



## Informe Mensual Deuda Pública

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *El riesgo de estancamiento mundial ha creado fuerzas encontradas sobre los rendimientos de los títulos de renta fija, aunque en el balance las tasas de interés en los mercados globales de deuda continúan al alza. Los diferenciales inter-temporales se están reduciendo rápidamente ante los temores de una recesión en el futuro cercano. En LATAM, las primas de riesgo mostraron fuertes incrementos en el último mes.*
- *En este entorno, las desvalorizaciones de los TES se aceleraron, también afectadas por factores locales. Este resultado se dio en medio de un patrón de aplanamiento que podría frenarse transitoriamente en el muy corto plazo. Los TES de la parte corta de la curva fueron los más afectados en el último mes, en parte por el fuerte ajuste de 150 pbs en la tasa de referencia de BanRep.*
- *La curva de TES UVR emuló el desplazamiento al alza de la curva de TES en pesos, aunque en una magnitud superior. La curva de TES en dólares también se desplazó al alza, en línea con el aumento de la percepción de riesgo-país y con el comportamiento de la curva de Tesoros americanos.*
- *Los volúmenes en el mercado secundario se siguen incrementando, a pesar de la fuerte volatilidad del último mes y un menor apetito de los inversionistas locales en el mercado primario. La dinámica del endeudamiento público como proporción del PIB sigue descendiendo y las operaciones de optimización del servicio de deuda han generado ahorros adicionales para 2023.*
- *La demanda de TES de inversionistas extranjeros se fortaleció en junio, pero cálculos preliminares de julio apuntan en la dirección opuesta. Diferentes estimaciones sugieren niveles de sobreventa de los TES que podrían aprovecharse como una oportunidad de compra, pero dado el actual estrés de los mercados dicha ventana luce algo prematura.*

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

#### CONTENIDO

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

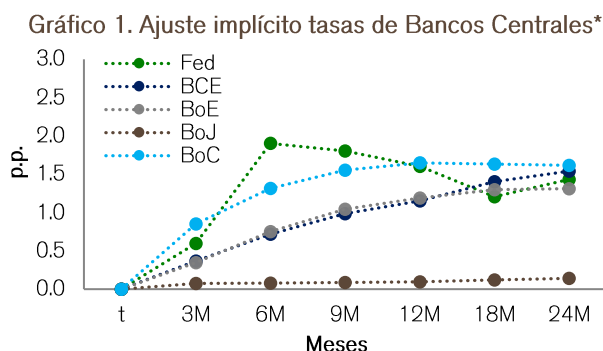
Fabio D. Nieto  
Economista Jefe  
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)

Gabriel F. Granados.  
Profesional Senior  
[gabriel.granados@bancoagrario.gov.co](mailto:gabriel.granados@bancoagrario.gov.co)



## Contexto internacional

La inflación a nivel internacional continuó disparada en el último mes, alcanzando máximos de varias décadas que al mismo tiempo sigue presionando el ajuste monetario de los bancos centrales (ver “Contexto externo” en [IMCE – Julio 5 de 2022](#)). En este entorno, los temores de una fuerte desaceleración mundial se han incrementado significativamente, pues el endurecimiento monetario ha sido ampliamente superior al previsto inicialmente y tendría efectos disruptivos sobre la economía. El comportamiento de los títulos de renta fija ha sido errático en este entorno, pero la presión sobre las tasas de interés continúa siendo alcista.



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

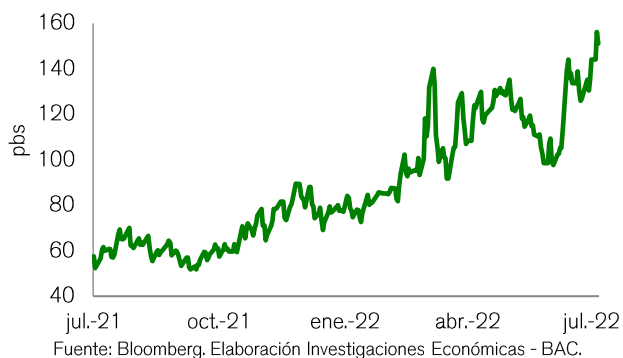
En EEUU, la Fed aumentó 75 pbs los tipos de interés en junio y dejó abierta la posibilidad de otro incremento en la misma magnitud para su reunión de julio, algo que las muy positivas cifras recientes del mercado laboral en ese país respaldan. Como lo explicamos en un informe reciente, la Fed se vería obligada a acelerar el ajuste monetario en 2022 para combatir decididamente la inflación y evitar un recalentamiento económico, asumiendo el costo de un efecto disruptivo para la actividad que eventualmente comenzaría a sentirse hacia finales de 2022 y principios de 2023.

De materializarse lo anterior, la Fed podría revertir el ciclo contractivo de manera anticipada y recortar los tipos de interés en 2023, solo en la medida que la inflación descienda y le otorgue espacio para ello (ver “El valor de actuar” en [CE – Junio 17 de 2022](#)).

Los mercados en EEUU tienen incorporado un techo de 3.5% - 3.75% en la tasa de la Fed para 2022, es decir, unos 200 pbs de incrementos adicionales frente a los niveles actuales. En nuestro escenario base, la Fed llevará los tipos hasta el rango 3.75% - 4% este año y en 2023 los recortará en 50 pbs hasta 3.25% - 3.5%. Independientemente de cuál sea dicho techo, lo cierto es que el mercado ha comenzado a incorporar recortes de 50-75 pbs en las tasas de interés para el próximo año, en línea con nuestra expectativa (Gráfico 1).

Como consecuencia de lo anterior y el cambiante contexto internacional, la volatilidad implícita en los futuros de las notas del Tesoro de EEUU sigue siendo atípicamente elevada (Gráfico 2).

**Gráfico 2. Volatilidad implícita en Tesoros (MOVE Index)**

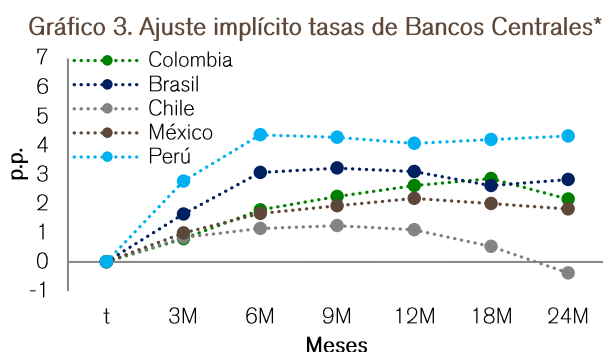


En Europa, se espera que el BCE también anticipe su proceso de normalización monetaria y eleve desde este mes en 25 pbs su tasa de referencia hasta 0.25%, el primer movimiento al alza en los tipos de referencia en esta región desde abril de 2011. Las expectativas implícitas en el mercado de la Eurozona anticipan más movimientos de 25 pbs en los tipos de interés en 2022 y para 2023 descuentan hasta 4 incrementos de 25 pbs, es decir, un ciclo completo al alza de 100 pbs en la tasa de referencia.

Otros faros monetarios como el Banco Central de Inglaterra (BoE) y el Banco Central de Canadá (BoC), según las expectativas del mercado, mantendrán la misma tónica que la Fed y el BCE, ajustando al alza sus tasa de intervención durante los próximos 12 meses (Gráfico 1).



