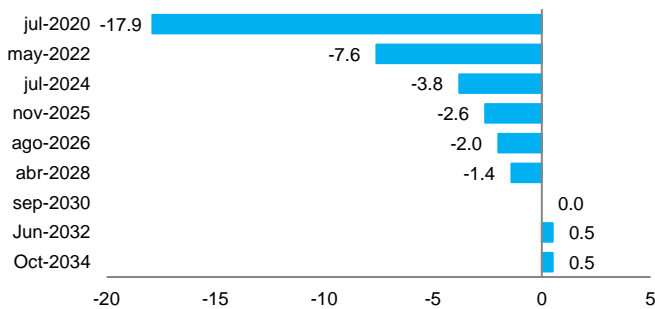
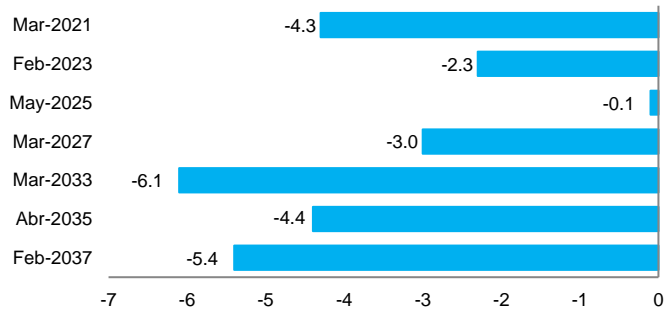


