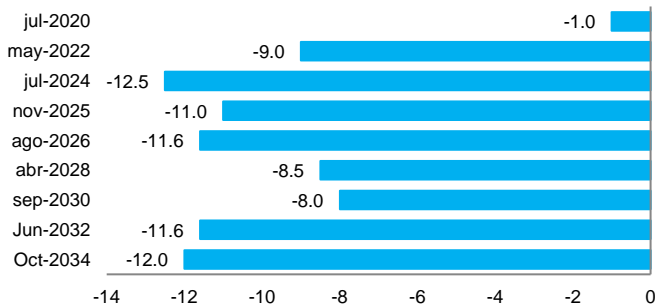
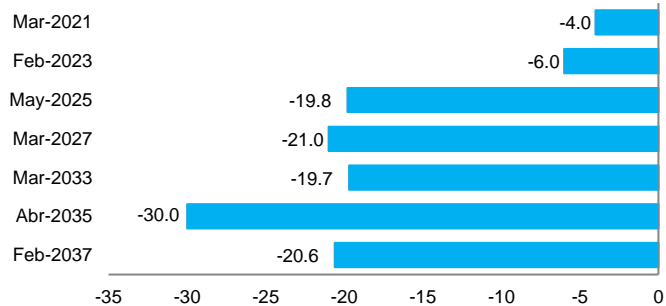


miércoles, 24 de julio de 2019

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

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


### ¿Qué pensamos?

- El FMI dio a conocer la actualización de sus proyecciones en el documento del World Economic Outlook (WEO) correspondiente a julio. Importante destacar la reducción en la expectativa del crecimiento global de 3.2% a 3.1%, donde la caída obedece a revisiones a la baja de economías emergentes, principalmente China (-0.1 pp). No obstante, se destaca la revisión al alza del crecimiento de EE.UU. de 2.3% a 2.6%, lo cual compensó la revisión a la baja de las economías emergentes. Esta expectativa, aunada a los datos económicos estables observados recientemente en este país, podría orientar la política monetaria de la FED a recortes de menor magnitud frente a los que el mercado descuenta, aunque para julio sí se esperaría un recorte de 25pbs de acuerdo a los recientes comentarios de los integrantes del Comité y al espacio que permite una menor inflación a lo largo del año.
- Esta semana será clave la cifra de PIB de 2T19 para la cual el mercado espera un crecimiento promedio de 1.8%, con un rango entre 1% y 2.9% (según Bloomberg); el siguiente dato económico clave será la inflación del PCE correspondiente a junio que se publicará el martes; el mercado espera en promedio una variación anual de 1.5% y 1.7% para la inflación total y subyacente, respectivamente.
- Conforme a la expectativa de un recorte de tasas de interés de 25pbs en julio por la FED y ante una perspectiva de mayor crecimiento económico en Estados Unidos que pudiera evitar más de dos recortes en el año, los tesoros americanos podrían mostrar desvalorizaciones después de la reunión de la FED, teniendo en cuenta que el mercado ya está posicionado y viene descontando más de 3 recortes en este año. Consideramos que la zona de 2.0% seguirá siendo el principal soporte de los Tesoros a 10 años, y una corrección llevaría a las tasas inicialmente de 2.14% y por encima de este nivel hasta 2.25%.
- Sin embargo, es importante resaltar el impulso a la renta fija que puede venir de parte del BCE tras los débiles datos económicos en la Eurozona; por ejemplo, se observó un descenso en el PMI Manufacturero de Francia, Alemania y de toda la región y se habla de una mayor probabilidad de recesión. Esto le imprime una mayor presión al Banco Central Europeo que lo lleve a tomar medidas que impulsen el crecimiento económico del bloque, medidas que serían la reactivación de los estímulos y un posible recorte de las tasas de interés. Bajo este ambiente, las tasas de interés de la renta fija global continuarían su tendencia a la baja, lo que generaría que los inversionistas busquen activos con mayores retornos, y lo cual beneficiaría la renta fija de algunos mercados emergentes donde los niveles de tasas son superiores.
- No obstante, la demanda por renta fija de mercados emergentes sería selectiva y se enfocará principalmente en aquellas economías donde las posturas de los bancos centrales sean más acomodaticias (dovish). Particularmente consideramos que Latinoamérica presenta una alta preferencia por parte de los inversionistas debido a que países como Chile, México y Brasil recortarían tasas de interés en sus próximas reuniones.
- Por el lado de Colombia, esperamos que el BanRep mantenga la tasa de interés de referencia en 4.25%, a la espera del desarrollo económico y de la tendencia de la inflación. Frente al primer ítem cabe resaltar que el FMI revisó levemente a la baja el crecimiento económico alineándolo a la cifra del emisor en 3.4%, la cual es superior a la del mercado que según la encuesta de Citi espera 3.1% a/a en promedio.
- Frente al segundo ítem, las expectativas de inflación siguen incrementándose y a diciembre esperamos que el IPC aumente a 3.77%. Según la encuesta del Citibank, el mercado espera una variación anual entre 3.60% a/a y 3.85% a/a para julio, con una mediana de 3.74% a/a. Consideramos que el impulso de la inflación estaría orientado por la inflación de alimentos, de continuar la temporada de lluvias y cierres viales; en segunda instancia se sentiría el efecto de la transmisión a los transables de la devaluación del peso colombiano; y en tercera instancia estaría la persistencia de la inflación en los servicios públicos.
- El mercado de deuda pública local mantuvo las valorizaciones en la última semana, a la espera de lo que serían nuevos estímulos monetarios por parte de los principales Bancos Centrales en sus reuniones de fin de mes. Los TES UVR han presentado un mejor comportamiento, e incluso a lo largo del mes, casi que duplican en valorización a los TES Tasa Fija, ante el incremento en las expectativas de inflación.
- Aunque las valorizaciones han sido extensivas a la mayoría de títulos de deuda pública local, se ha observado una concentración de las demandas en los títulos de la parte media de la curva de rendimientos. Los títulos que más avanzaron en la última semana fueron los TES 2025 y los TES UVR 2027 (los UVR 2025 son más ilíquidos), y supone cierta precaución de los inversionistas antes de la crucial reunión de la FED.
- Mantenemos una postura de estar más posicionados en títulos UVR, siendo la parte media de la curva la que pueda mantener las mayores valorizaciones antes de la decisión de la FED. Recomendamos tácticamente los TES UVR 2025 que se encuentran rezaqados frente a TES 2023 v TES 2027.

