

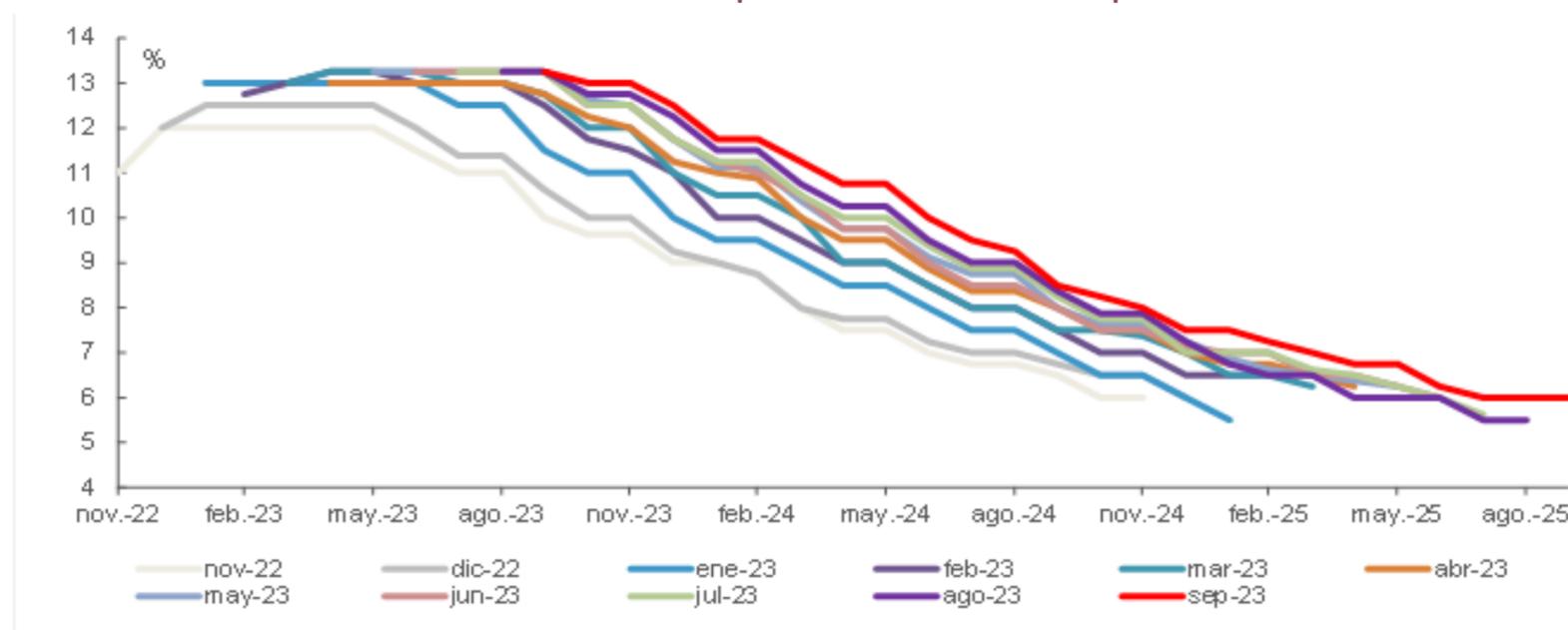
Reporte Especial: ¿Qué ha estado detrás del movimiento de los COLTES en 2023? Perspectivas de mediano plazo.

- El año 2023 sigue siendo un año desafiante en el que muchos bancos centrales de todo el mundo luchan por encontrar el final del ciclo de alzas en el contexto de una inflación aún alta y una economía resistente. La incertidumbre sigue siendo elevada y genera una volatilidad sustancial en los mercados financieros.
- En Colombia, el mercado de COLTES se ha visto afectado por varios choques. No sólo importa el escenario internacional, sino que las tasas también reflejan acontecimientos internos que merecen ser descritos. Dicho esto, también es relevante analizar si esos shocks son temporales o estructurales, lo que podría ayudarnos a evaluar si los niveles de tasas actuales son compatibles con los fundamentales macroeconómicos.
- Concluimos que si bien en el corto plazo la volatilidad internacional seguirá siendo relevante y probablemente impactará a la deuda pública local, en el mediano plazo, la reducción de la inflación, las expectativas de inflación y la proximidad de un ciclo de recorte de tasas de interés será un fundamental fuerte que genera un potencial de valor en la curva.

