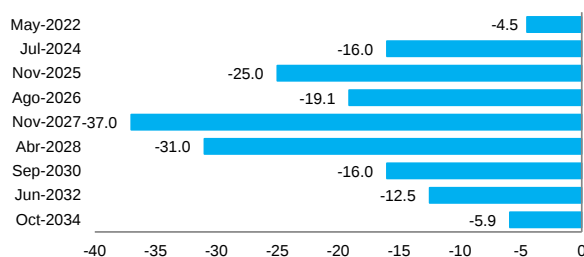
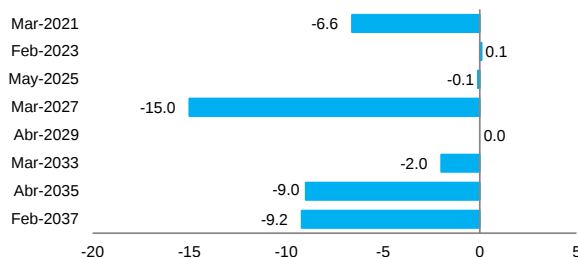


viernes, 15 de mayo de 2020

TES TF (cambio semanal en pbs)

TES UVR (cambio semanal en pbs)


¿Qué pensamos?

- Los TES TF han continuado en su senda de valorización que se consolidó en abril y se ha prolongado en lo corrido de mayo. De esta forma, la curva de rendimientos de los TES TF se ha desplazado a la baja en 68pbs en los primeros 14 días del mes. Luego de que en abril se valorizaran en mayor medida los títulos de menor plazo, Los inversionistas incrementaron el apetito de plazos más largos durante este mes. En abril las valorizaciones de los títulos de la curva de rendimientos de menor plazo (TES TF 2022 - TES TF 2026), se dio como consecuencia del recorte de tasas de interés por parte del Banco de la República, que a la fecha ya completa 100 pbs desde 4.25% a 3.25%.
- Cabe recordar que BanRep ha tomado medidas con el objetivo de reforzar el suministro de liquidez a la economía y apoyar la provisión de crédito que requieren las empresas y los hogares. Adicional, la JDBR decidió de manera unánime recortar la tasa de referencia en 50pbs por segundo mes consecutivo en su reunión ordinaria de abril, y en general realizó operaciones para estabilizar los mercados financieros locales, tanto el de TES como el de deuda privada. El mejor escenario para los activos internacionales sumado a la provisión de liquidez a los operadores del mercado por parte del República, permitió que retornara la confianza y con esto las valorizaciones desde los altos niveles de tasas que en su momento alcanzaron los títulos bajo el contexto de aversión al riesgo.
- El mercado sigue descontando recortes adicionales en la tasa de referencia para mayo y junio; si bien, la reunión de mayo originalmente no es de política monetaria, la entidad confirmó recientemente que en virtud de las circunstancias excepcionales que vive la economía colombiana como consecuencia de la pandemia Covid-19, la JDBR evaluará las condiciones de la economía y la política monetaria en los meses de mayo, agosto y noviembre. De esta forma, se incrementa la posibilidad de que la entidad reduzca tasas en la reunión dl 29 de mayo, lo que ha impulsado el apetito por los TES TF.
- El buen desempeño de los TES en el mes de abril se evidenció en las compras que realizaron los Bancos Comerciales (COP 3.70bn) y en menor medida los AFPs (COP 0.42bn) ; por el contrario, se observaron ventas del Ministerio de Hacienda (COP 1.59bn) y de los inversionistas extranjeros (COP 0.80bn). Es importante resaltar que, de acuerdo con la IFF, se observaron entrada de flujos hacia las economías emergentes por el monto de USD 17,051 mm; sin embargo, en Colombia, lo inversionistas extranjeros completan salidas de capital por COP 4.69bn en los últimos 3 meses, situación que obedece en parte a lo que es la disminución de la participación de Colombia en el índice GBI EM de JP Morgan, como consecuencia de la entrada de China y rebalances recientes. Sin embargo, debido a la estabilidad reciente en los mercados, a los altos niveles de nuestros títulos en comparación con otros países comparables, los inversionistas extranjeros han estado activos durante este mes, posicionándose en títulos de la parte media y recientemente en títulos más largos.
- Por otra parte, en lo que se refiere a TES UVR, estos títulos han perdido el apetito ante la expectativa de un fuerte descenso de la inflación para este año, lo que ha llevado a que la curva de rendimientos en lo corrido del mes se desplace al alza en 23pbs aproximadamente.
