



Investigaciones
Económicas

Informe Renta Fija

TES entre las AFPs y los extranjeros



12 de julio de 2023

Informe Renta Fija

TES entre las AFPs y los extranjeros

Resumen del mes

Los mercados de renta fija de países desarrollados han reflejado principalmente las expectativas sobre la tasa de interés de la Fed. Lo anterior ha causado desvalorizaciones en la tasa de los bonos a 10 años de estos países. En contraste, la renta fija en países emergentes ha despertado atractivo por el alto nivel actual de las tasas y por la expectativa del inicio en el ciclo de recortes de las tasas de política monetaria.

En el contexto local, la presentación del Marco Fiscal de Mediano Plazo dejó inquietudes sobre las perspectivas fiscales del país, pero no cambió la tendencia de valorización observada durante el primer semestre.

En materia de flujos, las AFPs fueron los compradores más fuertes en junio, mientras que los extranjeros volvieron a ser vendedores netos.

Contexto macroeconómico

- El mercado descuenta un incremento de 25 puntos básicos (pbs) en la tasa Fed en julio, pero sigue escéptico de que haya otro aumento en los siguientes meses.
- Para 2024 y 2025 el Ministerio de Hacienda tiene un alto perfil de amortizaciones. Esperamos que sea más activo en operaciones de canje durante los próximos 12 meses.

Mercados de deuda

- En junio, las tasas de los bonos de países desarrollados aumentaron en promedio 14 pbs frente a un mes atrás, mientras que en países emergentes se registró una disminución promedio de 34 pbs.
- Los rendimientos de los TES en tasa fija disminuyeron en promedio 80 pbs y los de la curva de TES en UVR lo hicieron en 20 pbs. El TES en UVR de 2025 fue el único que se desvalorizó durante el mes de junio.
- Los extranjeros en junio fueron los mayores vendedores de TES, al disminuir su posición en COP 2 bn. Por otra parte, el BanRep fue el mayor comprador de deuda pública colombiana, comprando COP 1,9 bn.

Estrategia

- Nuestro modelo de valor justo sugiere que sigue existiendo espacio de corrección en la tasa del bono a 10 años, si la tasa de los tesoros americanos a 10 años supera el 4% (hoy en 3,94%).
- Las correcciones podrían ser limitadas en términos relativos al comportamiento visto en el 1S23. Las elecciones regionales en Colombia, el trámite de las reformas en el Congreso y la posible llegada de una recesión global son eventos de riesgo para vigilar.

Felipe Espitia

Especialista Renta Fija

felipe.espitia@corficolombiana.com

Contexto macroeconómico

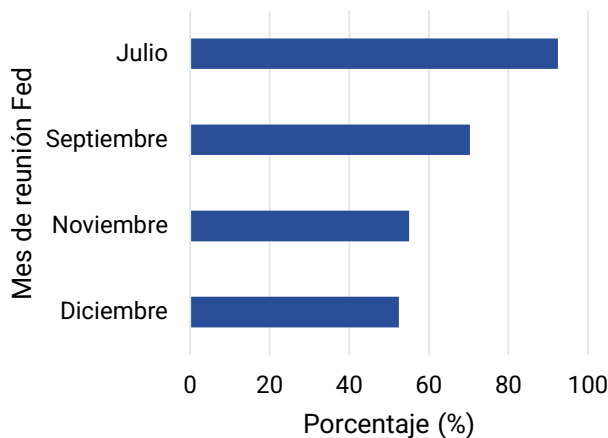
- El mercado descuenta que habrá un incremento de 25 puntos básicos (pbs) de la tasa Fed en julio, pero sigue escéptico de que haya otro aumento en los siguientes meses.
- Para 2024 y 2025, el Ministerio de Hacienda tiene un alto perfil de amortizaciones. Esperamos que sea más activo en las operaciones de canje durante los próximos 12 meses.

