

Informe semanal Renta Fija

10-14 de julio 2023

10 de junio
2023

| Resumen

- El mercado conoció las minutas de la FED que corroboran las expectativas de los operadores de mayores subidas de tasas de interés por parte de los hacedores de política monetaria en EE.UU. Entre los puntos relevantes tratados en las minutas, se observó la división de los hacedores de política monetaria en la pausa presentada por parte de la FED en su campaña de subidas de tasas de interés más rápida de la historia reciente.
- La renta fija local pausó las valorizaciones presentadas en las semanas anteriores siguiendo a sus pares de la región mientras el sentimiento de “risk off” a nivel global aumentó tras el contexto internacional de una banca central, especialmente la posibilidad de una FED más contractiva por lo que resta del año. En este sentido, en promedio la curva TES COP se desvalorizó frente a la anterior semana en 13.93 pbs y la curva TES UVR en 12.25 pbs.
- Para la deuda privada, las emisiones de la semana pasada registraron un menor volumen, ubicándose en COP \$1.2 billones. El mayor emisor de la semana fue Findeter con captaciones por COP \$390 mil millones en tasa fija, siguiendo Banco de Bogotá y BBVA con COP \$228 mil y COP \$151 mil millones respectivamente.

Héctor Wilson Tovar

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

María Alejandra Martínez

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

José Julián Achury

Analista Renta Fija
jose.achury@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1300

Cristian Enrique Peláez

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

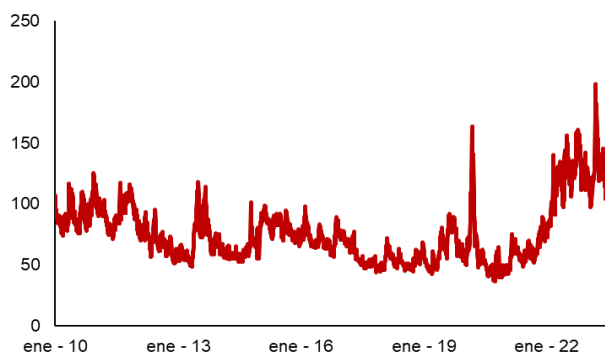
Jahnisi Arley Cáceres

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

Andrés Felipe Madero

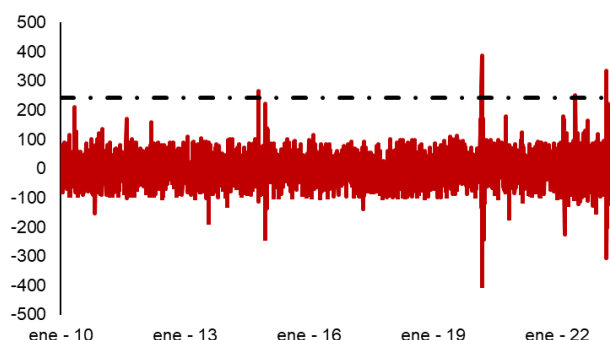
Practicante
andres.rubio@accivalores.com

Gráfica 1: Índice MOVE



Fuente: BofA – Investigaciones Económicas

Gráfica 2: Cambio Neto 1 día Índice MOVE



Fuente: BofA – Investigaciones Económicas

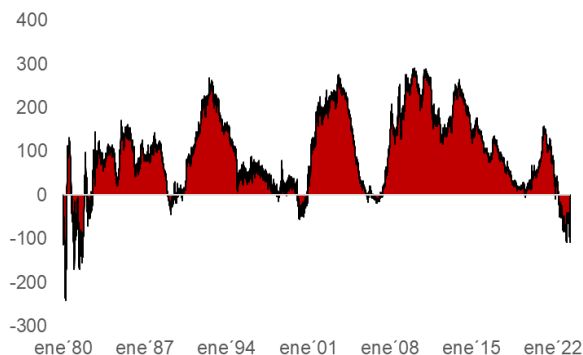
| Renta Fija Internacional

La semana anterior, el mercado conoció las minutas de la FED que corroboran las expectativas de los operadores de mayores subidas de tasas de interés por parte de los hacedores de política monetaria en EE.UU. Entre los puntos relevantes tratados en las minutas, se observó la división de los hacedores de política monetaria en la pausa presentada por parte de la FED en su campaña de subidas de tasas de interés más rápida de la historia reciente. Por ejemplo, Lorie Logan de la FED de Dallas enfatizó que un aumento en la decisión de junio era apropiado dada la fortaleza que sigue presentando el mercado laboral. Con lo anterior, el mercado descuenta que la FED podría subir dos veces más su tasa de política monetaria, una en julio y otra en septiembre.

