018.

**Gráfico 2. Volatilidad implícita en los Tesoros de EEUU**



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

En lo corrido del año, la referencia mundial de la renta fija a largo plazo evidencia un aumento de 127 pbs, el cual se sigue transmitiendo a las tasas de interés de otros mercados de deuda pública de países avanzados (Gráfico 3).

**Gráfico 3. Bonos 10 años en mercados desarrollados**



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

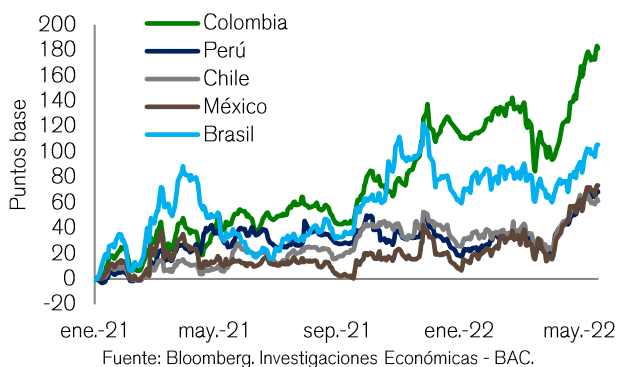
En Europa, los bonos soberanos a 10 años del Reino Unido aumentaron hasta 1.89%, lo que refleja una subida de 2 pbs frente a los niveles de nuestro último informe. Así, estos niveles se mantienen 92 pbs por encima del cierre de 2021. Las referencias de la deuda soberana a 10 años en Alemania y España subieron hasta 0.94% y 2.08%, respectivamente, lo que representa incrementos año corrido de 112 y 151 pbs, en ese mismo orden.



En Japón, las tasas de interés de los bonos aumentaron marginalmente hasta 0.24% y el movimiento acumulado en el año corrido es de apenas 17 pbs. Los rendimientos de estos títulos se ubican sobre el límite superior definido por el BoJ en el marco de su programa de control de la curva de rendimientos, y también en línea con la tasa de referencia que se espera se mantenga inalterada en el corto plazo.

Las tasas de interés de los bonos soberanos de LATAM en moneda local mostraron, en el balance, ligeros incrementos que también estuvieron en línea con el contexto internacional. Este movimiento también se encuentra en línea con el comportamiento alcista de las primas de riesgo en la región, particularmente en el caso de Colombia.

Gráfico 4. Cambio en CDS a 5 años en LATAM

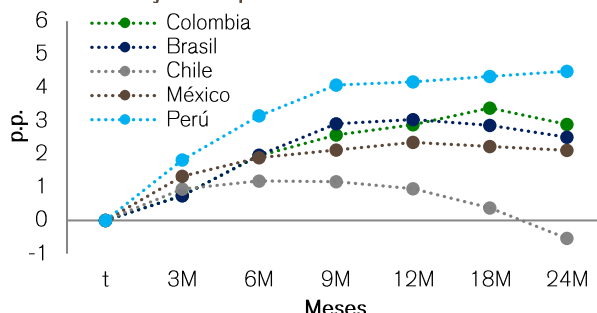


En efecto, los CDS a 5 años de las grandes economías de LATAM (sin Argentina) se incrementaron significativamente en el último mes. La prima de riesgo de Colombia aumentó 40 pbs y es la que registra el mayor incremento en lo corrido de 2022 (Gráfico 4). Las mismas medidas en Brasil, Chile, México y Perú aumentaron en promedio 18 pbs durante el mismo periodo.

De igual forma, las tasas de interés de política monetaria en la región también continuaron al alza, motivadas por una aceleración importante de la inflación observada y esperada, pero también por mejoras no despreciables en la actividad económica. En Chile, la tasa de política monetaria se incrementó 125 pbs hasta 8.25%, mientras que en Brasil el emisor decidió incrementar la tasa Selic en 100 pbs hasta 12.75%. Los bancos centrales de Perú

y México también actuaron y elevaron 50 pbs los tipos en ambos casos hasta 5% y 7%, respectivamente.

Gráfico 5. Ajuste implícito tasas de Bancos Centrales\*

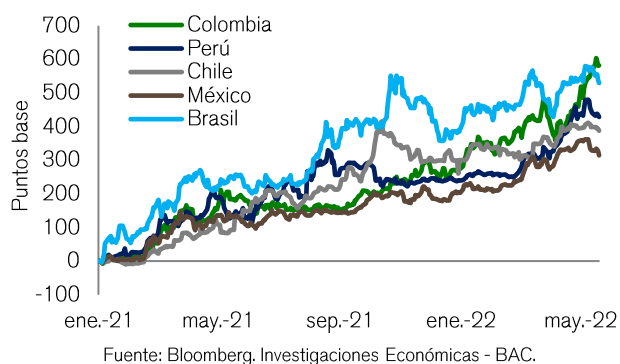


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y de deuda pública.

Por lo anterior, el diferencial de las tasas de política en LATAM y la tasa de referencia de la Fed sigue el alza y para mayo alcanzó niveles de 705 pbs, en promedio, llegando a nuevos máximos de 5 años. Los mercados siguen descontando más aumentos en las tasas de referencia para los próximos 12 meses, especialmente en Perú y Colombia (Gráfico 5).

En casos como el Banco de Brasil, que fue uno de los más agresivos al inicio del ciclo contractivo de política monetaria en LATAM, aún se descuentan incrementos de hasta 300 pbs en la tasa de interés. Por el contrario, para el caso de Chile, el mercado comienza a descontar caídas en las tasas de interés para 2024.

Gráfico 6. Cambio en tasas bonos 10 años en LATAM



De esta forma, los rendimientos de los bonos a 10 años en Colombia aumentaron 123 pbs durante el último mes hasta 11.21%, seguido por el bono de Perú con un incremento de 6 pbs hasta 7.8%. Los rendimientos de los



bonos con el mismo vencimiento en México y Chile disminuyeron 39 y 11 pbs, respectivamente, alcanzando niveles de 8.68% y 6.53%, en ese mismo orden (Gráfico 6). Para el caso de Brasil, las tasas de interés se disminuyeron 5 pbs y se ubicaron alrededor de 12.21%.

