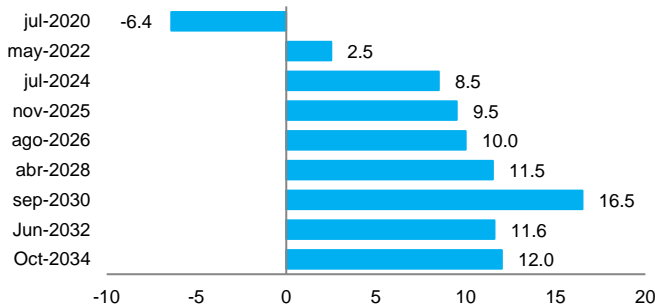
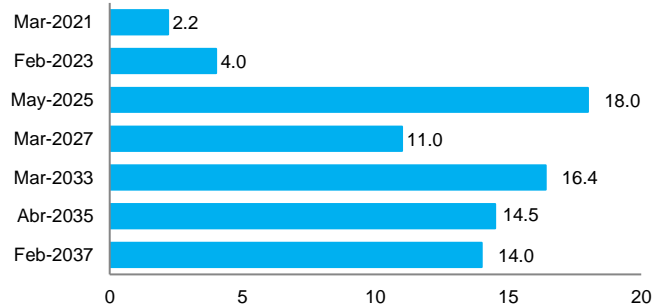


jueves, 29 de Agosto de 2019

TES TF (cambio semanal en pbs)

TES UVR (cambio semanal en pbs)


¿Qué pensamos?

- Los TES TF y TES UVR presentaron desvalorizaciones en la última semana en los títulos de la parte media y larga de la curva de rendimientos, en línea con lo observado con algunos países de la región, donde las mayores desvalorizaciones se observaron en la deuda pública de Brasil, seguida por Colombia. La volatilidad y el riesgo observado a nivel global pesaron sobre los títulos locales, los cuales pudieron verse afectados a su vez por el movimiento de la tasa de cambio.
- Esta semana, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público manifestó que se había alcanzado de manera exitosa la meta de colocación de TES por mecanismo de subastas en 2019 por el monto de COP 21bn, dando cumplimiento a lo definido en el Plan Financiero para este año. Conforme al comunicado es importante mencionar que las subastas se realizaron en un entorno de tasas de interés descendientes lo que permitió que la Nación obtuviera los recursos a un menor costo, observando una reducción de 80pbs en promedio a lo largo de toda la curva de rendimientos.
- No obstante, a la buena noticia, durante las últimas dos semanas se han observado importantes ventas de TES por parte de inversionistas internacionales, con Fondos de Capital Extranjero (FCE) liquidando alrededor de COP 1,5bn en este periodo de tiempo. Consideramos que estas ventas no constituyen un cambio de la tendencia de compra, que han tenido los FCE hasta el ahora siendo el segundo tenedor más grande de deuda pública local, después de los AFPs, e insistimos en que estaría muy relacionado al comportamiento de la moneda.
- Los tesoros americanos han continuado con su tendencia de valorización de tal forma que la referencia a 10 años llegó al nivel de 1.44%, evidenciando la mayor caída en la tasa de interés en los últimos 10 años; por otra parte, el spread entre las referencias de 10 años y 2 años continúa siendo negativa, lo que hace que la referencia de menor plazo tenga una tasa superior a la de largo plazo; este indicador en ocasiones anteriores ha sido un buen predictor de recesiones en EEUU, sin embargo, los datos económicos actuales de EEUU muestran una desaceleración de la economía más no una recesión.
- A nivel local, la reciente Encuesta del Citi muestra que los analistas esperan que la variación mensual de la inflación de agosto se ubique entre 0.03% y 0.22%, con un promedio de 0.15%. En promedio los analistas de la encuesta esperan que la variación anual ascienda ligeramente en 3pbs debido a que la variación mensual de agosto de 2018 fue de 0.12%. Por otra parte, esperan que la inflación de fin de año se sitúe en 3.68%, lo que traduciría que la inflación de los próximos cuatro meses sea estable.
- Por otra parte, en cuanto al crecimiento económico el rango esperado para el 2019 se redujo, de esta forma los analistas esperan que el PIB de este año este entre el 3% a/a y el 3.4% a/a (vs. 2.6% a/a y 3.3% a/a de la encuesta de julio). Lo que evidencia el impacto positivo que tuvo el crecimiento del segundo trimestre y la revisión al alza del primer trimestre.
- De esta forma, ante un mejor crecimiento económico del esperado inicialmente y una inflación dentro de rango objetivo, esperamos que el BanRep mantenga su tasa de referencia en 4.25% como lo hemos planteado en los informes anteriores. La postura de paciencia podría estar influenciada por las tensiones comerciales y un menor crecimiento económico de nuestros pares en LatAm y a nivel general en el mundo.
- Finalmente, otro punto relevante y que poco se ha hablado es la incertidumbre política generada en torno a la Ley de Financiamiento por las demandas que ha recibido y la posibilidad que se ha abierto frente a una derogación de la Ley. Esto tendría consecuencias fuertes respecto al espacio fiscal que dejaría en la medida en que busca recaudar cerca de 7bn por concepto de impuestos en el 2019.
- Consideramos que las condiciones actuales donde se han observado ventas de TES podrían revertirse, en la medida en que a nivel global la demanda por renta fija continuaría, la FED continuaría con recortes de tasas y los niveles de riesgo medido a través de los CDS, se estabilizarían en niveles más bajos. Aunque la semana anterior veíamos mayor oportunidad en la parte media de la curva, las recientes desvalorizaciones podrían llevar a una demanda por títulos más largos en la curva de TES TF.