- Precisamente la inflación de abril fue 0.16% m/m, sorprendiendo al mercado a la baja dado que en promedio se esperaba una variación mensual de 0.30%; este comportamiento se explicó por un descenso en el precio de los combustibles y la eliminación del IVA para los servicios de telefonía domestica y celular de los montos inferiores a los 2 UVT (COP 71.214). Es importante mencionar que en abril el petróleo se continuó desvalorizando dado los problemas de almacenamiento que se presentan ante el exceso de oferta y una caída abrupta de la demanda, lo que llevó a que el precio del combustible se redujera por segundo mes consecutivo; adicional, la eliminación del IVA corresponde a las medidas tomadas por el Gobierno, al considerarse que el acceso a las telecomunicaciones es un servicio público esencial, esta medida tendrá vigencia por tres meses más (hasta julio).
- De esta forma, y ante la menor demanda que se experimenta actualmente como consecuencia del Aislamiento Preventivo Obligatorio, aunado a la desaceleración económica por la cual pasa la economía ante el cierre de empresas y, en consecuencia, el incremento en la tasa de desempleo. Esto será un factor importante, que tendrá presiones a la baja sobre la inflación, aunado a la reducción del precio de servicios que son esenciales para el ciudadano. De esta forma, nuestra expectativa es que la inflación descienda a la parte inferior del rango objetivo, acercándose al 2% a/a, esto se encuentra en línea con la expectativa del BanRep, ellos esperan que la inflación finalice el año entre 1% y 3%, ante una caída del crecimiento económico para el 2020 entre 2% a/a y 7% a/a.
- El Gobierno ha tenido que incrementar su gasto ante esta emergencia sanitaria, lo que llevó a que el Comité para la Regla Fiscal decidiera ampliar el déficit permitido por el Gobierno al 6.1% del PIB, lo cual iría en línea con el crecimiento esperado por el Gobierno para este año -5.5% a/a; sin embargo, el Gobierno anunció que no se financiará con deuda, dato clave para los TES y que permitió mayor confianza a la hora de posicionarse en títulos de mayor plazo una vez se disiparon los riesgos de mayores emisiones. Los recursos a financiar el déficit vendrán del Fonpet, del Grupo Bicentenario, los bonos de Solidaridad (TDS), los recursos del FAE, financiamiento con entidades Multilaterales, y financiamiento con TES como estaba ya planteado.
- La renta fija a nivel global continúa mostrando el apetito de los inversionistas por la posibilidad de que las tasas de interés permanezcan en niveles bajos por mucho tiempo, más ante los riesgos de una posible segunda ola de contagio que podría llevar a una desaceleración mayor de la economía global. Si bien, el optimismo sobre la reapertura escalonada de EEUU y la Eurozona se ha materializado en un mayor apetito por activos de riesgo, existe algún riesgo asumiendo que en las estaciones de otoño e invierno se espera una segunda ola de contagio que pudiera llevar a confinamientos en los países nuevamente. Esto, sumado a que el hallazgo de una vacuna tarde años y que las pandemias que se han experimentado en el siglo anterior, han presentado cerca de tres olas.
- En conclusión, a pesar de las fuertes valorizaciones observadas en los títulos de deuda pública, que los ha llevado a niveles cercanos a la pre-crisis (inicio de marzo), si BanRep reduce tasas y la inflación converge a nuestro escenario, vemos un espacio de valorización adicional, donde los TES de menor plazo podrían tener un primer impulso a la baja, y después los de mayor plazo, lo que supone un empinamiento de la curva de rendimientos en favor de los títulos cortos vs los largos. Vemos valor los TES 2027 en este momento por el empinamiento que aún hay en el belly de la curva de TES tasa fija.