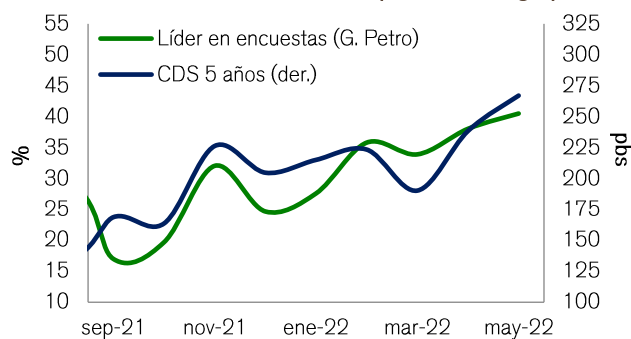


## Mercado local

En línea con lo observado en el contexto internacional, las desvalorizaciones en el mercado de TES continuaron durante el último mes, a pesar de unos elevados precios del petróleo que siguen favoreciendo las perspectivas fiscales y externas del país.

El dato de crecimiento del PIB en 1T22 superó ampliamente las expectativas del mercado y las nuestras, reflejando una dinámica muy fuerte de la demanda interna y cierres de excesos de capacidad instalada en la economía (ver “Recuperando el potencial” en [CE – Mayo 23 de 2022](#)). Este resultado también aportó a las presiones alcistas sobre las tasas de interés de los TES, además de los factores externos, pues incrementó la probabilidad de que BanRep eleve los tipos en 150 pbs durante su próxima reunión de junio y acelere el ajuste monetario.

Gráfico 7. Intención de voto vs prima de riesgo país



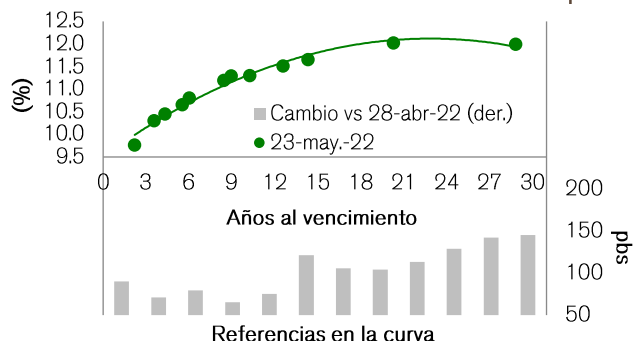
Fuente: Bloomberg y firmas encuestadoras. Investigaciones Económicas - BAC.

El actual ciclo político en el país, en un ambiente de elevada incertidumbre, también ha jugado un papel importante en el reciente comportamiento de la curva de TES. En efecto, la percepción de riesgo-país ha fluctuado en función de los vaivenes de las encuestas y del clima político actual (Gráfico 7), presionando de esta forma, y de manera particular, las tasas de interés de los TES de largo plazo, que son los más susceptibles a estos factores idiosincráticos.

En este entorno, frente al cierre de nuestro último informe, la curva de rendimientos de los TES en pesos, en todo su nivel, se desplazó al alza 104 pbs (Gráfico 8) y el movimiento completo en lo que va corrido de 2022

alcanza los 314 pbs. La pendiente de la curva aumentó hasta 157 pbs (Gráfico 9), frenando de esta forma el aplanamiento de los últimos 14 meses.

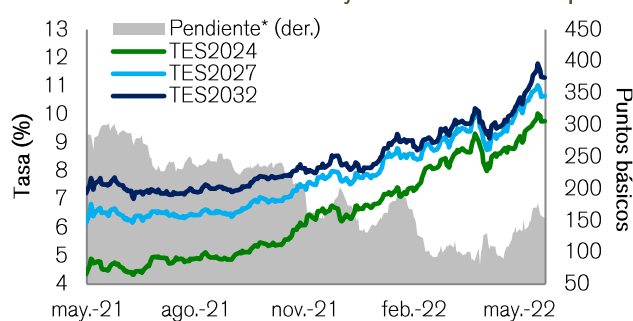
Gráfico 8. Evolución reciente de la curva de TES en pesos



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

En la parte corta de la curva, las tasas de los TES2024 aumentaron 89 pbs hasta 10.03%, un máximo no observado desde junio de 2009. Sin embargo, aunque el movimiento no es menor, sí resulta ser relativamente inferior frente a las referencias de mediano y largo plazo de la curva, que han sido las más afectadas por el contexto actual.

Gráfico 9. Curva de TES COP y diferencial intertemporal



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Diferencial entre los rendimientos de los TES2032 y TES2024.

Las tasas del mercado monetario dan cuenta de aumentos adicionales en los tipos de política monetaria durante los próximos 6-9 meses hasta niveles alrededor del 9%, que es nuestra expectativa de tasa terminal de BanRep para 2022. Sin embargo, a plazos superiores, las tasas de interés implícitas superan niveles del 10%.

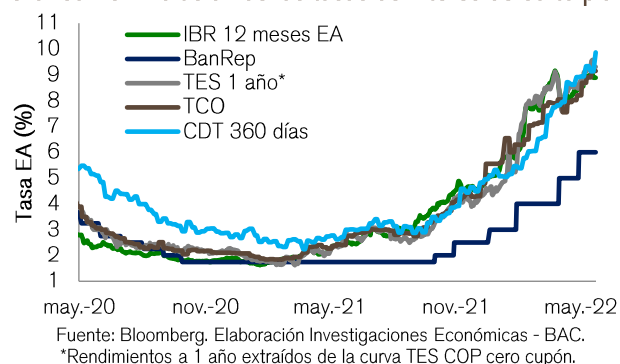
En efecto, las tasas de interés implícitas en los swaps de IBR a plazos de 3, 6 y 12 meses se sitúan en 8.02%, 9.97% y 10.02%. Para el cierre de vigencias, la curva IBR



descuenta una tasa repo finalizando 2022 cerca al 9.5%, y para 2023 un cierre de año entre 7% y 7.25%. A la par con lo anterior, las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) se incrementaron hasta 9.15%, mientras que las de los TES COP a 1 año en la curva cero cupón lo hicieron hasta 9.27%. Otras tasas de interés de corto plazo en el mercado de fondos prestables, como la de los CDTs a 360 días, subieron hasta niveles de 9.13% (Gráfico 10).

Lo anterior sigue demostrando que los rendimientos de los TES2024 ya tienen incorporado en su totalidad el actual ciclo de BanRep y que el reciente movimiento obedece a factores de ruido que van más allá de los estructurales (ruido político, ruido externo, etc.). Así, los TES2024 continúan exhibiendo uno de los márgenes de valorización más atractivos de la curva de TES en pesos, algo que también se observa para algunos TES de mediano plazo, cuyos spreads con los TES2024 son relativamente altos.