De igual forma, las tasas de interés de política monetaria en LATAM continuaron al alza en el último mes en un entorno de inflación alta, pero también por mejoras no despreciables en la actividad económica. Bajo este contexto, los mercados financieros en la región siguen anticipando, en el balance, más incrementos en las tasas de intervención durante los próximos 6-12 meses.



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

Sin embargo, en algunos casos como el de Chile (y al igual que en economías avanzadas), los mercados ya anticipan algunas reducciones en los tipos de política monetaria para el horizonte de 12-24 meses (Gráfico 3). Lo anterior es consistente con un ciclo de ajustes de la política monetaria que en el caso de Chile se anticipó frente al de sus pares en la región.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU alcanzaron en junio valores cercanos al 3.5%, niveles máximos de 11 años. Durante los primeros días de julio, las tasas de interés de estos papeles han retrocedido hasta 3.1%, influenciadas por el *flight-to-quality* que recientemente ha dominado a los mercados como resultado de los temores de una recesión.

De esta forma, en lo corrido del año la referencia mundial de la renta fija a largo plazo evidencia un aumento de 145 pbs en sus tasas de interés, el cual se sigue transmitiendo a las tasas de interés de otros mercados de deuda pública en países avanzados (Gráfico 4).

En Europa, el rendimiento del bono a 10 años del Reino Unido se sitúa en niveles de 2.09% y acumula un incremento de 112 pbs en lo corrido del año. La referencia representativa de la deuda soberana en la Eurozona, el

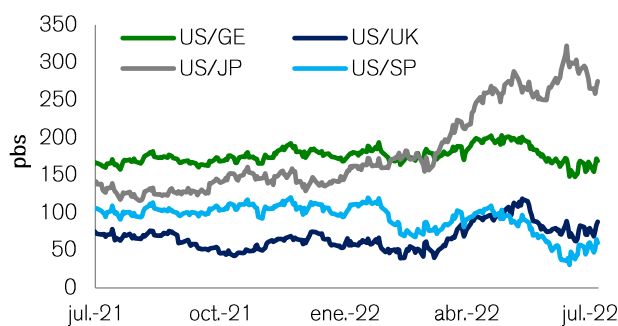
bono a 10 años de Alemania, registra un incremento de 138 pbs en lo corrido de 2022 y se sitúa en niveles de 1.21%.



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

En Japón, las tasas de interés de los bonos a 10 años se mantuvieron relativamente estables en 0.25% y el movimiento acumulado en el año corrido es de apenas 18 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 las expectativas de estabilidad en la tasa de referencia del BoJ en el corto plazo.

Gráfico 5. Diferenciales de tasas de interés de largo plazo



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

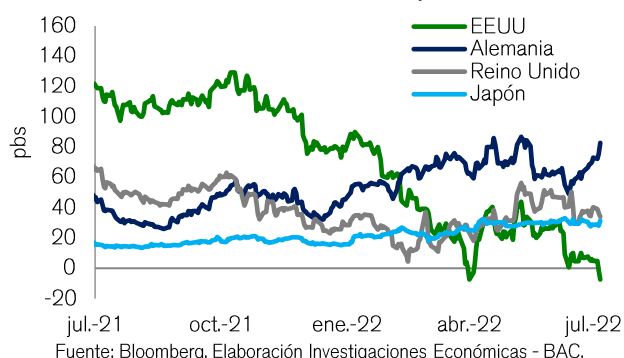
Por todo lo anterior, los *spreads* de las tasas de interés de largo plazo de las notas del Tesoro contra otros bonos soberanos de mercados desarrollados, mostraron movimientos disímiles durante el último mes. Frente a los títulos de deuda en Europa, los diferenciales registraron reducciones que han sido motivadas, principalmente, por aumentos en la prima de riesgo inter-temporal de estos países, especialmente los de la Eurozona, donde los



desequilibrios macroeconómicos y la probabilidad de una recesión son más altos en comparación con EEUU.

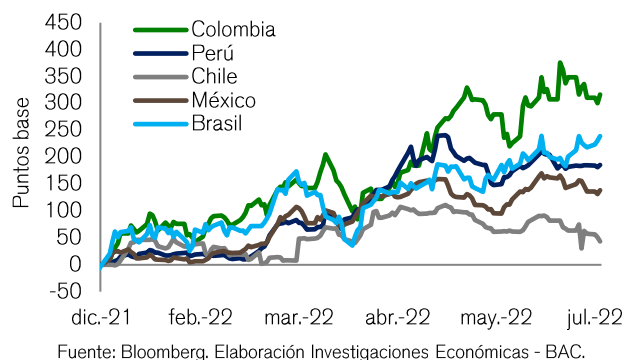
El mayor diferencial de tasas se mantiene contra los bonos soberanos de Japón, algo que es coherente con la postura monetaria inalterada del BoJ y la estabilidad en los rendimientos de los títulos japoneses (Gráfico 5).

**Gráfico 6. Pendiente 10Y-2Y deuda pública avanzados**



El comportamiento de las pendientes de las curvas de rendimientos de la deuda pública en avanzados también fue heterogéneo. En EEUU, producto de los temores de una recesión económica, la curva de Tesoros se invirtió por segunda vez en el año y alcanzó los niveles negativos registrados durante el pasado mes de abril (Gráfico 6).

**Gráfico 7. Cambio bonos 10 años LATAM durante 2022**



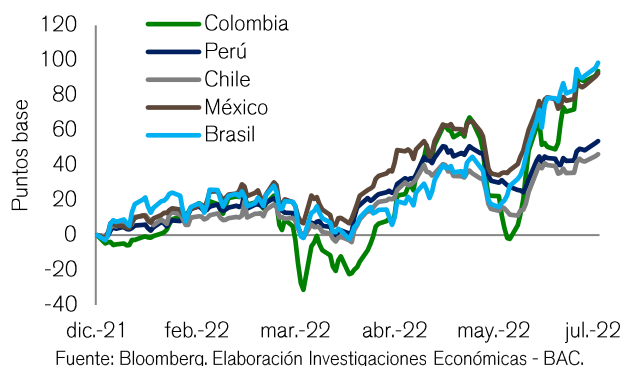
Los diferenciales inter-temporales en Reino Unido y Japón también exhibieron algunos descensos, aunque más leves en comparación con los de EEUU. El contraste se observó en la curva de bonos de Alemania, la economía más grande de la Eurozona, la cual se ha venido empujando como consecuencia de los factores descritos anteriormente.

En cuanto al desempeño de los bonos soberanos de LATAM en el último mes, y en línea con el contexto internacional, los rendimientos de largo plazo exhibieron incrementos importantes. Parte de este resultado también se sustenta por el endurecimiento de la postura monetaria de los bancos centrales en la región.

En efecto, los rendimientos de los bonos a 10 años en Colombia registraron un incremento de 85 pbs, seguidos por los títulos de Brasil con aumentos de 67 pbs. Las tasas de interés de los bonos con el mismo vencimiento en México y Perú aumentaron 31 y 23 pbs, respectivamente (Gráfico 7).

En contraste con lo anterior, las tasas de interés de los bonos soberanos de Chile disminuyeron 19 pbs. Esto es consistente con lo descrito previamente en torno a las expectativas de recortes en los tipos de interés de referencia en ese país durante el año 2023.