Principales indicadores

Indicador	14-may-20
IBR Overnight (e.a.)	3.227%
IBR 1m (e.a.)	2.984%
IBR 3m (e.a.)	2.721%
IBR 6m (e.a.)	2.544%
DTF (e.a.)	4.440%
IPC (var. anual)	3.51%
UVR	276.0283
Tasa Banrep (e.a.)	3.25%
TRM	3,901.30

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 los TES TF 2027 porque les vemos valor con respecto a los TES TF 2024, debido a que las referencias más corta de la curva de rendimientos de los TES TF ha descontado en mayor medida los recortes de BanRep futuros, llegando incluso a niveles inferiores a la precisis.
- Por el contrario, la parte media de la curva se encuentra rezagada, lo que genera valor para este título. Estamos cómodos con el DV01 que ofrece ese título dado que los títulos de largo plazo podrían experimentar mayor volatilidad ante la coyuntura actual del Covid-19.

COLTES 11/03/27	30	60	90	120	180	270	360
5.50	25.81%	15.21%	11.88%	10.25%	8.65%	7.88%	7.10%
5.55	21.51%	13.25%	10.62%	9.33%	8.06%	7.45%	6.83%
5.60	17.36%	11.32%	9.38%	8.42%	7.48%	7.02%	6.56%
5.65	13.35%	9.43%	8.16%	7.52%	6.90%	6.60%	6.29%
5.70	9.48%	7.57%	6.95%	6.63%	6.32%	6.17%	6.02%
5.75	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%
5.80	2.15%	3.96%	4.57%	4.88%	5.18%	5.33%	5.48%
5.85	-1.33%	2.20%	3.40%	4.01%	4.62%	4.91%	5.21%
5.90	-4.68%	0.47%	2.25%	3.15%	4.05%	4.49%	4.95%
5.95	-7.92%	-1.23%	1.11%	2.30%	3.50%	4.08%	4.68%
6.00	-11.05%	-2.90%	-0.02%	1.45%	2.94%	3.67%	4.42%

Subastas TES

Calendario de Subastas

Moneda	Competitivas	No competitivas	Títulos en subastas		
UVR	6/05/2020	15/05/2020	abr-2029	mar-2033	feb-2037
COP	13/05/2020	22/05/2020	nov-2027	oct-2034	
UVR	20/05/2020	29/05/2020	abr-2029	mar-2033	feb-2037
COP	27/05/2020	5/06/2020	nov-2027	oct-2034	
UVR	3/06/2020	12/06/2020	abr-2029	mar-2033	feb-2037
COP	10/06/2020	19/06/2020	nov-2027	oct-2034	
UVR	17/06/2020	26/06/2020	abr-2029	mar-2033	feb-2037
COP	24/06/2020	3/07/2020	abr-2029	mar-2033	
UVR	1/07/2020	10/07/2020	abr-2029	mar-2033	feb-2037
COP	8/07/2020	17/07/2020	nov-2027	oct-2034	

Calendario de Cupones

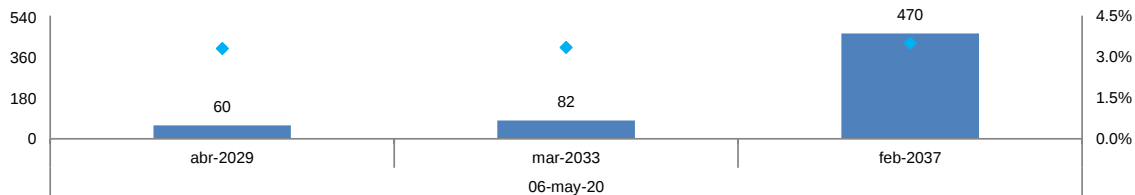
Mayo	Valor del cupón (MM)
4	TES 2022: COP 2,344
7	TES 2025: COP 374