El mercado detrás de la Fed

El mercado ha ajustado varias veces este año su expectativa de tasa de política monetaria, en función de las decisiones de la Fed y de la información económica conocida. Nuestra expectativa y la que descuenta el mercado es de un aumento adicional de 25 puntos básicos (pbs) en la tasa de política monetaria en el 2S23 (ver “Reacción de la última reunión de la Fed” en [Informe Semanal – 19 de junio de 2023](#)). Nuevamente, los inversionistas parecen no creerles a las proyecciones de la Fed, donde se evidencia que habría un aumento adicional de 25 pbs (Gráficos 1 y 2).

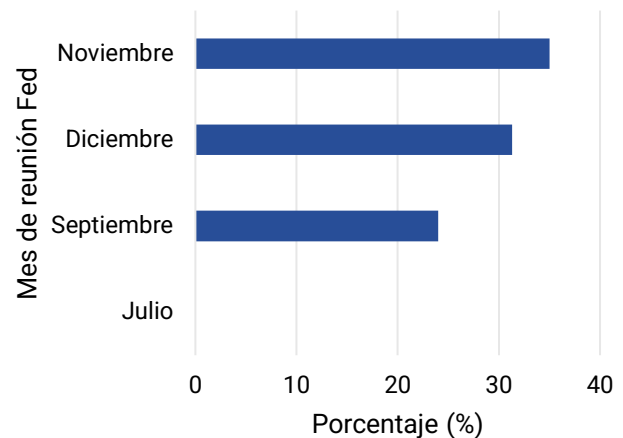
Para lo que resta de 2023, consideramos que la parte corta de la curva de tesoros americanos podría ser la más afectada, en medio de una curva que se mantiene invertida y que alcanzó niveles no vistos desde principios de 1980. Solo la posible llegada de una recesión podría cambiar este contexto, y sería un choque de volatilidad global en los mercados causando empinamientos en las curvas de renta fija global.

Gráfico 1. Probabilidad de TPM en 5,25% - 5,50%



Fuente: CME Group, FedWatch tool. Datos al 11 de julio de 2023

Gráfico 2. Probabilidad de TPM en 5,50% - 5,75%

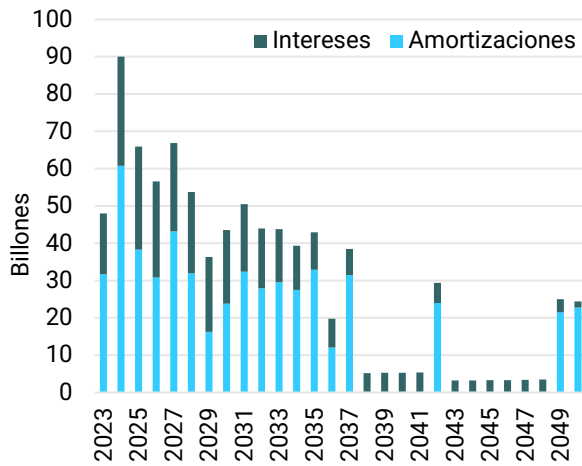


Fuente: CME Group, FedWatch tool. Datos al 11 de julio de 2023

Atención en el volante

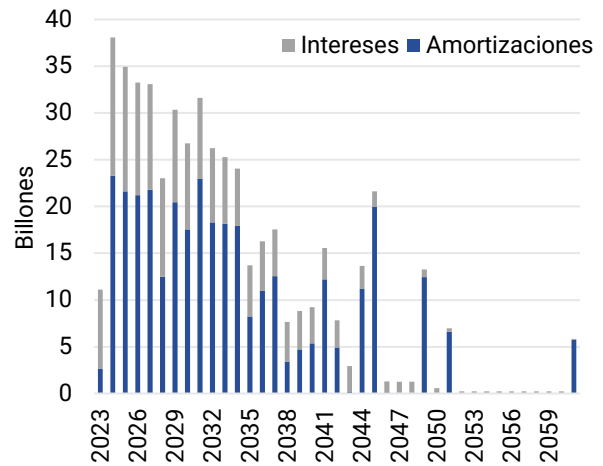
Como es usual, el Marco Fiscal de Mediano Plazo fue presentando a mediados de junio y trajo consigo la actualización en las variables macro, ingresos y gastos del GNC, y fuentes y usos para las vigencias 2023 y 2024. Destacamos el alto perfil de amortizaciones que tiene el Gobierno Nacional para los próximos 5 años (Gráficos 3 y 4). Para 2024, el gobierno tiene obligaciones de deuda interna por cerca de COP 90 bn y de deuda externa por COP 38 bn, es decir, concentra buena parte de los vencimientos de deuda en los próximos 2 años lo que supone un reto fiscal para el país. Esperamos que el Ministerio sea más activo en materia de operaciones de deuda en el segundo semestre de 2023 y el primero de 2024, con el fin de reducir las presiones de caja en el corto plazo.

