



## Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

### Resumen

- *El tono más restrictivo de la política monetaria en todo el mundo sigue afectando los mercados de deuda pública. En especial, los títulos con vencimientos de corto plazo son los que más desvalorizaciones han registrado, algo que ha venido acompañado de reducciones importantes en los diferenciales inter-temporales de riesgo de las curvas de rendimientos. El aplanamiento en las curvas de LATAM también se ha acelerado, en medio de aumentos no despreciables en la percepción de riesgo país.*
- *En este entorno, los TES en pesos se desvalorizaron con fuerza durante el último mes. Los rendimientos de los TES de corto plazo fueron los más afectados, en línea con una expectativa de ajustes al alza más fuertes en la tasa de referencia del BanRep y significativas presiones inflacionarias.*
- *La curva de rendimientos de TES UVR presentó un empinamiento sustentado en reducciones importantes de los títulos de la parte corta y media. La curva de TES en dólares registró un empinamiento asociado al aumento en la prima de riesgo país.*
- *Los volúmenes en el mercado secundario se mantienen estables y el apetito de los inversionistas en el mercado primario aumentó, a pesar de la fuerte volatilidad. La dinámica del endeudamiento público como proporción del PIB presentó un ligero incremento en agosto.*
- *El apetito por TES locales de los inversionistas extranjeros marcó un récord histórico en agosto y cálculos preliminares de septiembre dan cuenta de una demanda que se mantiene fuerte. Diferentes estimaciones sugieren niveles de sobreventa de los TES en pesos, especialmente en el tramo medio y largo de la curva de rendimientos. No obstante, el aumento en la prima de riesgo que ha elevado los rendimientos de los TES parece ser estructural.*

### 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](mailto:gabriel.granados@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)

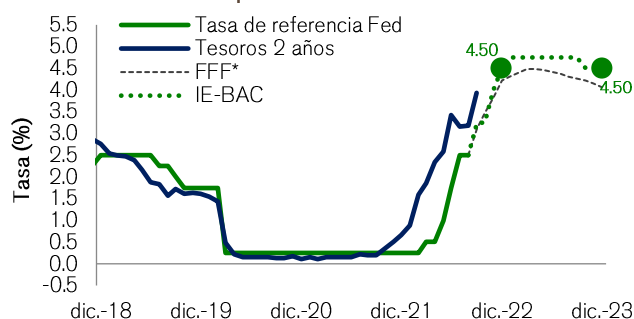


## Contexto internacional

El último simposio de Jackson Hole agudizó el tono *hawkish* de los bancos centrales en su lucha contra la inflación más alta de las últimas cuatro décadas, la cual sigue sorprendiendo sistemáticamente, en magnitud y persistencia, los estimativos del mercado.

En particular, la Fed ratificó que el ajuste de tasas de interés continuará en el futuro cercano hacia niveles contractivos, aun cuando sus decisiones para atajar la inflación puedan tener un efecto adverso sobre la actividad económica (ver “Contexto externo” en [IMCE - Septiembre 7 de 2022](#)). Al mismo tiempo, los riesgos de una crisis energética en Europa siguen aumentando y la estanflación se ha tornado como el escenario más probable de cara al año 2023.

Gráfico 1. Tasas implícitas en los mercados financieros



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*La trayectoria se infiere de la función WIRP al 16 de septiembre.

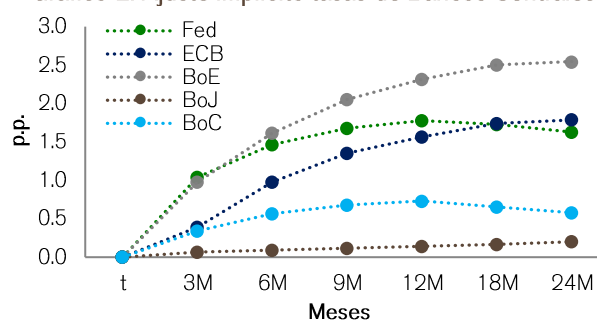
En EEUU, la Fed no tomó decisiones de política monetaria en agosto, pero la probabilidad de un ajuste de al menos 75 pbs en la tasa de referencia durante la reunión de septiembre se ha incrementado de forma importante, en línea con nuestras expectativas (ver “Contexto internacional” en [IMDP – de Agosto 18 de 2022](#)). Si bien la inflación al consumidor y las expectativas parecen estar estabilizándose, es importante advertir que: i) permanecen, en promedio, muy por encima de la meta de inflación de 2%; ii) las condiciones del mercado laboral siguen ajustadas; y iii) la inflación salarial bordea niveles históricamente altos del 6.7%.

De esta forma, ratificamos nuestra expectativa de que la Fed incrementará los tipos de interés en 75 pbs en septiembre hasta el rango 3% - 3.25%. No obstante,

ahora creemos que la Fed llevará sus tasas de referencia hasta un techo de 4.5% - 4.75% en 1T23.

Implícitamente, esta nueva trayectoria asume incrementos de tasas de interés de 75 pbs en septiembre y noviembre, de 50 pbs en diciembre y un último incremento de 25 pbs en enero de 2023. A partir de allí, el emisor haría una pausa que se extendería durante buena parte de ese año (Gráfico 1), algo que es consistente con una expectativa de inflación que descendería a un ritmo sustancialmente más lento frente a lo esperado preliminarmente.

Gráfico 2. Ajuste implícito tasas de Bancos Centrales\*



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

En Europa, donde el riesgo de estanflación sigue aumentando significativamente, el Banco Central Europeo (ECB) aceleró su endurecimiento monetario e incrementó sus tipos de interés en 75 pbs, llevando la tasa de referencia hasta 1.25%, el nivel más alto desde 2011. Otros faros monetarios que también hicieron movimientos fueron el Banco de Inglaterra (BoE) y el Banco de Canadá (BoC), con aumentos de 50 y 75 pbs respectivamente.

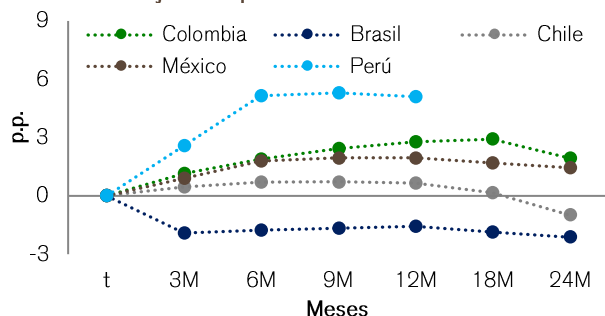
Las tasas implícitas en los mercados monetarios de economías avanzadas dan cuenta de incrementos adicionales en los siguientes 12 a 18 meses (Gráfico 2). En particular, dicho ajuste se descuenta más agresivo en el caso del ECB, teniendo en cuenta las fuertes presiones inflacionarias observadas en la Eurozona y el rezago que tiene este emisor frente a otros bancos centrales en su ciclo de endurecimiento monetario.

