



Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los temores de estanflación se siguen intensificando, en medio de un ambiente de elevada y persistente inflación global y crecientes riesgos de desaceleración económica en el futuro cercano. Las tasas de interés de corto plazo en los mercados de deuda siguen presionadas al alza por el endurecimiento monetario mundial, pero las de largo plazo se han estabilizado. El comportamiento en LATAM fue similar, en medio de una reducción en las primas de riesgo país.*
- *En este entorno, los TES en pesos se valorizaron con fuerza durante el último mes. Este resultado se dio en medio de un patrón de aplanamiento, donde los rendimientos de los TES de largo plazo fueron los más favorecidos. Por su parte, el ciclo contractivo de BanRep se sigue transmitiendo a las tasas de los TES de corto plazo.*
- *La curva de TES UVR registró un empujamiento que responde a las valorizaciones que registraron los títulos de la parte corta ante la reciente sorpresa en el dato de IPC de julio. La curva de TES en dólares sigue emulando el comportamiento de la curva de Tesoros americanos.*
- *Los volúmenes en el mercado secundario siguen aumentando, a pesar de la fuerte volatilidad del último mes. El apetito de los inversionistas locales en el mercado primario también se incrementó de forma importante. La dinámica del endeudamiento público como proporción del PIB volvió a descender en julio.*
- *El apetito por TES locales de los inversionistas extranjeros se mantuvo en julio y cálculos preliminares de agosto dan cuenta de una demanda que continuaría siendo fuerte. Diferentes estimaciones sugieren niveles de sobreventa de los TES en pesos, especialmente en el tramo medio y largo de la curva de rendimientos.*

CONTENIDO

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

Gabriel F. Granados.

Profesional Senior

gabriel.granados@bancoagrario.gov.co

Camila Martinez K.

Profesional Universitario

camila.martinez@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto.

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co



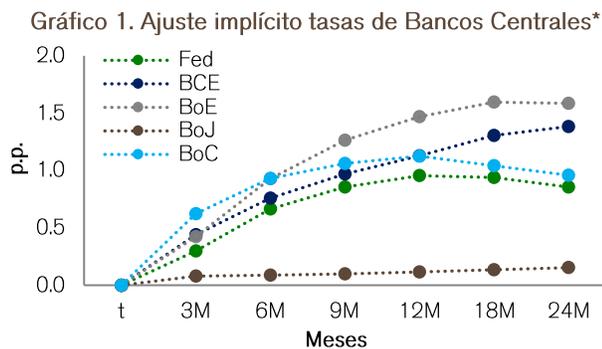
Contexto internacional

Los temores de estanflación se intensificaron durante el último mes en los mercados mundiales, en medio de un ambiente de inflación que no deja de aumentar en la mayoría de economías y del consecuente ajuste monetario para combatirla (ver “Contexto externo” en [IMCE – Agosto 2 de 2022](#)). La publicación de varios datos de actividad da cuenta de una desaceleración global más fuerte frente a lo previsto, dando lugar a un aplanamiento en las curvas de rendimientos de los mercados de deuda en buena parte del mundo.

Bajo este contexto, la dinámica de la renta fija global, especialmente los títulos con vencimientos de largo plazo, se vio favorecida luego de varios meses de fuertes desvalorizaciones. Las expectativas de inflación implícitas en los bonos se mantienen en niveles superiores a las metas de política monetaria, pero han comenzado a descender y también están apoyando los descensos en los rendimientos de mediano y largo plazo.

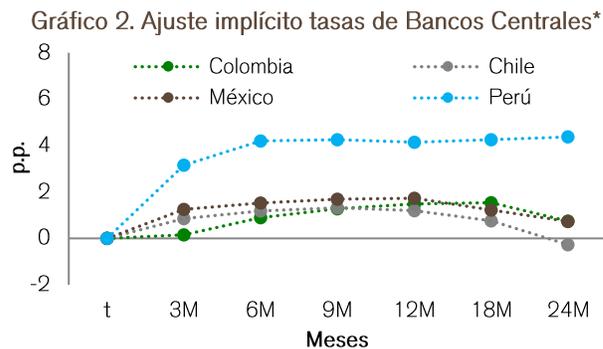
retrasar la convergencia de la inflación al consumidor hacia la meta de 2%. En este sentido, seguimos esperando que la Fed mantenga el ritmo de ajustes significativos en las tasas de interés durante su próxima reunión, con otro incremento de 75 pbs en la de septiembre. También ratificamos nuestra expectativa que el techo del actual ciclo de la Fed llegará hacia niveles de 3.75% - 4% antes de finalizar 2022.

Similar a lo que se descuenta para el caso de la Fed, los mercados también anticipan más aumentos en las tasas de referencia de otros faros monetarios como el Banco de Canadá (BoC), el Banco Central Europeo (ECB) y el Banco de Inglaterra (BoE), siendo el Banco de Japón (BoJ) la única excepción. Sin embargo, de cara a 2023 se espera que las tasas de política monetaria de la Fed y el BoC descendan (Gráfico 1), contrario a lo que implícitamente incorporan los mercados para los emisores de Europa, donde actualmente se experimentan las mayores presiones inflacionarias en el mundo desarrollado.



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

En EEUU, la Fed elevó en 75 pbs los tipos de interés en julio y su lenguaje sugiere más incrementos de esta magnitud en el futuro cercano, muy en línea con nuestras expectativas (ver “El valor de actuar” en [CE – Junio 17 de 2022](#)). Aunque los mercados se siguen moviendo al vaivén de la heterogeneidad de los datos macroeconómicos, y a la fecha anticipan un incremento más moderado en los tipos de interés para la próxima reunión de septiembre del emisor (50 pbs), las apretadas condiciones del mercado laboral aumentan el riesgo de una espiral inflacionaria de salarios nominales que puede



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

En LATAM, la dirección de la política monetaria también apunta a terreno contractivo en su lucha contra la inflación y los bancos centrales siguen aumentando las tasas de interés. No obstante, la magnitud del ajuste se ha venido moderando en algunos casos como en Chile y Brasil, donde los emisores incrementaron, respectivamente, en 75 y 50 pbs los tipos de interés en sus últimas reuniones.