Gráfico 10. Evolución de las tasas de interés de corto plazo

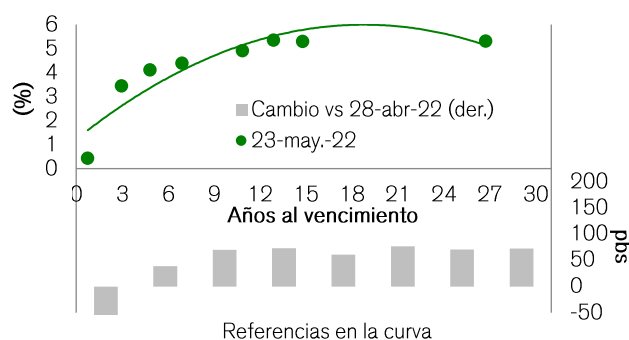


Por su parte, en el nodo de mediano plazo de la curva de TES en pesos, las desvalorizaciones de los títulos alcanzaron los 73 pbs, en promedio, una magnitud inferior a las desvalorizaciones de los TES2024. Las tasas de interés de los TES2026 aumentaron 70 pbs hasta 10.36%, mientras que los TES2025, una de las referencias más líquidas de la curva, aumentaron 76 pbs hasta 10.35%.

Los TES en pesos de la parte larga de la curva registraron las mayores desvalorizaciones del último mes. En promedio, los rendimientos de estos títulos aumentaron 112 pbs, donde los mayores incrementos los registraron los TES2042 y TES2050 con incrementos que bordearon

los 142 pbs hasta niveles de 12% y 11.95%, respectivamente. Los TES2032, la referencia natural de 10 años de la curva, evidenciaron un aumento en tasa de 106 pbs hasta 11.32%. Otras referencias importantes de la parte larga de la curva de rendimientos según su liquidez, como los TES2027, registraron movimientos al alza de 62 pbs hasta niveles del orden de 10.62%.

Gráfico 11. Curva de TES UVR durante el último mes



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

La curva de rendimientos de TES UVR también registró un desplazamiento al alza, aunque en menor magnitud que la curva de TES en pesos. En efecto, el movimiento fue de apenas 38 pbs en todo su nivel desde la última publicación de este informe (Gráfico 11). Parte de este comportamiento obedece al contrapeso que generó la sorpresa inflacionaria de abril sobre la demanda de estos títulos, si bien el mercado ya ha descontado en gran medida el pico inflacionario que podría alcanzarse hacia mediados de este año.

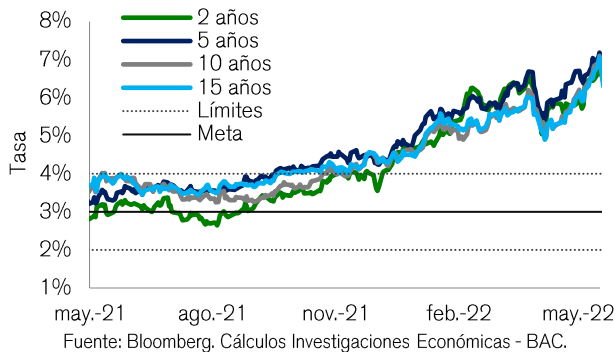
En la parte corta de la curva, los rendimientos de los TESUVR2023 disminuyeron 67 pbs hasta 0.41%, en su totalidad como resultado de la sorpresa alcista en la inflación y los recientes canjes de deuda realizados por el Gobierno (recogiendo justamente estos papeles). En la parte media se observaron incrementos promedio de 48 pbs, donde los TESUVR2025 se incrementaron 25 pbs hasta 3.30%. En la parte larga de la curva, el movimiento alcista fue de 73 pbs en tendencia central, donde referencias líquidas como los TESUVR2037 registraron incrementos en sus tasas de interés de 38 pbs hasta niveles del orden de 5.32%.

Así, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se incrementó hasta 6.43%, alcanzando máximos



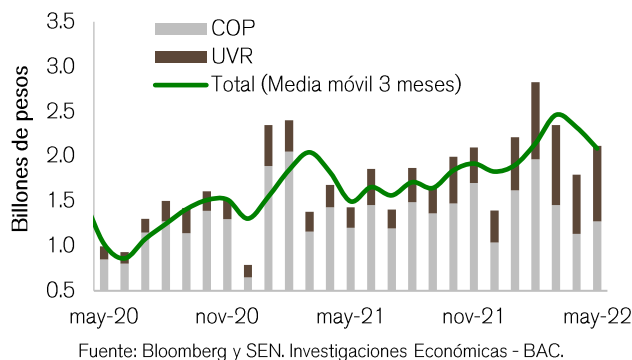
históricos en las últimas semanas. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 6.45%, mientras que las de 5, 10 y 15 años bordean niveles de 6.41% (Gráfico 12). El promedio de las inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES, y que es una alternativa más apropiada para medirlas, también se ha incrementado en mayo y se sitúa alrededor de 6.85%.

Gráfico 12. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



En este entorno, el volumen diario de negociación de los TES en SEN aumentó en lo corrido de mayo a un promedio-día de 2.2 billones de pesos (Gráfico 13), superando los volúmenes registrados durante el mismo mes de 2021. Los TES en pesos más negociados durante el último mes fueron los TES2024, TES2026 y TES2031, mientras que en la curva de TES en UVR las referencias más transadas fueron los TESUVR2023, TESUVR2029 y TESUVR2037.

Gráfico 13. Volumen promedio-día de negociación en SEN

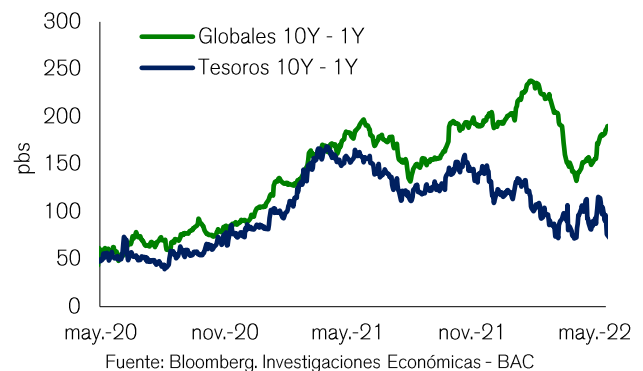


En los mercados externos, las tasas de interés de los TES en dólares (TESUSD) no han sido ajenas al entorno adverso para la renta fija global y toda la curva registró un

desplazamiento al alza de 41 pbs, en comparación con la fecha de corte de nuestro último informe, pero con un aplanamiento que persiste y que durante el último mes fue de -40 pbs.