Gráfico 3. Perfil de vencimientos - deuda interna, en billones de pesos



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 4. Perfil de vencimientos - deuda externa, en billones de pesos



Fuente: Ministerio de Hacienda

Mercados de deuda

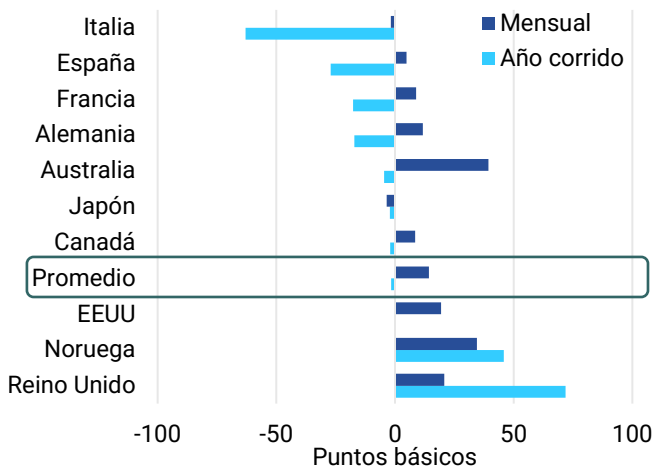
- Las tasas de los bonos de países desarrollados aumentaron en promedio 14 pbs en junio frente a un mes atrás, mientras que para países emergentes hubo una valorización de 34 pbs.
- La curva de los TES en tasa fija se valorizó 80 pbs y la curva de los TES en UVR redujo sus rendimientos en promedio 20 pbs. Tan solo el TES en UVR de 2025 se desvalorizó en su comparativo mensual.
- Los extranjeros en junio fueron los mayores vendedores de TES, al disminuir su posición en COP 2 bn. Por otra parte, el BanRep fue el mayor comprador de deuda pública colombiana, comprando COP 1,9 bn.

Colombia el más valorizado en el 1S23

Junio nuevamente ha mostrado un mejor desempeño -en promedio- para los bonos a 10 años de países emergentes sobre desarrollados. Mientras los bancos centrales como la Fed, el BCE y el BoE mantienen su lucha para frenar la inflación incrementado sus tasas de interés o ratificando que lo continuarían haciendo, las valorizaciones han sido acotadas en el último mes y también empieza a ser un reflejo de lo ocurrido en la primera parte del año.

