

INFORME DE RENTA FIJA

Los TES siguen bajo presión

Los mercados de renta fija local siguen presionados por la persistencia de la inflación alta, el incremento de tasas de interés de los bancos centrales y los temores de una recesión global en los próximos meses. En Colombia, la prima de riesgo soberano ha aumentado recientemente desde niveles que ya eran elevados, en medio de la expectativa por las políticas del nuevo Gobierno.

El principal determinante del mercado de deuda sigue siendo la inflación. Mientras no se consolide una ruptura de la tendencia alcista continuará la presión para seguir subiendo las tasas de política monetaria. Los costos de las materias primas han cedido en las últimas semanas, aunque de forma heterogénea, y sugieren que la inflación global y local se estabilizaría en niveles elevados durante el segundo semestre y corregiría a la baja en 2023.

› DEUDA DESARROLLADA EN APRIETOS

Con la normalización monetaria de los bancos centrales, los bonos a 10 años de los países desarrollados registraron recientemente las tasas más altas de los últimos ocho años y profundizaron sus pérdidas. El fondo bursátil (ETF) AGG acumula una caída de 11,67% desde su último máximo (jul-2021). El *spread* entre las tasas de países europeos de la periferia y la del bund alemán viene ampliándose y aumenta el riesgo de una crisis de deuda.

› TES: ENTRE LA INCERTIDUMBRE LOCAL Y EL APETITO DE EXTRANJEROS

Las curvas de TES tasa fija y UVR siguen incorporando la expectativa de aumento de tasas de política monetaria, así como el deterioro de la prima de riesgo crediticio de Colombia. Durante julio se registraron jornadas de alta incertidumbre en el mercado de deuda local que llevaron la curva de TES tasa fija a nuevos máximos.

El bid to cover de las subastas de TES de MinHacienda se mantiene relativamente alto, en un contexto de mayores costos de fondeo para el gobierno.

› EXTRANJEROS MÁS ESTRUCTURALES DE LO ESPERADO

En el balance de los tenedores de TES del mes de junio, los fondos de capital extranjero y el Banco de la República fueron los mayores compradores, mientras las corporaciones financieras y los fondos de pensiones y cesantías fueron vendedores netos. En un análisis de los fondos de capital extranjero identificamos que los jugadores más importantes son fondos de pensiones de algunos países y fondos de inversión reconocidos. Consideramos que sus estrategias de inversión obedecen a tácticas más estructurales que especulativas.

Felipe Espitia
Especialista de Investigaciones
felipe.espitia@corficolombiana.com

Julio César Romero
Economista Jefe
julio.romero@corficolombiana.com

Deuda desarrollada en aprietos

- El fondo bursátil (ETF) AGG ha caído un 11,67% desde el máximo reciente en julio de 2021, su segunda mayor caída en la historia.
- La curva de rendimientos de los tesoros americanos (10Y – 2Y) se invirtió. Su pendiente alcanzó niveles negativos que no se percibían desde comienzos de siglo.
- Los bonos soberanos europeos a 10 años se encuentran en un máximo de los últimos ocho años, respondiendo al ciclo financiero actual.

› *Deuda estadounidense en uno de sus peores momentos*

El 2022 será un año que quedará retratado como uno de los más retadores para el *asset class* de renta fija a nivel global, debido a los diferentes choques que ha tenido que afrontar (normalización de política monetaria, inflación alta y persistente, conflicto en Europa del Este, estancamiento en las cadenas de suministro y una posible recesión).

Para ejemplificar lo anterior, **el fondo bursátil (ETF) AGG que agrega tesoros americanos y deuda corporativa de Estados Unidos que sea grado de inversión registra una caída en el año corrido del 9,57%. En niveles, este ETF se encuentra en niveles no vistos desde 2009, año donde iniciaba la recuperación de la Gran Crisis Financiera de 2008 (gráfico 1).** Adicionalmente, el retroceso acumulado desde su último máximo (jul-21) al mínimo visto a mediados de junio de este año es el más alto desde la creación del índice (-15,15%). Sin embargo, con la corrección que se percibió a lo largo del mes de julio, el retroceso acumulado se ubica en 11,67%.

