



Investigaciones
Económicas

Informe Renta Fija

*Las valorizaciones son
un periódico de ayer*



20 de octubre de 2023

Informe Renta Fija

Las valorizaciones son un periódico de ayer

Resumen del mes

Las desvalorizaciones en los mercados de deuda se agudizaron en septiembre. Dentro de las principales razones destacamos: **i) la Fed mantiene la puerta abierta a un incremento adicional de su tasa de interés, ii) los riesgos de un escenario de *higher for longer* en tasas y iii) los altos precios del petróleo que generarían presiones sobre la inflación global.**

Desde el frente local se ha empezado a materializar un escenario donde **al BanRep le tome un poco más de tiempo para bajar su tasa de interés**, y con lo cual tenga que ser más prudente para no generar afectaciones en los costos de financiamiento en el largo plazo, debido a una inflación que se ha mantenido alta.

Por último, en materia de flujos de TES **se registró la mayor venta mensual histórica por parte de los fondos de capital extranjero**, la cual consideramos hace parte más de una estrategia de toma de utilidades.

Contexto macroeconómico

- La Fed decidió mantener estable su tasa de interés en el rango 5,25% - 5,50%, pero mantuvo su postura *hawkish* ante un panorama donde la inflación se mantiene lejos del objetivo de política monetaria (2,0%).
- Los mercados ven poco probable que la Fed cumpla con su objetivo de incrementar una vez más su tasa de interés en lo que resta de 2023.
- En Colombia, la inflación se mantiene alta y esto probablemente llevará a que el BanRep sea más conservador con su proceso de flexibilización monetaria.
- Para diciembre, la curva Swap IBR (tasa implícita del BanRep), el mercado solo considera que sea probable una reducción de 25 pbs, mientras la mediana de los analistas espera sean 50 pbs.

Mercados de deuda

- El tesoro americano a 10 años continuó presionado al alza hasta alcanzar una tasa máxima en los últimos 16 años.
- Consecuentemente, tanto mercados desarrollados como emergentes percibieron desvalorizaciones mensuales en septiembre. Presentado un aumento de 37 y 47 pbs en promedio sobre la tasa de rendimiento del bono a 10 años de países desarrollados y emergentes, respectivamente.
- Las curvas de los TES tanto en tasa fija como en UVR mostraron el peor comportamiento mensual del año. Donde los TES en tasa fija se desvalorizaron en promedio 106 pbs, y los TES en UVR, 46 pbs.
- Las AFPs y los extranjeros nuevamente fueron los protagonistas en el balance de tenedores de TES. Donde los primeros compraron cerca de COP 4,3 billones, mientras los segundos vendieron COP 4,4 billones.

Estrategia

- En nuestro último resultado, la tasa de rendimiento del TES cero cupón a 10 años se encuentra muy cerca de su valor justo. Por lo cual, ante un escenario de alta volatilidad en los mercados de deuda global y local, consideramos que es un momento para esperar.
- No obstante, esperamos que el próximo movimiento sea de valorización ante la expectativa de un recorte de tasas por parte del BanRep, el anclaje de las expectativas de inflación en Colombia y menores presiones alcistas provenientes de los tesoros americanos.

20 de octubre de 2023

Contexto macroeconómico: Los bancos centrales serán más prudentes para recortar sus tasas

