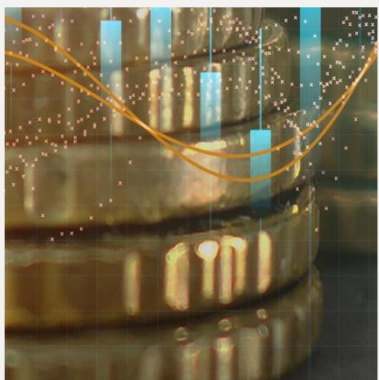
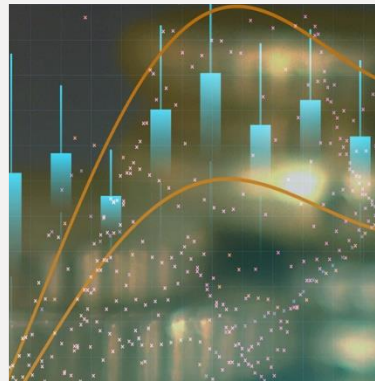
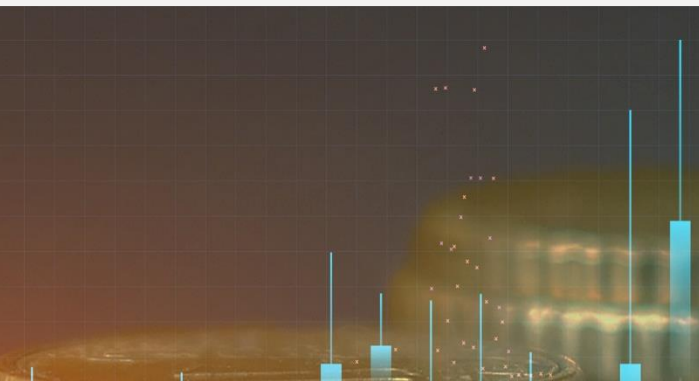




Investigaciones  
Económicas

# Informe Renta Fija

*TES en calma en medio de la tormenta*



16 de junio de 2023

# Informe Renta Fija

## TES en calma en medio de la tormenta

### Resumen del mes

Las valorizaciones en la renta fija han continuado mayormente en países emergentes sobre desarrollados, lo cual continúa demostrando el valor relativo que existe sobre este tipo de bonos.

Desde el ámbito macroeconómico fue un mes de calma en materia de noticias, lo cual permitió que los mercados fluctuaran e incorporaran en mejor medida lo que ha venido ocurriendo en lo corrido de 2023.

En nuestro país, las valorizaciones no se han hecho esperar a pesar de que no estemos contando con el flujo de capitales extranjeros, luego de un relajamiento en las condiciones de incertidumbre que veníamos atravesando a cuestión de la presentación de las reformas del Gobierno.

### Contexto macroeconómico

- La Fed mantuvo su tasa de interés inalterada. Sin embargo, el mercado parece tener una baja credibilidad en los próximos aumentos de tasas estimados.
- En Colombia, la crisis de gobernabilidad y la sorpresa bajista en la inflación continuaron apoyando las valorizaciones en los TES.

### Mercados de deuda

- En promedio, las tasas de los bonos a 10 años de países emergentes cayeron 18 pbs, mientras que los de países desarrollados aumentaron 12 pbs.
- Los TES continuaron valorizándose en un contexto de mayor calma. Es así como, las tasas de rendimiento de los TES en tasa fija cayeron 78 pbs, mientras que sus homólogos en UVR lo hicieron en 18 pbs.
- Las AFPs se mantiene como el mayor comprador de TES en el año, y registraron una cifra récord en compras en lo corrido del año. Por otra parte, los bancos comerciales se mantienen como los mayores vendedores de estos papeles.

### Estrategia

- Nuestro modelo de valor relativo sigue sugiriendo espacios de desvalorización en el corto plazo. En esta ocasión, la tasa de rendimiento justa del TES cero cupón a 10 años sería del 11,9%.
- Adicionalmente, el índice RSI apoya la idea que puedan existir espacios de corrección en el corto plazo al indicar que esta referencia se encuentra en una zona de sobre compra.

