

21 de febrero de 2024

TES: contra la corriente de desvalorizaciones de la renta fija global

Informe Renta fija

- Los datos macro en EE. UU. (IPC, PIB y mercado laboral) confirman que la economía de ese país se mantiene fuerte y generaron un ajuste en las expectativas del mercado sobre el primer recorte de la tasa de la Reserva Federal. Ahora, descuenta con una probabilidad del 55,3% un primer recorte de 25 pbs en la reunión de junio, mientras que hace un mes descontaba que sería en marzo.
- En enero la tasa del BanRep terminó en 12,75%, en línea con nuestra expectativa. El Gerente y el equipo técnico han enviado un mensaje de cautela sobre la velocidad de los próximos recortes, mostrando todavía una mayor preocupación por la inflación (cediendo, pero en niveles aún elevados) que por el crecimiento económico.
- Las expectativas de la tasa de política monetaria dentro de un año implícitas en la curva Swap IBR aumentaron a 8,23%, 3 pbs por encima de lo previsto un mes atrás.
- Enero inició con desvalorizaciones en los principales mercados de deuda pública en el mundo. Particularmente, la tasa de los bonos a 10 años de países desarrollados aumentó en promedio 14 pbs, mientras en emergentes aumentaron en promedio 8 pbs.
- El mercado de deuda pública en Colombia fue una de las excepciones a las desvalorizaciones de la renta fija global en el primer mes del año, debido principalmente al resultado positivo de inflación en dic-23. Este comportamiento estuvo representado con una valorización de 51 pbs en promedio de la curva de títulos en tasa fija.
- Los mercados de renta fija siguieron desvalorizándose en las primeras tres semanas de febrero como resultado del ajuste en las expectativas sobre las tasas de interés de la Fed. Además del impacto externo, los TES reaccionaron a las cifras fiscales del Plan Financiero 2024, en donde se evidencia una mayor presión sobre las finanzas públicas y un endeudamiento más alto del previsto (ver “Plan Financiero de 2024: un ajuste insuficiente” en [Informe Semanal – Febrero 5 de 2024](#)).
- En enero, las Administradoras de Pensiones y Cesantías (AFPS) compraron \$3,6 billones de TES, siendo los mayores compradores. En contraste, los fondos de capital extranjero liquidaron \$2,5 billones de su portafolio y continuaron siendo los principales vendedores.
- Ratificamos nuestra visión de que este año habrá un empinamiento de la curva de TES en tasa fija. Al cierre de este informe, la pendiente de la curva entre 10 y 2 años se ubicaba en 135 pbs, sumando cerca de 19 pbs en el último mes y 68 pbs en lo corrido del año. Por ahora, mantenemos nuestra expectativa sobre un empinamiento de la curva que alcanzaría a lo sumo los 200 pbs.

Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601)3588787 Ext 70495

felipe.espitia@corfi.com

Contexto macroeconómico: Bancos Centrales se muestran cautos

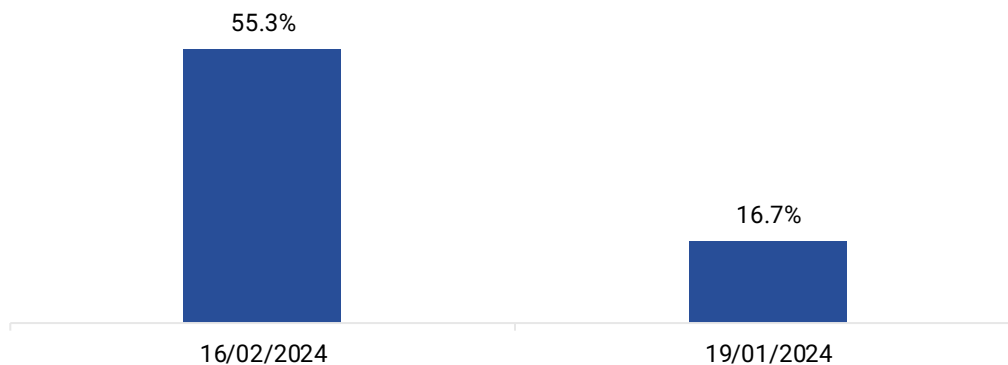
- Los datos macro en EE. UU. (IPC, PIB y mercado laboral) confirman que la economía de ese país se mantiene fuerte y generaron un ajuste en las expectativas del mercado sobre el primer recorte de la tasa de la Reserva Federal. Ahora, descuenta con una probabilidad del 55,3% un primer recorte de 25 pbs en la reunión de junio, mientras que hace un mes descontaba que sería en marzo.
- En enero la tasa del BanRep terminó en 12,75%, en línea con nuestra expectativa. El Gerente y el equipo técnico han enviado un mensaje de cautela sobre la velocidad de los próximos recortes, mostrando todavía una mayor preocupación por la inflación (cediendo, pero en niveles aún elevados) que por el crecimiento económico.
- Las expectativas de la tasa de política monetaria dentro de un año implícitas en la curva Swap IBR aumentaron a 8,23%, 3 pbs por encima de lo previsto un mes atrás.

