



Investigaciones
Económicas

Informe Renta Fija

Los TES y el rally de fin de año



23 de enero de 2024

Informe Renta Fija

Los TES y el rally de fin de año

Resumen del mes

En diciembre de 2023 hubo un **rally de fin de año en los mercados de deuda a nivel global**, gracias a una postura menos restrictiva de la Fed que los mercados habían estado esperando a lo largo de la segunda parte del año.

Durante 2023, Colombia fue uno de los países de mayor valorización siguiendo el resultado del bono a 10 años en tasa fija. Este comportamiento estuvo explicado por una menor prima de riesgo, una inflación local que cedió lentamente y los flujos compradores por parte de agentes locales.

Por último, el arranque de 2024 ha estado marcado por desvalorizaciones en los mercados de deuda. Sugerimos tener cautela, dado que la volatilidad continuará siendo alta en los mercados de renta fija.

Contexto macroeconómico

- La tasa de política monetaria del BanRep finalizó en 2023 en 13,00%, viendo el primer recorte de este ciclo de flexibilización monetaria. Esta decisión contó con cinco de los siete votos de la Junta, mientras los otros dos votos prefirieron mantener la tasa estable.
- La Junta del BanRep basará sus próximas decisiones en la nueva información macroeconómica que tenga disponible. Sin embargo, nosotros creemos que durante el 1T24 la cautela continuaría, y a partir del 2T24 podrían incrementar la magnitud sobre los recortes de la tasa de política monetaria.

Mercados de deuda

- Diciembre fue un mes de valorizaciones para los mercados de deuda, gracias a una postura menos restrictiva por parte de la Fed. Adicionalmente, 2023 registró una valorización promedio para la deuda emergente de 85 pbs, mientras en desarrollados fue de 23 pbs.
- En Colombia, el mercado de deuda pública también estuvo contagiado de optimismo al cierre de 2023. La curva de los TES en tasa fija cayó en promedio 305 pbs, y la curva en UVR se redujo en promedio 197 pbs.
- Durante las primeras semanas de enero de 2024, los mercados de deuda se han visto afectados por una menor probabilidad de que la Fed pueda iniciar su recorte de tasas en la reunión de marzo.
- En el mercado local, las AFPs fueron los mayores compradores de TES en 2023, comprando COP 33,8 billones. En contraste, los fondos extranjeros fueron los mayores vendedores de TES, al reducir su stock total de deuda colombiana en COP 10,4 billones.

Estrategia

- En 2024, todos los caminos conducen a un empinamiento de la curva de los TES en tasa fija. Tanto los factores locales como externos impulsarían a que exista una mayor valorización relativa en los títulos de la parte corta de la curva.
- La decisión de reducir la perspectiva de Colombia de “estable” a “negativo” por parte de Standard and Poor’s era parte de nuestro escenario base para 2024, lo cual no debería tener un mayor impacto en los precios.
- La alta correlación trimestral entre el Tesoro americano y el TES a 10 años indica que hay riesgos de una desvalorización en el corto plazo en el mercado local.

Contexto macroeconómico: el BanRep da el primer paso

Felipe Espitia
 Analista Senior Renta Fija
felipe.espitia@corfi.com

- La tasa de política monetaria del BanRep finalizó en 2023 en 13,00%, viendo el primer recorte de este ciclo de flexibilización monetaria. Esta decisión contó con cinco de los siete votos de la Junta, mientras los otros dos votos prefirieron mantener la tasa estable.
- La Junta del BanRep basará sus próximas decisiones en la nueva información macroeconómica que tenga disponible. Sin embargo, nosotros creemos que durante el 1T24 la cautela continuaría, y a partir del 2T24 podrían incrementar la magnitud sobre los recortes de la tasa de política monetaria.

Un regalo de fin de año del BanRep al mercado

En la última decisión de política monetaria del Banco de la República en 2023, la mayoría de los participantes de la Junta decidieron votar por un recorte en la tasa de interés de 25 puntos básicos (pbs), terminando en 13,00%. No obstante, el grupo minoritario (dos codirectores) votó por mantener la tasa estable en 13,25%.