Gráfico 1. ETF AGG (tesoros americanos y deuda corporativa de EEUU – IG)

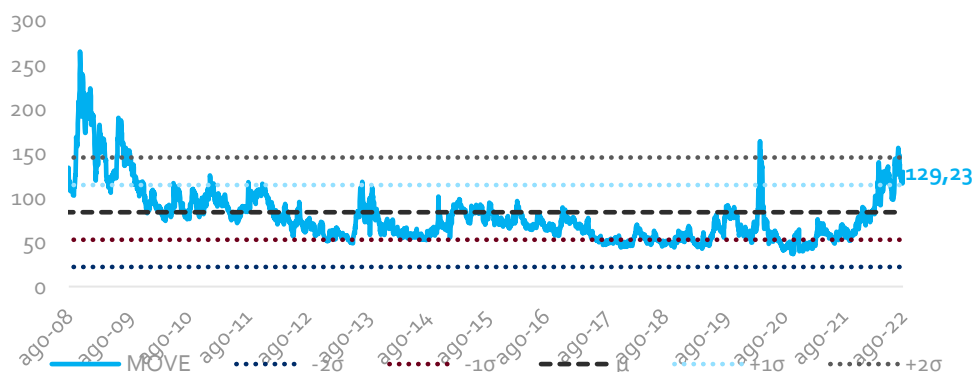


Fuente: Refinitiv Eikon

En estos momentos de choques sobre la renta fija más un ciclo de normalización monetaria en EEUU, analizar el índice MOVE –que mide la volatilidad de los tesoros americanos– cobra relevancia. Este índice actualmente se encuentra en 129 puntos y se ubica una desviación estándar por encima de su promedio histórico, evidenciando la alta volatilidad vista recientemente. Por ahora, consideramos que la volatilidad que refleja este índice se mantendría al menos seis meses más, debido a una normalización monetaria por parte de la Fed mucho más agresiva y la posibilidad de una recesión en los próximos meses. Entidades como Bank of America, Nomura y Deutsche Bank advierten que esta recesión ocurriría a finales de 2022 y comienzos de 2023.

En el caso de Bank of America en su informe del trece de julio de este año, titulado “2022-23 US Outlook: Mild recession supports a return to price stability” menciona que sería una recesión leve que arrancararía en el segundo semestre del año, debido a un menor gasto federal, la alta inflación y un mayor deterioro de las condiciones financieras. Para Nomura¹, que incluyó como su escenario base una recesión para finales de 2022 en Estados Unidos, motivada por una política monetaria mucho más restrictiva, los cierres en China y la posibilidad que en economías como Australia, Canadá y Corea del Sur existan problemas en sus mercados inmobiliarios por el aumento de las tasas de interés. Por último, en el caso de Deutsche Bank² prevén que la recesión llegaría para finales de 2023, debido a los efectos de la guerra en Europa del Este y los altos niveles de inflación no vistos en cuarenta años en Estados Unidos y Europa.

Gráfico 2. Índice de volatilidad de tesoros americanos (MOVE)



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

¹ Zerohedge (2022). Tomado en línea: <https://www.zerohedge.com/markets/nomura-now-forecasts-global-recession-12-months>, fecha de recuperación: agosto 2 de 2022.

² Zerohedge (2022). Tomado en línea: <https://www.zerohedge.com/energy/its-official-deutsche-first-bank-forecast-us-recession-late-2023>, fecha de recuperación: agosto 2 de 2022.

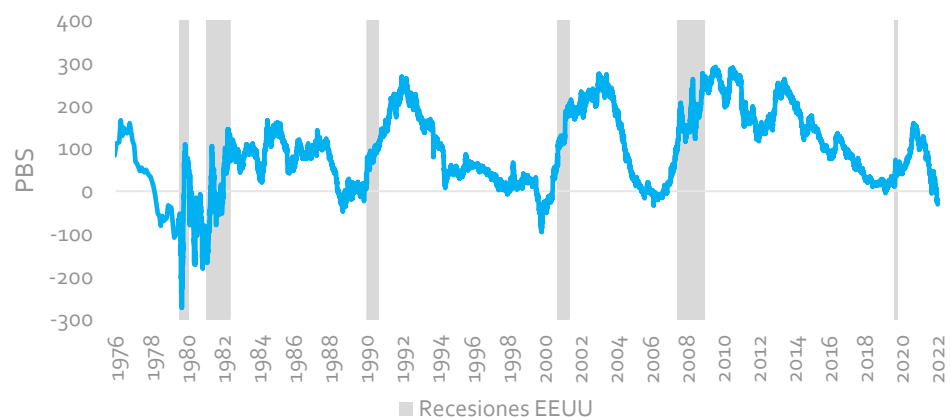
› *Curva de Tesoros se invirtió y está en niveles no observados desde la antesala de la crisis "dotcom"*

La pendiente de la curva de los tesoros americanos, medida como la diferencia entre las referencias de diez y dos años, se ha vuelto a ubicar en niveles que no se percibían desde momentos previos a la crisis del "dotcom", a comienzos de este siglo. Al cierre de este documento, este indicador mostraba una diferencia de -30,3 puntos básicos (pbs), y con lo cual supera los niveles mínimos vistos previo a la crisis del COVID (-4,3 pbs) y la crisis del 2008 (-20 pbs).