## Principales indicadores

Indicador	24-jul-19
IBR Overnight (e.a.)	4.257%
IBR 1m (e.a.)	4.237%
IBR 3m (e.a.)	4.217%
IBR 6m (e.a.)	4.189%
DTF (e.a.)	4.430%
IPC (var. anual)	3.43%
UVR	268.1743
Tasa Banrep (e.a.)	4.25%
TRM	3,188.01

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?

Después de presentar un fuerte rally la curva de rendimientos TES TF, la curva de TES UVR comenzó a verse atractiva al estar rezagada en movimiento y presentar un mayor potencial de valorización. Durante la última semana, la curva de rendimientos TES UVR se desplazó a la baja, con un movimiento bull flattener donde la mayor valorización se evidenció en las referencias de mediano y largo plazo. La valorización fue de 25 pbs en promedio, donde las referencias TES UVR 2027 y TES UVR 2035 fueron las más apetecidas.

No obstante, como anotamos en el informe anterior, los TES UVR 2027 presentaron una valorización adicional de más de 10pbs y, si bien no fue la más valorizada (TES UVR 2035) era la más atractiva en términos de duración y riesgo.

Continuamos favoreciendo la curva de TES UVR, una vez que sigan siendo títulos favorecedores ante cualquier retroceso que pueda presentar la curva TES TF. Por lo tanto, consideramos que la referencia TES UVR 2025 puede presentar una valorización entre 5 a 10 pbs en las próximas jornadas, teniendo en cuenta que la valorización presentada a hoy no se equipara a la referencia TES UVR 2023 y TES UVR 2027.

Teniendo en cuenta el movimiento esperado, la rentabilidad a 30 días sería de 8.24% E.A. y, en caso de extenderse el movimiento, la rentabilidad a 60 días sería de 6.07% E.A.