De esta forma, el mercado estuvo atento a las lecturas del mercado laboral del día jueves y viernes, donde tras conocerse la lectura del cambio de empleo ADP el día jueves, con una lectura de 497 mil versus los 228 mil esperado los operadores aumentaron sus apuestas, llegando a una probabilidad del 90% de otro aumento por parte de la FED de +25 pbs para su decisión del 26 de julio. Así las cosas, el mercado espera que la tasa terminal de la FED sea del 5.75% siguiendo el dot plot de la FED presentado en su reunión de junio.

Como consecuencia de lo anterior, la curva de tesoros americanos se desplazó al alza mientras los operadores sopesaban la posibilidad de una FED restrictiva en lo restante del año. Los nodos de referencia de 2 y 10 años rompieron barreras importantes, con el nodo a 2 años llegando a niveles del 5% y el nodo a 10 años llegando al nivel del 4% respectivamente. El mercado respondió con niveles de inversión de la curva entre el nodo de 10 y 2 años llegando a niveles no vistos desde 1980, con una inversión mayor a los 100 pbs (*gráfica 3*).

Gráfica 3: Empinamiento curva tesoros americanos 10-2



Fuente: US Treasury – Investigaciones Económicas

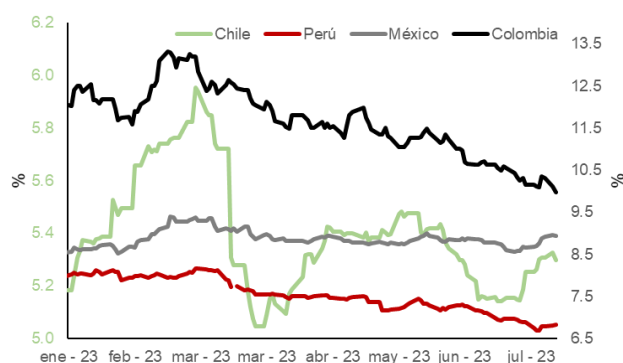
Resultado de lo anterior, la volatilidad en los tesoros americanos se acercó a niveles previos de mayo medido con el índice MOVE (*gráfica 1*), donde el mercado calibraba nuevamente la posibilidad de una FED contractiva dados los resultados resilientes del mercado laboral. Al observar el cambio neto diario del índice, este pasó de los 110 puntos a los 134 puntos, mostrando uno de los mayores movimientos diarios desde marzo y mayo del presente año (*gráfica 2*) mientras el mercado esperaba la confirmación de una banca central contractiva a nivel global.

El mercado sigue atento a la evolución de la deuda corporativa de EE.UU, mientras varios emisores estarían presionados a renovar sus créditos y colocación de bonos realizados en pandemia a una tasa de refinanciamiento mayor en más de 500 pbs. El aumento de las tasas reales, especialmente en EE.UU con una FED contractiva sigue presionando los spreads de deuda corporativa Investment Grade (IG) vs High Yield (HY).

Respecto a los bonos desarrollados, estos siguieron sus homólogos de EE.UU mientras la presidenta del Banco Central Europeo (BCE) y el gobernador Joachim Nagel siguen corroborando su postura contractiva debido a los altos niveles de la inflación, especialmente la subyacente que se mantiene en los 5.4%, niveles más altos desde la creación de la Zona Euro en 1999. Además, según Nagel las condiciones financieras en la Zona Euro permiten mayores incrementos en la tasa de política monetaria del BCE.

Por su parte, los bonos de la región (gráfica 4) pausaron sus valorizaciones mientras varios mensajes de las bancas centrales muestran que mantendrían sus tasas inalteradas en lo que resta del año, mientras aún se siguen previendo subidas de tasas de interés por parte de la FED. En este sentido, los bonos de la región especialmente los mexicanos se desplazaron al alza mientras la publicación de las minutas de Banxico no mostraban señales de recortes en su tasa de interés.