Expectativas de la tasa de la Fed: recortes se postergarían a junio

En Estados Unidos, los principales datos macroeconómicos que tiene en cuenta la Fed (IPC, PIB y mercado laboral) continúan señalando que la economía de ese país se mantiene fuerte y permite que el escenario de tasas altas por un periodo más prolongado de tiempo sea aún el más probable. Adicionalmente, tanto J. Powell como diferentes gobernadores de la Fed han expresado un mensaje de cautela sobre el inicio de un ciclo de relajación monetaria, sin comprometerse sobre cuándo el banco central podría reducir el costo del dinero (ver “Contexto externo y mercado cambiario” en [Informe Semanal – Febrero 12 de 2024](#)).

De tal manera que, el mercado de futuros ha ido moderado su expectativa de cuándo la Fed realizaría su primer recorte sobre la tasa de interés. Al cierre de este informe, estos agentes descuentan con una probabilidad del 55,3% un primer recorte de 25 puntos básicos (pbs) en la reunión de junio, mientras que hace un mes descontaba que sería en marzo.

Gráfico 1. Probabilidad de un recorte de 25 pbs en la tasa Fed para la reunión del 12 de junio de 2024



Fuente: CME Group, FedWatch Tool.

21 de febrero de 2024

BanRep envía un mensaje de cautela sobre el recorte de tasas

En enero la tasa del BanRep terminó en 12,75%, en línea con nuestra expectativa. La decisión de política contó con cinco de los siete miembros de la Junta, mientras que los dos votos restantes votaron por una reducción más agresiva de 50 pbs. No obstante, el Gerente y el equipo técnico han enviado un mensaje de cautela sobre la velocidad de los próximos recortes, mostrando todavía una mayor preocupación por la inflación (cediendo, pero en niveles aún elevados) que por el crecimiento económico.

Por lo pronto, ante este escenario menos *dovish* por parte del Banco y un escenario macro retador, al cierre de la tercera semana de febrero las expectativas de la tasa de política monetaria dentro de un año implícitas en la curva Swap IBR aumentaron a 8,23%, 3 pbs por encima de lo previsto un mes atrás (Tabla 1).

Tabla 1. Tasa implícita del BanRep extraída de la curva Swap IBR

Fecha	1 mes	3 meses	6 meses	9 meses	1 año
29-dic-23	12.71%	12.40%	11.56%	9.81%	8.69%
16-feb-23	12.59%	12.96%	13.18%	12.71%	12.14%
15-ene-24	12.62%	12.25%	11.21%	9.56%	8.20%
9-feb-24	12.53%	12.13%	11.21%	9.70%	8.19%
16-feb-24	12.54%	11.98%	11.06%	9.60%	8.23%
Cambios (pbs)					
Semanal	1	-14	-15	-10	4
Mensual	-8	-26	-15	4	3
Anual	-5	-98	-212	-310	-391
Año corrido	-17	-42	-50	-21	-46

Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

21 de febrero de 2024

Mercados de deuda: cambio en expectativas de la tasa de la Fed impulsan desvalorizaciones

- Enero inició con desvalorizaciones en los principales mercados de deuda pública en el mundo. Particularmente, la tasa de los bonos a 10 años de países desarrollados aumentó en promedio 14 pbs, mientras en emergentes aumentaron en promedio 8 pbs.
- El mercado de deuda pública en Colombia fue una de las excepciones a las desvalorizaciones de la renta fija global en el primer mes del año, debido principalmente al resultado positivo de inflación en dic-23. Este comportamiento estuvo representado con una valorización de 51 pbs en promedio de la curva de títulos en tasa fija.
- Los mercados de renta fija siguieron desvalorizándose en las primeras tres semanas de febrero como resultado del ajuste en las expectativas sobre las tasas de interés de la Fed. Además del impacto externo, los TES reaccionaron a las cifras fiscales del Plan Financiero 2024, en donde se evidencia una mayor presión sobre las finanzas públicas y un endeudamiento más alto del previsto (ver “Plan Financiero de 2024: un ajuste insuficiente” en [Informe Semanal – Febrero 5 de 2024](#)).
- En enero, las Administradoras de Pensiones y Cesantías (AFPS) compraron \$3,6 billones de TES, siendo los mayores compradores. En contraste, los fondos de capital extranjero liquidaron \$2,5 billones de su portafolio y continuaron siendo los principales vendedores.

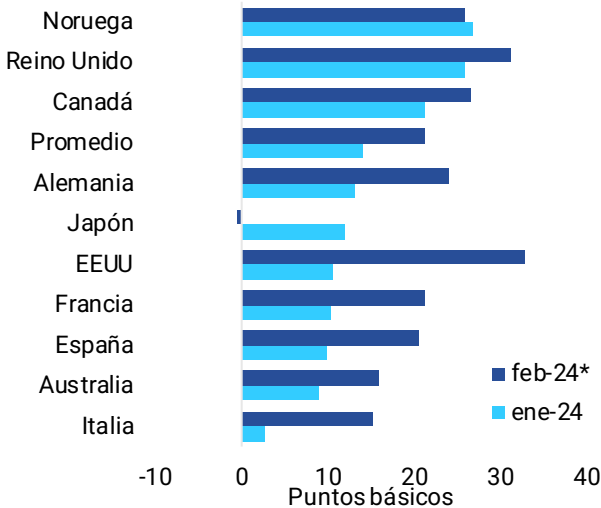
2024 inicia con desvalorizaciones

Los principales bonos a 10 años de economías desarrolladas y emergentes arrancaron el 2024 con desvalorizaciones, gracias al cambio en las expectativas sobre el primer recorte de tasas que realizaría la Fed en el año, tal y como lo mencionamos anteriormente. No obstante, este impacto ha sido absorbido mayormente por las tasas de los bonos de países desarrollados aumentando en promedio frente al mes anterior 14 pbs en enero y 21 pbs en las tres primeras semanas de febrero (Gráfico 2).

En cuanto a los títulos de países emergentes, los aumentos en las tasas de rendimiento también han estado presentes, pero en una menor medida. En promedio, en enero estos títulos se desvalorizaron 8 pbs y 18 pbs en lo corrido de febrero. Sin embargo, durante el primer mes del año hubo excepciones a esta regla como lo fueron Colombia, Perú y Polonia valorizándose 49, 7 y 4 pbs, respectivamente (Gráfico 3).

