

Informe mensual de Renta Fija

Perspectiva septiembre 2023

| Resumen

Los mercados de renta fija durante el mes de agosto tuvieron como fundamental el reiterado mensaje “hawkish” de los bancos centrales desarrollados, que ratificaron su disposición a realizar nuevos incrementos de tasas a nivel global y buscaron dejar el mensaje de “tasas altas por más tiempo” con lo cual empinaron las curvas de países desarrollados, tal como se mencionó en el informe anterior, especialmente luego que tanto la FED como el BCE realizaron un nuevo incremento de 25pb en sus tasas de referencia durante el mes de julio.

Después de más de un año de agresivas subidas de tipos, los bancos centrales parecen estar a punto de poner fin a sus ciclos de ajuste a medida que disminuye la inflación general. Si bien persisten los riesgos de recesión, es posible que las preocupaciones se hayan aliviado modestamente en el corto plazo. Las previsiones de crecimiento económico para los próximos 10 años se mantienen esencialmente sin cambios. Los pronósticos de inflación para el mismo horizonte también se mantienen prácticamente sin cambios para Estados Unidos, pero son más bajos para Europa, más altos para Japón y mixtos en otros lugares.

Pese a esto, la continua resiliencia de las economías desarrolladas redujo las expectativas a corto plazo de que los bancos centrales comenzarán a flexibilizar sus políticas, lo que elevaría las tasas de interés soberanas a nivel mundial.

Nuevamente y como de costumbre los hacedores de política se reunieron en el simposio de “Jackson Hole” en los EE.UU., en donde además de ratificar los discursos previos, revirtieron las expectativas que habría formado el mercado por recortes tempranos de tasas en el IS24, y dejando a los agentes en modo “data-depending” para aproximar el curso de la política monetaria del 4T23, especialmente en relación con los indicadores de salud de la actividad económica, de inflación y del mercado laboral en EE.UU. particularmente.

A nivel internacional, los desafíos se mantienen a medida que los datos macro dan cuenta de una actividad económica que poco a poco responde a los efectos de la política monetaria y aunque saludable, muestra un poco de deterioro con un mercado laboral ajustado que si bien no deja preocupaciones por un aterrizaje forzoso de la economía, si retoma las expectativas por un “soft-landing” en proceso de ajuste.

En el contexto local observamos que la curva de TES TF se valorizó en la parte corta y registró grandes correcciones al alza en sus rendimientos particularmente en la parte larga. Por su parte la curva TES UVR emulo este comportamiento, con desvalorizaciones en promedio 18 pbs en la parte media y larga, a medida que los mercados reaccionaron a la sorpresa alcista de la inflación de julio, revirtiendo la expectativa de recortes de tasas por parte del Banrep en el mes de septiembre; adicionalmente, los activos se alinearon a las pérdidas de los mercados internacionales.

También a nivel internacional, agosto fue un mes marcado por la incertidumbre que supone el reciente cambio de la política monetaria en Japón, donde se ve menor disposición a tener

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

Cristian Enrique Peláez

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

Juan Sebastián Acosta

Analista Renta Fija
juan.acosta@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1300

Jahnisi Arley Cáceres

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

Diana Valentina González

Practicante
diana.gonzalez@accivalores.com



**Escuche nuestro
análisis mensual**



una intervención y control de la curva, al tiempo que la economía China sin despegar tras asumir los efectos que dejaron los bloqueos de la política 0-Covid del año anterior y los efectos de la crisis inmobiliaria, mantienen la preocupación por una posible venta de bonos del tesoro por parte de dos de los mayores tenedores, esto, ante la necesidad de proteger sus monedas y economías en medio de la coyuntura global.

A nivel local, esperamos que la fuerza del largo en la curva de TES se vea limitada mientras se define el norte a nivel internacional, si bien sabemos que el Ministerio de Hacienda aumenta la presión para que la Junta del Banrep inicie con los recortes de la TPM este mes septiembre, el diagnóstico sobre la inflación del Banco Central no es consistente con un inicio temprano de recortes, en especial si se tiene en cuenta que los logros de otros países de la región en esa materia y el periodo de estabilidad en las tasas de política monetaria. En materia de pronósticos, si bien durante el mes de agosto la inflación anual seguirá reduciendo, el aporte de los alimentos será limitado dado que en nuestras previsiones este rubro tendría variaciones positivas a diferencia del mes anterior, lo que mantiene la incertidumbre por el curso de esta variable especialmente de cara a los efectos del fenómeno del niño.

| Mercado Internacional

Durante el mes de agosto, las tasas de interés soberanas mundiales reanudaron su ascenso, cuando la continua resiliencia de las economías desarrolladas, encabezadas por Estados Unidos, redujo las expectativas a corto plazo de que los bancos centrales comenzarían a flexibilizar sus políticas en respuesta a una desaceleración económica o una mayor moderación de la inflación. Nuestro pronóstico a largo plazo para los bonos agregados estadounidenses es de 4,3%, un rendimiento esperado ligeramente mayor en relación con nuestro pronóstico para los bonos agregados globales derivados de una percepción de una inflación subyacente aún “pegajosa” y riesgos de ventas por parte de algunos tenedores de bonos de tesoros americanos. Al final de nuestro horizonte de previsión de 10 años, esperamos que la tasa de política monetaria de la Reserva Federal sea aproximadamente del 3,2%. que es aproximadamente 200 puntos básicos por debajo del punto medio del rango objetivo de la tasa de política al final del segundo trimestre de 2023.

Fuera de EE.UU., se prevé que los bancos centrales de los mercados desarrollados (aparte de Japón) continúen aumentando las tasas de política a medida que las presiones inflacionarias permanecen elevadas.

Los bonos del Tesoro de Estados Unidos experimentaron fluctuaciones significativas en sus rendimientos debido a varios factores que influyeron en el mercado. El principal impulso fue la percepción de un posible endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal (FED) al cierre del mes de noviembre. Además, la persistencia de la inflación, el volumen de emisiones de bonos gubernamentales, datos económicos sólidos y la decisión de Fitch Ratings de retirar la calificación crediticia AAA.

La especulación sobre futuros aumentos de tasas de interés llevó a un aumento en los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años, que se acercaron al 4.34%. Los participantes del mercado centraron su atención en las minutas de la FED y el simposio de Jackson Hole en busca de pistas sobre la dirección de las tasas, simposio en el cual además de ratificar los discursos previos, revirtieron las expectativas que habría formado el mercado por recortes tempranos de tasas en el 1S24, y dejando a los agentes en modo “data-depending” para aproximar el curso de la política monetaria del 4T23, especialmente en relación con los indicadores de salud de la actividad económica, de inflación y del mercado laboral en EE.UU. particularmente.

La persistente preocupación por la inflación se vio reducida a medida que los datos económicos mostraron signos de inflación más alineada a lo deseado, pero temiendo que la FED pudiera verse obligada a tomar medidas más agresivas para controlarla, al tiempo

que emisiones más grandes de lo esperado por parte del tesoro si bien trataron de ejercer presión al alza sobre los rendimientos, estas tendencias se vieron debilitadas a medida que el mercado absorbió el aumento de la oferta pero con tasas de corte históricamente altas.

En temas macro, el informe del mercado laboral y el PIB del 2T23, contribuyeron a la dinámica de los bonos del Tesoro. Los datos indicaron un crecimiento económico resiliente ajustado a las expectativas y una disminución en la creación de empleo.

En esta coyuntura, los bonos al cierre del mes fueron considerados activos seguros durante momentos de incertidumbre económica global dado que las tensiones geopolíticas y económicas en otras partes del mundo se mantuvieron, lo que generó una demanda refugio, lo que contribuyó a corregir parte de los grandes incrementos en los rendimientos del mes y a mantener las curvas empinadas. En general la volatilidad de los bonos desarrollados a lo largo de sus curvas promedió los 42 puntos básicos con una reducción de -26pb respecto del máximo durante el periodo, destacando el comportamiento diferenciado en las curvas de Japón y el Reino Unido donde el cambio de postura monetaria afectaron sus mercados con tendencia alcista mayormente predominante.

De esta manera, agosto fue un mes marcado por la volatilidad en los mercados de bonos del Tesoro de Estados Unidos, impulsada por una serie de factores, incluida la política monetaria, la inflación, el volumen de emisiones de bonos y los datos económicos.

Gráfico No 1. EE.UU. Spreads de tesoros ven menos probabilidades por recesión



Fuente: FRED - Investigaciones Económicas

En Estados Unidos, la economía desacelera pero los mercados prevén que evite la recesión, respaldada por pedidos de bienes duraderos sólidos, una mejora salarial y un mercado inmobiliario en recuperación (Gráfico 1). Sin embargo, la inflación subyacente se mantiene estancada. Los bancos centrales se enfrentan al reto de la inflación a largo plazo, en medio de factores como la desglobalización y la transición climática. El BCE planea aumentar tasas en septiembre, seguido por una pausa antes de recortes, mientras que la Fed podría aumentar tasas nuevamente en noviembre y luego adoptar una política monetaria flexible posiblemente en el 2T24.

Si nos centramos en el Bono de protección contra la inflación a 10 años -TIP10a - (Gráfico 2), llama la atención cómo han corregido recientemente de los máximos del 2% al 1.87% en EE.UU. al tiempo que la inflación implícita al mismo periodo BEI 10 se sitúa cómodamente en el 4% por lo que el mercado por lo tanto declara como creíble la batalla del banco central contra la inflación. Vemos una estabilización también en niveles nominales y reales en los nodos a 10 años por lo que consideramos que las tasas probablemente continuarán moviéndose en rangos laterales durante el próximo mes.

En Japón lo más interesante del mes llegó cuando el Banco de Japón (BoJ) decidió

flexibilizar su enfoque en el mercado de bonos del gobierno, lo que motivó a un aumento en los rendimientos de los bonos de referencia del país a su nivel más alto en nueve años. En un giro sorprendente, el BoJ anunció su disposición a comprar bonos del gobierno japonés a 10 años al 1%, ampliando efectivamente el rango de negociación de los rendimientos a largo plazo. Aunque técnicamente mantiene un límite anterior del 0,5% en los rendimientos de los bonos a 10 años, el mercado lo tomó como una "referencia" y alcanzó el 0.66% nivel no visto desde el 2014.

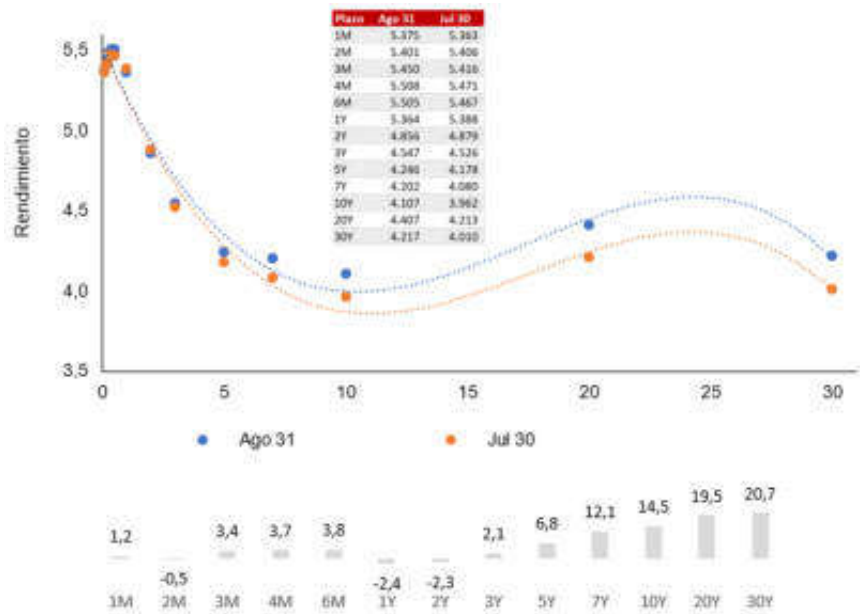
Gráfico 2. Variación tesoros americanos



Fuente: FRED - Investigaciones Económicas

Esta medida sigue generando preocupaciones sobre si el BoJ tomará más medidas para revertir su política de flexibilización. A pesar de esto, el banco central mantuvo su tasa de interés a un día en menos de 0,1%, citando la necesidad de más tiempo para lograr sosteniblemente su objetivo de inflación del 2%. Adicionalmente algunos analistas siguen sugiriendo posibilidades de que los administradores de portafolios tras el anuncio se vean incentivados a liquidar posiciones en otros mercados desarrollados para retornar sus flujos al mercado nipón.