Gráfica 4: Comportamiento bonos región



Fuente: Bloomberg – Investigaciones Económicas

Perspectiva de la semana:

El mercado esta semana estará atento al dato de inflación en EE.UU y Alemania, donde la mayor expectativa estará centrada en EE.UU debido a los acontecimientos recientes donde el mercado sigue creyendo que la FED aumentará su tasa de interés el 26 de julio. El consenso del mercado espera en su lectura anual un 3.1% desde el 4% anterior, mostrando que el descenso en los precios se fundamentan por una reducción rápida en los precios al productor en EE.UU. A pesar de estas expectativas, el mercado sopesa la posibilidad de otro aumento debido a la resiliencia del mercado laboral, que a pesar de las menores adiciones en las nóminas no agrícolas a las esperadas en su lectura del viernes el mercado sigue descontando que el nivel de desempleo sigue siendo bajo a pesar de las fuertes subidas de tasas por parte de la FED.

Además, el mercado también está atento a la evolución del gasto de los consumidores en EE.UU mientras se aproxima el verano que suele ser un periodo de presiones inflacionarias debido a las presiones por demanda de combustibles y las actividades de ocio durante julio.

Con lo anterior, una sorpresa alcista en la inversión o con un retroceso menor al esperado podría presionar la curva al alza, dada la expectativa de un proceso desinflacionario rápido en EE.UU. De esta forma, los operadores esperan que si la inflación no cede en la senda esperada, este dato sería el catalizador para que veamos un nodo de 2 años por encima del

5.1% y un nodo de 10 años por encima del 4.1%, máximos del 2008. Por su parte, una inflación por debajo al 3.1% a/a podría poner sobre la mesa la discusión de si la FED necesitaría subir su tasa de política monetaria en septiembre y replantear las probabilidades de una subida el 26 de julio mientras la FED podría retomar su discurso de darse el lujo de seguir observando los datos para no ser más restrictivos a lo necesario.

Por último, creemos que el dato de inflación decantara la narrativa de un posible aterrizaje suave o forzado en la medida que una sorpresa negativa podría mostrar la necesidad de una FED más hawkish, donde la conversación de un tercer aumento en las tasas de interés podría tomar fuerza, y la probabilidad de otro aumento en septiembre aumentaría. En este sentido, deberíamos ver desvalorizaciones en los tesoros americanos y en la deuda desarrollada mientras los bancos centrales tendrían aún más trabajo por hacer para retornar los niveles de inflación previos a la pandemia.

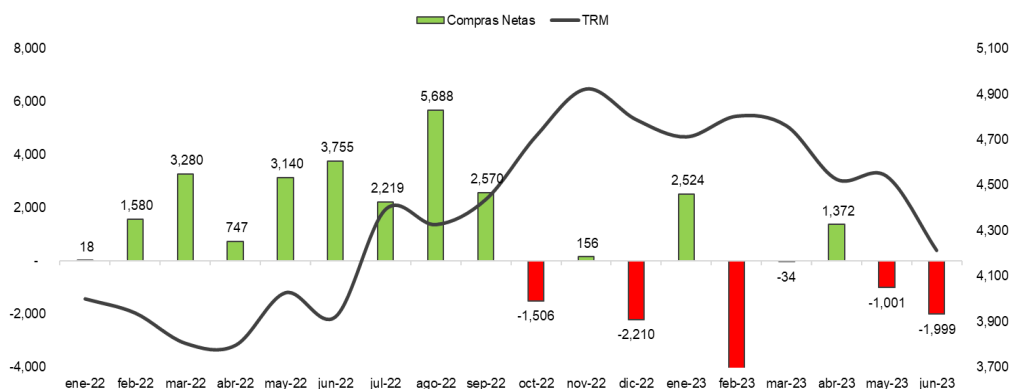
| Renta fija local

La renta fija local pausó las valorizaciones presentadas en las semanas anteriores siguiendo a sus pares de la región mientras el sentimiento de “risk-off” a nivel global aumentó tras el contexto internacional de una banca central, especialmente la posibilidad de una FED más contractiva por lo que resta del año. En este sentido, en promedio la curva TES COP se desvalorizó frente a la anterior semana en 13.93 pbs y la curva TES UVR en 12.25 pbs. Las desvalorizaciones en la curva de TES COP se explican por el risk-off mencionado anteriormente, y para los TES UVR la expectativa de unos datos de inflación bajos aplanó la curva durante la semana.

A pesar de lo anterior, el mercado no mostró señales de cambio en su tendencia compradora mientras los operadores descuentan la posibilidad de un proceso desinflacionario rápido en Colombia, similar al de sus pares en la región. Como consecuencia, el mercado compró al final de la semana los retrocesos presentados durante la semana posicionándose al dato de inflación publicado el lunes a las 6PM que sorprendió al consenso del mercado, donde éste esperaba una lectura del 12.25% a/a versus el resultado del 12.13% a/a.