Dentro de los principales argumentos que soportaron la decisión de política se encuentran: i) el descenso que ha tenido la inflación total y las expectativas a uno y dos años de los analistas y el mercado en los últimos meses, ii) la baja dinámica del crecimiento en Colombia, iii) el fuerte ajuste del déficit en la cuenta corriente y iv) unas mejores condiciones financieras externas (principalmente por un relajamiento en la postura monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos). En contraste, los miembros de Junta que votaron por mantener la tasa estable sopesaron su decisión en estos argumentos: i) el incremento mostrado por la inflación sin alimentos en noviembre, ii) la incertidumbre sobre el impacto que pudiese tener el aumento del salario mínimo, iii) el compromiso sobre la credibilidad del Banco y iv) los riesgos fiscales para 2024.

Finalmente, los miembros de la Junta Directiva resaltaron que las próximas decisiones seguirán dependiendo de la nueva información económica que dispongan. **De nuestra parte, mantenemos nuestra expectativa que la tasa del BanRep finalizará este 2024 en 8,00%, continuando con un recorte de 25 pbs en la reunión de enero e incrementando su magnitud a 50 pbs a partir de la decisión de marzo.**

23 de enero de 2024

Mercados de deuda: Retornos positivos para la renta fija

- Diciembre fue un mes de valorizaciones para los mercados de deuda, gracias a una postura menos restrictiva por parte de la Fed. Adicionalmente, 2023 registró una valorización promedio para la deuda emergente de 85 pbs, mientras en desarrollados fue de 23 pbs.
- En Colombia, el mercado de deuda pública también estuvo contagiado de optimismo al cierre de 2023. La curva de los TES en tasa fija cayó en promedio 305 pbs, y la curva en UVR se redujo en promedio 197 pbs.
- Durante las primeras semanas de enero de 2024, los mercados de deuda se han visto afectados por una menor probabilidad de que la Fed pueda iniciar su recorte de tasas en la reunión de marzo.
- En el mercado local, las AFPs fueron los mayores compradores de TES en 2023, comprando COP 33,8 billones. En contraste, los fondos extranjeros fueron los mayores vendedores de TES, al reducir su stock total de deuda colombiana en COP 10,4 billones.

2023 fue el año de los emergentes

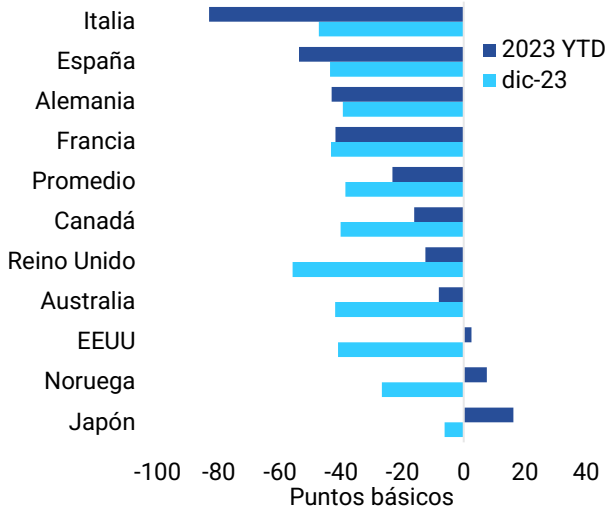
En diciembre de 2023 hubo una valorización generalizada en los mercados de deuda a nivel global, impulsada por la decisión de política monetaria de la Fed (ver “TES celebraron Thanksgiving” en [Informe Renta Fija – diciembre 18 de 2023](#)), marcando un punto de inflexión en la expectativa de los mercados sobre las decisiones de política monetaria para 2024.

De la muestra de 26 países que realizamos seguimiento en este informe, solo el bono a 10 años de Rusia presentó una desvalorización mensual en diciembre de 26 pbs. Entre tanto, la valorización mensual promedio para los bonos a 10 años de países desarrollados y emergentes fue de 39 y 41 pbs, respectivamente, gracias a la decisión tomada por la Fed y los distintos bancos centrales de países desarrollados. Ahora para el compendio total de 2023, iniciamos destacando el comportamiento percibido en los títulos de deuda de países emergentes, el cual fue superior al resultado obtenido por la deuda soberana de países desarrollados. En primer lugar, **la valorización promedio registrada en emergentes fue de 85 pbs, destacándose Hungría, Colombia y Brasil (Gráfico 1). Por otra parte, en desarrollados las tasas de los bonos a 10 años terminaron cayendo en promedio 23 pbs, con Italia, España y Alemania a la cabeza (Gráfico 2).**

Sobre el inicio de 2024, los mercados de deuda tanto desarrollados como emergentes han mostrado una desvalorización promedio de 27 y 6 pbs, respectivamente en las tres primeras semanas de enero frente al cierre de 2023 (Gráfico 3 y 4), en respuesta a una menor probabilidad de que la Fed pueda iniciar su recorte de tasas en la reunión de marzo.