Gráfico 3. Variación tesoros americanos



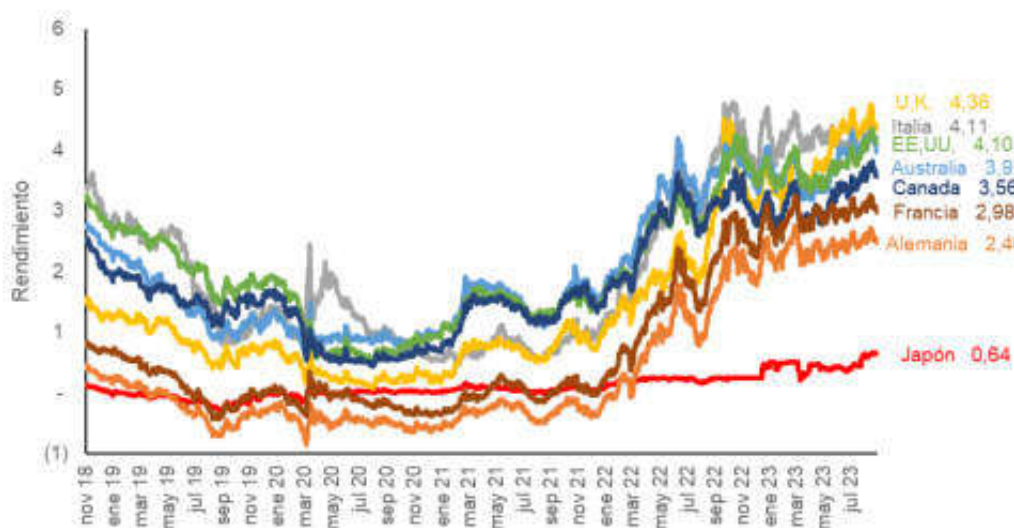
Fuente: US Treasury - Investigaciones Económicas

Esta acción parece indicar una mayor flexibilidad en la política de control de la curva de rendimiento del BoJ, pero también ha generado incertidumbre sobre si es un primer paso hacia la normalización de la política. Algunos analistas creen que la medida puede ser interpretada como un endurecimiento de la política y que los mercados estarán atentos para evaluar su impacto en la volatilidad del mercado y la dirección futura de los rendimientos de los bonos.

Volatilidad de las tasas

La volatilidad de las tasas fue un tema clave el año pasado, y nuevamente en marzo con el evento crediticio del SVB (colapso del banco US Silicon Valley). Desde entonces, la volatilidad se redujo significativamente. Esta moderación de la volatilidad de los tipos ha tenido una contribución positiva mediante el endurecimiento de todo tipo de diferenciales: países periféricos europeos, agencias, supranacionales y crédito (Gráfico 3 - 4). Creemos que la volatilidad volverá a ser protagonista en los mercados siempre que los datos duros pueden decantar las verdaderas probabilidades de nuevos incrementos de tasas de los Bancos Centrales (Gráfico 5) a medida que los niveles de aversión permanecen en bajos niveles.

Gráfico 4. Evolución tasa nominal nodo 10 años bonos Desarrollados



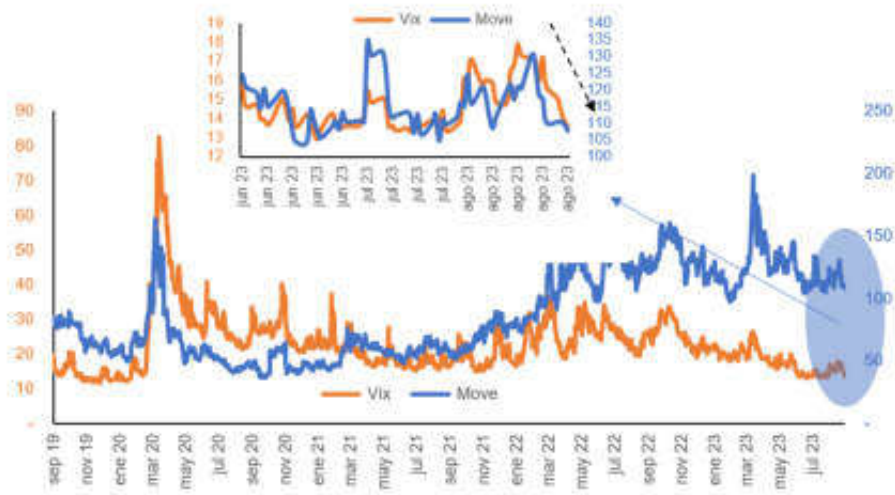
Fuente: FRED - Investigaciones Económicas

Las políticas de los bancos centrales desarrollados le dieron volatilidad a la parte corta de la curva, aunque los niveles de cierre fueron similares a los del mes anterior. En general, las curvas podrían mantener el empinamiento hasta la última subida de tipos que se debate para el mes de noviembre. Además, los bancos centrales podrían continuar comunicándose de manera poco clara sobre el último aumento, diciendo como lo han hecho recientemente, que permanecerán atentos y dependientes de los datos. Esto explica por qué nos resulta difícil ver que la curva se vuelva a aplanar significativamente con un rendimiento inferior en el corto plazo en la curva en los próximos meses.

En mercados emergentes, vemos cómo los inversores se vieron afectados durante el periodo, (Gráfico 6) en especial a los bonos de América Latina (Gráfico 7), debido a las altas tasas de interés internacionales, la baja inflación y la resiliencia económica de la región, aunque vieron parte de alivio al cierre del mes. Los bancos centrales de América Latina tomaron medidas rápidas y decisivas en respuesta a la pandemia, aumentando y

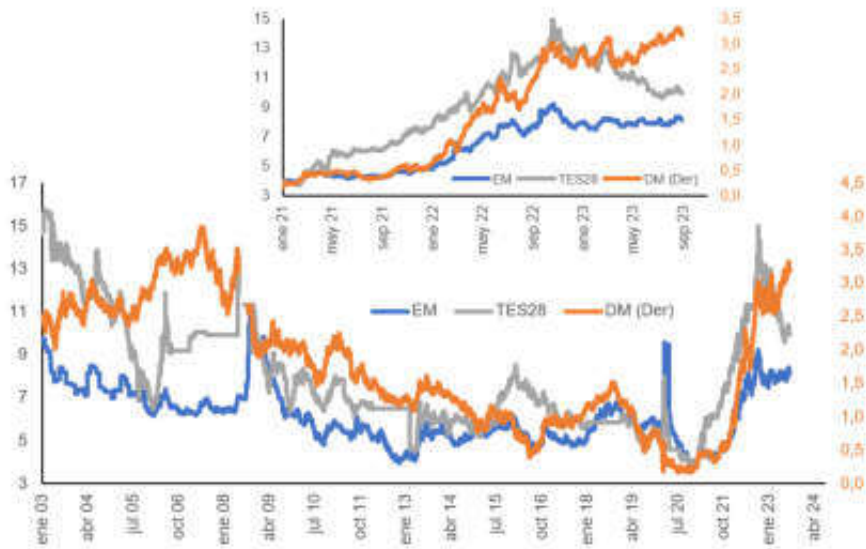
manteniendo altas tasas de interés, lo que ha llevado a un aumento en el rendimiento de las monedas y bonos de la región. Tres de las ocho monedas de mejor rendimiento del mundo este año provienen de América Latina (incluyendo el COP), impulsadas por las decisiones de los bancos centrales.

Gráfico 5. Volatilidad mercado de Bonos vs Acciones



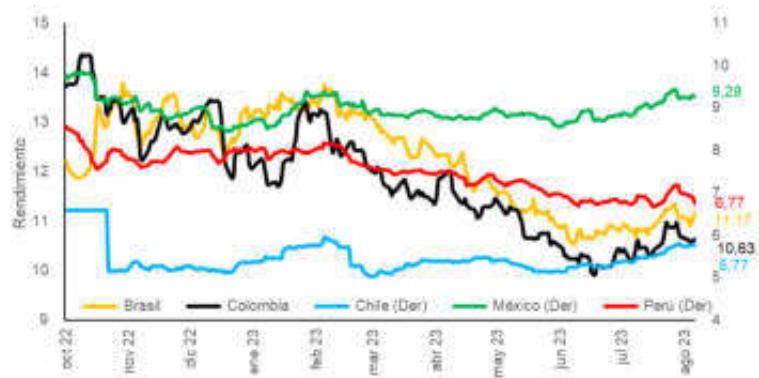
Fuente: FRED - Investigaciones Económicas

Gráfico 6. Mercados Emergentes mostraron atractivo



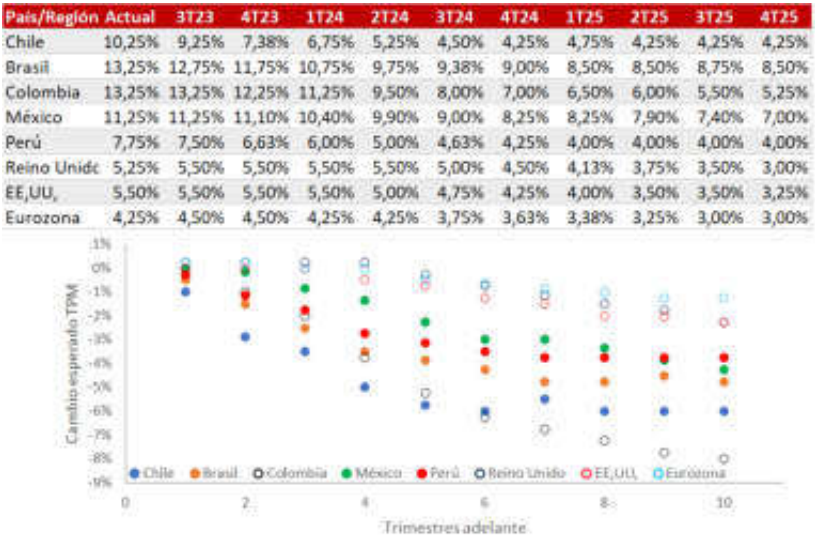
Fuente: FRED - Investigaciones Económicas

Gráfico 7. Evolución rendimiento Bonos Soberanos Locales a 10 años



Fuente: Investing - Investigaciones Económicas

Gráfico 8. Expectativa evolución TPM Desarrollados - Emergentes Latam



Fuente: Curvas SWAP - Investigaciones Económicas

A medida que a lo largo de los últimos doce meses se han registrado avances en la batalla contra la inflación, en especial tras las decisiones de política monetaria de los bancos desarrollados y emergentes; los mercados perciben con excepción del Reino Unido, que tanto en EE.UU. como en la Eurozona el pivote se estaría alcanzando al cierre del 4T23 (Gráfico 8) por lo que descuenta reducciones de tasas desde finales del 1S24. En el caso de las economías de la región los avances en términos de reducción de la inflación son más evidentes en países como Brasil, Chile y México pues como sabemos en Colombia factores idiosincrásicos han limitado la convergencia al rango meta a pesar de las reducciones de los últimos tres meses. En este sentido el mercado descuenta importantes reducciones de tasas en Brasil Chile y Colombia que podrán recuperar el atractivo de la renta fija de la región considerando los atractivos niveles de tasas en general.