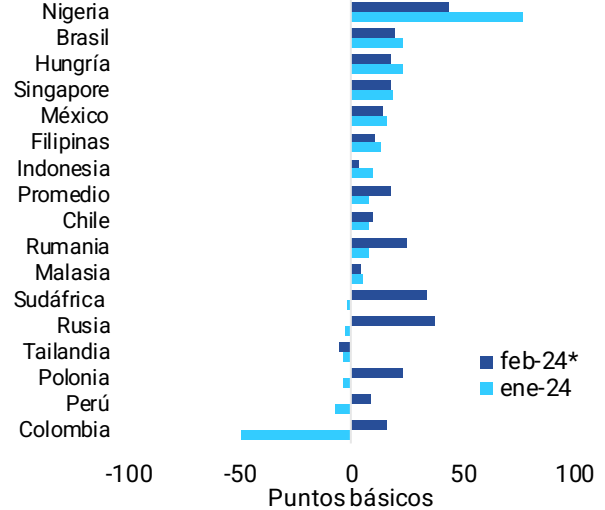
21 de febrero de 2024

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



Fuente: Refinitiv Eikon. *Datos al 16 de febrero

Gráfico 3. Cambio en puntos básicos de la tasa del bono a 10 años en moneda local, economías emergentes



Fuente: Refinitiv Eikon. *Datos al 16 de febrero

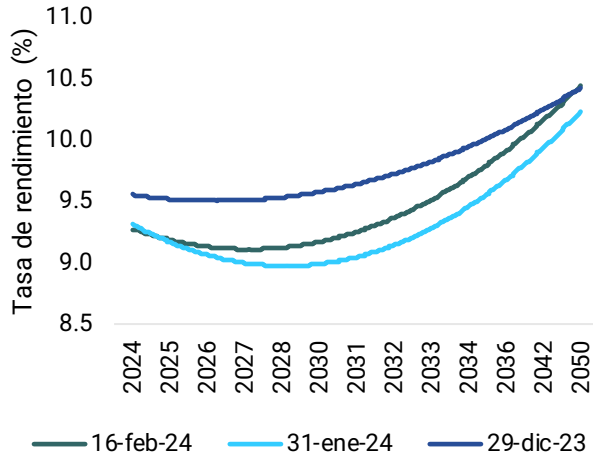
TES se valorizaron en enero, pero los Yankees no

Los TES en tasa fija en enero fueron en contra corriente a lo percibido en los mercados de deuda pública en el mundo. La curva de estos títulos se valorizó en promedio 51 pbs frente al cierre de 2023, gracias a la sorpresa positiva que causó el resultado de la inflación local del año pasado (ver “Se acelera la desinflación” en [Monitor de Inflación – Enero 12 de 2024](#)). No obstante, durante las tres primeras semanas de febrero las narrativas globales más la incertidumbre que generó la actualización del Plan Financiero de 2024 (ver “Plan Financiero de 2024: un ajuste insuficiente” en [Informe Semanal – Febrero 5 de 2024](#)), disipó parcialmente las valorizaciones de enero con una desvalorización promedio de la curva de 16 pbs.

Ahora en cuanto al comportamiento de los TES en UVR, durante estos dos primeros meses del año esta curva se ha empujado, favorecida por las altas inflaciones esperadas para el 1T24 y la posibilidad de que el Ministerio de Hacienda realice operaciones de canje de deuda sobre los TES de 2025.

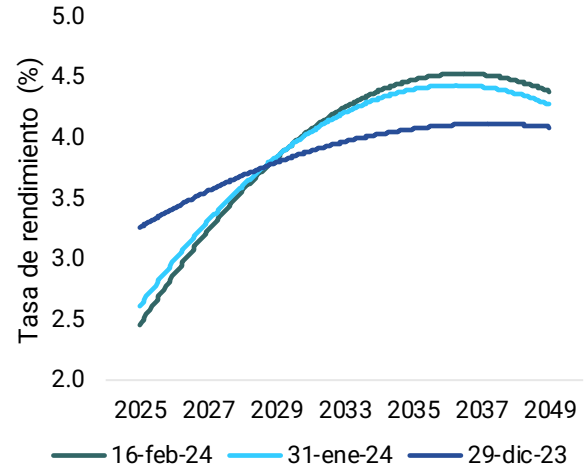
En contraste, los TES en dólares (Yankees) se desvalorizaron en promedio 34 pbs en enero, y en lo corrido de febrero 41 pbs, frente al mes anterior. Estas desvalorizaciones respondieron a la alta correlación que mantienen estos títulos con los Tesoros americanos que se desvalorizaron en promedio 3 y 39 pbs, respectivamente, a pesar de que en enero los títulos en moneda local se hayan valorizado.