16 de junio de 2023

## Contexto macroeconómico

### Felipe Espitia

Especialista Renta Fija

[felipe.espitia@corficolombiana.com](mailto:felipe.espitia@corficolombiana.com)

- La Fed mantuvo su tasa de interés inalterada. Sin embargo, el mercado parece tener una baja credibilidad en los próximos aumentos de tasas estimados.
- En Colombia, la crisis de gobernabilidad y la sorpresa bajista en la inflación continuaron apoyando las valorizaciones en los TES.

## Mayo en calma

Los eventos macroeconómicos, tanto externos como locales, en el último mes representaron un impacto menor en los precios de los títulos de renta fija. Si bien, desde el frente externo la Fed mantuvo su tasa de interés inalterada (como era esperado) y un discurso que se mantiene reactivo a lo que suceda con la inflación, los mercados parecen tener una baja credibilidad sobre los posibles aumentos en la tasa de política en el segundo semestre.

En Colombia, la crisis de gobernabilidad y la sorpresa a la baja de la inflación continuaron respaldando las fuertes valorizaciones en los TES. Sin embargo, desde el frente fiscal y el impacto que tengan las reformas -de ser aprobadas- todavía generan incertidumbres, las cuales se analizarán más adelante, junto con nuestras apreciaciones sobre la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo.

## Mercados de deuda

- En promedio, las tasas de los bonos a 10 años de países emergentes cayeron 18 pbs, mientras que los de países desarrollados aumentaron 12 pbs.
- Los TES continuaron valorizándose en un contexto de mayor calma. Es así como, las tasas de rendimiento de los TES en tasa fija cayeron 78 pbs, mientras que sus homólogos en UVR lo hicieron en 18 pbs.
- Las AFPs se mantienen como el mayor comprador de TES en el año, y registraron una cifra récord en compras en lo corrido del año. Por otra parte, los bancos comerciales se mantienen como los mayores vendedores de estos papeles.

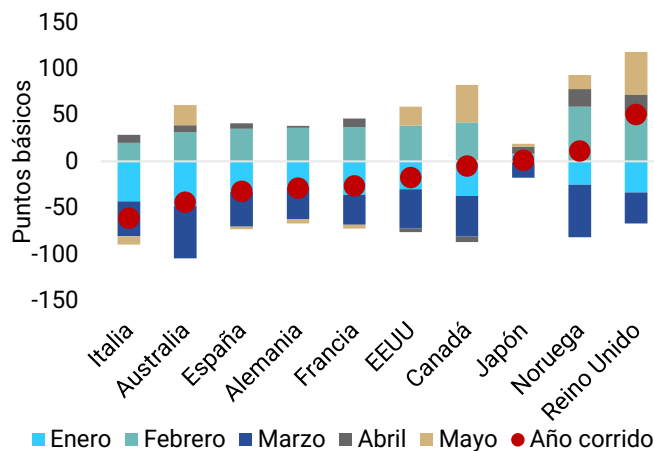
### Emergentes mantienen su valor relativo

En mayo, el valor relativo esperado por la renta fija emergente versus la renta fija desarrollada fue un hecho, en medio de un mes en el cual los temas externos estuvieron enfocados en el techo de la deuda en Estados Unidos y la inflación en Reino Unido.

No obstante, cuando nos referimos al mayor valor relativo de emergentes sobre desarrollados, se hace evidente en la caída en tasa de 18 puntos básicos (pbs) en promedio en mayo frente a abril, mientras que, en desarrollados en promedio el aumento de tasas fue de 12 pbs. Además, destacamos que la mayor valorización mensual en emergentes la tuvo el bono brasilero cayendo 85 pbs<sup>1</sup>, mientras que en desarrollados este mismo comportamiento lo tuvo el bono italiano con apenas una caída de 9 pbs.

