

Informe Renta Fija

Un año para la historia



11 de enero de 2023

Informe Renta Fija

Un año para la historia

Resumen del mes

Los bancos centrales en el mundo **se mantuvieron dispuestos a incrementar su tasa de interés** para frenar el fenómeno inflacionario, así ello conlleva a una desaceleración/recesión de sus economías. **El punto de inflexión global seguirá dependiendo de las decisiones de tasa de interés de la Fed**, la cual creemos llegará a su punto máximo en el primer trimestre del año.

A nivel local, **la inflación siguió sorprendiendo al alza y motivó que BanRep elevara su tasa a 12%**. Esperamos un incremento adicional en la reunión de enero, con el que terminaría el ciclo de normalización.

El mercado de renta fija termina con uno de sus peores años. El cambio de tendencia depende de la Fed y posiblemente de un escenario recesivo de la economía en 2023. **El mercado seguirá expuesto a choques de volatilidad y aversión al riesgo, por lo que consideramos adecuado tener portafolios con duraciones cortas y niveles de liquidez pertinentes ante un escenario aún retador.**

Contexto macroeconómico

- La Fed mantiene su postura contractiva y advierte que llevará su tasa de interés por encima de 5% en 2023, mientras el mercado de futuros descuenta recortes a finales de año.
- La expectativa de una recesión sería una de las claves para definir si la valorización de la renta fija a nivel global y local se puede consolidar.
- BanRep estaría cerca a finalizar su ciclo de endurecimiento monetario. Proyectamos que para la reunión de enero de 2023 realice el último aumento entre 50 y 75 pbs.

Mercados de deuda

- La curva de rendimientos de los tesoros americanos terminó el año invertida. En el total de 2022, la curva se desvalorizó en promedio 277 pbs, siendo el tesoro a 2 años el más afectado.
- En Colombia, la curva de los TES en tasa fija aumentó sus rendimientos en promedio 482 pbs en 2022 frente al cierre de 2021.
- En noviembre, el balance de tenedores de TES arrojó como mayores compradores a los bancos comerciales. En contraste, las corporaciones financieras y los fondos pensiones y cesantías fueron los mayores vendedores.

Estrategia

- 2022 fue un año de pérdidas considerables en los mercados de renta fija, en un contexto de alta inflación y aversión al riesgo. En 2023 podría haber una recuperación, fundamentada en un relajamiento de la política monetaria y un posible escenario de recesión.
- Vemos valor relativo en las posiciones cortas en duración y en mantener alta liquidez, ante un primer trimestre que tendrá la incertidumbre elevada.
- A un plazo de 90 días, esperamos que pueda existir un escenario de valorización o desvalorización de 80 pbs o más en los TES en TF con una probabilidad entre el 22% y 38%, según corresponda el vencimiento.

Felipe Espitia

Especialista Renta Fija

felipe.espitia@corficolombiana.com
Julio Romero

Economista Jefe

julio.romero@corficolombiana.com

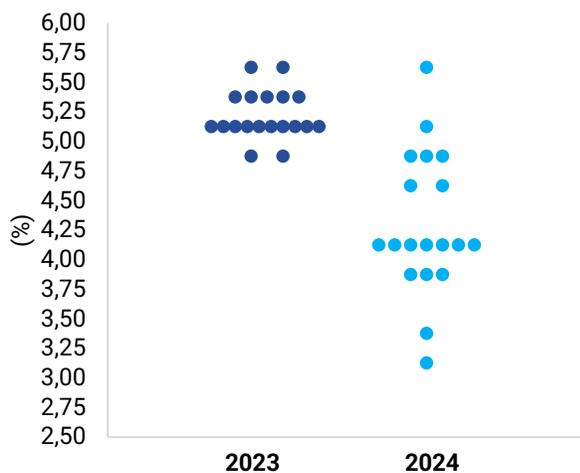
Contexto macroeconómico

- La Fed mantiene su postura y pretende subir su tasa de interés entre 50 y 75 pbs en 2023, a diferencia de la expectativa de reducción de tasas que proyecta el mercado de futuros.
- La expectativa de una recesión sería una de las claves para definir si la valorización de la renta fija a nivel global y local se puede consolidar.
- El BanRep estaría cerca a finalizar su ciclo de endurecimiento monetario. Proyectamos que para la reunión de enero de 2023 realice el último aumento entre 50 y 75 pbs.