En LATAM, la dirección de la política monetaria también avanza hacia terreno contractivo en su lucha contra la inflación. En Chile, el banco central sorprendió las expectativas del consenso del mercado con un alza de



100 pbs, situándola en 10.75%. En Perú, por su parte, el emisor hizo lo propio con un aumento de 25 pbs en los tipos hasta 6.75%.

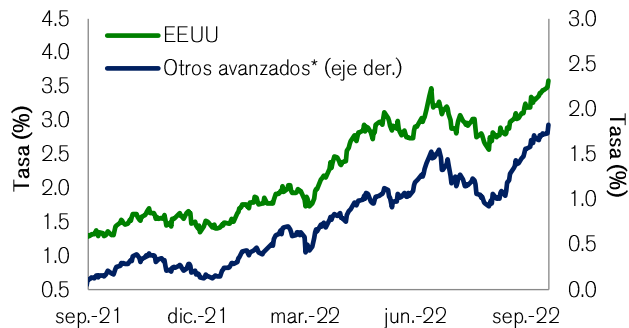
Gráfico 3. Ajuste implícito tasas de Bancos Centrales\*



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

Las expectativas implícitas en los mercados de próximos movimientos de tasas de política en la región sugieren que en la mayoría de ellos el techo del actual ciclo monetario en la región podría estar cerca, muy en particular para los casos de Colombia, México, Chile y Perú (Gráfico 3). Sin embargo, en el caso de Brasil el mercado espera recortes en los tipos de política monetaria durante los próximos 3 meses, algo que se explica por el retroceso que ha tenido recientemente la inflación y sus expectativas. A pesar de ello, el banco central de Brasil no ha descartado más aumentos en próximas reuniones.

Gráfico 4. Bonos 10 años en mercados desarrollados



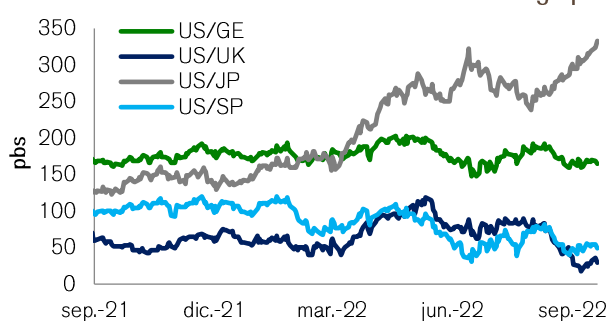
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Promedio tasas de interés en Reino Unido, Alemania y Japón.

En medio de este contexto, las condiciones financieras mundiales se han tornado más restrictivas y las expectativas del mercado se ajustaron bruscamente, generando sobresaltos en los mercados. Este ambiente continúa afectando los títulos de deuda pública a nivel

global, en especial los bonos con vencimientos de corto plazo, que siguen pronunciando el aplanamiento de las curvas de rendimientos.

Los rendimientos del *benchmark* de la renta fija mundial, los Tesoros a 10 años en EEUU, ascendieron hasta niveles del 3.58 %, un comportamiento que otros bonos soberanos de mercados desarrollados también replicaron (Gráfico 4). Frente a nuestro último informe, las tasas de largo plazo de los Tesoros registraron un aumento de 70 pbs y en lo corrido del año acumulan un incremento de 208 pbs.

Gráfico 5. Diferenciales de tasas de interés de largo plazo



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En Europa, las tasas de interés del título a 10 años del Reino Unido se ubican alrededor de 3.29%, lo que se traduce en un alza de 98 pbs frente a los niveles de un mes atrás. Asimismo, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, aumentaron 84 pbs y se sitúan en niveles de 1.95%.

En Japón, las tasas de los bonos a 10 años aumentaron hasta 0.26%, lo que se traduce en un movimiento mensual de apenas 5 pbs. En su totalidad, este comportamiento se sigue sustentando por el control de la curva de rendimientos por parte del BoJ.

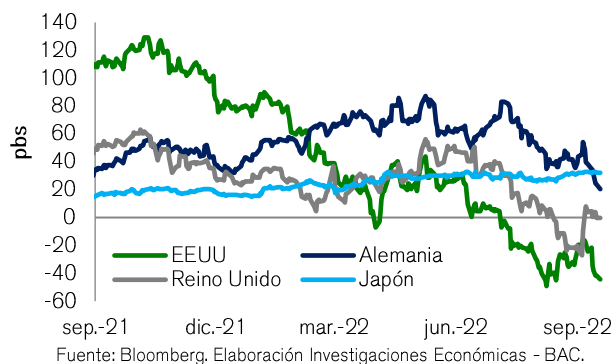
Bajo este contexto, los *spreads* de las tasas de interés de largo plazo de las notas del Tesoro contra otros bonos soberanos de mercados desarrollados, con excepción de Japón, registraron reducciones durante el último mes (Gráfico 5).

Frente a los títulos de deuda en Europa, los diferenciales registraron caídas de 18 pbs en promedio, donde el



spread/ contra el bono de Reino Unido (US/UK) fue el que más se redujo con 27 pbs. El mayor diferencial de tasas sigue siendo frente a los bonos soberanos de Japón (US/JP), con un diferencial que asciende a 333 pbs y de hecho fue el único que se incrementó recientemente.

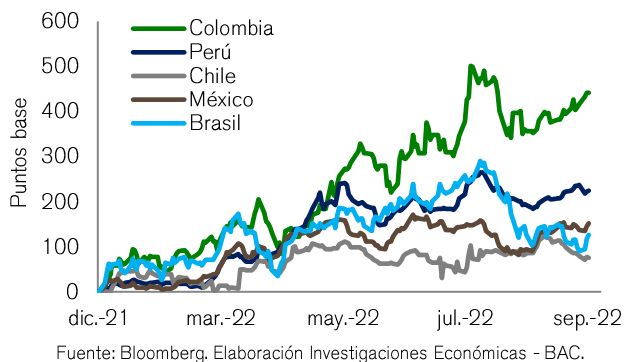
Gráfico 6. Pendiente 10Y-2Y deuda pública avanzados



El comportamiento de las pendientes de las curvas en los mercados avanzados fue mixto. La curva de Tesoros permanece invertida en niveles de -45 pbs (Gráfico 6), lo que sigue reforzando la hipótesis de una recesión en el futuro cercano.

En Europa, el diferencial inter-temporal en Alemania mostró un descenso de 16 pbs, mientras que en el Reino Unido aumentó 14 pbs (Gráfico 6). En Japón, por su parte, la pendiente aumentó apenas 4 pbs en el último mes.