Felipe Espitia

Especialista Renta Fija

felipe.espitia@corficolombiana.com

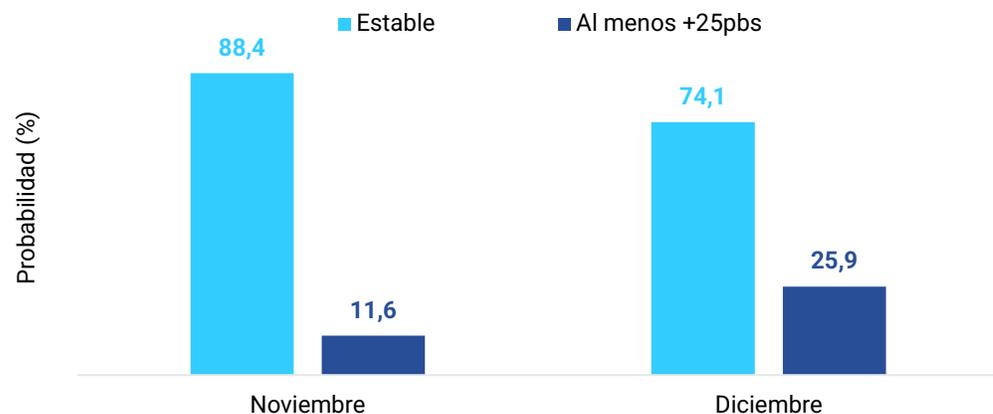
- La Fed decidió mantener estable su tasa de interés en el rango 5,25% - 5,50%, pero mantuvo su postura *hawkish* ante un panorama donde la inflación se mantiene lejos del objetivo de política monetaria (2,0%).
- Los mercados ven poco probable que la Fed cumpla con su objetivo de incrementar una vez más su tasa de interés en lo que resta de 2023.
- En Colombia, la inflación se mantiene alta y esto probablemente llevará a que el BanRep sea más conservador con su proceso de flexibilización monetaria.
- Para diciembre, la curva Swap IBR (tasa implícita del BanRep), el mercado solo considera que sea probable una reducción de 25 pbs, mientras la mediana de los analistas espera sean 50 pbs.

Fed ojo de halcón

La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) mantuvo su tasa de interés en el rango 5,25% - 5,50%, pero con mensajes que aún demuestran una postura alcista en tasas (*hawkish*). En la última reunión de septiembre, dejaron abierta la posibilidad de que exista un aumento adicional sobre su tasa de interés en 2023 y a que posiblemente sean más prudentes los recortes esperados para el próximo año (ver *Decisión de tasas de interés en EE. UU.: una pausa hawkish... ¿o no?* en [Informe Especial – septiembre 21 de 2023](#)).

No obstante, al igual que el mercado de futuros, consideramos que la Fed ya habría terminado su ciclo de endurecimiento monetario, pero podría mantener su postura con el fin de controlar las expectativas de inflación.

Gráfico 1. Probabilidad de ajuste en la tasa Fed en las reuniones restantes de 2023



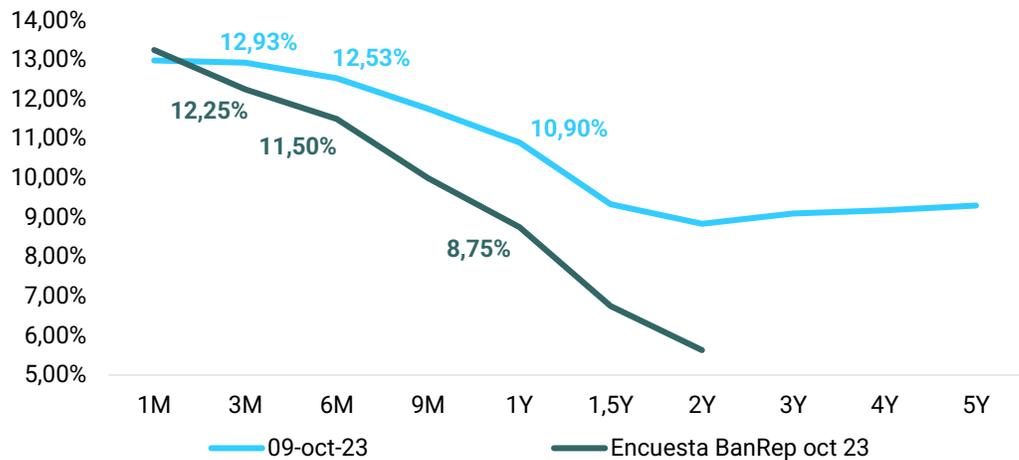
Fuente: Fed Watch Tool. Cálculos: Corficolombiana. Datos al 10 de octubre de 2023