**Gráfico 8. Cambio CDS 5 años LATAM durante 2022**



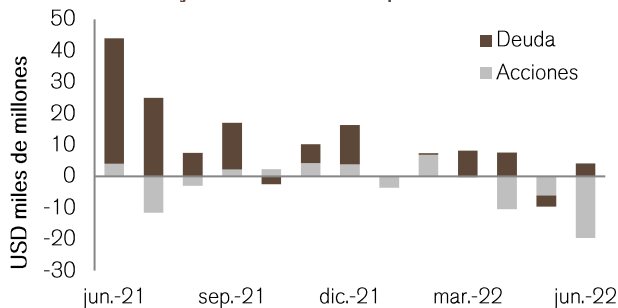
El movimiento de los bonos soberanos en la región también se encuentra en línea con el comportamiento alcista de las primas de riesgo, que durante el último mes se incrementaron afectadas por un entorno global de elevada aversión al riesgo, fortaleza del dólar y debilidad en la demanda de títulos de mercados emergentes.

En efecto, los CDS a 5 años de las grandes economías de LATAM (sin Argentina) se incrementaron, en promedio, 54 pbs (Gráfico 8). La prima de riesgo de Colombia exhibió el mayor movimiento de la región con aumentos de 83 pbs en el último mes.



Bajo este contexto, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IFF)<sup>1</sup>, en junio los flujos de inversión de portafolio hacia emergentes volvieron a ser negativos por cuarto mes consecutivo, afectados por los crecientes temores de una recesión global. En efecto, la salida de capitales ascendió a USD 4,000 millones, explicada mayoritariamente por ventas en acciones que ascendieron a USD 10,500 millones.

Gráfico 9. Flujos de inversión de portafolio hacia EM\*



Fuente: IIF, Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

\*Excluyendo flujos de inversión de portafolio hacia bonos y acciones de China.

Sin China, la salida de flujos de inversión hacia emergentes ascendió a USD 15,600 millones, la más fuerte desde abril de 2020. Buena parte de este resultado se explica por ventas masivas en acciones que sumaron USD 19,600 millones. Las compras hacia títulos de deuda fueron por USD 4,100 millones, pero fue un flujo de entrada comparativamente bajo frente a los registros de meses anteriores (Gráfico 9).

En el acumulado de 2022, la reversión de flujos de capitales desde emergentes sin China asciende a USD 2,800 millones, muy en contraste con los USD 18,800 millones que ingresaron durante el acumulado del mismo periodo de 2021.

<sup>1</sup> IIF Capital Flows Tracker – July 2022.

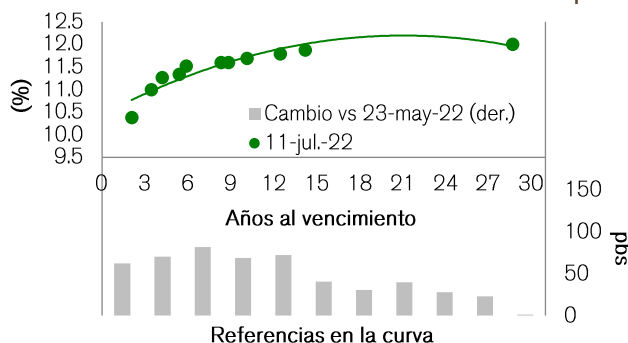


## Mercado local

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 los términos de intercambio del país y reduciendo las vulnerabilidades externas y fiscales (ver “La casa en orden” en [CE – Junio 23 de 2022](#)). El periodo de elecciones presidenciales, así como la disparada internacional del dólar, también afectaron significativamente al alza la prima de riesgo del país y las tasas de interés de los TES.

Frente al cierre de nuestro último informe, la curva de rendimientos de los TES en pesos, en todo su nivel, se desplazó al alza 31 pbs (Gráfico 10), con lo cual el movimiento completo en lo que va corrido de 2022 alcanza los 344 pbs. Lo anterior se dio en medio de un patrón de aplanamiento que redujo la pendiente de la curva hasta 121 pbs, desde los niveles de 150 pbs registrados en mayo (Gráfico 11).

Gráfico 10. Evolución reciente de la curva de TES en pesos



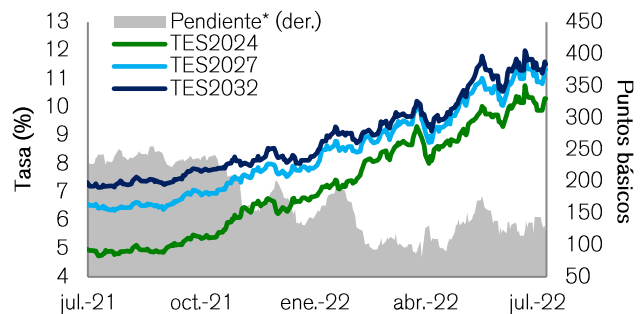
Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

En la parte corta de la curva, las tasas de los TES incorporaron el movimiento de 150 pbs en la tasa de referencia del BanRep en su última reunión y siguen presionadas por las expectativas de más incrementos de esa magnitud en el futuro cercano.

En efecto, las tasas de interés implícitas en los swaps de IBR a plazos de 3 a 12 meses aumentaron, en promedio, 105 pbs durante el último mes y se sitúan en 9.59%. Para el cierre de vigencias, la curva IBR descuenta una tasa repo finalizando en 9.5% para 2022 y en 9.75% para 2023. Otras tasas de interés de corto plazo, como la de

los CDTs a 360 días en el mercado de fondos prestables, han aumentado hasta niveles de 11.29%, mientras que las tasas de los TES a 1 año en la curva cero cupón y las de los TCO lo han hecho hasta 9.63% y 9.87%, respectivamente (Gráfico 12).

Gráfico 11. Curva TES COP y diferencial intertemporal

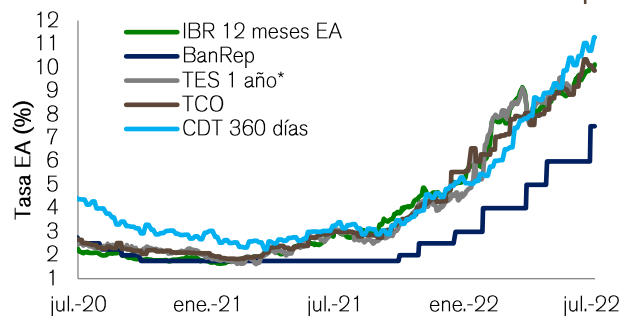


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

\*Diferencial entre los rendimientos de los TES2032 y TES2024.

Así, las tasas de los TES2024 aumentaron 54 pbs hasta 10.31%, llegando incluso a tocar máximos históricos del 10.8% hacia mediados del mes de junio. Lo anterior sigue demostrando que los rendimientos de los TES2024 ya tienen incorporado en su totalidad el ciclo contractivo de BanRep y que el reciente movimiento obedece a factores de ruido que van más allá de los estructurales (ruido político, ruido externo, etc.).

