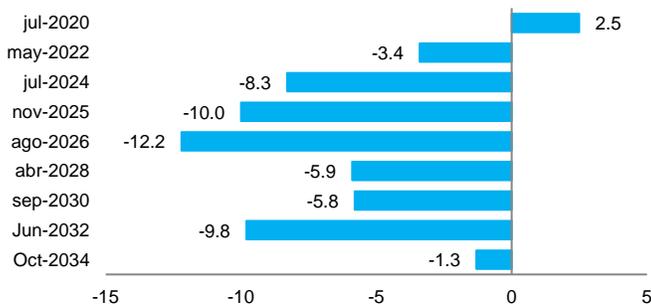
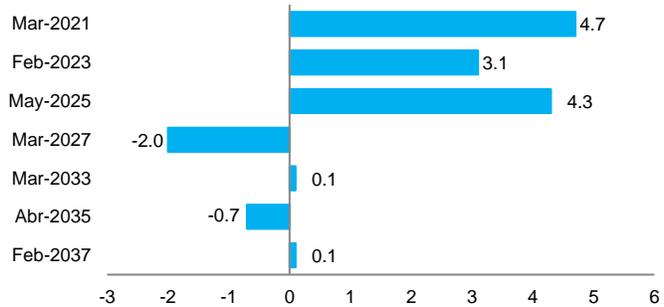


jueves, 15 de Agosto de 2019

TES TF (cambio semanal en pbs)



TES UVR (cambio semanal en pbs)



¿Qué pensamos?

- Los TES continuarán valorizándose en la medida en que hay una demanda activa por parte de inversionistas a nivel global por la renta fija como asset class y que dentro de la región Colombia sigue siendo un país atractivo para invertir, a pesar de los riesgos ya decantados por los inversionistas. De igual manera los inversionistas locales seguirían demandando títulos (principalmente TES UVR), en la medida en que la inflación permanecerá alta, y la liquidez sigue amplia con vencimientos de cupones de TES (2026) y ya finalizando el programa de emisión de TES por parte de Crédito Público para el año (a menos que prefinancien 2020).
- Dadas las posturas tomadas por EEUU y China en las últimas semanas frente las tensiones comerciales han llevado a que los inversionistas se inclinen por activos refugio, donde se destaca la fuerte caída que han tenido las tasas de renta fija a nivel global. De igual manera, el vuelco de muchos bancos centrales hacia una política monetaria expansiva que en varios casos ha sorprendido a los inversionistas, ha llevado a que títulos como los Bunds a 10 años de Alemania operen en niveles negativos (-0.715%) al igual que ya cerca de USD 16 bn de títulos en el mundo. Incluso, los tesoros americanos han presentado valorizaciones a lo largo de la curva, en especial aquellos de mayor duración, a pesar de que el recorte de tasas de la FED pareciera insuficiente; de esta forma los tesoros a 10 años pasaron de 1.71% a 1.54%.
- Precisamente ante estas circunstancias, los inversionistas continúan demandando activos que puedan “guardar” valor en el tiempo, o generar retornos más altos frente a los observados en mercados desarrollados. El oro por ejemplo continúa su tendencia al alza y se mantiene por encima de los USD 1500 por onza. Así mismo, la renta fija de mercados emergentes ha presentado valorizaciones recientemente, luego de algunas semanas donde se presentaron ligeras correcciones. Pero al final, ha sido mayor el efecto de la liquidez global producto de los estímulos, y la presión del mercado a la FED para que baje tasas de interés.
- Ante este ambiente de incertidumbre y una creciente expectativa de desaceleración económica a nivel global, las cifras de crecimiento económico de EEUU cobran una importancia aún mayor en la medida en que se están consolidando dos factores que apuntan a que esta economía entraría en recesión. El primero se refiere al spread entre los tesoros a 10 años y 2 años, una vez este diferencial pasa a terreno negativo, es decir que la tasa de interés a 10 años es inferior a la referencia de 2 años; cabe anotar que este indicador ha anticipado una recesión en EEUU en las últimas siete recesiones incluyendo 2008. Es por esto que los inversionistas se han alarmado una vez la tasa de los tesoros a 10 años ha tendido a caer con una mayor velocidad que la referencia de 2 años, lo que hace generado que se dé un spread negativo entre estas dos referencias, llevando a un ambiente de aversión al riesgo.
- Aunado a este tema, el segundo factor determinante o que anticiparía una recesión en EEUU sería una fuerte caída del cobre, como se observó en la crisis financiera cuando alcanzó el nivel mínimo de 2880. Este commodity ha mostrado una tendencia a la baja desde abril de 2019, conforme a las confrontaciones comerciales han sido mayores. Sin embargo, el nivel actual (5765) está lejos de esos mínimos observado en los últimos 10 años.
- No obstante, estos temores se han disipado levemente una vez las ventas al por menor de Estados Unidos salieron por encima de lo que esperaba el mercado, sumado a otras cifras de la economía norteamericana donde se destacan las cifras de empleo, incremento en los salarios hora promedio, e incluso en las más recientes cifras de inflación, lo que sugiere que los datos económicos del país no son lo suficientes malos para creer en la hipótesis de que se avecina una recesión en la principal economía del mundo, al menos en el corto plazo.
- A pesar de esto, el mercado ha incrementado la probabilidad de que la FED recorte 50pbs en la reunión de septiembre, la cual pasó de 17% hace dos días atrás a 41% hoy. En ese sentido, el mercado espera con una probabilidad del 59% un recorte de 25pbs, es decir con un 100% de probabilidad se descuenta un recorte en septiembre.
- Por otra parte, a nivel de Colombia, la inflación de julio presentó una variación mensual de 0.22%, lo que llevó a que la variación anual ascendiera hasta 3.79%, este ha sido el mayor incremento observado en el año debido a que la variación mensual de Jul-18 fue negativa. Es por esto que consideramos que la tendencia alcista va a continuar en la inflación en lo que resto del año, pero la fuerza no será como la observada en julio. Esperamos que la variación mensual de agosto sea de 0.17% (vs. 0.12% m/m), lo que llevaría a la inflación hasta 3.84%; este comportamiento continuará siendo soportado por los alimentos y la vivienda.