Durante la semana también se conoció el comportamiento de los fondos de capital extranjero, donde según información del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) los fondos de capital extranjero fueron vendedores netos durante el mes de junio (gráfica 5).

Gráfica 5: Flujos Mensuales Netos Extranjeros vs TRM

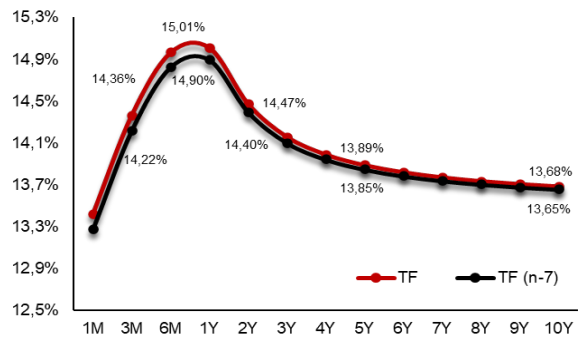


Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas ACVA

Las ventas de los fondos extranjeros fueron cercanas a los COP \$2 billones, mientras los compradores netos del mes continuaron siendo los fondos de pensiones con un aumento en sus tenencias de COP \$1.75 billones siendo el 4 mes consecutivo de compras netas por parte de los fondos de pensiones. También, fue relevante el conocimiento de las tenencias del Banco de la República donde el emisor aumentó sus tenencias en COP \$1.9 billones mientras el mercado sigue atento a la evolución del canje de deuda, donde se espera recoger el flotante de los TES COP 2024 durante lo corrido del año para aumentar la caja del gobierno para el 2024 y reducir así la amortización de dicho papel.

Respecto al comportamiento de la deuda corporativa, las emisiones de la semana pasada registraron un menor volumen, ubicándose en COP \$1.2 billones. El mayor emisor de la semana fue Findeter con captaciones por COP \$390 mil millones en tasa fija, siguiendo Banco de Bogotá y BBVA con COP \$228 mil y COP \$151 mil millones respectivamente. El mercado de deuda corporativa empieza a calibrar las expectativas de recortes en la tasa de política monetaria para final de año, mientras diferentes bancos centrales de la región decidieron mantener su política monetaria inalterada a pesar de un descenso en la inflación.

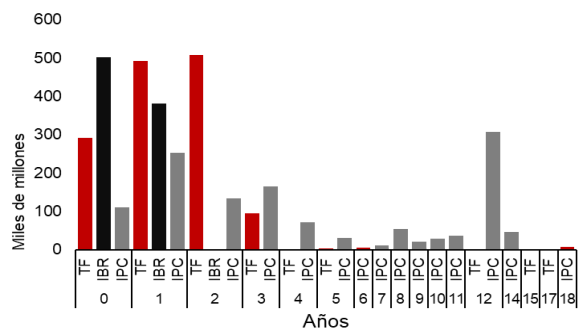
Gráfica 6: Evolución Semanal Curva Deuda Privada Tasa Fija



Fuente: PiP - Investigaciones Económicas ACVA

Además, las presiones del Coeficiente de Fondo Estable Neto (CFEN) durante la última semana han presionado las curvas de deuda privada, especialmente la curva tasa fija con la parte corta, donde el nodo a 1 año se desvalorizó en lo corrido de la semana 10 pbs (gráfica 6). Además, la demanda por la parte corta de IPC en el mercado secundario ha disminuido y se encuentra por debajo de los COP \$100 mil millones mientras el mercado prefiere mayor duración en este tipo de papel como se evidencia en el nodo a 12 años (gráfica 7).