En Brasil, tras la mejora en la calificación soberana la atención al inicio del mes de agosto se centra en la decisión del BCB. Recientemente la calificadora Fitch Ratings y DBRS Morningstar revisaron al alza la nota soberana de Brasil desde “BB-” a “BB”, luego que la primera fase de la Reforma Tributaria fuera aprobada en la Cámara de Diputados. La atención en el periodo estará puesta en la agenda de reformas del Gobierno del presidente Lula, considerando que el parlamento retomará actividades tras su receso. En

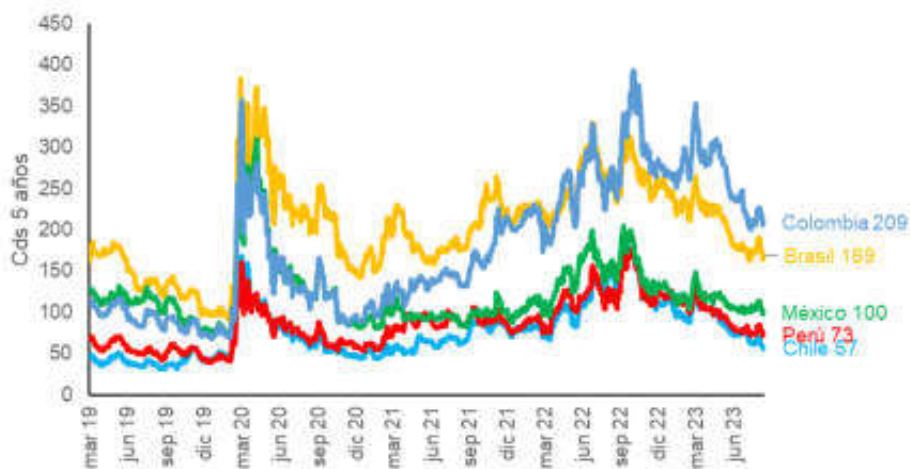
política monetaria, el mercado espera que el Banco Central de Brasil (BCB) continúe con recortes en la tasa Selic hasta el 11.75% a medida que se descuenta que la inflación alcanzará el 4.3% al cierre del 2023..

En Chile, el Banco Central (BCCh) al cierre de julio recortó la tasa en +100pb, sorprendiendo al mercado. El Consejo del BCCh redujo la tasa de referencia a 10.25%. El forward guidance menciona que la TPM disminuirá a un ritmo más rápido que el escenario central considerado en el último IPoM. Antes del cierre del año se esperan recortes de 300pb en la TPM en septiembre, octubre y diciembre, respectivamente, llevando la tasa a 7.25% al cierre del año a medida que esperan una inflación cercana al 3.5%.

En Colombia, el Banco de la República (Banrep) mantuvo la tasas de interés inalterada al cierre del mes de julio, y en un discurso prudente decide esperar nuevas ganancias en la batalla contra la inflación y ver la evolución de los indicadores económicos, para dejar abierta la puerta al inicio de un ciclo de recortes en los próximos meses en caso de observarse un descenso en la inflación núcleo y en las expectativas de inflación entre otras consideraciones. El mercado descuenta recortes cercanos a los 100 pb a medida que la inflación pronosticada para el cierre del año alcanzaría el 9.6%.

En México, tanto la actividad económica, empleo y balanza comercial superan expectativas en el 1S23. El PIB creció 0.9% t/t (s.a.) en el 2T23, en línea con lo esperado por el mercado. En términos anuales, la serie original mostró una variación de 3.7% a/a (36% a/a a.e.) manteniendo el mismo ritmo del 1T23. El mercado anticipa recortes limitados a medida que no se esperan cambios sustanciales en materia de inflación en los últimos 4 meses del año.

Gráfico 9. Evolución Credit Default Swaps - CDS 5 años



Fuente: Investing - Investigaciones Económicas

Brasil y México, las principales economías de la región, han superado las expectativas de crecimiento en el 1T23, lo que ha llevado a los economistas a revisar al alza sus proyecciones. A pesar de las altas tasas de interés, el crecimiento económico no se ha visto afectado negativamente. Los inversores regresaron a la región debido a la disminución de las preocupaciones sobre los gobiernos de izquierda y la independencia de los bancos centrales en medio de presiones políticas.

Las primas de riesgo país de la región registraron volatilidad inicialmente con movimientos al alza que fueron revertidos completamente en la región a excepción de Colombia (Gráfico 9). Colombia brilló por una reducción de -19 puntos la cual, aunque es significativa no compensa el incremento de +26 pb durante el periodo, a medida que se

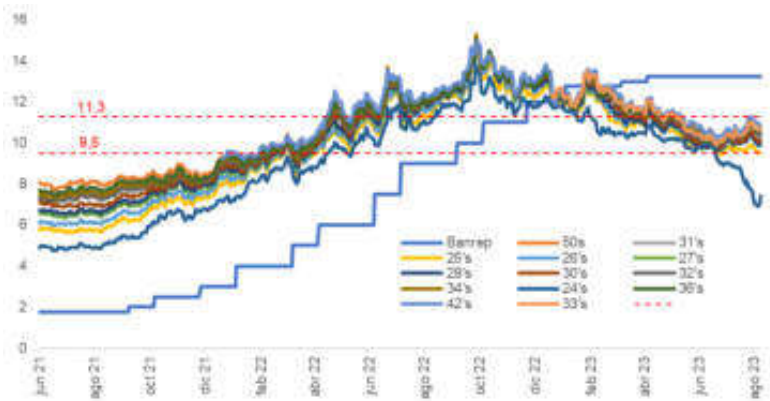
reabrieron institucionalmente las reformas del Gobierno en un repetido mensaje de respeto por la regla fiscal y el compromiso firme de honrar el pago de la deuda.

En un contexto regional donde se esperan recortes de la TPM y estabilidad por parte del Banrep, la competitividad de las tasas locales se hace relevante lo que limita el espacio para correcciones alcistas de relativa importancia.

| Mercado local

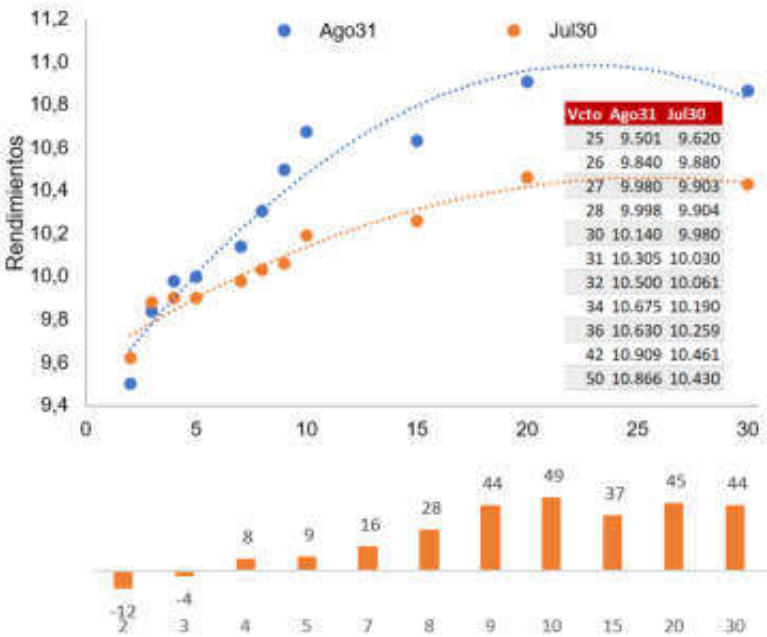
En agosto, la deuda pública registró desvalorizaciones importantes que promediaron los +66 pb al alza en sus rendimientos que al cierre del mes se vieron revertidas en un 60% (Gráfico 10 - 11), correcciones que emularon la dinámica de la curva de los tesoros en medio de la amplia preocupación por la postura “hawkish” de la FED y el BCE.

Gráfico 10. Evolución rendimientos TESTF en pesos



Fuente: Banco de la República - Investigaciones Económicas

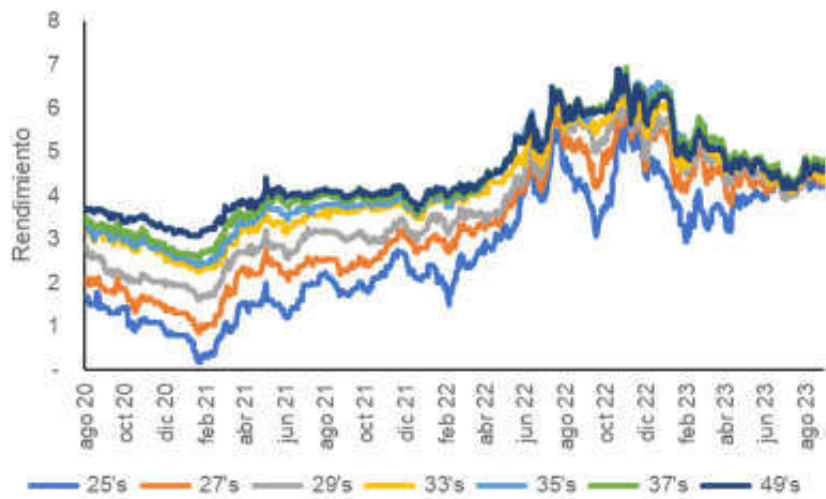
Gráfico 11. Evolución rendimientos TESTF en pesos



Fuente: Cierres SEN - Investigaciones Económicas

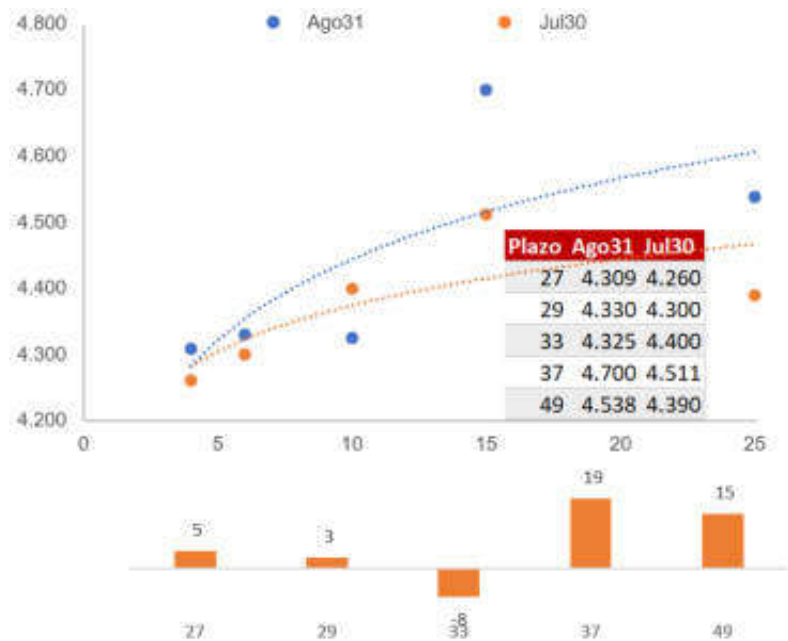
La desvalorización relativa vió disminuida la demanda de títulos de deuda pública en TF vs UVR dada la sorpresa de la inflación del mes de julio (Gráfico 12). Frente al informe de julio, la curva se desplazó al alza en cerca de +66 pb en promedio de los cuales corrigió -40pb afectando principalmente la parte larga de la curva como consecuencia de la dinámica de los tesoros en particular. En los nodos de corto plazo la narrativa del canje del gobierno para aliviar las exigencias de caja continuaron generando demanda del emisor explicando las valorizaciones. La curva de los TES UVR vió incrementos cercanos a los +8pb en promedio durante agosto (Gráfico 13) luego de la sorpresa alcista de la inflación de julio..