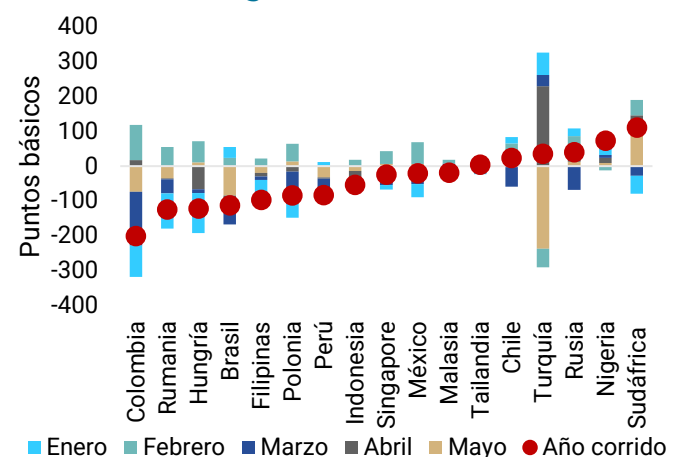
Por último, en términos generales la valorización en este *asset class* sigue siendo una característica de alta relevancia para lo que va corrido de 2023. Existen excepciones como Noruega y Reino Unido, en el caso de los bonos a 10 años de países desarrollados (Gráfico 1), mientras que la lista es un poco más extensa en emergentes (Tailandia, Chile, Turquía, Rusia, Nigeria y Sudáfrica).

**Gráfico 1. Cambio mensual y año corrido de la tasa del bono a 10 años en moneda local economías desarrolladas**



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 31 de mayo de 2023

**Gráfico 2. Cambio mensual y año corrido de la tasa del bono a 10 años en moneda local, economías emergentes**



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 31 de mayo de 2023

<sup>1</sup> Con excepción de Turquía que ha mostrado una alta volatilidad en lo corrido de 2023. Obteniendo una valorización mensual de 237 pbs en mayo, y a su vez en abril se había desvalorizado 229 pbs.

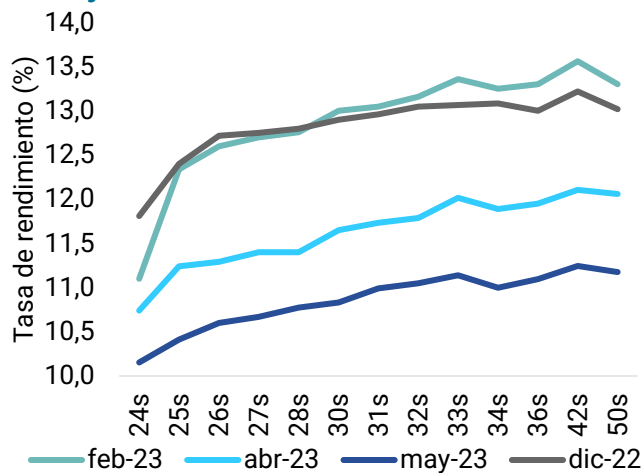
## TES en marcha

Como lo mencionamos anteriormente, Brasil tuvo la mayor valorización mensual en mayo. Sin embargo, el bono colombiano a 10 años obtuvo la segunda mayor caída en el mes siendo de 74 pbs, y en el año corrido acumula la mayor valorización (-200 pbs) en el comparativo tanto de países emergentes y desarrollados.

El desplazamiento de las curvas tanto en tasa fija como en UVR, responde a un mes donde los mercados pasan la página de los cambios ministeriales, existen más señales sobre la caída que tendrá la inflación local y la alta posibilidad que el BanRep habría llegado al final de su ciclo de ajustes monetarios. Sumado a esto, un contexto externo que sigue dándole una mayor favorabilidad a activos emergentes sobre desarrollados, gracias a las decisiones que estaría por tomar la Fed.