BanRep será estricto para iniciar su proceso de recorte

En septiembre se dio la sexta reunión del año de política monetaria en Colombia, donde el BanRep decidió mantener su tasa estable en 13,25%, pero con la acotación que hubo dos miembros de la Junta Directiva que votaron por iniciar con un recorte de 25 puntos básicos (pbs) sobre su tasa de interés. Adicionalmente, hemos destacado que existen un conjunto de elementos tales como: i) un lenguaje alcista en las últimas minutas de la Junta Directiva del BanRep (ver *Sección actividad local* en [Informe Semanal – octubre 9 de 2023](#)), ii) la tendencia de la inflación total y iii) el reciente deterioro de los activos colombianos (tasa de cambio y TES), los cuales imposibilitaría a que el grupo minorista sumara más votos a favor de su decisión.

Sin embargo, y al igual que el mercado (Gráfico 3), esperamos que exista un primer recorte sobre la tasa de interés del BanRep hacia el cierre de este año. Donde nuestra perspectiva sobre la magnitud estaría en función del descenso de la inflación total y las expectativas, y del comportamiento de los activos para este último trimestre del año (ver *Un paso más en la dirección correcta* en [Informe de Inflación – octubre 11 de 2023](#)).

Gráfico 2. Curva Swap IBR (tasa implícita del BanRep) vs Encuesta a analistas sobre TPM del BanRep



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 09 de octubre de 2023. TPM: Tasa de política monetaria

20 de octubre de 2023

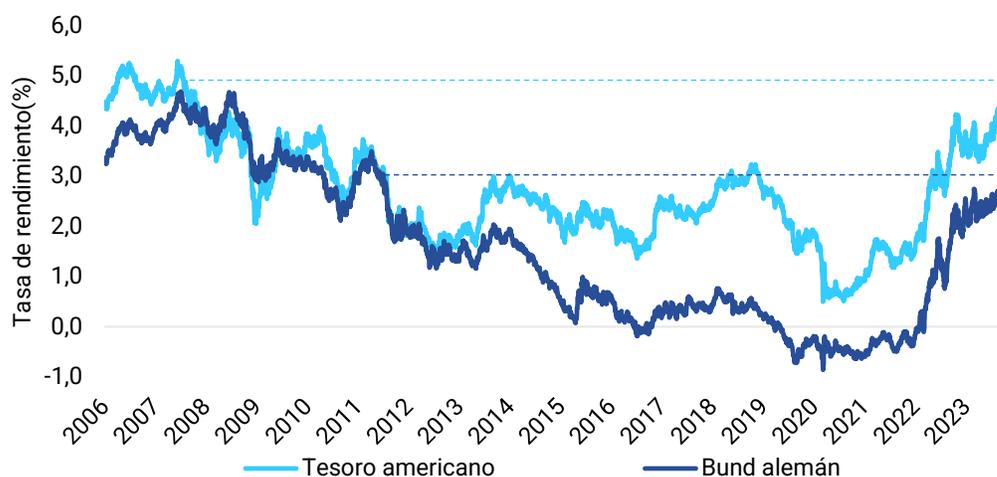
Mercados de deuda: Primeros efectos del escenario *higher for longer*

- El tesoro americano a 10 años continuó presionado al alza hasta alcanzar una tasa máxima en los últimos 16 años.
- Consecuentemente, tanto mercados desarrollados como emergentes percibieron desvalorizaciones mensuales en septiembre. Presentado un aumento de 37 y 47 pbs en promedio sobre la tasa de rendimiento del bono a 10 años de países desarrollados y emergentes, respectivamente.
- Las curvas de los TES tanto en tasa fija como en UVR mostraron el peor comportamiento mensual del año. Donde los TES en tasa fija se desvalorizaron en promedio 106 pbs, y los TES en UVR, 46 pbs.
- Las AFPs y los extranjeros nuevamente fueron los protagonistas en el balance de tenedores de TES. Donde los primeros compraron cerca de COP 4,3 billones, mientras los segundos vendieron COP 4,4 billones.