jueves, 12 de Septiembre de 2019

**TES TF (cambio semanal en pbs)**

**TES UVR (cambio semanal en pbs)**


### ¿Qué pensamos?

- La deuda pública local ha presentado un comportamiento de valorizaciones, favorecidos por un dato de inflación más bajo a lo esperado, un ambiente de menor aversión al riesgo, y un movimiento bajista en la tasa de cambio a nivel local. Lo anterior, permitió ver un avance mayor en los TES TF los cuales presentaron valorizaciones principalmente en la parte corta de la curva de rendimientos, mostrando así un empinamiento. Por otra parte, los TES UVR mostraron valorizaciones en la parte corta y larga de la curva de rendimientos, aunque menos acentuadas a las de los títulos en Tasa Fija.
- Consideramos que, si el ambiente internacional sigue siendo favorable con menores tensiones comerciales, con nuevos una nueva ronda de estímulos que comenzaría en noviembre por parte del Banco Central Europeo, y con una capacidad de absorción de los inversionistas locales que compensen cualquier flujo vendedor de los extranjeros como se ha visto, los TES seguirán valorizándose. Vemos un buen comportamiento para los TES Tasa Fija en general, aunque la parte corta de la curva podría continuar sus valorizaciones en un ambiente de menores presiones inflacionarias y de la posibilidad de una operación de manejo de deuda por parte de Crédito Público.
- A nivel de renta fija internacional, los tesoros a 10 años presentaron desvalorizaciones a lo largo de la semana, esto corresponde a un ambiente de mayor optimismo como consecuencia de actos de buena voluntad por parte de EEUU y China; China anunció que eximiría una cantidad de productos importados de EEUU con arancel; por su parte, el Presidente Trump anunció que pospondría por dos semanas el incremento de los aranceles que iniciarían el 1 de octubre.
- Durante la semana anterior se llevaron a cabo los dos principales eventos que esperaba el mercado; el primero corresponde a la reunión de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE), donde el Comité decidió que la tasa de referencia y de crédito permaneciera en los niveles de 0% y 0.25%, respectivamente; en contraste redujo la tasa de depósito en 10pbs, ubicándola en -0.50%. Por otra parte, manifestó que se reactivarían las compras de activos a partir del 1 de noviembre por el monto de EUR 20.000 millones por mes; esto lo venía descontando el mercado, aunque esperaba una cifra mayor, lo que permitió que el euro se estabilizara por encima de USD 1.10.
- El segundo evento fue el dato de inflación de EEUU correspondiente a agosto, la inflación subyacente ascendió en 20pbs respecto al dato observado en julio. Esto evidencia que la inflación podría mostrar los efectos del incremento de los aranceles que para septiembre se incrementó el porcentaje de algunos productos gravados. Por ahora, vemos cómo el efecto vendedor sobre Tesoros podría continuar un poco más, aunque vemos difícil que el movimiento se extienda mucho más del rebote de más de 30 bps actual. El mercado seguirá atento a la reunión de la FED de la próxima semana.
- A nivel local se conoció el informe de Tenedores de TES que publica el Ministerio de Hacienda y se observaron compras netas por COP 2.69bn durante el mes anterior. Los mayores compradores fueron los Fondos de Pensiones (COP 2.02bn) y Bancos Comerciales (COP 2.75bn). Sin embargo, la noticia importante fue que los Fondos de Capital Extranjero fueron agentes vendedores con COP 3.33bn, la salida neta más grande desde noviembre de 2016. Cabe resaltar que, con el movimiento de los agentes foráneos y locales, la participación de los Fondos de Pensiones aumentó a 28.36%, mientras que los Fondos de Capital Extranjero cayeron a 24.13% en su tenencia total de TES.
- El comportamiento de los agentes extranjeros fue generalizado en la región, según el informe del IIF, los flujos mensuales de Inversión de Capital a economías emergentes, tanto en renta fija como en renta variable, fueron en neto negativos (salidas) durante el mes de agosto, movimiento que no se evidenciaba desde finales del 2018. En este sentido, el peso colombiano había mostrado la fuerte venta por parte de los extranjeros que derivó en que se alcanzara el nivel máximo de tasa de cambio en el año; sin embargo, para los TES la corrección o rebote de las tasas durante el mes no fue tan significativo, en ocasión a la alta demanda por parte de los jugadores locales, principalmente el Ministerio de Hacienda.
- Los TES siguen siendo los títulos de la región más rezagados en el movimiento de valorización observada entre la renta fija de LatAm, e incluso a nivel global. Es importante pensar resaltar el ciclo contrario de nuestra economía frente a las otras que ha impedido que se genere la dinámica de política monetaria expansionistas que sí han hecho los otros bancos centrales. Sin embargo, teniendo en cuenta que la inflación podría haber alcanzado su punto más alto, y que la economía global podría pesar sobre el crecimiento local, nos parece que el escenario para el mercado de deuda pública local puede ser mucho mejor que el mes anterior.
- La curva podría seguir empinada de acuerdo a lo anterior y si efectivamente el gobierno realiza la operación de manejo de deuda para mejorar las condiciones de la deuda pública local. Vemos que los rebotes de la tasa serán comprados por el mercado.

## Principales indicadores

Indicador	12-sep-19
IBR Overnight (e.a.)	4.248%
IBR 1m (e.a.)	4.255%
IBR 3m (e.a.)	4.253%
IBR 6m (e.a.)	4.248%
DTF (e.a.)	4.400%
IPC (var. anual)	3.75%
UVR	269.2219
Tasa Banrep (e.a.)	4.25%
TRM	3,372.48

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

### Comentarios recientes Calificadoras

**May-24-19:** Cambió la perspectiva de negativa a estable como consecuencia de la recuperación del crecimiento económico y el compromiso del Gobierno frente a consolidación fiscal. *Moody's*

**May-24-19:** Redujo el outlook de estable a negativa como consecuencia de los riesgos relacionados con la consolidación fiscal y la trayectoria de la deuda pública. Otros riesgos manifestados fueron el debilitamiento de la credibilidad de la política fiscal y el aumento de los riesgos externos. *Fitch*

**Abr-02-19:** Sostuvo que hay dos vías para cumplir las metas fiscales, la primera es aumentando los ingresos y la segunda es recortando los gastos, Colombia no tiene espacio para los recortes e indicó que la Ley de Financiamiento consiguió los recursos para este año, el problema será el próximo año. *Fitch*

## ¿Qué pensamos?

Las curvas de rendimiento TES TF ha presentado ligeras valorizaciones a lo largo de la semana. Sin embargo, el empinamiento entre los títulos más largos con respecto al de más corto plazo se incrementó producto de un movimiento bull steepener, donde la referencia TES TF 2022 se ha valorizado en mucha mayor magnitud respecto a las referencias de mediano y largo plazo.