Lo anterior sugiere que el techo del actual ciclo monetario en la región podría estarse acercando, según los anticipan los mercados (Gráfico 2). En el caso de Colombia, México, Chile y Perú, se descuentan más incrementos de tasas de



política monetaria en el corto plazo, con alguna probabilidad de recortes hacia finales de 2023. En el caso de Brasil, las tasas de política llegaron a 13.75% y no se esperan más movimientos en los próximos meses.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU descendieron hasta niveles del 2.89%, un comportamiento que otros bonos soberanos de mercados desarrollados también replicaron (Gráfico 3). Frente a nuestro último informe, la referencia mundial de la renta fija a largo plazo registró una caída de 10 pbs en sus rendimientos. No obstante, en lo corrido del año estas tasas acumulan un aumento de 138 pbs.

Gráfico 3. Bonos 10 años en mercados desarrollados



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

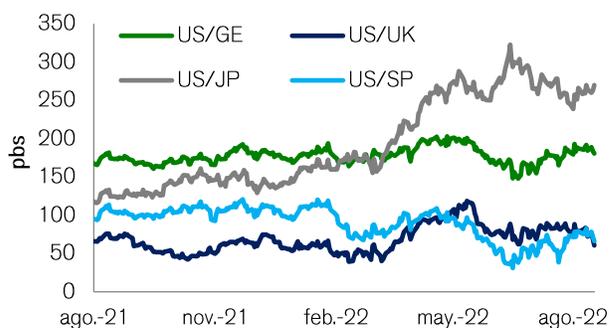
En Europa, el rendimiento de los bonos experimentó una mayor volatilidad durante el último mes como consecuencia de la incertidumbre política en Italia y los temores a la posibilidad de un recorte súbito de gas por parte de Rusia. Las tasas de interés del título a 10 años del Reino Unido se ubican alrededor de 2.29%, lo que se traduce en un alza de 11 pbs frente a los niveles de un mes atrás. La referencia representativa de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania registró una reducción de 16 pbs en sus rendimientos y se sitúa en niveles de 1.08%.

En Japón, las tasas de interés de los bonos a 10 años presentaron pocos cambios y se sitúan en 0.19%, con un movimiento mensual de apenas 6 pbs a la baja. En su totalidad, este comportamiento se sigue sustentando por el control de la curva de rendimientos por parte del BoJ.

Bajo este contexto, los *spreads* de las tasas de interés de largo plazo de las notas del Tesoro contra otros bonos

soberanos de mercados desarrollados mostraron movimientos heterogéneos durante el último mes (Gráfico 4).

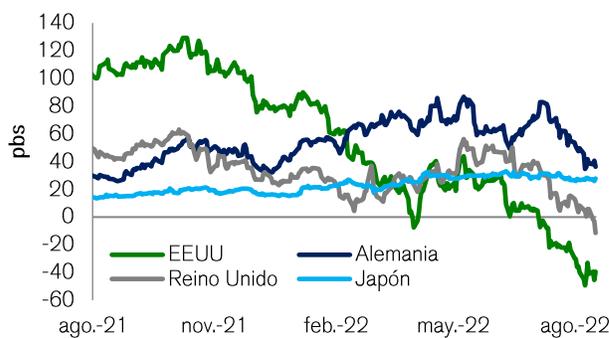
Gráfico 4. Diferenciales de tasas de interés de largo plazo



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Frente a los títulos de deuda en Europa, los diferenciales registraron algunos leves incrementos de 3 pbs en promedio, siendo la excepción el *spread* contra el bono de Reino Unido (US/UK) que disminuyó en 21 pbs. El mayor diferencial de tasas continúa siendo frente a los bonos soberanos de Japón (US/JP) con 270 pbs.

Gráfico 5. Pendiente 10Y-2Y deuda pública avanzados



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El comportamiento de las pendientes de las curvas en los mercados avanzados mostró aplanamientos en el balance. En EEUU, la inversión de la curva de Tesoros alcanzó diferenciales de hasta -39 pbs (Gráfico 5), algo no observado desde el año 2000 y que sigue reforzando la hipótesis de una inminente recesión.

Los diferenciales inter-temporales en Alemania y Reino Unido también exhibieron descensos de 45 pbs y 41 pbs, respectivamente, más fuertes en comparación con los de EEUU. En el caso del Reino Unido, el diferencial se situó



en terreno negativo, al igual que en caso de la curva de Tesoros. En Japón, por su parte, la curva se aplanó apenas 4 pbs en el último mes.

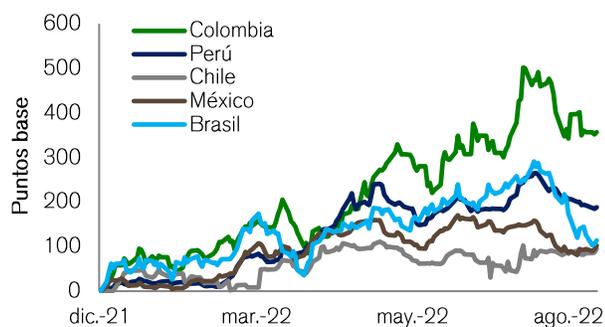
Gráfico 6. Evolución prima de riesgo y RF local en EM*



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Índice de bonos de mercados emergentes en moneda local LEMB.

En línea con todo lo anterior, la prima de riesgo de mercados emergentes, medida con el índice EMBI de JP Morgan, registró una fuerte reducción en el último mes (Gráfico 6). Como consecuencia, el índice de activos de renta fija de mercados emergentes, denominados en moneda local (LEMB), mostró una valorización importante de 4.6%.