No obstante, la magnitud de dicho aplanamiento ha comenzado a frenarse luego de 12 meses, algo que es consistente con: i) un ciclo monetario que en el mundo entero ya está ampliamente descontado; y ii) unas perspectivas económicas en el mercado que no necesariamente dan cuenta de riesgos elevados de recesión en el corto plazo. Este mismo comportamiento se ha observado en el diferencial inter-temporal de la curva de rendimientos de los Tesoros en EEUU (Gráfico 14).

Gráfico 14. Pendientes curvas Colombia y EEUU en USD



Los rendimientos de la parte corta y media de la curva de TESUSD registraron aumentos promedio de 12 y 34 pbs, hasta niveles del orden de 5.14% y 6.05%, respectivamente. En la parte larga de la curva, las tasas de interés se incrementaron 46 pbs hasta niveles medios de 7.01%. Los TESUSD2032, la referencia natural de 10 años, registraron un incremento en tasa de 42 pbs hasta 6.58%.

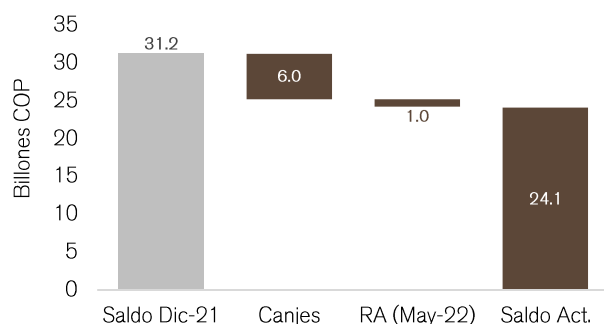
Los diferenciales de los TESUSD contra los Tesoros aumentaron en promedio 36 pbs, especialmente los de plazos de 5 años y 10 años. En efecto, el diferencial a estos horizontes de tiempo aumento 42 pbs en ambos casos hasta niveles de 325 pbs y 375 pbs, respectivamente. Por su parte, la variación de los spreads a 30 años fue de 24 pbs, hasta 387 pbs.

En cuanto a la gestión de la deuda pública, el pasado 5 de mayo, como parte de sus operaciones de optimización y



manejo de deuda pública, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) realizó el segundo canje del año 2022. La operación consistió en una sustitución de TESUVR2023 por TESUVR2035 (30% del monto canjeado), TESUVR2037 (20%) y TES2042 (50%) dentro de su portafolio. El monto total del canje ascendió a 2.6 billones de pesos.

Gráfico 15. Impacto de operaciones en TES UVR 2023



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

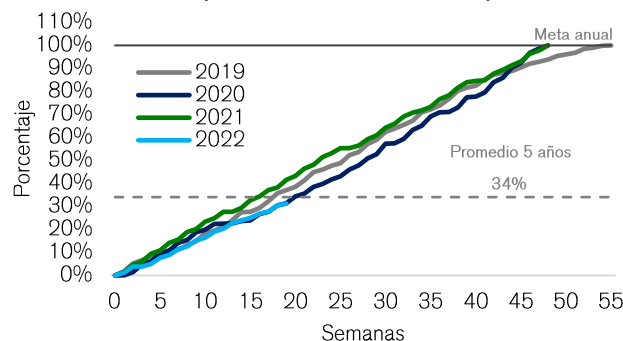
Posteriormente, el 12 de mayo el MHCP realizó el tercer canje del año 2022, esta vez con los participantes del esquema de creadores de mercado. La operación consistió en una sustitución de TESUVR2023 por TESUVR2025 (66%), TESUVR2035 (25%) y TES2042 (10%). El monto total de la operación de canje ascendió a 2.6 billones de pesos.

Finalmente, el MHCP realizó una redención anticipada de 1 billón de pesos en TESUVR2023 el pasado 17 de mayo, generando un ahorro en intereses por cerca de 44 mil millones de pesos. Con estas tres operaciones, el MHCP logró reducir en 6.2 billones de pesos adicionales las amortizaciones de la deuda para 2023, con lo cual el ahorro total generado por las operaciones de manejo de deuda en 2022 asciende a 7.1 billones de pesos. Al mismo tiempo, el saldo de los vencimientos de TESUVR2023 se ha logrado reducir hasta 24.1 billones de pesos (Gráfico 15).

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario, el monto total en lo corrido del año hasta el 18 de mayo asciende a 11.7 billones de pesos, lo que representa un cumplimiento del 31.2% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2022 (37.5 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es

inferior al 41.5% del acumulado para el mismo periodo de 2021, y también al promedio de 34% del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 16).

Gráfico 16. Cumplimiento de colocaciones por subastas



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En las subastas competitivas de TES en pesos, las colocaciones desde el corte de nuestro último informe fueron de 1.6 billones de pesos, repartidas de la siguiente manera: i) 975 mil millones de pesos de TES en pesos; y ii) 690 mil millones de pesos en TES UVR. En el mismo periodo no se ejecutaron subastas no competitivas.

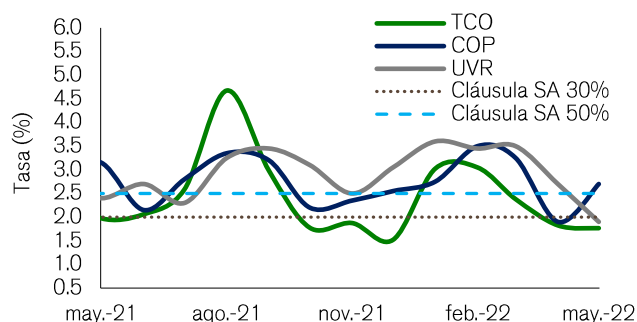
En el caso de las subastas de TES en pesos, el promedio de las tasas de corte de la última subasta, que fueron de 11.36% en promedio, superaron el promedio de las últimas 3 subastas de 9.99%. Este promedio también fue superior en 56 pbs frente a las tasas del mercado secundario. Sin embargo, el *bid-to-cover* promedio del mes aumentó desde 1.9 veces en abril a 2.7 veces el valor subastado en mayo.

Esta anterior disyuntiva refleja una mayor disposición de los inversionistas a comprar títulos en el mercado primario en descuento con respecto a la negociación del mercado secundario, dadas las condiciones actuales de estrés y fuerte volatilidad a las que están sujetos los títulos en este último.