Lo anterior sugiere que la probabilidad de una recesión en EEUU ha aumentado, en medio de una Fed comprometida con controlar las expectativas de inflación, asumiendo el costo de un menor crecimiento económico, algo que parece necesario ante el auge del económico que vive ese país desde el año pasado, en medio de grandes estímulos tanto monetarios como fiscales. Más allá de la desaceleración inducida por la Fed en EEUU, el mercado estará atento a la magnitud y longitud del evento, así como a cuándo ocurriría.

Vemos probable que la recesión inicie antes de lo que normalmente ocurre cuando se invierte la curva de Tesoros (12-18 meses después de la inversión), debido a las dificultades en el abastecimiento de insumos energéticos y agrícolas, en medio del conflicto en Europa del Este, la baja inversión en proyectos de hidrocarburos de los últimos años (mantendrían los costos de la energía elevados) y los ajustes en desarrollo en las cadenas de suministro.

Gráfico 3. Pendiente de la curva de tesoros americanos (10 años – 2 años)



Fuente: Refinitiv Eikon y Reserva Federal de St. Louis

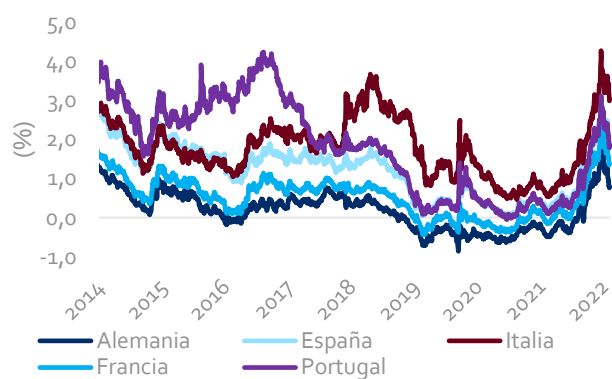
› *Tasas de deuda europea en máximos de los últimos ocho años*

Tal y como ha sucedido en Estados Unidos, los títulos de deuda europeos también se han visto afectados por el ciclo financiero actual, y la deuda a 10 años de Alemania, Francia, España, Italia y Portugal se encuentra en máximos de los últimos ocho años (gráfico 4). El despertar de la inflación en esta parte del mundo también llevó a que el Banco Central Europeo por primera vez desde 2011 aumentase su tasa de interés en 50

pbs. Pese a que el mercado esperaba dicho movimiento, la incertidumbre ahora radica en la sostenibilidad fiscal de países como Italia y España, que tienen un nivel de deuda sobre el PIB mayor al 100%, y con lo cual este inicio de la normalización monetaria pudiese erosionar una nueva crisis de deuda europea (ver “Economía global: ciclo inflacionario y riesgos de aterrizaje forzoso” en [Informe Semanal – julio 5 de 2022](#)).

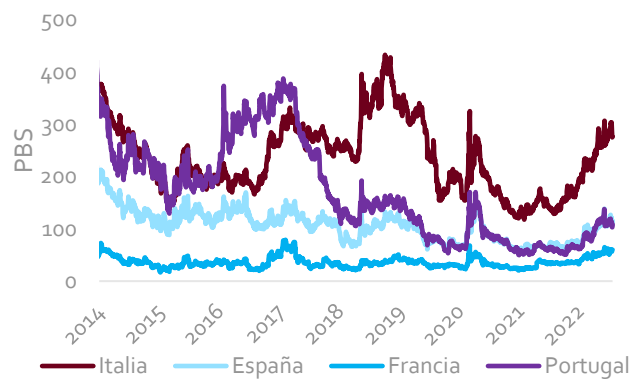
Sumado a lo anterior, la aversión al riesgo en este tipo de títulos suele medirse como el spread frente a su homólogo alemán, que en el caso italiano se acerca a niveles vistos en la pandemia, mientras los demás países se mantienen relativamente controlados, pero con una tendencia alcista a monitorear (gráfico 5).

Gráfico 4. Bono a 10 años en euros



Fuente: Refinitiv Eikon

Gráfico 5. Spread bono a 10 años vs Bund alemán



Fuente: Refinitiv Eikon

Tabla 1. Tesoros americanos, bunds alemanes y pendientes de las curvas de rendimientos

Estados Unidos							
	Tasa (%)				Variación año corrido (pbs)		
	jul-29-22	jun-30-22	may-31-22	dic-31-21	jul-29-22	jun-30-22	may-31-22
Tesoro 2 años	2,89	2,95	2,56	0,73	215,63	222,22	182,94
Tesoro 3 años	2,81	3,01	2,73	0,96	185,14	205,14	176,80
Tesoro 5 años	2,68	3,04	2,82	1,26	141,81	177,91	155,77
Tesoro 10 años	2,66	3,02	2,85	1,51	114,59	150,47	133,77
Tesoro 30 años	3,01	3,18	3,06	1,90	110,67	127,93	115,11