Gráfico 7. Cambio bonos 10 años LATAM durante 2022

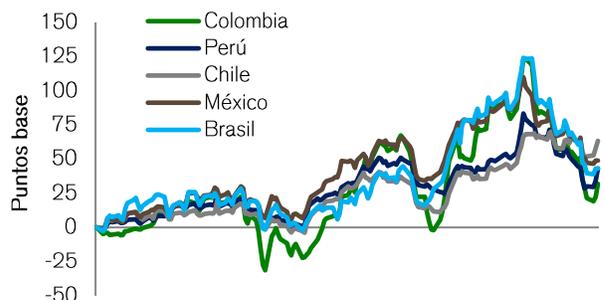


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En LATAM, los bonos soberanos de largo plazo registraron movimientos mixtos, en medio de varios focos de incertidumbre y choques idiosincráticos que afectaron los títulos en algunos países como es el caso de Chile. En efecto, los rendimientos de los bonos a 10 años en Chile registraron un incremento de 52 pbs. Por su parte, en el resto de la región los bonos con el mismo vencimiento

registraron reducciones que fueron lideradas por Brasil con caídas de 144 pbs, seguidas por México, Perú y Colombia con disminuciones de 44, 28 y 21 pbs, respectivamente (Gráfico 7).

Gráfico 8. Cambio CDS 5 años LATAM durante 2022



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En línea con lo observado en el EMBI, las primas de riesgo de LATAM descendieron con fuerza en el último mes. En efecto, los CDS a 5 años de las grandes economías de LATAM (sin Argentina) disminuyeron, en promedio, 29 pbs (Gráfico 8). La prima de riesgo de Colombia exhibió la mayor caída con una disminución de 55 pbs, seguido de Brasil, México y Perú con caídas de 51, 42 y 12 pbs en ese orden. En contraste, en Chile se presentó un incremento de 16 pbs en su prima de riesgo.

Bajo este contexto, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IFF)¹, en julio los flujos de inversión de portafolio hacia emergentes volvieron a ser negativos por quinto mes consecutivo, afectados por los crecientes temores de una recesión global. En efecto, las salidas de capitales fueron por USD 9,800 millones, donde las más fuertes se observaron sobre activos de deuda con ventas que sumaron USD 8,800 millones.

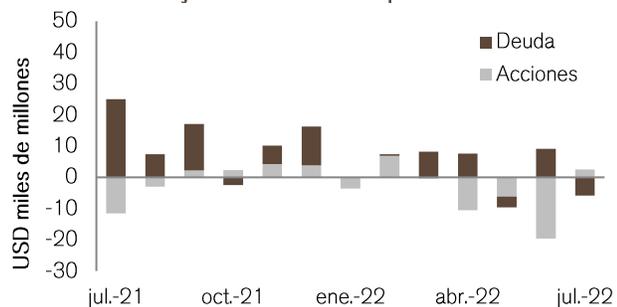
Sin China, la reversión de flujos de mercados emergentes fue de USD 3,300 millones, aunque representa el nivel de salida más bajo registrado desde abril, lo cual sugiere una moderación. Por tipo de activos, en acciones se registraron compras por USD 2,500 millones, mientras que en títulos de deuda se observaron ventas por USD

¹ IIF Capital Flows Tracker – July 2022.



5,800 millones, equivalente a la mayor salida desde marzo de 2020 en el marco del inicio de la pandemia (Gráfico 9).

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.

De esta manera, en el acumulado de 2022 la reversión de flujos de capitales desde emergentes sin China asciende a USD 14,800 millones, lo que contrasta con los USD 126,000 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2021.

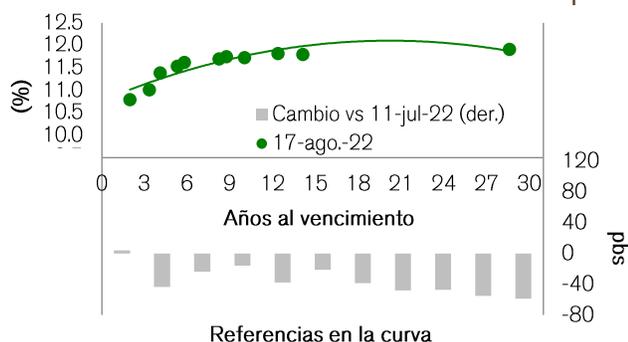


Mercado local

En línea con lo observado en el contexto internacional, las tasas de interés de los TES de largo plazo registraron algunas reducciones luego de un primer semestre complejo. Las presiones inflacionarias (que no han desaparecido), así como el ciclo de alzas en los tipos de interés de BanRep, sustentan los leves aumentos observados en los rendimientos de los TES con vencimientos de menor plazo. Este comportamiento se dio en medio de una volatilidad extrema y atípica que alcanzó a ser de hasta 150 pbs en cuestión de días hacia mediados-finales del mes de julio.

Frente al cierre de nuestro último informe, la curva de rendimientos de los TES en pesos, en todo su nivel, se desplazó a la baja 35 pbs (Gráfico 10). Lo anterior se dio en medio de un patrón de aplanamiento que implicó una reducción de 48 pbs en la pendiente de la curva (Gráfico 11). A pesar de lo anterior, el movimiento al alza en lo que va corrido de 2022 alcanza los 361pbs.

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

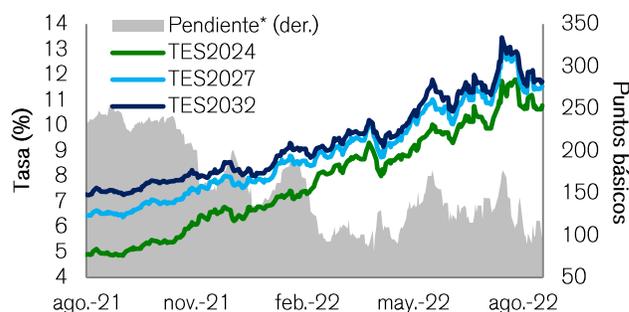


Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

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 y las expectativas de movimientos adicionales en los próximos meses. En efecto, en el mercado monetario las tasas de interés dan cuenta de unos niveles implícitos que, en el caso de los *swaps* de IBR a plazos de 3 a 12 meses, se sitúan en promedio en 10.9%. Otras tasas de interés de corto plazo, como la de los CDTs a 360 días en el mercado de fondos prestables, alcanzaron niveles de 14.68%, mientras que las tasas de los TES a 1 año en la curva cero cupón y las de los TCO

lo han hecho hasta 10.41% y 10.98%, respectivamente (Gráfico 12).

