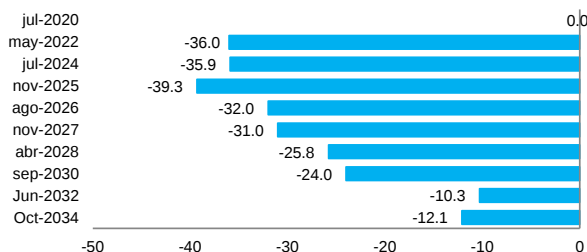
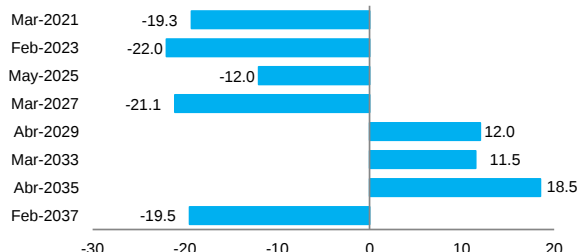


viernes, 19 de junio de 2020

TES TF (cambio semanal en pbs)

TES UVR (cambio semanal en pbs)


¿Qué pensamos?

- Las últimas dos semanas han sido de alta volatilidad para la deuda pública local. La semana anterior observamos cómo los TES presentaron importantes desvalorizaciones que desplazaron la curva de rendimientos de los TEF TF al alza en promedio 46 pbs. En esta última semana hemos observado un ambiente de mayor calma y una menor presión vendedora de títulos, lo que permitió que la curva de TES se desplazara a la baja en 27pbs en promedio; sin embargo, cabe anotar que los títulos (excepto los TES 2022) no han retornado a los niveles de tasa anteriores, y lo que se ha dado ha sido un fenómeno de empujamiento de la curva de rendimientos que obedece a un mayor riesgo asociado a los TES de mayor vencimiento.
- La semana anterior se juntaron dos hechos que llevaron a que se acentuaran las desvalorizaciones de los TES. En primer lugar, los mercados a nivel global entraron a un ambiente de risk off derivado de los comentarios realizados por el presidente de la FED donde el discurso no fue percibido como de apoyo incondicional a los mercados, a lo que se sumaron las proyecciones negativas de la entidad frente al crecimiento económico de EE.UU. al igual que de inflación. En segundo lugar, y con un impacto mayor, el mercado reaccionó a la incertidumbre sobre las cuentas fiscales del Gobierno ante las reuniones que se dieron con el Comité Consultivo de la Regla Fiscal (CCRF) donde al final decidieron suspender la Regla por éste y el próximo año. Debido a esto y a la incertidumbre sobre las fuentes de financiamiento de los recursos, se perdió el apetito por los títulos de deuda pública especialmente por parte de los inversionistas extranjeros.
- El mercado ha visto con nerviosismo cómo la decisión de suspender la Regla Fiscal después de que el CCRF avalara por unanimidad la implementación del Artículo 11 de la Ley que la rige, y a pesar de que el concepto favorable implicaría unos compromisos por parte del gobierno, especialmente en plasmar la estrategia fiscal requerida para garantizar el retorno hacia la senda de déficit establecida después de 2022, en el Marco Fiscal de Mediano Plazo y de establecer las prioridades sobre el gasto público, y fijar niveles de gasto consistentes con los ingresos de la Nación y con su situación económica. Por tal razón, el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) jugará un papel fundamental para la convicción o no de demandar títulos de deuda pública local por parte de los inversionistas. Es así como el mercado estará atento a que se den dos puntos fundamentales en el MFMP: i) el primero, el nivel de déficit fiscal ahora que el gobierno no tiene límite y por supuesto las fuentes para financiar dicho déficit; y ii) ver la senda gasto y las metas de déficit después de 2022 que permitan retornar a los niveles de déficit estructural en un futuro cercano.
- Frente al primero, es probable que gran parte de esos nuevos compromisos de gasto ante un mayor déficit fiscal (estaría alrededor de 8.0%), sean financiados con los recursos de la línea de crédito flexible que la Nación renovó con el FMI por USD 10 mil millones; y aunado a esto, que la financiación sea lo menos posible con emisión de TES para no resentir las condiciones del mercado de deuda pública local.
- Frente al segundo punto resaltado, el mercado esperará ver una senda creíble de retorno a niveles sostenibles de déficit, que permitan "comprar tiempo" con las calificadoras y que éstas le den un mayor periodo de evaluación a las métricas de la Nación, antes de tomar decisiones de cambios sobre la calificación de la deuda del país.
- A nivel de la región el Banco Central de Brasil recortó la tasa SELIC en 75pbs al 2.25%, marcando un nuevo mínimo histórico en la tasa de referencia. De esta forma, este país completa un movimiento de 225pbs en lo corrido del año. Por otra parte, Chile mantuvo la tasa de referencia en 0.50% por tercer mes consecutivo, nivel que se asemeja al observado en la crisis financiera de 2009; no obstante, redujo las proyecciones de crecimiento económico del país.
- Sin embargo, los estímulos que han otorgado los diferentes bancos centrales han contribuido a un mejor ambiente en esta última semana, lo cual ha repercutido en favor de las economías emergentes, aun cuando el foco de la pandemia permanece en esta región y en EEUU. Es por esto, que Chile, Chipre, Malasia Rusia y México ocupan los primeros lugares en valorización de los títulos a 10 años. De acuerdo a lo anterior, los Tesoros americanos a 10 años presentaron desvalorizaciones en la última semana de 3.5pbs, lo que refleja un menor apetito por activos refugio frente a la última semana. El anuncio más importante en la semana vino de la FED quien notificó la compra de bonos corporativos por USD 750bn, esta vez de manera directa para proveer de liquidez a las empresas que más lo necesiten.
- A nivel local se publicó la encuesta de expectativas del Banco de la República, la cual mostró que el mercado espera en promedio una variación mensual de la inflación de -0.07% m/m, aunque el rango de las expectativas es bastante amplio entre -0.44% y 0.31%. El año pasado, la variación de junio fue 0.27%, y con este promedio implica que la inflación anual descendería 34pbs aproximadamente desde el 2.85% observado en mayo.
- Por otra parte, el mercado espera en promedio una reducción de 25pbs por parte de la JDBR en la reunión del 30 de junio. Así mismo, el mercado espera que se realice un recorte adicional en el segundo semestre, de esta forma, la tasa de referencia podría cerrar el año en 2.25%.
- Adicional, se conoció el Indicador de Seguimiento de la Economía de Colombia (ISE) correspondiente a abril, y se observó una contracción de 20% en dicho mes. De esta forma, se completan dos meses de caídas derivadas de las medidas de aislamiento tomadas en el país con el objetivo de contener la pandemia del Covid-19. Esto no sería una sorpresa para el BanRep, en el sentido en que esperan que el crecimiento económico del 2T20 va a ser el más bajo de la historia, y con el dato observado de abril es casi que certero que se observaría una caída en este trimestre, dado que la economía en mayo la economía estuvo paralizada y hasta junio se ha observado una mayor apertura de algunos sectores de la economía.
- Los TES UVR han sido castigados también en las últimas semanas, tras el dato de inflación que sorprendió a la baja al mercado. En el caso de estos títulos, se ha observado un aplanamiento de la curva de rendimientos, ante la mayor desvalorización de los TES UVR de menor plazo como son los UVR 2021. No obstante, en la última semana las valorizaciones de la curva de rendimientos de TES UVR ha sido en promedio 18 pbs.
- Consideramos difícil que bajo las actuales condiciones de incertidumbre los TES avancen más de lo que ya lo han hecho en la semana, y esperamos que entren en unos rangos más laterales, e incluso presenten algunas desvalorizaciones de cara a la publicación del MFMP la próxima semana.