Teniendo en cuenta los movimientos presentados durante la semana, consideramos que hay valor relativo entre las referencias TES TF 2028, TES TF 2032 y TES TF 2034. El título TES TF 2032 ha presenta una valorización mayor respecto a las que le rodean. Por lo tanto, recomendamos vender la referencia 2032 y comprar las referencias 2030 y 2034, con una ganancia de 3 pbs para cada referencia.

Por lo tanto, ante valorizaciones de 3 pbs la rentabilidad promedio sería de 11% EA en los próximos 30 días y en caso de extenderse el movimiento 90 días la rentabilidad promedio sería de 9% EA. En caso de presentarse desvalorizaciones de 5 pbs, la rentabilidad promedio sería de 3.5%.

COLTES 10/18/34	30	60	90
6,05	38,75%	21,71%	16,39%
6,10	31,52%	18,45%	14,29%
6,15	24,68%	15,28%	12,23%
6,20	18,21%	12,20%	10,21%
6,25	12,09%	9,21%	8,24%
6,30	6,30%	6,30%	6,30%
6,35	0,82%	3,48%	4,40%
6,40	-4,37%	0,73%	2,54%
6,45	-9,29%	-1,94%	0,71%
6,50	-13,94%	-4,53%	-1,08%
6,55	-18,34%	-7,04%	-2,83%

COLTES 09/18/30	30	60	90
5,79	32,84%	18,64%	14,21%
5,84	26,97%	16,00%	12,52%
5,89	21,37%	13,42%	10,86%
5,94	16,02%	10,90%	9,23%
5,99	10,92%	8,44%	7,62%
6,04	6,04%	6,04%	6,04%
6,09	1,38%	3,69%	4,48%
6,14	-3,06%	1,40%	2,95%
6,19	-7,31%	-0,83%	1,44%
6,24	-11,36%	-3,02%	-0,04%
6,29	-15,24%	-5,15%	-1,50%

## Subastas TES

### Calendario de Subastas

Moneda	Competitivas	No competitivas	Títulos en subastas		
UVR	8/08/2019	20/08/2019	feb-2023	mar-2027	feb-2037
COP	14/08/2019	23/08/2019	nov-2025	abr-2028	oct-2034
UVR	21/08/2019	30/08/2019	feb-2023	mar-2027	25-feb-37