Gráfico 11. Curva TES COP y diferencial intertemporal

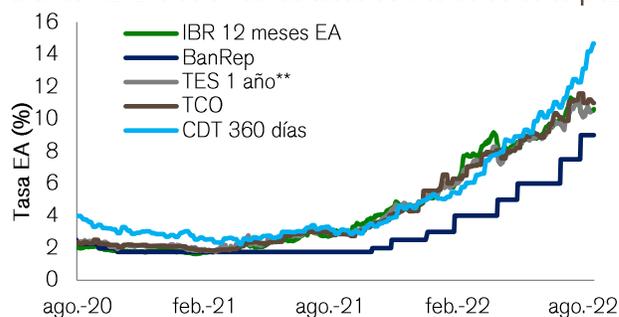


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2032 y TES2024.

Así, en el tramo corto de la curva las tasas de los TES2024 aumentaron 4 pbs hasta 10.79%. Más aún, en el momento de estrés hacia finales de julio, los rendimientos de estos papeles alcanzaron un máximo histórico de 11.8%. Es de esperar que las tasas de estos títulos continúen presionadas al alza en la medida que la inflación se mantenga elevada y que fortalezca la expectativa de más aumentos de tasas de referencia de BanRep (ver "Precios y política monetaria" en [IMCE – Agosto 2 de 2022](#)).

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.

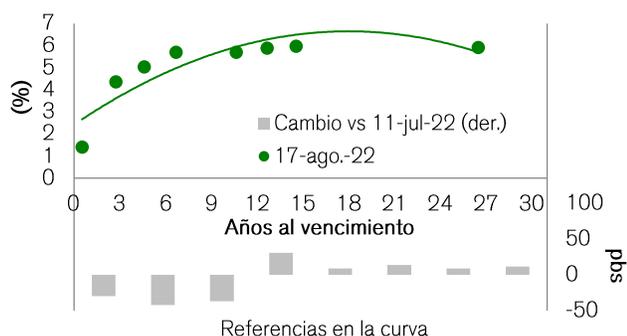
En el nodo de mediano plazo de la curva de TES en pesos, las valorizaciones fueron de 34 pbs en promedio. Los rendimientos de los TES2025 disminuyeron 43 pbs hasta 11.01%, mientras que los de los TES2026, una de las referencias más líquidas de la curva, se redujeron en 24 pbs hasta 11.39%.

Los TES en pesos del tramo largo de la curva, por su parte, registraron las valorizaciones más significativas durante el



último mes. En promedio, los rendimientos de estos títulos disminuyeron 40 pbs, siendo las tasas de interés de los TES2050 las que registraron las mayores caídas con 59 pbs, seguidos por los TES2036 que evidenciaron valorizaciones de 55 pbs en tasa.

Gráfico 13. Curva de TES UVR durante el último mes



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Por su parte, en la curva de rendimientos de TES UVR se presentó un empinamiento sustentado en reducciones de los títulos de la parte corta y media, pero con incrementos en los del tramo de largo plazo. Buena parte de este resultado se explica por la reciente sorpresa alcista en el dato de IPC de julio, que reforzó especialmente la demanda de papeles de corto plazo.

Gráfico 14. Inflaciones implícitas en el mercado de TES



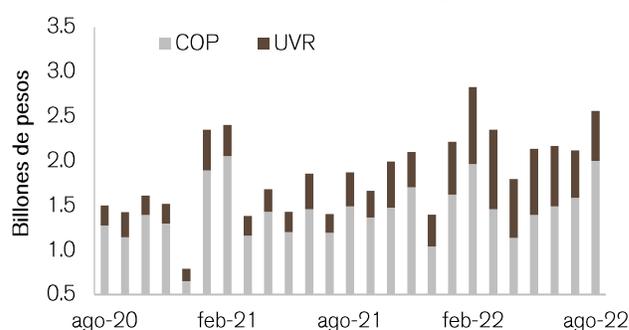
Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

En efecto, los rendimientos de los TESUVR2023, la referencia de la parte corta de la curva, disminuyeron hasta niveles de 1.40%, es decir, una valorización de 30 pbs frente al cierre de nuestro último informe. Asimismo, en el tramo medio los TESUVR2025 se valorizaron 42 pbs hasta 4.36%. En contraste, en la parte larga de la curva el movimiento fue alcista y de 6 pbs en promedio, donde los

TESUVR2033 registraron un aumento de 9 pbs en sus tasas de interés hasta niveles de 5.70%.

Así, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES permanece muy por encima del rango de inflación objetivo de BanRep, aunque en el último mes disminuyeron hasta 6.19%. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 6.22%, mientras que el promedio de las de 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 6.15% (Gráfico 14). 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 redujo hasta valores del orden de 6.80%.

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 registró un promedio-día de 2.1 billones de pesos en julio, superando los volúmenes registrados durante el mismo mes de 2021 que fueron de 1.4 billones (Gráfico 15). En lo corrido de agosto, el volumen transado en el mercado secundario registra un promedio-día de 2.6 billones de pesos y también supera los 1.9 billones de pesos de agosto del año anterior.

Los TES en pesos que más se han negociado durante lo corrido de agosto son los TES2025, TES2027 y TES2031. Por su parte, los títulos UVR más líquidos, según su volumen de negociación, han sido los TESUVR2023, TESUVR2029 y TESUVR2049.

En los mercados externos, las tasas de interés de los TES en dólares (TESUSD) estuvieron en línea con las dinámicas de la renta fija global y toda la curva registró un desplazamiento a la baja de 49 pbs, en comparación con la fecha de corte de nuestro último informe. Bajo este



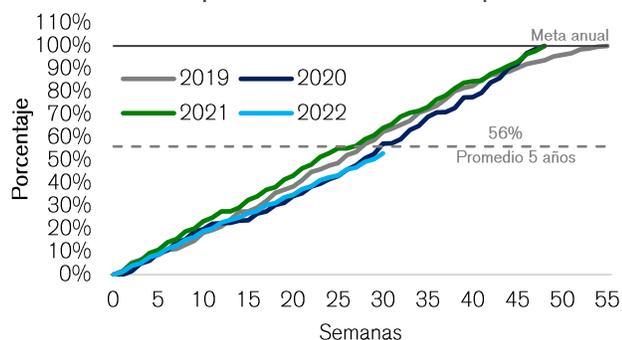
contexto, el aplanamiento en la curva de TESUSD continuó durante el último mes y marcó una reducción de 28 pbs en su pendiente, siguiendo muy de cerca el comportamiento del *spread* inter-temporal de la curva de Tesoros (Gráfico 16).