Pendiente curva de rendimientos

30 años vs 2 años (pbs)	12,25	22,92	49,38	117,21
10 años vs 5 años (pbs)	-2,35	-2,56	2,87	24,88
10 años vs 2 años (pbs)	-23,17	6,13	28,71	77,88

Alemania							
	Tasa (%)				Variación año corrido (pbs)		
	jul-29-22	jun-30-22	may-31-22	dic-31-21	jul-29-22	jun-30-22	may-31-22
Bund aleman 2 años	0,27	0,68	0,51	-0,64	91,00	131,60	114,50
Bund aleman 10 años	0,82	1,36	1,12	-0,18	100,40	154,50	130,60

Pendiente curva de rendimientos

10 años vs 2 años (pbs)	54,95	68,45	61,65	45,55
-------------------------	-------	-------	-------	-------

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

TES: entre la incertidumbre local y el apetito de extranjeros

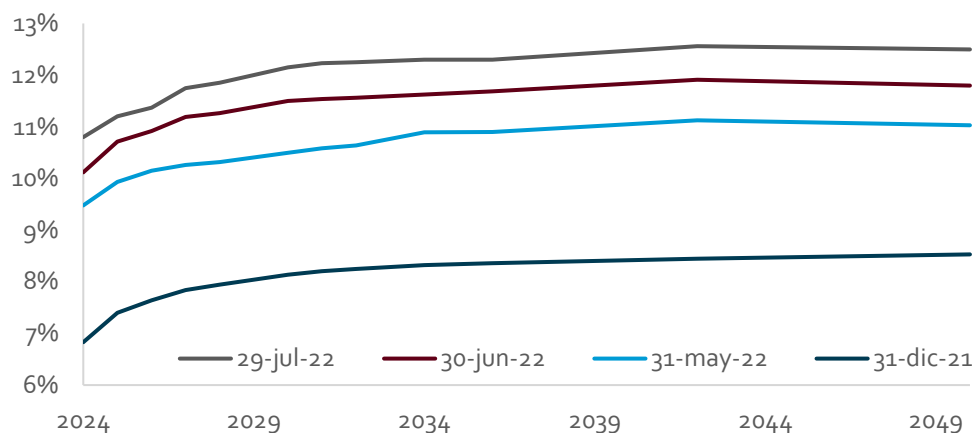
- La curva de rendimientos de los TES tanto en tasa fija como en UVR siguen desvalorizándose. Las referencias de más corto plazo, TES 2023 y TES 2024, han sido las más perjudicadas en el último mes.
- El Ministerio de Hacienda ha estado muy activo en materia de canjes y redenciones, logrando mejorar el perfil de amortizaciones de 2023, al pasar de COP 31,6 billones a COP 18,2 billones.

› No cesan las presiones sobre la curva de rendimientos

Durante el último la curva de rendimientos de los TES ha continuado presionada al alza, por factores externos que mencionamos anteriormente, a los cuales se suman factores locales como la alta inflación, la expectativa de mayores incrementos de la tasa de interés de BanRep y el aumento de la prima de riesgo. Este último factor refleja una incertidumbre considerable asociada a las nuevas políticas económicas que adopte el nuevo Gobierno.

De tal forma, hemos visto como la curva de los TES en tasa fija se desvalorizaron en promedio 61,9 pbs en julio frente al mes anterior, donde la referencia que más perdió valor ha sido el TES con vencimiento en 2050, en línea con la alta aversión al riesgo global, su liquidez y duración, aumentando en el mes 69,9 pbs.

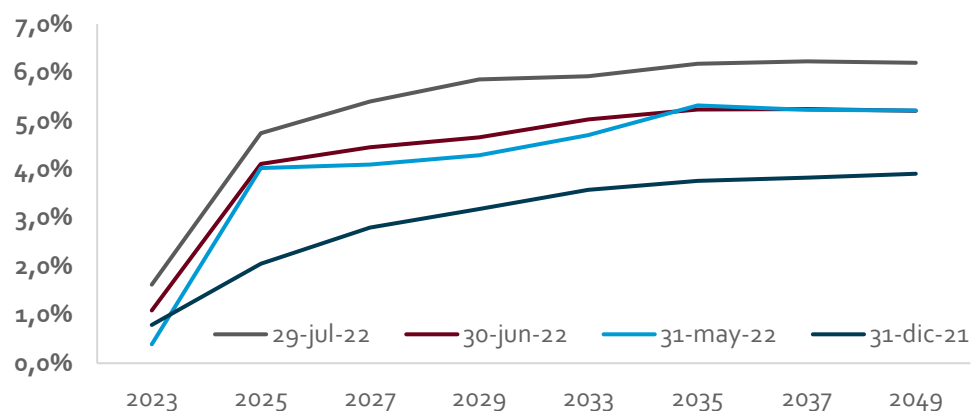
Gráfico 4. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija



Fuente: SEN

Para la contra parte de la curva en tasa fija, la curva de los TES en UVR se ha desplazado igualmente hacia arriba, debido al mal momento que atraviesa la renta fija en general, sumado a un efecto estacional que estos títulos suelen tener para estos periodos y los canjes que ha realizado el Ministerio de Hacienda. La desvalorización mensual promedio de esta curva a sido de 89 pbs, donde el TES de 2029 es el más perjudicado, al aumentar 119,9 pbs.