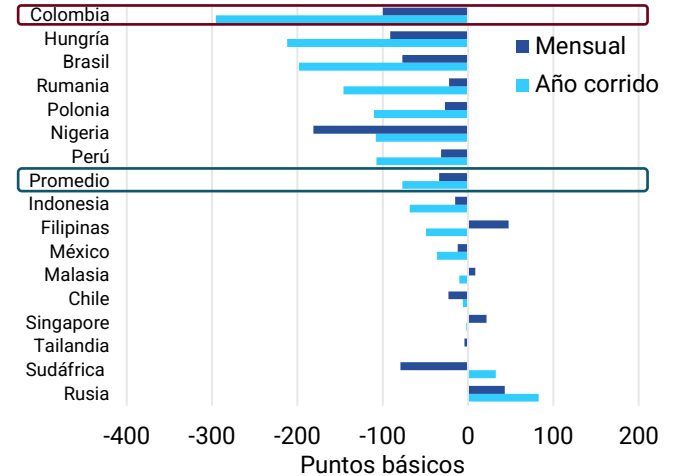
Por otra parte, en nuestra muestra de países emergentes tan solo en Sudáfrica se registran desvalorizaciones mensuales y en el año corrido. En contraste, el bono colombiano cierra la primera parte del año con la mayor valorización (pasando de 13,05% a 10,17%), y en junio la tasa de este bono cayó 92 pbs. Para el segundo semestre del año, esperamos que esta tendencia se mantenga, un mayor valor relativo en emergentes sobre desarrollados; no obstante, las valorizaciones pudiesen ser más acotadas si la Fed realmente decide incrementar su tasa de interés en 50 pbs y mantenerla constante por un periodo más prolongado (*"higher for longer"*).

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



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 30 de junio de 2023

Gráfico 6. Cambio mensual y año corrido de la tasa del bono a 10 años en moneda local, economías emergentes



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 30 de junio de 2023

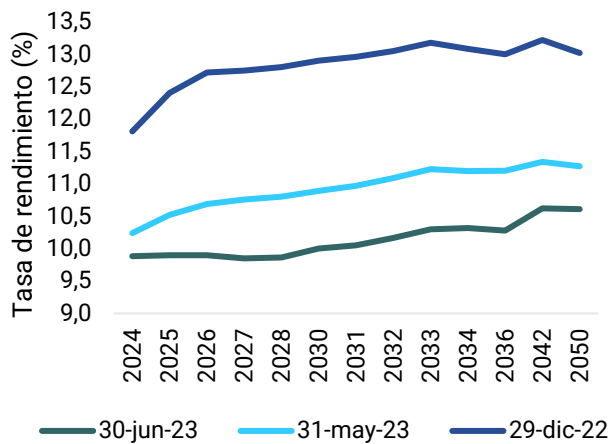
TES en niveles previo a las elecciones de 2022

En el sexto mes del año, tanto solo el TES en UVR de 2025 presentó una desvalorización mensual de 26 pbs. Todas las demás referencias tanto en tasa fija como en UVR continuaron valorizándose al cierre del primer semestre del año. Con esto, en el balance del mes la curva de los TES en tasa fija se valorizó 80 pbs y la curva de los TES en UVR redujo sus rendimientos en promedio 20 pbs. Con ello, nuestros títulos tanto en tasa fija como en UVR han alcanzado nuevamente niveles que no percibíamos desde abril de 2022 (previo a la primera vuelta de elecciones en Colombia).

Al igual que lo percibido en nuestra deuda pública en moneda local, nuestra deuda pública en dólares (Gráfico 9) se valorizó en promedio 10 pbs, en línea con un mercado global que sigue atraído por un mayor apetito por riesgo y unos tesoros americanos que se han valorizado marginalmente.

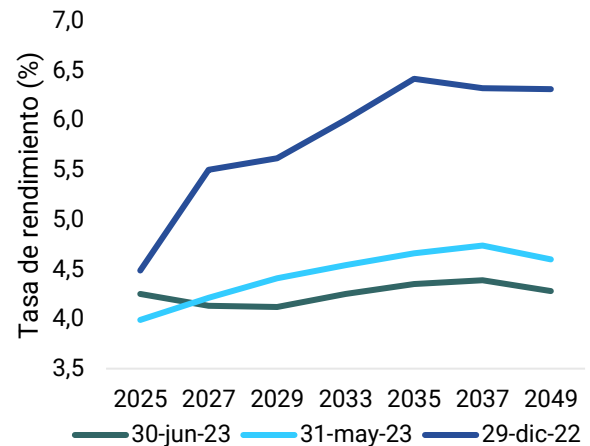
Para el segundo semestre del año, **mantenemos nuestra perspectiva que la caída en las tasas de rendimiento de los TES continuaría, pero a un menor ritmo de lo que percibimos en este primer semestre. Como referencia principal, estimamos que la tasa del bono a 10 años podría ubicarse entre 9,8% - 10,2%**, mientras el contexto externo se conserve relativamente constante, y exista una moderación de las reformas por el Congreso y nuestra fortaleza institucional se mantiene (ver “Balance del primer semestre de 2023 en tasa de cambio, TES y prima de riesgo: ¿volviendo a la liga de LatAm?” en [Informe Especial – Julio 5 de 2023](#)).