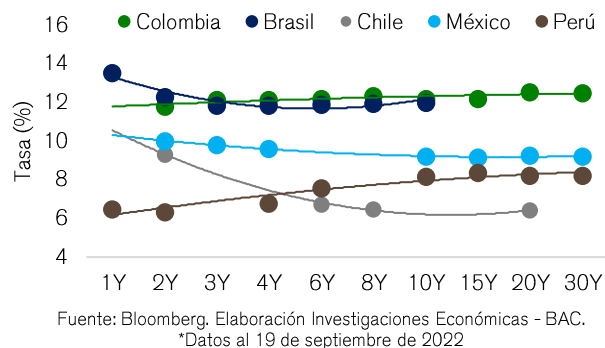
Gráfico 7. Cambio en tasas bonos 10 años en LATAM



Los bonos soberanos de largo plazo en LATAM registraron movimientos mixtos. Allí se destaca el movimiento de los bonos de 10 años de Colombia con un incremento mensual de 60 pbs, seguido por los bonos de México y Perú con alzas de 50 pbs, en promedio. En

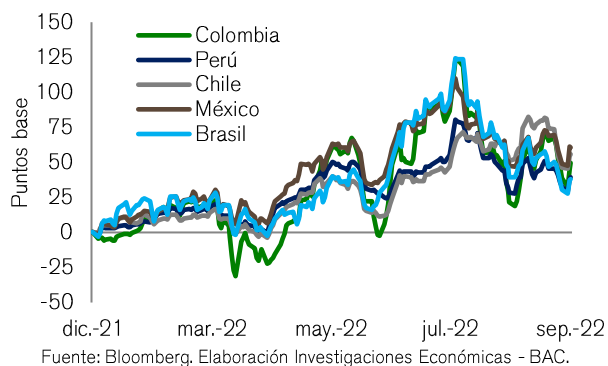
contraste, los bonos con el mismo vencimiento de Chile y Brasil registraron reducciones de 34 y 16 pbs, respectivamente (Gráfico 7).

Gráfico 8. Curvas de la deuda pública en LATAM\*



Vale la pena resaltar que el nivel de la curva de deuda pública de Colombia se sitúa por encima de 12%, el más alto frente a las curvas de otros mercados de la región. El nivel de la curva de Colombia supera incluso el de Brasil (Gráfico 8), que históricamente había sido la curva con los rendimientos más altos de las economías grandes de LATAM.

Gráfico 9. Cambio CDS 5 años LATAM en 2022



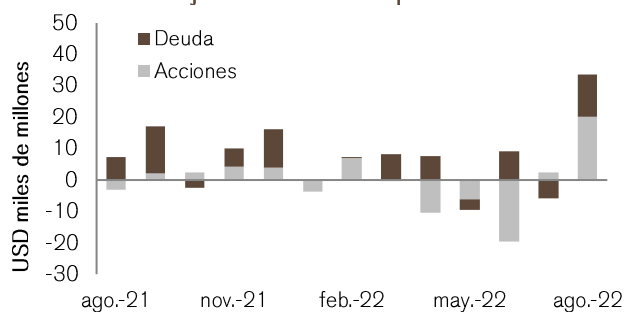
Las primas de riesgo de LATAM (sin Argentina) registraron movimientos mixtos en el último mes, en línea con las fluctuaciones observadas sobre los títulos de deuda pública denominados en moneda local. En efecto, los CDS a 5 años de Colombia presentaron el mayor aumento del mes con 11 pbs, seguidos de la prima de México, Perú Y Chile con 10, 9 y 6 pbs, respectivamente. Por su parte, en Brasil la prima de riesgo disminuyó en 14 pbs (Gráfico 9).



Bajo este contexto, según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IFF)<sup>1</sup>, en agosto los flujos de inversión de portafolio hacia emergentes fueron positivos, luego de cinco meses consecutivos de salidas. En efecto, el ingreso neto de capitales fue por USD 27,000 millones, divididos en USD 21,200 millones en acciones y USD 5,700 en activos de deuda.

Sin China, el ingreso de flujos hacia mercados emergentes fue de USD 33,700 millones, representando la entrada más alta que se ha registrado desde junio de 2021. Por tipo de activos, en acciones se observaron compras por USD 20,300 millones, el monto más alto desde noviembre de 2020, mientras que en los títulos de deuda las compras ascendieron a USD 13,400 millones, equivalente al flujo de compra más alto desde septiembre de 2021 (Gráfico 10).

Gráfico 10. 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.

Luego de la dinámica del último mes, en el acumulado de 2022 el ingreso de flujos de capitales hacia emergentes sin China asciende a USD 18,900 millones, lo que contrasta con los USD 130,500 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2021.

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

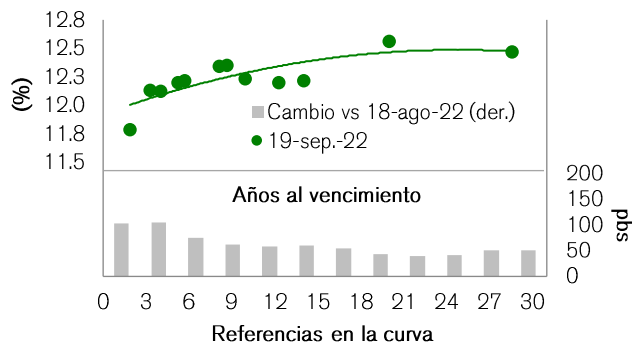


## Mercado local

En línea con lo observado en el contexto internacional, las tasas de interés de los TES continuaron fuertemente presionadas al alza en el último mes y en algunos casos alcanzaron máximos históricos, especialmente las referencias de más corto plazo. Esto sigue intensificando el aplanamiento que ha sido característico desde el pasado mes de julio.

De esta forma, frente al cierre de nuestro último informe, la curva de rendimientos de los TES en pesos, en todo su nivel, se desplazó al alza 62 pbs (Gráfico 11). Lo anterior se dio en medio de un patrón de aplanamiento que implicó una reducción de 61 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó recientemente valores de 45 pbs (Gráfico 12). Así, el movimiento al alza en lo que va corrido de 2022 alcanza los 427 pbs.

Gráfico 11. Evolución reciente de la curva de TES COP

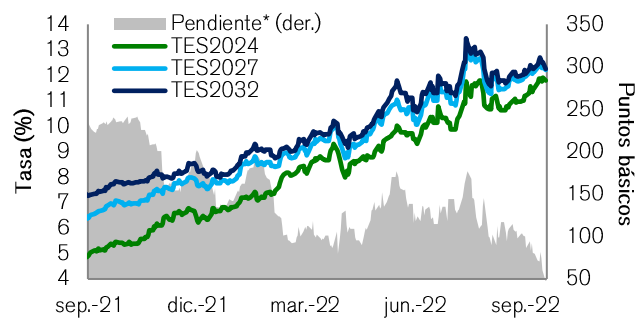


Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Las tasas de los TES fueron las más afectadas por cuenta de la sorpresa inflacionaria de agosto y del ajuste natural de expectativas que ello ha desembocado (ver "Precios y política monetaria" en [IMCE – Septiembre 7 de 2022](#)). En efecto, las tasas implícitas en los *swaps* de IBR a plazos de 3 a 12 meses se sitúan en promedio en 12.3%, por encima de los niveles de 11% de un mes atrás.