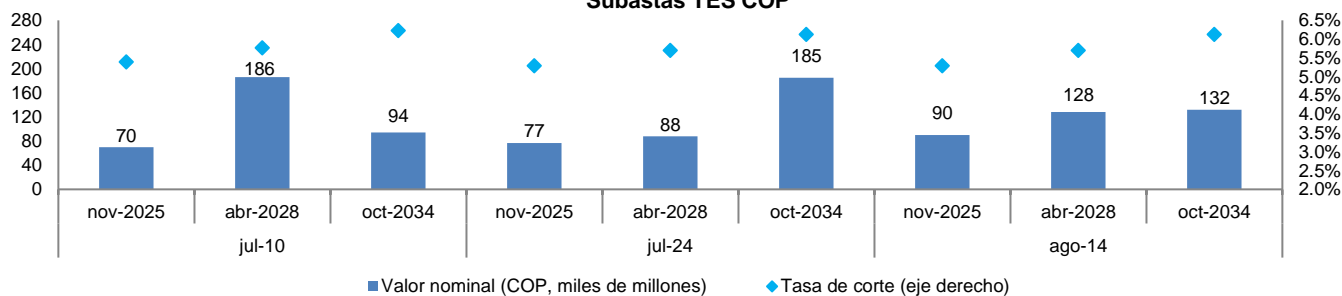
### Calendario de Cupones

agosto	Valor del cupón (MM)
26	TES 2026: COP 2.158
TES 2026	

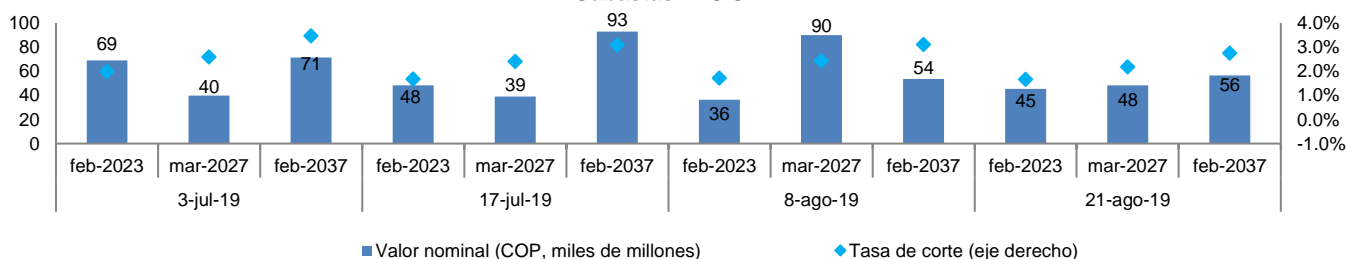
MM: Miles de millones

TES COP			TES UVR		
Fecha	Título	Bid to cover	Fecha	Título	Bid to cover
10-jul-19	nov-2025	3.38	3-jul-19	feb-2023	3.94
	abr-2028	2.85		mar-2027	2.79
	oct-2034	2.48		feb-2037	2.22
24-jul-19	nov-2025	2.83	17-jul-19	feb-2023	5.54
	abr-2028	2.75		mar-2027	3.88
	oct-2034	2.46		feb-2037	2.95
14-ago-19	nov-2025	1.82	8-ago-19	feb-2023	2.90
	abr-2028	1.56		mar-2027	2.18
	oct-2034	1.40		feb-2037	2.28
			21-ago-19	feb-2023	3.42
				mar-2027	2.42
				feb-2037	2.39

### Subastas TES COP



### Subastas TES UVR



### Spread entre TES

TES TF	2020	2022	2024	2025	2026	2028	2030	2032	2034
2020	0	48.0	77.0	108.0	118.0	147.0	163.0	179.0	190.0
2022	56.5	0	29.0	60.0	70.0	99.0	115.0	131.0	142.0
2024	90.5	34.0	0	31.0	41.0	70.0	86.0	102.0	113.0
2025	123.7	67.2	33.2	0	10.0	39.0	55.0	71.0	82.0
2026	134.5	78.0	44.0	10.8	0	29.0	45.0	61.0	72.0
2028	162.6	106.1	72.1	38.9	28.1	0	16.0	32.0	43.0
2030	182.0	125.5	91.5	58.3	47.5	19.4	0	16.0	27.0
2032	196.5	140.0	106.0	72.8	62.0	33.9	14.5	0	11.0
2034	208.0	151.5	117.5	84.3	73.5	45.4	26.0	11.5	0

Promedio 30 días

### Hoy

TES UVR	2021	2023	2025	2027	2033	2035	2037
2021	0	20.0	48.0	73.0	126.0	127.0	138.0
2023	23	0	28.0	53.0	106.0	107.0	118.0
2025	55.0	32.0	0	25.0	78.0	79.0	90.0
2027	78.0	55	23.0	0	53.0	54.0	65.0
2033	132.0	109	77	54.0	0	1.0	12.0
2035	132.6	109.6	77.6	54.6	0.6	0	11.0
2037	141.6	118.6	86.6	63.6	9.6	9.0	0