Principales indicadores

Indicador	15-ago-19
IBR Overnight (e.a.)	4.265%
IBR 1m (e.a.)	4.252%
IBR 3m (e.a.)	4.250%
IBR 6m (e.a.)	4.240%
DTF (e.a.)	4.450%
IPC (var. anual)	3.78%
UVR	268.688
Tasa Banrep (e.a.)	4.25%
TRM	3,449.27

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?

Tal como la anotamos en informes anteriores, la curva de TES UVR fue la de mayores valorizaciones, dada la expectativa de inflación para los próximos meses. Precisamente después de las fuertes valorizaciones de los TES UVR la curva de TES TF comenzó a verse un poco rezagada respecto a la curva TES UVR.

Considerando un panorama internacional donde la renta fija seguirá siendo el asset class más favorecido, recomendamos realizar movimientos tácticos con la referencia TES TF 2028. A pesar de las recientes valorizaciones en toda la curva, en comparación con el movimiento presentado en meses anteriores, la referencia de 9 años tiene oportunidad de valor de 5 – 10 pbs teniendo en cuenta las referencias TES TF 2026 y 2025.

Por lo tanto, en caso de presentarse retrocesos a 5.82% EA, recomendamos tomar posición con el fin de que retorne a niveles de 5.72%. En caso de darse este movimiento, la rentabilidad en los próximos 90 días será de 8.57%; y en caso de presentar un retroceso de 5pbs, a partir de este nivel, la rentabilidad a 90 días sería de 4.47%.