Gráfico 16. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva de TESUSD registraron caídas de 33 y 42 pbs, respectivamente, hasta niveles de 5.23% y 5.87%, en ese mismo orden. En la parte larga de la curva, las tasas de interés disminuyeron en promedio 51 pbs hasta niveles medios de 6.97%. En los TESUSD2032, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés bajaron 61 pbs hasta 6.38%.

Gráfico 17. Cumplimiento de colocaciones por subastas



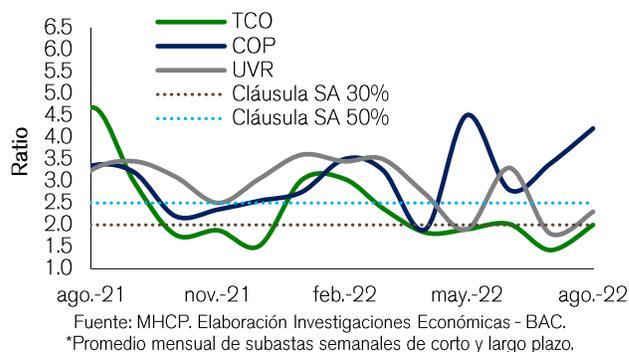
Por su parte, de acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario, el monto total en lo corrido del año hasta el 10 de agosto asciende a 19.9 billones de pesos, lo que representa un cumplimiento del 53% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2022 (37.5 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento

es inferior al 64.2% del cumplimiento acumulado para el mismo periodo de 2021 y también al promedio de 56% del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 17).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones desde el corte de nuestro último informe fueron de 3.6 billones de pesos, repartidas de la siguiente manera: i) 2.9 billones de pesos de TES COP; y ii) 690 mil millones de pesos en TES UVR. Las colocaciones no competitivas ascendieron a 1.1 billones de pesos.

En el caso de las subastas de TES en pesos, el promedio de las tasas de corte fue de 12.68% en julio, pero en lo corrido de agosto han disminuido hasta 11.96%. En línea con lo anterior, el *bid-to-cover* promedio del mes se incrementó desde 3.4 veces en julio hasta 4.2 veces en lo que va de agosto.

Gráfico 18. Sobre-demanda en las subastas de TES*



Respecto a las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte en las subastas han disminuido en promedio 2 pbs en agosto, ubicándose en 5.67% y en línea con el promedio de las tasas en mercado secundario. El *bid-to-cover* fue consistente con lo registrado en las tasas de interés de corte y el promedio de lo corrido de agosto asciende a 2.3 veces, superior al ratio de 1.8 veces de julio.

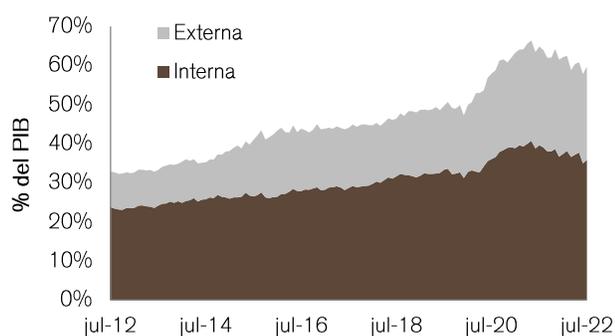
Con respecto a las subastas de TES de corto plazo (TCO), desde la última publicación de este informe se colocaron 1.6 billones de pesos, con lo cual el acumulado de 2022 asciende a 9 billones de pesos. En línea con los aumentos de tasa repo descritos previamente, las tasas de corte de estos títulos aumentaron hasta niveles de 10.98%. La menor demanda por estos títulos también se vio reflejada



en un *bid-to-cover* que promedió 1.4 veces en julio, inferior frente al promedio de junio que había sido de 1.9 veces. En lo corrido de agosto, el indicador se ha incrementado levemente hasta 2 veces (Gráfico 18).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de julio, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los 789.2 billones de pesos. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda se situó en 58%.

Gráfico 19. Saldo de la deuda bruta total del GNC



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El saldo de la deuda interna representa valores de 35.9% del PIB, mientras que la proporción de la deuda externa se aproxima a valores de 23.8% (Gráfico 19). La distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 60.1% del saldo total, 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 39.9%.

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 disponibles de balanza cambiaria al 29 de julio, los flujos de inversión de portafolio en el último mes fueron negativos por USD 5 millones, siendo esta la primera salida de capitales registrada desde enero. A pesar de lo anterior, la entrada neta de inversión de portafolio al mercado local asciende, en lo corrido del año, a USD 1,749 millones, por encima del ingreso neto del mismo periodo de 2021 de USD 1,252 millones.

En este entorno, las cifras del perfil de tenedores de TES que publica el MHCP mostraron que en julio los Fondos de Capital Extranjero (FCE) fueron compradores netos por noveno mes consecutivo y aumentaron sus posiciones en 2.2 billones de pesos. Las compras totales en lo corrido de 2022 ascienden a 14.7 billones de pesos y el saldo de tenencias netas de los FCE asciende a 113 billones de pesos.

De acuerdo con algunas estimaciones de agentes del mercado, en lo corrido de agosto los FCE habrían mantenido un apetito importante por TES locales y las posiciones estarían aumentando en aproximadamente 2.6 billones de pesos (Gráfico 20).

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

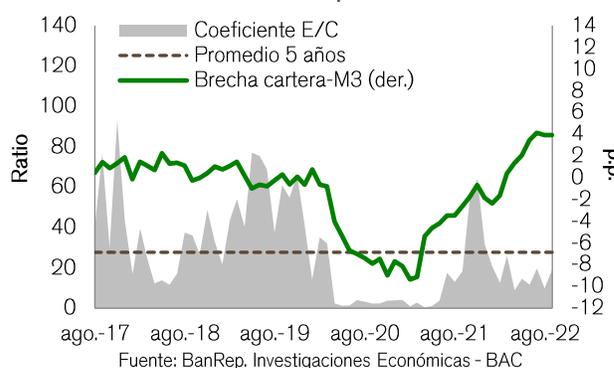


Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC), los mayores tenedores de TES con una participación de 26.4% del saldo total de la deuda interna, vendieron por tercer mes consecutivo en julio 1.7 billones de pesos, el flujo de ventas más alto desde marzo de 2020. Este resultado fue consistente con las fuertes desvalorizaciones registradas por los TES durante las últimas semanas del mes de julio.