Otras tasas de interés de corto plazo, como la de los CDTs a 360 días en el mercado de fondos prestables, alcanzaron niveles de 14.51%, mientras que las de los TES a 1 año en la curva cero cupón y de los TCO lo han hecho hasta 11.55% y 11.98%, respectivamente (Gráfico 13).

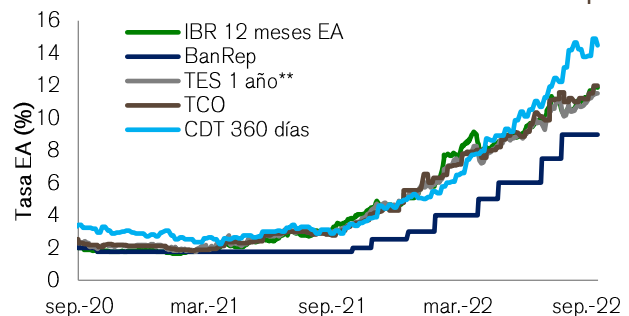
Gráfico 12. Curva TES COP y diferencial intertemporal



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 104 pbs, alcanzando un nivel de 11.79%. Es de esperar que las tasas de estos títulos sigan presionadas al alza en la medida que la inflación se mantenga elevada y presionando las expectativas de más aumentos de las tasas de referencia de BanRep.

Gráfico 13. 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.

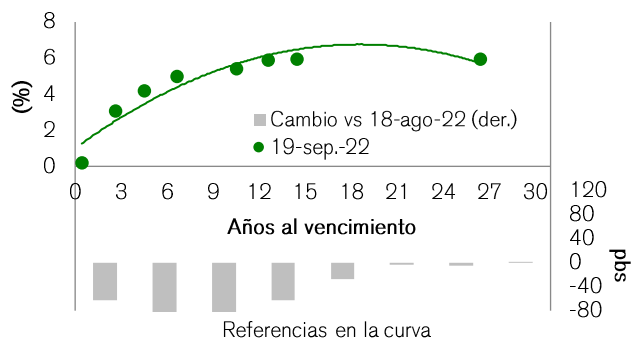
En el nodo de mediano plazo, las desvalorizaciones de los TES fueron de 90 pbs en promedio. Los rendimientos de los TES2025 aumentaron 105 pbs hasta 12.14%, mientras que los de los TES2026, una de las referencias más líquidas de la curva, se incrementaron en 75 pbs hasta 12.13%.

Los TES en pesos del tramo largo de la curva, por su parte, también registraron desvalorizaciones, aunque relativamente moderadas si se compara con el movimiento en el tramo corto-medio de la curva. En promedio, los rendimientos de estos títulos subieron 51 pbs, siendo las tasas de interés de los TES2027 las que



registraron las mayores alzas con 62 pbs. La referencia natural a 10 años, los TES2032, exhibió desvalorizaciones de 43 pbs en tasa durante el último mes.

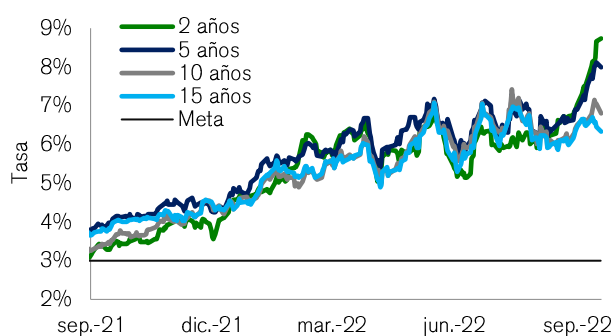
Gráfico 14. Evolución reciente de la curva de TES UVR



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 significativas de los títulos de la parte corta y media. En su totalidad, este resultado se explica por la reciente sorpresa alcista en el dato de IPC de agosto, que reforzó la demanda de títulos contra inflación.

Gráfico 15. Inflaciones implícitas en el mercado de TES

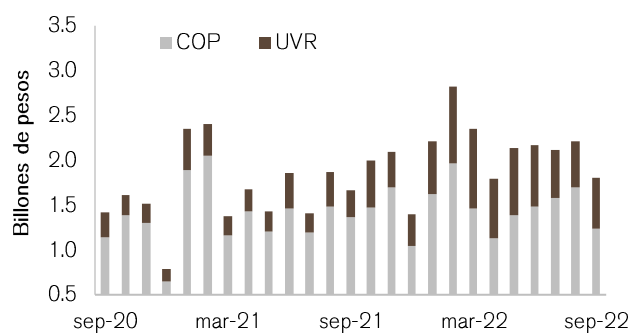


Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

En efecto, los rendimientos de los TESUVR2023, la referencia de la parte corta de la curva, disminuyeron hasta niveles de 0.18%, es decir, una valorización de 63 pbs frente al cierre de nuestro último informe. Asimismo, en el tramo medio los TESUVR2025 se valorizaron 105 pbs hasta 3.07%. En la parte larga de la curva el movimiento fue de 31 pbs a la baja en promedio, donde los TESUVR2027 registraron una reducción de 85 pbs en sus tasas de interés hasta niveles de 4.20%. (Gráfico 14)

Así, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES permanece muy por encima del rango de inflación objetivo de BanRep y aumentaron hasta 7.46% en el último mes. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 8.72%, mientras que el promedio de las de 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 7.04% (Gráfico 15). 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 valores del orden de 7.83%.

Gráfico 16. Volumen promedio-día de negociación en SEN



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

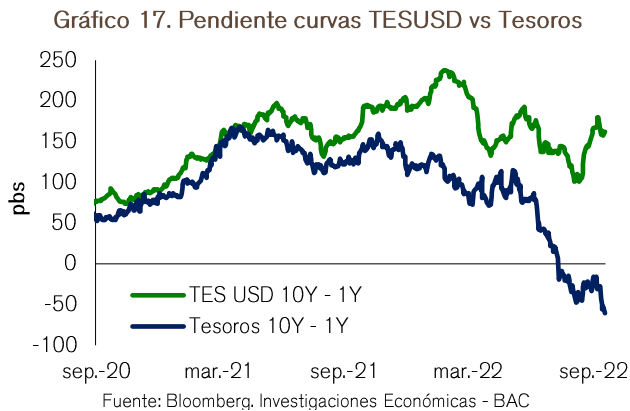
En este entorno, el volumen diario de negociación de los TES en SEN registró un promedio-día de 2.2 billones de pesos en agosto, superando los volúmenes registrados durante el mismo mes de 2021 que fueron de 1.9 billones (Gráfico 16). En lo corrido de septiembre, el volumen transado en el mercado secundario registra un promedio-día de 1.8 billones de pesos, levemente superior a los 1.7 billones de pesos de septiembre del año anterior.