Gráfico 12. Evolución de las tasas de interés de corto plazo



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

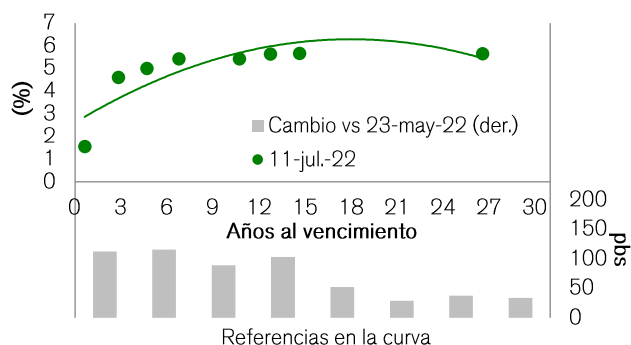
En el nodo de mediano plazo de la curva de TES en pesos, las desvalorizaciones sumaron 56 pbs en promedio, una magnitud similar a lo observado en las tasas de los TES2024. Los rendimientos de los TES2025 aumentaron 55 pbs hasta 10.85%, mientras que los TES2026, una de



las referencias más líquidas de la curva, aumentaron 56 pbs hasta 11.01%.

Los TES en pesos de la parte larga de la curva registraron las menores desvalorizaciones del último mes. En promedio, los rendimientos de estos títulos se incrementaron 23 pbs, donde los mayores incrementos los registraron los TES2027 y TES2028 con aumentos que bordearon los 66 pbs hasta niveles de 11.33% y 11.45%, respectivamente. Los TES2032, la referencia natural de 10 años de la curva, evidenciaron un aumento en tasa de 21 pbs hasta 11.51%. La referencia de más largo plazo de la curva, los TES2050, fueron los únicos que se mantuvieron relativamente estables.

Gráfico 13. Curva de TES UVR durante el último mes

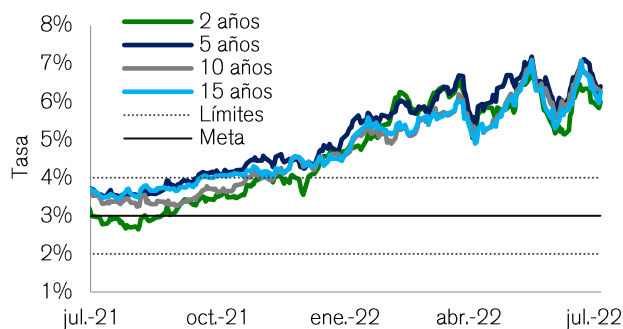


Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

La curva de rendimientos de TES UVR registró un desplazamiento al alza en mayor magnitud frente a la curva de TES en pesos. En efecto, el movimiento fue de 49 pbs en todo su nivel desde la última publicación de este informe (Gráfico 13). Parte de este comportamiento obedece a un dato de inflación de junio que resultó inferior a los estimativos del mercado, aunque también presionada por el ruido local generado durante el mes de junio.

En la parte corta de la curva, los rendimientos de los TESUVR2023 aumentaron 94 pbs hasta 1.37%, mientras que en la parte media se observaron incrementos promedio de 80 pbs, donde los TESUVR2025 se incrementaron 90 pbs hasta 4.34%. En la parte larga de la curva, el movimiento alcista fue de 27 pbs en tendencia central, donde referencias líquidas como los TESUVR2037 registraron incrementos en sus tasas de interés de apenas 14 pbs hasta niveles del orden de 5.43%.

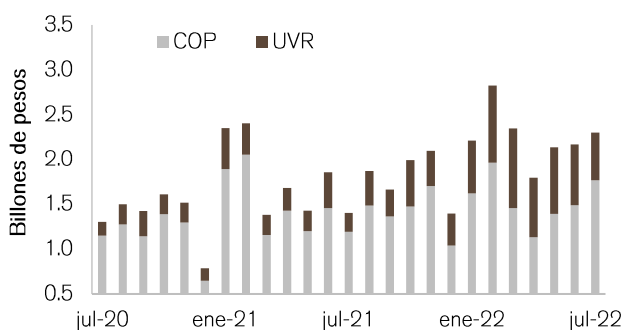
Gráfico 14. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Así, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se sitúa en 6.26%. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 6%, mientras que las de 5, 10 y 15 años bordean niveles de 6.31% (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, se incrementó hasta 7.04%.

Gráfico 15. Volumen promedio-día de negociación en SEN



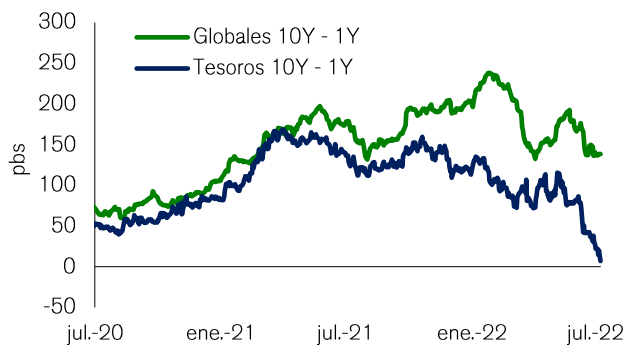
Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, el volumen diario de negociación de los TES en SEN aumentó en junio hasta un promedio-día de 2.2 billones de pesos (Gráfico 15), superando los volúmenes registrados durante el mismo mes de 2021. En lo corrido de julio, el volumen transado en el mercado secundario sigue en ascenso hasta un promedio-día de 2.3 billones de pesos.

Los TES en pesos más negociados durante el último mes volvieron a ser los TES2024, TES2026 y TES2031, mientras que en la curva de TES UVR las referencias más líquidas fueron los TESUVR2023, TESUVR2025 y TESUVR2035.



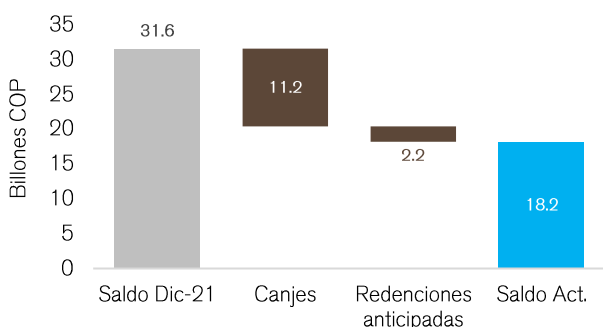
**Gráfico 16. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros**



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

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 60 pbs, en comparación con la fecha de corte de nuestro último informe. El aplanamiento en la curva de TESUSD persistió durante el último mes y marcó una reducción de 49 pbs en su pendiente, siguiendo parcialmente el comportamiento del *spread* inter-temporal de la curva de Tesoros (Gráfico 16).

**Gráfico 17. Impacto de operaciones en TES UVR 2023**



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

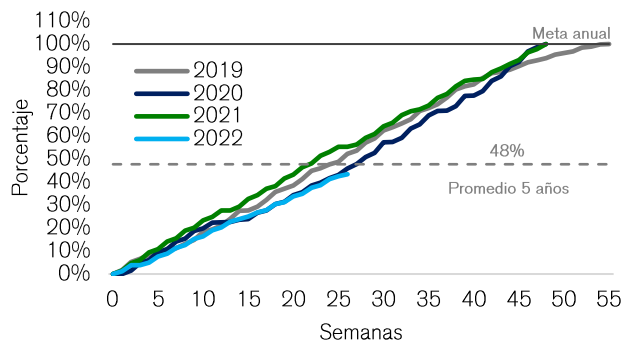
Los rendimientos de las partes corta y media de la curva de TESUSD registraron aumentos promedio de 84 y 55 pbs, respectivamente, hasta niveles del orden de 5.89% y 6.48%, en ese mismo orden. En la parte larga de la curva, las tasas de interés se incrementaron 60 pbs hasta niveles medios de 7.53%. En los TESUSD2032, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés aumentaron 49 pbs hasta 6.98%.