Gráfico 7. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija



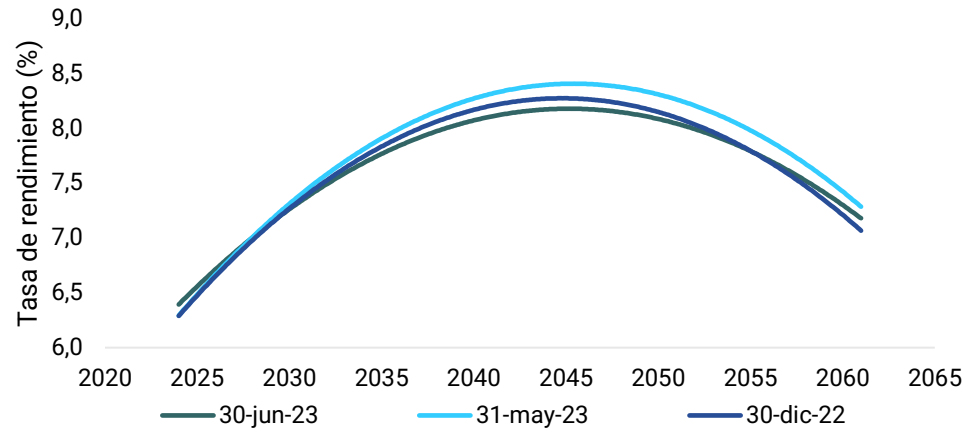
Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Datos al 30 de junio de 2023

Gráfico 8. Curva de rendimientos de los TES en UVR



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Datos al 30 de junio de 2023

12 de julio de 2023

Gráfico 9. Curva de rendimientos de los TES globales (TES en dólares)


Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 30 de junio de 2023

Los bancos han vuelto

En el sexto mes del año, los fondos de capital extranjero vendieron TES por un monto de COP 2 bn, y con ello cierran el primer semestre con una posición neta de venta por COP 3,3 bn. No obstante, se mantienen como el segundo mayor tenedor de bonos soberanos en moneda local (24%), pero continúan perdiendo participación, luego de haber sido el mayor tenedor de TES en febrero de este año.

Los mayores vendedores en junio lo completan las carteras colectivas y fondos administrados, y las instituciones oficiales especiales que disminuyeron su posición en COP 1,2 y 1,1 bn, respectivamente.

En contraste, el Banco de la República, los fondos de pensiones y cesantías (AFPs), y el Ministerio de Hacienda fueron los mayores compradores de TES al haber acumulado COP 1,9, 1,8 y 1,6 bn, en su respectivo orden. Adicionalmente, resaltamos **el apetito que han mostrado las AFPs en estos seis meses del año, en los cuales han comprado COP 21 bn y se muestra ser el mejor año de compras desde que poseemos información (2010)**. Sumado a ello, con este nivel de compras han igualado la suma máxima que habían alcanzado los fondos de capital extranjero en su mejor año que fue en 2016.

Finalmente, **resaltamos que los bancos comerciales han vuelto a comprar TES luego de que entre abril y mayo habían estado liquidando bonos colombianos en una cuantía no menor (promedio COP 2,1 bn)**. En esta ocasión, fueron el cuarto mayor comprador de TES al adquirir cerca de COP 1,4 bn. Sin embargo, en el balance del medio año, continúan registrando una posición neta de venta por COP 6,7 bn, y mantienen su tercera posición como mayor tenedor de nuestros bonos de deuda pública (12,1%).