Gráfica 7: Evolución Semanal Curva Deuda Privada Tasa Fija

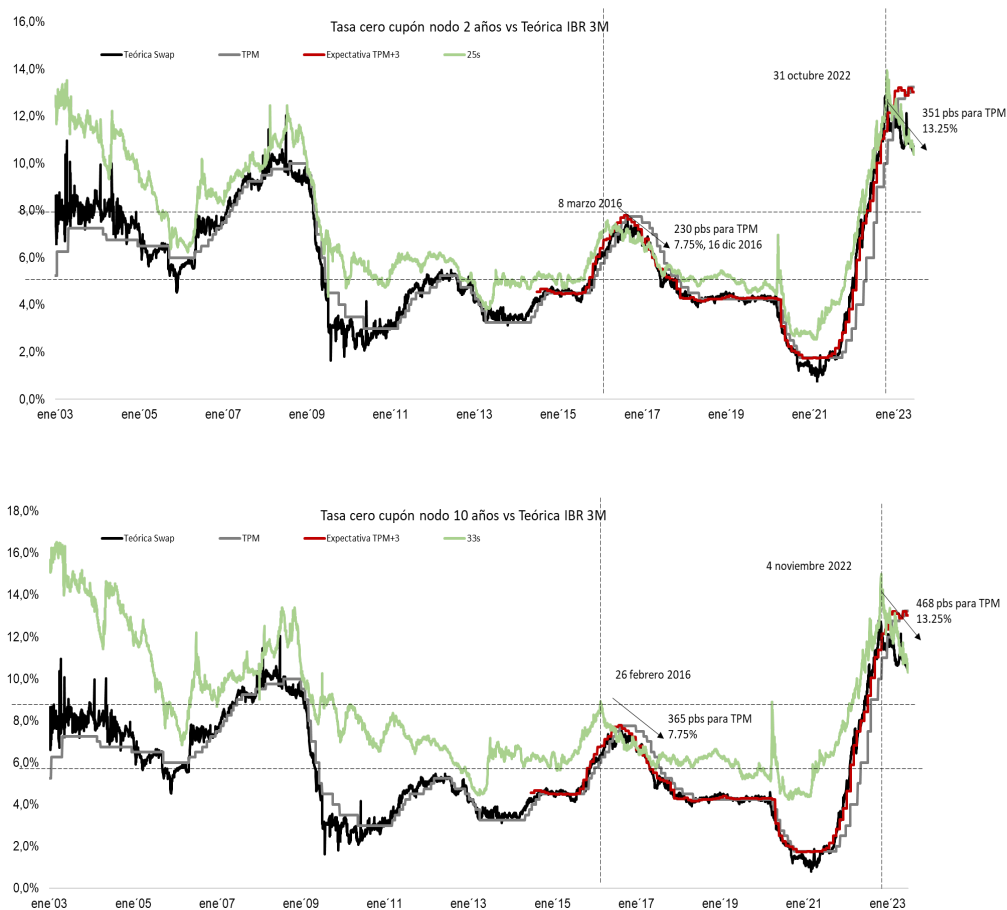


Fuente: BVC - Investigaciones Económicas ACVA

Perspectiva de la semana:

Para esta semana, tras conocerse la lectura de inflación esperamos que el mercado de deuda pública continúe con su rally. Los operadores también estarán atentos a la lectura de inflación en EE.UU, que podría pausar las valorizaciones presentadas al inicio de la semana. Por otro lado, en la gráfica 5 mostramos las valorizaciones de los nodos con tasas cero cupón de 10 y 2 años desde el 2003 comparado con las expectativas a 3 meses del mercado de tasa de política monetaria y la tasa swap IBR 3 meses para conocer si el rally presentado en la curva ha sido similar a otros según la historia.

Encontramos que en términos de horizonte de tiempo el rally presentado desde octubre del año anterior se asemeja al rally del 2016, donde tuvimos un choque inflacionario por el paro camionero presentado durante el 2015. Las valorizaciones en el nodo a 2 años en el 2016 fueron de 230 pbs con una tasa de política monetaria del 7.75% que aumentó en lo corrido del 2017 tras conocerse que el Banco de la República inició sus recortes de tasas de interés tras un cese en la inflación. Lo mismo aplica para el nodo a 10 años, donde el rally en el 2016 fue de 365 pbs.

Gráfica 8: Ejercicio curva cero cupón versus teórica IBR 3M

Fuente: Banco de la República, Bloomberg - Investigaciones Económicas ACVA

Con lo anterior, al comparar el rally del 2016 que tuvo un horizonte de 9 meses con el actual iniciado a finales de octubre del 2022 encontramos que hemos descontado sólo una tercera parte del rally, ya que creemos que el rally actual dependerá del comportamiento de la inflación y la posibilidad de recortes de tasas de interés por parte del Banco de la República a final de año. Los operadores están atentos a la evolución del fenómeno del niño

que podría presionar la inflación de Colombia, sumado a los aumentos en los precios de la gasolina por parte del gobierno que persistirán durante el año para reducir el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles (FEPEC).

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.