Gráfico 5. Curva de rendimientos de los TES en UVR



Fuente: SEN

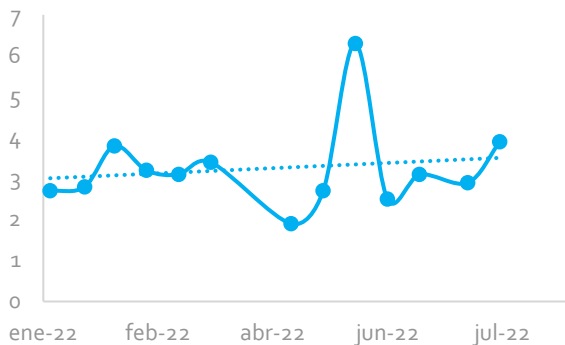
El panorama sobre la renta fija colombiana sigue siendo retador para lo que resta de este año. **Algunos eventos claves para determinar cuándo podrían encontrarse techos sobre las tasas de los TES y una menor volatilidad son:** i) en el frente local, las próximas dos reuniones (julio y septiembre); pues estamos llegando al final del ciclo de normalización monetaria y la junta tendrá un nuevo integrante, el Ministro de Hacienda designado por el nuevo gobierno (ver "Expectativa decisión de BanRep: ¿se acerca el final del ciclo de normalización?" en [Informe Semanal – julio 25 de 2022](#)); ii) en el frente externo, todo estará centrado en la reunión de la Fed de septiembre y los datos de inflación de ese país.

› El fondeo de la nación también se ha encarecido

En medio de un contexto de alta volatilidad, en lo corrido del año las subastas en el mercado primario de TES también han reflejado las mayores tasas de mercado, implicando así tasas más altas de fondeo para la Nación, y las cuales por lo pronto estaría buscando techos en medio de una perspectiva donde las desvalorizaciones parecen no terminar en el corto plazo.

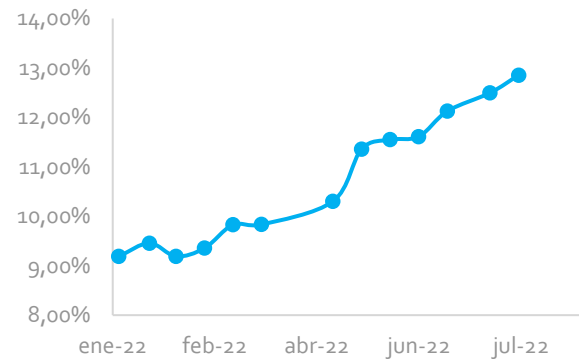
Para las subastas de TES en tasa fija, que durante este año los títulos *on the run* son los TES de 2031, 2042 y 2050 la tasa promedio ha aumentado 367 pbs, desde 9,19% a 12,86% en la más reciente subasta. En contraste a la alta volatilidad, la demanda por títulos se mantiene alta, con un bid to cover promedio en lo corrido del año de 3,3.

Gráfico 6. Bid to cover, subastas de TES tasa fija



Fuente: Ministerio de Hacienda

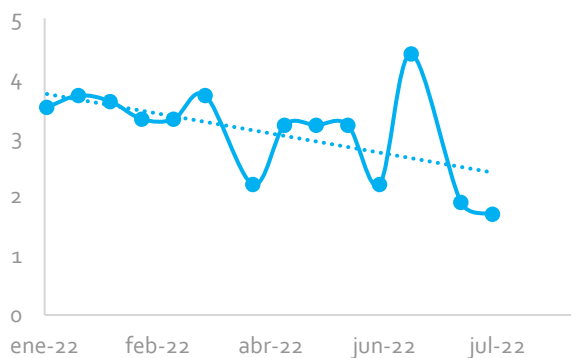
Gráfico 7. Tasa promedio, subastas de TES tasa fija