Los TES en pesos que más se han negociado durante septiembre son los TES2025, TES2031 y TES2050. Por su parte, los títulos UVR más líquidos, según su volumen de negociación, han sido los TESUVR2025, TESUVR2029 y TESUVR2035.

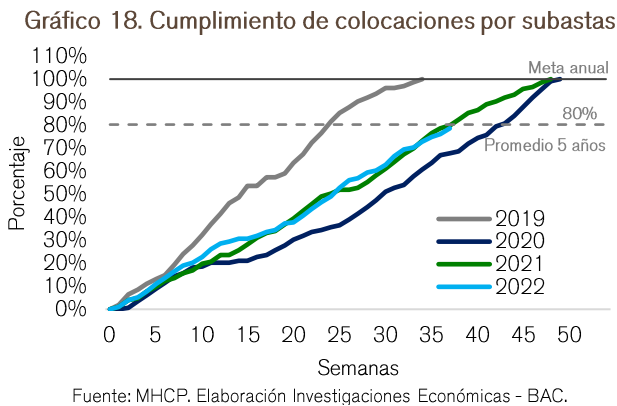
En los mercados externos, las tasas de interés de los TES en dólares (TESUSD) estuvieron en línea con las dinámicas de la renta fija global y toda la curva registró un desplazamiento al alza promedio de 61 pbs frente a la fecha de nuestro último informe. Lo anterior se dio en medio de un patrón de empinamiento que aumentó en 38 pbs la pendiente de la curva, en línea con el reciente aumento de la prima de riesgo país, pero en contraste con



el comportamiento del *spread* inter-temporal de la curva de Tesoros (Gráfico 17).



Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva de TESUSD registraron aumentos de 44 y 48 pbs, respectivamente, hasta niveles de 5.98% y 6.69%, en ese mismo orden. En la parte larga de la curva, las tasas de interés se incrementaron en promedio 63 pbs hasta niveles medios de 7.73%. En los TESUSD2032, la referencia natural de 10 años, las tasas de interés subieron 79 pbs hasta 7.23%.



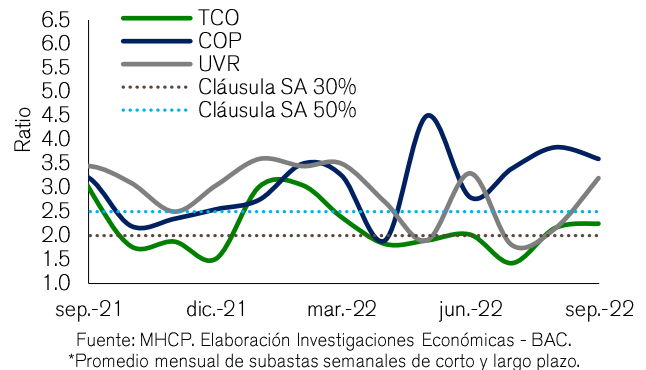
Por su parte, de acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario, el monto total en lo corrido del año hasta el 14 de septiembre asciende a 29.5 billones de pesos, lo que representa un cumplimiento del 78.6% de la meta estipulada en el Plan Financiero de 2022 (37.5 billones de pesos). Este porcentaje de cumplimiento es ligeramente inferior al 80% del cumplimiento acumulado para el mismo periodo de 2021

y del promedio 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 2.4 billones de pesos, repartidas de la siguiente manera: i) 1.9 billones de pesos de TES COP; y ii) 450 mil millones de pesos en TES UVR. Las colocaciones no competitivas ascendieron a 734 mil millones de pesos.

En el caso de las subastas de TES en pesos, el promedio de las tasas de corte se ha incrementado desde 12.1% en agosto hasta 12.6% en lo corrido de septiembre. En línea con esto, el *bid-to-cover* promedio durante agosto aumentó hasta 3.8 veces, y en lo que va de septiembre este ratio se sitúa en 3.6 veces.

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



Respecto a las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte en las subastas se han incrementado desde 5.67% en agosto hasta 5.81% en septiembre. A pesar de lo anterior, el *bid-to-cover* de septiembre asciende a 3.2 veces, superior al ratio de 2.5 veces de agosto y que revela el mayor apetito de los inversionistas por TES cubiertos contra inflación.

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 10.3 billones de pesos. En línea con el aumento de expectativas de ajuste de la tasa repo, las tasas de corte de estos títulos aumentaron hasta niveles de 11.98%. Respecto a su demanda en mercado primario, el *bid-to-cover* en agosto fue de 2.2 veces y en septiembre

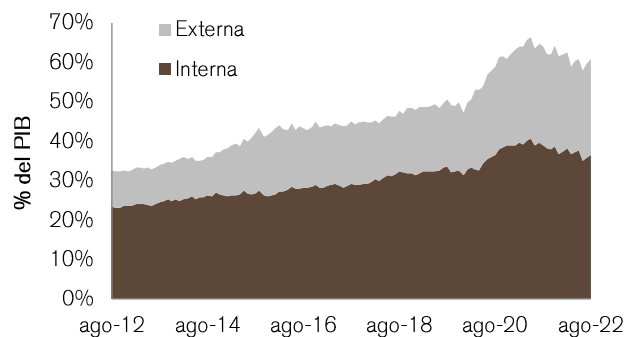




asciende ligeramente hasta un promedio de 2.5 veces (Gráfico 19).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de agosto, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los 805 billones de pesos. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda se situó en 59.1%.

Gráfico 20. Saldo de la deuda bruta total del GNC



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El saldo de la deuda interna se sitúa en un 35.4% del PIB, mientras que la proporción de la deuda externa se aproxima a valores de 23.8% (Gráfico 20). La distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 59.8% 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 40.2%.

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.

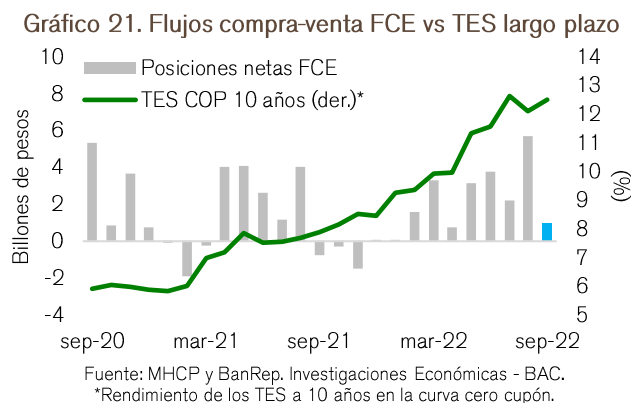


## Inversión extranjera y liquidez

De acuerdo con las cifras disponibles de balanza cambiaria al 31 de agosto, los flujos de inversión de portafolio en el último mes fueron positivos por USD 841 millones. Acorde con esto, la entrada neta de inversión de portafolio al mercado local asciende, en lo corrido del año, a USD 2,590 millones, por encima del ingreso neto del mismo periodo de 2021 de USD 2,071 millones.