Gráfico 4. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija



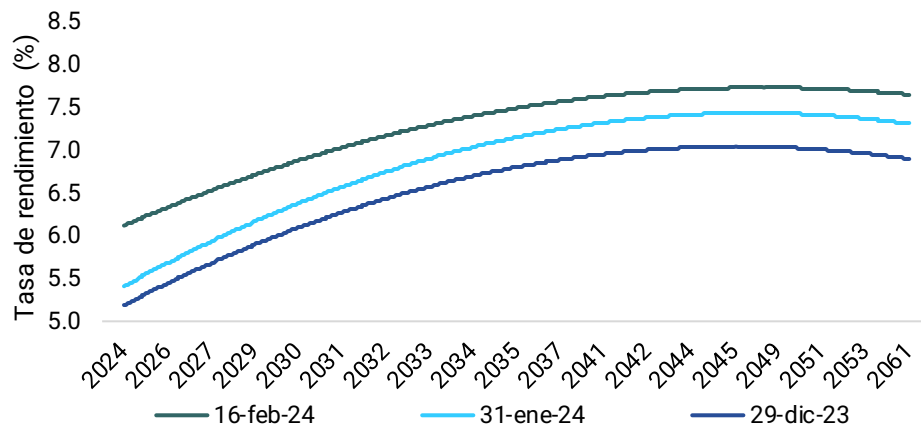
Fuente: SEN y Refinitiv Eikon.

Gráfico 5. Curva de rendimientos de los TES en UVR



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon.

Gráfico 6. Curva de rendimientos de los TES globales (TES en dólares)



Fuente: Refinitiv Eikon

Las AFPs mantienen su apetito por TES

En el primer balance de los tenedores de TES en 2024, las Administradoras de Pensiones y Cesantías (AFP) compraron \$3,6 billones, manteniendo su apetito por los títulos de deuda del gobierno soberano y se consolidan como el mayor tenedor con un 29,8% del total del stock de deuda. Con este stock de deuda acumulada, las AFPs se encuentran a tan solo un punto porcentual de alcanzar el máximo registro de agosto de 2020 (30,8%).

21 de febrero de 2024

El segundo lugar de mayores compras fue ocupado por los bancos comerciales que adquirieron \$2,9 billones. Este registro resultó ser el más alto en el último año y consolidan seis meses consecutivos comprando TES. Por otra parte, el podio de la parte alta de la tabla lo cierra el Ministerio de Hacienda comprando \$2,1 billones. Si bien pensamos que el Ministerio tiene incentivos suficientes para ejecutar operaciones de canje de deuda este año, con este registro de enero no se evidenció un cambio sustancial sobre el valor nominal de los TES en tasa fija y UVR que vencen en 2025 (\$17 y \$19 billones, respectivamente).

En contraste, los mayores vendedores de TES fueron los fondos de capital extranjero (\$2,5 billones), el Banco de la República (\$1,1 billones) y las instituciones oficiales especiales (\$696 mil millones). Particularmente, la participación sobre el stock total de deuda de los extranjeros ha alcanzado un mínimo desde junio de 2016, al ubicarse en 20,8%, sin perder su segundo lugar entre los mayores tenedores de deuda pública colombiana.

Tabla 2. Balance de tenedores de TES, cifras en miles de millones de pesos – enero 2024