En cuanto a la gestión de la deuda pública, el pasado 7 de junio el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP)

realizó un cuarto canje en 2022 consistente en una sustitución de TESUVR2023 por TESUVR2025 (52% del monto canjeado), TES2026 (14%), TESUVR2029 (0.2%), TESUVR2035 (34%) y TESUVR2037 (0.2%) dentro de su portafolio administrado. El monto total del canje ascendió a 3.4 billones de pesos.

Asimismo, el 17 de junio el MHCP realizó una redención anticipada de 1.1 billones de pesos en TESUVR2023, generando un ahorro en intereses por cerca de 44.6 mil millones de pesos. Con estas operaciones, el MHCP logró reducir en 4.5 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 13.4 billones de pesos. De esta forma, el saldo de los vencimientos de TESUVR2023 se ha logrado reducir hasta 18.2 billones de pesos (Gráfico 17).

**Gráfico 18. Cumplimiento de colocaciones por subastas**



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Por su parte, de acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario, el monto total en lo corrido del año hasta el 6 de julio asciende a 16.3 billones de pesos, lo que representa un cumplimiento del 43.4% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2022 (37.5 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es inferior al 55.3% del cumplimiento acumulado para el mismo periodo de 2021 y también al promedio de 47.7% del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 18).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones desde el corte de nuestro último informe fueron de 2.8 billones de pesos, repartidas de la siguiente manera: i) 2.5 billones de pesos de TES COP (incluidos los 500 mil

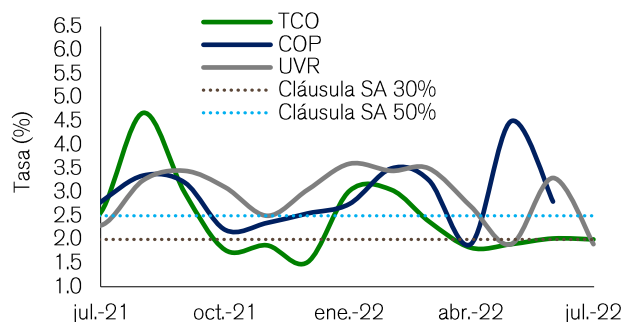




millones de las colocaciones de TES verdes); y ii) 300 mil millones de pesos en TES UVR. Las colocaciones no competitivas ascendieron a 1 billón de pesos.

En el caso de las subastas de TES en pesos, el promedio de las tasas de corte fue de 11.87%, superando así el promedio de 11.45% de mayo y de 11.46% de las tasas en mercado secundario. Así, el *bid-to-cover* promedio del mes se redujo desde 4.5 veces en mayo hasta 2.8 veces en junio.

Gráfico 19. Sobre-demanda en las subastas de TES\*



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

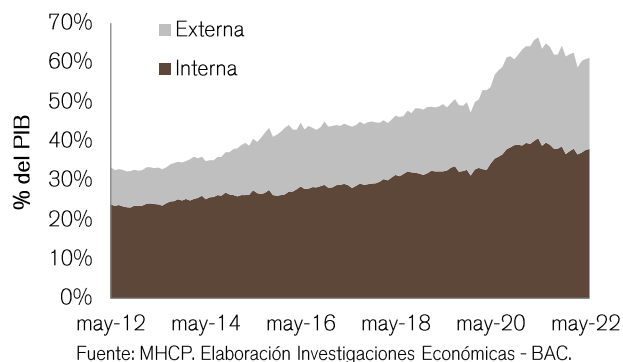
Por su parte, las tasas de corte aumentaron 52 pbs hasta 5.14%, pero en tendencia central se situaron apenas 4 pbs por debajo de las tasas de mercado secundario. En línea con lo anterior, el *bid-to-cover* promedio de junio y lo que va corrido de julio aumentó hasta 2.6 veces, superando el ratio de 1.9 veces de mayo.

Con respecto a las subastas de TES de corto plazo (TCO), desde la última publicación de este informe se colocaron 1.5 billones de pesos, con lo cual el acumulado de 2022 asciende a 7.4 billones de pesos. Como lo explicamos anteriormente, las tasas de corte de estos títulos se incrementaron hasta 9.87%, y *bid-to-cover* promedio de junio y lo corrido de julio es de 2 veces, prácticamente estable frente al promedio de mayo (Gráfico 19).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de mayo, mostraron un saldo de la deuda del GNC que alcanzó los 753.4 billones de pesos. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda se situó en 57.2%. Según nuestros cálculos, para el mes de junio el saldo de

la deuda del GNC habría alcanzado niveles de 757.4 billones de pesos, aproximadamente un 57.5% del PIB.

Gráfico 20. Saldo de la deuda bruta total del GNC



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El saldo de la deuda interna representa valores cercanos al 38% del PIB, mientras que el de la deuda externa representa un 23% (Gráfico 20). La distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 62.1%, 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 37.9%.

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.



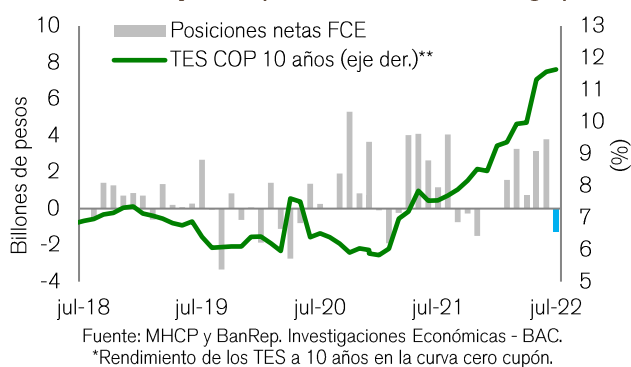
## Inversión extranjera y liquidez

De acuerdo con las cifras de balanza cambiaria, la inversión de portafolio hacia el país fue de USD 199 millones en junio, por debajo de los USD 441 millones del mes de mayo. A pesar de lo anterior, los flujos mensuales de inversión de portafolio continúan siendo positivos y en lo corrido del año ascienden a USD 1,566 millones, por encima del ingreso neto del mismo periodo de 2021 de USD 1,379 millones.

En línea con lo anterior, según las cifras preliminares del perfil de tenedores de TES que publica el MHCP, en el último mes los Fondos de Capital Extranjero (FCE) fueron compradores netos y aumentaron sus posiciones en 3.8 billones de pesos, el flujo mensual de compra más fuerte en lo que va corrido de 2022. De esta forma, el saldo de las compras netas de los FCE asciende a 111 billones de pesos, lo que representa un 8.6% del PIB.

Algunas estimaciones de agentes del mercado sugieren que, dadas las adversas condiciones con las que arrancó el mes en curso, los FCE estarían siendo vendedores netos en julio. Las posiciones liquidadas ascienden, aproximadamente, a 1.3 billones de pesos (Gráfico 21).