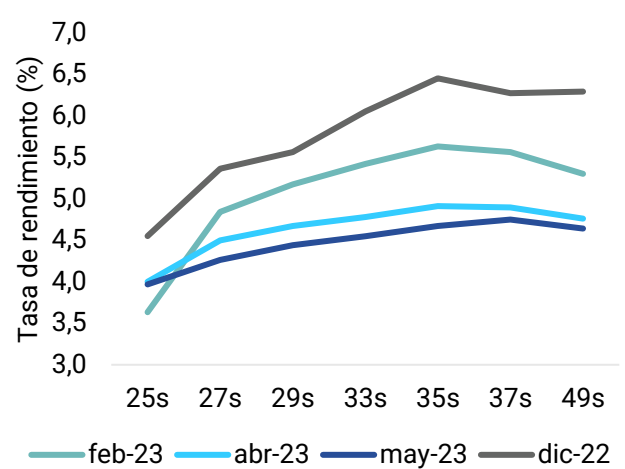
Es así como, la curva de rendimientos de los TES en tasa fija se redujo en promedio 78 pbs frente al cierre de abril y acumula una caída de 197 pbs con respecto al cierre de 2022. En el caso de la curva de los TES en UVR, estos movimientos han representado unas reducciones de tasas en promedio de 18 y 132 pbs en sus variaciones mensuales y año corrido, respectivamente. **Finalmente, resaltamos que los niveles actuales que vemos en las distintas curvas no los percibíamos desde hace un año, lo cual demuestra como desde mayo del año anterior (elecciones presidenciales) existió un choque de confianza sobre nuestros activos.**

**Gráfico 3. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija**



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Datos al 31 de mayo de 2023

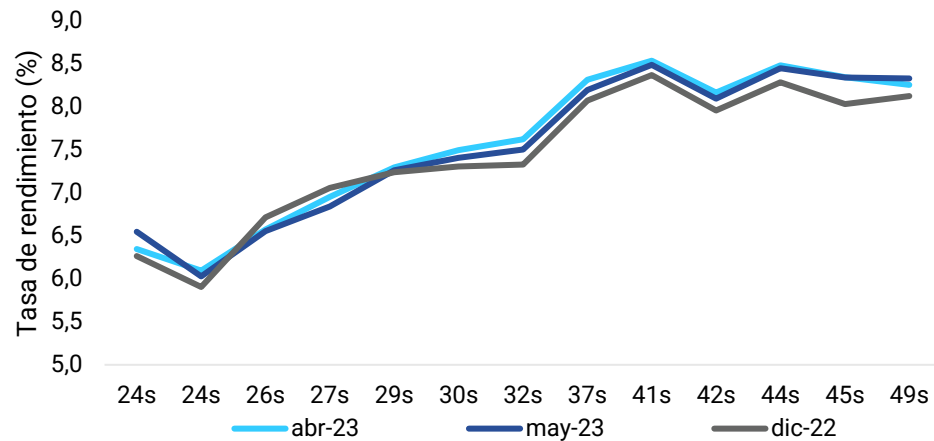
**Gráfico 4. Curva de rendimientos de los TES en UVR**



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Datos al 31 de mayo de 2023

En cuanto al comportamiento percibido de nuestros títulos en dólares hubo ligeros cambios frente al cierre de abril, especialmente entre los títulos que vencen entre 2027 y 2044. El comportamiento de nuestros TES en dólares refleja el “choque de trenes” que se da en respuesta a un mes que no fue tan bueno para los tesoros americanos versus una importante valorización de los TES en el ámbito local, luego de haber pasado un oleaje alto de incertidumbre que ha visto algo de calma.

16 de junio de 2023

**Gráfico 5. Curva de rendimientos de los TES globales (TES en dólares)**


Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 31 de mayo de 2023

## AFPs no bajan la guardia

Mayo volvió a ser un mes importante de compras para los fondos de pensiones y cesantías (AFPs). En el quinto mes del año acumularon COP 4,3 billones (bn) en TES, con ello han comprado COP 19 bn en lo corrido del año, y alcanzaron el mayor nivel de compras que habían realizado en 2019, es decir, en tan solo cinco meses ya compraron lo que realizaron en doce meses en el pasado. Adicionalmente, la lista de mayores compradores la completan el Banco de la República y las Compañías de seguros y capitalización al haber incrementado su posición en TES por un orden de COP 3,6 y 1,2 bn, respectivamente.