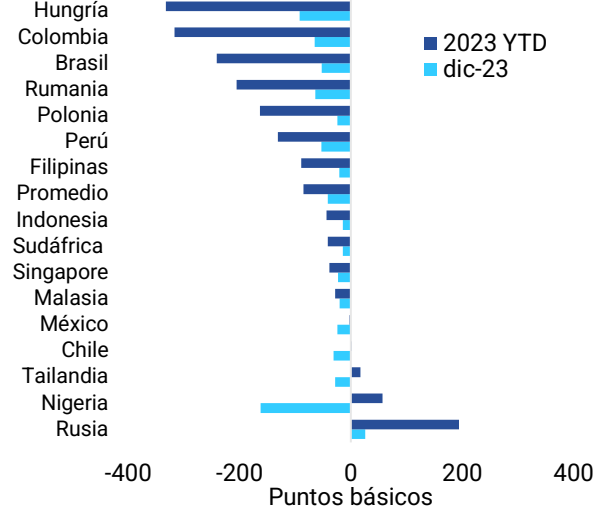
23 de enero de 2024

Gráfico 1. Cambio en puntos básicos de la tasa del bono a 10 años en moneda local economías desarrolladas



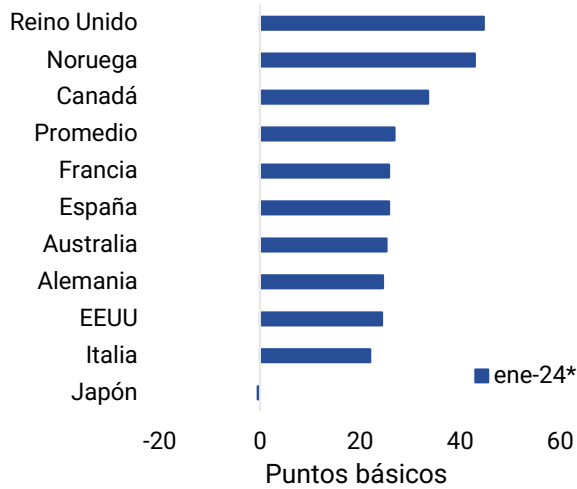
Fuente: Refinitiv Eikon. YTD: Año corrido

Gráfico 2. Cambio en puntos básicos de la tasa del bono a 10 años en moneda local economías emergentes



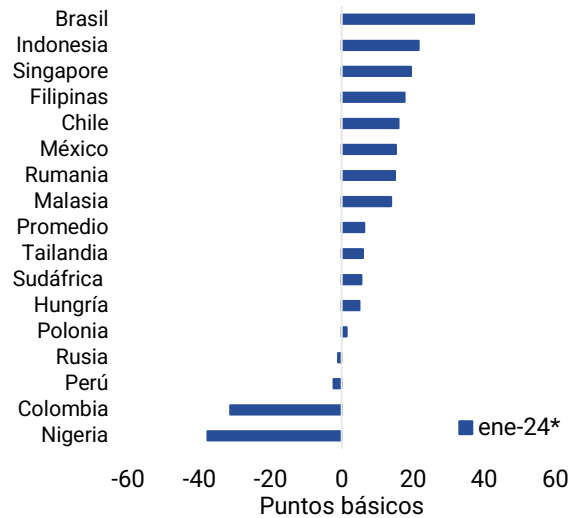
Fuente: Refinitiv Eikon. YTD: Año corrido

Gráfico 3. Cambio en puntos básicos de la tasa del bono a 10 años en moneda local economías desarrolladas, en lo corrido de enero 2024



Fuente: Refinitiv Eikon. *Datos al 17 de enero de 2024

Gráfico 4. Cambio en puntos básicos de la tasa del bono a 10 años en moneda local economías emergentes, en lo corrido de enero 2024