### Hoy

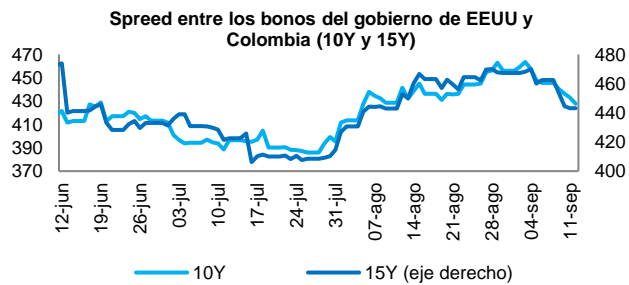
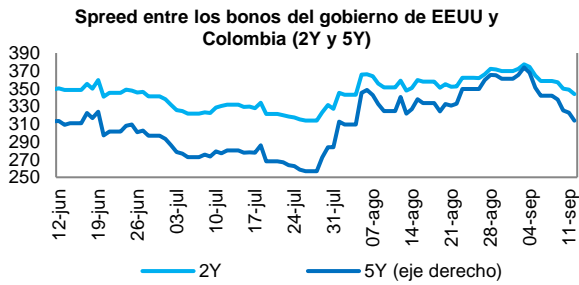
Spread hoy = Tasa título mayor (t) - Tasa título menor (t)  
 Spread Prom. 30 días = Tasa título mayor (Tasa promedio últimos 30 días) - Tasa título menor (Tasa promedio últimos 30 días)  
 Color = Spread hoy - Spread 1s

Promedio 30 días

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

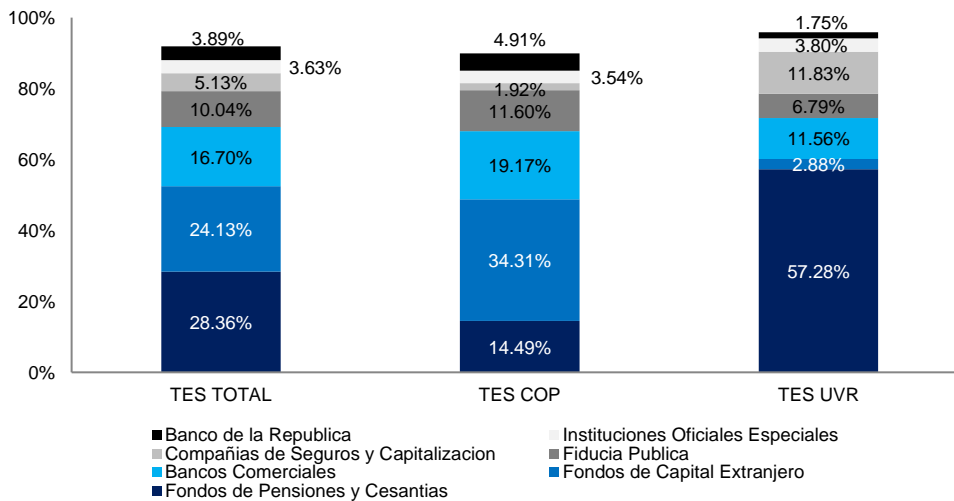
- La curva de rendimientos TES TF se empinó debido a un movimiento bull steepener, donde la referencia de corto plazo (TES TF 2020) se valorizó e mayor medida respecto a las demás referencias. El movimiento produjo una mayor ampliación del spread de la semana respecto a la promedio de 30 días.
- Asimismo, la curva TES UVR siguió en movimiento de la curva en pesos, donde la mayor del spread se evidenció entre la referencia de más corto plazo y los demás títulos. Por otro lado, la mayor compresión se evidenció entre las referencias de mediano y largo plazo.

