

Informe semanal Renta Fija

31 de julio-4 de agosto 2023

| Resumen

- La última semana el mercado de renta fija mostró un mayor optimismo tras cifras económicas que fortalecieron la visión de un 'aterrizaje suave' de la economía en Estados Unidos. Adicionalmente, la Reserva Federal (Fed) limitó su pronóstico de recesión y dejó la puerta abierta para un incremento o una pausa en las tasas de interés en la siguiente decisión (Sep), sujeto a la evolución de los datos económicos. Destacamos que el primer escenario perdió aún más fuerza tras una sorpresiva resiliencia de la economía durante el 2T23 y una desaceleración de la inflación.
- En este contexto, la curva de Treasuries marcó un sesgo de empinamiento como resultado de mayores pérdidas en el extremo largo de hasta +12pb. En particular, la referencia de 10 años osciló entre 3.79% y nuevamente por arriba de 4.00%, cerrando en 3.95% (+12pb). En consecuencia, el diferencial 2/10 se comprimió a -93pb desde -102pb la semana anterior.
- La renta fija local durante la semana anterior se desvalorizó en la mayoría de los nodos de la curva, excepto los TES COP 24 y 25. Las desvalorizaciones se explican por la cautela de los inversionistas ante la decisión de la FED para el 26 de julio.
- La deuda corporativa, las emisiones de la semana pasada registraron un menor volumen, ubicándose en COP \$2.4 billones. El sentimiento de la deuda privada continúa siendo la búsqueda de mayor duración, donde la captación a 5 años por parte de BBVA en tasa fija con un monto de COP \$870 mil millones muestra el apetito del mercado por mayor duración y papeles denominados en tasa fija.

Héctor Wilson Tovar

Gerente de Investigaciones
Económicas
wtovar@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1107

María Alejandra Martínez

Directora de Investigaciones
Económicas
maria.martinez@accivalores.coi
(601) 3907400 ext 1566

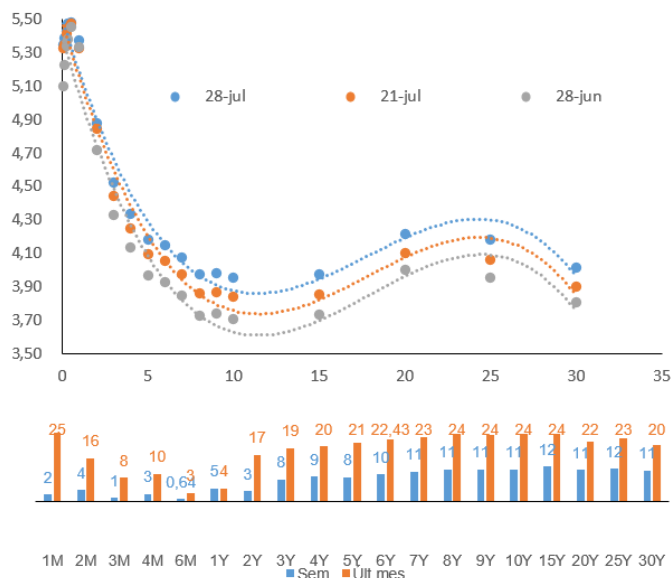
Cristian Enrique Peláez

Analista Renta Variable
cristian.pelaez@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1300

Jahnisi Arley Cáceres

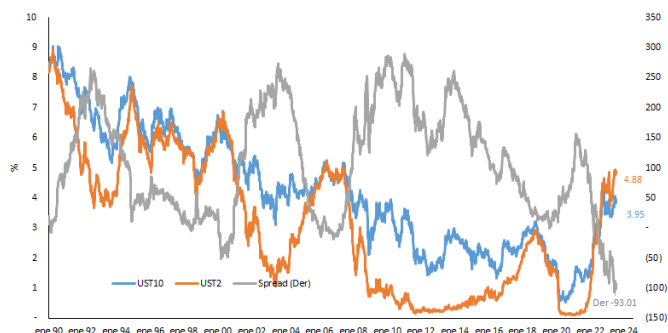
Analista Renta Variable
jahnisi.caceres@accivalores.coi
(601) 3907400 ext 1300

Gráfica 1: Variación curva tesoros americanos



Fuente: FRED – Investigaciones Económicas

Gráfica 2: Probabilidad (%) recesión NY FED



Fuente: FRED – Investigaciones Económicas

Renta Fija Internacional

Durante la semana, el mercado mostró un mayor optimismo tras cifras económicas que fortalecieron la visión de un ‘aterrizaje suave’ de la economía en Estados Unidos. Adicionalmente, la Reserva Federal abandonó su pronóstico de recesión y dejó la puerta abierta para un incremento o una pausa en las tasas de interés en la siguiente decisión, sujeto a la evolución de los datos económicos. Vale la pena señalar que el primer escenario perdió aún más fuerza tras una desaceleración de la inflación.