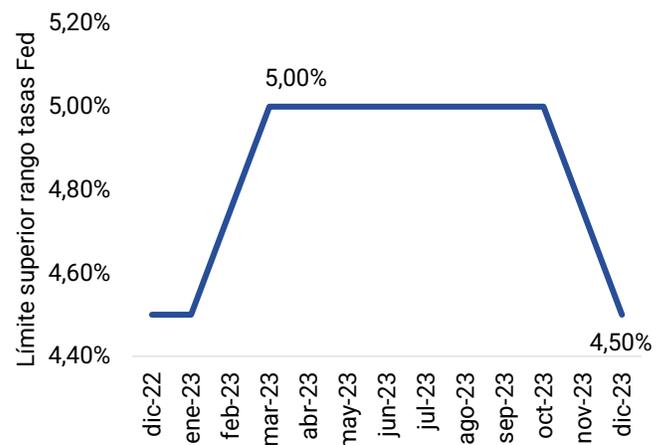
La Fed mantiene su postura en contra de la inflación

En su última reunión de política monetaria de 2022, la Fed decidió aumentar su tasa de interés en 50 puntos básicos (pbs) para llevarla al rango 4,25% - 4,50%, tal y como lo esperaba el mercado. Adicionalmente, mantuvo un discurso “fuerte” de cara a encaminar la inflación anual a su objetivo y a su vez tratar de llevar a la economía americana a un aterrizaje suave durante 2023.

Con esto sobre la mesa, los mercados seguirán buscando el “pivot” de la Fed. Esperamos que este nivel se alcance en el primer trimestre del año, con un aumento de entre 50 y 75 pbs de la Fed Funds Rate. Sin embargo, ya existe un contraste en lo que creen los miembros de la Fed y los mercados; mientras los primeros piensan que la reducción de la tasa de interés iniciará en 2024, los segundos consideran que podría iniciar en algún momento en la segunda parte de 2023. Lo que finalmente ocurra dependerá de la velocidad con la que disminuya la inflación en EEUU y de la magnitud de la recesión.

Gráfico 1. Dot plot de la Fed, 2023 y 2024


Fuente: Reserva Federal

Gráfico 2. Expectativa de reducción de la tasa Fed por los mercados de futuros


Fuente: CME

BanRep no da su brazo a torcer

El Banco de la República (BanRep) aumentó su tasa de interés de política monetaria en diciembre, según lo esperado, de 11,0% a 12,0%. En concordancia con una inflación que aún no muestra señales de desaceleración, una actividad económica que se mantiene fuerte, pero con ligeras alertas de la desaceleración que estaría por venir durante 2023 y los riesgos que provienen desde la economía internacional.

Por último, queremos resaltar dos puntos de importancia para el contexto local tanto a nivel macroeconómico como de mercados. El primero, consideramos que el Banco realizaría un ajuste adicional entre 50 y 75 pbs en su tasa de interés en la reunión de enero y con ello alcanzaría el nivel máximo de este ciclo (ver “Aumento sin freno” en [Informe Inflación – diciembre 7 de 2022](#)). En segundo lugar, el mercado estará atento a la agenda de reformas del gobierno, en especial la pensional y los efectos que pudiese tener sobre el mercado de capitales y la confianza inversionista, en especial la de fondos de capital extranjero.