Fuente: Ministerio de Hacienda

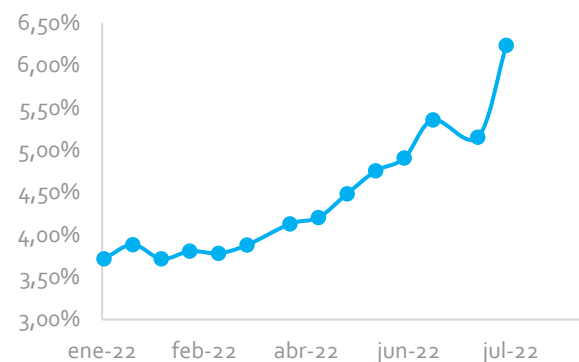
Para las referencias en UVR, el contexto es similar. El fondeo ha ido en aumento, cuando al inicio del año la tasa promedio se ubicaba en 3,72% y en la última subasta el corte se ubicó en 6,24%, implicando así un aumento de 252 pbs. En contraste, el bid to cover para estas referencias es relativamente alto logrando un 3,1 en promedio a lo largo del año, pero que la tendencia empieza a mostrar un decrecimiento de este indicador, de la mano del apetito estacional que existe por estos títulos.

Gráfico 8. Bid to cover, subastas de TES UVR



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 9. Tasa promedio, subastas de TES UVR



Fuente: Ministerio de Hacienda

Por lo cual, esperamos que el costo de fondeo de la Nación pueda seguir en aumento para lo que resta del año. En cuanto al bid to cover, consideramos que la demanda por títulos en tasa fija podría mantenerse o aumentar un poco más, a la expectativa de un cambio en el ciclo de política monetaria local y global. Mientras que la estacionalidad para las subastas en TES UVR seguiría pensando, al menos hasta los meses de octubre y noviembre.

Extranjeros más estructurales de lo esperado

- Los fondos de capital extranjero continuaron siendo el mayor comprador de TES por segundo mes consecutivo. En junio compraron COP 3,76 billones.
- Por otra parte, las corporaciones financieras fueron las mayores vendedoras de TES en junio, al vender COP 1,36 billones.
- Con información con corte de mayo de 2022, podemos identificar que los mayores tenedores y compradores en el año corrido de TES que sean fondos de capital extranjero tienen estrategias de inversión más estructurales.

› *BanRep y extranjeros a la delantera en las compras mensuales de TES*

Con corte al mes de junio, **los fondos de capital extranjero fueron nuevamente los mayores compradores de títulos de deuda pública colombiana al comprar COP 3,76 billones y con ello acumulan COP 12,52 billones comprados al cierre del primer semestre.** Seguido, se encontró el Banco de la República con compras por COP 3,44 billones, las cuales estuvieron destinadas a dar liquidez al mercado y poder mantener la IBR overnight cerca a la tasa de interés de política monetaria, la cual en junio aumentó en 150 pbs a 7,50%. Completando el top 3 de compradores del mes, cierran los Bancos Comerciales que alcanzaron un nivel de compras por COP 1,41 billones y recuperando terreno perdido, ya que el mes anterior habían sido uno de los mayores vendedores de TES.

En contraste, los vendedores de TES del sexto mes del año fueron las corporaciones financieras, los fondos de pensiones y cesantías y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (tabla 2). Donde los fondos de pensiones acumulan dos meses consecutivos con la misma estrategia de venta, posiblemente por tener mejores indicadores de liquidez en tiempos de incertidumbre en Colombia y en el exterior. Con respecto al Ministerio, es el cuarto mes en línea que ha registrado una posición neta de venta en el año, y muestra lo activo que estuvo el mes pasado realizando canjes para mejorar el perfil de amortizaciones de este año y 2023.

Tabla 2. Compras de TES en junio 2022

Tenedor	Millones de pesos		Participación
	Compras Mensuales	Compras YTD	
Fondos de capital extranjero	3.755.489	12.519.455	26,3%
Banco de la República	3.436.568	1.982.334	7,9%
Bancos comerciales	1.411.632	-1.288.781	14,0%
Compañías de seguros y capitalización	809.001	4.615.869	6,8%
Personas jurídicas	61.904	392.494	0,4%
Fondos de prima media	42.738	-554.209	0,7%
Entidades públicas	10.506	168.143	0,3%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	4.359	-242.888	0,1%
Compañías de financiamiento comercial	2.761	-23.471	0,0%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	-1.000	-16.000	0,0%
Otros fondos	-2.278	-1.758	0,0%
Personas naturales	-2.788	31.746	0,1%
Proveedores de infraestructura	-5.582	47.422	0,1%
Entidades sin ánimo de lucro	-37.475	-86.500	0,1%
Instituciones oficiales especiales	-223.637	1.336.798	4,3%
Fiducia pública	-225.911	369.109	9,0%
Comisionistas de bolsa	-314.943	-106.961	0,1%
Carteras colectivas y fdos admn	-455.745	-1.511.012	1,1%
Ministerio de Hacienda y CP	-1.254.016	11.997	0,9%
Fondos de pensiones y cesantías	-1.345.325	6.587.499	27,4%
Corporaciones financieras	-1.356.924	230.021	0,5%