Spread en pbs	TES -Tasa Repo	TES - Inflación
jul-2020	-3.0	47.0
may-2022	53.5	103.5
jul-2024	87.5	137.5
nov-2025	120.7	170.7
ago-2026	131.5	181.5
abr-2028	159.6	209.6
sep-2030	179.0	229.0
jun-2032	193.5	243.5

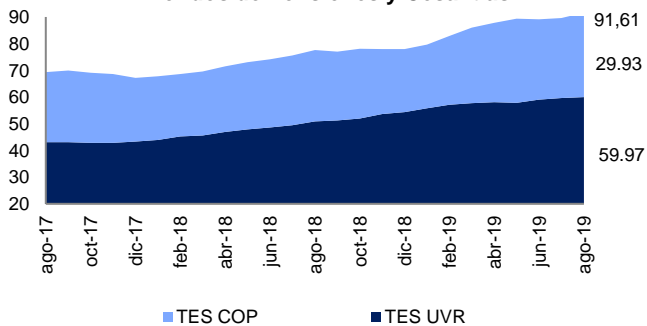


### Tenedores de TES

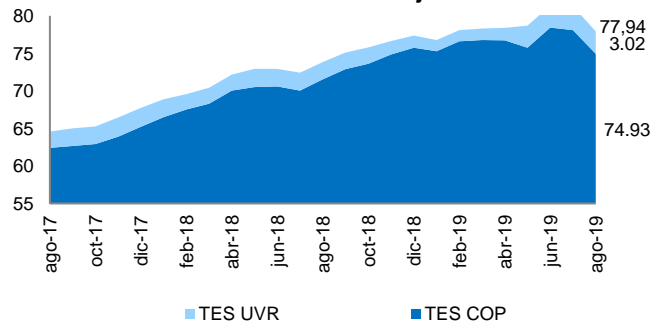
#### Proporción de los Tenedores Agosto(% Total)



#### Fondos de Pensiones y Cesantías



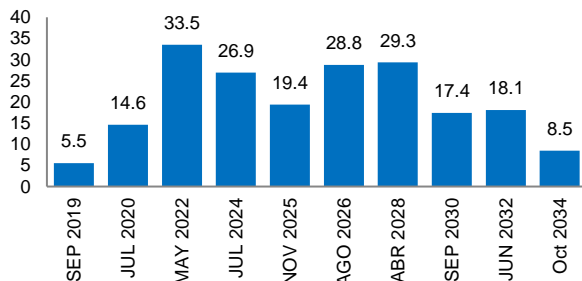
#### Inversionistas Extranjeros\*



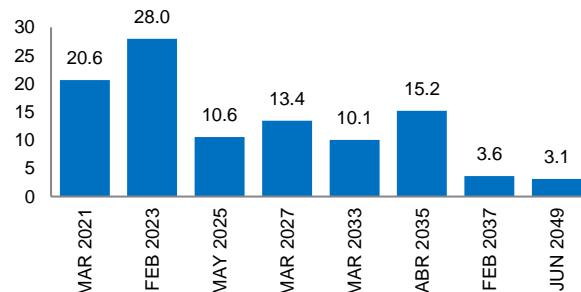
\*Cifras en billones de COP

## Emisiones vigentes de TES

### TES TF (BN)



### TES UVR (COP-BN)



## Dirección de Estrategias e Investigaciones Económicas

### Francisco Chaves

Director

[fjchaves@fiduoccidente.com.co](mailto:fjchaves@fiduoccidente.com.co)

### Natalia Roa

Analista

[aroa@fiduoccidente.com.co](mailto:aroa@fiduoccidente.com.co)

### Yor's William Muñoz

Estudiante en práctica

[ymunoz@fiduoccidente.com.co](mailto:ymunoz@fiduoccidente.com.co)

### Eliana Bernal

Analista

[ebernal@fiduoccidente.com.co](mailto:ebernal@fiduoccidente.com.co)

### Axel Bacconnier

Estudiante en práctica

[abacconnier@fiduoccidente.com.co](mailto:abacconnier@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.