Mercados de deuda

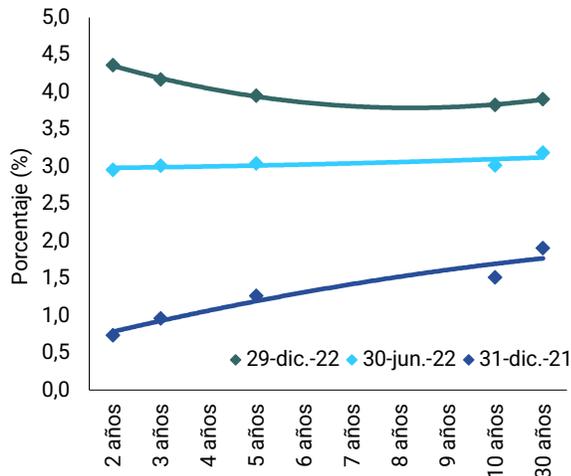
- La curva de rendimientos de los tesoros americanos terminó el año invertida. En el total de 2022, la curva se desvalorizó en promedio 277 pbs, siendo el tesoro a 2 años el más afectado.
- En Colombia, la curva de los TES en tasa fija aumentó sus rendimientos en promedio 482 pbs en 2022 frente al cierre de 2021.
- En noviembre, el balance de tenedores de TES arrojó como mayores compradores a los bancos comerciales. En contraste, las corporaciones financieras y los fondos pensiones y cesantías fueron los mayores vendedores.

¿Llegará la recesión?

El año pasado, la estructura de la curva de rendimientos en los Estados Unidos tuvo todas las formas posibles que un libro de texto enseñaría. Arrancó con una estructura empinada, con el paso de los meses y con los distintos choques macroeconómicos se fue aplanando, hasta llegar a invertirse y cerrar el año de esa forma.

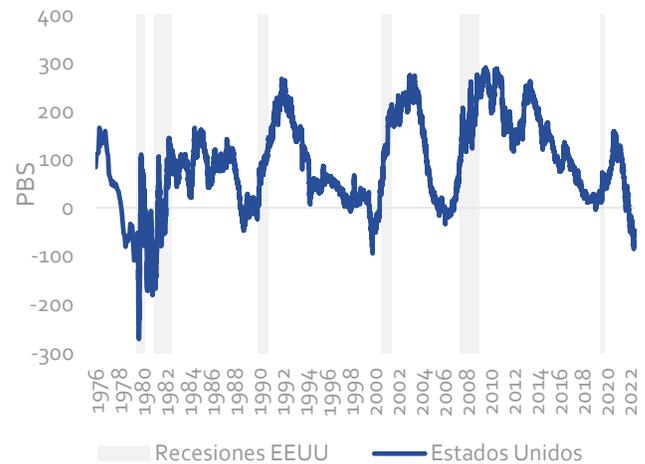
En el total del año anterior, en promedio la curva se desvalorizó 277 pbs, siendo el tesoro de 2 años el más impactado pasando de 0,73% a 4,36%, como respuesta al endurecimiento de la política monetaria de la Fed. En tanto, la pendiente de la curva terminó siendo negativa en 53 pbs, nivel que no se percibía desde la crisis de principios de los 2000. Dicho esto, el mercado se encuentra a la expectativa de una recesión en los Estados Unidos y que la Fed pueda iniciar un ciclo de recorte de tasas durante este año, lo cual será una de las tesis de inversión que serán puestas a prueba.

Gráfico 3. Curva de rendimientos de los tesoros americanos



Fuente: Refinitiv Eikon

Gráfico 4. Pendiente curva de rendimientos de los tesoros americanos (10Y - 2Y)



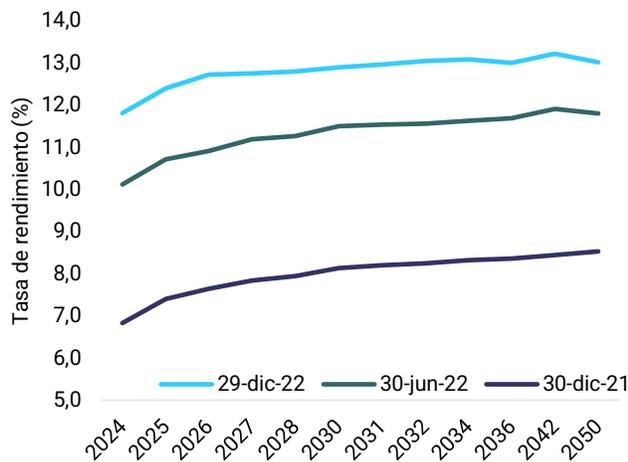
Fuente: Refinitiv Eikon

Un mal año para los TES

2022 fue un año muy complejo para el mercado de deuda pública en Colombia. Al cierre del año, la curva de rendimientos de los TES en tasa fija se desvalorizó en promedio 482 pbs, siendo un aumento casi transversal a lo largo de toda la curva. De las referencias de mayor interés, los TES con vencimiento en 2024 y 2032 aumentaron su tasa de rendimiento 498 y 480 pbs, respectivamente.