Principales indicadores

Indicador	18-jun-20
IBR Overnight (e.a.)	2.742%
IBR 1m (e.a.)	2.526%
IBR 3m (e.a.)	2.386%
IBR 6m (e.a.)	2.337%
DTF (e.a.)	4.170%
IPC (var. anual)	2.85%
UVR	276.4337
Tasa Banrep (e.a.)	2.75%
TRM	3,749.03

Calificadora	Calificación crediticia	Perspectiva
S&P	BBB-	Negativa
Moody's	Baa2	Estable
Fitch	BBB	Negativa

Comentarios recientes Calificadoras

Abr-01-20: Disminución de la calificación de BBB a BBB-, manteniendo la perspectiva negativa. Esta decisión se sustenta en el debilitamiento de las métricas fiscales y menores perspectivas de crecimiento económico. *Fitch*

Mar-26-20: Cambió la perspectiva de estable a negativa como consecuencia del deterioro del perfil externo debido al choque del Covid-19 y caída en los precios del petróleo. *S&P*

¿Qué pensamos?

- Recomendamos para esta semana los TES TF 2022, los cuales se ubican en niveles de 3.29% y la tasa del Banrep es 2.75%, esto implica que se ubican más de 50 pbs. Ante la posibilidad de que el diferencial se amplíe en dos semanas como consecuencia de la reunión del Banco de la República y el posible recorte en la tasa de interés de al menos 25 pbs en la tasa de referencia (2.50%).
- De igual manera, bajo las condiciones actuales de incertidumbre por las condiciones fiscales del país, el título sirve como activo refugio mientras se conoce más información en torno al financiamiento del nuevo déficit fiscal.