Gráfico 21. Flujos compra-venta FCE vs TES largo plazo



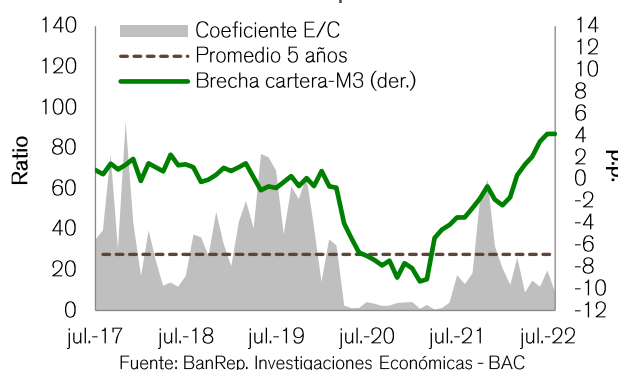
Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC), los mayores tenedores de TES con una participación de 27.4% del saldo total de la deuda interna, vendieron 1.3 billones de pesos durante el último mes, algo que fue compensado casi en su totalidad con compras por 1.4 billones de pesos de los bancos comerciales. Los FCE ocupan el segundo lugar con una participación del 25.7%, seguidos por los bancos comerciales con una participación del 13.8%.

Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por 3.4 billones de pesos, el movimiento mensual más agresivo del emisor en lo corrido del año. Dicha intervención se hizo para cerrar el desequilibrio entre oferta y demanda de liquidez que venía presionando al alza el IBR *overnight*. En contraste, el MHCP vendió 1.3 billones de pesos, aunque buena parte de esta reducción obedece a las recientes operaciones del manejo de la deuda.

En cuanto a las condiciones de liquidez del sistema, la demanda de recursos de expansión en el BanRep se ha reducido en lo corrido de julio hasta un promedio-día de 12.1 billones de pesos, la más baja de los últimos 5 meses. El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por BanRep se redujo hasta 9.5 billones de pesos y su utilización ha bordeado un 74%, inferior al porcentaje usado en junio (81%). Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos, pero con una utilización relativamente baja (7.8%).

Parte de esta menor demanda de liquidez esta asociada a la finalización del pago de la tercera cuota de grandes contribuyentes de renta desde el pasado 21 de junio, así como por los 5.9 billones de pesos que ingresaron al sistema desde el mes pasado asociados al pago de cupones TES COP y TES UVR, y vencimientos de TCO (ver "Inversión extranjera y liquidez" en [IMDP – Mayo 23 de 2022](#)).

Gráfico 22. Condiciones de liquidez vs brecha monetaria

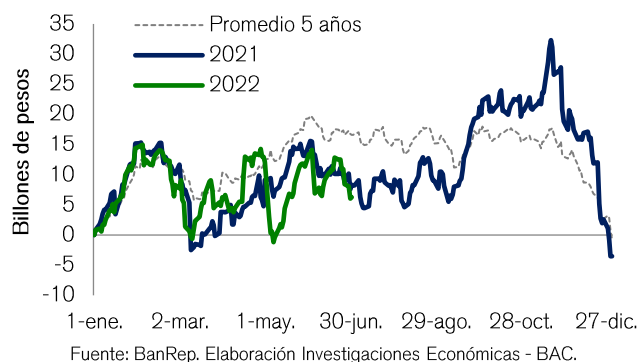


En este entorno, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción alcanza en lo corrido de julio promedios de 1.3 billones de pesos diarios, el más alto observado desde mayo de 2021. De



esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión/contracción (Coeficiente E/C) disminuyó hasta 8.9 veces, el nivel más bajo desde marzo de 2022 y permanece por debajo de su promedio de 5 años (Gráfico 22).

Gráfico 23. Cambio año corrido depósitos de la DTN



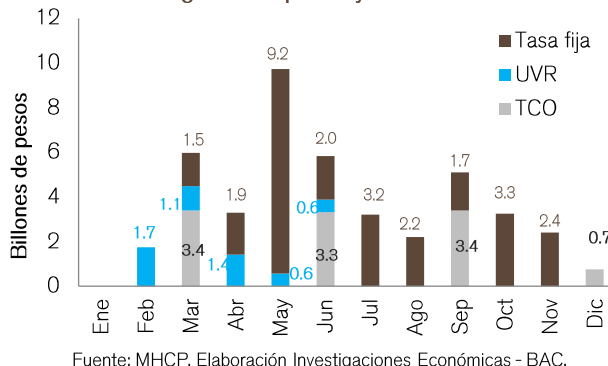
En este entorno, el IBR E.A. *overnight* cortó en promedio cerca de 2 pbs por encima de la tasa repo en junio, aunque e lo corrido de julio dicho diferencial se ha cerrado. Lo anterior refleja unas condiciones de liquidez que en el mes pasado estuvieron ligeramente apretadas, pero que recientemente se han venido relajando gracias a las compras definitivas del TES del BanRep, lo cual no debería generar presiones sobre las tasas de interés de corto plazo en la economía, incluidas las de los TES.

El recaudo tributario total en junio, de acuerdo con las cifras preliminares de la DIAN, fue de 22.1 billones de pesos, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada por la DIAN para todo 2022 asciende a 56.3%. Frente al mismo periodo acumulado de 2021, la dinámica del recaudo total registra un sobresaliente incremento de 34% (cerca de un 22.2% en términos reales), altamente influenciado por un crecimiento económico que ha sido superior al previsto, lo cual ha permitido cubrir mayores gastos asociados a inflación y tasas de interés altas.

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 Central, registra un incremento de 6.2 billones de pesos al corte del 1 de julio. Esta cifra refleja una reducción de 1.1 billones de pesos frente al acumulado del mismo periodo del año pasado y

también significativamente inferior a los 16.6 billones de pesos del promedio de los últimos 5 años, algo que es coherente con una mayor ejecución de gasto asociada al ciclo político de 2022 (Gráfico 23).

Gráfico 24. Pagos de cupones y vencimientos en 2022



Esperamos que las condiciones de liquidez en el futuro cercano se mantengan relativamente holgadas en el futuro cercano. En particular, para el mes de julio se espera una entrada por 3.2 billones de pesos al sistema financiero (Gráfico 24), asociada a las siguientes amortizaciones de la deuda pública: i) pago de cupón por 2.5 billones de pesos de los TES2024 el próximo 24 de julio; y ii) pago de cupón por 753 mil millones de pesos de los TES2036, los cuales ya fueron pagados el pasado 9 de julio.

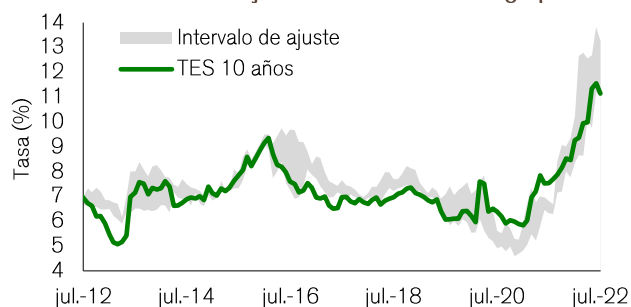


## Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados emergentes, se mantiene como una de las inversiones de mayor riesgo-rentabilidad implícita. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años aumentó hasta 2.4%, la más alta en lo que va corrido de 2022 y continúa muy por encima de la tasa promedio de -5.3% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que se mantiene históricamente alta y cerca de 19 pbs por encima de la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-rentabilidad sobre la muestra, los resultados de junio sitúan a Colombia por encima de la frontera de eficiencia, algo que también se observa para los títulos de deuda pública de Sudáfrica y Brasil.