En línea con lo anterior, las cifras del perfil de tenedores de TES, que publica el MHCP, mostraron que en agosto los Fondos de Capital Extranjero (FCE) fueron compradores netos por noveno mes consecutivo y aumentaron sus posiciones en 5.7 billones de pesos, lo que representa un flujo de compra histórico desde que se tiene registro. Las compras totales en lo corrido de 2022 ascienden a 20.4 billones de pesos y el saldo de tenencias netas de los FCE asciende a 119 billones de pesos. En línea con lo anterior, los FCE pasaron a ser los mayores tenedores de TES con una participación de 27% del saldo total de la deuda interna.

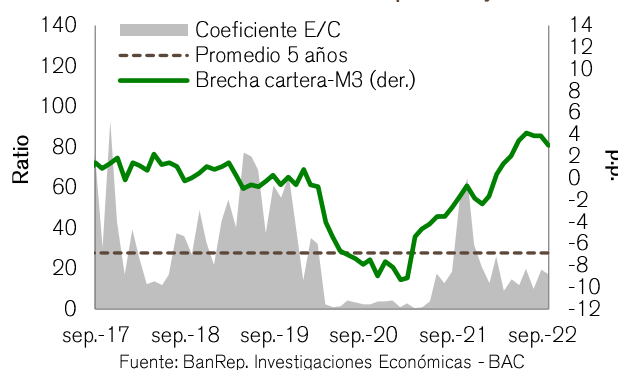
De acuerdo con algunas estimaciones de agentes del mercado, en lo corrido de septiembre los FCE han continuado con apetito por TES locales y las posiciones estarían aumentando en aproximadamente 1 billón de pesos (Gráfico 21).



Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) pasaron a ser los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 26.2% del saldo total de la deuda interna, a pesar de que en agosto compraron 1.2 billones de pesos. En contraste, los Bancos Comerciales vendieron 1.2 billones de pesos y su participación sobre el total descendió a 14.3%.

El MHCP, por su parte, hizo compras por 2 billones de pesos concentradas principalmente en TES UVR por 1.8 billones de pesos, lo que en parte se explica por la operación de manejo de deuda llevada a cabo el pasado 8 de agosto<sup>2</sup>. El BanRep no realizó operaciones de compra o venta definitivas de TES durante el último mes.

**Gráfico 22. Relación recursos de expansión y contracción**



En cuanto a las necesidades de liquidez del sistema, la demanda de recursos de expansión en BanRep registró un promedio-día de 15.1 billones de pesos en agosto, pero en lo corrido de septiembre se ha moderado hasta un promedio-día de 10.7 billones de pesos. El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor también ha disminuido hasta 12.5 billones de pesos, con una utilización que ha bordeado apenas el 59% y que es inferior al porcentaje utilizado en agosto (82%). Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con una utilización relativamente baja (4.2%).

Por su parte, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción alcanzó en agosto un promedio de 777.5 mil millones de pesos diarios y en lo corrido de septiembre dicho promedio se

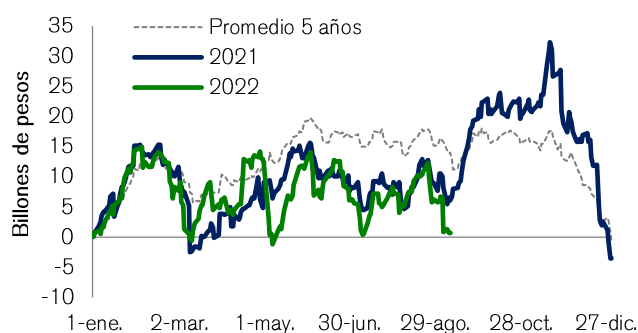
<sup>2</sup> El MHCP intercambió 2 billones de pesos de títulos TES UVR con vencimiento en 2023 por Títulos TES UVR con vencimiento en 2025, 2029, 2035 y Títulos TES COP con vencimiento en 2026 y 2042.



sitúa en 620 mil millones de pesos, registros que son comparativamente estables.

De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión/contracción (Coeficiente E/C) ha disminuido hasta 17.3 veces, un nivel inferior al de agosto (19.4) y al promedio de 5 años (Gráfico 22). Esto es consistente con unas condiciones holgadas de liquidez y la no intervención del BanRep en el mercado a través de compras definitivas de TES.

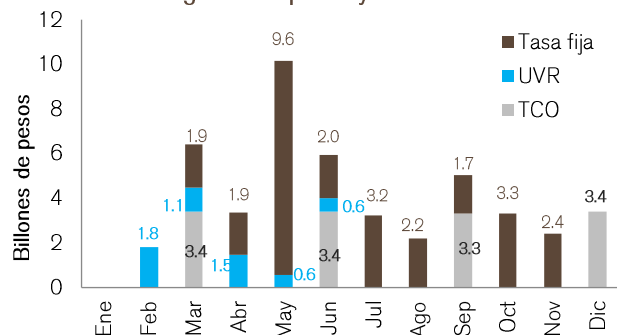
Gráfico 23. Cambio año corrido depósitos de la DTN



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Por otra parte, de acuerdo con las cifras preliminares de la DIAN, el recaudo en agosto fue de 15.7 billones de pesos, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada por la DIAN para todo 2022 asciende a 77.2%. Frente al mismo periodo acumulado de 2021, la dinámica del recaudo total registra un muy buen desempeño con un crecimiento del 36.8% (cerca de un 23.4% en términos reales).

Gráfico 24. Pagos de cupones y vencimientos en 2022



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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, registró un incremento año corrido de 671.8 mil millones de pesos al corte del 9 de septiembre. Sin embargo, esta cifra refleja una reducción de 5.3 billones de pesos frente al acumulado del mismo periodo del año pasado y también significativamente inferior a los 14.1 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 23).

**Esperamos que las condiciones de liquidez en el futuro cercano continúen holgadas.**

Para octubre, la liquidez permanecería holgada gracias a los 3.3 billones de pesos que se esperan que entren al sistema financiero asociados a: i) 2 billones de pesos del pago de cupón de los TES2034 el próximo 18 de octubre; y ii) 1.3 billones de pesos del cupón de los TES2050 el 26 de octubre (Gráfico 24).