Gráfico 12. Evolución rendimientos TES UVR



Fuente: Banco de la República - Investigaciones Económicas

Gráfico 13. Variación TES UVR

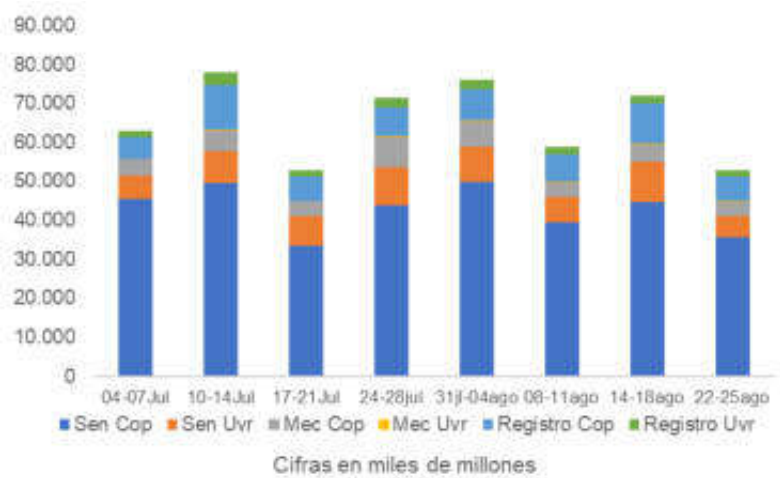


Fuente: Cierres SEN - Investigaciones Económicas

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario alcanzaron nuevos máximos en julio (Gráfico 14). La liquidez del mercado se mantiene equilibrada, lo que continuará respaldando la demanda de los inversionistas locales, especialmente en los TES COP de corto y mediano plazo. Sin embargo, la demanda de TES por parte de inversores extranjeros

sigue siendo débil.

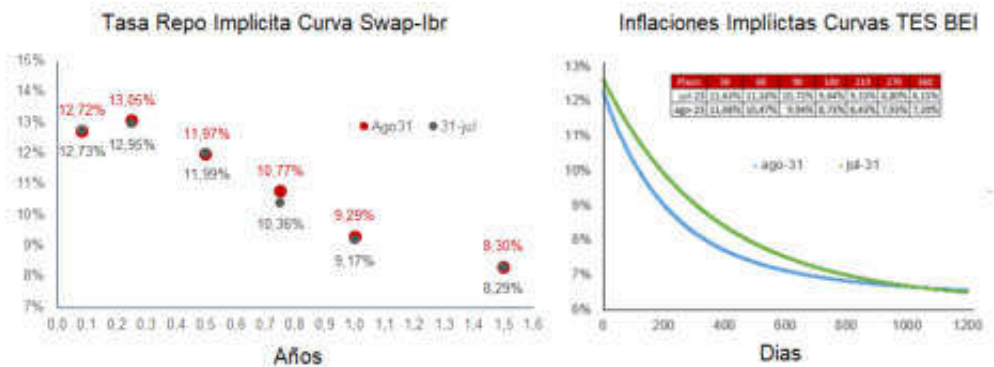
Gráfico 14. Volumen promedio negociado TES (SEN-Banrep) \$Billones



Fuente: Minhacienda - Investigaciones Económicas

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario durante el mes de agosto se mantienen fortalecidos para los TESTF de referencia 2033, 2042 y 2050 dado el cambio en la estrategia neutral de riesgo de alargar duración. Se estima que los TES con vencimientos a mediano y largo plazo tengan un margen de valorización limitado en comparación con los títulos de menor duración. A partir de las correcciones esperadas en los bonos soberanos desarrollados y dadas las ventas registradas en los TESTF al cierre del periodo, vemos prudencia de los agentes en estas referencias en especial cuando hay expectativa por una reducción continua de la inflación a lo largo del 2023.

Gráfico 15. Senda de Inflación y Tasa Repo Implícito



Fuente: Cierres SEN - Investigaciones Económicas

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se redujo durante el mes de agosto (Gráfico 15) gracias a los avances registrados durante los 3 meses anteriores; en promedio las reducciones alcanzan los 70 pb en periodos inferiores a los 360 días; La senda de la TPM esperada y derivada a partir de la curva swap registró leves incrementos a pesar que los mensajes reiterados desde el Ministerio de Hacienda siguen buscando reducciones de la TPM para el mes de septiembre.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para la vigencia 2023, el monto total de colocaciones se acerca a los COP\$29.6B lo que representa un exitoso cumplimiento cercano al 82% de la meta estipulada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) del año, el cual contempla colocaciones por COP\$36.2B (Gráfico 16). Lo anterior refleja la sólida demanda de los inversionistas locales que han permitido

mantener activa la cláusula de sobre-adjudicación durante gran parte del año. La evolución de las subastas hasta julio, han contado con un 40% de adjudicación en la no competitiva, logrado por la tendencia bajista presentada en las curvas desde abril.

En términos de la evolución de los indicadores de crédito, los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de julio, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP\$ 847 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda se sitúa en 57,1%, estable frente a los niveles del mismo mes de 2022. Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna representa un 64% del PIB, superior al registro del mismo mes del año anterior. En contraste, la proporción de la deuda externa fue de 36%. La apreciación acumulada de la tasa de cambio en los últimos meses ha favorecido una moderación del valor nominal de la deuda externa expresada en pesos. Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 64% del saldo. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, bordea niveles del 36%. Esta distribución del saldo de deuda interna-externa se sitúa aún lejos del óptimo de 70% 30% al que el Gobierno espera llevarla gradualmente en el futuro cercano.

Gráfico 16. Cumplimiento de colocaciones por Subastas

Mes	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	3.220	3.006	1.827	3.165	3.242	2.928	3.759	2.773	3.448	4.107	3.137	3.715	3.950	2.980	3.930
2	5.929	5.957	4.052	5.750	5.784	5.163	7.108	6.151	6.937	8.054	7.300	7.752	8.016	7.202	8.146
3	8.773	8.392	6.970	7.981	7.834	9.416	10.821	10.434	11.091	10.995	12.183	9.106	11.726	10.960	13.756
4	11.136	10.314	10.768	10.728	11.628	13.878	15.347	14.211	15.305	15.506	15.054	10.726	16.494	12.980	16.980
5	14.843	12.804	15.261	12.789	14.011	17.891	18.196	17.938	20.932	20.554	18.890	13.646	21.176	15.847	21.577
6	16.481	14.554	19.471	15.648	16.157	20.823	20.708	22.899	24.659	24.481	22.268	15.503	25.417	20.956	26.403
7	19.194	17.113	21.719	18.996	19.500	24.526	24.372	27.532	27.681	28.079	24.278	20.033	30.271	26.452	29.628
8	20.904	20.231	24.967	22.433	22.050	27.009	26.791	30.756	31.573	31.659	25.200	23.979	36.212	30.332	
9	23.038	22.284	26.195	23.496	25.626	28.516	29.064	34.351	34.636	35.074	25.335	31.889	41.542	34.984	
10	23.936	24.537	27.904	24.482	28.753	29.020	29.535	35.544	36.726	37.967	25.394	35.642	45.390	36.293	
11	24.727	26.939	28.692	24.847	30.084	29.589	30.214	36.321	37.088	38.700	25.531	40.199	48.794	36.338	
12	25.825	27.624	29.397	25.267	30.617	30.030	30.350	36.576	37.287	38.936	25.569	40.534	49.479	36.454	36.218

Mes	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023
1	13%	11%	6%	13%	11%	10%	12%	8%	9%	11%	12%	9%	8%	8%	11%
2	23%	22%	14%	23%	19%	17%	23%	17%	19%	21%	25%	19%	16%	20%	22%
3	34%	30%	24%	32%	26%	31%	36%	29%	30%	28%	48%	22%	24%	30%	38%
4	43%	37%	37%	42%	38%	46%	51%	39%	41%	40%	59%	26%	33%	36%	47%
5	57%	46%	52%	51%	46%	60%	60%	49%	56%	53%	74%	34%	43%	43%	60%
6	64%	53%	66%	62%	53%	69%	68%	63%	66%	63%	87%	38%	51%	57%	72%
7	74%	62%	74%	75%	64%	82%	80%	75%	74%	72%	93%	49%	61%	73%	82%
8	81%	73%	85%	89%	72%	90%	88%	84%	85%	81%	99%	59%	73%	83%	0%
9	89%	81%	89%	93%	84%	95%	96%	94%	92%	90%	99%	79%	84%	96%	0%
10	93%	89%	95%	97%	94%	97%	97%	97%	98%	98%	99%	86%	92%	100%	0%
11	96%	98%	98%	98%	98%	99%	100%	99%	99%	99%	100%	99%	99%	100%	0%
12	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Minhacienda - Investigaciones Económicas

En general consideramos si bien la inflación ha tenido una tendencia a la baja en los últimos meses, un mercado laboral en EE.UU. aún resistente ha sido el principal obstáculo para que la Fed deje de subir después de aumentar los costos de los préstamos en 525 puntos básicos desde marzo de 2022, a un rango de 5,25%-5,5%. En adelante, el diagnóstico del mercado laboral parece estar enfriándose, por lo que un mercado laboral más débil de lo esperado podría alentar al mercado a anticipar el final del senderismo y anticipar recortes al cierre del IS24. En todo caso, queda abierta la pregunta si los rendimientos reales podrán mantenerse positivos mientras la inflación subyacente alcance el control; por tanto, septiembre será un mes de amplia volatilidad con los techos acotados para los bonos del tesoro en los rangos observados durante el mes anterior.

En el mercado local esperamos que el empinamiento se mantenga en la curva TESTF durante el mes de septiembre; la narrativa por una modificación al Coeficiente de Fondo Neto del mercado local abrirá oportunidades de valorización en la deuda privada dados los amplios spreads que se habrían mantenido en el mercado local recientemente. Los agentes seguirán viendo una coyuntura de amplia volatilidad y costos aún altos de fondeo en la deuda privada a pesar de que la expectativa sobre la TPM es que se mantenga en los niveles actuales al menos hasta el mes de septiembre y que las condiciones de liquidez se mantengan balanceadas en lo que resta del 3T23. Destacamos la entrada de recursos al sistema por COP\$1.7B asociada al pago del cupón de los TES 30 (18 septiembre).

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.