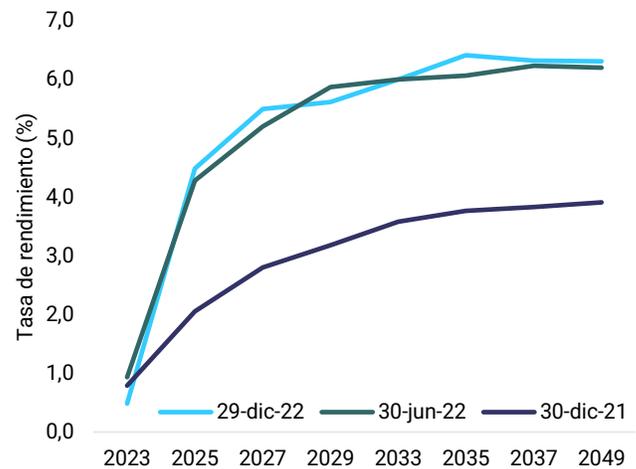
En cuanto a la curva de los TES en UVR, la curva también se desplazó hacia arriba a lo largo del año, pero en menor medida. Así, la desvalorización promedio de esta curva fue de 215 pbs. Lo anterior fue una clara reacción al sorpresivo incremento de la inflación global y local, así como a los choques de aversión al riesgo que sufrieron los mercados de deuda de países emergentes. El título en UVR que presentó la mayor desvalorización fue el TES con vencimiento en 2027 (+270 pbs); mientras que el TES de 2023 fue el único en valorizarse al cierre del año (-31 pbs), gracias a que está próximo a vencerse (febrero 2023) y las altas inflaciones mensuales de los últimos meses de 2022 y las esperadas para el primer trimestre de 2023.

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

Bancos a la carga

En resumen, el balance de tenedores de TES de diciembre deja a las compañías de seguros y capitalización como las mayores compradoras de bonos soberanos colombianos por un monto de COP 3,6 billones (bn), seguido de los bancos comerciales (COP 3,2 bn) y las entidades públicas (COP 745 mil millones).

La otra cara de la moneda, aquellos que vendieron TES durante el último mes de 2022 son encabezados por el Ministerio de Hacienda con una posición neta de venta por COP 4,1 bn. Sumado a esta cartera, los fondos de capital extranjero y los fondos de pensiones y cesantías (AFPs) completan los tres mayores vendedores (ver tabla 1).

Adicionalmente, este resumen deja un par de mensajes importantes de cara al cierre de 2022. 1) Los fondos de capital extranjero volvieron a vender TES, y no registraban una cuantía similar desde marzo de 2020, cuando vendieron COP 2,7 bn. No obstante, cierran un año donde se ubican como el jugador con mayor tenencia de bonos colombianos y acumulan su segundo mejor año de compras, detrás de 2016 cuando compraron COP 21 bn. 2) Las AFPs en los últimos tres meses del año vendieron cerca de COP 4,1 bn, pero no fue suficiente para cerrar el año con una posición neta de venta. Al contrario, cierran el año con compras por COP 3,3 bn, su nivel más bajo en los últimos ocho años. Finalmente, 3) los terceros mayores tenedores de TES (Bancos Comerciales) cerraron el año con compras acumuladas por COP 4 bn y de los últimos cinco años, es el segundo año con menor nivel de compras en el año corrido, solo siendo superado por 2019, donde compraron COP 938 mil millones.