En contraste, los Bancos Comerciales compraron 5.2 billones de pesos, un flujo que constituye un récord histórico desde que se tienen registros. Por lo anterior, la participación de estos agentes sobre el total de la deuda ascendió a 14.9%.

Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por 1.4 billones de pesos, siendo este el segundo mes consecutivo de intervención directa para suavizar las condiciones de liquidez del mercado. En lo corrido del año, las compras netas de BanRep alcanzan los 3.4 billones de pesos. En contraste, el MHCP vendió 685,000 millones de pesos.

Gráfico 21. Condiciones de liquidez vs brecha monetaria



En cuanto a las necesidades de liquidez del sistema, la demanda de recursos de expansión en BanRep disminuyó en julio hasta un promedio-día de 11.8 billones de pesos, el nivel más bajo desde marzo. Parte de este resultado es consistente con las compras definitivas de TES del BanRep el mes pasado, y con los 3.2 billones de pesos que ingresaron al sistema asociados al pago de cupones de TES2024 y TES2036 (ver "Inversión extranjera y liquidez" en [IMDP – Julio 11 de 2022](#)).

Sin embargo, en lo corrido de agosto la demanda de recursos del sistema en BanRep se ha incrementado significativamente hasta 15.7 billones de pesos. En consecuencia, el cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por BanRep también ha aumentado hasta 15.3 billones de pesos, con una utilización que ha bordeado el 80% y que es inferior al porcentaje utilizado en julio (85%). Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización relativamente baja (1.3%).



En este entorno, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción alcanzó en julio un promedio de 1.2 billones de pesos diarios, el monto más alto de lo corrido de 2022, y en lo corrido de agosto el promedio se sitúa en 723,220 millones de pesos. De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión/contracción (Coeficiente E/C) aumentó hasta 19.2 veces, un nivel superior al de julio (9.9) pero que permanece por debajo de su promedio de 5 años (Gráfico 21).

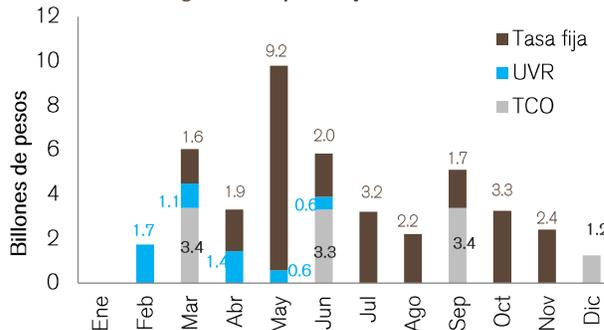
Gráfico 22. Cambio año corrido depósitos de la DTN



De acuerdo con las cifras preliminares de la DIAN, el recaudo en julio fue de 22.1 billones de pesos, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada por la DIAN para todo 2022 asciende a 69.2%. Frente al mismo periodo acumulado de 2021, la dinámica del recaudo total registra un muy buen desempeño con un crecimiento del 36.2% (cerca de un 23.6% 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 GNC, registra un incremento de 5 billones de pesos al corte del 5 de agosto. Sin embargo, esta cifra refleja una reducción de 707,000 millones de pesos frente al acumulado del mismo periodo del año pasado y también significativamente inferior a los 14.8 billones de pesos del promedio de los últimos 5 años, lo que se explica en parte por la mayor ejecución de gasto asociada al ciclo político de 2022 (Gráfico 22).

Gráfico 23. Pagos de cupones y vencimientos en 2022



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Esperamos que las condiciones de liquidez en el futuro cercano mejoren, teniendo en cuenta que para el mes de agosto se espera una entrada por 2.2 billones de pesos al sistema financiero asociada al pago del cupón de los TES2026 el próximo 26 de agosto.

Para septiembre, la liquidez permanecería relativamente holgada gracias a los 5.1 billones de pesos que entrarían al sistema financiero por: i) 1.7 billones de pesos del cupón de los TES2030 el próximo 18 de septiembre; y ii) 3.4 billones de pesos de vencimientos de TCO el 6 de septiembre (Gráfico 23).

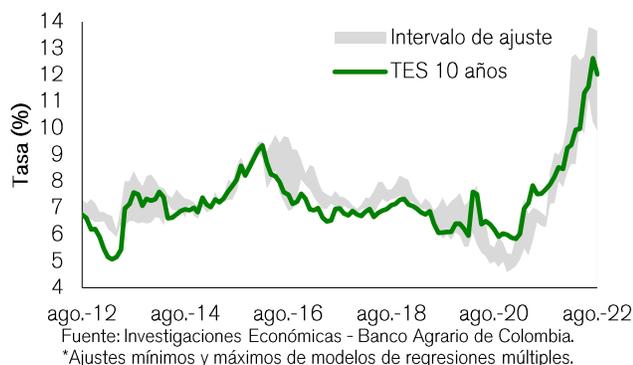


Aspectos técnicos

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 disminuyó hasta 1.9%, sin embargo, continúa muy por encima de la tasa promedio de -1.7% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que se mantiene históricamente alta y cerca de 107 pbs por encima de la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-rentabilidad sobre la muestra, los resultados de julio 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 24. 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 TES incrementó hasta 6.3%, y permanece muy por encima de la media muestral de 2.4%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles de 3.2 p.p., también superando ampliamente el nivel promedio de muestra de 1.6 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos de los TES en pesos estaría sobrevendida en los títulos de medio y largo plazo, especialmente, los TES2027 y TES2028. Por lo tanto, el ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere niveles

de compra en estos títulos, con un espacio de valorización de 18 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 19 pbs, consistente con unas mayores expectativas de inflación. El modelo de eficiencia-duración sugiere niveles de entrada en los TESUVR2025, TESUVR2027 y TESUVR2029 del orden de 73 pbs.