O todos en la cama, o todos desvalorizándose

En línea con la postura de la Fed, durante septiembre se alcanzó una tasa máxima en el tesoro americano a 10 años que no se percibían desde 2007 (previo a la crisis financiera), la cual fue de 4,63%. Igualmente, y en consecuencia a la continuación del endurecimiento monetario por parte del Banco Central Europeo (BCE), el bund alemán al mismo plazo registró un hito no visto previo a la crisis de deuda europea de 2011, observado una tasa de rendimiento del 2,97% (Gráfico 3). Movimientos que han respondido al cambio en las expectativas de los agentes, ante un endurecimiento monetario más fuerte al esperado hace unos meses.

Gráfico 3. Tesoro americano y bund alemán a 10 años



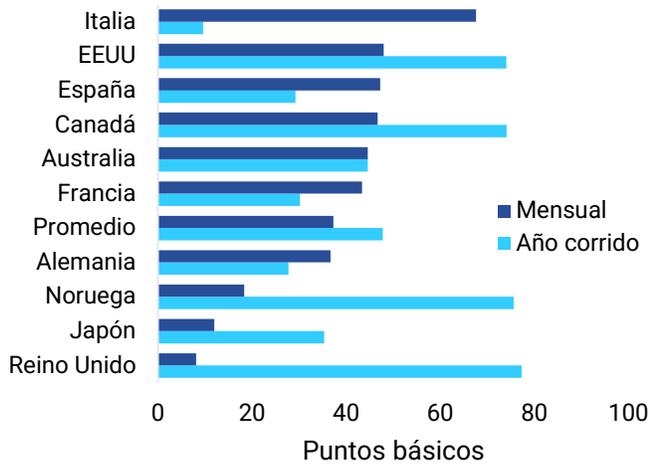
Fuente: Refinitiv Eikon.

Con dichas presiones mencionadas anteriormente, y los posibles riesgos de un escenario de *higher for longer*, **se conjugó un mes donde todos los bonos a 10 años de países desarrollados como emergentes se desvalorizaron**, siendo más fuerte en emergentes (47 pbs) frente a desarrollados (37 pbs). Con estas fuertes desvalorizaciones vistas en septiembre, en el grupo de países emergentes se recortó buena parte del desempeño que estos bonos habían mostrado en lo corrido del año, y ahora solo siete de ellos mantienen una valorización en lo

20 de octubre de 2023

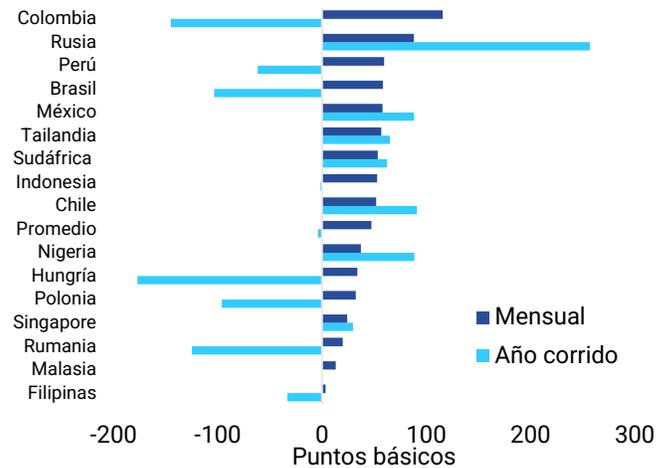
corrido del año (Gráfico 5); mientras que de la muestra de bonos de países desarrollados todos se han desvalorizado en estos nueve meses del año (Gráfico 4).