COL TES 05/04/22	30	60	90	120	180	270	360
2.54	20.40%	11.11%	8.18%	6.74%	5.32%	4.62%	3.93%
2.69	16.75%	9.50%	7.18%	6.04%	4.91%	4.35%	3.80%
2.84	13.22%	7.91%	6.19%	5.34%	4.50%	4.08%	3.67%
2.99	9.81%	6.34%	5.21%	4.65%	4.10%	3.82%	3.55%
3.14	6.50%	4.80%	4.25%	3.97%	3.69%	3.55%	3.42%
3.29	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%
3.44	0.19%	1.80%	2.34%	2.62%	2.89%	3.03%	3.16%
3.59	-2.82%	0.33%	1.41%	1.95%	2.49%	2.77%	3.04%
3.74	-5.73%	-1.11%	0.48%	1.29%	2.10%	2.51%	2.91%
3.89	-8.55%	-2.53%	-0.44%	0.63%	1.70%	2.25%	2.78%
4.04	-11.29%	-3.93%	-1.34%	-0.02%	1.31%	1.99%	2.66%

Subastas TES

Calendario de Subastas

Moneda	Competitivas	No competitivas	Títulos en subastas			
UVR	3/06/2020	12/06/2020	abr-2029	mar-2033	feb-2037	jun-2049
COP	10/06/2020	19/06/2020	nov-2027	oct-2034		
UVR	17/06/2020	26/06/2020	abr-2029	mar-2033	feb-2037	jun-2049
COP	24/06/2020	3/07/2020	abr-2029	mar-2033		
UVR	1/07/2020	10/07/2020	abr-2029	mar-2033	feb-2037	jun-2049
COP	8/07/2020	17/07/2020	nov-2027	oct-2034		
UVR	15/07/2020	24/07/2020	abr-2029	mar-2033	feb-2037	jun-2049
COP	22/07/2020	31/07/2020	nov-2027	oct-2034		

Calendario de Cupones

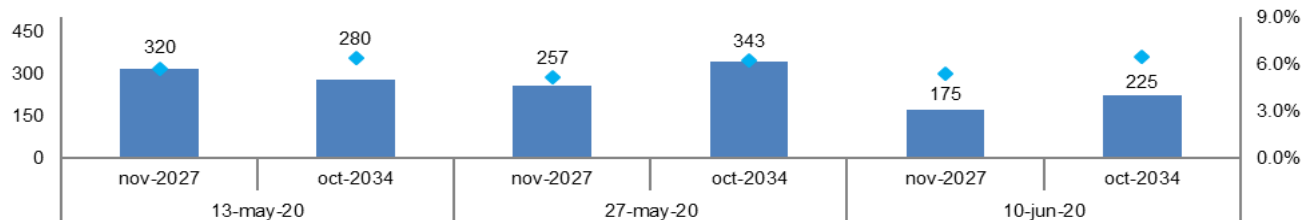
Junio	Valor del cupón (MM)
16 TES 2049	TES 2049: COP 120
30 TES 2032	TES 2032: COP 1,402

*MM: Miles de millones

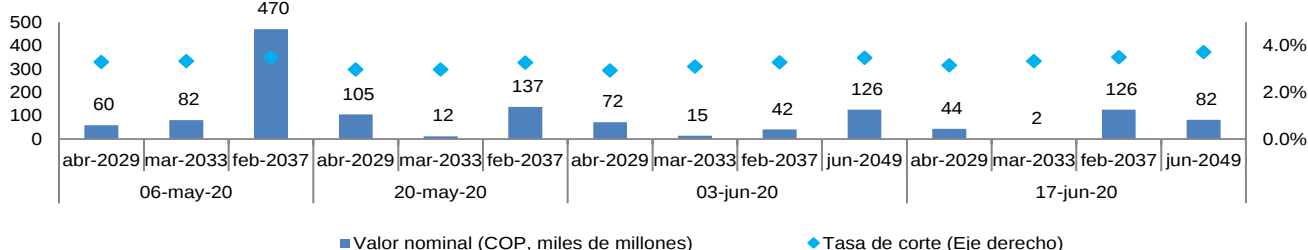
TES COP		
Fecha	Título	Bid to cover
13-may-20	nov-2027	5.00
	oct-2034	2.53
27-may-20	nov-2027	3.27
	oct-2034	2.91
10-jun-20	nov-2027	1.75
	oct-2034	1.72