Para el caso de los TES Globales, las estimaciones por reversión a la media sugieren un margen de valorización, en promedio, de 1 pb. La frontera de eficiencia-duración destaca TESUSD2026 y TESUSD2041 como los bonos con mayor espacio de valorización, aproximadamente de 36 y 24 pbs respectivamente.

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 11.7% (Gráfico 24). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2032 cotizan en 12.02%, lo anterior sugiere una sobreventa de estos papeles cercana a los 33 pbs.

La probabilidad de ocurrencia de este ajuste en el corto plazo ha aumentado, dado el espacio que se ha abierto internacionalmente para los mercados de renta fija, especialmente sobre las tasas de interés de largo plazo.



Expectativas de corto plazo

Esperamos que las presiones sobre el mercado de TES se mantengan en el futuro cercano, pero especialmente sobre las tasas de interés de los títulos de corto plazo. Los ajustes más agresivos de política monetaria del BanRep, como consecuencia de las recientes sorpresas inflacionarias y los buenos fundamentos de la economía, hacen prever que las mayores desvalorizaciones se centrarían en los TES de corto plazo.

En consecuencia, es de esperar un aplanamiento de la curva de rendimientos en el futuro cercano. Lo anterior favorecería la demanda de TES de largo plazo, dadas las preferencias por estrategias que ponderan alargar la duración de los portafolios de inversión.

los TES de la parte corta de la curva, tal como lo explicamos en la sección de “Aspectos técnicos”.

Para la curva TES UVR, es de esperar que el margen de valorizaciones en el tramo corto de la curva se haga atractivo, teniendo en cuenta posibles sorpresas alcistas de la inflación durante los próximos meses. Resaltamos que oportunidades en estas referencias son visiblemente superiores frente a las del tramo medio y largo de la curva.

Gráfico 25. Diferencial intertemporal curva TES COP*



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

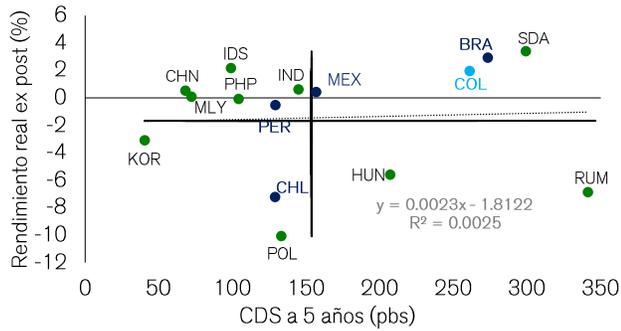
Esperamos que la pendiente de la curva se mantenga sobre los 225 pbs en agosto y buena parte de septiembre. No obstante, a partir de 4T22 anticipamos el inicio de un aplanamiento del orden de 175 pbs que se completaría a lo largo de 2023 (Gráfico 25).

De esta forma, revisamos al alza nuestras estimaciones de cierre de año para la curva de TES en pesos y ahora esperamos niveles objetivo de 10.75% para los TES2024 y 13% para los TES2032.

En el corto plazo, para la curva de TES en pesos anticipamos algunos niveles de estrés/entrada en el rango del 11.25%-11.50% en los TES2024 y de 12% en los TES2032. Técnicamente, algunas de las referencias del tramo medio y largo de la curva dan cuenta de algunos márgenes de valorización atractivos relativamente contra

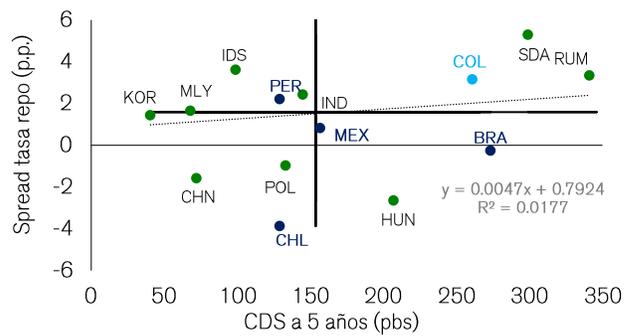


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



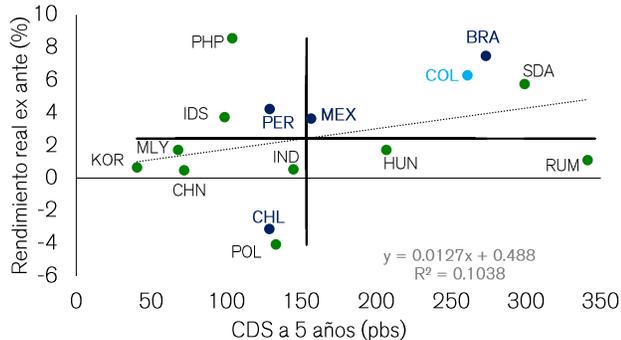
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



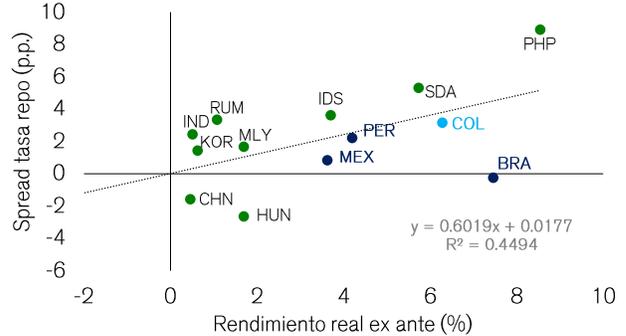
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



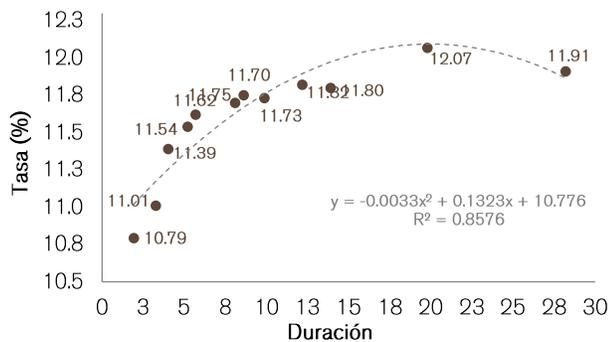
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