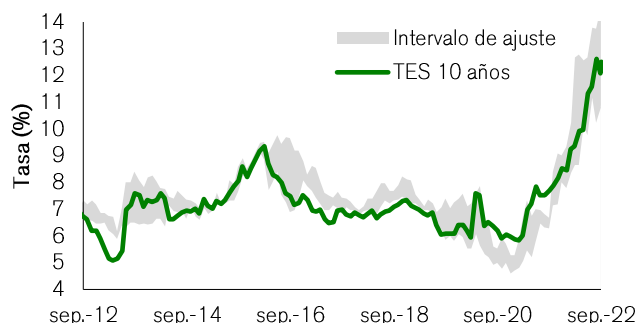


## Aspectos técnicos

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 1.2%, sin embargo, continúa muy por encima de la tasa promedio de -1.6% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que se mantiene históricamente alta y cerca de 113 pbs por encima de la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, los resultados de agosto 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 disminuyó ligeramente hasta 5.9%, aunque permanece muy por encima de la media muestral de 2.4%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 3 p.p., también superando ampliamente el nivel promedio de muestra de 1.3 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 TES2030 y TES2031. El ajuste del modelo no lineal de

frontera de eficiencia-duración sugiere niveles de compra en estos títulos, con un espacio de valorización de 11 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 TESUVR2025, TESUVR2027 y TESUVR2029 del orden de 65 pbs.

Para el caso de los TES en dólares, las estimaciones por reversión a la media sugieren un margen de valorización, en promedio, de 3 pbs. La frontera de eficiencia-duración destaca TESUSD2027, TESUSD2029 y TESUSD2061 como los bonos con mayor espacio de valorización, aproximadamente de 27, 24 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 12.40% (Gráfico 25). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2032 cotizan en 12.50%, lo anterior sugiere un ajuste técnico neutral de estos títulos frente a sus valores justos.



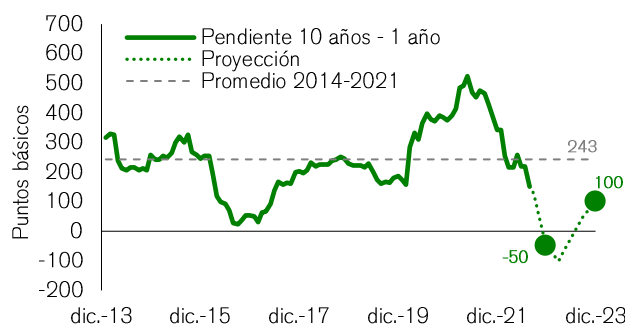
## Expectativas de corto plazo

Esperamos que las presiones sobre el mercado de TES se mantengan en el futuro cercano. Esperamos que los mayores movimientos al alza se den en el tramo corto-medio de la curva, consistentes con un ajuste más agresivo de la política monetaria del BanRep.

En consecuencia, es de esperar un aplanamiento más fuerte de la curva de rendimientos en el futuro cercano. Creemos que incluso la curva de rendimientos podría invertirse en los próximos 3-6 meses, replicando el movimiento que han registrado las curvas de deuda pública en varios países de la región.

la demanda sobre TESUVR2023 debería fortalecerse y llevar los rendimientos de estos títulos a niveles cercanos a 0%.

Gráfico 26. Diferencial intertemporal curva TES COP\*



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

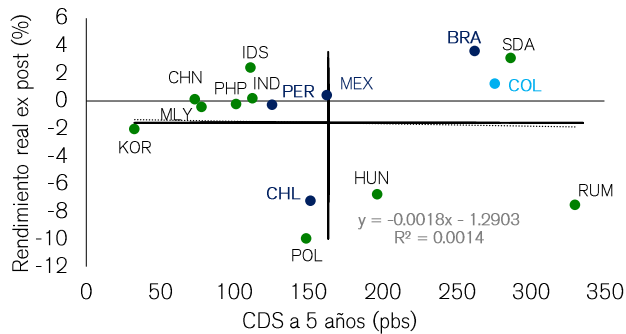
Anticipamos una inversión de la curva a partir de 4T22 que se intensificaría en 1T23 hasta alcanzar niveles de -100 pbs. Una vez el ciclo contractivo de BanRep alcance su techo, y las condiciones financieras internacionales se suavicen, esperamos que la curva vuelva a empinarse hacia 2T23 (Gráfico 26).

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 14.5% para los TES2024 y 14% para los TES2032. Anticipamos que la volatilidad en el mercado continúe siendo alta en lo que resta del año.

La curva de TES UVR presenta unas oportunidades de entrada comparativamente más atractivas frente a la curva de TES en pesos, especialmente en el tramo corto de la curva. En particular, considerando una curva de TES en pesos invertida durante los próximos meses, así como una probabilidad alta de nuevas sorpresas en los datos de IPC,

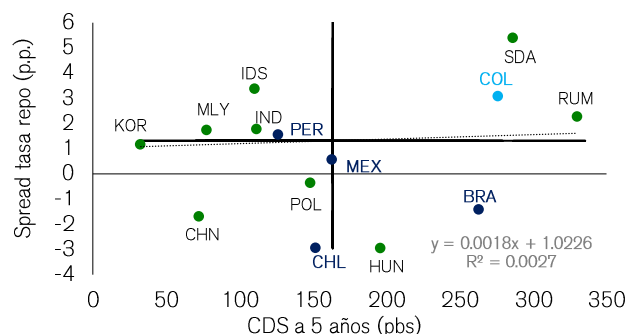


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



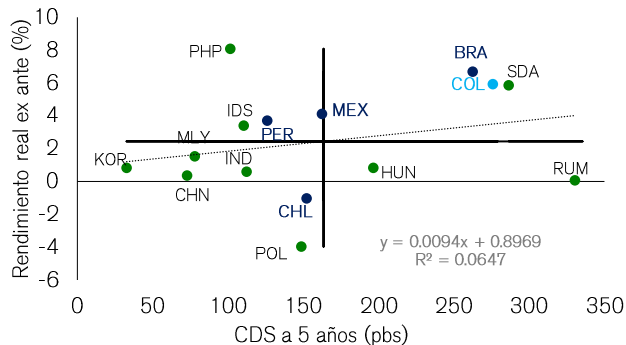
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



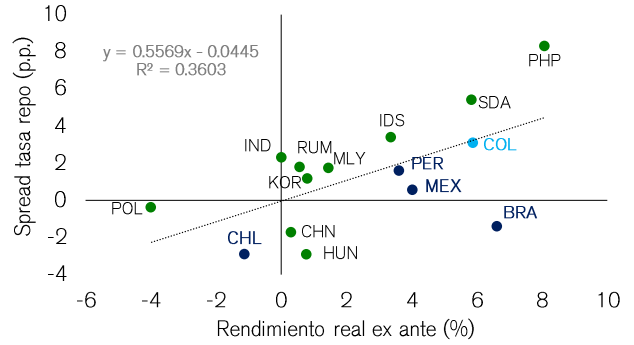
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