Tabla 1. Balance de tenedores de TES, cifras en miles de millones de pesos – diciembre 2022

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Compañías de seguros y capitalización	3.607	12.459	8,1%
Bancos comerciales	3.188	4.043	14,3%
Entidades públicas	745	1.169	0,5%
Fiducia pública	216	1.810	8,8%
Banco de la República	145	14.035	10,1%
Proveedores de infraestructura	9	288	0,2%
Fondos de prima media	3	-682	0,6%
Compañías de financiamiento comercial	0	-30	0,0%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	-17	0,0%
Entidades sin ánimo de lucro	-2	-110	0,1%
Otros fondos	-2	-10	0,0%
Personas naturales	-15	-5	0,0%
Personas jurídicas	-34	-102	0,3%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	-36	-369	0,1%
Carteras colectivas y fdos admn	-101	-1.140	1,1%
Instituciones oficiales especiales	-138	2.129	4,2%
Comisionistas de bolsa	-238	-134	0,1%
Corporaciones financieras	-989	-949	0,2%
Fondos de pensiones y cesantías	-2.075	3.327	25,0%
Fondos de capital extranjero	-2.210	19.436	26,2%
Ministerio de Hacienda y CP	-4.056	-2.409	0,3%

Fuente: Ministerio de Hacienda

Estrategia

- 2022 fue uno de los años más complejos de la historia para los mercados de renta fija. En 2023 podría haber una recuperación, fundamentada en un relajamiento de la política monetaria de los bancos centrales y el posible escenario de una recesión.
- Vemos valor en posiciones cortas en duración y con una liquidez adecuada, ante un primer trimestre en el cual la incertidumbre todavía podría ser alta.
- A un plazo de 90 días, esperamos que pueda existir un escenario de desvalorización de 80 pbs o más en los TES en TF con una probabilidad entre el 22% y 38%, según corresponda el vencimiento.

¿Vendrán nuevos tiempos?

El 2022 ha dejado varias enseñanzas para los mercados de deuda, y una de las desvalorizaciones más fuertes de la historia. En diferentes latitudes, la tasa de rendimiento del bono a 10 años en moneda local termina cerca a los máximos de los últimos dos años (tabla 2), e inclusive se llegaron a ver niveles durante el año que no se percibían desde la Crisis Financiera de 2008.

Para el primer semestre de 2023 creemos que pueden presentarse nuevos episodios de volatilidad y desvalorizaciones en los mercados, ante los temores de recesión global. Los bonos de deuda en América Latina pueden tener que enfrentar también episodios de incertidumbre en materia política, en un contexto en el que se pretenden adelantar reformas ambiciosas en Colombia, el proceso de la Constituyente en Chile y las tensiones entre el ejecutivo y el legislativo en el Perú.

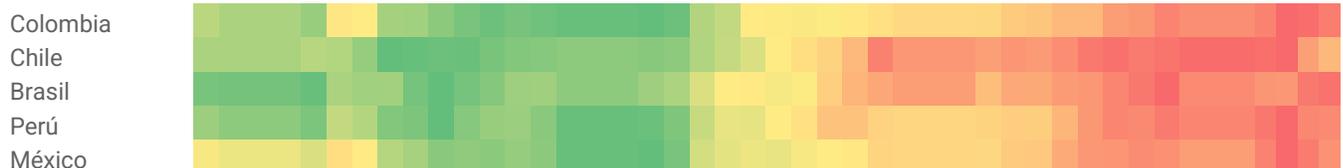
Tabla 2. Monitor bono soberano a 10 años en moneda local (tasa de rendimiento)

**Rojo significa nivel más alto en los últimos dos años*

Desarrollados



Latam



ene.20

ene.21

ene.22

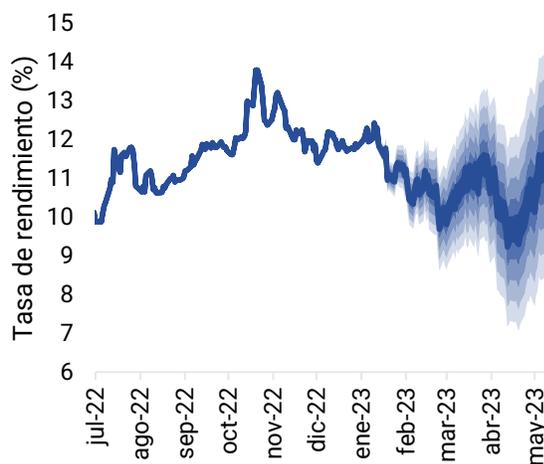
dic.22

Fuente: Refinitiv Eikon

Bajo este contexto, vemos valor en portafolios cortos en duración y manteniendo una liquidez adecuada para enfrentar posibles choques de riesgo. En particular, vemos atractivos los TES con vencimiento menor a 3 años, al menos para estos seis primeros meses del año.