COLTES 04/28/28	30	60	90	120	180	270	360
5.57	28.90%	16.65%	12.84%	10.97%	9.14%	7.94%	7.37%
5.62	23.90%	14.40%	11.39%	9.92%	8.47%	7.52%	7.06%
5.67	19.11%	12.19%	9.97%	8.88%	7.80%	7.09%	6.75%
5.72	14.50%	10.02%	8.57%	7.85%	7.13%	6.66%	6.44%
5.77	10.07%	7.90%	7.18%	6.83%	6.47%	6.24%	6.13%
5.82	5.82%	5.82%	5.82%	5.82%	5.82%	5.82%	5.82%
5.87	1.74%	3.78%	4.47%	4.82%	5.17%	5.40%	5.51%
5.92	-2.18%	1.79%	3.15%	3.83%	4.52%	4.98%	5.21%
5.97	-5.95%	-0.17%	1.84%	2.86%	3.88%	4.57%	4.90%
6.02	-9.57%	-2.08%	0.55%	1.89%	3.25%	4.16%	4.60%
6.07	-13.05%	-3.96%	-0.73%	0.93%	2.61%	3.75%	4.30%

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
COP	28/08/2019	6/09/2019	nov-2025	abr-2028	oct-2034
UVR	4/09/2019	13/09/2019	feb-2023	mar-2027	feb-2037
COP	11/09/2019	20/09/2019	nov-2025	abr-2028	oct-2034
UVR	18/09/2019	27/09/2019	feb-2023	mar-2027	25-feb-37
COP	25/07/2019	4/10/2019	nov-2025	abr-2028	oct-2034

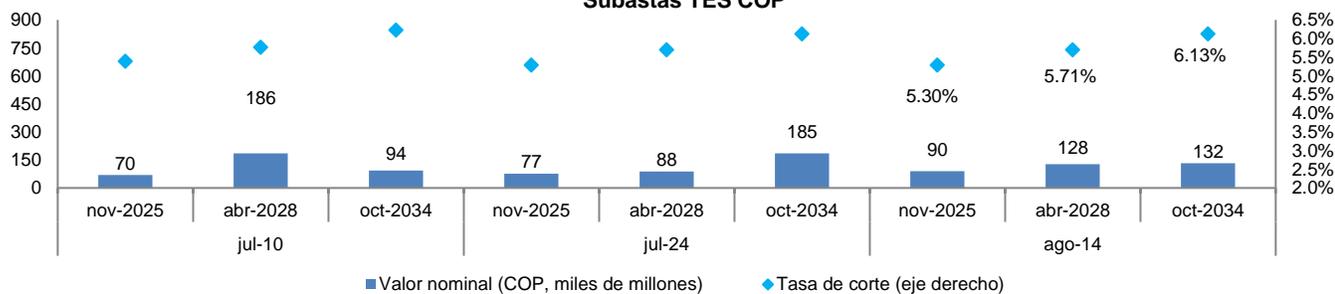
Calendario de Cupones

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	19-jun-19	feb-2023	4.45
	abr-2028	2.85		mar-2027	3.83
	oct-2034	2.48		feb-2037	2.99
24-jul-19	nov-2025	2.83	3-jul-19	feb-2023	3.94
	abr-2028	2.75		mar-2027	2.79
	oct-2034	2.46		feb-2037	2.22
14-ago-19	nov-2025	1.82	17-jul-19	feb-2023	5.54
	abr-2028	1.56		mar-2027	3.88
	oct-2034	1.40		feb-2037	2.95
			8-ago-19	feb-2023	2.90
				mar-2027	2.18
				feb-2037	2.28