Gráfico 25. Niveles justos de los TES de largo plazo\*



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

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 TES aumentó hasta 6% y permanece muy por encima de la media muestral de 0.7%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles de 4 p.p., también superando ampliamente el nivel promedio de muestra de 1.7 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos de los TES en pesos estaría sobrevendida en aproximadamente 25 pbs, especialmente en los títulos de muy largo plazo (vencimientos mayores a 20 años) con un margen de valorización de 32 pbs en promedio. El

ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración también sugiere niveles de compra en los TES2034, TES2036 y TES2042, con un espacio de valorización de 14 pbs en promedio.

En la curva de TES UVR, según lo sugieren las medidas técnicas de reversión a la media, la curva en el tramo medio y largo tendría un margen de valorización de 15 pbs, consistente con unas mayores expectativas de inflación. El modelo de eficiencia-duración sugiere niveles de entrada en los TESUVR2033, TESUVR2035 y TESUVR2037 del orden de 32 pbs.

Para el caso de los TES Globales, las estimaciones por reversión a la media sugieren un margen de valorización, en todo su nivel, de 10 pbs. La frontera de eficiencia-duración destaca TESUSD2042 y TESUSD2051 como los bonos con mayor espacio de valorización, aproximadamente de 48 pbs.

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%. Teniendo en cuenta que actualmente los TES2032 cotizan en 11.7%, lo anterior sugiere una sobreventa de estos papeles cercana a los 70 pbs.

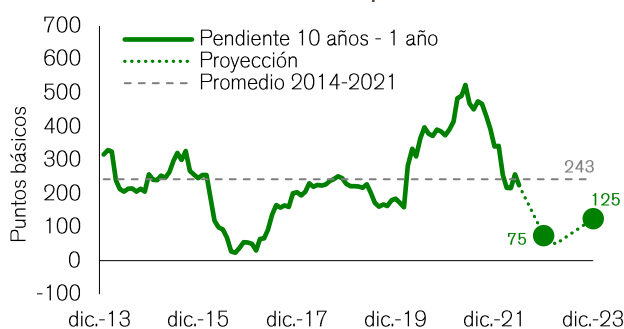
La probabilidad de ocurrencia de este ajuste en el corto plazo es baja, dadas las adversas condiciones internacionales para los mercados de renta fija. No obstante, teniendo en cuenta que sorpresas inflacionarias y de ajustes más agresivos de política monetaria del BanRep son poco probables durante la segunda mitad de este año, esperamos que dicha corrección se materialice a partir del mes de agosto.



## Expectativas de corto plazo

Esperamos que fuertes presiones sobre el mercado de TES se mantengan en el corto plazo, especialmente sobre las tasas de interés de los títulos de largo plazo que son las más expuestas a los factores externos y de riesgo inter-temporal. Potenciales sorpresas alcistas en las variables nominales de la economía (inflación y tasas de política monetaria) seguirán siendo los factores locales más determinantes para la evolución del mercado en el futuro cercano.

Gráfico 26. Diferencial intertemporal curva TES COP\*



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

Seguimos anticipando una pausa transitoria del proceso de aplanamiento de la curva de rendimientos de los TES en pesos, la cual se prolongaría al menos hasta el mes de septiembre, es decir, tres meses más allá frente a lo que estimábamos preliminarmente (ver “Expectativas de corto plazo” en [IMDP – Mayo 23 de 2022](#)).

Una vez decantados varios de los riesgos que mantienen presionada la parte larga de la curva, especialmente externos, creemos que el aplanamiento de la curva podría continuar y alcanzar los niveles vistos en el episodio 2015-2016 (Gráfico 26). Cuantificando este margen, estimamos una corrección a la baja de al menos 150 pbs en la pendiente de la curva hasta el fin de año.

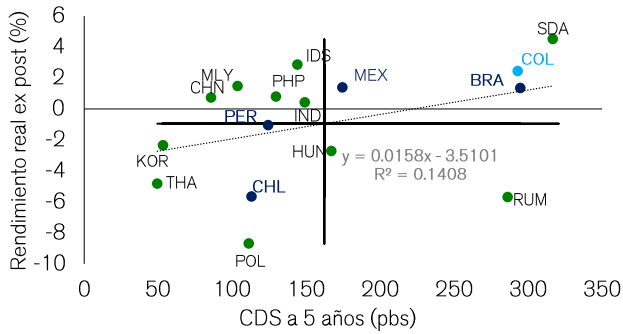
De esta forma, en la curva de TES en pesos anticipamos niveles de estrés/entrada de 10.7%-10.8% en los TES2024 y de 12% en los TES2032. Los TES2024 continúan exhibiendo uno de los márgenes de valorización más atractivos de la curva de TES en pesos, teniendo en cuenta que su duración se hará estrictamente inferior a 2

años a partir de julio de 2022 y que los niveles de la tasa repo no superarían el 9%, de acuerdo con nuestro escenario base (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Julio 5 de 2022](#)).

El margen de la curva TES UVR se ha estrechado significativamente, especialmente para las referencias de corto plazo como los TESUVR2023, teniendo en cuenta que las expectativas del mercado han descontado el pico inflacionario de 2022. Los efectos de más canjes de deuda sustituyendo estos títulos por otros de más larga duración, u operaciones de redención anticipada, podrían otorgar alguna ventana interesante de compra en estos papeles.

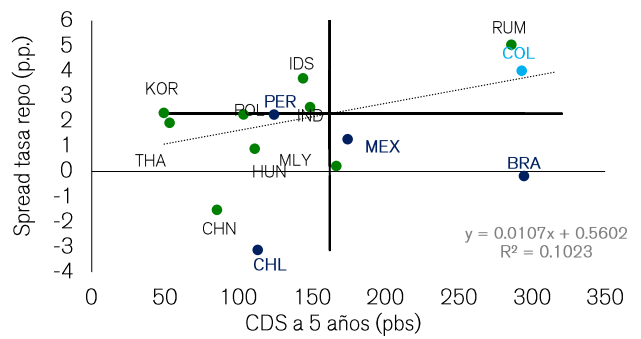


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



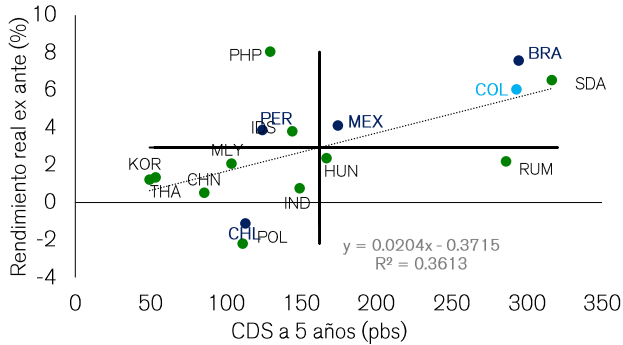
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