12 de julio de 2023

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

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Banco de la República	1.900	2.532	10,0%
Fondos de pensiones y cesantías	1.755	20.799	27,9%
Ministerio de Hacienda y CP	1.549	2.231	0,7%
Bancos comerciales	1.391	-6.683	12,1%
Compañías de seguros y capitalización	658	8.530	9,4%
Corporaciones financieras	608	2.311	0,7%
Fiducia pública	144	2.791	8,9%
Entidades públicas	45	-620	0,3%
Entidades sin ánimo de lucro	42	132	0,1%
Fondos de prima media	16	5	0,6%
Proveedores de infraestructura	9	138	0,2%
Comisionistas de bolsa	6	71	0,1%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	-1	0,0%
Otros fondos	-2	-12	0,0%
Personas naturales	-5	-30	0,0%
Compañías de financiamiento comercial	-10	-3	0,0%
Personas jurídicas	-49	-62	0,2%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	-75	24	0,1%
Instituciones oficiales especiales	-1.157	-1.583	3,6%
Carteras colectivas y fdos admn	-1.186	851	1,2%
Fondos de capital extranjero	-1.999	-3.308	24,0%

Fuente: Ministerio de Hacienda

12 de julio de 2023

Estrategia

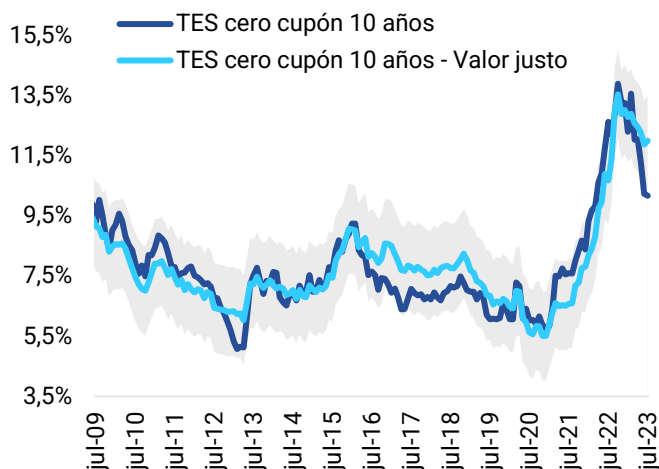
- Nuestro modelo de valor justo sugiere que siguen existiendo espacio de corrección en la tasa del bono a 10 años, pero esto estaría soportado si los tesoros americanos a 10 años superan el 4%.
- Las correcciones podrían ser limitadas en términos relativos al comportamiento visto en el 1S23. Eventos como: las elecciones regionales en Colombia, el paso de las reformas por el Congreso y la posible llegada de una recesión global son eventos de riesgo para vigilar.

Dependiendo de los tesoros americanos

Nuestro modelo de valor justo apunta a que hay espacio de corrección al alza (desvalorización) de la tasa del TES tasa fija a 10 años. Este efecto estaría impulsado principalmente por un aumento en la tasa del bono del tesoro americano a 10 años por encima de 4% (algo que no ocurre desde la primera semana de marzo). Vale la pena señalar que la correlación mensual y trimestral entre los TES y el tesoro americano a 10 años ha disminuido en los últimos cuatro meses a niveles negativos, en la medida que los activos colombianos han registrado valorizaciones superiores a la de mercados emergentes y ha disminuido el castigo a Colombia versus LatAm (ver “Balance del primer semestre de 2023 en tasa de cambio, TES y prima de riesgo: ¿volviendo a la liga de LatAm?” en [Informe Especial – Julio 5 de 2023](#)), lo cual contrasta con las desvalorizaciones moderadas de los bonos estadounidenses. El valor justo que sugiere nuestro modelo depende de que la correlación entre los TES y los tesoros vuelva a estar por encima del 0,5.