Mercado de Renta Fija

Resumen del mercado de Renta Fija de Agosto 2023

- **Mercado Internacional**

Los mercados de renta fija durante el mes de agosto tuvieron como fundamental el reiterado mensaje “hawkish” de los bancos centrales desarrollados, que ratificaron su disposición a realizar nuevos incrementos de tasas a nivel global y buscaron dejar el mensaje de “tasas altas por más tiempo” con lo cual empujaron las curvas de países desarrollados, tal como se mencionó en el informe anterior, especialmente luego que tanto la FED como el BCE realizaron un nuevo incremento de 25pb en sus tasas de referencia durante el mes de julio.

Después de más de un año de agresivas subidas de tipos, los bancos centrales parecen estar a punto de poner fin a sus ciclos de ajuste a medida que disminuye la inflación general. Si bien persisten los riesgos de recesión, es posible que las preocupaciones se hayan aliviado modestamente en el corto plazo. Las previsiones de crecimiento económico para los próximos 10 años se mantienen esencialmente sin cambios. Los pronósticos de inflación para el mismo horizonte también se mantienen prácticamente sin cambios para Estados Unidos, pero son más bajos para Europa, más altos para Japón y mixtos en otros lugares.

- **Mercado Local**

En el contexto local observamos que la curva de TES TF se valorizó en la parte corta y registró grandes correcciones al alza en sus rendimientos particularmente en la parte larga. Por su parte la curva TES UVR emulo este comportamiento, con desvalorizaciones en promedio 18 pbs en la parte media y larga, a medida que los mercados reaccionaron a la sorpresa alcista de la inflación de julio, revirtiendo la expectativa de recortes de tasas por parte del Banrep en el mes de septiembre; adicionalmente, los activos se alinearon a las pérdidas de los mercados internacionales.

¿Qué esperamos en **septiembre de 2023**?

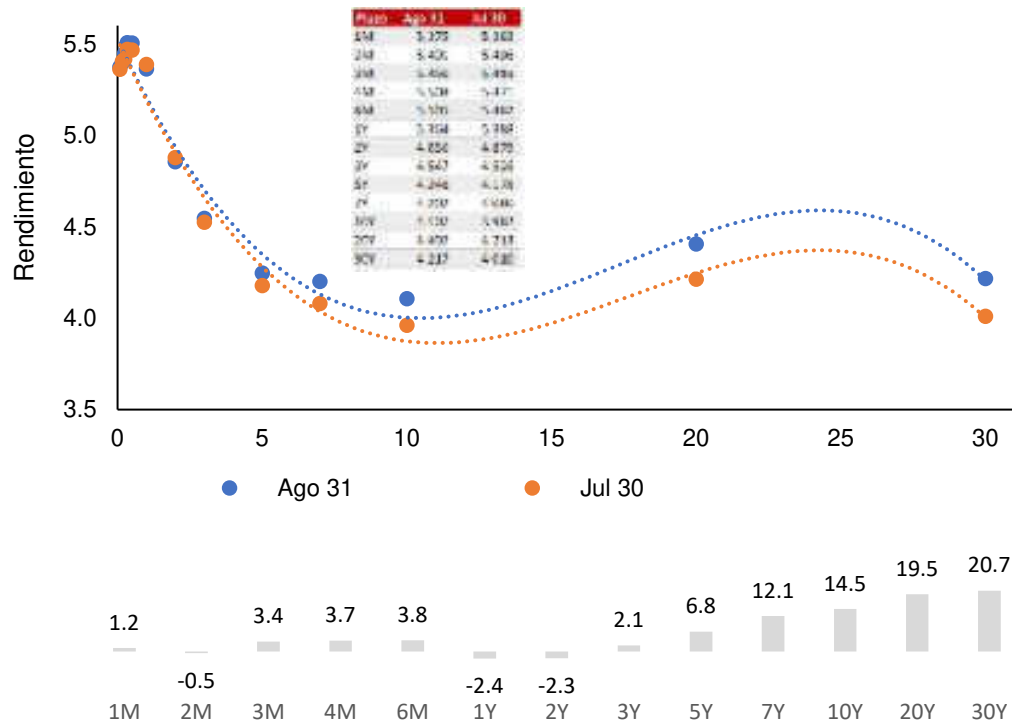


A nivel **internacional**, si bien la inflación ha tenido una tendencia a la baja en los últimos meses, un mercado laboral en EE.UU. aún resistente ha sido el principal obstáculo para que la Fed deje de subir después de aumentar los costos de los préstamos en 525 puntos básicos desde marzo de 2022, a un rango de 5,25%-5,5%. En adelante, el diagnóstico del mercado laboral parece estar enfriándose, por lo que un mercado laboral más débil de lo esperado podría alentar al mercado a anticipar el final del senderismo y anticipar recortes al cierre del 1S24. En todo caso, queda abierta la pregunta si los rendimientos reales podrán mantenerse positivos mientras la inflación subyacente alcance el control; por tanto, septiembre será un mes de amplia volatilidad con los techos acotados para los bonos del tesoro en los rangos observados durante el mes anterior.

En el **mercado local** esperamos que el empinamiento se mantenga en la curva TESTF durante el mes de septiembre; la narrativa por una modificación al Coeficiente de Fondeo Neto del mercado local abrirá oportunidades de valorización en la deuda privada dados los amplios spreads que se habrían mantenido en el mercado local recientemente. Los agentes seguirán viendo una coyuntura de amplia volatilidad y costos aún altos de fondeo en la deuda privada a pesar de que la expectativa sobre la TPM es que se mantenga en los niveles actuales al menos hasta el mes de septiembre y que las condiciones de liquidez se mantengan balanceadas en lo que resta del 3T23. Destacamos la entrada de recursos al sistema por COP\$1.7B asociada al pago del cupón de los TES 30 (18 septiembre).

Los tesoros americanos se desplazaron al alza en promedio +15 pbs especialmente en la parte media y larga con el nodo a 30 años presentando el mayor movimiento con +20,7 pbs cerrando el mes en 4.21%.

Tesoros: Curva de rendimientos (%)

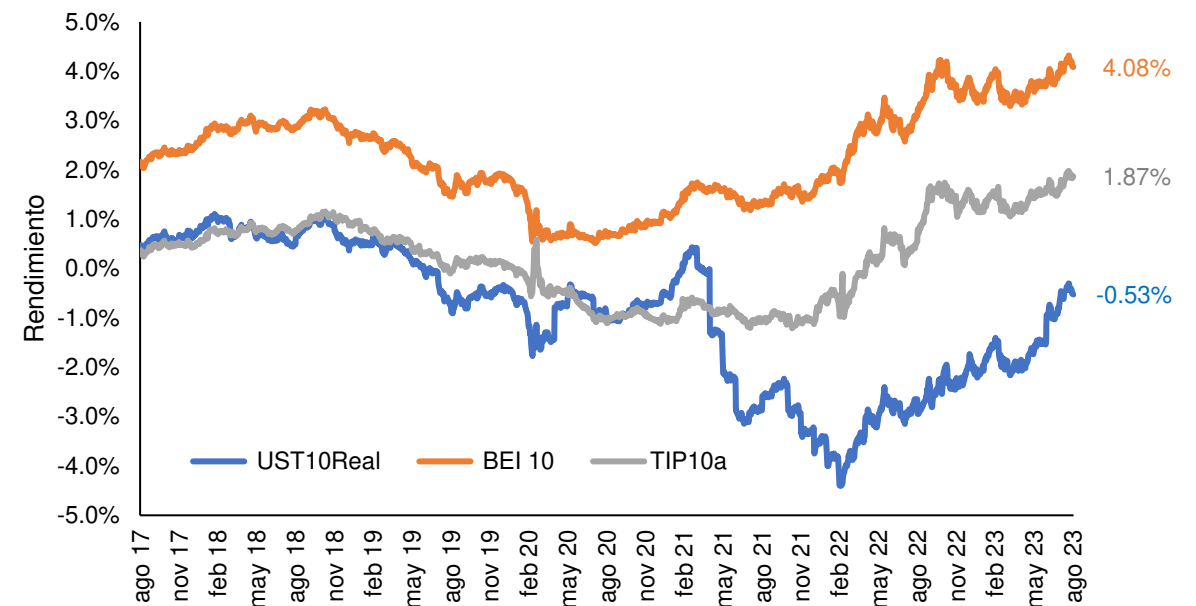


Fuente: US Treasury - Investigaciones Económicas ACVA

septiembre de 2023

Aunque el mercado laboral se enfría la pregunta de septiembre es si la tasa real debería ser positiva a medida que la inflación es persistente.

Tasa Real – Tip10a vs BEI 10a (Puntos)

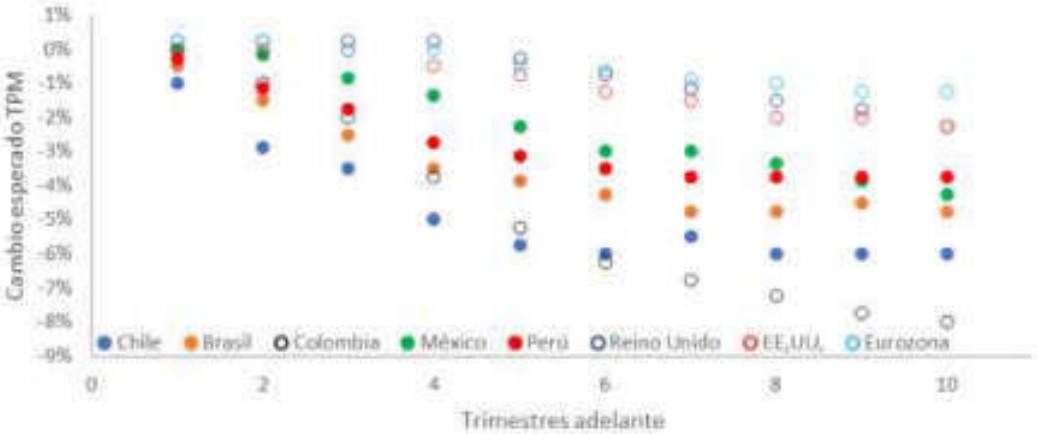


Fuente: Investing - Investigaciones Económicas ACVA

El pivote en la política monetaria parece estar muy cerca, con un panorama de reducciones que iniciarían mayoritariamente en el 1S24. Algunos emergentes se adelantan tomando riesgo de lucir menos competitivos.