Fuente: Refinitiv Eikon. *Datos al 17 de enero de 2024

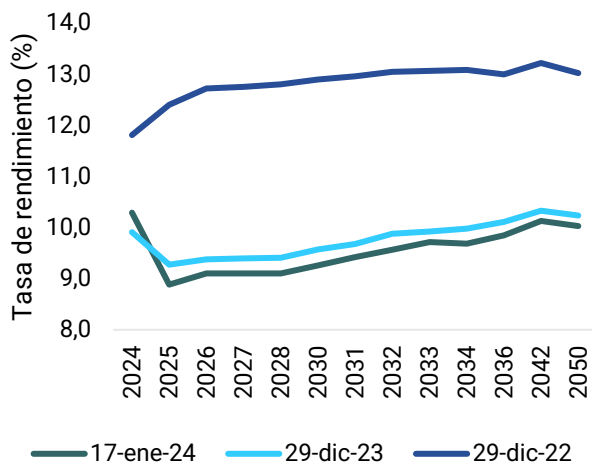
El gran año de los TES

El desempeño del mercado de deuda pública en Colombia durante 2023 ha sido uno de los mejores años de la historia, debido **a i) una reducción en la prima de riesgo, ii) un alto apetito de parte de los fondos de pensiones locales, iii) el retroceso de la inflación local y iv) un mayor atractivo por deuda emergente sobre la deuda desarrollada**. En consecuencia, este buen resultado se vio plasmado en nuestras dos curvas de TES (Gráfico 5 y 6), con un mejor resultado entre los títulos en tasa fija sobre los TES en UVR.

En resumen, la curva de los TES en tasa fija cayó en promedio 305 pbs y exhibió las primeras señales de empinamiento, al haber caído en promedio 327 pbs los títulos que vencen entre 2025 y 2027, mientras que la valorización de la parte larga de la curva (entre 2036 y 2050) fue de 285 pbs, en promedio. En cuanto a los TES atados al UVR, esta curva en 2023 se valorizó en promedio 197 pbs, señalando un cierto grado de aplanamiento. La estructura de esta curva fue explicada por una reducción de las tasas de rendimientos de los títulos que vencen en 2025 y 2027 de 157 pbs, cuando los TES de 2037 y 2049 cayeron 221 pbs, en promedio.

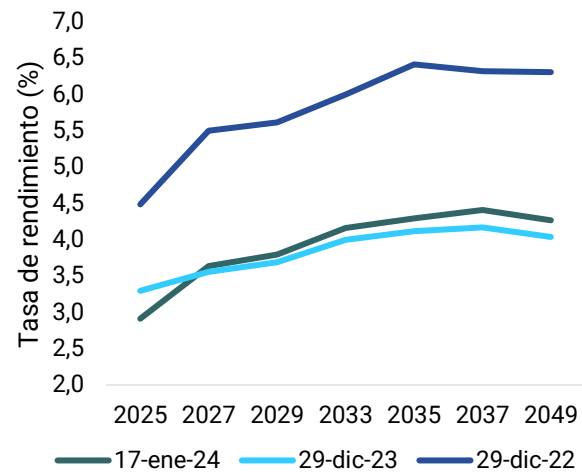
En cuanto a las primeras semanas de enero de 2024, aun cuando la liquidez apenas está volviendo a tomar su curso normal del año, los TES en tasa fija han continuado valorizándose en línea con el resultado positivo de la inflación de cierre de 2023 (ver “Se acelera la desinflación” en [Informe Inflación – enero 12 de 2024](#)). En contraste, la curva de TES en UVR, a excepción del título que vence en 2025, se ha desvalorizado en el arranque del año.

Gráfico 5. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon.

Gráfico 6. Curva de rendimientos de los TES en UVR

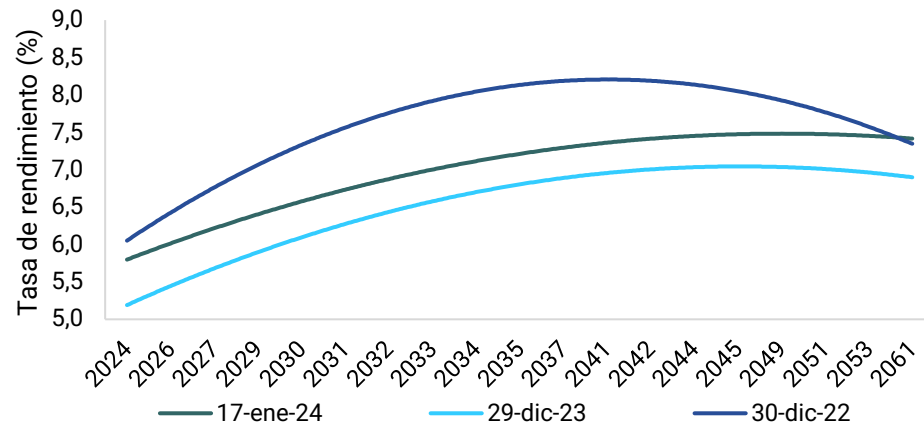


Fuente: SEN y Refinitiv Eikon.