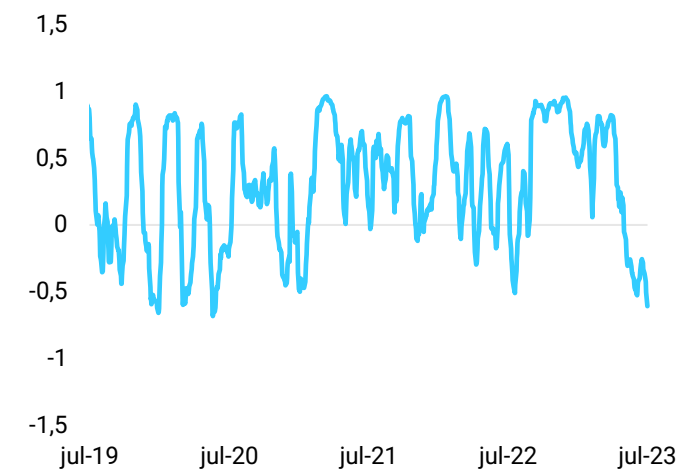
No obstante, ante un escenario que luce más favorable para nuestra deuda pública y ante menores presiones desde el factor técnico (Gráfico 13), dichas correcciones podrían ser no tan representativas en términos relativos a los movimientos que hemos visto a lo largo del año. A pesar de ello, seguimos considerando que las elecciones regionales en Colombia, el paso de las reformas por el Congreso y la posible llegada de una recesión global siguen siendo los riesgos más importantes por vigilar para este 2S23.

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



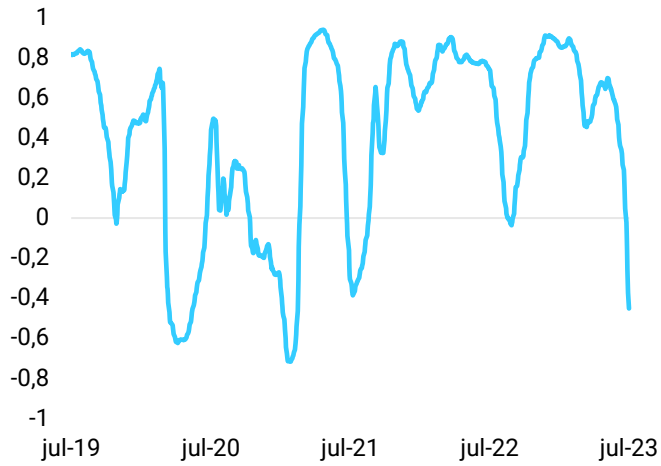
Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 11. Coeficiente de correlación entre el TES y el tesoro americano a 10 años, ventana mensual



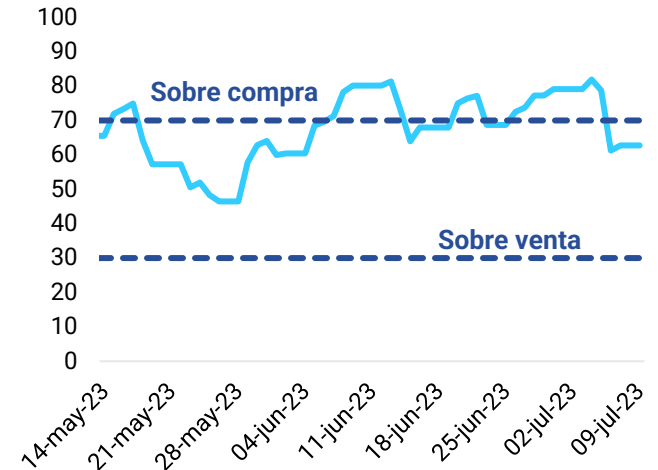
Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 12. Coeficiente de correlación entre el TES y el tesoro americano a 10 años, ventana trimestral



Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 13. Índice RSI del TES tasa fija cero cupón a 10 años



Cálculos: Corficolombiana

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

María Ximena Carrillo

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

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial
(+57-601) 3538787 Ext. 69798
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

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

12 de julio 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.