TES UVR		
Fecha	Título	Bid to cover
6-may-20	abr-2029	2.78
	mar-2033	2.69
	feb-2037	1.53
20-may-20	abr-2029	2.74
	mar-2033	5.30
	feb-2037	2.33
3-jun-20	abr-2029	3.77
	mar-2033	3.57
	feb-2037	2.70
17-jun-20	jun-2049	2.44
	abr-2029	2.76
	mar-2033	21.77
	feb-2037	2.48
	jun-2049	3.41

Subastas TES COP



Subastas TES UVR



Spread entre TES

TES TF	2020	2022	2024	2025	2026	2027	2028	2030	2032	2034
2020	0	30.2	95.7	155.3	180.5	236.8	245.5	304.8	322.2	341.6
2022	23.4	0	65.5	125.1	150.3	206.6	215.2	274.5	292.0	311.4
2024	104.5	81.1	0	59.6	84.8	141.1	149.8	209.1	226.5	245.9
2025	173.1	149.7	68.6	0	25.2	81.5	90.1	149.4	166.9	186.3
2026	202.4	179.0	97.9	29.3	0	56.3	64.9	124.2	141.7	161.1
2027	263.4	240.0	158.9	90.3	61.0	0	8.7	68.0	85.4	104.8
2028	274.6	251.2	170.1	101.5	72.2	11.2	0	59.3	76.8	96.2
2030	338.4	315.0	233.9	165.3	136.0	75.0	63.8	0	17.5	36.8
2032	359.4	336.0	254.9	186.3	157.0	96.0	84.8	21.0	0	19.4
2034	379.3	355.9	274.8	206.2	176.9	115.9	104.7	40.9	19.9	0

Promedio
30 días

Hoy

TES UVR	2021	2023	2025	2027	2029	2033	2035	2037
2021	0	-24.0	9.9	48.4	77.5	91.7	99.0	110.3
2023	-33.7	0	33.9	72.4	101.5	115.7	123.0	134.3
2025	-2.7	31.0	0	38.5	67.6	81.8	89.1	100.4
2027	36.2	69.9	38.9	0	29.1	43.3	50.6	61.9
2029	69.3	103.0	72.0	33.1	0	14.2	21.5	32.8
2033	89.3	123.0	92.0	53.1	20.0	0	7.3	18.6
2035	89.3	123.0	92.0	53.1	20.0	0.0	0	11.3
2037	85.3	119.0	88.0	49.1	16	-4.0	-4.0	0

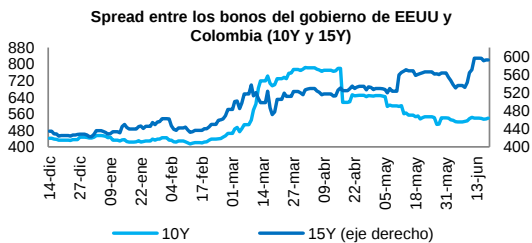
Spread hoy = Tasa título mayor (t) - Tasa título menor (t)
 Spread Prom. 30 días = Tasa título mayor (Tasa promedio últimos 30 días) - Tasa título menor (Tasa promedio últimos 30 días)
 Color = Spread hoy - Spread 1s

Promedio
30 días

Mayor compresión Spread vs Prom. 30 días
 Mayor ampliación Spread vs Prom. 30 días

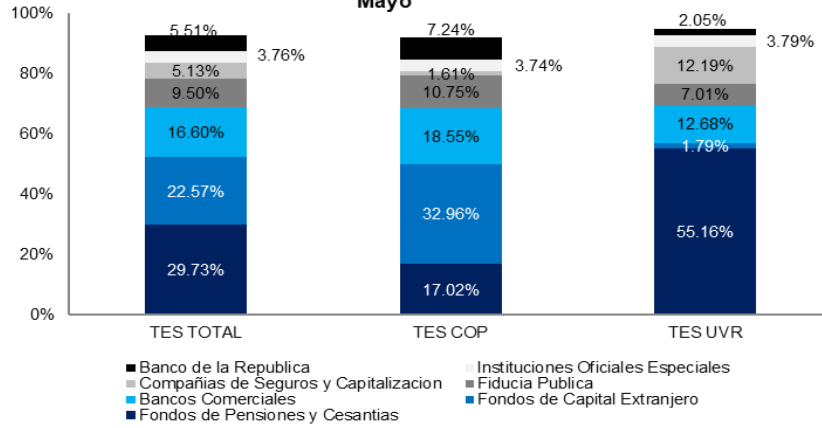
- Se amplió el spread de la tasa de interés de hoy con relación al spread de la tasa promedio de los últimos 30 días de los títulos de largo plazo (TES TF 2032 y TES TF 2034) con relación a los títulos de la parte corta de la curva (TES TF 2020 y TES TF 2022).
- Se comprimió el spread de hoy vs el spread promedio de los últimos 30 días de los TES UVR con relación a los demás títulos de la curva de rendimientos. Adicional, se comprimió el spread de los TES UVR 2033 con relación a los de la parte corta y media de la curva de rendimientos de los TES UVR