COLTESUVR 05/07/25	30	60	90	120	180	270	360
1.73	22.71%	12.82%	9.74%	8.24%	6.68%	7.35%	6.83%
1.83	15.25%	9.39%	7.54%	6.63%	5.65%	6.70%	6.36%
1.88	11.69%	7.71%	6.45%	5.84%	5.14%	6.37%	6.13%
1.93	8.24%	6.07%	5.38%	5.05%	4.64%	6.05%	5.90%
1.98	4.91%	4.44%	4.32%	4.27%	4.14%	5.73%	5.67%
2.03	1.68%	2.85%	3.27%	3.50%	3.64%	5.41%	5.44%
2.08	-1.45%	1.28%	2.24%	2.73%	3.14%	5.09%	5.21%
2.13	-4.49%	-0.27%	1.21%	1.97%	2.65%	4.77%	4.98%
2.18	-7.42%	-1.79%	0.19%	1.21%	2.16%	4.45%	4.76%
2.23	-10.27%	-3.29%	-0.81%	0.46%	1.67%	4.13%	4.53%

## Subastas TES

### Calendario de Subastas

Moneda	Competitivas	No competitivas	Títulos en subastas		
UVR	3/07/2019	12/07/2019	feb-2023	mar-2027	feb-2037
COP	10/07/2019	19/07/2019	nov-2025	abr-2028	oct-2034
UVR	17/07/2019	26/07/2019	feb-2023	mar-2027	25-feb-37
COP	24/07/2019	2/08/2019	nov-2025	abr-2028	oct-2034
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

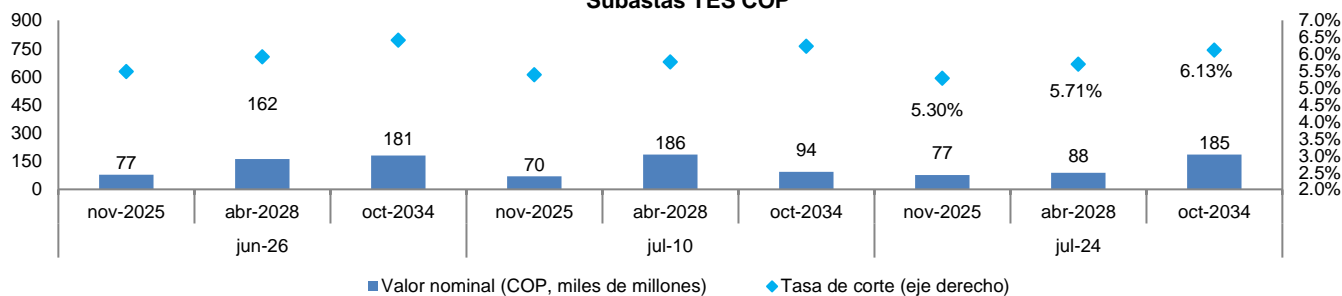
### Calendario de Cupones

Julio	Valor del cupón (MM)
24	TES 2020: COP 1.607
TES 2020 TES 2024	TES 2024: COP 2.689

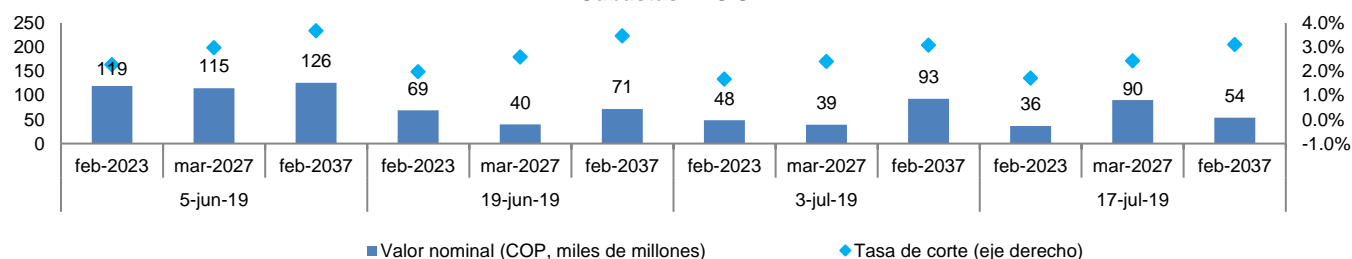
MM: Miles de millones

TES COP			TES UVR		
Fecha	Título	Bid to cover	Fecha	Título	Bid to cover
26-jun-19	nov-2025	4.36	5-jun-19	feb-2023	3.33
	abr-2028	3.97		mar-2027	2.79
	oct-2034	3.14		feb-2037	2.58
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
			17-jul-19	feb-2023	5.54
				mar-2027	3.88
				feb-2037	2.95