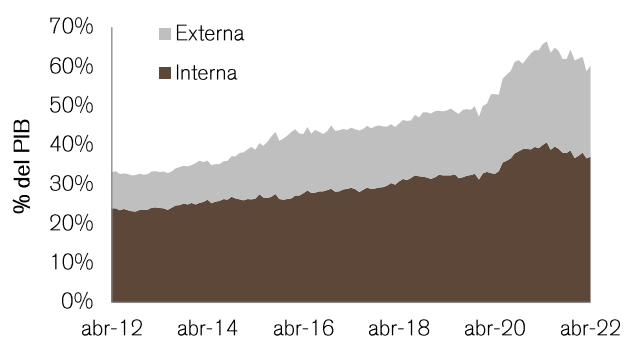
Gráfico 17. Sobre-demanda en las subastas de TES\*



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

Por su parte, las colocaciones de TES UVR sumaron 690 mil millones de pesos. Las tasas de corte en subasta aumentaron 55 pbs hasta 4.75% y, en tendencia central, se situaron apenas 2 pbs por debajo de las tasas de mercado secundario. En línea con lo anterior, el *bid-to-cover* promedio de estas subastas fue de 1.9 veces, por debajo del promedio año corrido de 3.3 veces.

Gráfico 18. Saldo de la deuda bruta del GNC



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Con respecto a las subastas de TES de corto plazo (TCO), desde la última publicación de este informe se colocaron 1.3 billones de pesos, con lo cual el acumulado de 2022 asciende a 5.6 billones de pesos. Como lo explicamos previamente, las tasas de corte de estos títulos se incrementaron hasta 9.15%, en línea con los recientes incrementos en la tasa de referencia de BanRep y el resto de las tasas de interés de corto plazo del mercado local. El *bid-to-cover* promedio de estas subastas fue de 1.7 veces y permanece por debajo del promedio del año corrido de 2.4 veces (Gráfico 17).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de abril, mostraron un saldo de la deuda del GNC que alcanzó los 745.9 billones de pesos. Como porcentaje del PIB nominal, según nuestros cálculos, el saldo de la deuda aumentó levemente hasta 60.3%.

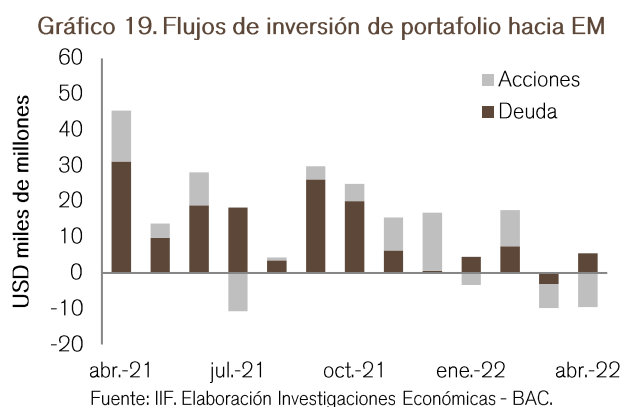
El saldo de la deuda interna se situó en 458.3 billones de pesos, aproximadamente un 37% del PIB, mientras que el saldo de la deuda externa se ubicó en 287.6 billones de pesos y como porcentaje del PIB representa un 23.2% (Gráfico 18). La distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 61.4%, que continúa siendo de las más bajas de los últimos 15 años.

La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, se mantiene relativamente alta en niveles que bordean el 38.6%. Esta distribución de deuda interna-externa aún se sitúa lejos del óptimo de 70%-30% al que el Gobierno espera llevarla gradualmente en el futuro cercano.



## Flujos de inversión y liquidez

De acuerdo con las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IFF)<sup>1</sup>, en abril el flujo de inversión de portafolio hacia mercados emergentes volvió a ser negativo, esta vez en magnitudes del orden de 4 mil millones de dólares, pero inferior a la salida por 9.8 mil millones de dólares registrada en marzo (Gráfico 19). En el acumulado de 2022, los flujos de entrada hacia emergentes ascienden a USD 4,900 millones, muy por debajo de los USD 140,300 millones del acumulado del mismo periodo de 2021.



Por tipo de activos, el flujo de inversión hacia títulos de deuda fue positivo con compras que ascendieron a USD 5,500 millones, a pesar del entorno adverso de inflación y tasas de política monetaria al alza. Por su parte, en acciones se registraron salidas por USD 9,500 millones. Vale la pena resaltar que el flujo de inversión hacia acciones chinas fue negativo en USD 10,500 millones, algo que responde al temor de los inversionistas por el significativo incremento de una recesión en el gigante asiático y que habría favorecido una mayor demanda por activos de refugio como los títulos de deuda.

No obstante, según las cifras más recientes de EPFR, durante la primera mitad de mayo los flujos de inversión hacia bonos de mercados emergentes se tornaron negativos, con ventas aproximadas de USD 12,000

millones<sup>2</sup> que se estarían concentrando en bonos denominados en moneda local.

Para Colombia, de acuerdo con las cifras de balanza cambiaria, la inversión de portafolio hacia el país fue de apenas USD 82 millones en abril, el peor registro desde enero de 2022 y en línea con lo observado en los mercados externos. En lo corrido del año, el ingreso neto de flujos de inversión de portafolio a Colombia suma USD 926 millones.

Bajo este contexto, las cifras de tenedores de TES de abril, que publica el MHCP, mostraron un aumento de 5.5 billones de pesos en las posiciones netas totales de los agentes. Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) se consolidan como los mayores tenedores de TES al comprar 3.9 billones de pesos. Otros jugadores importantes del mercado como los bancos comerciales y las compañías de seguros incrementaron sus posiciones en 1.3 billones y 719 mil millones de pesos, respectivamente. De manera contraria, las carteras colectivas vendieron 261 mil millones de pesos.

El resto del sector financiero, en conjunto, disminuyó sus posiciones en 874 mil millones de pesos. Por su parte, el BanRep fue comprador neto de TES en 86 mil millones de pesos, mientras que el MHCP fue vendedor neto, disminuyendo sus tenencias en 1.6 billones de pesos.

**Gráfico 20. Flujos compra-venta FCE vs TES largo plazo**



Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) fueron compradores netos de TES y aumentaron sus posiciones en 747 mil millones de pesos, siendo el flujo más bajo

<sup>1</sup> EPFR Global – Mayo 20 de 2022.

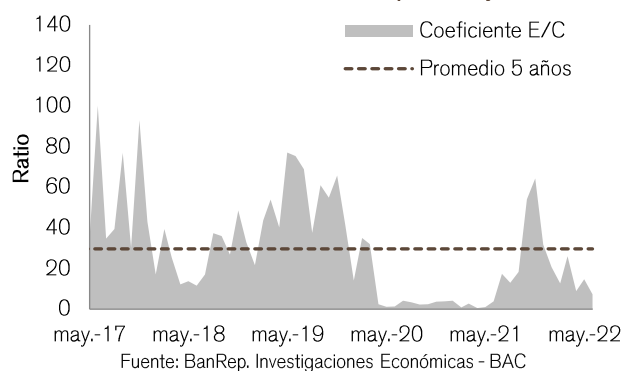
<sup>2</sup> EM Flows: No spring in their steps – Barclays Research.



desde enero. Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE habrían sido vendedores netos en mayo, liquidando posiciones en aproximadamente 500 mil millones de pesos (Gráfico 20).