En este contexto, la curva de Treasuries marcó un sesgo de empinamiento como resultado de mayores pérdidas en el extremo largo de hasta 12pb. En particular, la referencia de 10 años osciló entre 3.79% y nuevamente por arriba de 4.00%, cerrando en 3.95% (+12pb). En consecuencia, el diferencial 2/10 se comprimió a -93pb desde -102pb la semana pasada

Por ahora, el mercado anticipa una pausa en las tasas de interés durante lo que resta del 3T23 con una probabilidad inferior al 30% para un incremento de +25pb en el mes de noviembre, en la (gráfica 3) las probabilidades implícitas para la senda de la Política Monetaria de la FED, destacando las menores probabilidades de nuevos incrementos, lo que coincide con una expectativa de que la batalla contra la inflación haya alcanzado pivote. También observamos que el mercado estaría cifrando sus expectativas por una senda a la baja en la TPM desde el cierre del 1T24.

Gráfica 3: Probabilidades Implícitas Política Monetaria FED

Reunión	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
20/09/2023					0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	79,5%	20,5%	0,0%
01/11/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	66,8%	30,0%	3,3%
13/12/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,7%	61,9%	26,5%	2,9%
31/01/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	24,1%	51,7%	19,6%	2,0%
20/03/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	12,9%	37,4%	36,3%	11,2%	1,1%
01/05/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	10,7%	32,7%	36,5%	16,0%	3,0%	0,2%
19/06/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	5,1%	20,1%	34,3%	27,7%	10,4%	1,8%	0,1%
31/07/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	3,9%	16,1%	30,5%	29,5%	15,0%	4,1%	0,6%	0,0%
25/09/2024	0,0%	0,0%	0,2%	3,1%	13,5%	27,5%	29,7%	18,1%	6,4%	1,3%	0,1%	0,0%
06/11/2024	0,0%	0,2%	2,2%	10,3%	23,1%	29,0%	21,7%	10,0%	2,9%	0,5%	0,0%	0,0%
18/12/2024	0,1%	1,6%	7,8%	19,2%	27,2%	24,0%	13,6%	5,1%	1,2%	0,2%	0,0%	0,0%

Fuente: Bloomberg – Investigaciones Económicas

Respecto a los bonos desarrollados de la eurozona, estos se desvalorizan en promedio +10pb en el nodo de 10 años luego de la decisión del BCE de subir su tasa de referencia en +25pb conforme lo descontaba el mercado. Destacamos como el mercado a pesar de las lecturas de inflación en línea a lo esperado en la Zona Euro, siguen descontando otra subida de tasas de interés para su reunión de septiembre. Las políticas de los bancos centrales están impulsando la parte delantera de la curva, que ha sido la más volátil. En general, las curvas tienden a aplanarse hasta la última subida de tipos que no vemos hasta septiembre. Además, los bancos centrales pueden continuar comunicándose de manera poco clara sobre el último aumento, diciendo, por ejemplo, que permanecerán atentos y dependientes de los datos... Esto explica por qué nos resulta difícil ver que la curva se vuelva a empinar significativamente con un rendimiento superior del al frente de la curva en los próximos meses.

Por su parte, los bonos emergentes se desplazaron a la baja mientras el mercado tomaba utilidad luego de las volatilidades acostumbradas en decisiones de banca central.

Perspectiva de la semana:

Durante esta semana, los bonos serán sensibles al reporte de empleo en EE. UU. y a la inflación de la Eurozona, sobre todo después de que tanto el Fed como el BCE no dieran una guía para la decisión de septiembre. Vemos que los inversores estarán dando pausa a la cautela a medida que el Tesoro de los EE.UU. tiene previsto aumentar la emisión de valores a más largo plazo debido a un creciente déficit presupuestario. Por primera vez desde principios de 2021, el Tesoro aumentará su colocación trimestral de bonos del Tesoro a más largo plazo a US\$102 mil millones, en comparación con los US\$96 mil millones anteriores. Aunque esto está por debajo de los niveles alcanzados durante la crisis de Covid-19, sigue siendo significativamente más alto que los volúmenes observados antes de la pandemia. El aumento en las necesidades de endeudamiento público se debe en parte a las alzas de tasas de la FED, que han llevado las tasas a su nivel más alto en 22 años, lo que a su vez ha aumentado los rendimientos de la deuda pública y la ha vuelto más costosa. La FED está reduciendo sus tenencias de bonos del Tesoro, lo que obliga al gobierno a vender más bonos a otros compradores. Todo esto aumenta el riesgo de volatilidad incremental durante la semana. Simultáneamente veremos si la modificación a la política de control de la curva por parte del Banco de Japón (BoJ) permea las expectativas por ventas de tesoros y bonos alemanes lo que podría aumentar la volatilidad.