*MM: Miles de millones

TES COP		
Fecha	Título	Bid to cover
13-may-20	nov-2027	5.00
	oct-2034	2.53

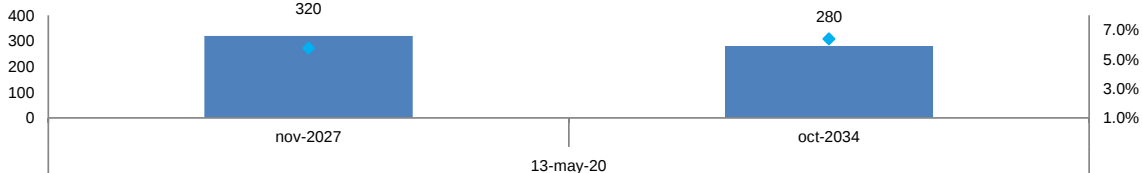
TES UVR		
Fecha	Título	Bid to cover
6-may-20	abr-2029	2.78
	mar-2033	2.69
	feb-2037	1.53

Subastas TES COP



■ Valor nominal (COP, miles de millones) 60000 82000 470000 ◆ Tasa de corte (Eje derecho)

Subastas TES UVR



■ Valor nominal (COP, miles de millones) ◆ Tasa de corte (Eje derecho)

Spread entre TES

TES TF	2020	2022	2024	2025	2026	2027	2028	2030	2032	2034
2020	0	43.4	139.2	200.0	222.8	274.0	278.9	305.3	317.1	327.8
2022	5.8	0	95.7	156.6	179.3	230.6	235.5	261.9	273.6	284.4
2024	83.8	78.0	0	60.9	83.6	134.9	139.8	166.2	177.9	188.6
2025	136.8	131.0	53.0	0	22.8	74.0	78.9	105.3	117.0	127.8
2026	161.7	155.9	77.9	24.9	0	51.3	56.1	82.6	94.3	105.0
2027	204.8	199.0	121.0	68.0	43.1	0	4.9	31.3	43.0	53.8
2028	216.8	211.0	133.0	80.0	55.1	12.0	0	26.4	38.1	48.9
2030	258.8	253.0	175.0	122.0	97.1	54.0	42.0	0	11.7	22.5
2032	271.8	266.0	188.0	135.0	110.1	67.0	55.0	13.0	0	10.8
2034	281.9	276.1	198.1	145.1	120.2	77.1	65.1	23.1	10.1	0

Promedio
30 días

TES UVR	2021	2023	2025	2027	2029	2033	2035	2037
2021	0	45.9	62.2	88.9	114.5	134.0	139.4	144.5
2023	31.5	0	16.3	43.0	68.7	88.1	93.6	98.7
2025	73.3	41.8	0	26.7	52.3	71.8	77.2	82.3
2027	83.4	51.9	10.1	0	25.6	45.1	50.5	55.6
2029	123.4	91.9	50.1	40.0	0	19.4	24.9	30.0
2033	130.4	98.9	57.1	47.0	7.0	0	5.5	10.6
2035	134.4	102.9	61.1	51.0	11.0	4.0	0	5.1
2037	141.2	109.7	67.9	57.8	17.8	10.8	6.8	0

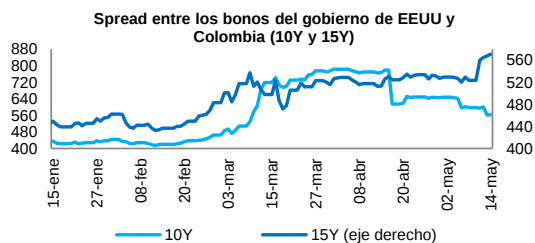
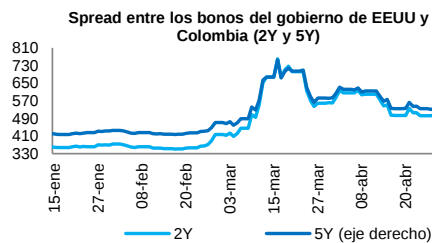
Spread hoy = Tasa título mayor (t) - Tasa título menor (t)
 Spread Prom. 30 días = Tasa título mayor (Tasa promedio últimos 30 días) - Tasa título menor (Tasa promedio últimos 30 días)
 Color = Spread hoy - Spread 1s