En cuanto a los TES en dólares (Gráfico 7), estos títulos también obtuvieron un buen desempeño al cierre del 2023, impulsado por el *rally* de fin de año que hubo en los mercados de deuda global. La valorización en el año corrido fue de 108 pbs, en línea con el buen desempeño de la deuda local pero acotado por una leve desvalorización de la curva de los Tesoros americanos en 2023.

23 de enero de 2024

Gráfico 7. Curva de rendimientos de los TES globales (TES en dólares)



Fuente: Refinitiv Eikon

Las AFPs las grandes compradoras de TES en 2023

Con la información consolidada de los tenedores de TES de 2023 se registraron dos hitos importantes desde que recopilamos este balance (2010). **En primer lugar, las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) configuraron su mejor año de compras de títulos de deuda pública colombiana.** En diciembre del año anterior, las AFPs compraron COP 1,5 billones en el mes, acumulando COP 33,8 billones en lo corrido del año y obteniendo la mayor participación del total del stock de deuda soberana colombiana (29,41%).

El segundo hito importante corresponde a lo ejecutado por los fondos de capital extranjero. Estos jugadores terminaron el 2023 con el más alto nivel de ventas en un año, al reducir la tenencia de TES en sus portafolios por un monto de COP 10,4 billones, aun cuando mantienen la segunda mayor participación sobre el total de deuda Colombia (21,6%).

Por otra parte, los bancos comerciales y las compañías de seguros y capitalización se consolidaron como el tercer y cuarto mayor tenedor de bonos soberanos de Colombia con una participación del 12,8% y 10,2%, respectivamente. Los bancos durante 2023 estuvieron relativamente ausentes al haber vendido COP 486 mil millones, siendo así su segundo año de ventas en toda la historia. En cambio, las compañías de seguros fueron el segundo jugador más importante del año anterior, al haber comprado COP 14,6 billones en lo corrido del año, dejando al 2023 como el mejor año de compras en los últimos 13 años.

23 de enero de 2024

Tabla 1. Balance de tenedores de TES, cifras en miles de millones de pesos – diciembre 2023

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Fondos de pensiones y cesantías	1,504	33,831	29.4%
Compañías de seguros y capitalización	1,660	14,600	10.2%
Fiducia pública	-1,089	4,615	8.9%
Carteras colectivas y fdos admn	18	2,521	1.5%
Corporaciones financieras	-693	1,826	0.5%
Banco de la República	-845	1,494	9.4%
Fondos de prima media	123	339	0.6%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	15	302	0.1%
Entidades sin ánimo de lucro	36	276	0.1%
Proveedores de infraestructura	-32	9	0.2%
Personas jurídicas	-1	0	0.2%
Compañías de financiamiento comercial	0	-3	0.0%
Otros fondos	1	-4	0.0%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	-4	0.0%
Personas naturales	-3	-43	0.0%
Comisionistas de bolsa	-279	-104	0.1%
Entidades públicas	293	-284	0.4%
Bancos comerciales	325	-486	12.8%
Ministerio de Hacienda y CP	-541	-506	0.1%
Instituciones oficiales especiales	721	-547	3.7%
Fondos de capital extranjero	-1,514	-10,406	21.6%