Spread en pbs	TES -Tasa Repo	TES - Inflación
jul-2020	30.6	20.6
may-2022	54.0	44.0
jul-2024	135.1	125.1
nov-2025	203.7	193.7
ago-2026	233.0	223.0
nov-2027	294.0	284.0
abr-2028	305.2	295.2
sep-2030	369.0	359.0
jun-2032	390.0	380.0

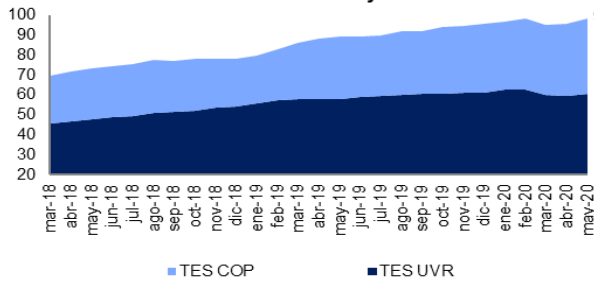


Tenedores de TES

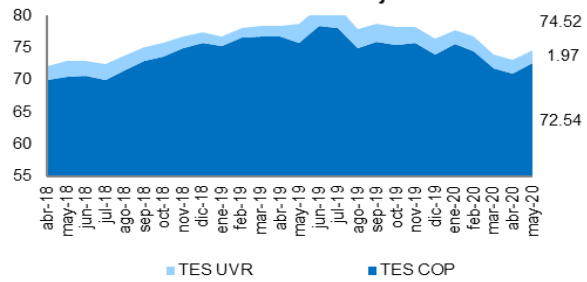
Proporción de los Tenedores (% Total)
Mayo



Fondos de Pensiones y Cesantías



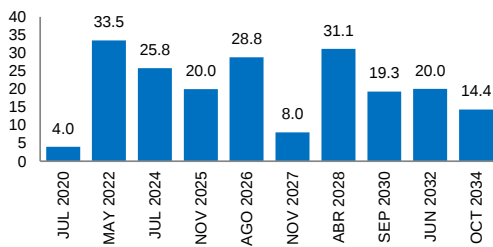
Inversionistas Extranjeros*



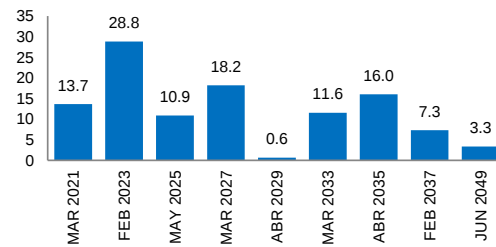
*Cifras en billones de COP

Emisiones vigentes de TES

TES TF (BN)



TES UVR (COP-BN)



Dirección de Estrategias e Investigaciones Económicas

Francisco Chaves

Director

fjchaves@fiduoccidente.com.co

Natalia Roa

Analista de Investigaciones Económicas

aroa@fiduoccidente.com.co

Eliana Bernal

Analista de Portafolio

ebernal@fiduoccidente.com.co



Nota legal

La información contenida en el presente documento constituye una interpretación del mercado efectuada por los suscritos que representa una opinión personal de los mismos que no compromete la responsabilidad de la Fiduciaria de Occidente S.A. El contenido y alcance de tal interpretación puede variar sin previo aviso según el comportamiento de los mercados. El presente documento no constituye ni puede ser interpretado como una oferta en firme por parte Fiduciaria de Occidente S.A. La operativa en mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. La información aquí contenida no constituye asesoría o consejo alguno, ni inducción a la celebración de una operación específica. Fiduciaria de Occidente S.A. no asume responsabilidad alguna por pérdidas derivadas de la aplicación de operativas, prácticas o procedimientos aquí descritos. Los informes, análisis y opiniones contenidos en este documento tienen carácter confidencial, por lo que queda prohibida su distribución sin el permiso explícito de los autores. Fiduciaria de Occidente S.A. no asume responsabilidad alguna relacionada con la continuidad en el envío de esta publicación ni con la información utilizada en el presente documento.