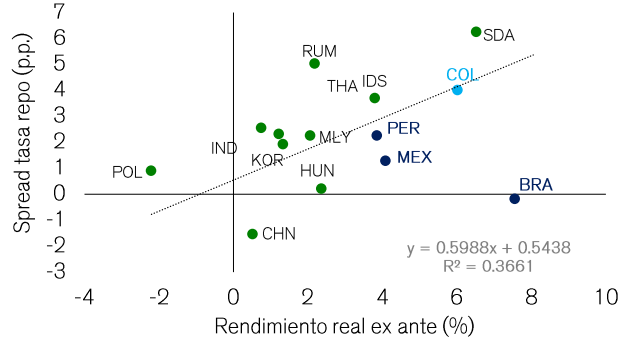
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



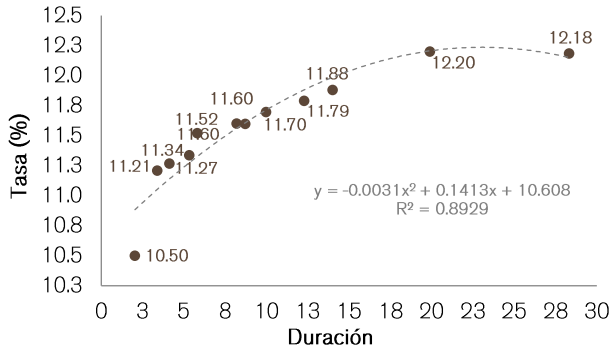
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



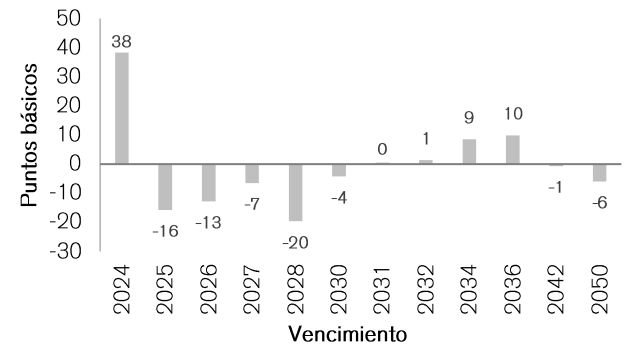
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

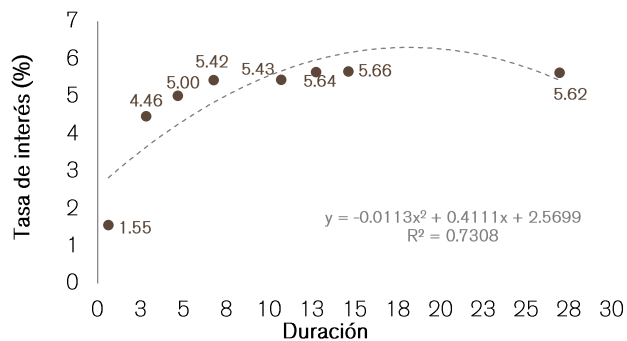
Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES en pesos



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

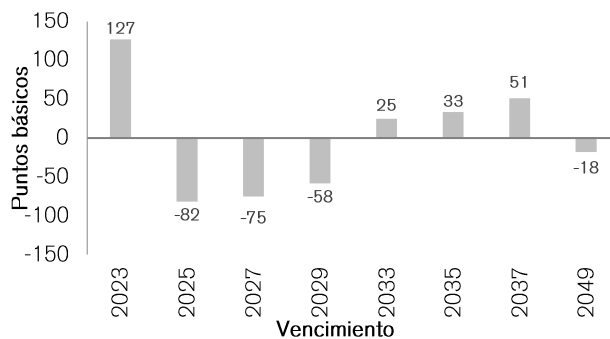


Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



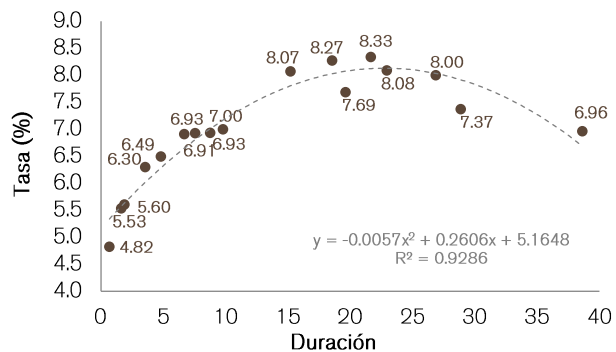
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.

Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES UVR



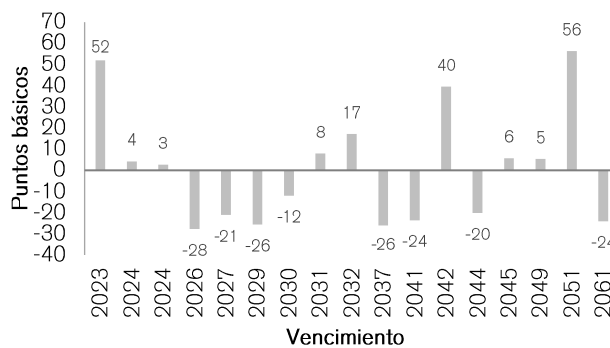
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.

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	1.6	10.38	38	693	556	
TFIT08261125	nov-25	6.250	2.7	11.00	62	696	527	
TFIT16080826	ago-26	7.500	3.1	11.27	52	692	522	
TFIT08031127	nov-27	5.750	4.0	11.34	45	662	484	
TFIT16280428	abr-28	6.000	4.4	11.52	72	668	485	
TFIT16180930	sep-30	7.750	5.1	11.60	35	621	460	
TFIT16260331	mar-31	7.000	5.7	11.69	33			
TFIT16300632	jun-32	7.000	6.3	11.70	34	594	450	
TFIT16181034	oct-34	7.250	6.5	11.79	38	584	443	
TFIT16070936	jul-36	6.250	6.9	11.88	33		437	
TFIT280542	may-42	9.250	7.5	12.12	26			
TFIT260950	oct-50	7.250	7.8	12.00	14	537	422	

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	0.6	1.55	105	111	15	
TUVT11070525	may-25	4.750	2.6	4.46	-27	365	252	
TUVT11170327	mar-27	3.500	4.2	5.00	15	370	252	
TUVT10180429	abr-29	3.300	6.0	5.31	35	339	214	
TUVT20250333	mar-33	2.250	8.6	5.43	9	300	183	
TUVT20040435	abr-35	3.000	9.1	5.64	-10	308	189	
TUVT25022537	feb-37	4.750	10.2	5.66	-5	299	176	
TUVT20040649	jun-49	4.000	15.1	5.62	-1	247	161	

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	0.7	4.78	110	400	369	
COLGLB24	may-24	4.000	1.7	5.52	112	446	406	
COLGLB26	ene-26	4.500	3.1	6.27	94	470	409	
COLGLB27	abr-27	3.875	4.1	6.47	78	463	383	
COLGLB29	mar-29	4.500	5.4	6.89	85	461	378	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.7	6.98	83			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.2	8.05	92	441	349	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.6	8.25	97	458	359	
COLGLB42	feb-42	4.125	11.1	7.67	79			
COLGLB45	jun-45	5.000	11.3	8.07	86	448	353	
COLGLB49	may-49	5.200	11.7	7.99	78	440	345	

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.

---