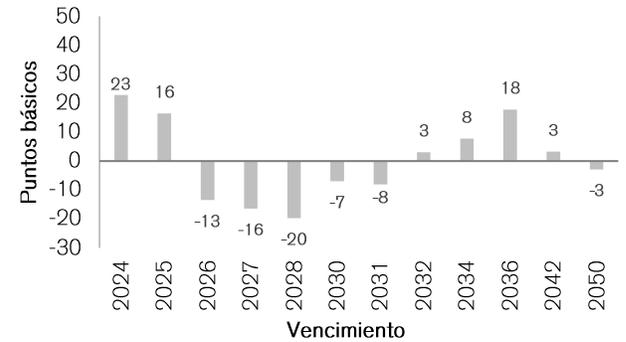
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

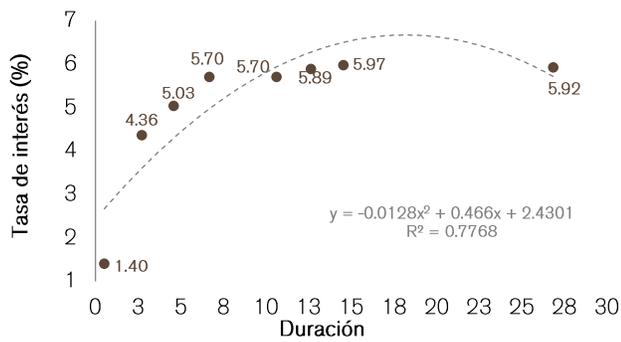
Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES en pesos



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

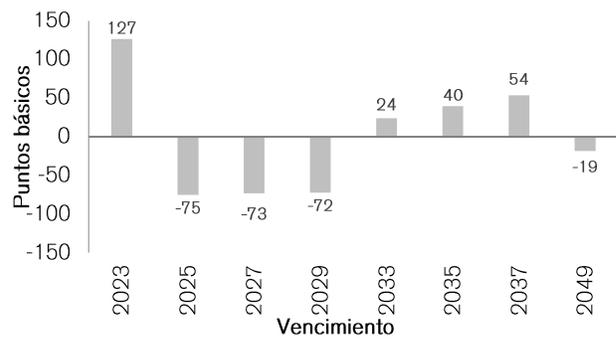


Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



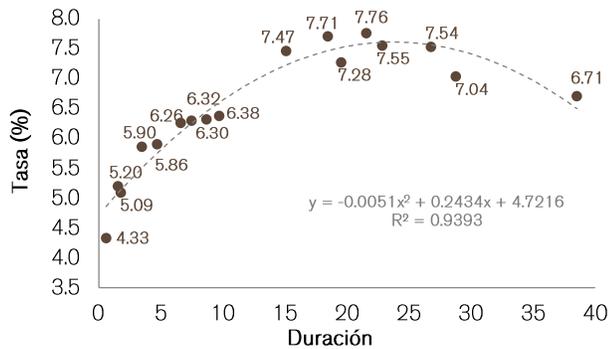
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.

Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES UVR



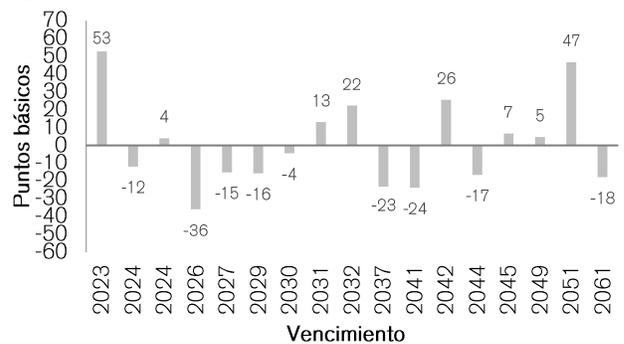
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.

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	10.79	-36	734	585	
TFIT08261125	nov-25	6.250	2.6	11.01	-109	697	527	
TFIT16080826	ago-26	7.500	3.0	11.39	-83	704	527	
TFIT08031127	nov-27	5.750	3.9	11.54	-105	683	502	
TFIT16280428	abr-28	6.000	4.3	11.62	-102	678	496	
TFIT16180930	sep-30	7.750	5.0	11.70	-106	631	473	
TFIT16260331	mar-31	7.000	5.6	11.72	-110			
TFIT16300632	jun-32	7.000	6.2	11.73	-111	598	436	
TFIT16181034	oct-34	7.250	6.4	11.82	-108	587	426	
TFIT16070936	jul-36	6.250	7.5	11.80	-119		404	
TFIT280542	may-42	9.250	7.4	12.07	-101			
TFIT260950	oct-50	7.250	7.8	11.91	-109	528	389	

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	0.5	1.40	-110	96	52	
TUVT11070525	may-25	4.750	2.5	4.36	-86	355	238	
TUVT11170327	mar-27	3.500	4.1	5.03	-83	373	249	
TUVT10180429	abr-29	3.300	5.8	5.70	-20	378	253	
TUVT20250333	mar-33	2.250	8.4	5.70	-20	327	204	
TUVT20040435	abr-35	3.000	8.9	5.89	-21	333	210	
TUVT25022537	feb-37	4.750	10.0	5.97	-19	331	202	
TUVT20040649	jun-49	4.000	14.7	5.92	-23	277	182	

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	0.6	4.44	-85	365	318	
COLGLB24	may-24	4.000	1.6	5.22	-57	416	348	
COLGLB26	ene-26	4.500	3.0	5.87	-73	431	354	
COLGLB27	abr-27	3.875	4.1	5.91	-90	406	315	
COLGLB29	mar-29	4.500	5.3	6.26	-94	398	307	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.7	6.38	-90			
COLGLB37	sep-37	7.375	8.3	7.45	-84	380	269	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.7	7.70	-81	402	291	
COLGLB42	feb-42	4.125	11.2	7.27	-69			
COLGLB45	jun-45	5.000	11.5	7.55	-78	397	282	
COLGLB49	may-49	5.200	12.0	7.53	-81	394	279	

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.