### Subastas TES COP



### Subastas TES UVR



### Spread entre TES

TES TF	2020	2022	2024	2025	2026	2028	2030	2032	2034
2020	0	51.9	83.9	119.1	129.4	158.6	177.5	193.7	203.2
2022	42.0	0	32.0	67.3	77.6	106.8	125.7	141.8	151.3
2024	72.0	30.0	0	35.3	45.6	74.8	93.7	109.8	119.3
2025	110.0	68.0	38.0	0	10.3	39.5	58.4	74.6	84.0
2026	119.0	77.0	47.0	9	0	29.2	48.1	64.3	73.8
2028	151.0	109.0	79.0	41	32.0	0	18.9	35.1	44.5
2030	170.0	128.0	98.0	60	51.0	19.0	0	16.1	25.6
2032	183.4	141.4	111.4	73.4	64.4	32.4	13.4	0	9.5
2034	192.0	150.0	120.0	82.0	73.0	41	22	8.6	0

Hoy

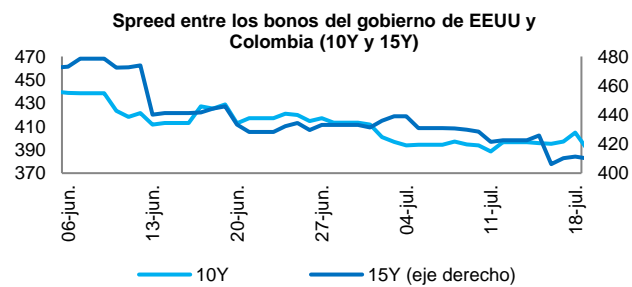
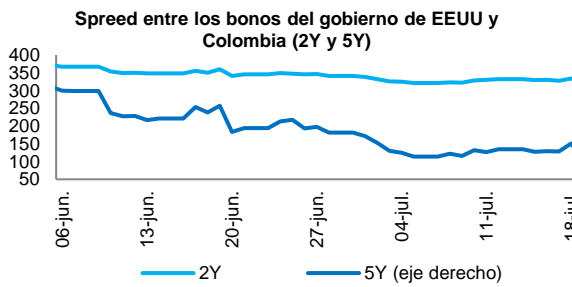
Spread hoy = Tasa título mayor (t) - Tasa título menor (t)  
 Spread Prom. 30 días = Tasa título mayor (Tasa promedio últimos 30 días) - Tasa título menor (Tasa promedio últimos 30 días)  
 Color = Spread hoy - Spread 1s

TES UVR	2021	2023	2025	2027	2033	2035	2037
2021	0	30.5	67.4	97.4	157.1	161.2	169.7
2023	25.1	0	36.8	66.9	126.6	130.7	139.2
2025	55.1	30.0	0	30.1	89.8	93.9	102.4
2027	81.6	56.5	26.5	0	59.7	63.8	72.3
2033	134.4	109.3	79.3	52.8	0	4.1	12.6
2035	137.1	112.0	82.0	55.5	2.7	0	8.5
2037	152.1	127.0	97.0	70.5	17.7	15.0	0

Hoy

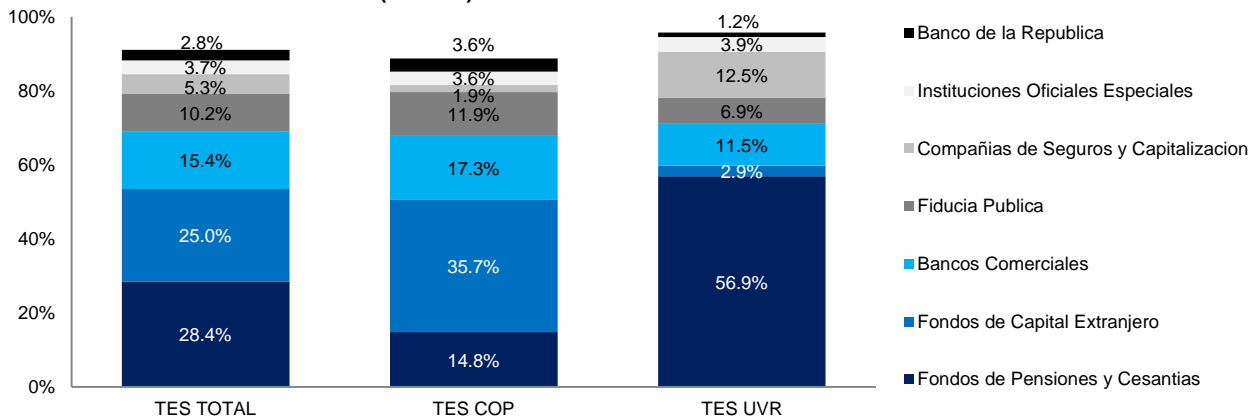
- La curva de rendimientos TES TF presentó un movimiento bear flattening por la desvalorización de la referencia de más corto plazo (TES TF 2020), la cual encontró niveles cercanos a la tasa BanRep. Adicionalmente, la parte media y larga de la curva se valorizaron lo que produjo una mayor compresión entre el spread de hoy en comparación con el spread promedio de 30 días.
- Asimismo, la curva de rendimientos TES UVR presentó un aplanamiento debido a la fuerte valorización de los títulos más largos en contraste con una menor valorización de la parte corta. No obstante, en la última semana se observó un desplazamiento al presentar valorizaciones en todas las referencias.