Así las cosas, los FPC se mantienen en el primer lugar del perfil de tenedores de TES con una participación de 28% del saldo total de la deuda interna, seguidos de los FCE con 24.8% y los bancos comerciales que cierran el mes con una proporción de 15% sobre el total.

Gráfico 21. Relación recursos de expansión y contracción



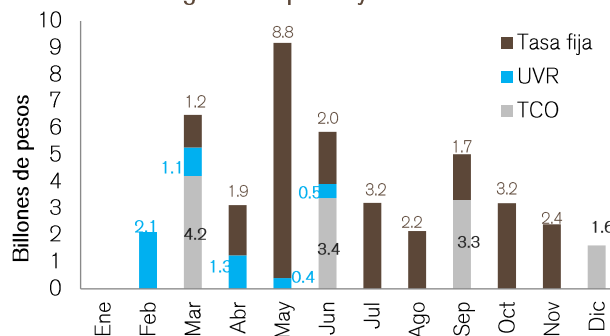
En cuanto a las condiciones de liquidez del sistema, la demanda de recursos de expansión en el BanRep, el promedio-día en lo corrido de mayo se redujo hasta 10.5 billones de pesos. Parte de esta dinámica de la demanda de liquidez puede ser explicada por la finalización del pago de renta de personas jurídicas, así como por el pago de 8.8 billones por el vencimiento de los TES2022.

El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por BanRep se redujo en mayo hasta 11.2 billones de pesos y su utilización ha bordeado un 52%, inferior al porcentaje usado en abril (78%). Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos, pero con una utilización relativamente baja (2%).

En este entorno, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción alcanza en lo corrido de mayo promedios de 1.4 billones de pesos, por encima de los registros de abril y consistente con una menor demanda de recursos del sistema. De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión/contracción (Coeficiente E/C) disminuyó hasta 7.4 veces, el nivel más

bajo de los últimos 12 meses e inferior al promedio de 5 años (Gráfico 21).

Gráfico 22. Pagos de cupones y vencimientos en 2022



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, el IBR E.A. *overnight* ha venido cortando ligeramente por debajo de la tasa repo, reflejando unas condiciones de liquidez relativamente neutras que no deberían generar presiones sobre las tasas de interés de corto plazo, incluidas las de los TES.

Por su parte, el recaudo tributario total en abril, de acuerdo con las cifras preliminares de la DIAN, habría sido de 21.3 billones de pesos, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada por la DIAN para todo 2022 asciende a 37.9%. Frente al mismo periodo acumulado de 2021, la dinámica del recaudo total registra un sobresaliente incremento de 34.7% (cerca de un 23.3% en términos reales).

Bajo este contexto, el saldo de disponibilidades de los Depósitos del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep, que es un buen indicador del movimiento de los ingresos y egresos del Gobierno Nacional, registra un incremento acumulado año de 4.7 billones de pesos al corte del 13 de mayo, lo que representa una reducción de 4.6 billones frente al acumulado del mismo periodo del año pasado, algo que es coherente con una mayor ejecución de gasto asociada al ciclo político de 2022.

Esperamos que las condiciones de liquidez en junio se mantengan relativamente holgadas, teniendo en cuenta las siguientes amortizaciones de la deuda pública: i) pago de cupón por 2 billones de pesos de los TES2032; ii) pago de cupón por 530 mil millones de pesos de los TESUVR2049; y iii) vencimiento del TCO de junio 2022 por 3.4 billones de pesos (Gráfico 22).

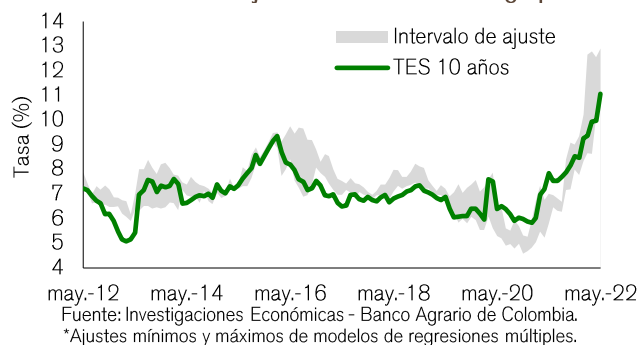


## Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados emergentes, se mantiene como una de las inversiones de mayor riesgo. La tasa real ex post (REP) de los TES2031 se redujo hasta 0.8%, la más baja desde septiembre de 2016, aunque continúa muy por encima de la tasa promedio de -0.6% de toda la muestra, que al igual que en el caso de Colombia, se ha visto afectada por la mayor inflación global. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que se mantiene alta y cerca de 109 pbs por encima de la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-rentabilidad sobre la muestra, los resultados de abril sitúan a Colombia por encima de la frontera de eficiencia. Desde esta misma óptica de riesgo-rentabilidad, Sudáfrica es el único país que se asemeja a Colombia en términos de su rendimiento real, aunque para Sudáfrica la prima de riesgo es más alta.

Gráfico 23. Niveles justos de los TES de largo plazo\*



Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2022, 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 permanece en la zona de alto rendimiento. El retorno ex ante (REA) de los TES2031 se ubica en 5.4% y lejos de la media muestral de 2%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles de 4 p.p., también superando ampliamente el nivel promedio de muestra de 2.6 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos de los TES en pesos estaría sobrevendida especialmente en los títulos con vencimiento a 3, 8 y 9

años, que sugiere un margen de valorización de 14 pbs en promedio. Por otra parte, el modelo de frontera de eficiencia-duración, sugiere niveles de sobrecompra en 7 pbs que se concentra en los títulos con vencimientos de 10 a 20 años, especialmente los TES2036 y TES2042. Para el tramo corto de la curva el ajuste se estima en 20 pbs.

En la curva de TES UVR, según lo sugieren las medidas técnicas de reversión a la media, la curva en el tramo medio tendría un margen de valorización de 75 pbs, consistente con las mayores expectativas de inflación. El modelo de eficiencia-duración también sugiere un ajuste principalmente en los TESUVR2023 y TESUVR37 del orden 82 pbs.