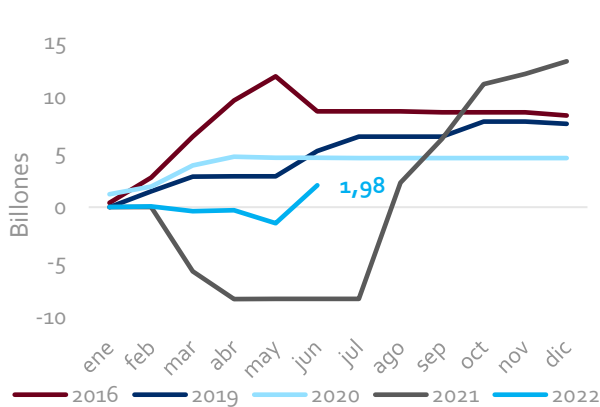
YTD: Compras año corrido

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Luego de transcurridos los primeros seis meses del año, y con las particularidades percibidas con las compras mensuales, queremos destacar la ejecución que han venido realizado el Banco de la República (gráfico 7) y los Bancos comerciales (gráfico 8) en lo corrido del año. En primer lugar, el ente monetario que tiene un 7,9% de participación dentro del grupo de tenedores y ajusta su segundo peor año de compras de los últimos cuatro años. Solo 2021, para este mismo periodo del tiempo lo supera porque fue un momento estratégico de ventas para tomar utilidad, luego del choque de la pandemia.

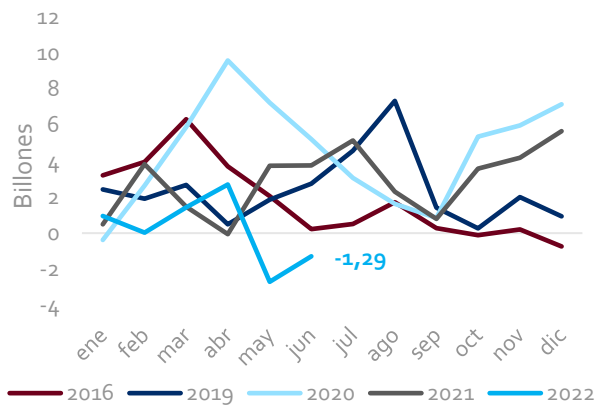
Con respecto a los Bancos comerciales, 2022 es el año en el cual los TES posiblemente no han sido su activo de preferencia de los últimos cuatro años, debido a la alta volatilidad. La incertidumbre local, el alza de tasas local e internacional y el conflicto entre Ucrania y Rusia han traído retos para el mercado de deuda, donde un jugador como los Bancos comerciales han visto afectados sus P&Gs, en razón de las altas desvalorizaciones que ha tenido este *asset class* en lo corrido del presente año.

Gráfica 7. Compras año corrido de TES por el Banco de la República



Fuente: Ministerio Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 8. Compras año corrido de TES por Bancos comerciales

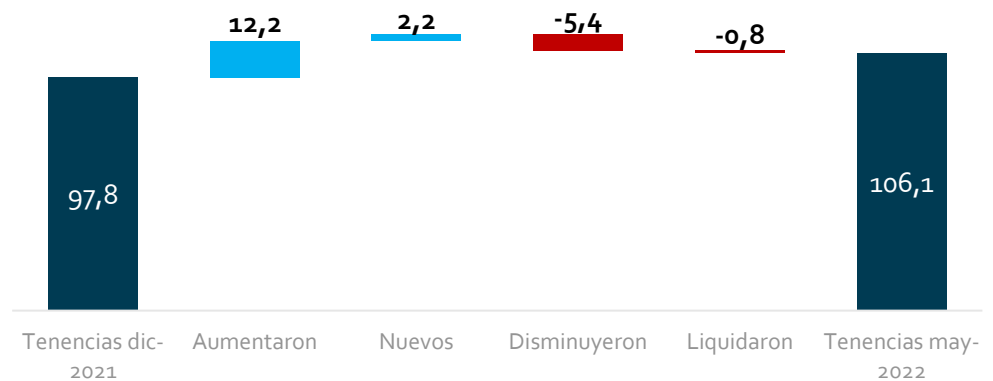


Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

› *Tenedores de TES extranjeros son más estructurales que especuladores*

Con información al cierre del mes de mayo, podemos identificar que la posición en TES por parte de los fondos extranjeros es de COP 106,1 billones, de los cuales al realizar un comparativo con el cierre de 2021, se puede percibir el ingreso de COP 12,2 billones de fondos que ya se encontraban invertidos en este tipo de activos y de nuevos jugadores que han llegado este año la suma representa COP 2,2 billones. En contraste, existió un flujo de salida de TES por COP 5,4 billones por participantes que ya estaban invertidos y una retirada total por COP 0,8 billones; lo que en el agregado sigue demostrando una señal de confianza de los extranjeros sobre la deuda colombiana.