En la otra cara de la moneda, que corresponde a los mayores vendedores de bonos soberanos colombianos, destacamos lo realizado por los bancos comerciales. Puntualmente, en esta ocasión estos tenedores redujeron su posición en COP 1,8 bn, y con ello ya han vendido en estos primeros cinco meses del año COP 8,1 bn. Estos movimientos creemos que podrían estar ocurriendo por: 1) una toma de utilidades, en medio del *rally* que se ha percibido a lo largo del año, 2) a una sustitución del activo (venta de TES para realizar más colocación de cartera, y/o 3) al afecto que generan las altas tasas de captación que se encuentran por encima de las tasas de rendimiento de un TES de largo plazo, lo cual podría estar generando *carries* negativos en su balance de ALM.

Finalmente, esta parte baja de la tabla la completan los fondos de capital extranjero y las instituciones oficiales especiales que vendieron COP 1 bn y 268 mil millones, respectivamente.

16 de junio de 2023

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

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Fondos de pensiones y cesantías	4.306	19.044	27,7%
Banco de la República	3.611	631	9,7%
Compañías de seguros y capitalización	1.160	7.872	9,3%
Ministerio de Hacienda y CP	598	682	0,4%
Carteras colectivas y fdos admn	459	2.037	1,5%
Corporaciones financieras	368	1.703	0,5%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	108	99	0,1%
Fondos de prima media	23	-11	0,6%
Compañías de financiamiento comercial	10	7	0,0%
Entidades públicas	9	-665	0,3%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	-1	0,0%
Personas naturales	-5	-25	0,0%
Otros fondos	-6	-11	0,0%
Entidades sin ánimo de lucro	-8	90	0,1%
Comisionistas de bolsa	-16	65	0,1%
Proveedores de infraestructura	-20	130	0,2%
Fiducia pública	-22	2.647	8,9%
Personas jurídicas	-26	-12	0,3%
Instituciones oficiales especiales	-268	-426	3,9%
Fondos de capital extranjero	-1.001	-1.309	24,6%
Bancos comerciales	-1.836	-8.074	11,9%

Fuente: Ministerio de Hacienda

## Estrategia

- Nuestro modelo de valor relativo sigue sugiriendo espacios de desvalorización en el corto plazo. En esta ocasión, la tasa de rendimiento justa del TES cero cupón a 10 años sería del 11,9%.
- Adicionalmente, el índice RSI apoya la idea que puedan existir espacios de corrección en el corto plazo al indicar que esta referencia se encuentra en una zona de sobre compra.

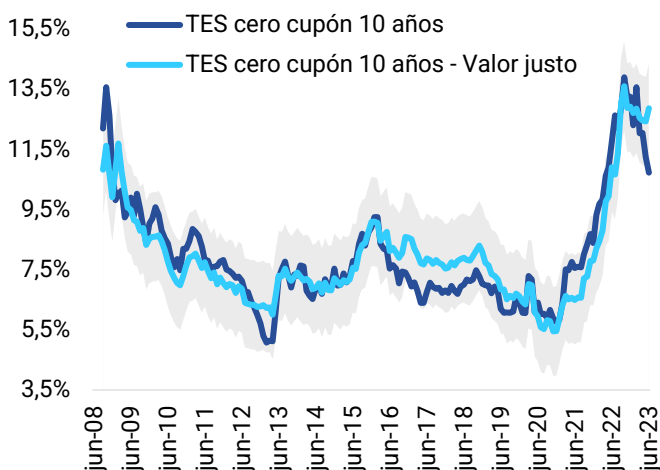
## Los TES se mantienen sobrecomprados

Desde la creación de nuestro modelo de valor justo para el TES en tasa fija cero cupón a 10 años hemos evidenciado que el valor observado ha estado alejado de su valor justo (ver “TES entre la volatilidad y las valorizaciones” en [Informe renta fija – abril 12 de 2023](#)).

En esta ocasión, dicha afirmación se mantiene, pero con un margen más amplio. Con la información que han recopilado los precios en el mercado y los fundamentales económicos a la segunda semana de junio, nuestro modelo sugiere una tasa de rendimiento del 11,9% para esta referencia versus el último valor observado del 10,7%. Adicional a ello, desde un indicador técnico como el índice RSI estaría soportando la idea de que este TES estaría en una zona de sobra compra (Gráfico 7) y apoyaría nuestra expectativa de una corrección en el corto plazo.