Para el caso de los TES Globales, las estimaciones por reversión a la media sugieren un nivel de toda la curva ajustado a su promedio de los últimos 20 días (valor neutral). La frontera de eficiencia-duración destaca los TESUSD2027, TESUSD2029 y TESUSD2061 como los bonos con mayor espacio de valorización.

De acuerdo con los mejores modelos econométricos de ajuste estructural de los rendimientos de largo plazo de los TES en pesos (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), los niveles justos de los TES a 10 años se estiman cerca de 11.52% (Gráfico 23). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2032 cotizan en 11.1%, lo anterior sugiere un ajuste al alza de hasta 40 pbs. La probabilidad de ocurrencia de este ajuste en el corto plazo es alta, teniendo en cuenta que sorpresas inflacionarias y de ajustes más agresivos de política monetaria del BanRep son altamente probables, así como las presiones asociadas al periodo de elecciones presidenciales.



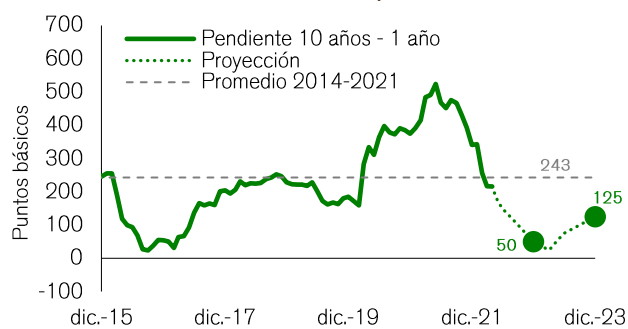
## Expectativas de corto plazo

Esperamos que el contexto externo y local mantenga presiones significativas sobre el mercado de TES, especialmente sobre las tasas de interés de los títulos de largo plazo. En particular, creemos que los factores internos como el periodo de elecciones presidenciales, así como potenciales sorpresas alcistas en las variables nominales de la economía (inflación y tasas de política monetaria), serán los más determinantes para la evolución del mercado en el futuro cercano.

Para la curva de TES UVR seguimos anticipamos un margen de valorización estrecho, especialmente para las referencias de corto plazo, teniendo en cuenta que las expectativas del mercado han descontado el pico inflacionario de 2022 y se espera una convergencia hacia la meta a partir de la segunda mitad del año.

Así, para los TESUVR2023 estimamos niveles objetivo de 0.2% en el corto plazo, estimulados por una mayor demanda contra inflación y los efectos de más canjes de deuda que ejecuta la Nación sustituyendo estos títulos por otros de más larga duración.

Gráfico 24. Diferencial inter-temporal curva TES COP\*



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Diferencial calculado con los rendimientos de la curva cero cupón.

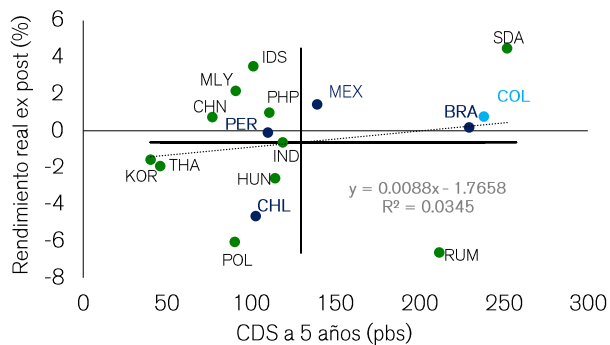
De esta forma, anticipamos una pausa transitoria del proceso de aplanamiento de la curva de rendimientos de los TES en pesos durante los meses de mayo y junio, donde varios eventos locales asociados el ciclo político mantendrán fuertes presiones sobre los rendimientos de los títulos. Sin embargo, una vez decantados varios de estos riesgos locales, creemos que el aplanamiento de la curva podría continuar y alcanzar los niveles vistos en el episodio 2015-2016 (Gráfico 24), especialmente por correcciones en los TES de la parte larga de la curva de hasta 200 pbs.

De esta forma, en la curva de TES en pesos anticipamos niveles de estrés/entrada de 10.5% en los TES2024 y de 11.5% en los TES2032, los cuales se alcanzarían en lo que resta de mayo y junio.

También revisamos al alza nuestras estimaciones de cierre de año para la curva de TES en pesos y ahora estimamos objetivos de 9% para los TES2024 y 9.5% para los TES2032.

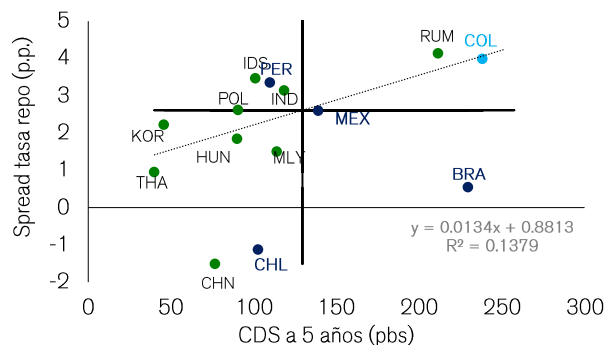


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



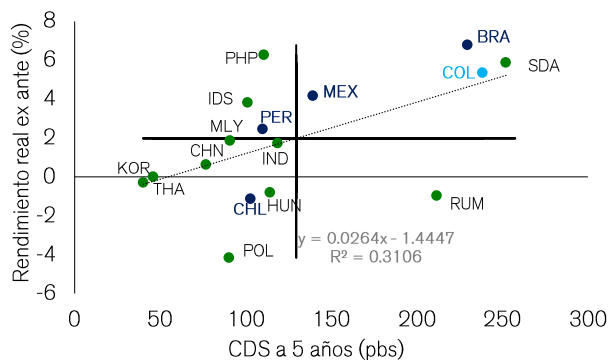
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



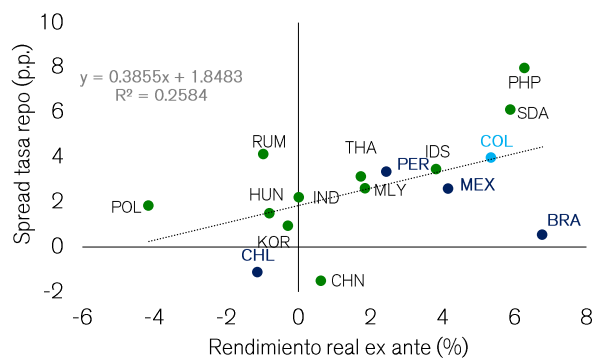
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