Subastas TES COP



Subastas TES UVR



Spread entre TES

TES TF	2020	2022	2024	2025	2026	2028	2030	2032	2034
2020	0	45.5	77.9	111.7	121.8	150.2	167.4	183.2	190.8
2022	41.5	0	32.3	66.2	76.3	104.6	121.9	137.6	145.3
2024	68.5	27.0	0	33.9	43.9	72.3	89.5	105.3	112.9
2025	99.5	58.0	31.0	0	10.1	38.4	55.7	71.4	79.1
2026	108.6	67.1	40.1	9.1	0	28.4	45.6	61.4	69.0
2028	139.0	97.5	70.5	39.5	30.4	0	17.2	33.0	40.6
2030	157.7	116.2	89.2	58.2	49.1	18.7	0	15.8	23.4
2032	170.7	129.2	102.2	71.2	62.1	31.7	13	0	7.6
2034	183.9	142.4	115.4	84.4	75.3	44.9	26.2	13.2	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

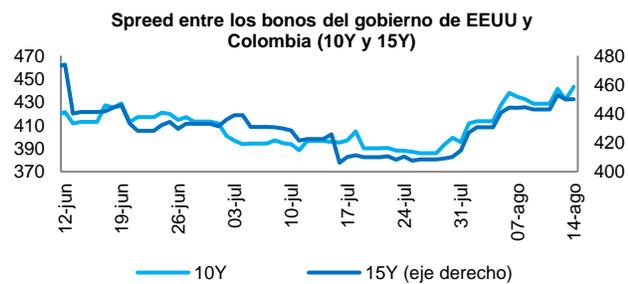
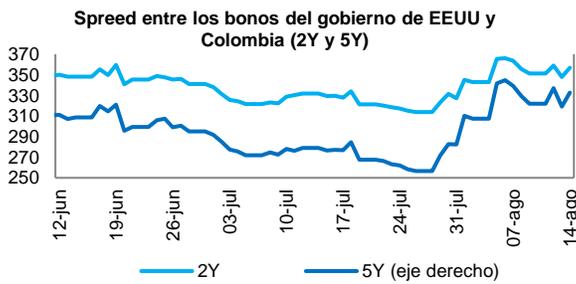
TES UVR	2021	2023	2025	2027	2033	2035	2037
2021	0	25.0	50.3	80.6	132.8	135.5	144.1
2023	23.6	0	25.3	55.6	107.8	110.5	119.1
2025	39.8	16.2	0	30.3	82.5	85.2	93.8
2027	67.1	43.5	27.3	0	52.3	55.0	63.5
2033	119.2	95.6	79.4	52.1	0	2.7	11.3
2035	121.6	98.0	81.8	54.5	2.4	0	8.5
2037	126.6	103.0	86.8	59.5	7.4	5.0	0