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

23 de enero de 2024

Estrategia: Atención al volante

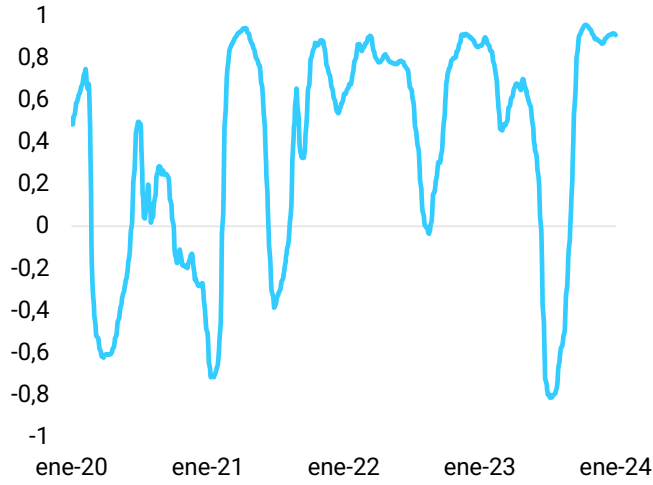
- En 2024, todos los caminos conducen a un empinamiento de la curva de los TES en tasa fija. Tanto los factores locales como externos impulsarían a que exista una mayor valorización relativa en los títulos de la parte corta de la curva.
- La decisión de reducir la perspectiva de Colombia de “estable” a “negativo” por parte de Standard and Poor’s era parte de nuestro escenario base para 2024, lo cual no debería tener un mayor impacto en los precios.
- La alta correlación trimestral entre el Tesoro americano y el TES a 10 años indica que hay riesgos de una desvalorización en el corto plazo en el mercado local.

Cautela para el inicio de 2024

Nuestra expectativa sobre el mercado de deuda pública en Colombia para 2024 apunta a un empinamiento de la curva de los TES en tasa fija, debido a una mayor valorización relativa de los títulos de la parte corta sobre los títulos de la parte larga. **Este comportamiento esperado en la curva de TES es explicado por i) una menor inflación local, ii) el recorte esperado sobre la tasa del BanRep, iii) las dudas sobre la disciplina fiscal en Colombia y iv) una aversión al riesgo que se podría mantener alta en los mercados de deuda** (ver “Mercado de deuda: Una pendiente más empinada” en [Informe Anual – noviembre 29 de 2023](#)).

En el corto plazo, existen dos puntos de la coyuntura reciente para tener en cuenta. El primero, la reducción en la perspectiva de Colombia de “estable” a “negativo” por parte de Standard and Poor’s era parte de nuestro escenario base en 2024, lo cual no debería generar una mayor afectación sobre nuestros títulos de deuda, debido a que los mercados descuentan que Colombia inclusive pudiese tener una menor calificación de riesgo de crédito a la actual (BB+). El segundo, el TES en tasa fija a 10 años podría desvalorizarse en el corto plazo, tal y como lo sugiere nuestro modelo de valor justo que arroja una diferencia de 90 pbs. Esta diferencia podría cerrarse gracias al alto coeficiente de correlación trimestral que ha mantenido nuestro título de deuda pública y el Tesoro americano a 10 años (Gráfico 8 y 9).

Gráfico 8. Coeficiente de correlación trimestral entre el Tesoro americano y el TES con vencimiento a 10 años



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 9. Tasa de rendimiento observada y estimada del TES cero cupón en tasa fija a 10 años



Fuente: Corficolombiana y Precia

Equipo de investigaciones económicas

César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas
(+57-601) 3538787 Ext. 70009
cesar.pabon@corfi.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe
(+57-601) 3538787 Ext. 70231
julio.romero@corfi.com

Maria Paula Gonzalez

Analista de Economías Sudamericanas
(+57-601) 3538787 Ext. 69987
paula.gonzalez@corfi.com

Diego Alejandro Gómez

Analista Contexto Externo y Mercado
Cambiario
(+57-601) 3538787 Ext. 69628
diego.gomez@corfi.com

Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija
(+57-601) 3538787 Ext. 70495
felipe.espitia@corfi.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de economías de Centroamérica
(+57-601) 3538787 Ext. 70496
gabriela.bautista@corfi.com

Jose Luis Mojica

Analista de Economía Local
(+57-601) 3538787 Ext. 69964
jose.mojica@corfi.com

Valentina Hernández

Practicante de Investigaciones
(+57-601) 3538787 Ext. 70906
daniela.hernandez@corfi.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable
(+57-601) 3538787 Ext. 70007
andres.duarte@corfi.com

Finanzas Corporativas

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial
(+57-601) 3538787 Ext. 69798
jaime.cardenas@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad
(+57-601) 3538787 Ext. 70497
maria.orbezo@corfi.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad
(+57-601) 3538787 Ext. 69973
juan.pardo@corfi.com

23 de enero de 2024

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.