Principales indicadores

Indicador	28-ago-19
IBR Overnight (e.a.)	4.267%
IBR 1m (e.a.)	4.262%
IBR 3m (e.a.)	4.256%
IBR 6m (e.a.)	4.258%
DTF (e.a.)	4.400%
IPC (var. anual)	3.78%
UVR	268.9357
Tasa Banrep (e.a.)	4.25%
TRM	3.477,53

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?

La deuda pública local continuó con las jornadas de desvalorizaciones presentadas desde la semana anterior. La curva de rendimientos en COP y UVR se empinaron donde las referencias de mediano y largo plazo presentaron los mayores retrocesos.

Después del fuerte movimiento, donde las desvalorizaciones alcanzaron a ser de 10 pbs en promedio, consideramos que hay oportunidad en los TES TF 2030 considerando el valor relativo con el que cuenta respecto a la referencia TES TF 2032.

Por lo tanto, ante valorizaciones de 5-10 pbs la rentabilidad sería de 9.30% EA en los próximos 90 días. Si el movimiento es de desvalorización de 5 pbs, la rentabilidad sería de 4.58% EA en 90 días y de 1.60% EA en 30 días.

COLTES 09/18/30	30	60	90	120	180	270	360
5.88	32.12%	18.57%	14.24%	12.11%	10.01%	8.62%	7.93%
5.93	26.44%	15.96%	12.57%	10.89%	9.22%	8.12%	7.57%
5.98	21.01%	13.42%	10.92%	9.68%	8.44%	7.62%	7.21%
6.03	15.83%	10.93%	9.30%	8.48%	7.66%	7.12%	6.85%
6.08	10.87%	8.50%	7.70%	7.30%	6.89%	6.62%	6.49%
6.13	6.13%	6.13%	6.13%	6.13%	6.13%	6.13%	6.13%
6.18	-1.60%	3.81%	4.58%	4.98%	5.37%	5.64%	5.77%
6.23	-2.73%	1.55%	3.06%	3.84%	4.62%	5.15%	5.42%
6.28	-6.87%	-0.66%	1.57%	2.71%	3.88%	4.67%	5.07%
6.33	-10.83%	-2.82%	0.09%	1.60%	3.14%	4.19%	4.72%
6.38	-14.62%	-4.93%	-1.36%	0.50%	2.41%	3.71%	4.37%