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Fondos de pensiones y cesantías	3,636	3,636	29.8%
Bancos comerciales	2,914	2,914	13.2%
Ministerio de Hacienda y CP	2,105	2,105	0.6%
Compañías de seguros y capitalización	1,170	1,170	10.3%
Carteras colectivas y fdos admn	1,025	1,025	1.7%
Corporaciones financieras	224	224	0.6%
Entidades públicas	181	181	0.4%
Personas jurídicas	71	71	0.3%
Comisionistas de bolsa	40	40	0.1%
Fondos de prima media	23	23	0.6%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	22	22	0.1%
Entidades sin ánimo de lucro	15	15	0.1%
Personas naturales	12	12	0.0%
Compañías de financiamiento comercial	7	7	0.0%
Otros fondos	5	5	0.0%
Proveedores de infraestructura	2	2	0.2%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	0	0.0%
Fiducia pública	-630	-630	8.6%
Instituciones oficiales especiales	-696	-696	3.5%
Banco de la República	-1,067	-1,067	9.1%
Fondos de capital extranjero	-2,549	-2,549	20.8%

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

21 de febrero de 2024

Estrategia: Todos los caminos conducen al empinamiento

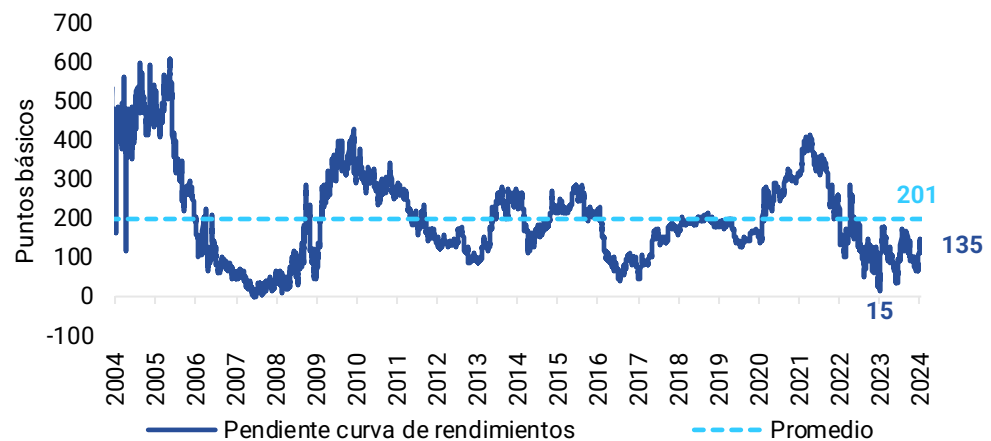
- Ratificamos nuestra visión de que este año habrá un empinamiento de la curva de TES en tasa fija. Al cierre de este informe, la pendiente de la curva entre 10 y 2 años se ubicaba en 135 pbs, sumando cerca de 19 pbs en el último mes y 68 pbs en lo corrido del año. Por ahora, mantenemos nuestra expectativa sobre un empinamiento de la curva que alcanzaría a lo sumo los 200 pbs.

Empinamiento en marcha

Al cierre de este informe, la pendiente de la curva de los TES en tasa fija cero cupón entre 2 y 10 años se ubicaba en 135 pbs (Gráfico 7), sumando cerca de 19 pbs en el último mes y 68 pbs en lo corrido del año. Este empinamiento de la curva ha sido explicado por las mayores valorizaciones percibidas en la parte corta de la curva, debido al descenso de la inflación (que aún se mantiene alta) y la fuerte desaceleración de la economía colombiana. Por otra parte, las desvalorizaciones en la parte larga han respondido a los aumentos en tasas de los mercados de deuda pública externos y la incertidumbre que dejó la actualización del Plan Financiero de 2024, en donde se evidencia una mayor presión sobre las finanzas públicas y un endeudamiento más alto del previsto.

En medio de este contexto, ratificamos nuestra visión de que este año habrá un empinamiento de la curva de TES en tasa fija, el cual será a lo sumo de 200 pbs.

Gráfico 7. Pendiente de la curva de rendimientos de los TES cero cupón (2 - 10 años)



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana.

21 de febrero de 2024

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

Laura Gabriela Bautista

Analista de economías de Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@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

Valentina Hernández

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

daniela.hernandez@corfi.com

Jose Luis Mojica

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

jose.mojica@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

Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

andres.gallego@corfi.com

21 de febrero 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.

CORFICOLMBIANA 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. Corfi colombiana 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 CORFICOLMBIANA, 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.