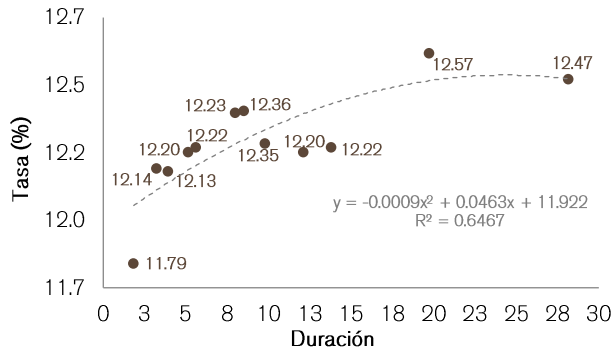
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



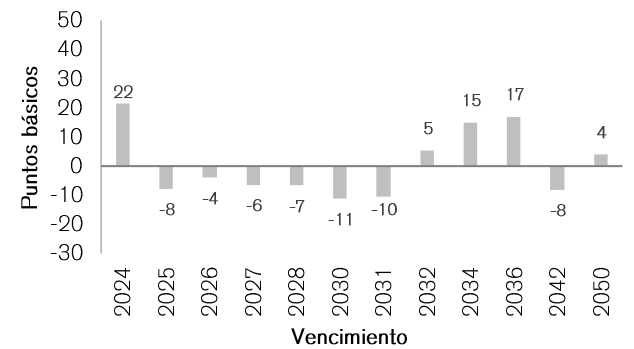
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

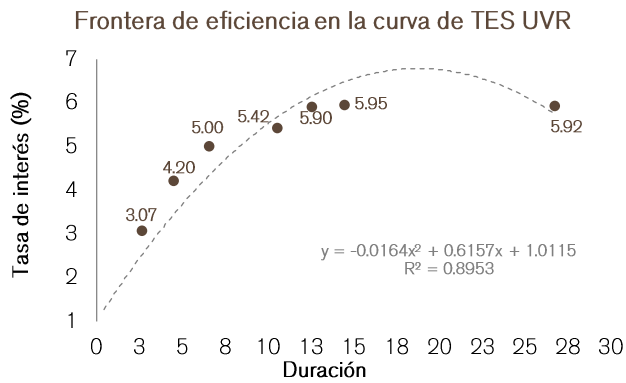


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

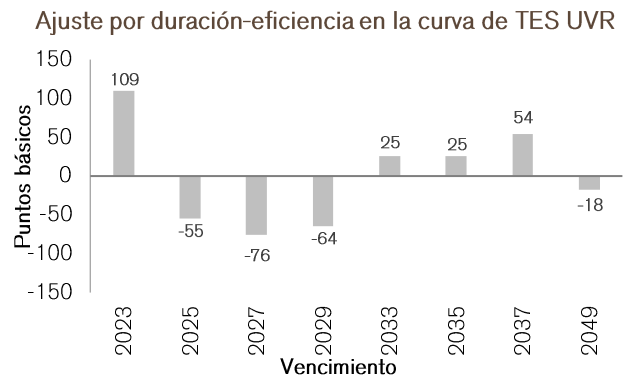
Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES en pesos



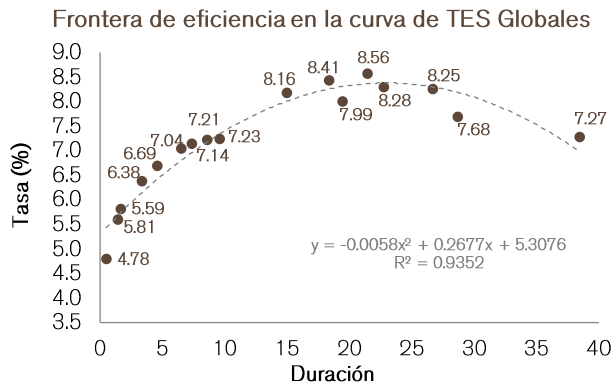
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC



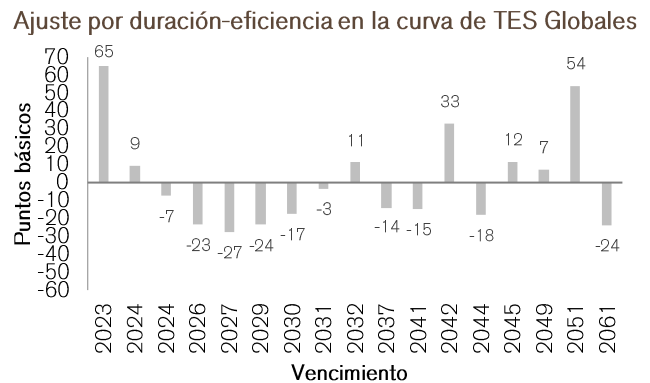
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC



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	11.79	94	496	652	
TFIT08261125	nov-25	6.250	2.5	12.14	89	474	600	
TFIT16080826	ago-26	7.500	3.1	12.13	48	449	564	
TFIT08031127	nov-27	5.750	3.8	12.20	41	436	531	
TFIT16280428	abr-28	6.000	4.2	12.22	35	428	518	
TFIT16180930	sep-30	7.750	5.3	12.35	40	421	515	
TFIT16260331	mar-31	7.000	5.4	12.31	33	411	478	
TFIT16300632	jun-32	7.000	6.0	12.23	28	398	465	
TFIT16181034	oct-34	7.250	6.2	12.20	19	388	439	
TFIT16070936	jul-36	6.250	7.3	12.22	15	386	420	
TFIT280542	may-42	9.250	7.1	12.57	37			
TFIT260950	oct-50	7.250	7.4	12.47	32	394	423	

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	0.4	0.18	-72	-61	-67	
TUVT11070525	may-25	4.750	2.5	3.07	-123	92	121	
TUVT11170327	mar-27	3.500	4.0	4.20	-100	140	179	
TUVT10180429	abr-29	3.300	5.8	5.00	-80	181	190	
TUVT20250333	mar-33	2.250	8.4	5.42	-43	184	176	
TUVT20040435	abr-35	3.000	8.8	5.90	-5	214	214	
TUVT25022537	feb-37	4.750	10.0	5.95	-23	212	197	
TUVT20040649	jun-49	4.000	14.6	5.92	-23	201	187	

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	0.5	4.78	23	322	366	
COLGLB24	may-24	4.000	1.5	5.59	37	341	396	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.9	6.38	40	321	405	
COLGLB27	abr-27	3.875	3.9	6.69	58	299	393	
COLGLB29	mar-29	4.500	5.2	7.04	55	294	385	
COLGLB32	abr-32	3.250	7.5	7.23	63	278	367	
COLGLB37	sep-37	7.375	8.6	8.16	59	240	337	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.3	8.41	54	257	357	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.8	7.99	50	254	350	
COLGLB45	jun-45	5.000	11.0	8.28	53	253	351	
COLGLB49	may-49	5.200	11.3	8.25	50	250	348	

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.

---