Gráfico 4. Cambio mensual y año corrido de la tasa del bono a 10 años en moneda local economías desarrolladas



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 29 de septiembre de 2023

Gráfico 5. Cambio mensual y año corrido de la tasa del bono a 10 años en moneda local, economías emergentes



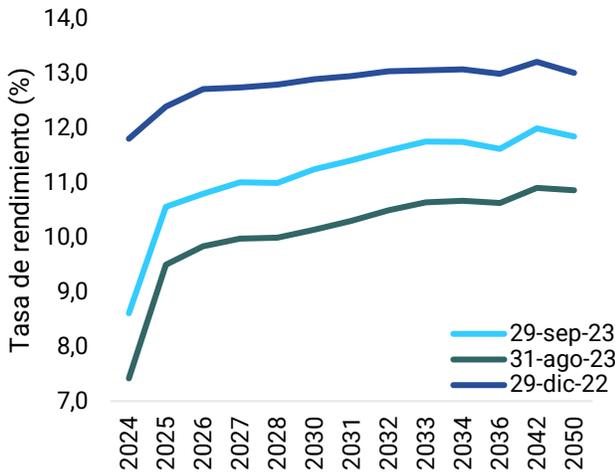
Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 29 de septiembre de 2023

Los TES han borrado buena parte de su valorización

En septiembre los TES tanto en pesos como en dólares pasaron por su peor momento durante el año. En primer lugar, **la curva de los TES en tasa fija se empinó y se desvalorizó (bear steepening)** en promedio 106 pbs, y con ello ahora acumula 166 pbs de valorización en el año corrido, cuando en agosto fue en promedio de 272 pbs. En el caso de la curva en UVR, el comportamiento fue similar. Hubo una desvalorización promedio mensual de 46 pbs en promedio y la curva acumula una valorización promedio de 92 pbs en lo corrido del año, pero fue mayor en agosto (138 pbs). Este comportamiento fue fuertemente influenciado por lo ocurrido desde el frente externo, sin menos preciar las dudas que empiezan a sobre salir sobre las cuentas fiscales en Colombia y la alta inflación que se percibe en el país, relativo al desempeño que se ha visto en la región.

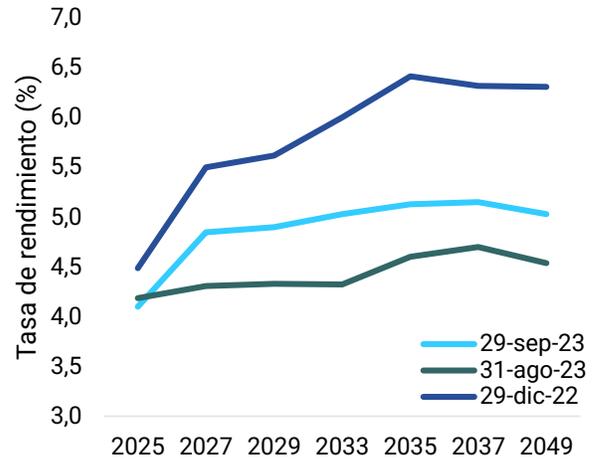
20 de octubre de 2023

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



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Datos al 29 de septiembre de 2023

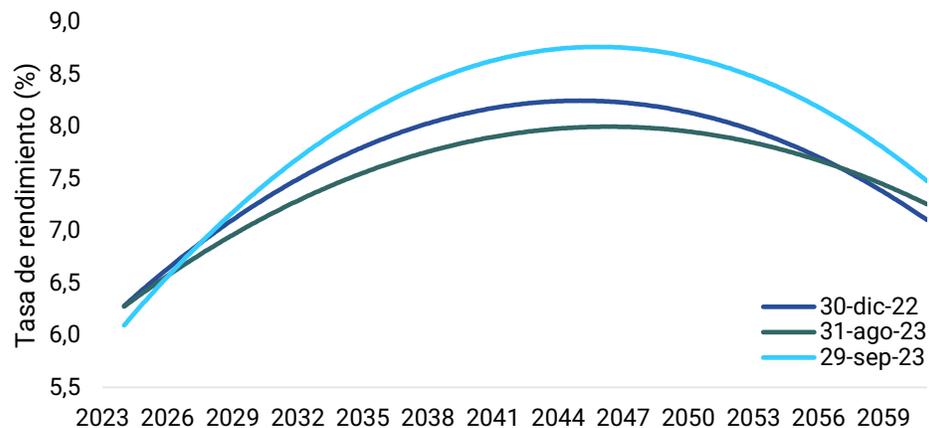
Gráfico 6. Curva de rendimientos de los TES en UVR