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

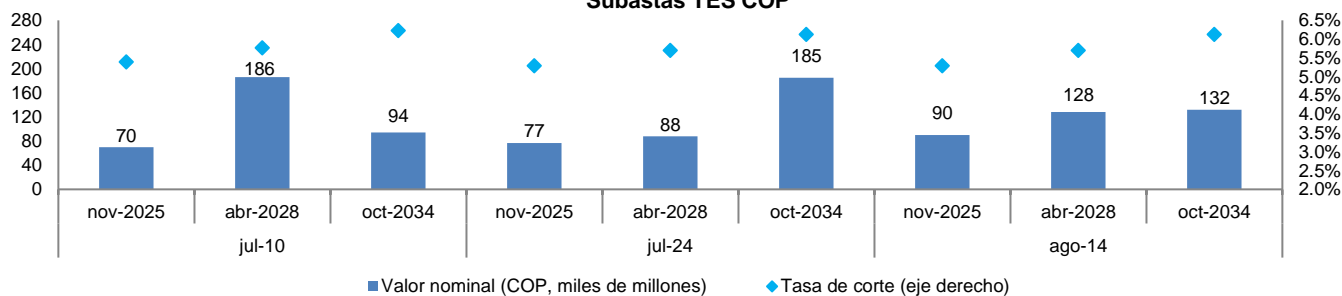
Calendario de Cupones

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

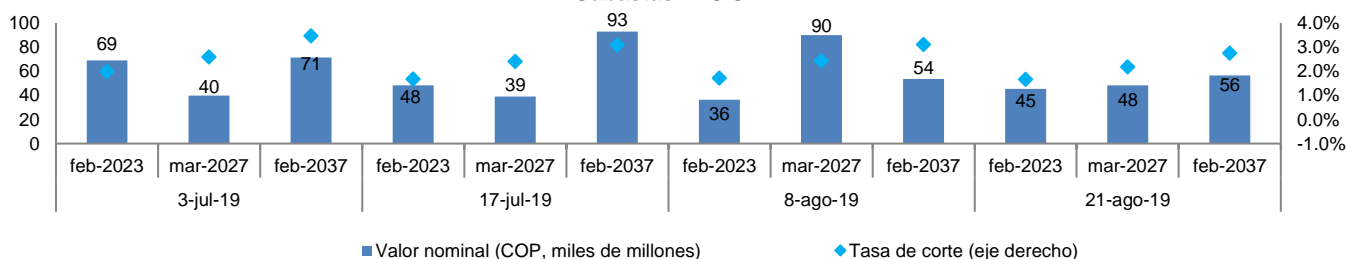
MM: Miles de millones

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	45.3	74.7	106.7	116.6	144.0	159.9	176.2	184.4
2022	52.3	0	29.4	61.4	71.3	98.7	114.7	130.9	139.1
2024	83.8	31.5	0	32.0	41.9	69.3	85.3	101.5	109.7
2025	116.3	64.0	32.5	0	9.9	37.3	53.2	69.5	77.6
2026	126.3	74.0	42.5	10.0	0	27.4	43.3	59.6	67.8
2028	156.3	104.0	72.5	40	30.0	0	15.9	32.2	40.4
2030	175.3	123.0	91.5	59	49	19.0	0	16.2	24.4
2032	187.3	135.0	103.5	71.0	61.0	31.0	12.0	0	8.2
2034	199.3	147.0	115.5	83	73	43	24.0	12.0	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

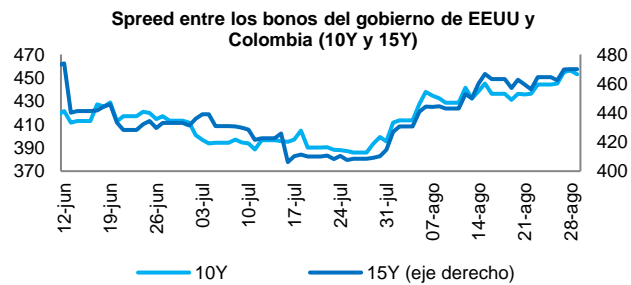
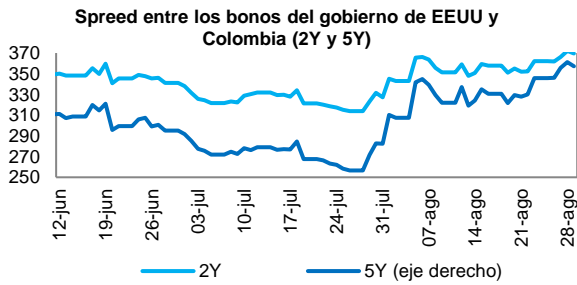
TES UVR	2021	2023	2025	2027	2033	2035	2037
2021	0	20.9	44.5	72.9	123.7	126.0	132.5
2023	19.8	0	23.6	52.0	102.8	105.1	111.7
2025	53.8	34.0	0	28.5	79.2	81.5	88.1
2027	77.8	58.0	24.0	0	50.8	53.1	59.6
2033	131.7	111.9	77.9	53.9	0	2.3	8.8
2035	135.3	115.5	81.5	57.5	3.6	0	6.5
2037	139.8	120.0	86.0	62	8.1	4.5	0