Senda de Política Monetaria Esperada (TPM)

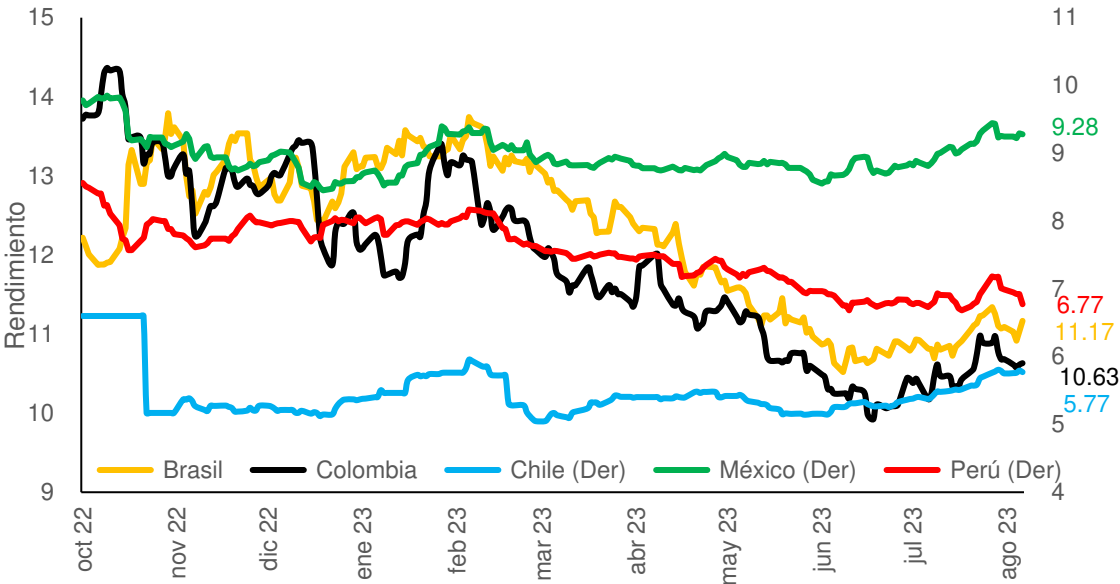
Pais/Región Actual	3T23	4T23	1T24	2T24	3T24	4T24	1T25	2T25	3T25	4T25
Chile	10,25%	9,25%	7,38%	6,75%	5,25%	4,50%	4,25%	4,75%	4,25%	4,25%
Brasil	13,25%	12,75%	11,75%	10,75%	9,75%	9,38%	9,00%	8,50%	8,50%	8,50%
Colombia	13,25%	13,25%	12,25%	11,25%	9,50%	8,00%	7,00%	6,50%	6,00%	5,50%
México	11,25%	11,25%	11,10%	10,40%	9,90%	9,00%	8,25%	8,25%	7,90%	7,40%
Perú	7,75%	7,50%	6,63%	6,00%	5,00%	4,63%	4,25%	4,00%	4,00%	4,00%
Reino Unido	5,25%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,00%	4,50%	4,13%	3,75%	3,50%
EE.UU.	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,00%	4,75%	4,25%	4,00%	3,50%	3,25%
Eurozona	4,25%	4,50%	4,50%	4,25%	4,25%	3,75%	3,63%	3,38%	3,25%	3,00%



Fuente: Encuestas Bancos Centrales- Investigaciones Económicas ACVA
septiembre de 2023

Los bonos soberanos en moneda local asumieron las volatilidades propias de los bonos del tesoro a medida que el discurso de los hacedores de política monetaria ratificaban el mensaje “tasas altas por más tiempo”

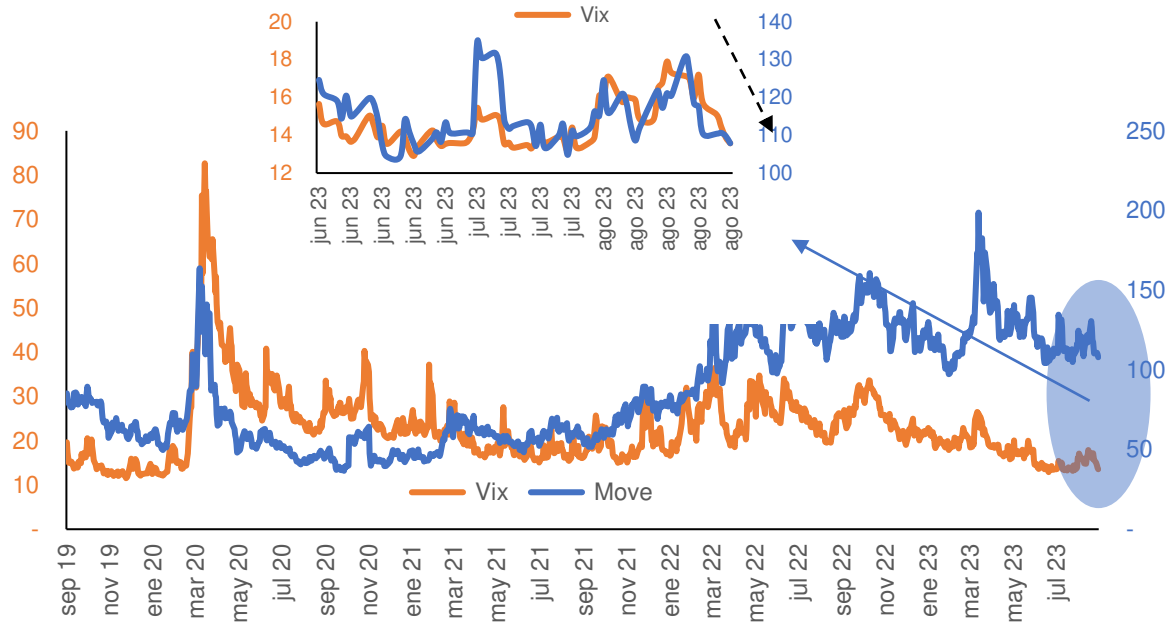
Bonos en la Región a ritmo de Tesoro (%)



Fuente: US Treasury, Investing - Investigaciones Económicas ACVA

En el mercado internacional la volatilidad se reduce a medida que al cierre del mes el optimismo por una economía resistente a los incrementos de tasas muestra señales de fortaleza permitiendo la corrección en los mercados de renta fija.

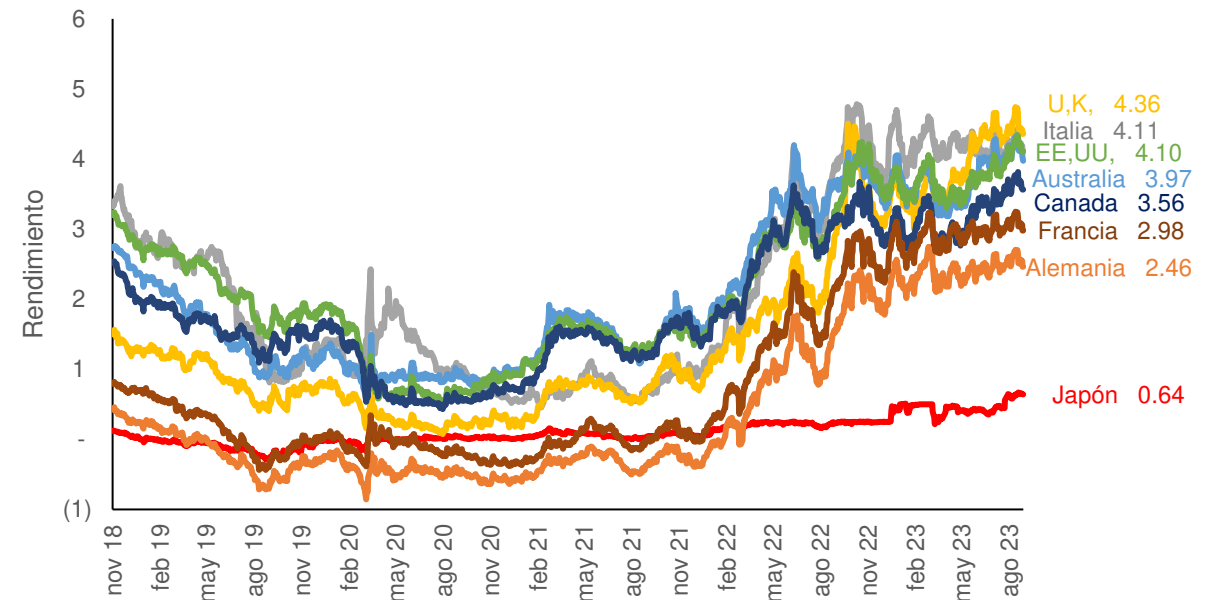
Volatilidad a menos (Unidades)



Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Las sorpresas inflacionarias recibidas durante el mes especialmente en Alemania y España impulsaron los rendimientos a medida que el mercado descontó un nuevo incremento de tasas por parte del BCE a pesar de la pausa de la FED.

Correlación a todo vapor (Rendimiento)

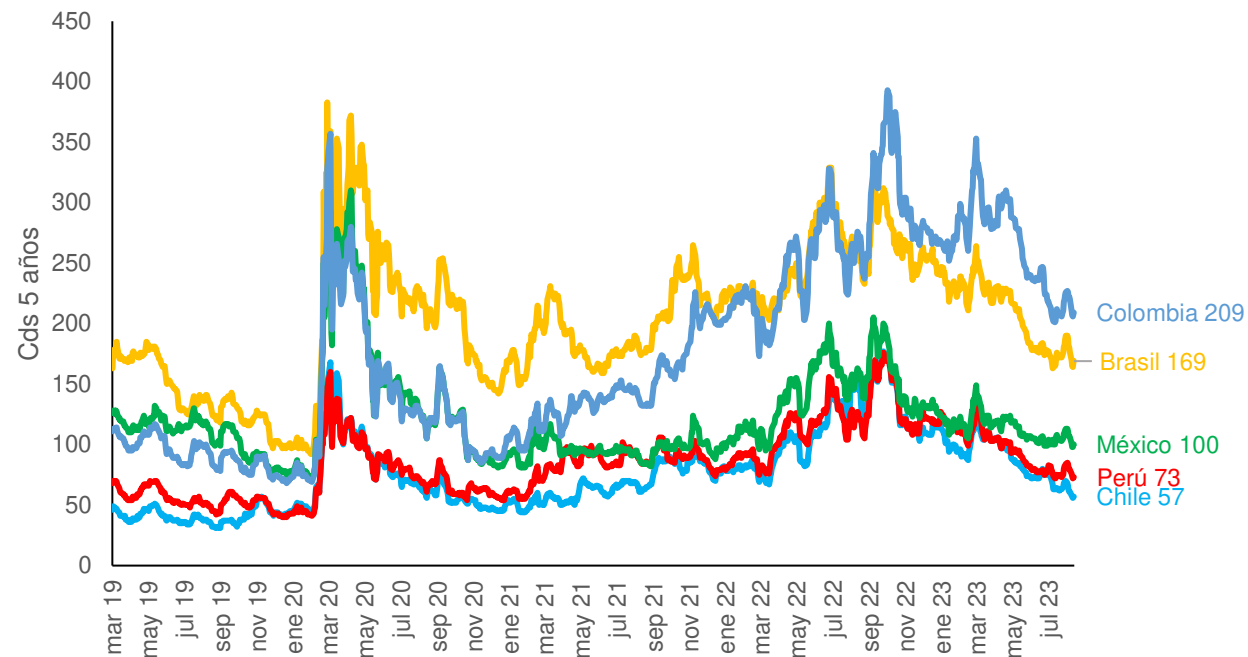


Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

La percepción de riesgo evoluciono a ritmo de las incertidumbres de los EE.UU. y aunque el aumento fue corregido en su totalidad por la mayoría de países en el caso de Colombia esta situación no se alcanzó, reflejando así alguna preocupación por el reinicio de los debates en el Congreso de los proyectos de reforma del Gobierno Petro.