Spread en pbs	TES -Tasa Repo	TES - Inflación
jul-2020	-1.0	81.0
may-2022	41.0	123.0
jul-2024	71.0	153.0
nov-2025	109.0	191.0
ago-2026	118.0	200.0
abr-2028	150.0	232.0
sep-2030	169.0	251.0
jun-2032	182.4	264.4

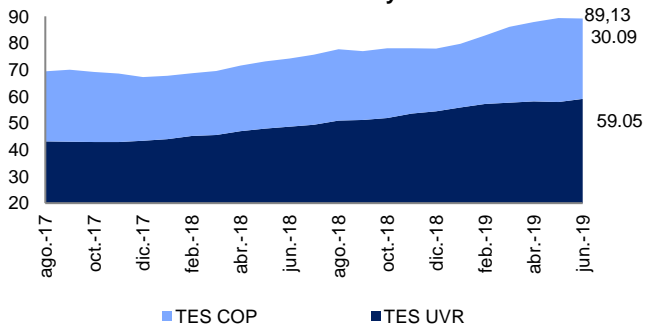


### Tenedores de TES

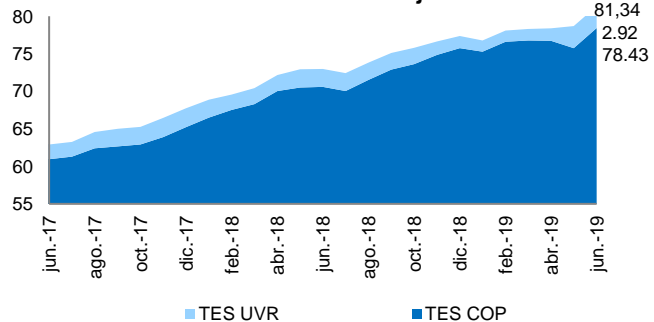
**Proporción de los Tenedores en Junio de 2019 (% Total)**



**Fondos de Pensiones y Cesantías**



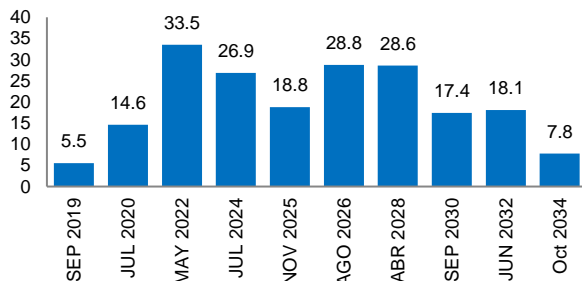
**Inversionistas Extranjeros\***



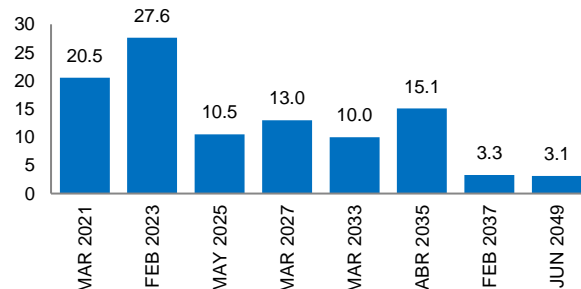
\*Cifras en billones de COP

## Emisiones vigentes de TES

### TES TF (BN)



### TES UVR (COP-BN)



## Dirección de Estrategias e Investigaciones Económicas

### Francisco Chaves

Director

fjchaves@fiduoccidente.com.co

### 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.