Hoy

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

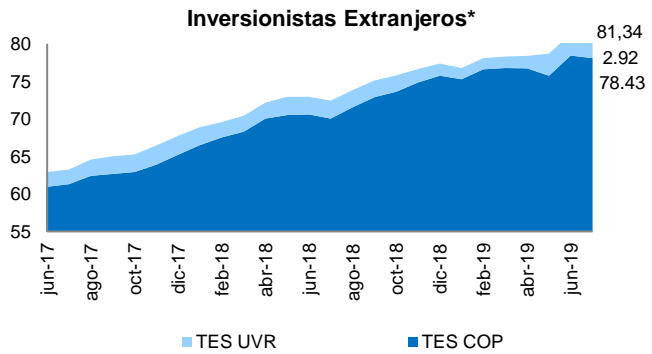
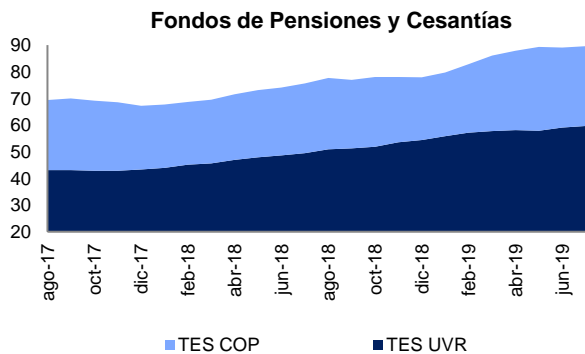
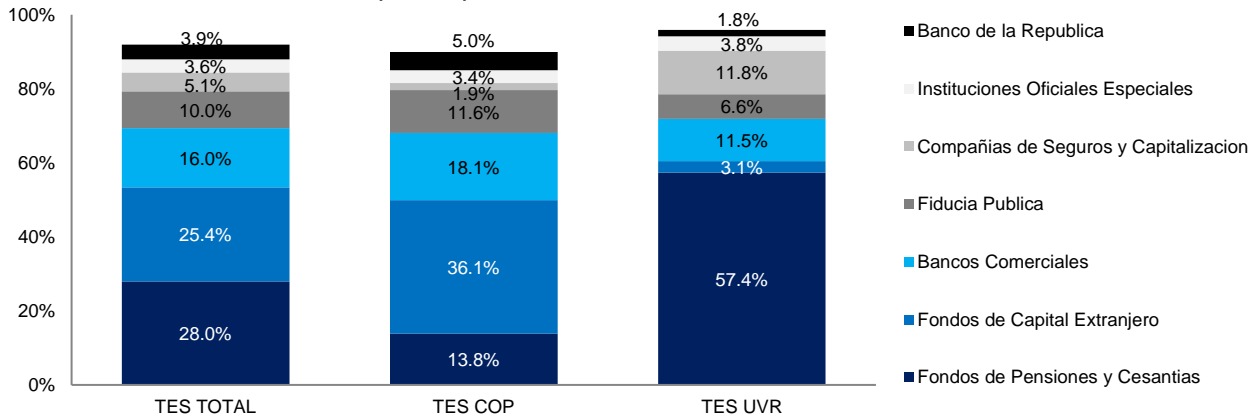
- La curva de rendimientos TES TF presentó un movimiento bear steepener, donde las referencias de mediano y largo plazo se desvalorizaron. Por otro lado, la referencia de más corto plazo se valorizó lo que causó un aumento de la pendiente de la curva, evidenciado en la mayor ampliación entre el spread del día y el spread promedio de 30 días.
- Por otro lado, la curva de rendimientos TES UVR siguió el comportamiento de la curva en pesos. Las referencias de mayor plazo fueron aquellas que presentaron mayores desvalorizaciones. La mayores ampliaciones entre el spread de hoy y de 30 días se presentaron respecto a las referencias TES UVR 2021 y TES UVR 2023.

Spread en pbs	TES -Tasa Repo	TES - Inflación
jul-2020	12.7	59.7
may-2022	65.0	112.0
jul-2024	96.5	143.5
nov-2025	129.0	176.0
ago-2026	139.0	186.0
abr-2028	169.0	216.0
sep-2030	188.0	235.0
jun-2032	200.0	247.0



Tenedores de TES

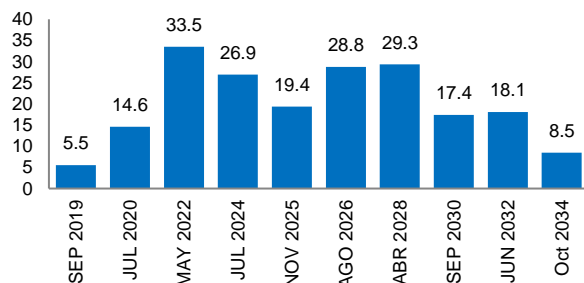
Proporción de los Tenedores en Julio de 2019 (% Total)



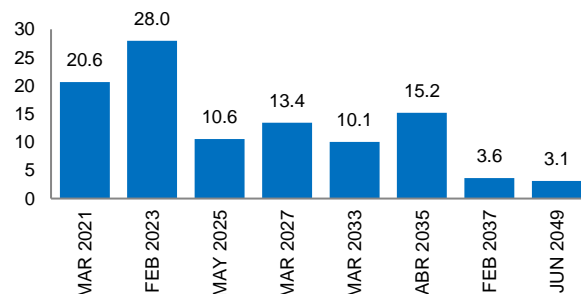
*Cifras en billones de COP

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

aroa@fiduoccidente.com.co

Yor's William Muñoz

Estudiante en práctica

ymunoz@fiduoccidente.com.co

Eliana Bernal

Analista

ebernal@fiduoccidente.com.co

Axel Bacconnier

Estudiante en práctica

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.