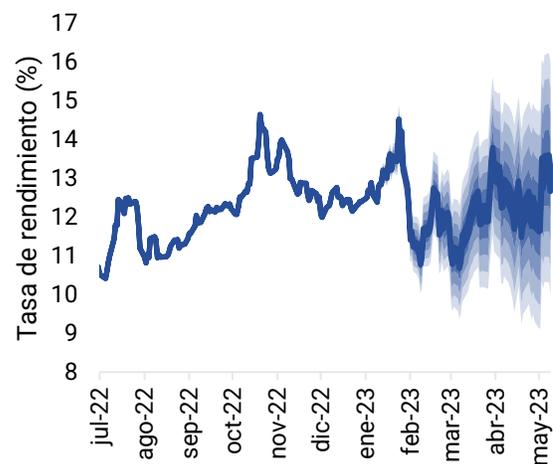
De acuerdo con ello, presentamos los *fanchart* para los TES en tasa fija con vencimiento en 2024, 2025, 2026 y 2031, para los próximos 90 días de negociación. En los cuales, y de acuerdo con el contexto mencionado nuestros cálculos sugieren que podría existir un posible escenario de valorización o desvalorización de 80 pbs o más con una probabilidad del 22%, 26%, 30% y 38% para los TES del 2024, 2025, 2026 y 2031, respectivamente.

Gráfico 7. Fanchart TES TF 2024



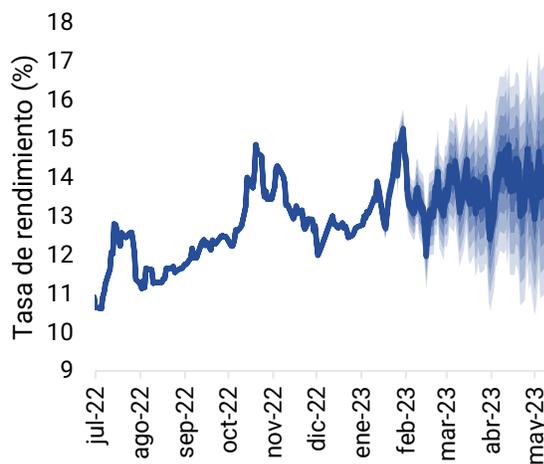
Fuente: Corficolombiana y SEN

Gráfico 8. Fanchart TES TF 2025



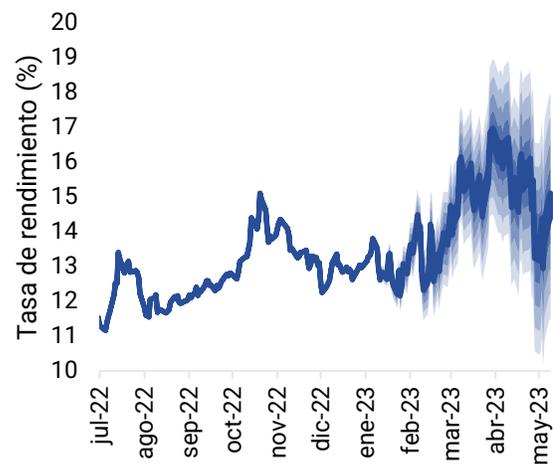
Fuente: Corficolombiana y SEN

Gráfico 9. Fanchart TES TF 2026



Fuente: Corficolombiana y SEN

Gráfico 10. Fanchart TES TF 2031



Fuente: Corficolombiana y SEN

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

diego.gomez@corficolombiana.com

Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Juana Valentina Rodríguez

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

juana.rodriguez@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

rafael.espana@corficolombiana.com

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

Jaime.cardenas@corficolombiana.com

Diana Valentina Lopez

Practicante de Investigaciones

diana.lopez@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbezo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

juan.pardo@corficolombiana.com

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.