Promedio
30 días

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

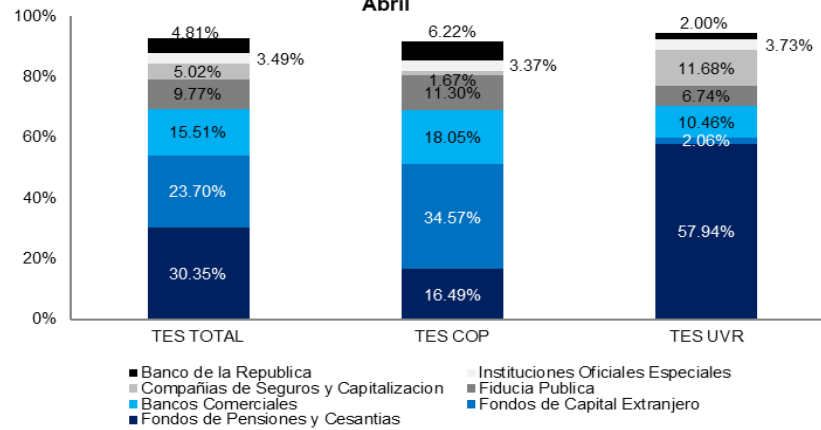
- Se amplió el spread entre los títulos de TES TF 2027 con los TES TF 2030, TES TF 2032 y TES TF 2034; este movimiento corresponde a la destacada valorización que ha presentado este título respecto a los títulos de la parte larga de la curva de rendimiento.
- Se comprimió el spread de los TES UVR 2025 respecto a los TES UVR 2027, TES UVR 2033, TES UVR 2035 y TES UVR 2037.

Spread en pbs	TES -Tasa Repo	TES - Inflación
jul-2020	45.2	19.2
may-2022	51.0	25.0
jul-2024	129.0	103.0
nov-2025	182.0	156.0
ago-2026	206.9	180.9
nov-2027	250.0	224.0
abr-2028	262.0	236.0
sep-2030	304.0	278.0
jun-2032	317.0	291.0
oct-2034	327.1	301.1

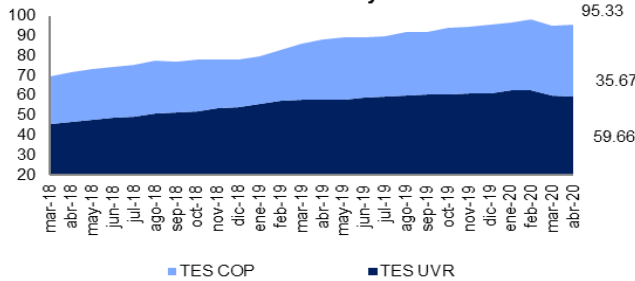


Tenedores de TES

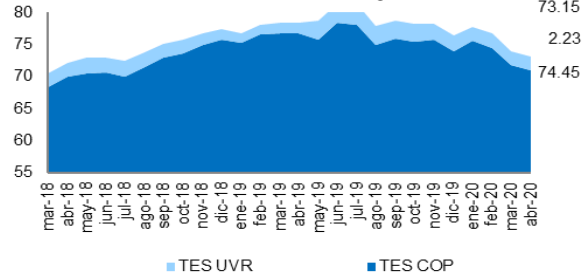
Proporción de los Tenedores (% Total)
Abril



Fondos de Pensiones y Cesantías



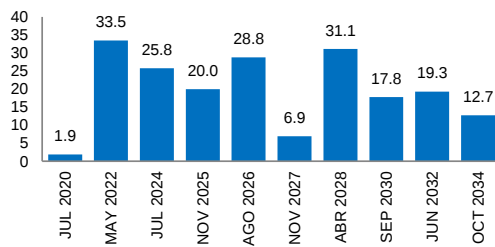
Inversionistas Extranjeros*



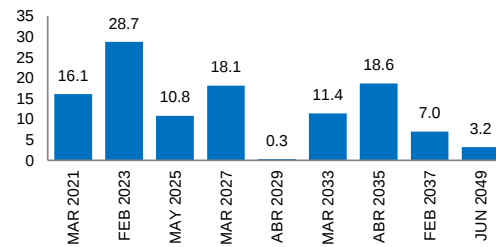
*Cifras en billones de COP

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

Andrés Sayago

Estudiante en práctica

asayago@fiduoccidente.com.co

David Herrera

Estudiante en práctica

dherrerac@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.