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Datos al 29 de septiembre de 2023

En lo que respecta a la curva de los TES en dólares, los fundamentales que explican que esta curva se encuentra en la mayoría de sus nodos por encima de los niveles registrados al cierre del año pasado no distan de lo mencionado anteriormente. Añadiríamos, la ampliación de la corrección que ha vuelto ser percibida en la prima de riesgo Colombia, medida a través del CDS a 5 años que ha vuelto a señalar un 55% de corrección desde su máximo visto el año pasado y que ha respondido a un escenario de mayor aversión al riesgo (ver *Perspectivas económicas 2024: Una prueba de resistencia* en [Informe Semanal – octubre 9 de 2023](#)).

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



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 29 de septiembre de 2023

20 de octubre de 2023

Extranjeros realizaron una venta récord mensual de TES

Sumado al escepticismo visto en los mercados locales, desde la parte de los flujos encontramos que los fondos de capital extranjero vendieron COP 4,4 billones (bn) en TES, la cifra más alta desde que contamos con historia (2010). Con ello han vendido en el año COP 10,9 bn, y 2023 se encamina a ser el año con mayores ventas de la historia. Dentro de las principales tesis que estaría respaldando este comportamiento se encuentran: i) una toma de utilidades para sus portafolios y/o ii) la anticipación por la pérdida en participación que tendría Colombia en el índice GBI de emergentes de JP Morgan (ver Sección *mercado de deuda* en [Informe Semanal – octubre 2 de 2023](#)).

Por otra parte, los fondos de pensiones han continuado siendo el gran protagonista durante 2023. En septiembre compraron COP 4,3 bn, y acumulan COP 27,4 bn, lo cual llevará a que 2023 sea el mejor año de compras de estos tenedores y ratifican su posición como el mejor tenedor del stock total de deuda del Gobierno nacional (28,5%).

Por último, deseamos resaltar las compras realizadas por parte del BanRep. En esta ocasión, este tenedor tan solo compró COP 61 mil millones, reculando en la cuantía que venía ejecutando en los últimos meses como mecanismo de ayuda a la liquidez del sistema monetario.

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

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Fondos de pensiones y cesantías	4,313	27,471	28.5%
Bancos comerciales	2,063	-4,261	12.2%
Compañías de seguros y capitalización	1,068	11,026	9.6%
Fiducia pública	262	4,003	8.9%
Corporaciones financieras	95	1,909	0.6%
Personas jurídicas	79	-3	0.2%
Banco de la República	61	8,250	10.9%
Entidades sin ánimo de lucro	57	238	0.1%
Fondos de prima media	41	130	0.6%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	10	95	0.1%
Personas naturales	5	-34	0.0%
Otros fondos	3	-9	0.0%
Compañías de financiamiento comercial	0	-3	0.0%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	-4	0.0%
Comisionistas de bolsa	-6	-65	0.1%
Carteras colectivas y fdos admn	-20	1,158	1.2%
Entidades públicas	-20	-639	0.3%
Proveedores de infraestructura	-29	86	0.2%
Instituciones oficiales especiales	-344	-1,449	3.5%
Ministerio de Hacienda y CP	-564	4,197	1.1%
Fondos de capital extranjero	-4,434	-10,888	21.8%

Fuente: Ministerio de Hacienda

20 de octubre de 2023

Estrategia: Momento de neutralidad

- En nuestro último resultado, la tasa de rendimiento del TES cero cupón a 10 años se encuentra muy cerca de su valor justo. Por lo cual, ante un escenario de alta volatilidad en los mercados de deuda global y local, consideramos que es un momento de esperar.
- No obstante, esperamos que el próximo movimiento sea de valorización ante la expectativa de un recorte de tasas por parte del BanRep, el anclaje de las expectativas de inflación en Colombia y menores presiones alcistas provenientes de los tesoros americanos.