CDS Latam 5a

(Unidades)

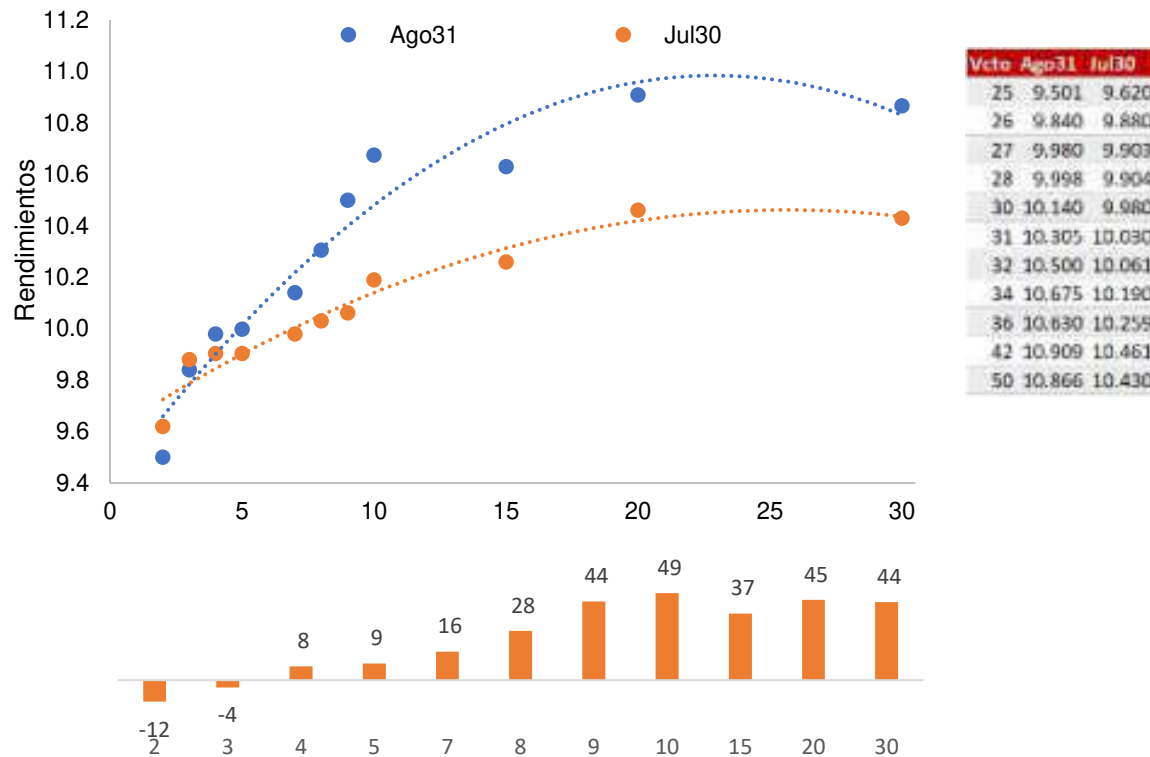


Fuente: S&P - Investigaciones Económicas ACVA

En el contexto local observamos que la curva de TES TF se desvalorizó en promedio 35pbs. A pesar de la sorpresa inflacionaria de julio, el diagnóstico de un mercado del tesoro sobrevalorado impulsó las correcciones manteniendo el empinamiento.

Curva deuda soberana TES COP

Porcentaje (%)

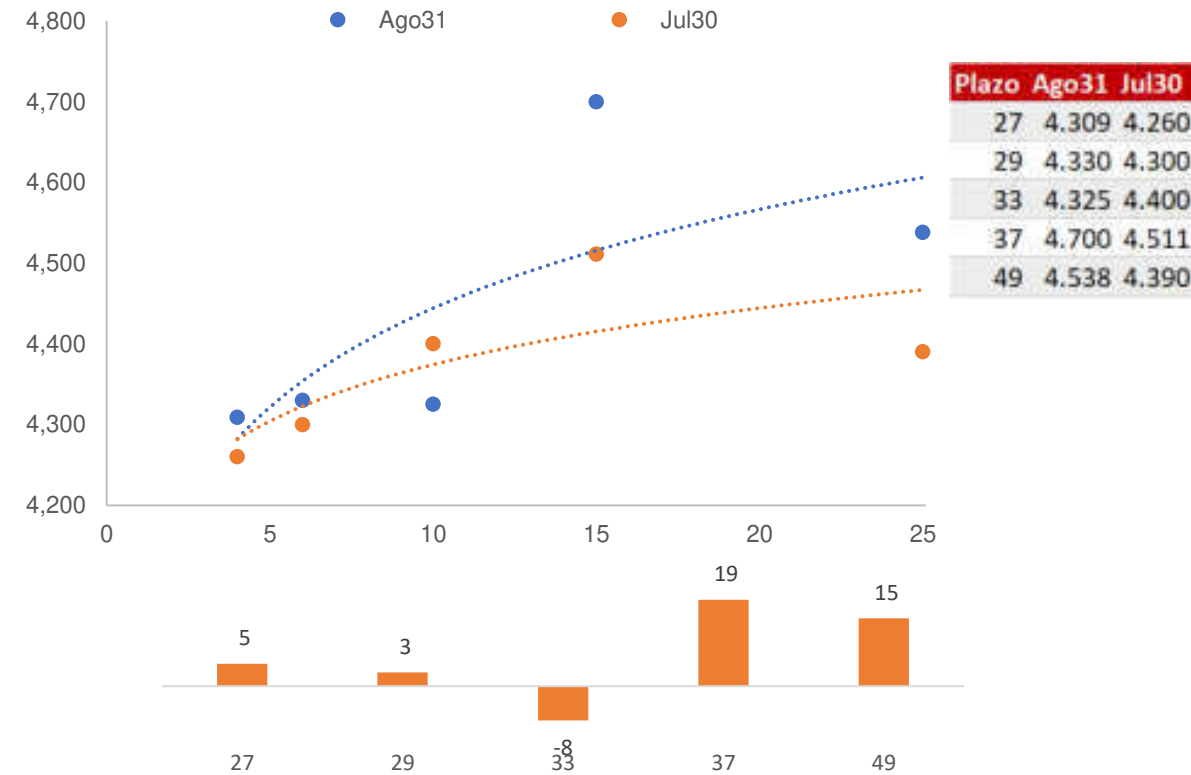


Fuente: Cierres SEN - Investigaciones Económicas ACVA

La curva TES UVR emuló a sus pares en TF con correcciones especialmente en la parte media y larga.

Curva deuda soberana TES UVR

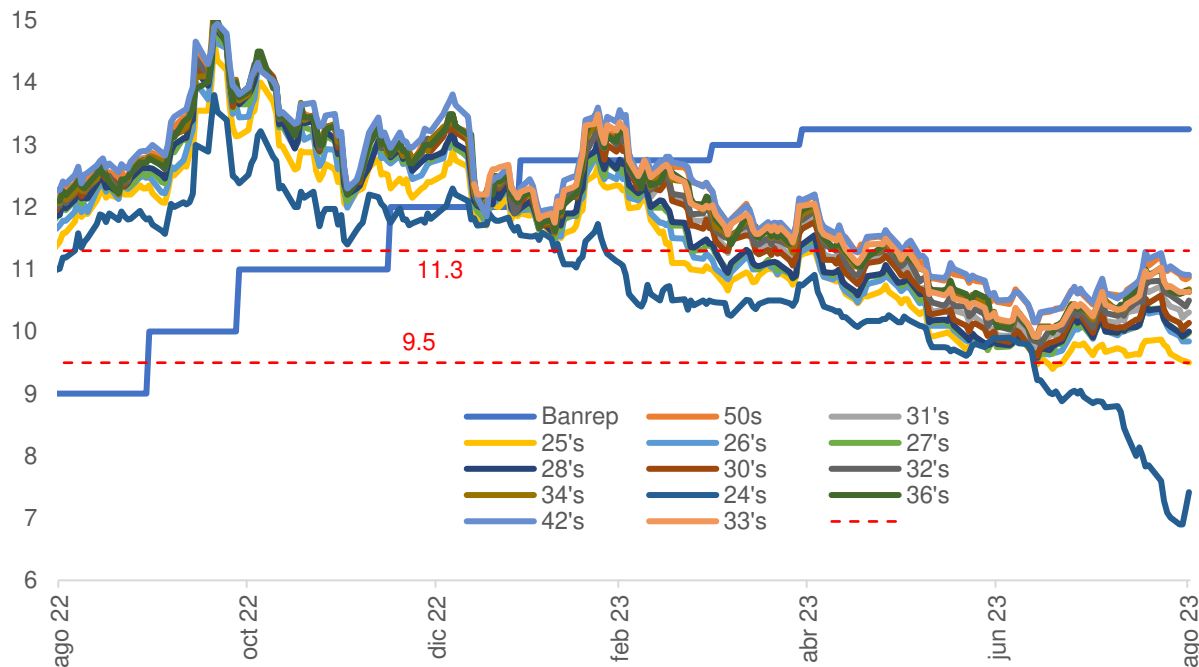
(%)



Fuente: Cierres SEN - Investigaciones Económicas ACVA

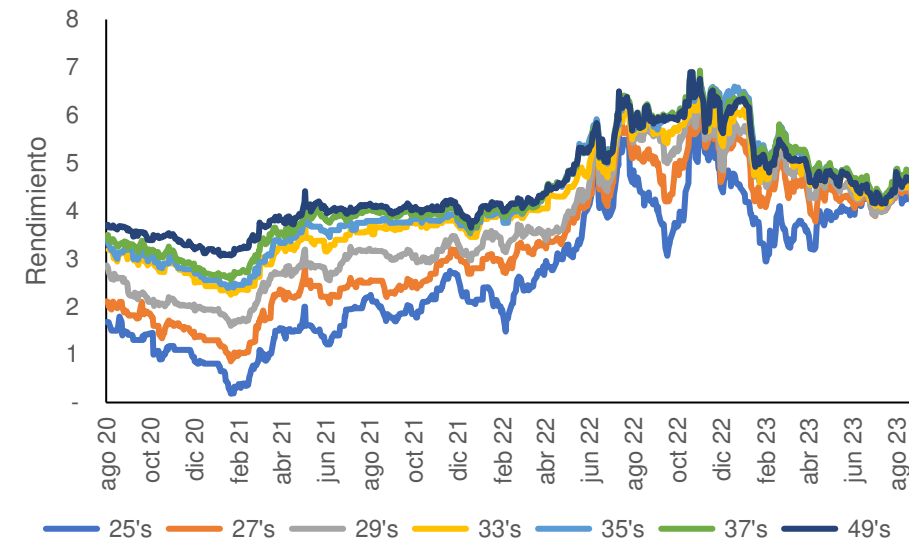
El rango comprendido entre el 9,50% y el 11,30% parece lograr el rango alto registrado en marzo de 2020, a pesar que la inflación y la TPM es sustancialmente mayor. En este último aspecto debemos mencionar que el mercado ya tiene incorporado las reducciones esperadas en el 1S24. En el contexto local la expectativa por las modificaciones a la regulación del Coeficiente de Fondeo Neto (CFEN) darán ímpetu a los agentes para reducir los spreads ente la deuda pública y la deuda privada.