Fundamentales macroeconómicos

Al inicio de 2023 el consenso del mercado señaló que la inflación alcanzaría su punto máximo a principios de año, lo que era compatible con la estabilidad de tasas del Banrep en el primer trimestre de 2023 y un posible recorte de tasas durante el segundo semestre de 2023. Sin embargo, la inflación alcanzó su punto máximo más tarde de lo esperado y la tasa del Banrep alcanzó un nivel de tasas superior al anticipado al principio del año (Gráfico 1).

Gráfico 1: Evolución de la senda esperada de tasa de política monetaria en las encuestas del Banrep entre Noviembre 2022 a Septiembre 2023



Fuente: Encuesta de Expectativas Banrep (Noviembre 2022 a Septiembre 2023)

Durante este vaivén de expectativas, los mercados, especialmente la curva de rendimientos empezó a reflejar de alguna manera en los precios la cercanía del ciclo de recorte de tasas de interés, motivo que, a nuestro juicio, desencadenó la curva de COLTES pesos consolidara operaciones por debajo de la tasa de política monetaria que desde inicios de 2023. Sin embargo, como las expectativas de un recorte de tasas se han retrasado, la curva COLTES perdió impulso e incluso parte de las ganancias registradas en el año se revirtieron parcialmente en los episodios recientes de volatilidad.

Cuadro 1. Cambio en las tenencias de COLTES Principales agentes 2014 – YTD2023

Cambio neto en las tenencias de COLTES (COP bn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fondos de Pensiones	2.3	4.8	6.5	4.9	10.7	17.3	7.7	6.4	3.3	27.5
Bancos Comerciales	0.2	2.2	-0.7	7.1	4.8	0.9	7.1	5.7	4.0	-4.3
Fondos Extranjeros	18.5	6.9	21.0	10.2	9.6	-1.0	10.9	11.3	19.4	-10.9
Ministerio de Hacienda	1.7	4.2	-1.5	-3.7	12.6	-8.1	-3.9	1.2	-2.4	4.2
Banco de la República	0.0	0.0	8.4	2.2	-4.4	7.6	4.5	13.2	14.0	8.2
Fondos de Inversión Colectivos	-0.1	0.3	-0.1	0.6	1.7	0.7	4.2	-3.3	-1.1	1.2
Compañías de Seguros	0.7	0.3	1.9	0.6	2.9	0.7	1.7	6.2	12.5	11.0

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Cálculos Scotiabank Colpatría.

Reporte Especial Renta Fija

- El contexto internacional es desafiante debido al llamado de la Reserva Federal a tener "tasas más altas por más tiempo", por lo que los flujos de inversión provenientes de inversionistas extranjeros ya no son un viento de cola en Colombia.

En 2022, los ingresos de inversionistas extranjeros sumaron más de COP 19 bn, convirtiéndose incluso en el principal tenedor de COLTES al poseer el 26,2% del total de TES en circulación. En contraste, durante 2023 los extranjeros han vendido, hasta septiembre de 2023, COP 10,9 bn (Cuadro 1), disminuyendo su participación en el flotante total de COLTES a 21,8%.

Si bien la incertidumbre sobre la política de la Reserva Federal es un fundamental relevante en la falta de apetito de los inversionistas extranjeros, una hipótesis alterna podría estar asociada al desarrollo de una estrategia de reducir la exposición a América Latina, tratando de equilibrar el posicionamiento entre países debido a las diferencias en los ciclos de la política monetaria en la región.

- La liquidez local ayudó a compensar la ausencia de los agentes extranjeros. Encontramos dos eventos que ayudaron a COLTES a compensar con creces la ausencia del offshore de 2023: uno relacionado con los inversores nacionales y el segundo con las autoridades económicas.

- Durante el último trimestre de 2022, los fondos de pensiones (AFP) vendieron COP4 bn de COLTES. El comportamiento conjugó un escenario de incertidumbre en torno a la reforma pensional y la fuerte depreciación del COP que les hizo reconfigurar el portafolio hacia inversiones extranjeras. Sin embargo, el volátil contexto internacional produjo una necesidad de liquidez para cumplir con los llamados de margen por operaciones de cobertura en parte del posicionamiento internacional, lo cual también redujo el disponible para la inversión en deuda pública local.