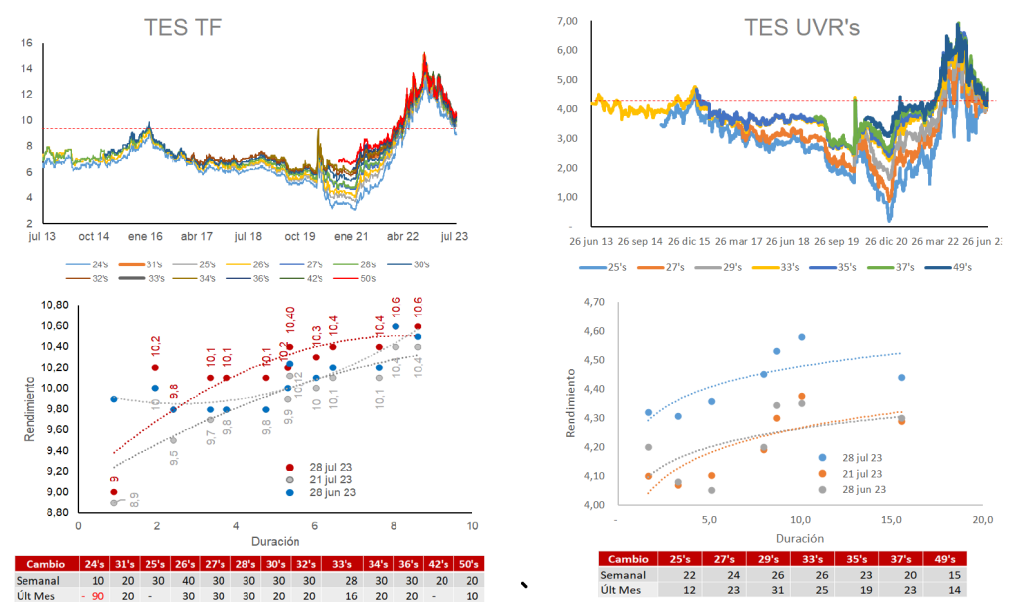
| Renta fija local

La renta fija local durante la semana anterior se desvalorizó viendo en promedio un incremento de +27 pb en sus rendimientos a lo largo de la curva TESTF, con una mayor afectación en el nodo a 2026 donde el incremento semanal es de +40pb. Las desvalorizaciones se explican por la cautela de los inversionistas ante la decisión de la FED al cierre del mes de julio, donde además de aumentar +25pb el rango de la política monetaria, dejó abierta la puerta a nuevos incrementos más adelante en el 2S23. En este sentido, los niveles de la curva son similares a los observados en el mes de abril de 2022 donde se celebraban las elecciones presidenciales en el país; la pausa esperada en el apetito de riesgos de los inversores a medida que a nivel global esperan los resultados de los informes de ganancias del 2T23, pausa que podría permitir a los operadores la toma de utilidades y se despeja el camino a nivel local de la reunión de la política monetaria en la semana, donde esperamos que el Banrep mantendría la TPM inalterada en el actual nivel de 13.25%.

Las mayores desvalorizaciones de la semana se presentaron en la parte media mientras el ruido del canje continúa presionando a la baja (valorización) los TES COP 24 y 25 debido a la necesidad del gobierno de hacer caja para la vigencia del 2024 y 2025, dados los altos niveles de amortización y flotante que tienen estos dos papeles (COP\$17.5B y COP\$20B respectivamente).

Respecto a los TES UVR, estos siguieron el comportamiento de los TES TF mientras el mercado aún sigue descontando una senda bajista de inflación en los próximos meses. La incertidumbre en la inflación tiene que ver con el impacto en la canasta familiar derivado del cierre de la vía al Llano, los posibles impactos del fenómeno del niño, los efectos de los constantes incrementos en los precios de la gasolina como parte de la política dirigida por el Minhacienda para reducir el déficit del FEPEC, así como de los efectos esperados en el 1S24 cuando el Gobierno Nacional inicia la normalización de los precios del Diesel conforme a las promesas del Minhacienda. En este sentido, la curva aún sigue invertida con los TES UVR 25 por encima a los TES UVR 27 (gráfica 4).