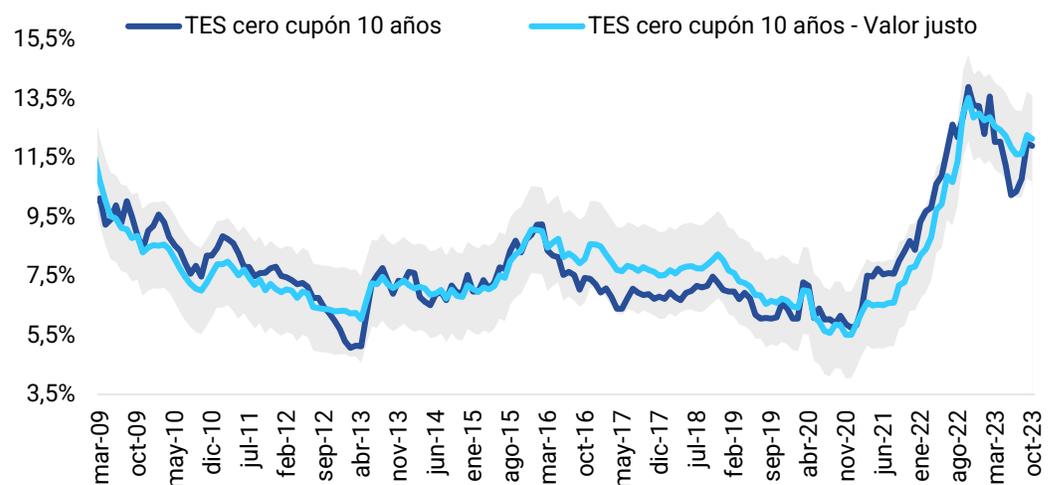
Neutralidad en medio de la volatilidad

Habíamos mencionado que nuestro modelo de valor justo para el TES cero cupón a 10 años apuntaba en la dirección correcta y señalaba un potencial de desvalorización de 60 pbs en el corto plazo (ver *Se agudizan las desvalorizaciones* en [Informe de Renta Fija – septiembre 12 de 2023](#)). Este evento se materializó en el último mes, en medio de un contexto de alta volatilidad en los mercados de deuda.

Para esta ocasión nuestros resultados arrojan que la tasa de rendimiento observada sobre el TES a 10 años se encuentra muy cercana de su valor justo; por ende, preferiremos esperar, ante un cierre de año que consideramos la volatilidad podría seguir siendo alta, debido a las tensiones geopolíticas, las decisiones de la Fed y los resultados esperados de la inflación en Colombia.

No obstante, consideramos que el siguiente movimiento potencial podría ser de valorizaciones sobre nuestros títulos de deuda dependiendo del inicio y la magnitud sobre los recortes de la tasa que fija el BanRep, el anclaje de las expectativas de inflación a un año en Colombia y menores presiones alcistas provenientes desde el mercado de deuda americano.

Gráfico 8. TES en tasa fija a 10 años cero cupón y su valor justo



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 13 de octubre de 2023

20 de octubre de 2023

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

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

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

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

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local
(+57-601) 3538787 Ext. 70020
laura.parra@corfi.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones
(+57-601) 3538787 Ext. 69628
diego.gomez@corfi.com

Maria Paula Gonzalez

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

Laura Gabriela Bautista

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

María Ximena Carrillo

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

Felipe Espitia

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

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

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

Karen Ospina

Practicante de Investigaciones
(+57-601) 3538787 Ext. 70906
karen.ospina@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

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad
(+57-601) 3538787 Ext. 69964
jose.mojica@corfi.com

Juan Camilo Pardo

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

20 de octubre 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.