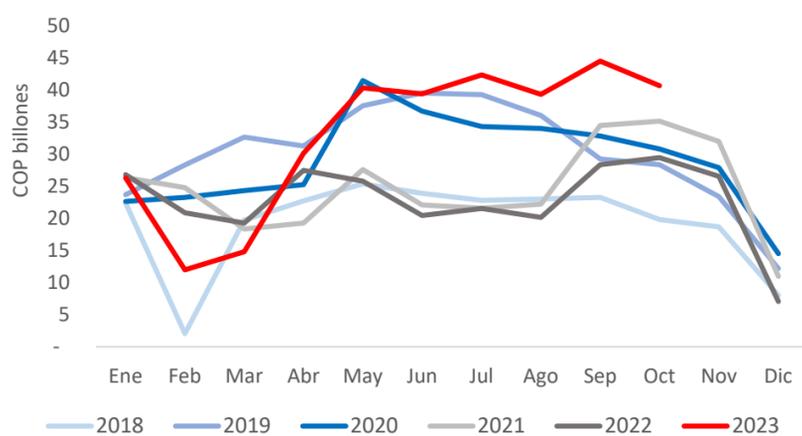
En 2023, luego de la fuerte apreciación del COP en enero y de aliviar las presiones por llamadas de margen anteriores, las AFP decidieron regresar al mercado de TES y comenzaron a comprar significativamente. De hecho, en lo que va de septiembre, las AFP han comprado COP 27,4 billones (Cuadro 1) que no sólo ayudaron a absorber las ventas offshore sino también a ofertar los nuevos pendientes naturales provenientes de la emisión adicional del tesoro.

Adicional al flujo de los fondos de pensiones, agentes como las aseguradoras, fondos fiduciarios tuvieron un contexto de amplia liquidez al inicio del año que apoyó el buen comportamiento del mercado de COLTES.

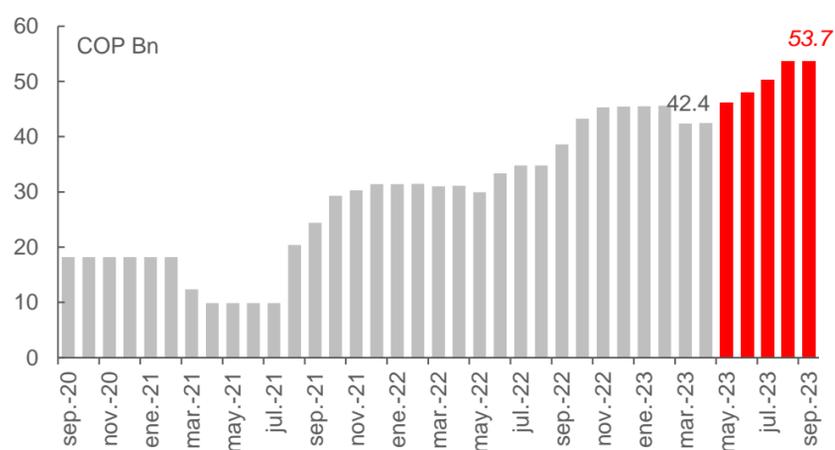
- Autoridades económicas. En 2023, la ejecución del presupuesto del gobierno no cumplió con los planes, lo que provocó que el Tesoro aumentara los depósitos en su cuenta del BanRep en más de COP 20 billones (por encima de la media histórica, Gráfico 3 panel A) y generó una escasez de liquidez. Esto significó que el BanRep tuvo que comprar COP8 billones en TES este año para resolver parcialmente los problemas de liquidez en el mercado (Gráfico 3 panel B), lo que ayudó a los COLTES a recuperarse debido a la demanda no convencional de las pantallas.

Gráfico 3: Evolución DTN y Portafolio de COLTES del Banco de la República

Panel A. Evolución de los saldos fin de mes de los Depósitos del Tesoro Nacional



Panel B. Evolución de las Tenencias de TES por parte del Banco de la República

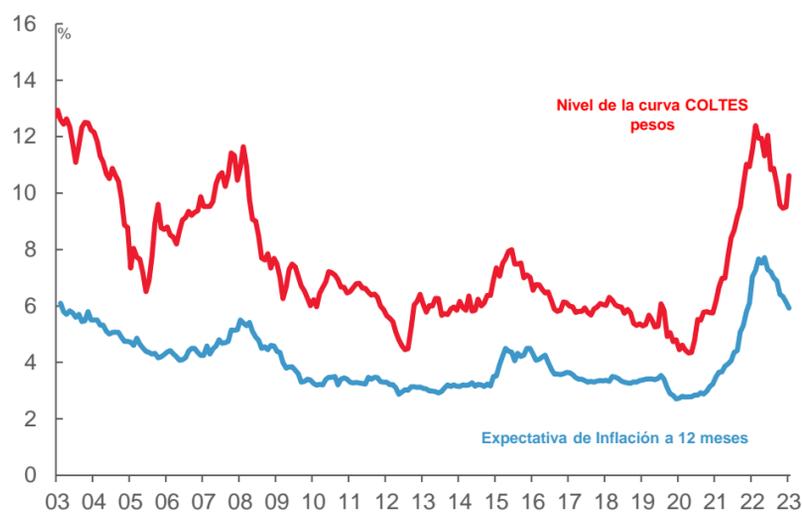


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Colpatría Economics.