Gráfico 9. Cambio en la tenencia de TES por agentes offshore. Cifras en billones de pesos



Fuente: Contraloría General de la República. Cálculos: Corficolombiana

Con el fin de poder conocer a una mayor profundidad a estos tenedores extranjeros y considerar si existe o no un grado de vulnerabilidad por un posible retiro de estos, entramos en detalle sobre el top 10 de fondos de capital extranjero con mayores compras al cierre de mayo (tabla 2) y el top 10 de fondos con mayor nivel de tenencias (tabla 3).

Tabla 2. Top 10 de fondos de capital extranjero con mayores compras de TES en mayo 2022 vs diciembre 2021

Miles de millones de COP		
	Posición en TES a mayo 2022	Aumento posición may-22 vs dic-21
Norges Bank	5.398,51	1.971,89
Saudi Central Bank	4.037,56	742,51
Universities Superannuation Scheme	1.165,25	525,99
Government Of Singapore	5.764,51	409,03
Diddley Bow Investments Holding B.V.	992,23	355,16
Pimco Emerging Local Bond Fund	726,01	345,98
Vanguard Total International Bond li Index Fu	915,35	345,50
Franklin Templeton Investment Funds	3.545,88	322,04
Emso Agave Fund Spc - Emso Crocus Long Only F	296,55	296,55
Capital World Bond Fund	806,58	287,96

Fuente: Contraloría General de la República. Cálculos: Corficolombiana

Inicialmente, en nuestro informe de renta fija del mes de abril (ver “La renta fija en tiempos de inflación” en [Informe Renta fija – abril de 2022](#)) habíamos identificado algunos de estos nombres, los cuales eran fondos de pensiones gubernamentales o fondos de inversión con estrategias pasivas.

Para el primer grupo, los cuatro primeros de la tabla son fondos de pensiones nacionales y que administran las reservas internacionales de esos países, a excepción del fondo de pensiones de las universidades del Reino Unido (Universities Superannuation Scheme). En el caso de jugadores como Pimco, Vanguard y Franklin Templeton son fondos de inversiones con estrategias países, que dentro de sus benchmarks escogidos Colombia está incluido y solo una reducción abrupta en estos índices causaría un retiro masivo de sus posiciones, lo cual en el corto plazo creemos poco probable. Por último, el Capital World Bond Fund es un fondo de inversión de deuda global diversificado, y que tiene una única restricción de invertir hasta un 25% de su portafolio en deuda soberana o corporativa con calificación BB o menos.

Tabla 3. Top 10 de fondos de capital extranjero con mayor posición en TES. Corte mayo 2022

	Miles de millones de COP
	Posición en TES a mayo 2022
The Monetary Authority Of Singapore	6.523,13
Government Of Singapore	5.764,51
Norges Bank	5.398,51
Saudi Central Bank	4.037,56
Franklin Templeton Investment Funds	3.545,88
Caisse De Depot Et Placement Du Quebec	3.411,86
Stichting Pensioenfond Abp	2.186,74
Stichting Pggm Depositary	2.016,01
Government Pension Investment Fund	1.925,70
Abu Dabi Investment Authority	1.675,47

Fuente: Contraloría General de la República. Cálculos: Corficolombiana

En el caso del segundo grupo, hay varios de los nombres que se repiten del primero. Sin embargo, los fondos que completan este grupo son en su mayoría fondos de pensiones. El Caisse De Depot Et Placement Du Quebec, es el fondo de pensiones de la ciudad de Quebec en Canadá, el Stichting Pensioenfond Abp es uno de los fondos más grande de Países Bajos, el Government Pension Investment Fund es el fondo de pensiones de Japón y el Abu Dabi Investment Authority, es la autoridad encargada de administrar pensiones y reservas internacionales de Abu Dabi.

En conclusión, con este primer análisis descriptivo de quienes componen estos dos grupos, **inferimos que los TES que están en manos de fondos extranjeros son jugadores con estrategias de inversión más estructurales y no deberían existir potenciales flujos de salida de estos capitales en el corto plazo, y que conlleven a un estrés adicional en nuestro mercado de deuda.** Sin embargo, habrá que ser cautelosos en la forma como Colombia llevará acabo políticas macroeconómicas y financieras que permitan mantener la estabilidad y credibilidad sobre el país, ya que sin ello, en ese escenario la posibilidad de un retiro de capitales sería más alta.

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. 69962

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. 70015

diego.gomez@corficolombiana.com

Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70018

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70016

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Jenny Moreno

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

jenny.moreno@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+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 Cárdenas

Analista de inteligencia empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

jaime.cardenas@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbeagozo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

maria.orbeagozo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70422

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70017

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 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.