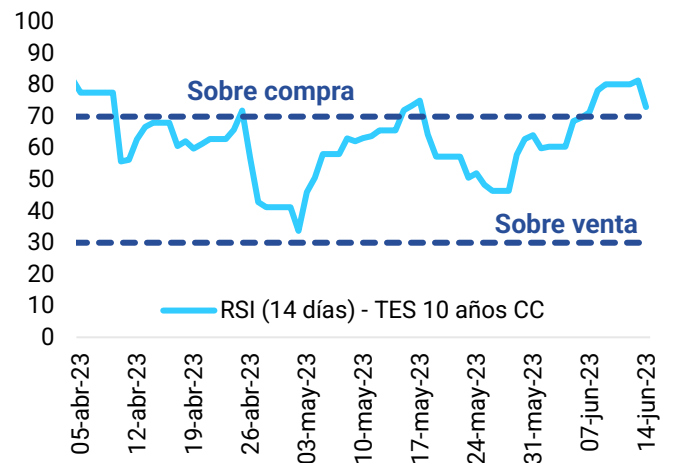
Finalmente, nuestra perspectiva para el segundo semestre de 2023 es que se mantendría la tendencia que hemos visto en lo corrido del año en este tipo de activos. No obstante, las valorizaciones que esperamos creemos que tendrán una menor velocidad a la que hemos percibido hasta el momento. **Con lo cual ratificamos que este TES a 10 años estaría cerrando en 2023 en un rango entre 8,5% - 9%.**

**Gráfico 6. TES tasa fija cero cupón a 10 años y su valor justo**



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 7. Índice RSI del TES tasa fija cero cupón a 10 años**



Cálculos: Corficolombiana



16 de junio de 2023

## Equipo de investigaciones económicas

### Jose Ignacio López

*Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas*

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

[jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:jose.lopez@corficolombiana.com)

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

*Economista Jefe*

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

[julio.romero@corficolombiana.com](mailto:julio.romero@corficolombiana.com)

#### Laura Daniela Parra

*Analista de Economía Local*

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

#### Diego Alejandro Gómez

*Analista de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

[diego.gomez@corficolombiana.com](mailto:diego.gomez@corficolombiana.com)

#### Maria Paula Gonzalez

*Analista de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

[paula.gonzalez@corficolombiana.com](mailto:paula.gonzalez@corficolombiana.com)

#### Laura Gabriela Bautista

*Analista de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

[gabriela.bautista@corficolombiana.com](mailto:gabriela.bautista@corficolombiana.com)

#### Juana Valentina Rodríguez

*Practicante de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

[juana.rodriguez@corficolombiana.com](mailto:juana.rodriguez@corficolombiana.com)

### Felipe Espitia

*Especialista Renta Fija*

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[felipe.espitia@corficolombiana.com](mailto:felipe.espitia@corficolombiana.com)

### Renta Variable

---

#### Andrés Duarte Pérez

*Director de Renta Variable*

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

[andres.duarte@corficolombiana.com](mailto:andres.duarte@corficolombiana.com)

### Finanzas Corporativas

---

#### Rafael España Amador

*Director de Finanzas Corporativas*

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

[rafael.espana@corficolombiana.com](mailto:rafael.espana@corficolombiana.com)

#### Jaime Andres Cardenas

*Analista de Inteligencia Empresarial*

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[Jaime.cardenas@corficolombiana.com](mailto:Jaime.cardenas@corficolombiana.com)

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Maria Camila Orbezo

*Directora de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

[maria.orbezo@corficolombiana.com](mailto:maria.orbezo@corficolombiana.com)

#### Jose Luis Mojica

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[jose.mojica@corficolombiana.com](mailto:jose.mojica@corficolombiana.com)

#### Juan Camilo Pardo

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[juan.pardo@corficolombiana.com](mailto:juan.pardo@corficolombiana.com)

16 de junio de 2023

**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.