Al parecer, estos dos choques desaparecieron recientemente a medida que el Gobierno está acelerando la ejecución presupuestaria. Paralelamente, las AFP al parecer tienen flujos normalizados. Por lo tanto, creemos que la reciente liquidación de COLTES se debió más a la normalización de la liquidez y a una reversión del posicionamiento extendido que había anticipado recortes de tasas demasiado pronto. Los diferenciales de COLTES frente a las referencias internacionales no se han ampliado significativamente, lo que sugiere que la percepción de riesgo de Colombia no ha cambiado sustancialmente.

Dicho esto, desde la perspectiva macroeconómica, a pesar del reciente episodio negativo en las tasas, la curva COLTES podría reflejar algún valor fundamental positivo en el futuro si la inflación esperada y observada cae lo suficiente (Gráfico 4), lo que motivará al BanRep a iniciar un decidido ciclo de flexibilización, que podría generar un mayor apetito en inversores en general (locales e internacionales).

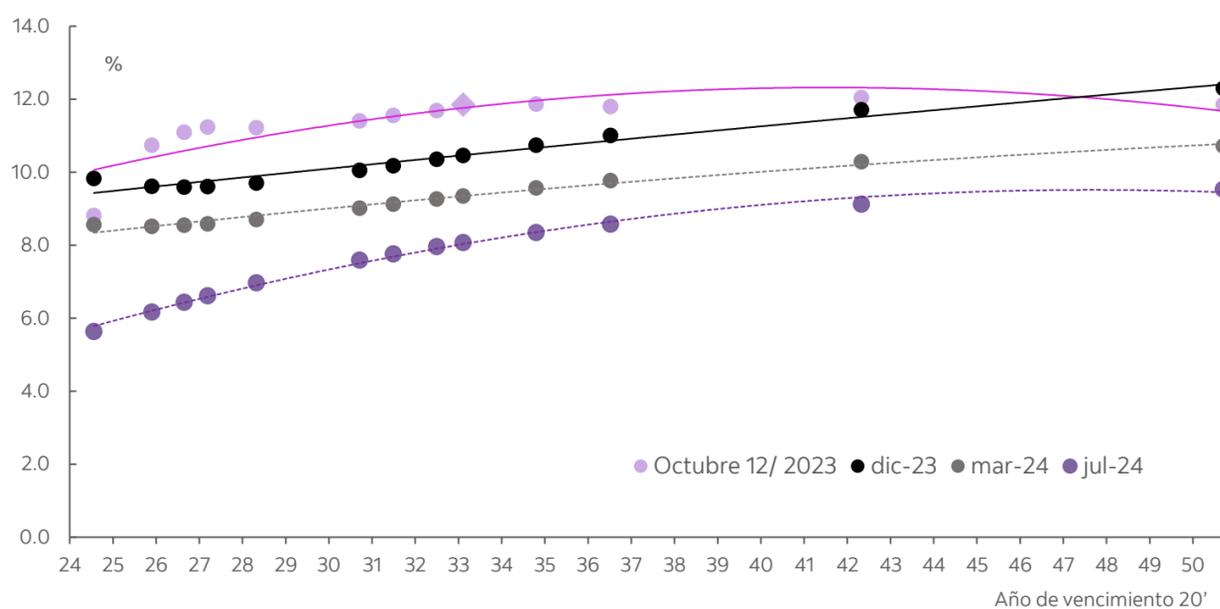
Gráfico 4. Relación nivel de la curva y expectativas de inflación



Fuente: Banrep, Precia, Scotiabank Economics.

Mientras tanto, es posible que los episodios de volatilidad se mantengan. De hecho, en el año transcurrido hasta julio, toda la curva de rendimiento había bajado más de 170 puntos básicos en promedio, mientras que en septiembre subió 100 puntos básicos, lo que refleja una elevada incertidumbre, especialmente en los mercados internacionales. Sin embargo, en el mediano plazo, la inflación y los fundamentales de la política monetaria interna importan más en la tendencia general, en este sentido, en la medida en que se afirme el ciclo de bajada de tasas de interés, la parte corta y media de la curva debería ser la más beneficiada de un movimiento bajista en tasas, que se espera sea generalizado (Gráfico 5).

Gráfico 5. Evolución esperada de la curva de rendimientos COLTES dado el escenario macro de bajada de tasas.