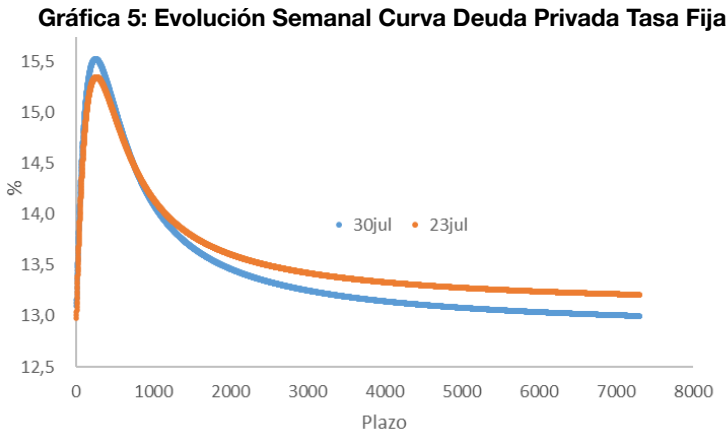
Gráfica 4: Curvas TES



Fuente: Cierres SEN - Investigaciones Económicas ACVA

Respecto al comportamiento de la deuda corporativa, las emisiones de la semana pasada registraron un menor volumen, ubicándose en COP \$0.4 billones. El sentimiento de la deuda privada continúa siendo la búsqueda de mayor duración, donde la captación a 5 años

por parte de Bancolombia en tasa fija con un monto de COP \$243 mil millones muestra el apetito del mercado por mayor duración y papeles denominados en tasa fija; pese a lo anterior las captaciones recientes en el mercado local habrían disminuido la liquidez por lo que nuevas correcciones en las tasas de los TESTF podrían comprimir el apetito de los agentes.



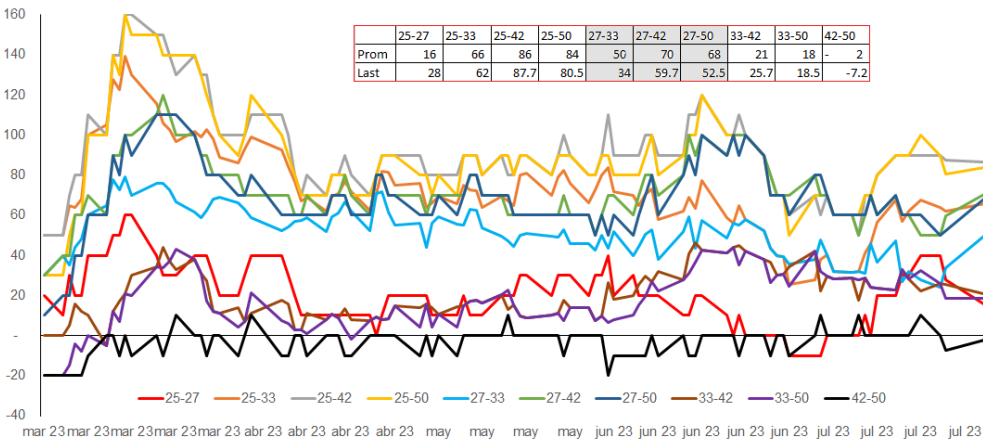
Fuente: PiP - Investigaciones Económicas ACVA

Como se muestra en la (gráfica 5), observamos que la parte larga fue la que mayor movimiento presentó debido a las presiones que seguimos observando en la parte corta de la curva tasa fija, mientras las presiones del CEFEN a los bancos podría disminuir liberando la presión de las tasas de captaciones.

Perspectiva de la semana:

Para esta semana, esperamos que las lecturas del mercado laboral y los informes de ganancias en EE.UU. determinarán en parte el comportamiento de los tesoros. La curva de EE.UU. estará presionada por una mayor emisión por parte del tesoro especialmente en la parte larga y los efectos de la política monetaria en Japón de menor control de la curva) fundamentales que determinarán las correcciones en las curvas locales.

Gráfica 6: Spreads TES TF



Fuente: Cierres SEN - Investigaciones Económicas ACVA

Al observar el panorama internacional, la incertidumbre por la viabilidad de nuevos incrementos de tasas tanto de parte de la Fed como del BCE y los anuncios esperados de incremento de la TPM en el Reino Unido aplazan temporalmente el sentimiento comprador de deuda soberana. En este sentido, la incertidumbre sobre el fin del ciclo de alzas de tasas a nivel global y una inflación a la baja en Colombia podrían empujar la curva.

Por otro lado, al observar los spreads TES TF COP creemos que el empujamiento podría ser más atractivo entre parte media versus la parte larga de la curva, especialmente en TES COP 2027, donde posiciones de valor relativo versus los 27s, 33s, 42s y 50s apostando por un mayor spread podría ser viable (gráfica 6).

Global Disclaimer

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron contruidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2023 Acciones & Valores S.A.