Evolución histórica rendimientos TES TF (%)



Fuente: BanRep, Cierres SEN - Investigaciones Económicas ACVA

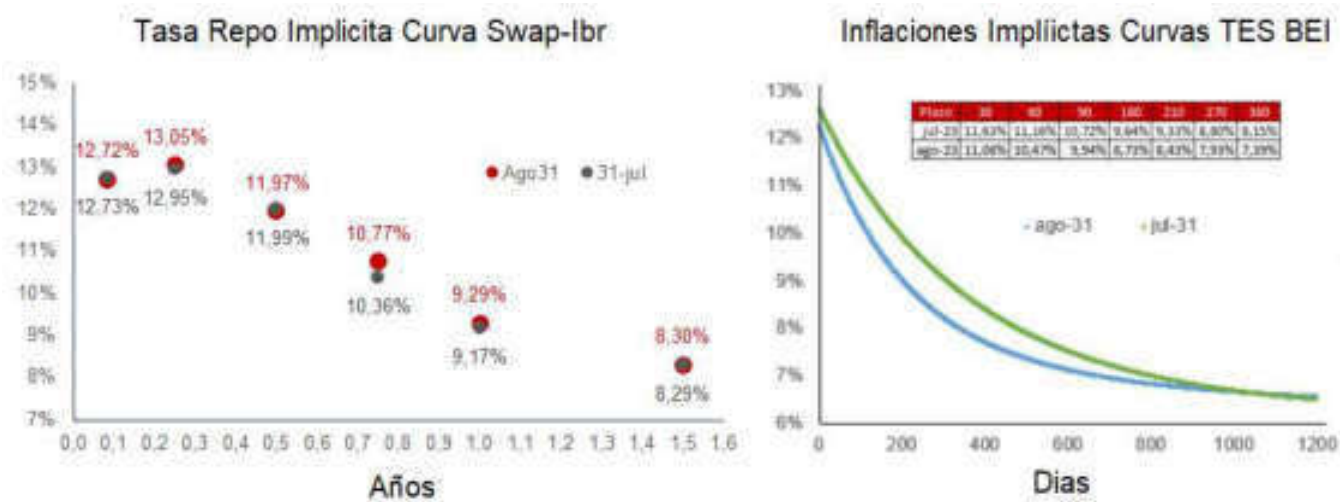
Evolución histórica rendimientos TES Uvr's (%)



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas ACVA

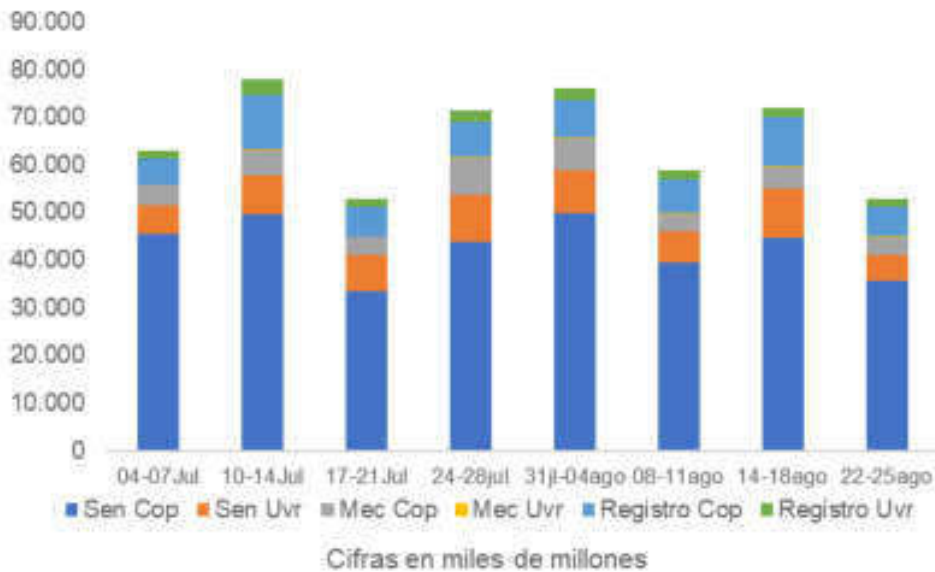
El mercado tras la sorpresa de la inflación en julio corrigió al alza levemente la senda de la TPM esperada (calculada a partir de la curva Swap-lbr), a pesar que la inflación implícita descontada en las curvas cero cupón continúa con la expectativa de ver cifras de un dígito al cierre del año.

Senda de Política Monetaria e Inflación Implícita (%)



Fuente: BanRep, Cierres SEN - Investigaciones Económicas ACVA

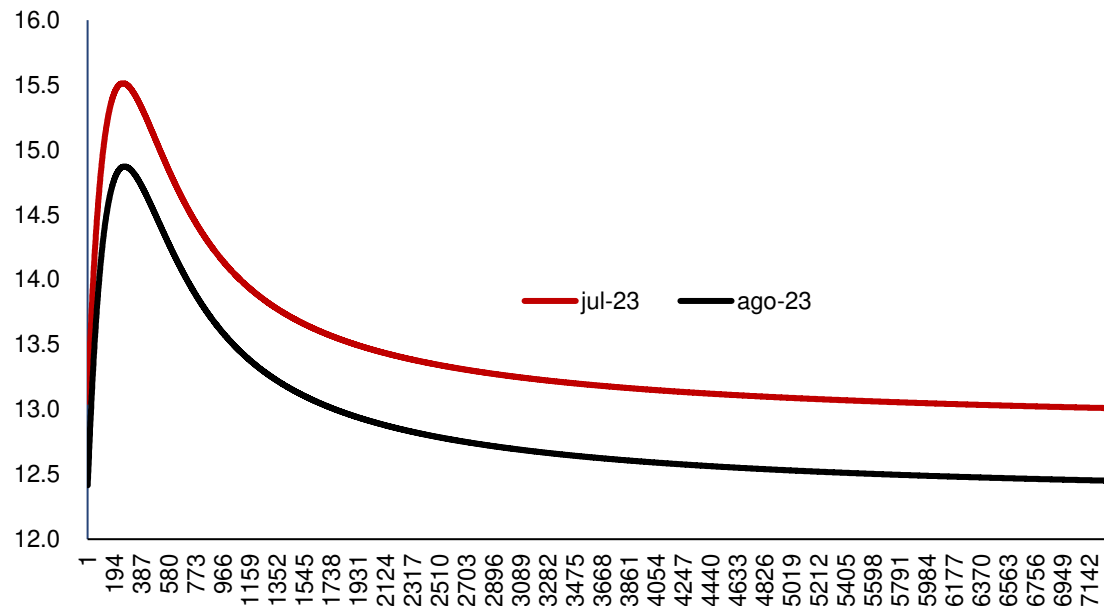
Volúmenes a mayo mercado deuda pública y privada (COP billones)



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas ACVA

La expectativa por una modificación por parte de la SFC a la normativa del Coeficiente de Fondeo Neto alentó a los participantes a corregir los spreads de la renta fija vs las emisiones indexadas a IBR a medida que la senda de inflación podría permitir reducciones de la TPM por parte del Banrep.

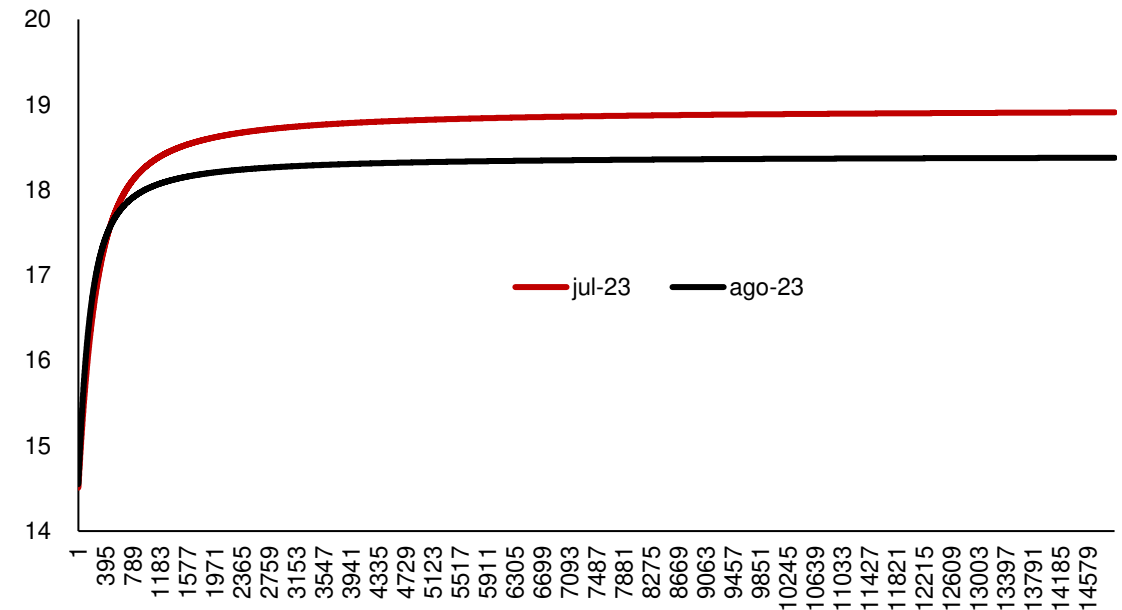
Curva deuda privada tasa fija Porcentaje (%)



Fuente: PiP - Investigaciones Económicas ACVA

Las correcciones fueron menores que proporcionalmente en la curva IPC que aún ve con dificultad correcciones amplias en el corto plazo.

Curva deuda privada IPC (%)



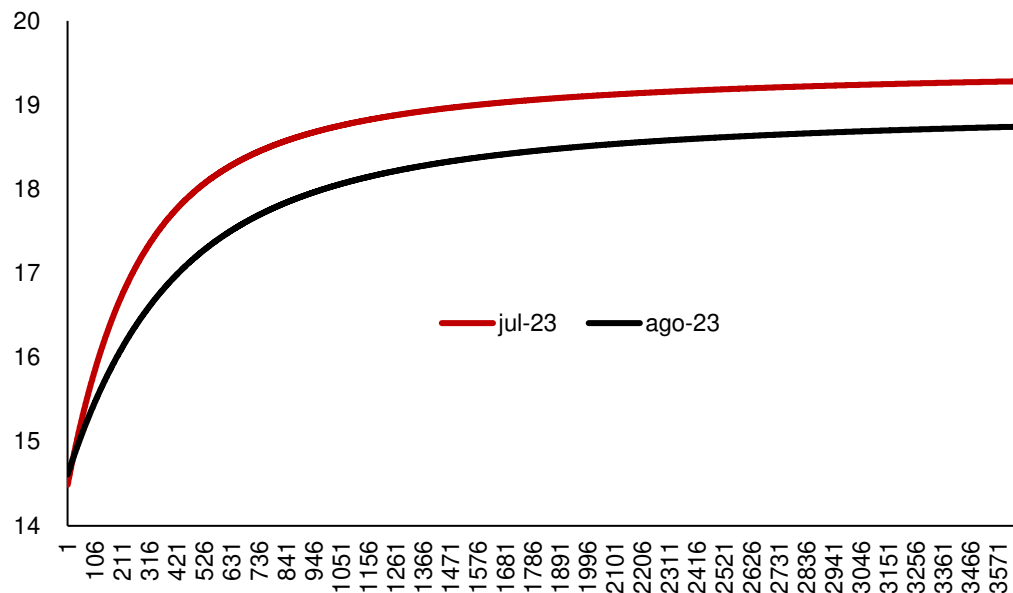
Fuente: PiP - Investigaciones Económicas ACVA

La expectativa por una modificación por parte de la SFC a la normativa del Coeficiente de Fondeo Neto alentó a los participantes a corregir los spreads de la renta fija vs las emisiones indexadas a IBR a medida que la senda de inflación podría permitir reducciones de la TPM por parte del Banrep.

Creemos que durante el año los emisores seguirán realizando roll-over de sus vencimientos. El mayor roll-over para este año será en IBR con COP \$42,5 billones.

Curva deuda privada IBR

Porcentaje (%)



Fuente: PiP - Investigaciones Económicas ACVA

Fuente: BVC - Investigaciones Económicas ACVA

- **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.