Fuente: Scotiabank Colpatría.

Reporte Especial Renta Fija

© The Bank of Nova Scotia 2023

“Este reporte ha sido preparado por Scotiabank Colpatria para sus clientes. Las opiniones, estimados y proyecciones aquí contenidas corresponden a la fecha de la presente y están sujetas a cambio sin previo aviso. Los datos incluidos en el presente documento provienen de fuentes públicas consideradas fidedignas, sin embargo, Scotiabank Colpatria no se hace responsable de su veracidad ni de la interpretación que de los mismos se haga. La información, herramientas y material contenidos en este reporte son proporcionados meramente con fines informativos y no deben ser utilizados o considerados como una oferta para comprar, vender, emitir valores o cualquier otro instrumento financiero.

This report has been prepared by Scotiabank Colpatria for its clients. Opinions, estimates and projections contained herein are our own as of the date hereof and are subject to change without notice. The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to their accuracy or completeness. Neither Scotiabank Colpatria nor its affiliates accepts any liability whatsoever for their correctness or their interpretation. The information, tools and material presented in this report are provided solely for information purposes and must not be construed to be any offer to purchase, sell, issue securities or any other financial instrument.”

Disclaimer:

- Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Colpatria S.A. Establecimiento Bancario, para ser distribuido entre sus clientes y entre los de sus filiales en Colombia: Fiduciaria Scotiabank Colpatria S.A. Sociedad de Servicios Financieros y Scotia Securities (Colombia) S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa, entidades sometidas a la inspección, vigilancia y control por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- El contenido del presente documento no constituye una recomendación profesional o un informe de investigación sobre inversiones para realizar inversiones, en los términos de los artículos 2.40.1.1.2 y 2.40.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 o de las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.
- La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación personalizada de inversión, ni invitación, oferta, solicitud, sugerencia u obligación por parte de Scotiabank Colpatria S.A., ni sus filiales en Colombia, sus administradores, representantes, asociados, directores, socios, empleados, asesores o contratistas. En ese orden de ideas, la información contenida en este documento se publica para su utilización general y no tiene en cuenta objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de algún inversionista en particular. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor. El lector debe tener claro que el objetivo del documento no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados. La información contenida es de carácter estrictamente referencial y así debe ser interpretada.
- Las personas interesadas, deben buscar asesoramiento profesional autorizado sobre la conveniencia de tomar decisiones de inversión y deben comprender que es posible que las declaraciones con respecto a las perspectivas futuras no se realicen.
- Las opiniones contenidas en este documento se han compilado o se han obtenido de fuentes información públicas que se consideran confiables, pero no se hace ninguna declaración de garantía, expresa o implícita, en cuanto a su exactitud o integridad.
- Ni Scotiabank Colpatria S.A., ni sus filiales aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de la información contenida en este documento.
- La información contenida en este documento se basa en ciertos supuestos y análisis de la información disponible en el momento en que esta se preparó, los cuales pueden ser o no correctos. Por lo anterior, no hay ninguna certeza acerca de que las proyecciones contenidas en este documento se cumplirán; por lo cual, nada de lo contenido en este documento es o debe ser considerado como una promesa o garantía en cuanto al comportamiento de las proyecciones en el futuro.
- Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas en este documento están sujetas a cambios, sin previo aviso.
- Este documento no es, y no debe interpretarse como: (i) una oferta de venta o solicitud de una oferta para comprar valores; (ii) una oferta para realizar transacciones comerciales; o (iii) una asesoría de inversión.
- ® Marca registrada de The Bank of Nova Scotia, utilizada bajo licencia. * Scotiabank se refiere a The Bank of Nova Scotia.

Acerca de Scotiabank Colpatria

Scotiabank Colpatria cuenta con un amplio portafolio de productos destinados a clientes de los segmentos Corporativo, Empresarial, Pyme y Banca Privada así como créditos de consumo, préstamos hipotecarios, entre otros dirigidos al segmento Retail. Es uno de los principales emisores de tarjetas de crédito -incluyendo las de marca compartida- y créditos rotativos. Tiene presencia en 22 ciudades colombianas, una amplia red de oficinas, corresponsalía bancaria y más de 700 cajeros automáticos propios a nivel nacional, más de 190 de ellos multifuncionales para pagos y depósitos en línea. Para acceder al variado portafolio de productos se puede consultar la página web: www.scotiabankcolpatria.com, con la fuerza comercial en las sucursales o en la línea de atención en Bogotá (601) 756 1616 y a nivel nacional 01 8000 522222.