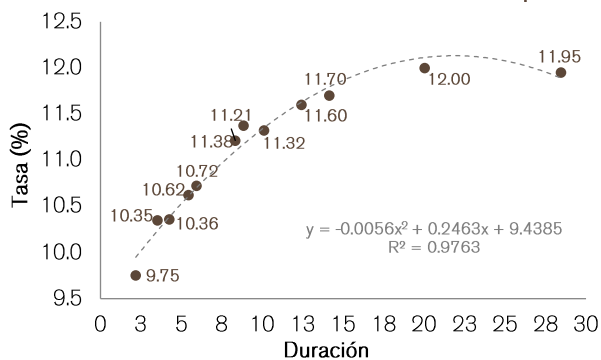
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



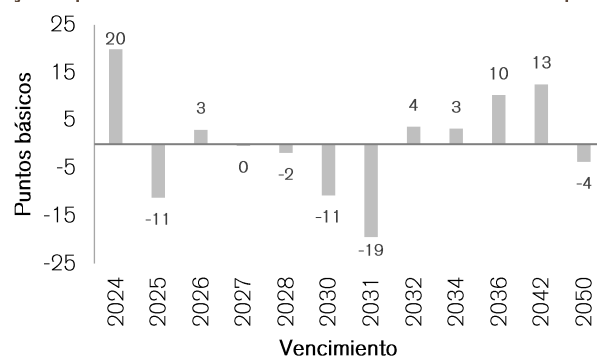
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

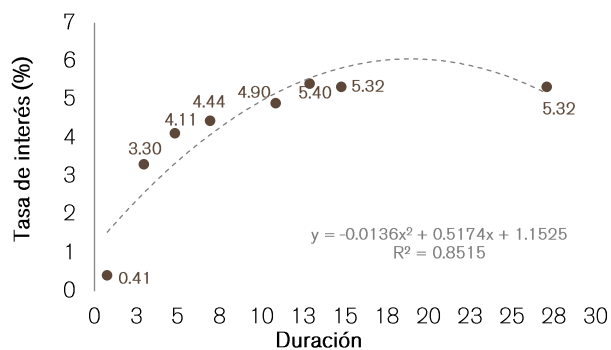
Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES en pesos



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

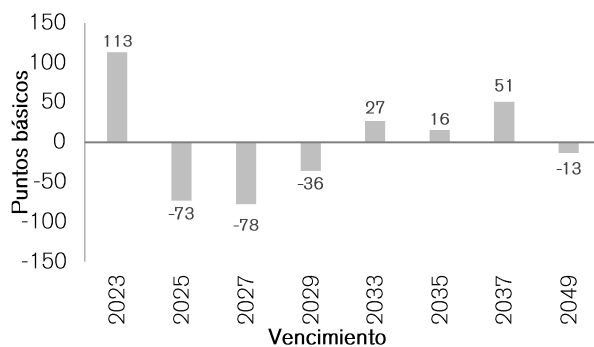


Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



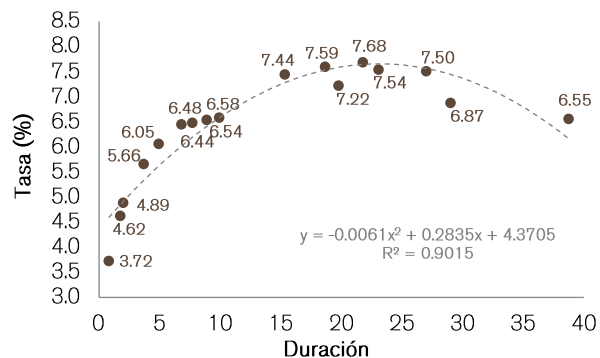
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES UVR



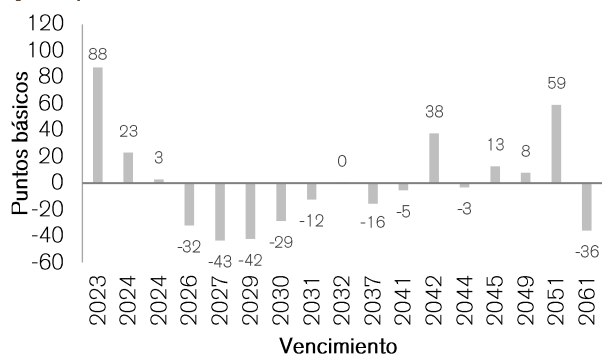
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva de 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	
TFIT16240724	jul-24	10.000	1.7	9.75	103	630	513	
TFIT08261125	nov-25	6.250	2.9	10.35	105	630	495	
TFIT16080826	ago-26	7.500	3.2	10.36	97	601	454	
TFIT08031127	nov-27	5.750	4.1	10.62	115	591	405	
TFIT16280428	abr-28	6.000	4.6	10.72	118	588	399	
TFIT16180930	sep-30	7.750	5.3	11.21	163	582	395	
TFIT16260331	mar-31	7.000	5.8	11.25	157			
TFIT16300632	jun-32	7.000	5.9	11.32	154	557	379	
TFIT16181034	oct-34	7.250	6.7	11.60	177	565	378	
TFIT16070936	jul-36	6.250	7.1	11.70	176		368	
TFIT280542	may-42	9.250	7.6	12.00	190			
TFIT260950	oct-50	7.250	8.0	11.95	185	531	340	

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	
TUVT17230223	feb-23	3.500	0.8	0.41	-80	-3	-18	
TUVT11070525	may-25	4.750	2.8	3.30	19	249	181	
TUVT11170327	mar-27	3.500	4.3	4.11	68	281	167	
TUVT10180429	abr-29	3.300	6.2	4.44	86	252	159	
TUVT20250333	mar-33	2.250	8.8	4.90	60	247	152	
TUVT20040435	abr-35	3.000	9.3	5.40	86	285	173	
TUVT25022537	feb-37	4.750	10.5	5.32	77	266	128	
TUVT20040649	jun-49	4.000	14.8	5.32	81	217	117	

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	
COLGLB23	mar-23	2.625	0.8	3.72	36	294	270	
COLGLB24	may-24	4.000	1.8	4.62	32	356	324	
COLGLB26	ene-26	4.500	3.3	5.66	55	409	338	
COLGLB27	abr-27	3.875	4.3	6.05	65	421	334	
COLGLB29	mar-29	4.500	5.6	6.44	78	416	318	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.9	6.58	65			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.6	7.44	79	379	276	
COLGLB41	ene-41	6.125	10.0	7.59	70	392	283	
COLGLB42	feb-42	4.125	11.5	7.22	67			
COLGLB45	jun-45	5.000	11.0	7.54	67	395	281	
COLGLB49	may-49	5.200	12.2	7.50	63	392	278	

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.

---