Hoy

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

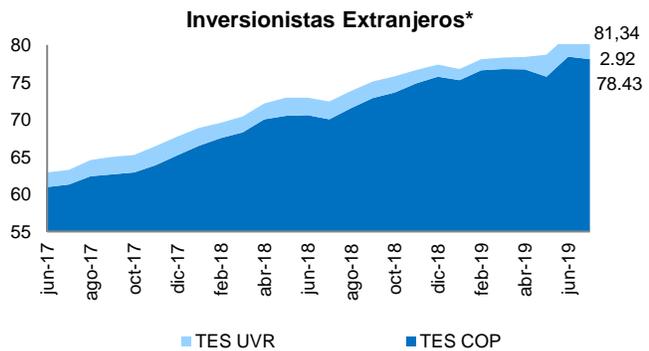
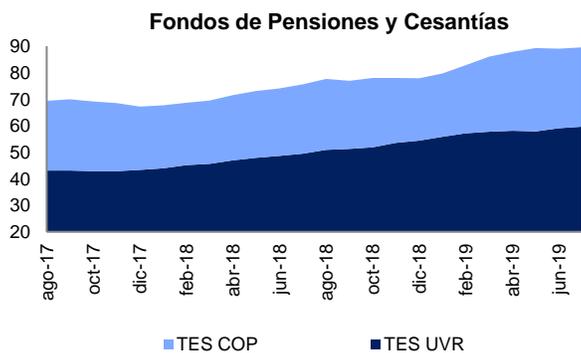
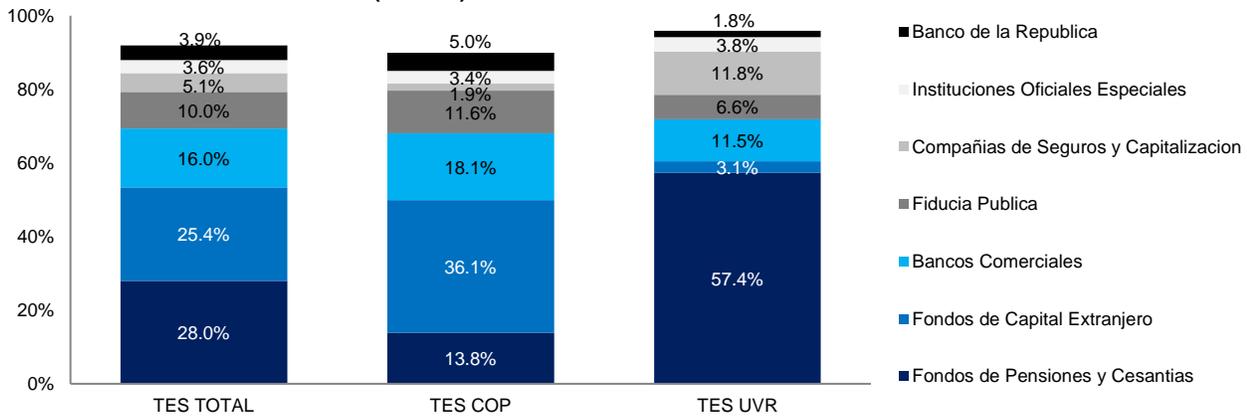
- La curva de rendimientos TES TF presentó un movimiento de bear flattening, donde las referencias de corto plazo se desvalorizaron mientras que las de largo plazo presentaron ligeras valorizaciones. La valorización promedio fue de 6.5 pbs, siendo la referencia TES TF 2032 la más demandada con una valorización de 10 pbs.
- Por otro lado, la curva TES UVR presentó un movimiento bull flattening, donde las referencias de largo plazo presentaron valorizaciones superiores respecto a las referencias de mediano plazo. La valorización promedio fue de 27 pbs, siendo las referencias TES UVR 2035 y TES UVR 2049.

Spread en pbs	TES -Tasa Repo	TES - Inflación
jul-2020	15.5	62.5
may-2022	57.0	104.0
jul-2024	84.0	131.0
nov-2025	115.0	162.0
ago-2026	124.1	171.1
abr-2028	154.5	201.5
sep-2030	173.2	220.2
jun-2032	186.2	233.2



Tenedores de TES

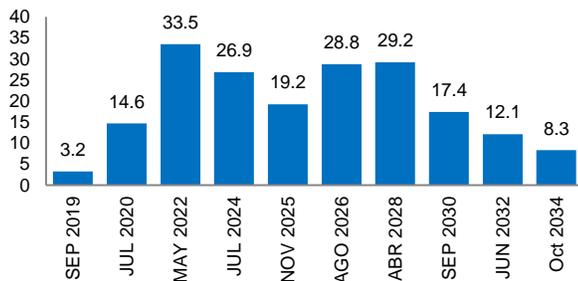
Proporción de los Tenedores en Julio de 2019 (% Total)



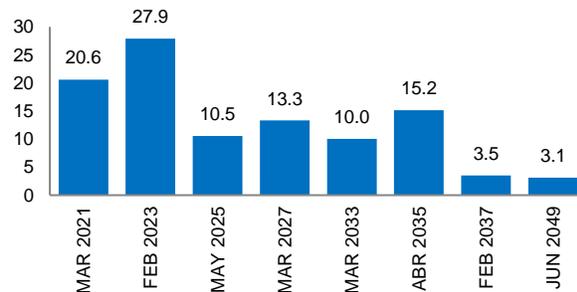
*Cifras en billones de COP

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.